

S-Oil (010950)

중국의 변심: 미국 제재 선박 입항 금지

목표주가 8.2만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 8.2만원 및 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 25년 예상 BPS 78,871원에 PBR 1.05배를 적용해 산출된 값이다. 25년 투자 포인트는 1)글로벌 CDU 증설 제한과 메이저 업체들의 구조조정, 2)중국의 미국 제재 대상 선박 입항금지 조치로 인한 teapot 경쟁력 약화, 3)이에 따른 25년 영업이익 정상화 등으로 요약된다.

25년 글로벌 신규 정제설비 유입 규모는 110만b/d 내외로 수요 증가분 115만b/d와 유사한 규모에 그칠 것으로 예상된다. 다만, 지난해 말 완공 및 ramp-up 마무리한 멕시코 Olmeca, 중국 Yulong, 나이지리아 Dangote 등 신규 설비들의 상업생산 물량이 25년 상반기 본격적으로 유입됨에 따라 정제마진 흐름은 상저하하고로 전망한다.

4Q24 Preview: 영업이익 2,732억원(QoQ 흑자전환 예상)

4분기 영업이익은 2,732억원으로 QoQ 흑자전환 및 시장 컨센서스 1,723억원 대비 큰 폭 상회할 것으로 전망된다. 3분기 BEP 하회하며 대규모 적자 야기했던 정제마진은 9월 바닥으로 점진적 반등세 보였고, 사우디의 아시아 OSP 할인도 우호적으로 작용해 1,700억원의 QoQ 흑자전환 달성 예상됨이 주요하다. 석유화학 부문은 BZ/PX/PO 등 주요 제품 스프레드 약세에 따라 -223억원의 QoQ 소폭 적자전환 예상하며, 운할유는 비수기 물량 감소 및 판가 하락으로 1,324억원(-13.9%QoQ) 수준에 그치겠다.

다만, 영업외부문에서는 환율상승으로 인한 대규모 외환차손 발생이 불가피하겠고, 이에 따라 당기순이익은 적자전환이 예상된다. 동사는 원유를 100% 달러로 구매하는 만큼 분기 약 2조원 내외의 유산스를 사용하고 있다. 최근 샤힌 프로젝트 투자로 인한 차입금 부담으로 Aramco에 지급기한을 연장해 지난 3분기 말 기준으로는 유산스가 3.3조원에 달하는데, 9월 말 환율 대비 12월 말 환율이 +150원 상승했음을 고려하면 외환차손은 대략 3,600억원 내외로 추정된다. 영업이익은 환율 및 정제마진 반등으로 컨센서스 상회하겠으나, 영업외는 외환차손에 따른 대규모 손실을 고려할 필요가 있다.

중국의 변심: 미국 제재 선박 입항 금지조치와 그 영향 전망

중국 동부 지역에 위치한 Qingdao Port, Yantai Port 등 주요 항구들을 관리하는 Shandong Port Group은 지난주 이란/러시아/베네수엘라 등 미국의 제재를 받고 있는 선박의 입항과 하역을 금지한다고 밝혔다. 시장에서 공식적으로 거래되지 못하던 이들 원유는 대부분 중국과 인도가 적게는 5달러에서, 한 때는 최대 20달러까지 할인된 가격에 구매해왔다. 특히 Shandong 지역은 메인 수입처로서 역할을 해왔는데, 23년 제재 국가에서 수입한 원유는 174만b/d로 중국 전체 수입량의 17% 내외를 차지했다.

금번 조치는 트럼프 대통령의 공식 취임을 약 일주일 가량 앞두고 미국과의 충돌을 일단 최소화하기 위한 의도로 해석된다. 중국 정제설비의 약 30%를 차지하는 teapot 업체들은 주로 Shandong 지역에 밀집되어 있어 지금까지 저렴한 원유 투입의 이점을 누릴 수 있었지만, 이제는 원가 경쟁력이 소멸됨에 따라 더 쉽지 않은 여건을 마주하게 될 것으로 전망된다. 이란/러시아/베네수엘라 등 주요 대상 국가들의 선박 입항 제한 조치가 언제까지 이뤄질지가 최대 미지수이나, 24년 Sinochem 자회사 중 Shandong 지역의 teapot 2곳이 파산했던 사례처럼 25년에도 소규모 teapot 업체들의 추가 퇴출 가능성이 농후하다. 또한 해당 조치가 장기화될 경우 중국 정제품 생산량 감소 및 내수 우선 대응을 위한 수출쿼터 축소 가능성까지 염두에 둘 수 있다는 판단이다.

