

S-Oil (010950)

2024년 연말까지 실적 모멘텀 약해!

2024년 3분기 예상 영업손실 △2,828억원

2024년 3분기 예상 실적은 '매출액 8.7조원, 영업손실 △2,828억원(영업손실률 △3.3%), 지배주주 순손실 △546억원' 등이다. 영업손익은 2개 분기만에 적자전환 된 것으로, 정유수요 부진 때문이다. 정제마진은 1.2\$(전분기 0\$)로 개선되었지만, 국제유가 하락(2024년 6월 82.2\$ → 9월 73.5\$/배럴)과 환율하락으로 △2,300억원 비용이 발생된 것으로 추정된다. 부문별 추정치는 '정유부문 △4,562억원(재고손실 △1,700억원 반영, 전분기 △950억원), 석화부문 616억원(전분기 1,099억원), 윤활유 1,118억원(전분기 1,457억원)' 등이다.

4분기 국제 유가 하락 리스크 대두

2024년 4분기 국제 유가 하락 리스크에 주의해야 한다. OPEC+ 원유정책이 유가방어에서 시장점유율 확대로 변화될 가능성 있기 때문이다. Covid19 이후, OPEC+는 원유 공급량을 줄이면서 유가하락을 방어했다. 2024년 3분기 시장점유율이 46.5%(평균 51%)를 기록했는데, 최근 25개년래 최저치로 떨어졌다. 향후, OPEC+에서 시장점유율을 높이려면, 경쟁국인 미국 Shale Oil 생산업체 생산을 억제해야 한다. 국제유가를 미국 Shale광구의 평균 생산원가인 54\$(46 ~ 66\$) 이하로 떨어뜨려야 한다는 뜻이다. 과거 2014년 11월, OPEC이 시장점유율 확대를 선회하면서, 원유가격이 104\$에서 46\$로 급락한 경험이 있다. 역사는 반복될까?

정유 실적 부진 반영, 목표주가 9만원으로 하향

국제유가 및 정제마진 약세를 반영해, S-Oil(주)의 실적 기대치를 낮춘다. 2024년 영업이익 추정치를 1.2조원(2024.7월 보고서)에서 4,246억원(영업이익률 1.2%)으로 변경하고, 2025년도 1.6조원에서 1.3조원으로 하향조정 했다. 이를 반영해, 목표주가가 11만원에서 9만원으로 낮춘다. 다만, 글로벌 신규 정유설비 증설 규모가 2024년 100만b/d, 2025년 37만b/d 등으로 줄어들면서, 국제유가 고비 이후 2025년 정유업황이 다시 회복할 수 있다. Buy의견은 유지한다.



황규원 화확/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 90,000원 (D)

현재주가 (10/21) 58,600원

상승여력 54%

시가총액 67,665억원

총발행주식수 116,604,719주

60일 평균 거래대금 161억원

60일 평균 거래량 253,505주

52주 고/저 83,500원 / 57,400원

외인지분율 75.92%

배당수익률 2.44%

주요주주 Aramco Overseas Company BV 외 5 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (3.6) (14.0) (17.1)

상대 (4.0) (7.7) (24.4)

절대 (달러환산) (6.8) (13.2) (18.5)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	86,735	-3.6	-9.4	90,974	-4.7
영업이익	-2,828	적전	적전	-1,944	-45.5
세전계속사업이익	-721	적전	적지	-1,893	61.9
지배순이익	-546	적전	적지	-1,136	51.9
영업이익률 (%)	-3.3	적전	적전	-2.1	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	-0.6	적전	적지	-1.2	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

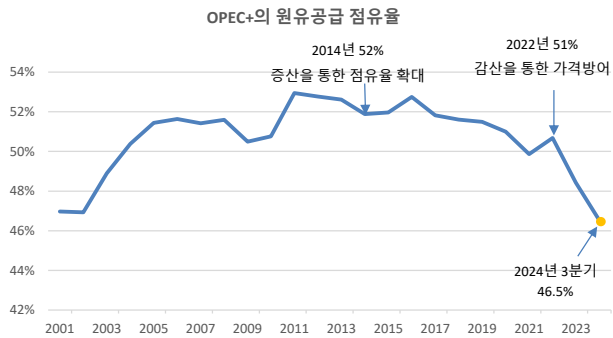
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	424,460	357,267	363,195	310,817
영업이익	34,052	13,546	4,246	13,275
지배순이익	21,044	9,488	647	9,610
PER	5.1	9.0	103.5	6.9
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.0	10.4	6.3
ROE	27.2	10.8	0.7	10.2

