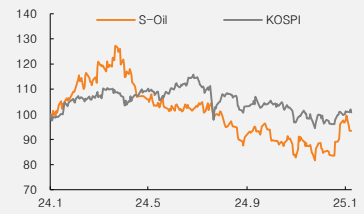


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	79,000원
현재주가(25/1/24)	60,700원
상승여력	30.1%

영업이익(24F,십억원)	461
Consensus 영업이익(24F,십억원)	430
EPS 성장률(24F,%)	적전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.9
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,515.49
시가총액(십억원)	6,901
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	75.3
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	53,600
52주 최고가(원)	83,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.5	-9.2	-7.8
상대주가	6.3	0.2	-9.2



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

점진적 실적 개선, 나아지는 주가センチ먼트

투자 의견: 목표주가 7.9만원과 매수 의견 유지

S-Oil에 대한 목표주가와 매수 의견을 유지한다. 밸류에이션은 24년 PBR 0.8배에서 ROE 개선폭을 반영한 PBR 0.96배를 적용했다. 투자포인트는 1) 러시아/이란 저가 원유 수출량 감소로 인한 아시아 정제마진 하방 압력 완화, 2) 중국 관세 리베이트 축소로 중국 수출량 감소, 3) PBR 0.76배로 저평가된 밸류에이션이다.

향후 사힌 프로젝트로 인한 자금조달 부담은 존재하나, 부채비율(69.3%)이 적절히 관리되고 있고 조달금리가 높지 않다는 점은 긍정적이다. 사힌 프로젝트 CAPEX 투자규모는 25년 3.5조원, 26년 1.5조원이다. 현재 금리는 변동금리 3.6%로 향후 하향 조정될 수 있으며, 25년 하반기 발행되는 회사채 금리도 이전 발행된 3.5%보다는 낮게 설정될 가능성이 높다.

4Q24 Review: 컨센서스 부합. 정유 실적 회복

동사의 4Q24 영업이익은 2,608억원을 기록해 컨센서스에 부합(+2.6%)했다. 전분기 대비 영업손익이 크게 개선된 부문은 정유(3Q -5,737억원 → 4Q +1,729억원)다. 정유는 연말 유가 상승으로 인한 긍정적 재고 효과, 그리고 계절적 수요 증가에 따른 정제마진 회복 영향이 컸던 것으로 판단한다. 이외 화학은 PX 스프레드 악화(\$187/톤, -\$84 QoQ)로, 윤활유는 정기보수로 인한 기회 손실 약 200억원으로 인해 실적이 소폭 악화되었다.

1Q25 Preview: 전분기 대비 소폭 개선 전망

동사의 1Q25 영업이익은 2,963억원으로 전분기 대비 13.6% 증가할 전망이다. 윤활유는 정기보수 종료로 가동률 회복, 봄철 윤활유 성수기로 인한 수요 증가로 실적 개선을 전망한다. 화학은 신규 다운스트림 설비 가동 및 휘발유 혼합 수요 회복으로 소폭 개선될 전망이다. 다만, 화재로 인해 가동률이 낮아진 #2 PX 공장은 4월 이후에 정상 가동될 계획이다. 정유는 4분기와 유사한 실적을 전망하는데, 현재로서는 정제마진이 급하게 상승한 유가로 인해 마진이 축소된 상황이지만 점차 회복할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	42,446	35,727	36,637	36,714	35,628
영업이익 (십억원)	3,405	1,355	461	879	1,129
영업이익률 (%)	8.0	3.8	1.3	2.4	3.2
순이익 (십억원)	2,104	949	-163	812	1,015
EPS (원)	18,047	8,137	-1,402	6,964	8,707
ROE (%)	27.2	10.8	-1.8	8.9	10.2
P/E (배)	4.6	8.6	-	8.8	7.0
P/B (배)	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	6.6	2.4	-	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

