

S-Oil (010950)

에너지 지정학 이슈에 따라...

투자의견

BUY(유지)

목표주가

80,000 원(상향)

현재주가

60,700 원(01/24)

시가총액

6,834(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 실적 수정을 반영해 목표주가 80,000원(+10%, BPS 증가 반영)으로 상향, 투자의견 BUY 유지. 4Q24 매출액 8.9조원(+1%qoq, -9%yoy), 영업이익 2,608억원(흑전qoq, 흑전yoy), 당기순손실 1,021억원(적지qoq, 적전yoy)으로 예상 수준의 무난한 실적. 정유는 역내 정기보수 및 난방 수요 증가로 정제마진 2.1달러/배럴 상승, 분기말 유가 및 환율 강세로 재고 효과(680억원) 발생해 흑자 전환. 화학은 시황 부진 속 PX 설비 보수로 가동률 하락(57%, -14%qoq)하며 적자 전환, 윤활유는 계절적 비수기로 원가 상승이 판가로 전가되지 않으며 실적 지속 감소
- 1Q25 매출액 10조원(+11%qoq, +6%yoy), 영업이익 3,429억원(+32%qoq, -25%yoy) 전망. 당사 추정 2025년 EBITDA 2.6조원으로 샤힌 프로젝트 투자 감안 시, 현금흐름 악화로 배당 성향 상향은 쉽지 않을 전망. 그럼에도 1) 유럽 가스 재고 감소로 인한 원유 대체 수요 촉발, 2) 하반기까지 유가 하향 안정화로 원가 감소, 3) '25 세계 CDU 순증설 +30만b/d(vs. 수요 +120만b/d)로 정제마진 우상향 예상되어 주가는 바닥을 확인하고 상승할 것이라 판단

주가(원,01/24)	60,700
시가총액(십억원)	6,834

발행주식수	112,583천주
52주 최고가	84,500원
최저가	53,400원
52주 일간 Beta	0.66
60일 일평균거래대금	109억원
외국인 지분율	75.3%
배당수익률(2024F)	0.0%

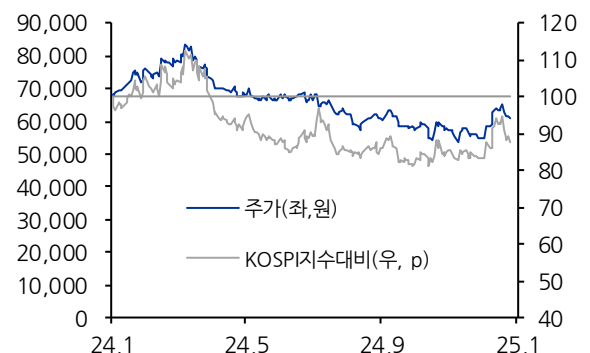
주주구성	
Aramco (외 7인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	8.2	-8.0	-8.0
절대기준	4.3	0.0	-10.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	73,000	▲
영업이익(24)	461	295	▲
영업이익(25)	1,495	1,392	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	38,158	38,616
영업이익	1,355	461	1,495	2,230
세전손익	1,132	-294	1,130	1,868
당기순이익	949	-163	869	1,432
EPS(원)	8,428	-1,452	7,716	12,722
증감률(%)	-54.9	적전	흑전	64.9
PER(배)	8.3	-	7.9	4.8
ROE(%)	10.8	-1.8	9.6	14.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.7	9.8	5.9	4.2

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 중국 전기차 침투율 확대 영향

- 중국 부양책에 따른 정유제품 수요 성장 기대
- 티팟 가동률이 메이저 설비 가동률에 한참 못 미치는 것으로 파악
- 중국 세금 환급 축소와 그림자선박 제재는 장기적으로는 티팟 구조조정을 촉진할 것이라 판단
- 역내 시황 긍정적이라 판단

Q. 윤활기유 전망

- 수익성 흐름에 큰 변동 없을 것
- 올해 인도, 싱가포르에서 Group 2~3 위주로 증설 예정, 시장에 영향 미치는 데에는 시간이 걸릴 것
- 1Q25 재고비축수요, 중국 수요 반등으로 개선 기대

Q. CAPEX

- 사힌프로젝트: '25 년 3 조 4,800 억원 수준 예상. 기계적 준공 예상되는 내년에는 1.5 조원의 잔여분 집행예정 (총 예산의 16%)
- GTG: 올해 1 천억원, 내년 1300 억 예상

Q. GTG 배경, 기존 설비나 사힌프로젝트에 추가 가능성

- 아람코와의 에너지 효율성 스터디('21~)를 거쳐 도입
- GTG 전기와 스팀은 기존 공장에 공급되는 것
- 사힌프로젝트에도 GTG 와 유사한 자가발전 설비가 이미 포함됨
- GTG 완료되면 전기 자급률 45%까지 상승 전망 (현 10%)