자료: 유안타증권

표 1. S-Oil주 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.4조원 → [2024년 2분기 1,606억원 → 3분기 예상 △2,828억원] → 2024년 연간 예상 0.4조원(e) → 2025년 1.3조원(e)

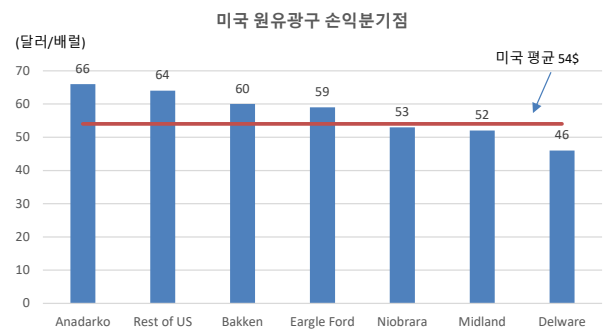
		[국제유가]								이란수출 확대로 약세				이란수출 재봉쇄				Covid 수요 급락		우크라이나 전쟁		OPEC의 원유공급조정					
		[정유업형]								글로벌 수요회복 및 정유업형 강세 시기				Covid로 수요 급락				정유설비 폐쇄 사이클		터키트르한 공급속에 정유사이클 호황		10조원 사원프로젝트 투자시기					
		[S-Oil 중점]								고도화 설비 투자시기				증설 휴지기													
		연간실적																									
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E															
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E							
생산 Capa																											
상업정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	64.7					
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	20.6					
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	190.0					
변환	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	64.5					
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.0					
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	30.0					
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	22.5					
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	80.1					
						321.0	332.7	262.0	262.0																		
주요제품 가격																											
휘발유(92RON)	\$/bbl	95.4	89.7	99.2	91.2	94.6	94.0	85.4	84.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	89.5	81.0							
경유(5ppm)	\$/bbl	105.6	92.1	113.6	104.8	102.9	99.1	91.8	90.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	96.0	87.0							
등유	\$/bbl	107.0	91.5	112.9	107.2	102.4	98.6	91.4	90.5	64.8	52.7	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.7	86.0							
B/C유	\$/bbl	64.2	69.0	81.7	72.6	71.6	80.2	73.3	70.0	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	73.8	65.0							
나프타	\$/bbl	73.8	63.0	69.0	70.6	73.4	72.9	72.0	70.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.1	65.0							
두바이유(원재료)	\$/bbl	79.4	77.6	86.7	83.8	81.5	85.1	78.3	75.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	80.0	70.0							
프로필렌	\$/MT	935	818	797	836	828	842	844	830	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	836	894							
변환	\$/MT	952	893	915	904	1,013	1,074	1,015	980	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,021	874							
PX	\$/MT	1,031	1,028	1,068	1,006	1,020	1,030	938	900	823	778	832	1,053	881	560	844	1,098	1,033	972	974							
PO (프로필렌+550\$)	\$/MT	1,416	1,485	1,368	1,347	1,386	1,378	1,392	1,394				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,396							
PP(변용)	\$/MT	976	917	897	928	924	951	942	950				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	942	1,014							
나프타(원재료)	\$/MT	697	596	657	667	699	697	676	630	497	406	500	617	526	383	651	789	654	676	574							
윤활기유	\$/bbl	146	161	152	156	139	135	130	125	84	82	97	111	98	79	134	166	154	132	123							
환율	원/달러	1,276	1,316	1,311	1,322	1,329	1,370	1,358	1,360	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,354	1,300							
사업부문별 스프레드																											
심가물정제마진(S-Oil(위기준))	\$/bbl	7.7	0.9	7.5	4.1	5.0	0.0	1.2	1.0	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	1.8	2.3							
상무디(OSP(50%경정유+50%중정유))	\$/bbl	0.9	2.5	3.0	3.6	1.9	1.8	1.8	1.4	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.0							
OSP반영후 심가물정제마진	\$/bbl	6.8	-1.6	4.5	0.5	3.1	-1.8	-0.6	-0.4	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.1	1.3							
석화마진	\$/MT	326	390	333	305	296	317	290	312	289	336	335	428	384	323	332	316	339	304	309							
윤활기유 마진	\$/bbl	61	80	54	67	52	45	47	45	29	38	39	47	40	35	63	59	66	47	44							
6~7월 CDU3호기 정기보수																											
매출액		억원	90,776	78,196	89,996	98,299	93,085	95,708	86,735	87,667	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	363,195	310,817						
정유부문	억원	72,767	60,000	71,967	77,816	74,448	74,514	69,178	69,924	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,064	241,364							
석화부문	억원	10,385	10,091	11,248	12,124	10,968	13,085	11,066	11,516	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	46,635	43,186							
윤활기유부문	억원	7,625	8,105	6,761	8,358	7,669	8,109	6,491	6,227	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	28,496	26,267							
영업이익		억원	5,157	364	8,589	-564	4,541	1,606	-2,828	927	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	4,248	13,275						
원유재고평가손 영업이익(E)	억원	8,391	1,039	6,246	876	4,747	795	-1,128	727	11,476	14,668	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,141	11,275							
정유부문	억원	2,906	-2,921	6,662	-3,112	2,540	-950	-4,562	-962	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-3,934	2,782							
석화부문	억원	293	820	454	339	480	1,093	616	919	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	3,114	5,974							
윤활기유부문	억원	1,958	2,465	1,472	2,210	1,557	1,457	1,118	920	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,102	4,519							
4분기 성과급 640억원																											
영업이익률		%	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	-3.3%	1.1%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	4.3%						
원유재고평가손 영업이익(E)	%	7.0%	1.3%	6.9%	0.9%	5.1%	0.8%	-1.3%	0.8%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.4%	3.6%							
정유부문	%	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	-6.6%	-1.4%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-1.4%	1.2%							
석화부문	%	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	5.6%	8.0%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	6.7%	13.8%							
윤활기유부문	%	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	17.2%	15.6%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	17.9%	17.2%							
외환손익		억원	-1,191	-508	-859	1,623	-1,755	-1,522	2,624	-714	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	-1,367	1,894						
지배주주 손이익		억원	2,653	-224	5,454	1,605	1,662	-213	-546	-256	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	647	9,610						
주당순이익	원/주										5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,421	566	8,474						
주당순자산	원/주										46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	77,629	76,807	94,461						
주당EBITDA	원/주										9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	17,784	10,225	19,240						
주당배당	원/주										2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	225	1,800						
자기자본이익률	%										11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	0.7%	10.0%						