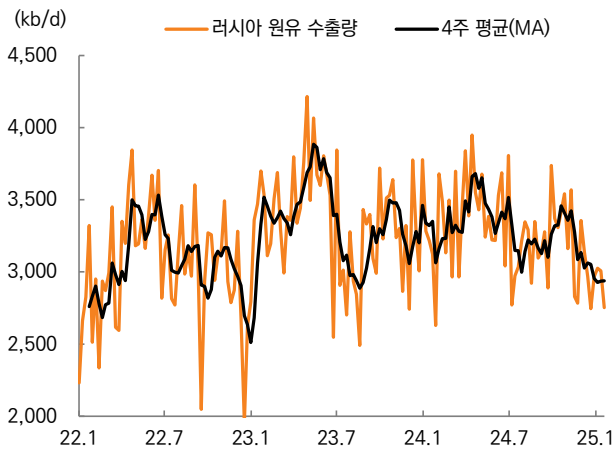
표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	9,354.5	9,172.8	9,104.1	9,082.8	35,727.3	36,637.0	36,714.2
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,531.5	7,239.6	7,183.7	7,099.1	28,257.2	28,804.4	29,053.9
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	996.7	1,204.1	1,201.7	1,204.6	4,384.7	4,702.9	4,607.2
	유탄유	766.9	810.9	744.6	807.3	826.3	729.0	718.7	779.1	3,085.4	3,129.7	3,053.2
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	260.8	296.3	179.5	203.2	199.9	1,418.5	460.7	879.1
	정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	142.8	29.2	37.3	-16.1	399.0	-245.4	193.2
	화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-16.7	9.3	24.9	45.9	203.7	134.8	63.4
	유탄유	155.7	145.8	153.8	115.9	170.2	141.0	141.0	170.2	815.7	571.2	622.5
세전이익		227.2	-40.9	-272.5	-207.9	213.4	95.0	305.5	483.5	1,131.7	-294.1	1,097.4
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.2	-102.1	157.9	70.3	226.1	357.8	948.8	-163.4	812.1

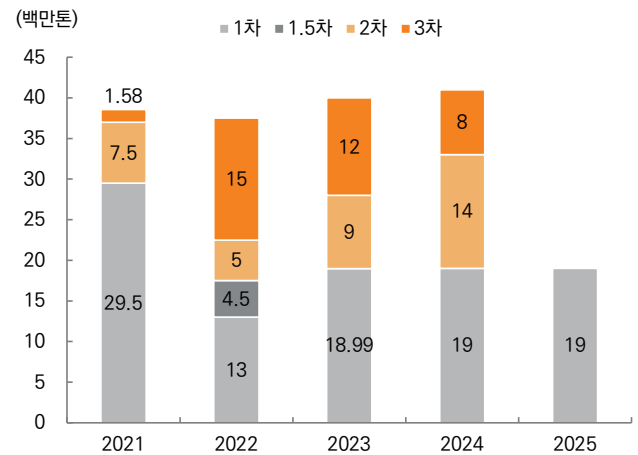
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 러시아 원유 수출량 추이



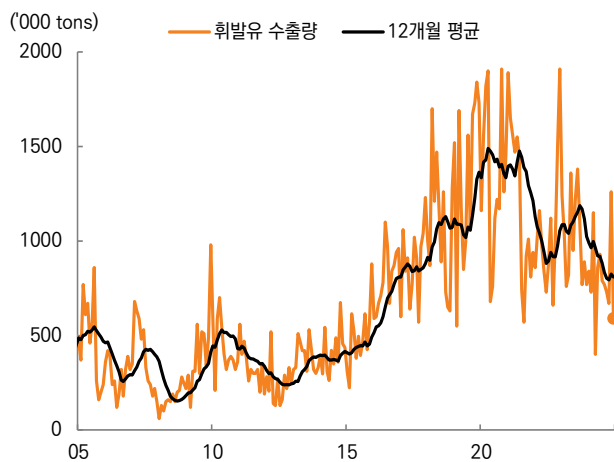
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 수출 한도(Quota) 추이