Q. GTG 천연가스 피드스탁 수급처

- 기존 천연가스는 장기계약으로 안정적 도입 중
- GTG 및 사힌프로젝트에 사용될 가스도 장기계약 추진 중

Q. #2 PX 재가동 현황

- #2 화재 이후 20% 수준의 가동을 유지 중
- #1 는 가동을 최대 유지 중
- #2 가동을 정상화는 '25 년 4 월 초 전망. 1Q25 까지는 현상 유지

Q. 정제마진

- 현 정제마진 기준으로도 경제성 나올 수 있다는 판단
- 1Q25 에도 정유시설 가동을 최대화 계획

Q. 배당성향

- 사신프로젝트 진행 중으로, 기존배당성향을 유지하며 경영성과가 나타나면 상향 검토 예정

Q. 등경유마진 약세 이유

- 제품가격의 하락보다는 원유 강세 영향
- 시차를 두고 제품가격에 반영되며 해소 전망

Q. 윤활유 신규 공급 물량

- '25 년 인도 Group 2~3 천 b/d, 싱가포르 2 만 b/d 예정된 것으로 파악

Q. 환차손 환입 가능성

- 1Q 약 800 억원 예상
- 이는 작년 말 실린 원유가 금년 1 월에 투입되는 것에 대한 환차

Q. 사신프로젝트 CAPEX 차입금리

- 은행 시설자금대출 1 조 + 대주주 6 억불 약정 완료
- 차입금리는 변동금리로 market benchmark 와 연동 (float rate)
- 현재 기준 3.6% 수준 적용

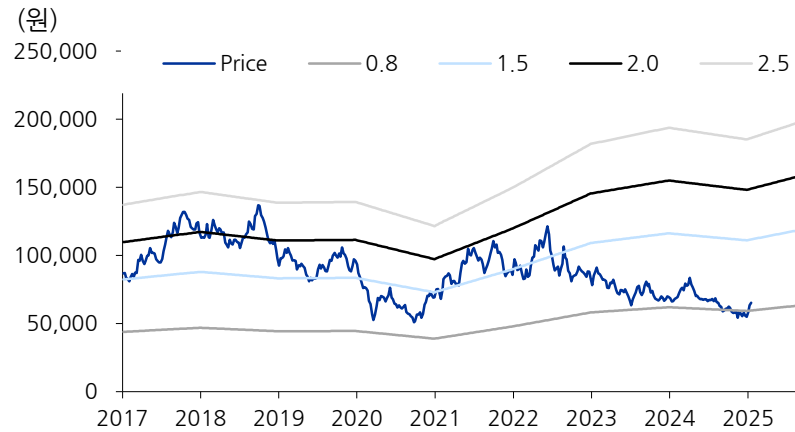
- 향후 정책금리 인하 시 낮아질 가능성
- 나머지 자금은 회사채 발행으로 일부 조달 계획 (2H25 이후 시장금리로 순차 조달)
- 최근 발행한 회사채 금리가 3.5% 수준. 이보다 낮은 금리로 조달 기대

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	36,855	36,493	36,637	38,158	(0.6)	4.6
영업이익	295	1,392	461	1,495	56.1	7.4
영업이익률(%)	0.8	3.8	1.3	3.9	0.5	0.1
EBITDA	1,283	2,532	1,449	2,636	12.9	4.1
EBITDA 이익률(%)	3.5	6.9	4.0	6.9	0.5	(0.0)
순이익	-238	789	-163	869	-	10.1

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,571	8,841	8,917	35,727	36,637	38,158
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	6,894	7,014	28,257	28,804	30,086
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	1,202	1,096	4,385	4,703	4,682
운할유	763	811	676	836	767	811	745	807	3,085	3,130	3,389
영업이익	516	36	859	8	454	161	(415)	261	1,418	461	1,495
정유	291	(292)	666	(266)	250	(95)	(574)	173	399	(245)	937
석유화학	29	82	45	47	48	110	5	(28)	204	135	77
운할유	196	247	147	226	156	146	154	116	816	571	481
OPM(%)	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	1.7	(4.7)	2.9	4.0	1.3	3.9
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	(1.3)	(8.3)	2.5	1.4	(0.9)	3.1
석유화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	8.4	0.4	(2.6)	4.6	2.9	1.7
운할유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	18.0	20.7	14.4	26.4	18.3	14.2
세전이익	355	(34)	737	74	227	(41)	(272)	(208)	1,132	(294)	1,130
순이익	265	(22)	545	161	166	(21)	(206)	(102)	949	(163)	869

