

S-Oil (010950)

위원장

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

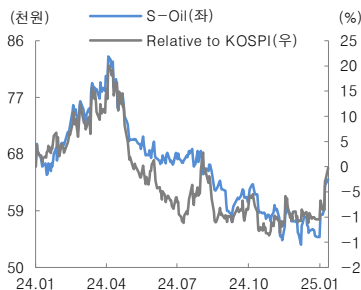
64,000

(25.01.13)

정유업중

KOSPI	2489.56
시가총액	7,370십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 53,600원
120일 평균거래대금	133억원
외국인지분율	75.38%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	3.9	-4.6	-3.3
상대수익률	10.6	8.4	9.5	-1.9



정제마진 반등에 따른 실적 호조

- 정제마진 상승(QoQ +6.4달러) 및 재고평가손실 소멸로 정유부문 이익 대폭 개선
- 화학 및 윤활부문 주요 제품 스프레드 감소로 전분기대비 감익 불가피
- 1Q25까지 마진 강세 이어질 것으로 전망하나, 하반기 수급 완화 우려 상존

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 78,348원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 평균 ROE 4%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용.

4Q24 Preview: 정제마진 개선에 따른 호실적

정유부문 4Q 예상실적 1,469억원으로 흑자전환(QoQ +7,200억원) 전망. 석유제품마진 개선(휘발유 QoQ +51%, 경유 QoQ +42.3%)에 따라 동사 정제마진 QoQ +6.4달러 상승 추정. 또한 12월 유가 하락폭 감소 및 환율상승 효과에 따라 전분기 발생한 재고평가손실(3Q -2,619억원) 소멸로 4Q 이익에 개선.

화학 및 윤활부문 QoQ 감익 전망. 화학부문 예상 OP -261억원으로 적자전환, PP/PO 스프레드 개선 부재한 가운데 P-X 스프레드 158.5달러/톤으로 QoQ -34.3% 하락하며 적자권 진입. 윤활부문 예상 OP 1494억원, QoQ -2.9% 전망. 그룹2,3 윤활유 판가하락(1,084.6달러/톤, QoQ -4.6%)한 가운데, 싱가포르 병커링 수요 상승에 따른 HSFO 마진 상승으로 스프레드 하락.

25년 정제마진 흐름 상고하자 전망

정제마진 강세 흐름은 1Q25까지 지속될 것으로 전망하나, 하반기 이후 석유제품 수급 완화 가능성은 점검 필요. 중국의 석유제품 수출 축소(수출세 환급 축소, 전년과 유사한 1차 수출쿼터 발표)는 내수 수요 부진으로 글로벌 수급에 미치는 영향 미미할 것으로 판단. 25년 2월 Dangote 고도화설비 가동 시작하며 휘발유 증분(20만b/d) 북미향 수출 증가로 이어질 개연성 존재.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)		1Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY QoQ
매출액	9,830	8,841	8,359	8,568	-12.8	-3.1	8,709	8,991 -3 4.9
영업이익	-56	-415	267	270	흑전	흑전	172	301 -33 11.4
순이익	161	-206	216	53	-66.9	흑전	50	168 1.1 216.4

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	36,288	35,477	36,186
영업이익	3,405	1,355	470	962	990
세전순이익	2,899	1,132	-13	690	717
총당기순이익	2,104	949	-8	498	518
지배지분순이익	2,104	949	-8	498	518
PER	4.6	8.6	NA	14.8	14.3
BPS	72,754	77,506	75,766	78,371	81,147
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE	27.2	10.8	-0.1	5.5	5.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	36,079	32,278	36,288	35,477	0.6	9.9
판매비와 관리비	808	810	793	791	-1.9	-2.4
영업이익	467	766	470	962	0.7	25.7
영업이익률	1.3	2.4	1.3	2.7	0.0	0.3
영업외손익	-409	-261	-482	-272	적자유지	적자유지
세전순이익	58	505	-13	690	적자조정	36.8
지배지분순이익	43	364	-8	498	적자조정	36.8
순이익률	0.1	1.1	0.0	1.4	적자조정	0.3
EPS(지배지분순이익)	366	3,123	-70	4,273	적자조정	36.8