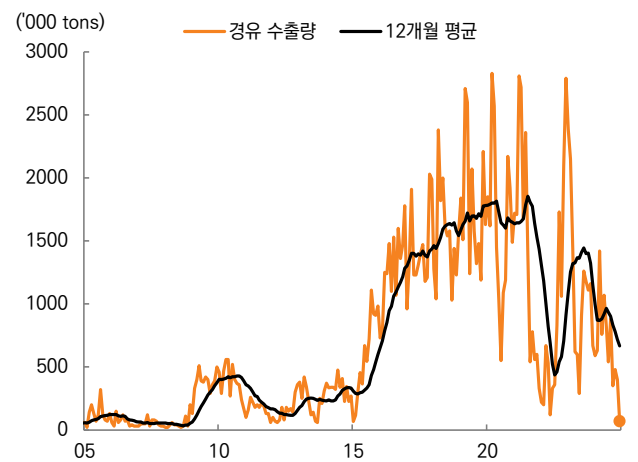
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 휘발유 수출량 추이



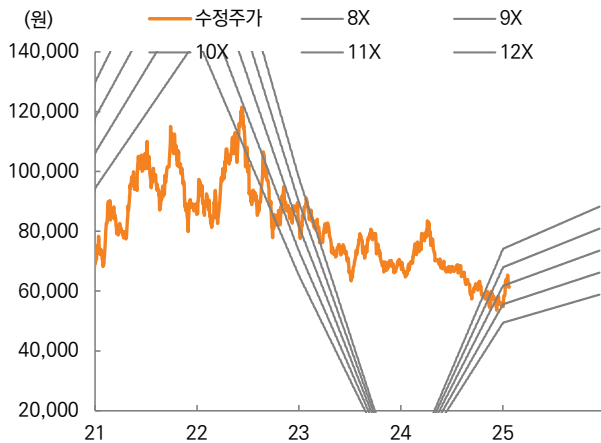
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



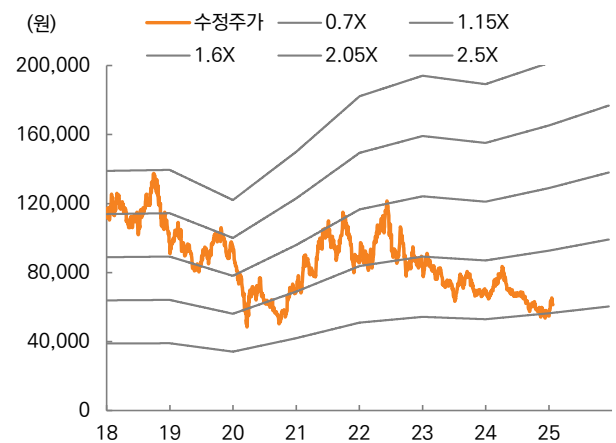
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



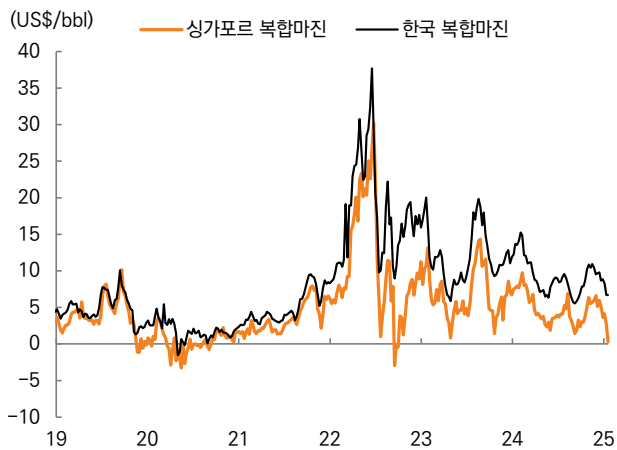
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