자료: S-OIL, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,613	21,576	23,210	25,495	25,713
유동자산	9,206	9,648	9,115	9,298	9,488
현금성자산	1,494	1,999	1,237	1,094	1,186
매출채권	2,964	2,990	3,053	3,180	3,218
재고자산	4,733	4,639	4,806	5,005	5,065
비유동자산	10,407	11,928	14,096	16,197	16,224
투자자산	713	661	678	706	714
유형자산	9,588	11,152	13,308	15,386	15,409
기타	106	116	110	105	101
부채총계	11,130	12,539	14,573	15,989	14,950
유동부채	8,213	9,255	8,732	8,962	9,031
매입채무	4,752	6,074	5,551	5,781	5,851
유동성이자부채	2,609	2,847	2,847	2,847	2,847
기타	852	333	333	333	333
비유동부채	2,917	3,284	5,842	7,027	5,919
비유동이자부채	2,611	2,991	5,546	6,729	5,618
기타	306	293	296	298	301
자본총계	8,483	9,038	8,637	9,506	10,763
자배지분	8,483	9,038	8,637	9,506	10,763
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,018	7,887	9,143
기타	32	35	(4)	(4)	(4)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	8,637	9,506	10,763
총차입금	5,220	5,838	8,393	9,576	8,465
순차입금	3,726	3,839	7,156	8,482	7,279

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,651	2,526	2,578	3,077	1,431
당기순이익	2,104	949	(163)	869	1,432
자산상각비	650	719	988	1,141	1,142
기타비현금성손익	715	(130)	2,506	1,163	(1,115)
운전자본증감	(2,132)	1,473	(752)	(96)	(29)
매출채권감소(증가)	(386)	(27)	(63)	(127)	(38)
재고자산감소(증가)	(1,338)	209	(166)	(199)	(60)
매입채무증가(감소)	221	882	(523)	230	69
기타	(630)	409	0	0	0
투자현금	(773)	(2,066)	(3,142)	(3,220)	(1,163)
단기투자자산감소	(2)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	(3)	(4)	(6)	(2)
설비투자	599	2,186	3,136	3,211	1,158
유형자산처분	30	20	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(1,514)	193	(198)	0	(176)
차입금증가	(819)	649	0	0	0
자본증가	(617)	(373)	(198)	0	(176)
배당금지급	(617)	(373)	198	0	176
현금 증감	(635)	653	(763)	(143)	92
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,201	1,058
기말현금	1,310	1,963	1,201	1,058	1,150
Gross Cash flow	4,104	1,944	3,330	3,173	1,459
Gross Investment	2,904	593	3,895	3,315	1,192
Free Cash Flow	1,201	1,351	(565)	(143)	268

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	36,637	38,158	38,616
증가율(%)	54.6	(15.8)	2.5	4.2	1.2
매출원가	38,291	33,621	35,394	35,852	35,565
매출총이익	4,155	2,106	1,243	2,306	3,051
판매 및 일반관리비	749	751	783	811	821
기타영업손익	19	0	4	4	1
영업이익	3,405	1,355	461	1,495	2,230
증가율(%)	59.0	(60.2)	(66.0)	224.6	49.1
EBITDA	4,055	2,074	1,449	2,636	3,372
증가율(%)	45.2	(48.9)	(30.1)	81.9	27.9
영업외손익	(506)	(223)	(755)	(365)	(361)
이자수익	33	60	55	52	47
이자비용	151	237	332	351	344
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(388)	(46)	(478)	(67)	(65)
세전순이익	2,899	1,132	(294)	1,130	1,868
증가율(%)	54.3	(61.0)	적전	흑전	65.4
법인세비용	794	183	(131)	261	436
당기순이익	2,104	949	(163)	869	1,432
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	64.9
지배주주지분	2,104	949	(163)	869	1,432
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	64.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	18,692	8,428	(1,452)	7,716	12,722
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	64.9
수정EPS(원)	18,692	8,428	(1,452)	7,655	12,650
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	65.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,692	8,428	(1,452)	7,716	12,722
BPS	72,754	77,506	74,074	81,524	92,300
DPS	5,500	1,700	0	1,500	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	4.5	8.3	-	7.9	4.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	9.8	5.9	4.2
배당수익률	6.6	2.4	-	2.5	3.3
PCR	2.4	4.2	2.1	2.2	4.8
수익성(%)					
영업이익률	8.0	3.8	1.3	3.9	5.8
EBITDA이익률	9.6	5.8	4.0	6.9	8.7
순이익률	5.0	2.7	(0.4)	2.3	3.7
ROE	27.2	10.8	(1.8)	9.6	14.1
ROIC	21.6	9.1	2.4	6.9	9.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	43.9	42.5	82.9	89.2	67.6
유동비율	112.1	104.2	104.4	103.8	105.1
이자보상배율	22.5	5.7	1.4	4.3	6.5
활동성 (회)					
총자산회전율	2.2	1.7	1.6	1.6	1.5
매출채권회전율	14.6	12.0	12.1	12.2	12.1
재고자산회전율	10.3	7.6	7.8	7.8	7.7
매입채무회전율	8.5	6.6	6.3	6.7	6.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

