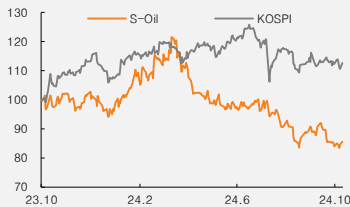


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	79,000원
현재주가(24/11/4)	58,800원
상승여력	34.4%

영업이익(24F, 십억원)	280
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	507
EPS 성장률(24F, %)	-97.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	73.8
P/E(24F, x)	264.5
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,588.97
시가총액(십억원)	6,620
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	75.9
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	57,300
52주 최고가(원)	83,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.8	-16.4	-13.1
상대주가	-6.5	-13.5	-20.5



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

## 점진적 실적 개선에 무게

## 목표주가 79,000원과 매수 의견 유지

S-Oil에 대한 목표주가와 매수 의견을 유지한다. 동사의 자금력과 신규 사업 확장력이 모두 사한 프로젝트에 집중되어 있기에, 업황 개선세가 제한적인 상황에서 주가 업사이드를 찾기란 쉽지 않아 보인다. 하지만 12MF PBR이 0.7배로 역사적 저점을 기록하고 있고, 미국/중국이 금리 인하 및 경기 부양책을 적극적으로 펼치는 상황에서 수요 추가 악화 가능성은 낮다. 주가의 하방은 막혀있다고 판단한다.

## 3Q24 Review: 큰 기대감은 없었지만, 그래도 아쉬운 실적

동사의 3Q24 영업손익은 -4,149억원으로 컨센서스인 -2,986억원을 크게 하회했다. 컨센 하회 요인은 유가 하락 및 정제마진 약세 지속으로 인한 정유 부문 적자폭 확대 영향이 컸다. 정유 부문의 영업손익은 -5,737억원을 기록했다. 국제유가는 중국/미국의 수요 부진으로 지속적인 하방 압력을 받고 있어, 재고관련손익(-2,861억 원)에 큰 영향을 미쳤다. 정제마진 역시 납사 마진의 선전에도 불구하고, 휘발유 및 경등유 시장 부진으로 인해 약세가 지속되었다.

유탄유 부문 영업이익은 1,538억원으로 견조한 실적을 기록했으며, 화학 영업손익은 50억원(전분기 1,099억원)으로 그동안 견조하게 버텨주던 PX 스프레드가 톤당 354달러에서 271달러로 급락하며 아쉬운 실적을 기록했다.

## 4Q24 Preview: Winter is coming

동사의 4Q24 영업손익은 802억원으로 전분기 대비 흑자전환을 전망한다. 정유 부문의 적자폭 축소 영향(-5,737억원 → -768억원)이 가장 클 것으로 예상한다. 유가는 수요가 부진하지만, 지정학적 리스크와 난방 수요로 추가 하락세는 제한적일 전망이다. 특히, 겨울철이 다가오며 경등유 마진도 점차 회복하고 있어 정제마진 역시 3분기보다는 개선될 전망이다(8.0달러 → 10.1달러). 화학은 10월 들어 PX 스프레드의 추가 하락으로 실적 개선은 어려울 전망이다.