Company Brief

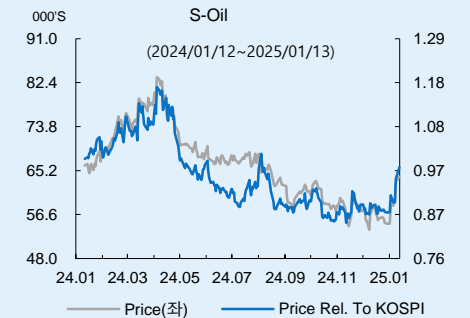
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(유지)
증가(2025.01.13)	64,000원
상승여력	28.1%

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	7,205십억원
외국인지분율	75.4%
52주 주가	53,600~83,500원
60일평균거래량	172,409주
60일평균거래대금	10.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	3.9	-4.6	-3.3
상대수익률	10.5	8.0	8.2	-1.9

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	35,727	36,488	35,398	34,458
영업이익(십억원)	1,355	473	1,200	1,163
순이익(십억원)	949	-243	577	522
EPS(원)	8,137	-2,084	4,951	4,475
BPS(원)	77,506	74,934	78,674	81,937
PER(배)	8.6		12.9	14.3
PBR(배)	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	10.8	-2.7	6.4	5.6
배당수익률(%)	2.2	0.2	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	5.6	10.4	6.2	5.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/화학/정유]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

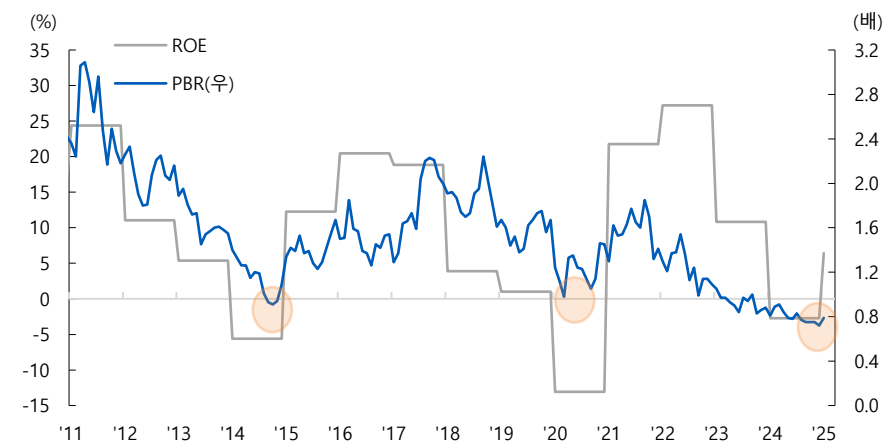
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,768	8,891	8,801	8,936	8,769	35,727	36,488	35,398
영업이익	454	161	-415	273	280	344	268	307	1,355	473	1,200
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	3.1%	3.2%	3.9%	3.0%	3.5%	3.8%	1.3%	3.4%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	6,874	7,039	6,896	7,044	6,852	28,257	28,665	27,831
영업이익	250	-95	-574	162	170	185	136	190	353	-256	681
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.4%	2.4%	2.7%	1.9%	2.8%	1.3%	-0.9%	2.4%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,163	1,170	1,148	1,185	1,209	4,385	4,769	4,712
영업이익	48	110	5.0	-22	-10	15	17	13	191	141	35
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-1.9%	-0.9%	1.3%	1.4%	1.1%	4.3%	3.0%	0.7%
윤활유											
매출액	767	811	745	731	683	757	707	708	3,085	3,054	2,855
영업이익	156	146	154	132	121	145	115	103	811	588	484
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	18.1%	17.7%	19.2%	16.3%	14.6%	26.3%	19.2%	17.0%