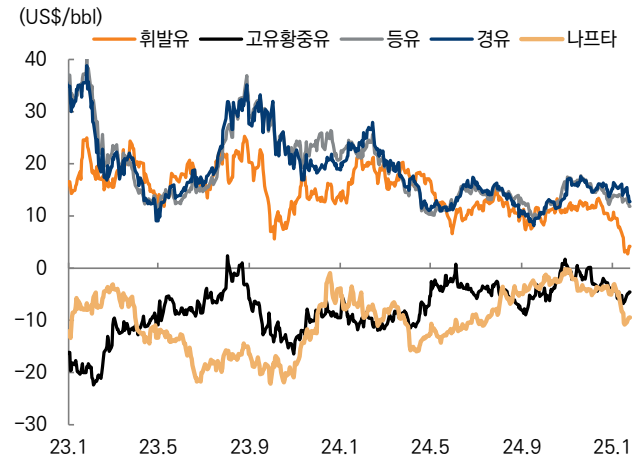
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



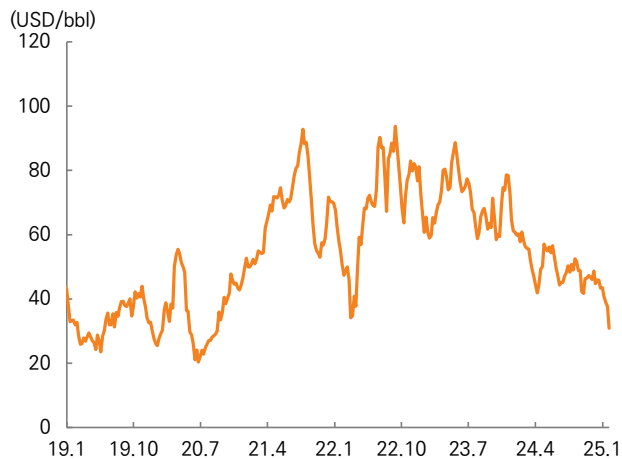
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



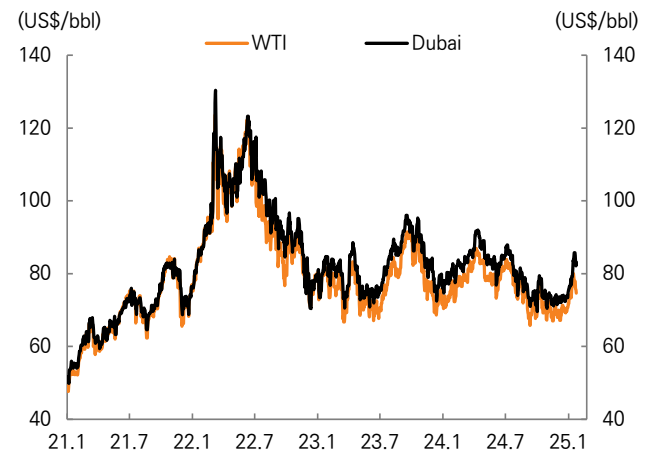
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	35,727	36,637	36,714	35,628
매출원가	33,621	35,365	35,023	33,687
매출총이익	2,106	1,272	1,691	1,941
판매비와관리비	751	812	812	812
조정영업이익	1,355	461	879	1,129
영업이익	1,355	461	879	1,129
비영업손익	-223	-755	218	243
금융손익	-181	-251	-202	-178
관계기업등 투자손익	2	4	0	0
세전계속사업손익	1,132	-294	1,097	1,372
계속사업법인세비용	183	-131	285	357
계속사업이익	949	-163	812	1,015
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	949	-163	812	1,015
지배주주	949	-163	812	1,015
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	927	-163	812	1,015
지배주주	927	-163	812	1,015
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,219	1,774	2,121
FCF	340	-3,405	-1,451	428
EBITDA 마진율 (%)	5.8	3.3	4.8	6.0
영업이익률 (%)	3.8	1.3	2.4	3.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-0.4	2.2	2.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,648	9,599	9,951	9,729
현금 및 현금성자산	1,963	1,924	2,133	2,007
매출채권 및 기타채권	2,988	2,929	2,983	2,947
재고자산	4,639	4,695	4,782	4,724
기타유동자산	58	51	53	51
비유동자산	11,928	13,569	16,163	17,171
관계기업투자등	41	37	38	37
유형자산	11,152	12,881	15,485	16,505
무형자산	116	146	134	123
자산총계	21,576	23,168	26,113	26,900
유동부채	9,255	9,197	11,291	11,228
매입채무 및 기타채무	5,228	3,931	4,004	3,955
단기금융부채	2,847	4,218	6,219	6,219
기타유동부채	1,180	1,048	1,068	1,054
비유동부채	3,284	5,257	5,262	5,258
장기금융부채	2,991	4,991	4,991	4,991
기타비유동부채	293	266	271	267
부채총계	12,539	14,454	16,553	16,487
지배주주지분	9,038	8,714	9,561	10,413
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,027	7,874	8,726
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,714	9,561	10,413