24년 동사의 연말 배당은 의미있는 수준으로 나오기 어려울 전망이다. 배당성향과 중간배당을 감안하면, 4분기 순이익이 최소 1,400억원 이상을 기록해야 하는데, 현재까지는 가능성이 높지 않아 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	42,446	35,727	36,144	34,228	33,147
영업이익 (십억원)	3,405	1,355	280	937	1,537
영업이익률 (%)	8.0	3.8	0.8	2.7	4.6
순이익 (십억원)	2,104	949	26	468	908
EPS (원)	18,047	8,137	222	4,011	7,788
ROE (%)	27.2	10.8	0.3	5.1	9.3
P/E (배)	4.6	8.6	264.5	14.7	7.6
P/B (배)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
배당수익률 (%)	6.6	2.4	0.0	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,424.2	8,792.6	8,470.3	8,497.6	8,467.0	35,727.3	36,144.1	34,227.5
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,525.8	6,912.0	6,674.8	6,672.8	6,586.1	28,257.2	28,316.4	26,845.8
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,153.5	1,129.9	1,160.6	1,157.8	1,158.7	4,384.7	4,760.4	4,607.1
	유탄유	766.9	810.9	744.6	744.9	750.7	634.8	667.0	722.2	3,085.4	3,067.3	2,774.7
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	80.2	190.0	218.8	284.6	243.8	1,418.5	280.1	937.1
	정유	250.4	-95.0	-573.7	-76.8	-2.3	50.1	102.3	13.9	399.0	-495.1	164.0
	화학	48.0	109.9	5.0	-2.1	22.1	37.7	41.2	59.7	203.7	160.8	160.7
	유탄유	155.7	145.8	153.8	159.1	170.2	131.0	141.0	170.2	815.7	614.4	612.4
세전이익		227.2	-40.9	-272.5	118.1	75.8	111.2	244.5	200.5	1,131.7	31.9	632.0
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.3	87.4	56.1	82.3	180.9	148.4	948.8	25.9	467.7

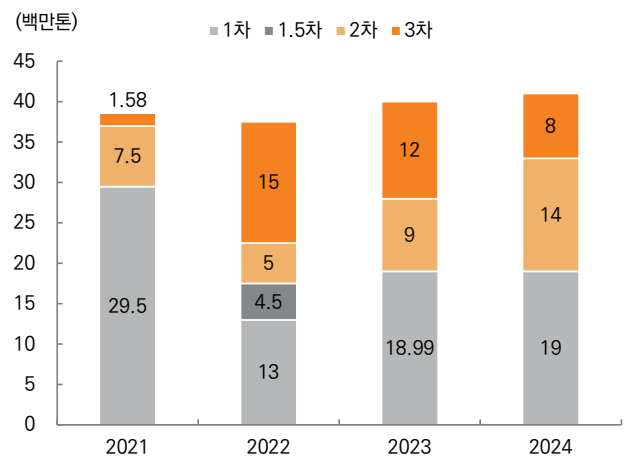
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 경등유 마진 개선 구간 시작



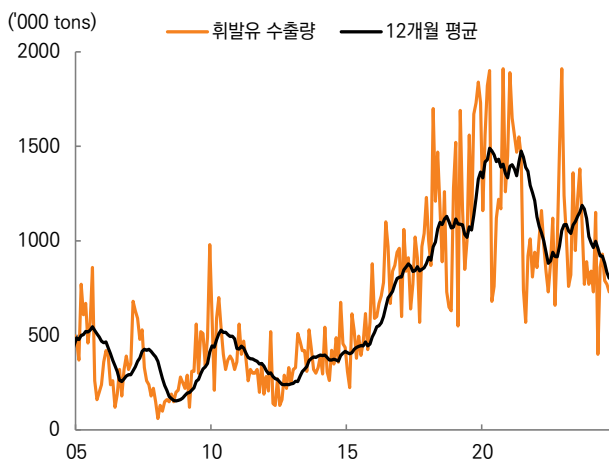
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



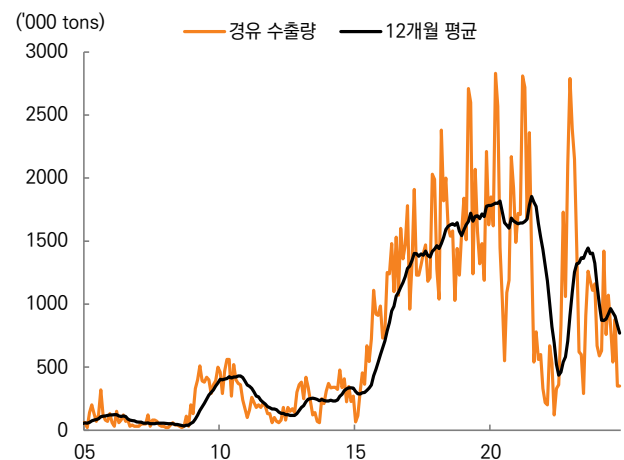
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