그림 1. 2024년 말 ~ 2025년 초 Risk : OPEC+의 시장 점유율 회복 정책 선회



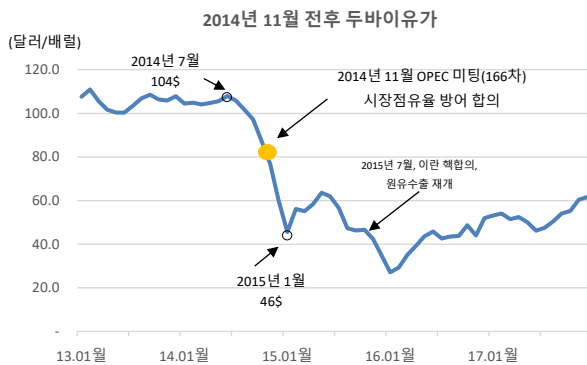
자료: EIA(미국에너지정보청, 2024년 10월 자료)

그림 2. OPEC+의 시장 확대 경쟁자인 미국 shale 생산 원가: 54\$ 중요



자료: Rystad Energy

그림 3. 과거 OPEC의 시장점유율 정책 전환 시기 국제유가 사례: 2014년 11월



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

표 2. 글로벌 정유설비 증설 계획 (2024년 6월 수정) : 2023년 164만 b/d → 2024년 100만 b/d → 2025년 37만 b/d, **멕시코 Olmeca 양산시기 2026년으로 연기**

