

2024. 11. 4

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	80,000원	36.1%
현재주가	58,800원	
시가총액	6.6조원	
Shares (float)	112,582,792주 (36.6%)	
52주 최저/최고	57,300원/83,500원	
60일-평균거래대금	142.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
S-Oil (%)	-5.8	-16.4	-13.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.5	-13.5	-20.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	80,000	80,000	0.0%
2024E EPS	6	1,022	-99.4%
2025E EPS	7,149	7,515	-4.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	17
Target price	84,941
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

S-Oil (010950)

3Q24 review - 최근 정제마진 반등세는 긍정적

- 3Q 영업이익은 -4,149억원(-5,756억원QoQ)으로 컨센서스(-2,410억원) 및 당사 추정치(-3,097억원) 하회. 당사 추정 대비 가장 큰 차이는 화학 부문에서 발생.
- 3Q 실적 하회에도 불구하고, 최근 정제마진 빠르게 반등하여 향후 2개 분기 실적 회복세 지속 예상. 이를 감안하여 목표주가 및 BUY 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

3Q24 review, 불가피한 부정적 재고 효과: 영업이익은 -4,149억원(-5,756억원QoQ)으로 컨센서스(-2,410억원) 및 당사 추정치(-3,097억원) 하회. 당사 추정 대비 가장 큰 차이는 화학 부문에서 발생(50억원 vs 삼성: 745억원).

- 정유 부문:** 영업이익은 -5,737억원(-4,787억원QoQ)을 기록. 두바이 유가가 6월 평균 82.8달러에서 9월 평균 73.6달러까지 하락하여 부정적 재고 효과가 불가피. 재고 평가손익도 감소했고(-3,373억원QoQ; +754억원→-2,619억원), 래깅 효과도 부정적으로 작용(-2.5달러QoQ; -0.5달러→-3.0달러). 스팟 정제마진(+0.2달러QoQ; 9.0달러→9.2달러)의 경우, 나프타 마진 강세로 인해 소폭 개선.
- 화학 부문:** 영업이익은 50억원(-95%QoQ)을 기록. 전분기 대비 BTX 제품 스프레드 약세 영향으로 이익 급감. PX 및 벤젠 스프레드는 각각 -25%QoQ 및 -13%QoQ를 기록.
- 윤활기유 부문:** 영업이익은 1,538억원(+6%QoQ). 전분기 대비 원가 부담 경감되어 수익성 개선 전망.

4Q24 preview, 흑자 전환: 영업이익은 1,489억원(흑자 전환QoQ)으로 컨센서스(1,840억원/-19%, Fnguide) 소폭 하회하겠으나, 전분기 대비 회복세 전망. 전분기 부정적 재고 효과 소멸 및 최근 정제마진 개선으로 이익 회복 기대.

View, 최근 정제마진 반등세는 긍정적: 2024년 9월까지 정제마진 하락세 이어진 후 10월 이후 정제마진 회복세 개시. 동사 복합 정제마진 기준 9월 평균 7.5달러에서 10월 9.8달러 및 11월 13.0달러까지 빠르게 회복. 이는 동절기 난방용 연료 재고 축적 수요와 중국 수출 감소에 따른 역대 수급 밸런스 타이트에 기인. 이에 따라 4Q24 및 1Q25까지 실적 회복이 기대되기에, 목표주가 및 BUY 투자 의견 유지.

분기 실적

(십억원)	3Q24	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	8,840.6	-1.8	-7.6	-3.7	-2.0
영업이익	-414.9	적전	적전	nm	nm
세전이익	-272.5	적전	적지	nm	nm
순이익	-206.2	적전	적지	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	-4.7				
세전이익	-3.1				
순이익	-2.3				

자료: S-Oil, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2023	2024E	2025E
Valuation (배)			
P/E	8.6	9,093.1	8.2
P/B	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	16.9	8.2
Div yield (%)	2.4	1.3	2.6
EPS 증가율 (%)	-54.9	-99.9	110,455.6
ROE (%)	10.8	0.0	9.0
주당지표 (원)			
EPS	8,137	6	7,149
BVPS	77,629	76,251	82,486
DPS	1,700	750	1,525