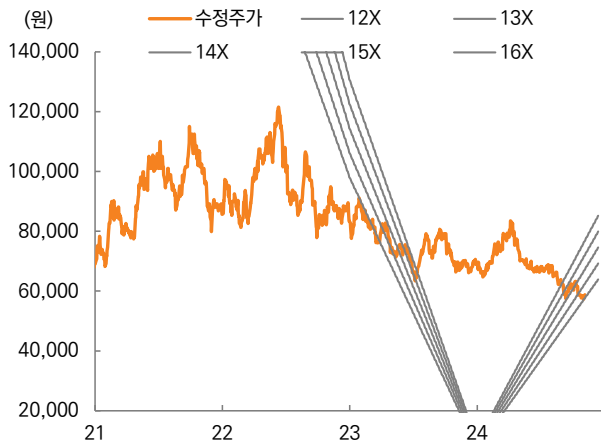
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



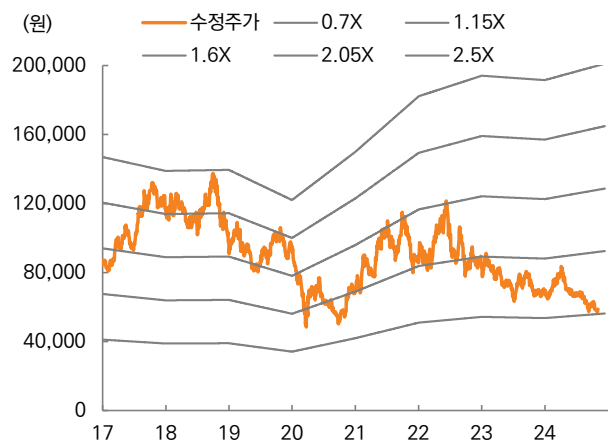
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



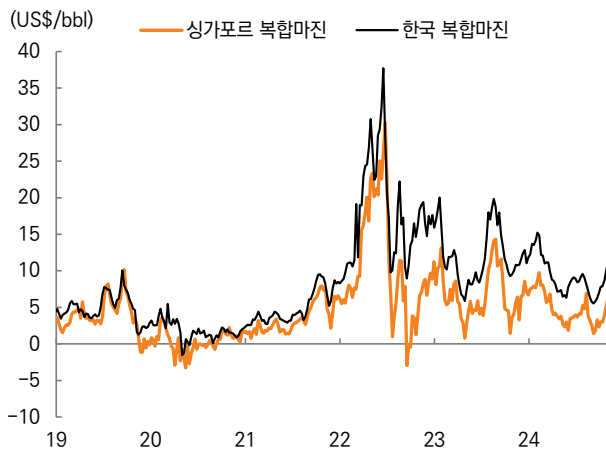
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



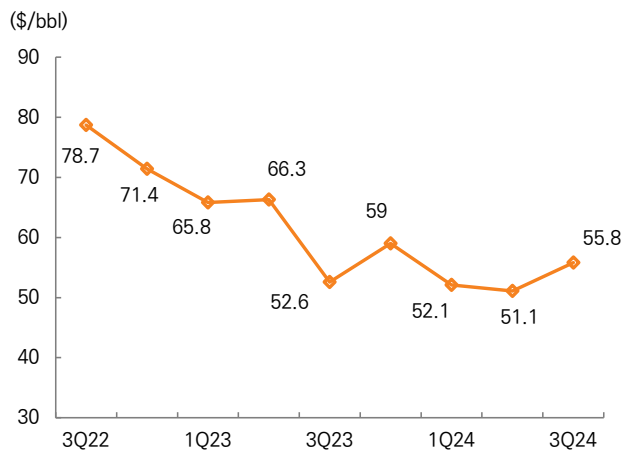
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