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,526	-1,003	2,036	2,428
당기순이익	949	-163	812	1,015
비현금수익비용가감	995	1,076	1,302	1,526
유형자산감가상각비	711	747	883	980
무형자산상각비	8	11	12	11
기타	276	318	407	535
영업활동으로인한자산및부채의변동	1,473	-1,439	-45	30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-26	-43	29
재고자산 감소(증가)	209	-114	-87	58
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	882	21	73	-49
법인세납부	-695	-4	-205	-357
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,066	-2,386	-3,488	-1,999
유형자산처분(취득)	-2,165	-2,398	-3,487	-2,000
무형자산감소(증가)	-2	-26	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	151	6	-1	1
기타투자활동	-50	32	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	193	3,319	1,662	-555
장단기금융부채의 증가(감소)	618	3,371	2,001	-1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-189	35	-163
기타재무활동	-52	137	-374	-391
현금의 증가	653	-39	209	-126
기초현금	1,310	1,963	1,924	2,133
기말현금	1,963	1,924	2,133	2,007

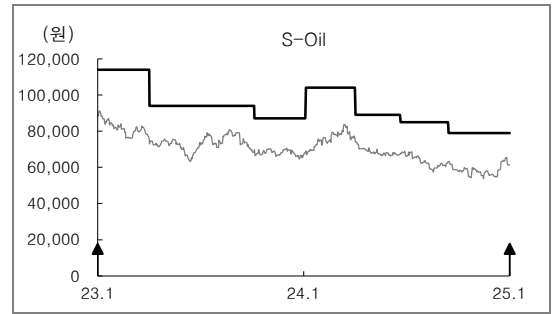
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.6	-	8.8	7.0
P/CF (x)	4.2	7.0	3.4	2.8
P/B (x)	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.7	11.1	9.1	7.7
EPS (원)	8,137	-1,402	6,964	8,707
CFPS (원)	16,672	7,823	18,129	21,792
BPS (원)	77,522	74,745	82,008	89,316
DPS (원)	1,700	-300	1,400	1,400
배당성향 (%)	20.2	20.7	19.4	15.5
배당수익률 (%)	2.4	-0.5	2.4	2.4
매출액증가율 (%)	-15.8	2.5	0.2	-3.0
EBITDA증가율 (%)	-48.9	-41.2	45.5	19.6
조정영업이익증가율 (%)	-60.2	-66.0	90.9	28.5
EPS증가율 (%)	-54.9	적전	흑전	25.0
매출채권 회전율 (회)	15.5	15.9	15.7	15.2
재고자산 회전율 (회)	7.6	7.9	7.7	7.5
매입채무 회전율 (회)	9.4	8.9	8.8	8.5
ROA (%)	4.6	-0.7	3.3	3.8
ROE (%)	10.8	-1.8	8.9	10.2
ROIC (%)	9.0	1.6	3.8	4.3
부채비율 (%)	138.7	165.9	173.1	158.3
유동비율 (%)	104.2	104.4	88.1	86.6
순차입금/자기자본 (%)	42.5	83.2	94.6	88.1
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	1.6	2.4	2.9

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



* 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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 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.