표 1. S-Oil: 3Q24 실적 요약

(십억원)	3Q24	2Q24	3Q23	Consensus	Samsung	증감 (%)			
						QoQ	YoY	Consensus	Samsung
매출액	8,841	9,571	9,000	9,022	9,184	-7.6	-1.8	-2.0	-3.7
영업이익	-415	161	859	-241	-310	BR	BR	RR	RR
세전이익	-272	-41	737	-196	-145	RR	BR	RR	RR
순이익	-206	-21	545	14	-123	RR	BR	BR	RR
지배주주순이익	-206	-21	545	-136	-123	RR	BR	RR	RR
이익률 (%)									
영업이익	-4.7	1.7	9.5	-2.7	-3.4				
세전이익	-3.1	-0.4	8.2	-2.2	-1.6				
순이익	-2.3	-0.2	6.1	0.2	-1.3				
지배주주순이익	-2.3	-0.2	6.1	-1.5	-1.3				

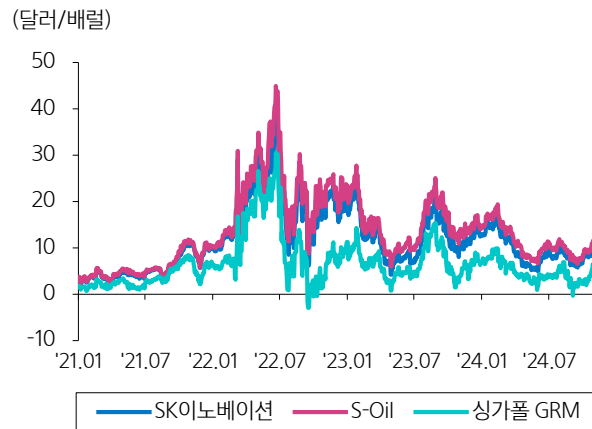
자료: S-Oil, FnGuide, 삼성증권 추정

표 2. S-Oil: 3Q24 사업부별 실적

(십억원)	3Q24	2Q24	3Q23	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	8,841	9,571	9,000	-7.6	-1.8
정유	6,894	7,451	7,199	-7.5	-4.2
석유화학	1,202	1,308	1,125	-8.2	6.8
유탄기유	745	811	676	-8.2	10.1
영업이익	-415	161	859	BR	BR
정유	-574	-95	666	RR	BR
석유화학	5	110	45	-95.5	-89.0
유탄기유	154	146	147	5.5	4.5
세전이익	-272	-41	737	RR	BR
당기순이익	-206	-21	545	RR	BR
이익률 (%)					
영업이익	-4.7	1.7	9.5		
정유	-8.3	-1.3	9.3		
석유화학	0.4	8.4	4.0		
유탄기유	20.7	18.0	21.8		
세전이익	-3.1	-0.4	8.2		
당기순이익	-2.3	-0.2	6.1		

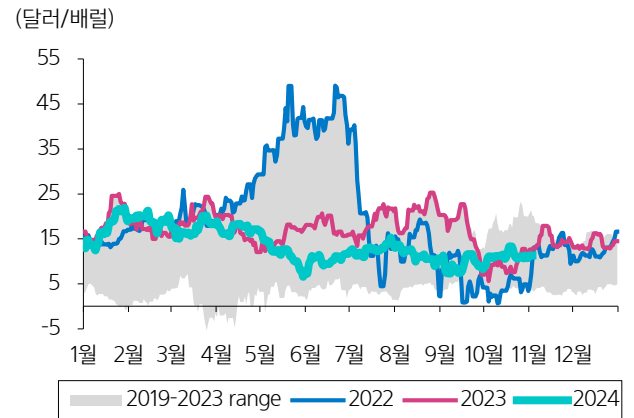
자료: S-Oil, 삼성증권

그림 1. 국내 정유 2사: 종합 마진 추이



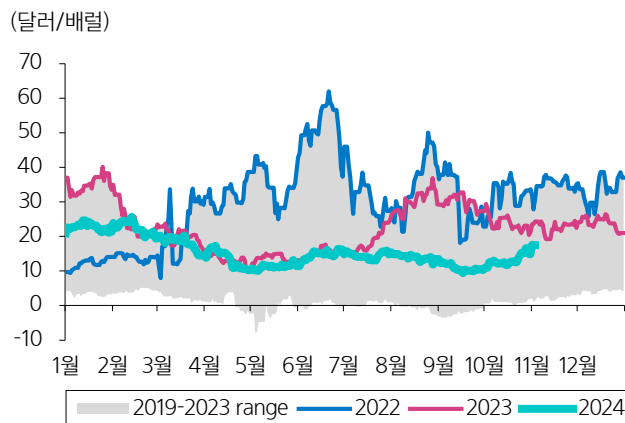
자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