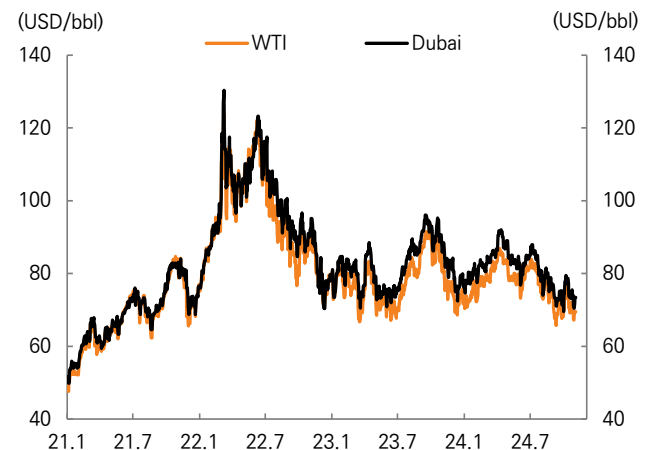
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 정제설비 증설 현황

기업명	위치	상태	상업가동년도	Capacity (b/d)
Shenghong Petrochemical	중국, Lianyungang	가동중	2022년 5월	320,000
PRefChem	말레이시아, Johor, Pengerang	가동중	2022년 5월	300,000
ZPC	중국, Lianyungang	가동중	2023년 1월	400,000
ExxonMobil	미국, Beaumont	가동중	2023년 3월	250,000
Aramco	사우디 아라비아, Jizan	가동중	2023년 3월	400,000
Marathon	미국, Texas	가동중	2023년 4월	40,000
Valero	미국, Texas	가동중	2023년 4월	55,000
Dangote group	나이지리아, Lekki Free Zone	가동중	2023년 5월	650,000
CNPC	중국, Guangdong	가동중	2023년 6월	400,000
HPC	인도, Visakhapatnam	가동중	2023년 6월	137,000
OQ+KPI	오만, Al Wusta	가동중	2023년 9월	230,000
Midland Oil Corp.	이라크, Karbala	가동중	2023년 11월	140,000
KIPIC	쿠웨이트, 북쿠웨이트	가동중	2023년 12월	615,000
Pemex	멕시코, Tabasco	가동중	2024년 1월	340,000
BAPCO	바레인, Sitra	시공중	2024년	113,000
Shandong Yulong Petrochemical	중국, Shandong	시공중	2024년	400,000
Mongol Refinery State Owned LLC	몽골, Dornogovi	시공중	2025년	135,000
HAPC	중국, Liaoning	시공중	2026년	300,000
<b>합계</b>				<b>5,225,000</b>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	35,727	36,144	34,228	33,147
매출원가	33,621	35,058	32,484	30,803
매출총이익	2,106	1,086	1,744	2,344
판매비와관리비	751	806	806	806
조정영업이익	1,355	280	937	1,537
영업이익	1,355	280	937	1,537
비영업손익	-223	-248	-305	-310
금융손익	-181	-221	-247	-252
관계기업등 투자손익	2	2	0	0
세전계속사업손익	1,132	32	632	1,227
계속사업법인세비용	183	6	164	319
계속사업이익	949	26	468	908
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	949	26	468	908
지배주주	949	26	468	908
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	927	27	468	908
지배주주	927	27	468	908
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,034	1,838	2,574
FCF	340	-2,708	-1,996	-773
EBITDA 마진율 (%)	5.8	2.9	5.4	7.8
영업이익률 (%)	3.8	0.8	2.7	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	0.1	1.4	2.7