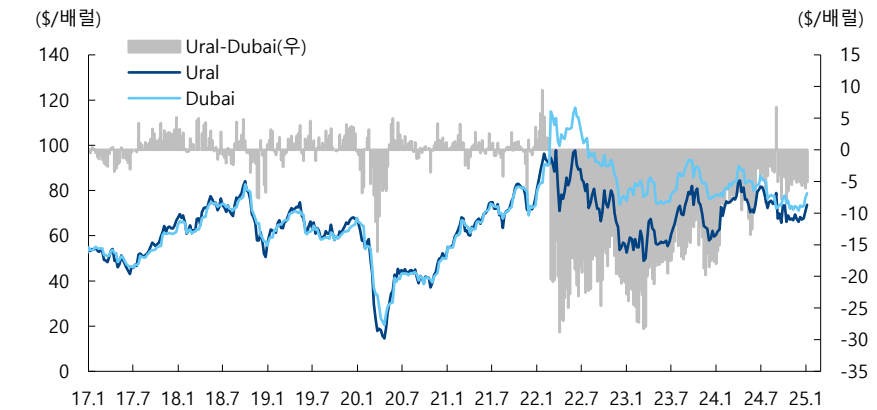
자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2011년 이후 ROE-PBR 밸류에이션 추이



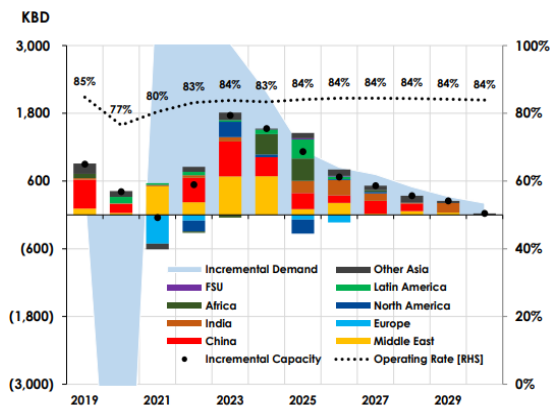
자료: iM증권 리서치본부

그림2. Ural-Dubai 유가 및 스프레드 추이



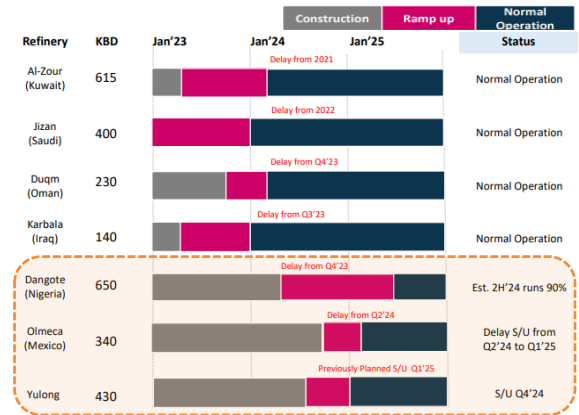
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 글로벌 정제설비 Net Addition 추이 및 전망



자료: Thai Oil, iM증권 리서치본부

그림4. 최근 완공된 신규 정제설비별 상업생산 예상 타임라인



자료: Thai Oil, iM증권 리서치본부

표2. 글로벌 정제설비 구조조정 계획

지역	설비 국가 및 지역	업체	세부 내용	생산규모	발표 시기	실행 시기
북미	미국 (California)	Phillips 66	정유소 폐쇄 완료, 재생 가능 연료 시설로 전환	12.8만b/d	2024.02	2024.02
	미국 (Houston)	LyondellBasell	CDU 및 휘발유 생산 FCC 점진적 폐쇄	26.4만b/d	2024.11	2025.01
	미국 (Los Angeles)	Phillips 66	정유소 폐쇄	(휘발유)8.5만b/d, (경유)6.5만b/d	2024.10	2025년 말
	미국 (California)	Valero Energy	정유소 2곳 폐쇄	23.6만b/d	2024.11	-
유럽	독일 (Gelsenkirchen)	BP	CDU 부분적 영구 폐쇄(유닛 5개)	8.6만b/d	2024.03	2025.2Q
	독일 (Wesseling)	Shell	정유소 폐쇄 후 기유 생산설비로 전환	15만b/d	2024.01	2025.2Q
	영국 (Grangemouth)	Petroineos	정유소 폐쇄	14.5만b/d	2023.11	2025.2Q
	프랑스 (Toulouse)	Exxon Mobil	연료 터미널 매각	-	2024.04	2024년 말
	프랑스 (For-sur-Mer)	Exxon Mobil	정유소 및 석유 터미널 매각 완료	14만b/d	2024.10	2025년 말
아시아	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	12만b/d	2024.10	2023.10
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	9만b/d	2024.10	2024.1Q
	일본 (Yamaguchi)	Idemitsu Kosan	정유소 폐쇄, '30년까지 무탄소 에너지 허브 전환	12만b/d	2024.01	2024.03
	싱가포르 (Bukom)	Shell	정유소 매각 절차 마무리 단계	-	2024.05	2024.05
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 완전 폐쇄	20만b/d	2024.10	2025년 중반

