

# S-Oil(010950)

## 매수(유지)

목표주가: 90,000원(유지)

### 4Q24 Preview: 순수 정유의 투자 매력 회복

#### 4분기 영업이익은 3개 분기 만에 컨센서스를 상회할 전망

4분기 실적은 정제마진 상승과 채고관련손실 해소로 흑자전환할 것이다. 영업이익은 2,840억원으로 컨센서스를 57% 상회할 전망이다. 부문별 영업손익은 정유 1,670억원(흑자전환, +7,400억원 QoQ), 유회기유 1,410억원(-8%), 석유화학 -230억원(적자전환)으로 추정한다. 1개월 래깅 정제마진은 9월을 바닥으로 반등하여 전분기대비 5달러 개선되었고, 원/달러 환율 역시 평균 3% 상승하며 호실적을 뒷받침했다. 한편 유회기유 부문은 비수기 영향으로 관가와 물량 모두 부진했지만, 고급기유를 중심으로 타이트한 수급 기조는 변함없이 20%에 육박하는 영업이익률을 꾸준히 유지할 전망이다. 화학의 경우 아로마틱과 PO/PP 모두 더딘 수요 회복 속에 주요 제품 스프레드가 하락하며 적자전환한 것으로 추정된다.

#### 2025년 정유는 화학과 다르게 구조적 강세 예상

유가는 다시 80달러대를 회복했다. 수요 불확실성, 미국 에너지 정책기조 변화에 대한 우려와 다르게 석유 수급은 타이트하다. 트럼프 집권 2기에서 석유가스 생산 확대에 따른 유가하락 영향보다 전기차 성장둔화 등 석유 수요의 업사이드에 더 주목해야 한다. 정유산업은 갈수록 증설 규모가 줄어든다는 점에서 화학산업과 다르게 구조적 호황이 예상된다. 최근 미중 갈등이 고조되는 가운데 중국은 한 발 물러나 저렴한 러시아/이란산 원유 수입을 통제하기 시작했다. 국내 정유업계의 반사 수혜와 함께 중국 teapot 업계의 구조조정 역시 부각될 것이다. 이에 따라 2025년 S-Oil 영업이익은 전년대비 2배 이상 증가한 1.3조원을 기록할 전망이다.

#### 에너지 시장 변화는 정유업계에 긍정적

올해 정유업종 이익은 유가 반등을 따라 정상화될 것이다. 순수 정유 종목의 투자 매력이 높아지는 시점이다. S-Oil에 대해 매수 의견과 목표주가 9만원(2025F PBR 1.1배 적용)을 유지한다. 최근 주가가 반등했지만 여전히 2025F PBR은 0.8배로 역사적 하단을 회복한 수준에 불과하다. 단기 실적개선 뿐만 아니라 큰 그림에서 에너지 시장 변화의 기회에 대해서도 재평가받을 것이다. 2030년까지는 탈탄소 정책으로 인한 석유수요 감소보다 공급 구조조정 속도가 더 빠를 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	42,446	3,405	2,104	18,075	52.7	4,055	4.6	3.3	1.1	27.2	6.6
2023A	35,727	1,355	949	8,149	(54.9)	2,074	8.5	5.7	0.9	10.8	2.4
2024F	36,553	484	133	1,143	(86.0)	1,204	47.9	9.4	0.7	1.5	1.0
2025F	36,633	1,329	749	6,462	465.1	2,078	9.5	6.0	0.7	8.0	3.1
2026F	36,529	1,503	914	7,905	22.3	2,311	7.8	5.2	0.7	9.2	4.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
58	58	62	56

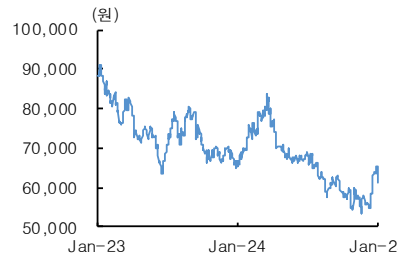
#### Stock Data

KOSPI(1/21)	2,518
주가(1/21)	61,300
시가총액(십억원)	6,901
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저(원)	83,500/53,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,291
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.6/75.3
주요주주(%)	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.4
	국민연금공단 7.3

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.9	(10.0)	(7.8)
KOSPI 대비(%)	5.1	(0.1)	(9.7)

#### 주가추이



자료: FnGuide

#### 최고운

gowoon@koreainvestment.com

〈표 1〉 4분기 실적 프리뷰 요약

(단위: 십억원, %)