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,568.1	8,990.8	8,938.8	8,834.3	8,713.0	35,726.7	36,288.0	35,476.8
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,722.7	7,092.3	6,943.1	6,842.8	6,805.6	28,257.2	28,513.3	27,683.8
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,123.7	1,195.7	1,296.8	1,309.5	1,244.2	4,384.7	4,730.6	5,046.2
유탄기유	766.9	810.9	744.6	721.7	702.9	698.9	681.9	663.2	3,085.4	3,044.1	2,746.9
영업이익	454.1	160.7	-414.9	270.1	300.9	193.1	208.6	259.9	1,354.6	469.9	962.5
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	3.2%	3.3%	2.2%	2.4%	3.0%	3.8%	1.3%	2.7%
정유	250.4	-95.0	-573.7	146.9	164.3	39.5	66.5	122.3	353.5	-271.4	392.6
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.2%	2.3%	0.6%	1.0%	1.8%	1.3%	-1.0%	1.4%
석유화학	48.0	109.9	5.0	-26.1	-3.4	15.3	16.3	13.7	190.6	136.8	41.8
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.3%	-0.3%	1.2%	1.2%	1.1%	4.3%	2.9%	0.8%
유탄기유	155.7	145.8	153.8	149.4	140.0	138.3	125.9	123.9	810.5	604.7	528.1
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	20.7%	19.9%	19.8%	18.5%	18.7%	26.3%	19.9%	19.2%
세전이익	227.2	-40.9	-272.5	73.6	161.4	110.1	217.6	200.5	1,131.7	-12.6	689.6
지배주주순이익	166.2	-21.3	-206.2	53.1	116.5	79.4	157.1	144.7	948.9	-8.2	497.7
% YoY											
매출액	2.5	22.4	-1.8	-12.8	-3.4	-6.6	-0.1	1.7	-15.8	1.6	-2.2
정유	2.3	24.2	-4.2	-13.6	-4.7	-6.8	-0.7	1.2	-16.9	0.9	-2.9
석유화학	5.6	29.7	6.8	-7.3	9.0	-0.9	9.0	10.7	-12.8	7.9	6.7
유탄기유	0.6	0.0	10.1	-13.7	-8.3	-13.8	-8.4	-8.1	-9.7	-1.3	-9.8
영업이익	-11.9	341.1	적전	흑전	-33.7	20.2	흑전	-3.8	-60.2	-65.3	104.8
정유	-13.8	적지	적전	흑전	-34.4	흑전	흑전	-16.7	-84.9	적전	흑전
석유화학	63.8	34.0	-89.0	적전	적전	-86.1	225.4	흑전	흑전	-28.3	-69.4
유탄기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-27.0	-25.4	-12.7
세전이익	-36.0	적지	적전	-0.1	-29.0	흑전	흑전	172.5	-61.0	적전	흑전
지배주주순이익	-37.4	적지	적전	-66.9	-29.9	흑전	흑전	172.5	-54.9	적전	흑전
% QoQ											
매출액	-5.3	2.8	-7.6	-3.1	4.9	-0.6	-1.2	-1.4			
정유	-4.3	0.1	-7.5	-2.5	5.5	-2.1	-1.4	-0.5			
석유화학	-9.5	19.3	-8.2	-6.5	6.4	8.5	1.0	-5.0			
유탄기유	-8.3	5.7	-8.2	-3.1	-2.6	-0.6	-2.4	-2.7			
영업이익	흑전	-64.6	적전	흑전	11.4	-35.8	8.1	24.6			
정유	흑전	적전	적지	흑전	11.8	-75.9	68.1	84.1			
석유화학	41.5	129.0	-95.5	적전	적지	흑전	6.7	-15.9			
유탄기유	-29.5	-6.4	5.5	-2.9	-6.3	-1.2	-8.9	-1.6			
세전이익	208.6	적전	적지	흑전	119.3	-31.8	97.8	-7.9			
지배주주순이익	3.5	적전	적지	흑전	119.3	-31.8	97.8	-7.9			

자료: S-OIL, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	36,288	35,477	36,186
매출원가	38,291	33,621	35,025	33,723	34,398
매출총이익	4,155	2,106	1,263	1,753	1,788
판매비와관리비	749	751	793	791	799
영업이익	3,405	1,355	470	962	990
영업이익률	8.0	3.8	1.3	2.7	2.7
EBITDA	4,055	2,074	1,390	1,968	2,073
영업외손익	-507	-223	-482	-272	-272
관계기업손익	0	2	5	5	5
금융수익	432	299	280	299	299
외환관련이익	954	608	323	373	373
금융비용	-757	-500	-623	-669	-669
외환관련손실	605	263	300	323	323
기타	-182	-24	-144	92	92
법인세비용차감전순손익	2,899	1,132	-13	690	717
법인세비용	-794	-183	4	-192	-200
계속사업순손익	2,104	949	-8	498	518
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	-8	498	518
당기순이익률	5.0	2.7	0.0	1.4	1.4
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2,104	949	-8	498	518
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	2,113	927	-30	476	496
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2,113	927	-30	476	496