자료: iM증권 리서치본부

그림5. 중국 Shandong Port, 미국 제재 대상 선박의 입항 및 하역 금지

Exclusive: China's Shandong Port, entry point for most sanctioned oil, bans US-designated vessels

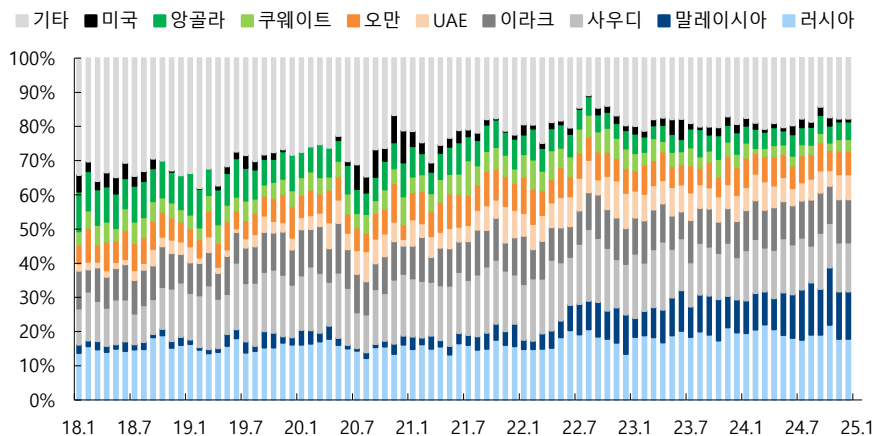
By Chen Aizhu, Siyi Liu and Trixie Sher Li Yap

January 8, 2025 11:09 AM GMT+9 · Updated 5 days ago



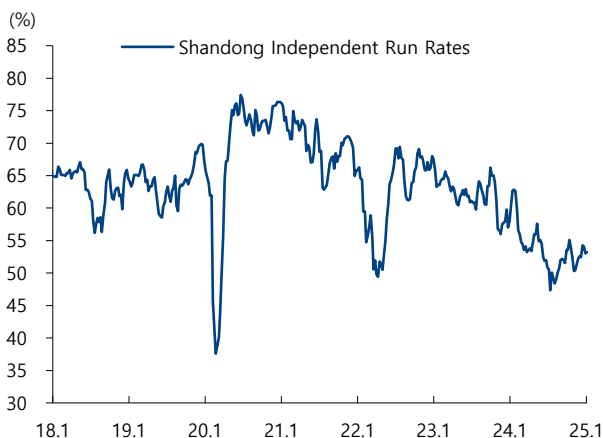
자료: Reuters, iM증권 리서치본부

그림6. 중국 원유 수입국가별 비중 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 중국 Teapot 가동률 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. Sinochem, 소규모 정제설비 운영 회사 3곳 폐쇄 및 파산 돌입

Two Sinochem Oil Refineries Declared Bankrupt as Margins Plunge

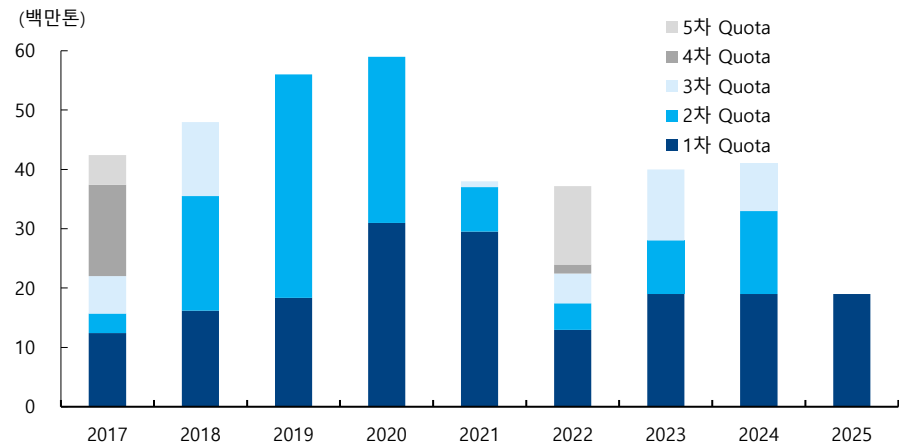
- Zhenghe, Huaxing creditors failed to agree on restructuring
- Slow Chinese economic recovery weighs on older processors