	4Q24F					QoQ		YoY	
	Preview	기존 추정	차이	컨센서스	차이	3Q24	증감률	4Q23	증감률
매출액	8,833	9,082	(2.7)	8,680	1.8	8,841	(0.1)	9,830	(10.1)
영업이익	284	257	10.6	181	57.3	(415)	NM	(56)	NM
영업이익률(% , %p)	3.2	2.8	0.4	2.1	1.1	(4.7)	7.9	(0.6)	3.8
순이익	195	175	11.2	(21)	NM	(206)	NM	161	21.2

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	변경 후			변경 전			변동률		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
매출액	36,553	36,633	36,529	36,802	35,239	35,441	(0.7)	4.0	3.1
영업이익	484	1,329	1,503	457	1,277	1,483	5.9	4.1	1.4
정유	(252)	743	800	(350)	484	577	(28.1)	53.4	38.7
운환기유	596	548	560	615	591	656	(2.9)	(7.3)	(14.7)
석유화학	139	39	144	193	202	250	(27.8)	(80.9)	(42.6)
영업이익률(%)	1.3	3.6	4.1	1.2	3.6	4.2	0.1	0.0	(0.1)
세전이익	175	1,000	1,222	148	948	1,217	18.1	5.5	0.4
순이익	133	749	914	113	707	932	17.6	6.0	(1.9)
EPS(원)	1,143	6,462	7,905	973	6,088	8,043	17.5	6.1	(1.7)
BPS(원)	78,141	82,703	87,908	77,570	81,758	87,101	0.7	1.2	0.9
ROE(%)	1.5	8.0	9.2	1.3	7.6	9.5	0.2	0.4	(0.3)

자료: 한국투자증권

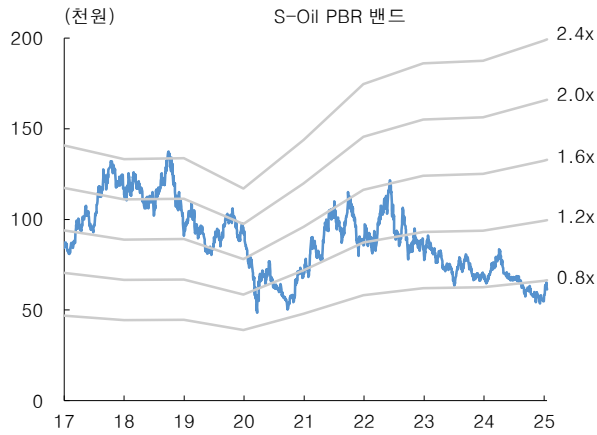
〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2024F				2025F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>9,308</b>	<b>9,571</b>	<b>8,841</b>	<b>8,833</b>	<b>9,295</b>	<b>8,972</b>	<b>9,104</b>	<b>9,263</b>	<b>35,727</b>	<b>36,553</b>	<b>36,633</b>	<b>36,529</b>
정유	7,445	7,451	6,894	6,998	7,364	7,060	7,159	7,322	28,257	28,789	28,906	28,798
운환기유	767	811	745	730	751	696	731	735	3,085	3,052	2,913	2,839
석유화학	1,097	1,309	1,202	1,105	1,180	1,215	1,214	1,206	4,385	4,712	4,814	4,891
매출 증가율	2.5	22.4	(1.8)	(10.1)	(0.1)	(6.3)	3.0	4.9	(15.8)	2.3	0.2	(0.3)
정유	2.3	24.2	(4.2)	(10.1)	(1.1)	(5.2)	3.8	4.6	(16.9)	1.9	0.4	(0.4)
운환기유	0.6	0.0	10.1	(12.7)	(2.1)	(14.1)	(1.8)	0.7	(9.7)	(1.1)	(4.6)	(2.5)
석유화학	5.6	29.7	6.8	(8.8)	7.5	(7.1)	1.0	9.1	(12.8)	7.5	2.2	1.6
<b>영업이익</b>	<b>454</b>	<b>161</b>	<b>(415)</b>	<b>284</b>	<b>293</b>	<b>268</b>	<b>438</b>	<b>331</b>	<b>1,355</b>	<b>484</b>	<b>1,329</b>	<b>1,503</b>
정유	250	(95)	(574)	167	175	132	271	164	399	(252)	743	800
운환기유	156	146	154	141	132	121	147	147	816	596	548	560
석유화학	48	110	5	(23)	(15)	15	20	19	204	139	39	144
영업이익 증가율	(11.9)	341.1	NM	NM	(35.6)	66.7	NM	16.4	(60.2)	(64.3)	174.6	13.1
정유	(13.8)	NM	NM	NM	(30.1)	NM	NM	(1.3)	(83.0)	NM	NM	7.7
운환기유	(20.5)	(40.9)	4.5	(37.6)	(15.0)	(16.8)	(4.3)	4.3	(26.6)	(26.9)	(8.1)	2.1
석유화학	63.8	34.0	(89.0)	NM	NM	(86.7)	291.3	NM	NM	(31.5)	(72.3)	272.5
영업이익률	4.9	1.7	(4.7)	3.2	3.1	3.0	4.8	3.6	3.8	1.3	3.6	4.1
정유	3.4	(1.3)	(8.3)	2.4	2.4	1.9	3.8	2.2	1.4	(0.9)	2.6	2.8
운환기유	20.3	18.0	20.7	19.3	17.6	17.4	20.1	20.0	26.4	19.5	18.8	19.7
석유화학	4.4	8.4	0.4	(2.1)	(1.3)	1.2	1.6	1.6	4.6	3.0	0.8	2.9
세전이익	227	(41)	(272)	261	202	182	362	255	1,132	175	1,000	1,222
증가율	(36.0)	NM	NM	254.7	(11.1)	NM	NM	(2.5)	(61.0)	(84.5)	471.5	22.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>166</b>	<b>(21)</b>	<b>(206)</b>	<b>195</b>	<b>151</b>	<b>136</b>	<b>271</b>	<b>191</b>	<b>949</b>	<b>133</b>	<b>749</b>	<b>914</b>
증가율	(37.4)	NM	NM	21.2	(9.0)	NM	NM	(2.1)	(54.9)	(86.0)	461.7	22.1