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,648	7,846	8,141	8,426
현금 및 현금성자산	1,963	476	733	1,115
매출채권 및 기타채권	2,988	2,849	2,863	2,825
재고자산	4,639	4,473	4,496	4,437
기타유동자산	58	48	49	49
비유동자산	11,928	13,562	16,261	18,223
관계기업투자등	41	35	35	35
유형자산	11,152	12,843	15,553	17,524
무형자산	116	153	143	133
자산총계	21,576	21,408	24,402	26,648
유동부채	9,255	8,457	9,982	11,417
매입채무 및 기타채무	5,228	3,862	3,881	3,830
단기금융부채	2,847	3,606	5,106	6,605
기타유동부채	1,180	989	995	982
비유동부채	3,284	4,048	5,049	5,046
장기금융부채	2,991	3,796	4,796	4,796
기타비유동부채	293	252	253	250
부채총계	12,539	12,505	15,031	16,463
지배주주지분	9,038	8,903	9,371	10,186
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,216	7,684	8,499
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,903	9,371	10,186

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,526	-288	1,604	2,227
당기순이익	949	26	468	908
비현금수익비용가감	995	1,244	1,202	1,578
유형자산감가상각비	711	744	891	1,028
무형자산상각비	8	10	10	9
기타	276	490	301	541
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,473	-1,376	-11	30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	60	-12	30
재고자산 감소(증가)	209	191	-23	59
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	882	-186	20	-51
법인세납부	-695	-53	-84	-319
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,066	-2,363	-3,528	-2,862
유형자산처분(취득)	-2,165	-2,417	-3,600	-3,000
무형자산감소(증가)	-2	-19	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	151	9	0	1
기타투자활동	-50	64	72	137
재무활동으로 인한 현금흐름	193	1,130	2,181	1,017
장단기금융부채의 증가(감소)	618	1,564	2,500	1,499
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-189	0	-93
기타재무활동	-52	-245	-319	-389
현금의 증가	653	-1,487	257	382
기초현금	1,310	1,963	476	733
기말현금	1,963	476	733	1,115

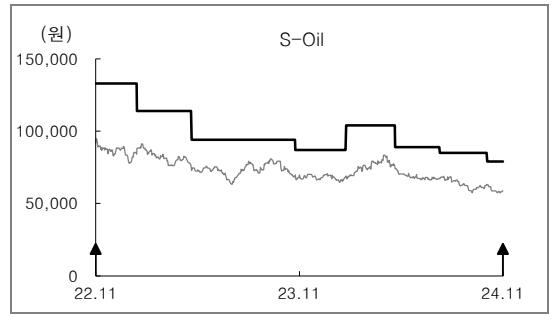
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.6	264.5	14.7	7.6
P/CF (x)	4.2	5.4	4.1	2.8
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	13.2	8.7	6.6
EPS (원)	8,137	222	4,011	7,788
CFPS (원)	16,672	10,890	14,322	21,324
BPS (원)	77,522	76,369	80,379	87,367
DPS (원)	1,700	0	800	800
배당성향 (%)	20.2	0.0	19.3	9.9
배당수익률 (%)	2.4	0.0	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-15.8	1.2	-5.3	-3.2
EBITDA증가율 (%)	-48.9	-50.1	77.7	40.1
조정영업이익증가율 (%)	-60.2	-79.3	234.6	64.0
EPS증가율 (%)	-54.9	-97.3	1,704.5	94.2
매출채권 회전율 (회)	15.5	15.8	15.1	14.7
재고자산 회전율 (회)	7.6	7.9	7.6	7.4
매입채무 회전율 (회)	9.4	8.9	8.4	8.0
ROA (%)	4.6	0.1	2.0	3.6
ROE (%)	10.8	0.3	5.1	9.3
ROIC (%)	9.0	1.3	4.0	5.8
부채비율 (%)	138.7	140.5	160.4	161.6
유동비율 (%)	104.2	92.8	81.6	73.8
순차입금/자기자본 (%)	42.5	77.4	97.5	100.7
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	1.2	2.9	3.9

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2024.10.08	매수	79,000	-	-
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85
2023.04.27	매수	94,000	-22.15	-14.15
2023.01.19	매수	114,000	-28.12	-20.09
2022.04.07	매수	133,000	-28.69	-8.65



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.