By Alfred Cang

2024년 9월 17일 at 오후 3:02 GMT+9

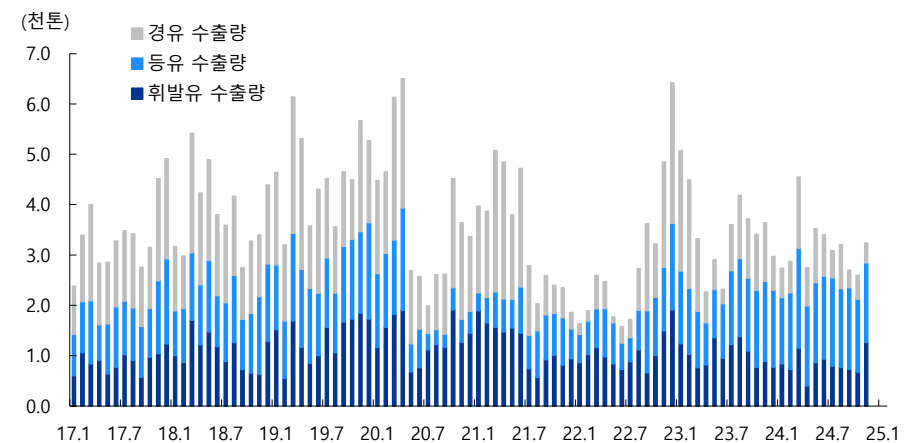
자료: Bloomberg, Reuters, iM증권 리서치본부

그림9. 중국 정제품 수출 쿼터 추이



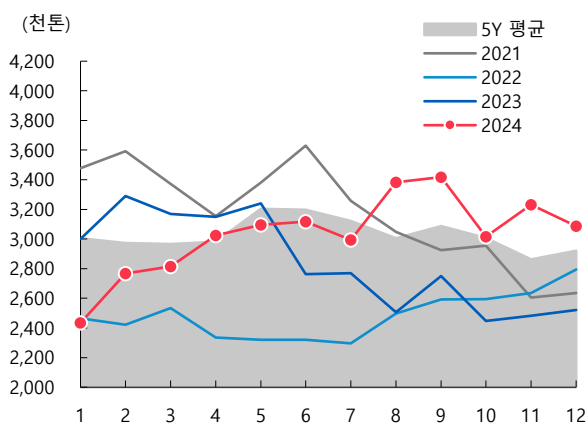
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 중국 정제품 수출량 추이



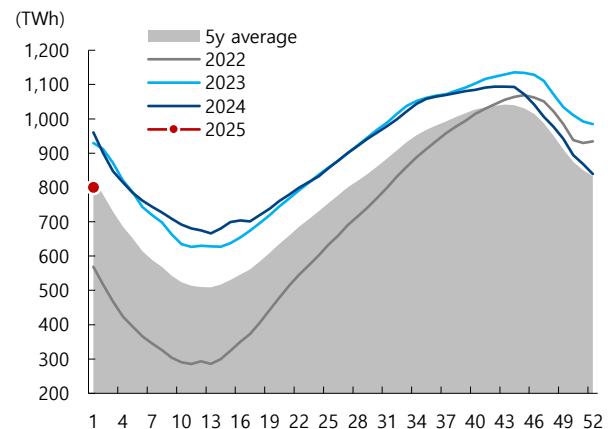
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 등/경유 재고 추이



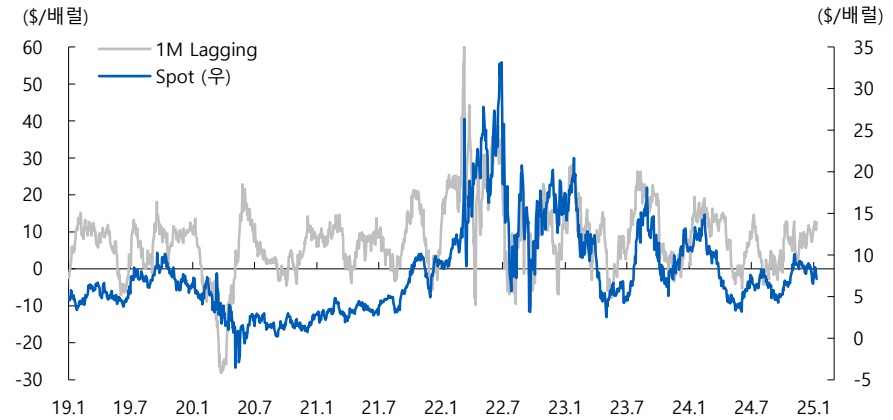
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 천연가스 재고 추이