그림 2. 가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



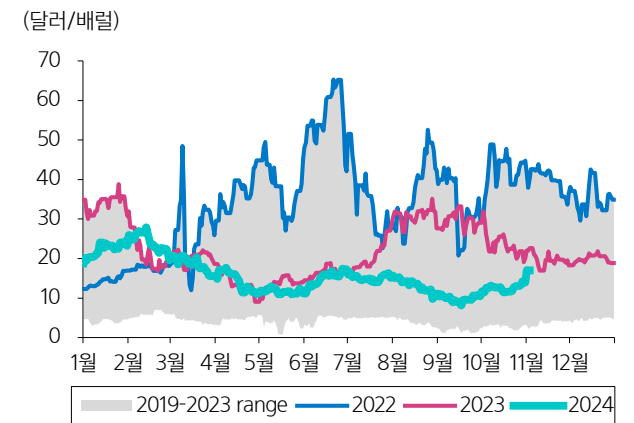
자료: Petronet, 삼성증권

그림 3. 등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



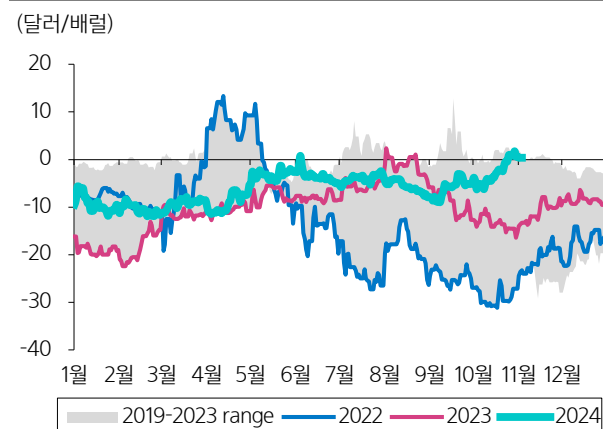
자료: Petronet, 삼성증권

그림 4. 디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



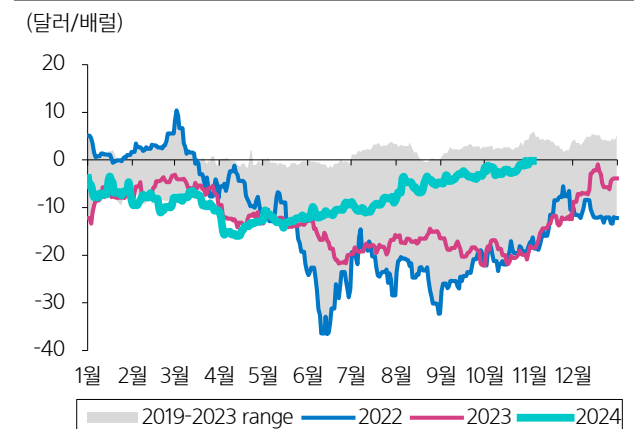
자료: Petronet, 삼성증권

그림 5. HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

그림 6. 나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

표 3. S-Oil: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,340	1,292	1,306	1,350	1,281
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,571	8,841	8,517	42,446	35,727	36,237	32,415
성장률 (% q-q)	-14.3	-13.9	15.1	9.2	-5.3	2.8	-7.6	-3.7				
성장률 (% y-y)	-2.3	-31.7	-19.1	-7.2	2.5	22.4	-1.8	-13.4	54.6	-15.8	1.4	-10.5
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	6,894	6,605	34,005	28,257	28,396	25,051
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,308	1,202	1,186	5,026	4,385	4,793	4,554
유탄기유	762	811	676	836	767	811	745	725	3,416	3,085	3,048	2,810
영업이익	516	36	859	-56	454	161	-415	149	3,405	1,355	349	1,071
성장률 (% q-q)	RB	-92.9	2,258.4	BR	RB	-64.6	BR	RB				
성장률 (% y-y)	-61.3	-97.9	67.9	RR	-11.9	341.1	BR	RB	59.0	-60.2	-74.3	207.1
정유	291	-292	666	-311	250	-95	-574	-50	2,344	353	-468	101
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	BR	RB	BR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	-75.8	BR	745.1	RR	-13.8	RR	BR	RR	158.1	-84.9	BR	RB
석유화학	29	82	45	34	48	110	5	39	-50	191	202	193
성장률 (% q-q)	RB	180.3	-44.6	-25.3	41.5	128.8	-95.5	673.8				
성장률 (% y-y)	RB	356.4	-19.0	RB	64.1	34.0	-89.0	14.0	BR	RB	5.8	-4.2
유탄기유	196	246	147	221	156	146	154	160	1,111	810	615	777
성장률 (% q-q)	-30.0	25.9	-40.3	50.1	-29.6	-6.4	5.5	3.9				
성장률 (% y-y)	0.2	-4.8	-60.9	-21.0	-20.5	-40.9	4.5	-27.7	12.3	-27.0	-24.1	26.3
세전이익	355	-34	737	74	227	-41	-272	84	2,899	1,132	-4	1,031
성장률 (% q-q)	-87.8	BR	RB	-90.0	-79.9	BR	RR	RB				
성장률 (% y-y)	-70.3	BR	RB	-77.7	-36.0	RR	BR	13.6	520.5	-5.4	BR	353.8
순이익	265	-22	545	161	166	-21	-206	63	2,104	949	1	834
성장률 (% q-q)	-87.4	BR	RB	-70.6	-82.5	BR	RR	RB				
성장률 (% y-y)	-69.5	BR	RB	-29.9	-37.4	RR	BR	-60.6	510.5	9.0	-99.7	401.6
지배주주순이익	265	-22	545	161	166	-21	-206	63	2,104	949	1	834
이익률 (%)												
영업이익	5.7	0.5	9.5	-0.6	4.9	1.7	-4.7	1.7	8.0	3.8	1.0	3.3
정유	4.0	-4.9	9.3	-4.0	3.4	-1.3	-8.3	-0.8	6.9	1.3	-1.6	0.4
석유화학	2.8	8.1	4.0	2.8	4.4	8.4	0.4	3.3	-1.0	4.3	4.2	4.2
유탄기유	25.7	30.4	21.8	26.4	20.3	18.0	20.7	22.0	32.5	26.3	20.2	27.6
세전이익	3.9	-0.4	8.2	0.7	2.4	-0.4	-3.1	1.0	6.8	3.2	-0.0	3.2
순이익	2.9	-0.3	6.1	1.6	1.8	-0.2	-2.3	0.7	5.0	2.7	0.0	2.6