자료: S-Oil, 한국투자증권

[그림 1] 최근 주가 반등은 PBR 밴드 하단을 회복한 것에 불과함



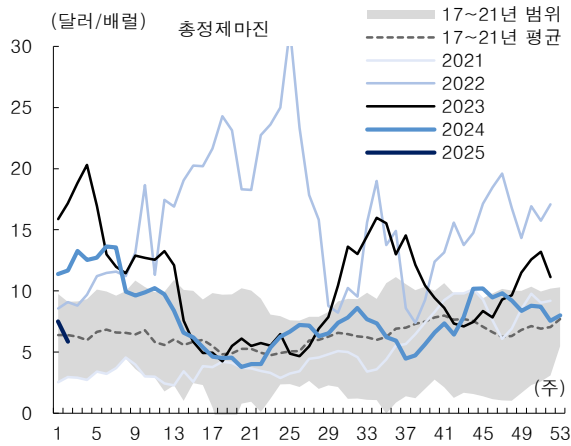
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 유가가 다시 80달러를 회복하며 수요 우려는 해소



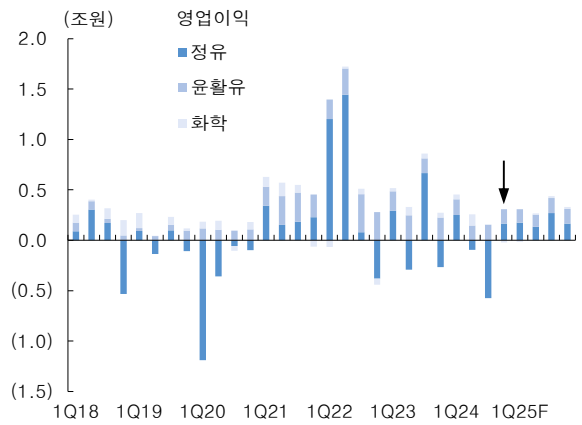
자료: 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 3] 정제마진은 9월을 바닥으로 4분기 반등에 성공



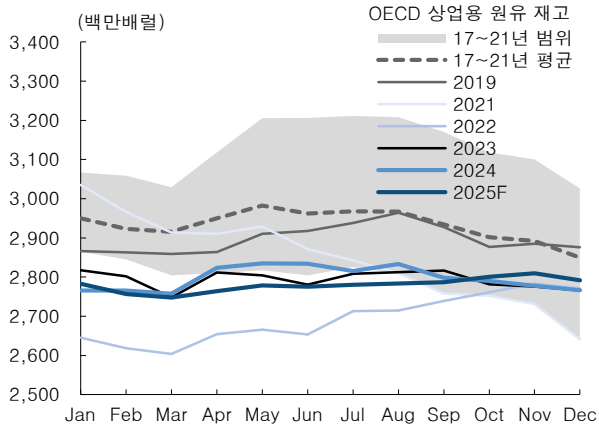
자료: 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 4] 정유 흑자전환으로 영업이익은 컨센서스를 상회할 전망



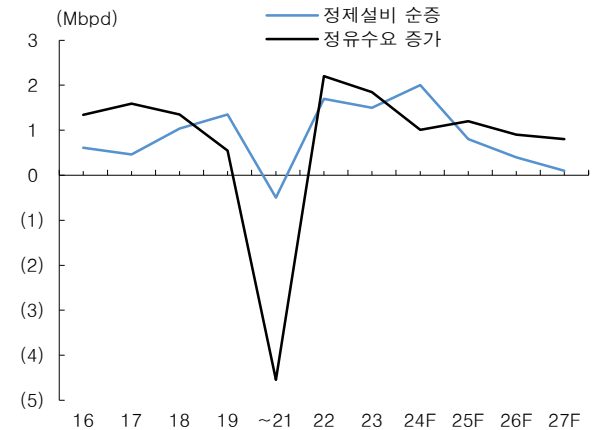
자료: S-Oil, 한국투자증권

[그림 5] 언젠가 유가가 올라도 이상하지 않은 수급 환경



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 6] 2024년을 피크로 정제설비 증설은 계속해서 감소할 전망



자료: 산업자료, 한국투자증권

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>42,446</b>	<b>35,727</b>	<b>36,553</b>	<b>36,633</b>	<b>36,529</b>
매출원가	38,291	33,621	35,244	34,424	34,149
매출총이익	4,155	2,106	1,309	2,208	2,380
판매관리비	749	751	825	879	877
<b>영업이익</b>	<b>3,405</b>	<b>1,355</b>	<b>484</b>	<b>1,329</b>	<b>1,503</b>
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.3	3.6	4.1
EBITDA	4,055	2,074	1,204	2,078	2,311
EBITDA Margin(%)	9.6	5.8	3.3	5.7	6.3
영업외수익	(506)	(223)	(309)	(329)	(281)
금융수익	432	299	244	258	261
금융비용	757	500	631	591	547
기타영업외손익	(182)	(24)	73	0	0
관계기업관련손익	(0)	2	4	4	5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>2,899</b>	<b>1,132</b>	<b>175</b>	<b>1,000</b>	<b>1,222</b>
법인세비용	794	183	42	252	308
연결당기순이익	2,104	949	133	749	914
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>2,104</b>	<b>949</b>	<b>133</b>	<b>749</b>	<b>914</b>
지배주주순이익률(%)	5.0	2.7	0.4	2.0	2.5
성장성(% YoY)					
매출 증가율	54.6	(15.8)	2.3	0.2	(0.3)
영업이익 증가율	59.0	(60.2)	(64.3)	174.5	13.1
지배주주순이익 증가율	52.7	(54.9)	(85.9)	461.5	22.1
EPS 증가율	52.7	(54.9)	(86.0)	465.1	22.3
EBITDA 증가율	45.2	(48.9)	(41.9)	72.6	11.2

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,651</b>	<b>2,526</b>	<b>607</b>	<b>1,703</b>	<b>1,666</b>
당기순이익	2,104	949	133	749	914
유형자산감가상각비	644	711	714	743	803
무형자산상각비	6	8	6	6	6
자산부채변동	(2,132)	1,473	(242)	210	(53)
기타	1,029	(615)	(4)	(5)	(4)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(773)</b>	<b>(2,066)</b>	<b>(1,745)</b>	<b>(1,815)</b>	<b>(1,013)</b>
유형자산투자	(599)	(2,186)	(1,856)	(1,942)	(924)
유형자산매각	30	20	20	20	20
투자자산순증	(208)	87	1	4	5
무형자산순증	(1)	(2)	28	(6)	(5)
기타	5	15	62	109	(109)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(1,514)</b>	<b>193</b>	<b>562</b>	<b>5</b>	<b>(657)</b>
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(819)	649	623	222	(349)
배당금지급	(617)	(373)	(198)	(61)	(217)
기타	(78)	(83)	137	(156)	(91)
기타현금흐름	1	0	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>(635)</b>	<b>653</b>	<b>(576)</b>	<b>(107)</b>	<b>(4)</b>
FCF	1,201	595	(912)	120	994

주: K-IFRS (연결) 기준

## 재무상태표

(단위: 십억원)

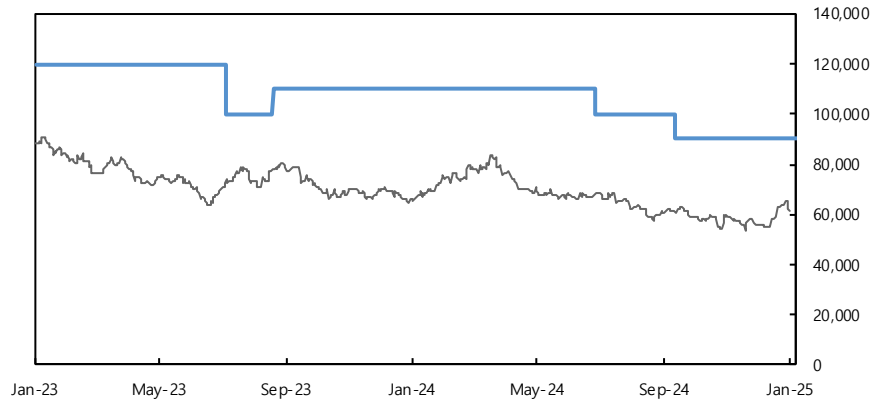
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>19,613</b>	<b>21,576</b>	<b>21,951</b>	<b>22,675</b>	<b>22,787</b>
유동자산	9,206	9,648	8,994	8,647	8,695
현금성자산	1,310	1,963	1,387	1,280	1,277
매출채권및기타채권	2,964	2,990	2,803	2,699	2,619
재고자산	4,733	4,639	4,747	4,610	4,597
비유동자산	10,407	11,928	12,958	14,028	14,091
투자자산	139	168	172	172	171
유형자산	9,588	11,152	12,273	13,452	13,553
무형자산	106	116	82	82	82
<b>부채총계</b>	<b>11,130</b>	<b>12,539</b>	<b>12,842</b>	<b>13,034</b>	<b>12,538</b>
유동부채	8,213	9,255	9,546	9,668	9,456
매입채무및기타채무	4,752	6,074	5,730	5,614	5,479
단기차입금및단기사채	1,939	2,142	2,807	2,904	2,739
유동성장기부채	590	640	629	685	784
비유동부채	2,917	3,284	3,296	3,366	3,082
사채	2,427	2,137	2,112	2,163	1,862
장기차입금및금융부채	184	854	848	866	884
<b>자본총계</b>	<b>8,483</b>	<b>9,038</b>	<b>9,110</b>	<b>9,642</b>	<b>10,249</b>
지배주주지분	8,483	9,038	9,110	9,642	10,249
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	6,829	7,380	7,452	7,984	8,591
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	3,726	3,839	5,037	5,366	4,874

## 주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,075	8,149	1,143	6,462	7,905
BPS	72,770	77,522	78,141	82,703	87,908
DPS	5,500	1,700	525	1,900	2,700
<b>수익성(%)</b>					
ROA	11.0	4.6	0.6	3.4	4.0
ROE	27.2	10.8	1.5	8.0	9.2
배당수익률	6.6	2.4	1.0	3.1	4.4
배당성향	30.4	20.9	45.9	28.9	33.6
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	131.2	138.7	141.0	135.2	122.3
차입금/자본총계비율(%)	61.5	64.6	70.9	69.3	61.8
이자보상배율(x)	22.5	5.7	1.8	4.7	5.4
순차입금/EBITDA(x)	0.9	1.9	4.2	2.6	2.1
<b>Valuation(x)</b>					
PER	4.6	8.5	47.9	9.5	7.8
최고	6.8	11.3	73.9	10.1	8.3
최저	4.3	7.6	46.7	8.4	6.8
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
최고	1.7	1.2	1.1	0.8	0.7
최저	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.3	5.7	9.4	6.0	5.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil (010950)	2022.10.14	매수	120,000원	-33.2	-20.9
	2023.07.25	매수	100,000원	-25.0	-20.8
	2023.09.08	매수	110,000원	-35.2	-24.1
	2024.07.17	매수	100,000원	-36.4	-31.2
	2024.10.02	매수	90,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2025년 1월 22일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## 투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.