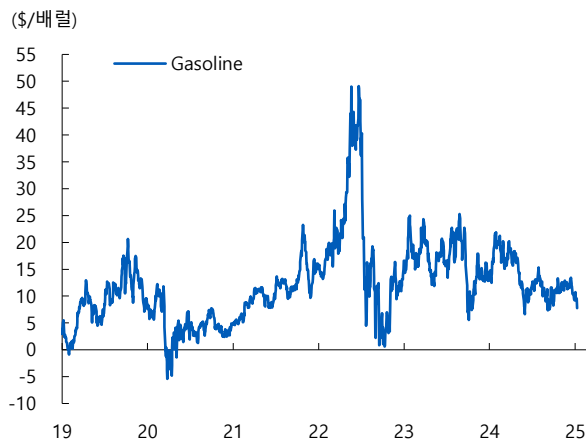
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 복합정제마진 추이



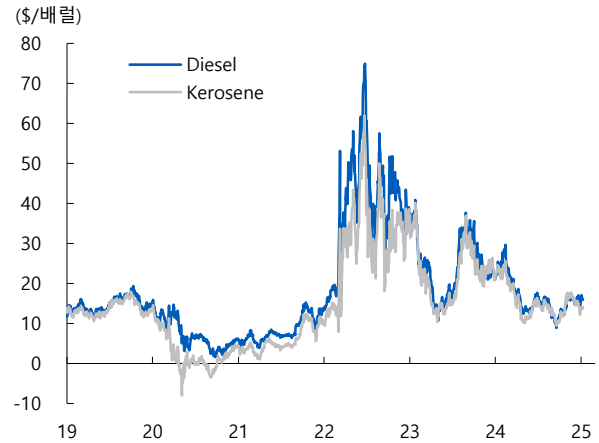
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림14. 휘발유 마진 추이



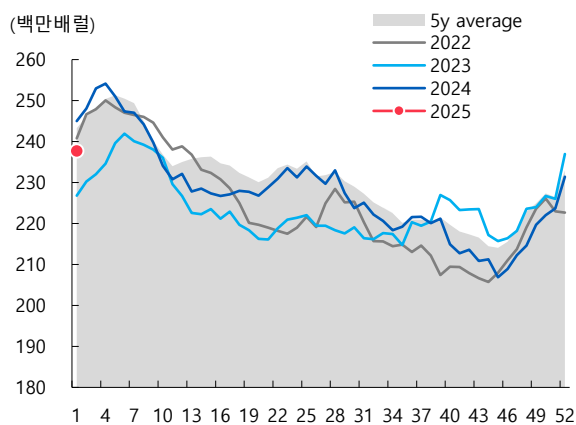
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림15. 등/경유 마진 추이



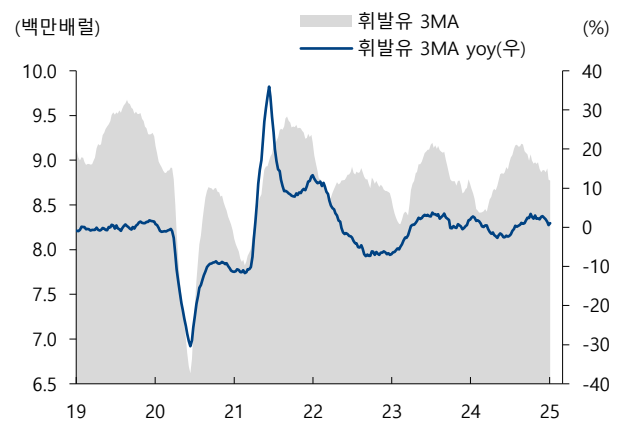
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림16. 미국 휘발유 재고 추이