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	36,237	32,415	31,329
매출원가	38,291	33,621	35,147	30,672	29,183
매출총이익	4,155	2,106	1,089	1,743	2,146
(매출총이익률, %)	9.8	5.9	3.0	5.4	6.8
판매 및 일반관리비	749	751	741	672	645
영업이익	3,405	1,355	349	1,071	1,501
(영업이익률, %)	8.0	3.8	1.0	3.3	4.8
영업외손익	-507	-223	-352	-40	-225
금융수익	432	299	134	482	194
금융비용	757	500	312	356	308
지분법손익	-0	2	2	2	2
기타	-182	-24	-177	-168	-114
세전이익	2,899	1,132	-4	1,031	1,276
법인세	794	183	-4	198	244
(법인세율, %)	27.4	16.2	120.3	19.2	19.2
계속사업이익	2,104	949	1	834	1,032
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	2,104	949	1	834	1,032
(순이익률, %)	5.0	2.7	0.0	2.6	3.3
지배주주순이익	2,104	949	1	834	1,032
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	4,055	2,074	729	1,697	2,242
(EBITDA 이익률, %)	9.6	5.8	2.0	5.2	7.2
EPS (지배주주)	18,047	8,137	6	7,149	8,846
EPS (연결기준)	18,047	8,137	6	7,149	8,846
수정 EPS (원)*	18,047	8,137	6	7,149	8,846

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	1,651	2,526	818	1,957	2,101
당기순이익	2,104	949	1	834	1,032
현금유출입이없는 비용 및 수익	2,000	995	614	1,046	1,140
유형자산 감가상각비	644	711	374	620	736
무형자산 상각비	6	8	7	6	5
기타	1,350	276	234	420	398
영업활동 자산부채 변동	-2,132	1,473	194	271	171
투자활동에서의 현금흐름	-773	-2,066	-2,395	-3,372	-2,308
유형자산 증감	-569	-2,165	-2,150	-3,150	-2,150
장단기금융자산의 증감	-161	151	-1	7	2
기타	-44	-52	-245	-228	-160
재무활동에서의 현금흐름	-1,514	193	-328	1,885	1,820
차입금의 증가(감소)	-624	618	-139	1,993	1,998
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-617	-373	-189	-108	-178
기타	-272	-53	0	0	-0
현금증감	-635	653	-1,876	478	1,617
기초현금	1,946	1,310	1,963	87	565
기말현금	1,310	1,963	87	565	2,182
Gross cash flow	4,104	1,944	615	1,879	2,171
Free cash flow	1,053	340	-1,332	-1,193	-49