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,047	8,137	-70	4,273	4,441
PER	46	8.6	NA	148	143
BPS	72,754	77,506	75,766	78,371	81,147
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDAPS	34,776	17,784	11,920	16,881	17,777
EV/EBITDA	3.3	5.7	9.8	7.1	7.0
SPS	364,016	306,391	311,205	304,249	310,334
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	35,198	16,672	11,876	18,777	19,673
DPS	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	54.6	-15.8	1.6	-2.2	2.0
영업이익 증가율	59.0	-60.2	-65.3	104.8	2.8
순이익 증가율	52.7	-54.9	적전	흑전	3.9
수익성					
ROIC	20.2	8.5	2.0	4.2	4.1
ROA	17.8	6.6	2.1	4.0	4.0
ROE	27.2	10.8	-0.1	5.5	5.6
안정성					
부채비율	131.2	138.7	166.4	166.1	161.3
순차입금비율	43.9	42.5	71.2	73.3	75.4
이자보상배율	22.5	5.7	1.5	2.8	2.9

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,407	9,411	9,111
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,613	1,775	1,338
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	3,026	2,974	3,020
재고자산	4,733	4,639	4,712	4,607	4,699
기타유동자산	198	55	55	55	55
비유동자산	10,407	11,928	14,129	14,909	15,611
유형자산	9,588	11,152	13,354	14,134	14,835
관계기업투자금	36	41	49	58	66
기타비유동자산	783	735	726	717	709
자산총계	19,613	21,576	23,536	24,319	24,722
유동부채	8,213	9,255	9,317	9,227	9,306
매입채무 및 기타채무	4,752	6,074	6,137	6,046	6,125
차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
유동상채무	590	640	640	640	640
기타유동부채	932	398	398	398	398
비유동부채	2,917	3,284	5,384	5,954	5,954
차입금	2,427	2,837	4,937	5,507	5,507
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	490	447	447	447	447
부채총계	11,130	12,539	14,702	15,181	15,260
자배지분	8,483	9,038	8,835	9,138	9,462
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,173	7,474	7,793
기타지분변동	32	35	38	42	46
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	8,835	9,138	9,462
순차입금	3,726	3,839	6,289	6,698	7,135

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	1,474	2,168	2,139
당기순이익	2,104	949	-8	498	518
비현금항목의 가감	2,000	995	1,393	1,691	1,776
감가상각비	650	719	920	1,006	1,083
외환손익	148	-35	238	226	226
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	1,202	313	235	459	467
자산부채의 증감	-2,132	1,473	363	477	351
기타현금흐름	-321	-891	-274	-498	-506
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-3,107	-1,771	-1,771
투자자산	-208	87	-5	-6	-6
유형자산	-569	-2,165	-3,116	-1,780	-1,780
기타	4	12	14	14	14
재무활동 현금흐름	-1,514	193	1,819	289	-281
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	1,000	870	0
장기차입금	-819	649	1,100	-300	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-617	-373	-198	-198	-198
기타	-78	-83	-83	-83	-83
현금의 증감	-635	653	-350	162	-437
기초 현금	1,946	1,310	1,963	1,613	1,775
기말 현금	1,310	1,963	1,613	1,775	1,338
NOPLAT	2,472	1,136	307	695	714
FCF	2,522	-333	-1,909	-99	-2

[Compliance Notice]

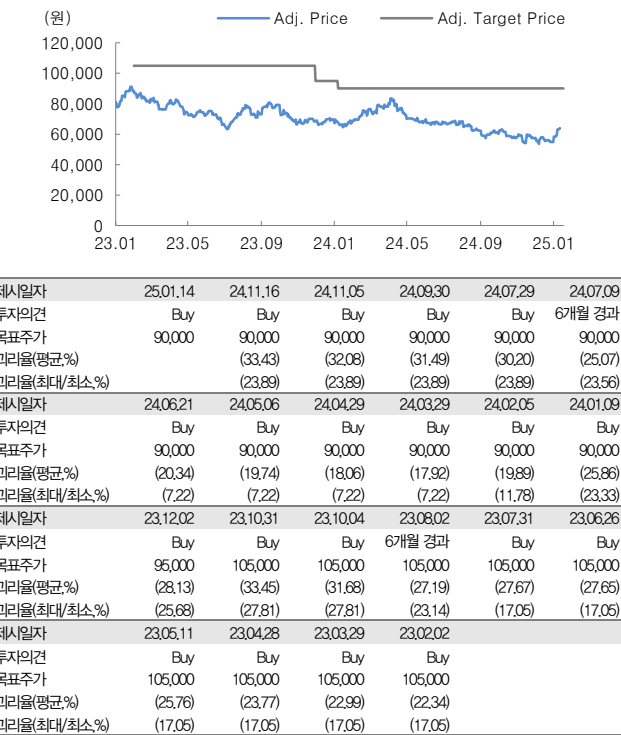
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250111)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상