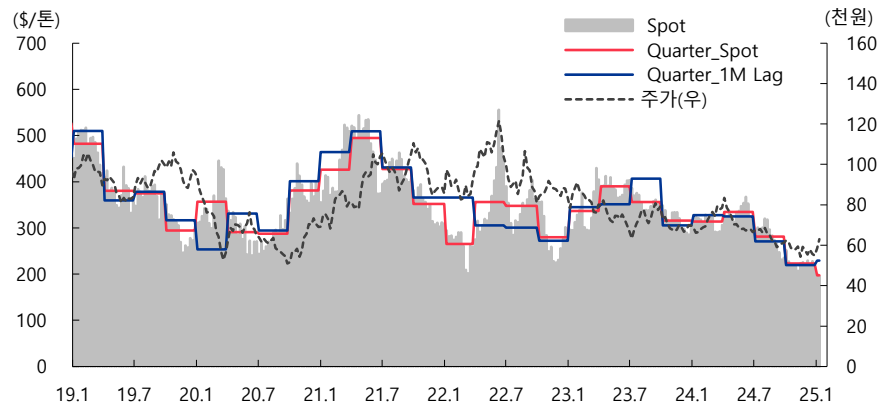
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림17. 미국 휘발유 수요 추이



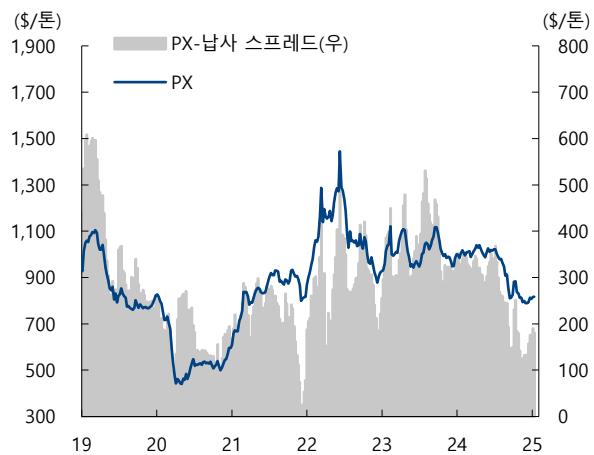
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림18. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



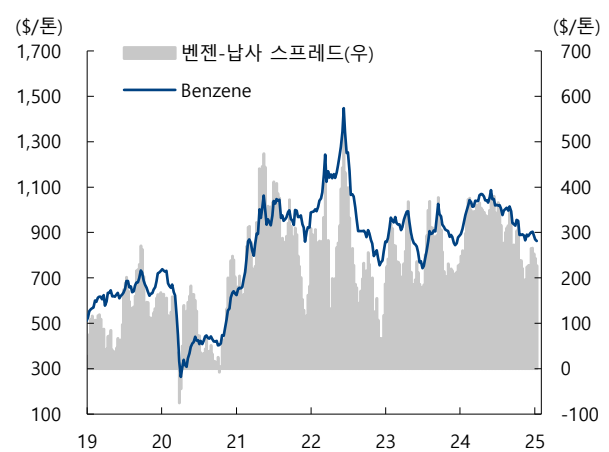
자료: iM증권 리서치본부

그림19. PX 가격 및 스프레드 추이



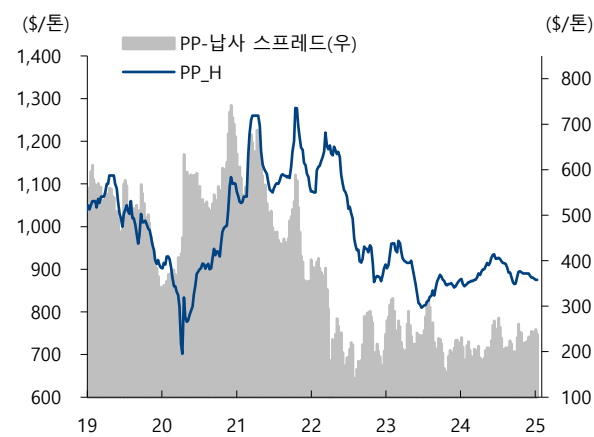
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림20. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림21. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림22. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

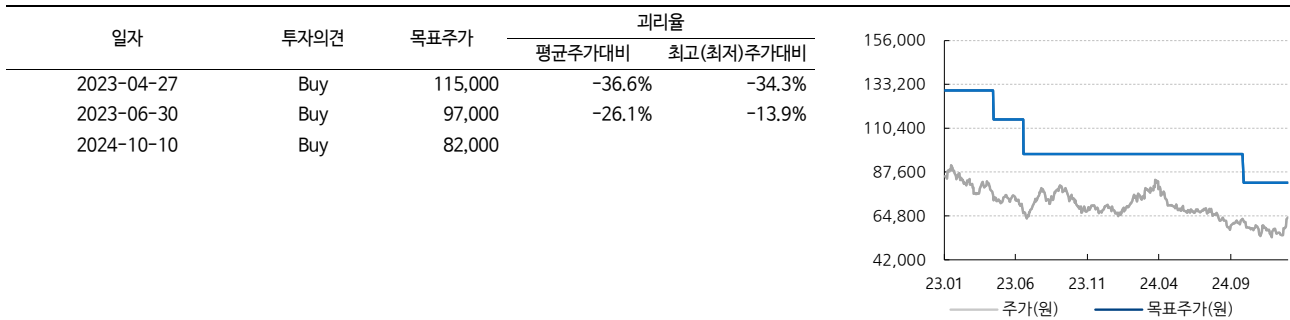
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,648	8,788	10,103	11,907	매출액	35,727	36,488	35,398	34,458
현금 및 현금성자산	1,963	1,435	2,967	4,958	증가율(%)	-15.8	2.1	-3.0	-2.7
단기금융자산	32	32	33	33	매출원가	33,621	35,299	33,479	32,604
매출채권	3,021	2,951	2,863	2,788	매출총이익	2,106	1,189	1,919	1,854
재고자산	4,639	4,379	4,248	4,135	판매비와관리비	751	716	719	691
비유동자산	11,928	14,354	15,532	16,164	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	11,152	13,580	14,758	15,388	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	116	107	103	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,576	23,142	25,635	28,071	영업이익	1,355	473	1,200	1,163
유동부채	9,255	10,570	12,128	13,682	증가율(%)	-60.2	-65.1	153.6	-3.1
매입채무	3,989	4,074	3,953	3,848	영업이익률(%)	3.8	1.3	3.4	3.4
단기차입금	2,142	2,742	3,542	4,042	이자수익	56	36	74	123
유동성장기부채	640	640	640	640	이자비용	237	231	249	279
비유동부채	3,284	3,834	4,334	4,834	지분법이익(손실)	2	2	2	2
사채	2,137	2,137	2,137	2,137	기타영업외손익	-24	-445	-178	-223
장기차입금	700	1,250	1,750	2,250	세전계속사업이익	1,132	-311	738	667
부채총계	12,539	14,404	16,462	18,516	법인세비용	183	-68	161	145
지배주주지분	9,038	8,738	9,174	9,554	세전계속이익률(%)	3.2	-0.9	2.1	1.9
자본금	292	292	292	292	당기순이익	949	-243	577	522
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	2.7	-0.7	1.6	1.5
이익잉여금	7,380	7,102	7,560	7,963	지배주주귀속 순이익	949	-243	577	522
기타자본항목	35	13	-9	-31	기타포괄이익	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	927	-265	555	500
자본총계	9,038	8,738	9,174	9,554	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,526	1,529	2,095	2,380	주당지표 (원)				
당기순이익	949	-243	577	522	EPS	8,137	-2,084	4,951	4,475
유형자산감가상각비	711	722	772	770	BPS	77,506	74,934	78,674	81,937
무형자산상각비	8	9	8	7	CFPS	14,305	4,188	11,641	11,138
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2	DPS	1,700	250	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,161	-1,963	-1,413	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,165	-3,150	-1,950	-1,400	PER	8.6		12.9	14.3
무형자산의 처분(취득)	-2	-1	-3	-3	PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	-27	-3	-3	-3	PCR	4.9	15.3	5.5	5.7
재무활동 현금흐름	193	869	1,182	798	EV/EBITDA	5.6	10.4	6.2	5.8
단기금융부채의증감	-	600	800	500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	649	550	500	500	ROE	10.8	-2.7	6.4	5.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	5.8	3.3	5.6	5.6
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	138.7	164.9	179.4	193.8
현금및현금성자산의증감	653	-528	1,532	1,991	순부채비율	40.1	60.7	55.3	42.7
기초현금및현금성자산	1,310	1,963	1,435	2,967	매출채권회전율(x)	11.9	12.2	12.2	12.2
기말현금및현금성자산	1,963	1,435	2,967	4,958	재고자산회전율(x)	7.6	8.1	8.2	8.2

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%