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	7,674	7,160	8,401
현금 및 현금등가물	1,310	1,963	87	565	2,182
매출채권	2,304	2,308	2,133	1,716	1,504
재고자산	4,733	4,639	4,705	4,209	4,068
기타	859	738	748	669	647
비유동자산	10,407	11,928	13,699	16,215	17,622
투자자산	139	168	169	161	159
유형자산	9,588	11,152	12,928	15,458	16,872
무형자산	106	116	109	103	97
기타	574	493	493	493	493
자산총계	19,613	21,576	21,373	23,375	26,023
유동부채	8,213	9,255	8,707	8,015	7,818
매입채무	3,172	3,989	4,046	3,620	3,498
단기차입금	1,939	2,142	2,142	2,142	2,142
기타 유동부채	3,102	3,123	2,518	2,253	2,177
비유동부채	2,917	3,284	3,788	5,757	7,748
사채 및 장기차입금	2,427	2,837	3,337	5,337	7,337
기타 비유동부채	490	447	452	420	411
부채총계	11,130	12,539	12,495	13,772	15,566
지배주주지분	8,483	9,038	8,877	9,603	10,457
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,191	7,917	8,771
기타	32	35	63	63	63
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	8,877	9,603	10,457
순부채	3,726	3,839	5,575	7,095	7,477

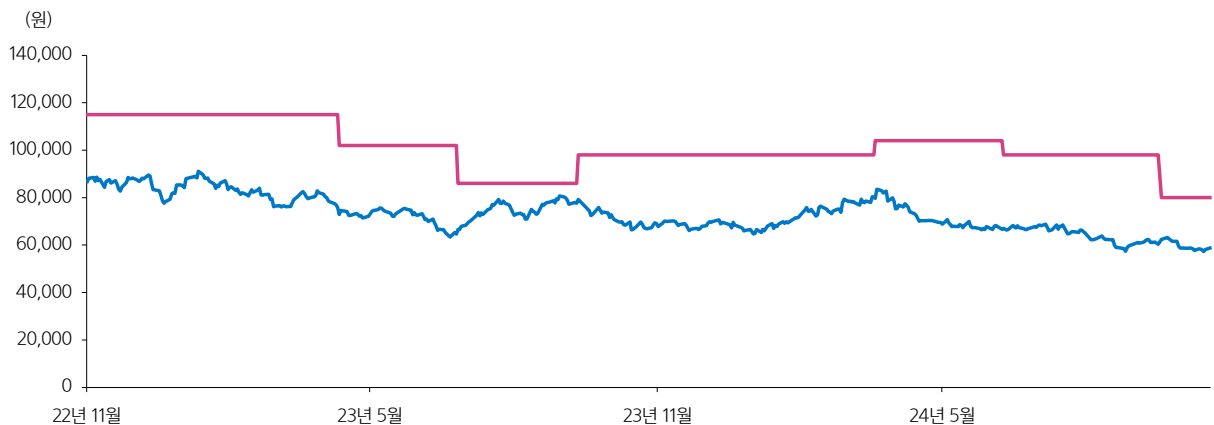
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	54.6	-15.8	1.4	-10.5	-3.4
영업이익	59.0	-60.2	-74.3	207.1	40.1
순이익	52.7	-54.9	-99.9	110,455.6	23.7
수정 EPS**	52.7	-54.9	-99.9	110,455.6	23.7
주당지표					
EPS (지배주주)	18,047	8,137	6	7,149	8,846
EPS (연결기준)	18,047	8,137	6	7,149	8,846
수정 EPS**	18,047	8,137	6	7,149	8,846
BPS	72,869	77,629	76,251	82,486	89,820
DPS (보통주)	5,500	1,700	750	1,525	1,925
Valuations (배)					
P/E***	4.6	8.6	9,093.1	8.2	6.6
P/B***	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	16.9	8.2	6.4
비율					
ROE (%)	27.2	10.8	0.0	9.0	10.3
ROA (%)	11.0	4.6	0.0	3.7	4.2
ROIC (%)	21.4	9.0	-0.5	5.6	7.0
배당성향 (%)	29.4	20.2	11,198.3	20.6	21.0
배당수익률 (보통주, %)	6.6	2.4	1.3	2.6	3.3
순부채비율 (%)	43.9	42.5	62.8	73.9	71.5
이자보상배율 (배)	22.5	5.7	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 11월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 11월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/10/21	2023/4/27	7/12	9/27	2024/4/4	6/25	10/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	115000	102000	86000	98000	104000	98000	80000
과리율 (평균)	-26.87	-29.82	-12.73	-27.68	-31.26	-34.27	
과리율 (최대/최소)	-17.48	-25.88	-6.16	-17.96	-19.71	-29.80	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.09.30 기준

매수(81.3%) 중립(18.7%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA