

S-Oil
(010950)

위원장

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

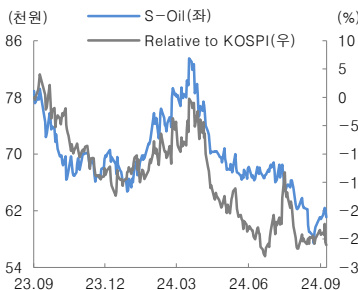
(24.09.27)

61,100

정유업증

KOSPI	2649.78
시가총액	7,049십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 57,400원
120일 평균거래대금	181억원
외국인지분율	76.17%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-7.8	-21.8	-22.9
상대수익률	-2.8	-3.2	-18.7	-28.2



겨울과 함께 찾아올 반등

- 3Q24 예상 OP -3,329억원으로 시장기대치(3,307억원) 대폭 하회 전망
- 정제마진 하락(3Q 추정 -2.4달러/배럴) 및 재고평가손실(-1,755억원)에 기인
- 4Q 수급 개선에 따른 마진 반등 전망, 단기 트레이딩 관점에서 매수 찬스로 판단

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 76579원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 평균 ROE 4%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용.

3Q24 Preview: 예상 OP -3,329억원으로 시장기대치 하회

정유부문 예상 OP -5,273억원으로 적자규모 대폭 확대 전망. 원재료 래깅을 감안한 동사의 추정 정제마진 -2.4달러/배럴로 QoQ -3달러 하락. 이에 더해 당분기 유가하락에 따른 재고평가손실 -1,755억원 예상. 화학부문 예상 OP 331억원으로 QoQ -69.9% 전망. 휘발유 마진 약세에 따른 블렌딩 수요 감소로 3Q P-X 마진 270달러/톤, QoQ -13.4% 하락. 지난 7월 발생한 NO.2 P-X 공장 화재로 인한 일회성 비용 감안 시 감익폭 확대 가능성 존재. 반면, 윤활부문 예상 OP 1,613억원으로 QoQ +10.6% 전망. 그룹3 판가 1138.3달러/톤으로 QoQ +2.6% 상승한 가운데, 원가하락(HSFO QoQ -5.9%)에 따른 스프레드 개선

정제마진 반등을 위한 환경 조성 중, 단기 매수 찬스로 작용 전망

4Q24 예상 정제마진은 3.2달러/배럴로 QoQ +5달러 개선 전망. 4Q 이후 난방 유 수요 증가 및 석유제품 공급 감소에 따른 수급 개선 전망. 공급 감소 요인은 1) 중국 수출 마진 하락에 따른 수출량 감소, 2) 북미 지역 내 정기보수 집중에 따른 가동률 하락, 3) 미국 항만 파업에 따른 유럽 항 수출물량 감소, 25년 글로벌 정제설비 증설(Dangote, Olmeca)에 따른 공급 증가로 전년 대비 수급 완화 불가피하지만, 최근 주가 조정으로 인한 낮은 밸류에이션 감안 시 단기 트레이딩 관점 접근 유효. 현재 동사의 밸류에이션 PBR 0.8배 수준으로 코로나 이전 19년도 1.4배~1.7배와 비교 시 저평가 국면.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	당사추정	3Q24(F)		4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY QoQ
매출액	9,000	9,571	9,660	10,189	13.2	6.5	9,568	9,944	1.2 -2.4
영업이익	859	161	364	-333	적전	적전	331	278	흑전 흑전
순이익	545	-21	154	43	-92.1	흑전	247	-186	적전 적전

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	39,012	37,585	38,336
영업이익	3,405	1,355	559	1,086	1,116
지배지분순이익	2,104	949	2	405	1,046
PER	4.6	8.6	3,506.4	17.9	7.0
BPS	72,754	77,506	75,854	77,663	84,968
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	27.2	10.8	0.0	4.5	11.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	37,729	32,164	39,012	37,585	3.4	16.9
판매비와 관리비	803	804	808	810	0.7	0.7
영업이익	1,325	1,618	559	1,086	-57.8	-32.9
영업이익률	3.5	5.0	1.4	2.9	-2.1	-2.1
영업외손익	-564	-455	-571	-524	적자유지	적자유지
세전순이익	761	1,162	-12	562	적자조정	-51.7
지배지분순이익	560	839	2	405	-99.6	-51.7
순이익률	1.5	2.6	0.0	1.1	-1.5	-1.5
EPS(지배지분순이익)	4,800	7,193	18	3,477	-99.6	-51.7

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

표 1. S-Oil 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	9,308.5	9,570.8	10,189.4	9,943.6	9,800.7	9,506.4	9,256.0	9,021.5	35,726.7	39,012.3	37,584.6
정유	7,444.8	7,451.4	8,202.4	7,917.2	7,795.5	7,484.5	7,299.5	7,173.3	28,257.2	31,015.8	29,752.8
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,212.1	1,276.0	1,271.5	1,300.3	1,259.5	1,177.9	4,384.7	4,893.5	5,009.2
유탄기유	766.9	810.9	774.9	750.3	733.7	721.6	697.1	670.3	3,085.4	3,103.0	2,822.6
영업이익	454.1	160.7	-332.9	277.5	289.1	266.2	257.5	273.1	1,354.6	559.4	1,085.9
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-3.3%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%	3.0%	3.8%	1.4%	2.9%
정유	250.4	-95.0	-527.3	79.3	81.3	57.1	64.5	92.3	353.5	-292.7	295.2
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-6.4%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	1.3%	1.3%	-0.9%	1.0%
석유화학	48.0	109.9	33.1	44.1	47.1	52.5	50.4	42.2	190.6	235.2	192.1
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	2.7%	3.5%	3.7%	4.0%	4.0%	3.6%	4.3%	4.8%	3.8%
유탄기유	155.7	145.8	161.3	154.1	160.7	156.6	142.6	138.7	810.5	616.9	598.6
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.8%	20.5%	21.9%	21.7%	20.5%	20.7%	26.3%	19.9%	21.2%
세전이익	227.2	-40.9	-385.6	187.7	83.2	112.9	199.1	166.5	1,131.7	-11.5	561.7
지배주주순이익	166.2	-21.3	-278.3	135.5	60.1	81.5	143.7	120.2	948.9	2.0	405.4
% YoY											
매출액	2.5	22.4	13.2	1.2	5.3	-0.7	-9.2	-9.3	-15.8	9.2	-3.7
정유	2.3	24.2	13.9	1.7	4.7	0.4	-11.0	-9.4	-16.9	9.8	-4.1
석유화학	5.6	29.7	7.8	5.3	15.9	-0.6	3.9	-7.7	-12.8	11.6	2.4
유탄기유	0.6	0.0	14.6	-10.3	-4.3	-11.0	-10.0	-10.7	-9.7	0.6	-9.0
영업이익	-11.9	341.2	적전	흑전	-36.3	65.6	흑전	-1.6	-60.2	-58.7	94.1
정유	-13.8	적지	적전	흑전	-67.5	흑전	흑전	16.4	-84.9	적전	흑전
석유화학	63.8	34.0	-27.0	30.1	-1.9	-52.3	52.1	-4.5	흑전	23.4	-18.3
유탄기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-27.0	-23.9	-3.0
세전이익	-36.0	적지	적전	154.9	-63.4	흑전	흑전	-11.3	-61.0	적전	흑전
지배주주순이익	-37.4	적지	적전	-15.6	-63.9	흑전	흑전	-11.3	-54.9	-99.8	20,102.3
% QoQ											
매출액	-5.3	2.8	6.5	-2.4	-1.4	-3.0	-2.6	-2.5			
정유	-4.3	0.1	10.1	-3.5	-1.5	-4.0	-2.5	-1.7			
석유화학	-9.5	19.3	-7.4	5.3	-0.4	2.3	-3.1	-6.5			
유탄기유	-8.3	5.7	-4.4	-3.2	-2.2	-1.6	-3.4	-3.8			
영업이익	흑전	-64.6	적전	흑전	4.2	-7.9	-3.3	6.1			
정유	흑전	적전	적지	흑전	2.6	-29.8	13.0	43.2			
석유화학	41.5	129.0	-69.9	33.2	6.7	11.5	-4.0	-16.4			
유탄기유	-29.5	-6.4	10.6	-4.5	4.3	-2.5	-8.9	-2.8			
세전이익	208.6	적전	적지	흑전	-55.7	35.7	76.3	-16.4			
지배주주순이익	3.5	적전	적지	흑전	-55.7	35.7	76.3	-16.4			

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	39,012	37,585	38,336
매출원가	38,291	33,621	37,645	35,689	36,402
매출총이익	4,155	2,106	1,368	1,896	1,934
판매비와관리비	749	751	808	810	818
영업이익	3,405	1,355	559	1,086	1,116
영업이익률	8.0	3.8	1.4	2.9	2.9
EBITDA	4,055	2,074	1,479	2,232	2,325
영업외손익	-507	-223	-571	-524	333
관계기업손익	0	2	3	3	3
금융수익	432	299	280	299	299
외환관련이익	954	608	323	373	373
금융비용	-757	-500	-590	-660	-337
외환관련손실	605	263	300	323	0
기타	-182	-24	-264	-167	367
법인세비용차감전순손익	2,899	1,132	-12	562	1,449
법인세비용	-794	-183	14	-156	-403
계속사업순손익	2,104	949	2	405	1,046
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,104	949	2	405	1,046
당기순이익률	5.0	2.7	0.0	1.1	2.7
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2,104	949	2	405	1,046
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	2,113	927	-20	383	1,024
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2,113	927	-20	383	1,024

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,047	8,137	18	3,477	8,970
PER	46	8.6	3,506.4	17.9	7.0
BPS	72,754	77,506	75,854	77,663	84,968
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	34,776	17,784	12,687	19,140	19,938
EV/EBITDA	3.3	5.7	9.0	6.7	6.3
SPS	364,016	306,391	334,569	322,324	328,771
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	35,198	16,672	11,603	18,791	19,590
DPS	5,500	1,700	1,700	1,700	1,700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	54.6	-15.8	9.2	-3.7	2.0
영업이익 증가율	59.0	-60.2	-58.7	94.1	2.7
순이익 증가율	52.7	-54.9	-99.8	19,436.3	158.0
수익성					
ROC	20.2	8.5	-0.7	4.6	4.4
ROA	17.8	6.6	2.5	4.5	4.4
ROE	27.2	10.8	0.0	4.5	11.0
안정성					
부채비율	131.2	138.7	162.9	172.1	158.1
순차입금비율	43.9	42.5	71.3	86.3	76.7
이자보상배율	22.5	5.7	1.9	3.2	3.3

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,206	9,648	9,123	8,472	8,833
현금및현금성자산	1,310	1,963	799	426	641
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	3,202	3,110	3,158
재고자산	4,733	4,639	5,066	4,880	4,978
기타유동자산	198	55	55	55	55
비유동자산	10,407	11,928	14,128	16,165	16,740
유형자산	9,588	11,152	13,354	15,394	15,969
관계기업투자금	36	41	48	54	61
기타비유동자산	783	735	726	717	709
자산총계	19,613	21,576	23,250	24,637	25,573
유동부채	8,213	9,255	10,321	10,862	10,946
매입채무 및 기타채무	4,752	6,074	6,441	6,281	6,365
차입금	1,939	2,142	2,742	3,342	3,342
유동상채무	590	640	640	640	640
기타유동부채	932	398	498	598	598
비유동부채	2,917	3,284	4,084	4,719	4,719
차입금	2,427	2,837	3,537	4,072	4,072
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	490	447	547	647	647
부채총계	11,130	12,539	14,405	15,581	15,665
자배지분	8,483	9,038	8,845	9,056	9,908
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,184	7,391	8,239
기타지분변동	32	35	38	42	46
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	8,845	9,056	9,908
순차입금	3,726	3,839	6,303	7,811	7,596

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	2,526	1,259	2,266	1,932
당기순이익	2,104	949	2	405	1,046
비현금항목의 가감	2,000	995	1,351	1,786	1,238
감가상각비	650	719	920	1,146	1,209
외환손익	148	-35	238	226	-631
지분법평가손익	0	-2	0	0	0
기타	1,202	313	193	414	661
자산부채의 증감	-2,132	1,473	138	528	347
기타현금흐름	-321	-891	-231	-453	-699
투자활동 현금흐름	-773	-2,066	-3,105	-3,169	-1,769
투자자산	-208	87	-3	-4	-4
유형자산	-569	-2,165	-3,116	-3,180	-1,780
기타	4	12	14	14	14
재무활동 현금흐름	-1,514	193	1,019	854	-281
단기차입금	0	0	600	600	0
사채	0	0	700	535	0
장기차입금	-819	649	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-617	-373	-198	-198	-198
기타	-78	-83	-83	-83	-83
현금의 증감	-635	653	-1,164	-373	215
기초 현금	1,946	1,310	1,963	799	426
기말 현금	1,310	1,963	799	426	641
NOPLAT	2,472	1,136	-100	784	805
FCF	2,522	-333	-2,316	-1,270	214

[Compliance Notice]

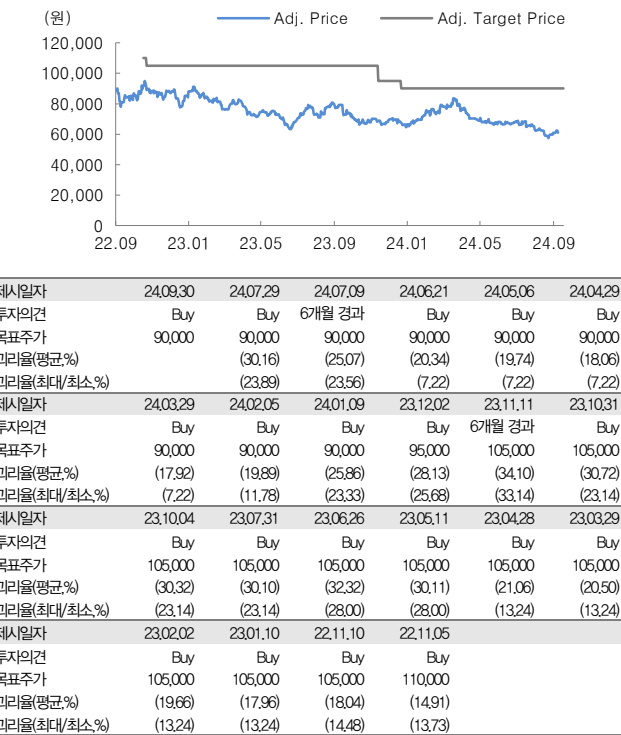
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240927)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상