지역 구분	2021년 (만b/d)	2022년 (만b/d)	2023년 (만b/d)	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)
아메리카	Meridian Resources(미국) 5.0 Archlight Capital(백인아일랜드) 20.0	Petroparus(베루) 3.3 GCC(미국) 5.0 Phillips66(미국, Belle Chasse) 24.7	Exxon Mobil(Beaumont, 미국) 25.0 NLRC(캐나다) 3.5	Phillips66(미국, Rodco) 12.5 Phillips66(미국, Rodco, 바이오정유) 5.0	Houston Reining(미국, 1Q) 26.4	Olmeca(멕시코) 34.0	
소 계	25.0	16.4	28.5	7.5	26.4	34.0	
유럽	Scrap - 45.3	Donges(프랑스) 22.2 Ukratnafta(우크라이나) 20.1		Eni(이탈리아, Livorno) 12.0	Shell(독일, Rheinland) 14.7 Gelsenkirchen(독일) 8.0 Grangemouth(중국) 13.1		
소 계	Scrap - 13.8	Scrap - 12.0		12.0	35.8		
동유럽	Omsk(러시아) 13.3	SOCAR(아제르바이잔) 3.0 ISK Refinery(러시아) 7.0	Uzbekneftegaz(우즈베키스탄) 10.0	Yasky(러시아) 3.0		Novoskhtinsk(러시아) 5.0 Seydi(투르크메니스탄) 2.0 Ordabasy(카자흐스탄) 4.0 Danghara(타지키스탄) 1.0	
소 계	13.3	10.0	10.0	3.0		12.0	
아프리카		Trinity Energy(남수단) 2.5 Shell/BP(남아공, Durban) 17.2 natref Refinery(남아공) 10.8	Cape Town Refinery(남아공) 11.0	Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0		Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0	
소 계	-	14.7	11.0	65.0		10.0	
아시아	Rongsheng Petrochemical(중국) 20.0	Rongsheng Petrochemical(II, 2분기) 20.0 Shenghong Petchem 32.0 local(중국) 10.0	Sinopec Hainan 10.0 Petrochina PDVSA-Jiayang(TH) 40.0 Hebei Xinhai 17.0	Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Sinopec Zhenhai(중국) 25.8 CNOOC Daxie 12.0 Dalian2 8.0	Huain Aramco Petrochemical 30.0 CNPC(Karamay) 10.0 Changling Petchem(합병) 23.0	Aramco/Sinopec Gulei 32.0	
중국 소 계	20.0	42.0	67.0	8.0	65.8	17.0	32.0
일본	Idemitsu(Osaka) 11.5	Eneos(4Q) 11.2	Eneos(4Q) 11.9	Idemitsu(Yamaguchi, 1Q) 12.0		S-Oil 6.0	
한국							
대만							
인도	BPCL-Visakhapatnam 15.0		Nagarjuna Oil 12.0	Visakhapatnam2 7.0	Indian Oil-Barauni 7.1 Indian Oil-Barauni 13.1 Indian Oil-Koyali 8.1	Hindustan Petroleum(Rajasthan) 18.0 Numaligarh Refinery 10.0 Thai Oil 12.5	Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil(Panipat) 10.0
태국		Petronas(북말루 제가동) 22.0					
말레이시아			Petro Vietnam/Gazprom Jeth 4.0				
베트남					Petamina-balikpapan 10.0		
인도네시아							
브루나이							
필리핀							
파키스탄		National Refinery 3.0					
몽골리아		Mongolskoku 3.0					
몽주		Callex-Lytton 12.9					
아시아 소 계	23.5	58.0	71.1	13.0	92.9	63.5	88.9
중동	Scrap - 64.6	Scrap - 18.0	NIOC-Abadan 20.0	KNPC-AI-Zhour 61.5		NIOC-Siraf Persian Gulf Star(스물리터) 12.0	
이란							
쿠웨이트							
자우다(아랍에미리트)	Aramco-Jazan 40.0			Karbala Refinery(3Q) 14.0	Bara refinery 6.5		
이라크							
오만		Sohar Bitumen Refinery 3.0	Oman Refinery(Duqm, 1Q) 23.0				
카타르							
UAE							
소 계	40.0	3.0	43.0	64.2	6.5	40.5	
글로벌 신규증설 합계	- 42.6	53.5	163.6	99.7	37.2	160.0	88.9

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 3. 2022~2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2024년 상반기 증설 압박 이후 하반기 부담 감소, **멕시코 Olmeca 2024년 4분기에서 2026년으로 연기**

분 기	글로벌 주요 정유설비(상업정제설비) 증설			
	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC AI-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d Houston Reining(미국, 1Q) -26.4만b/d
2분기	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만/d		Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d
3분기	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만/d	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	
4분기	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d AI-Duqm(오만) 23만b/d		

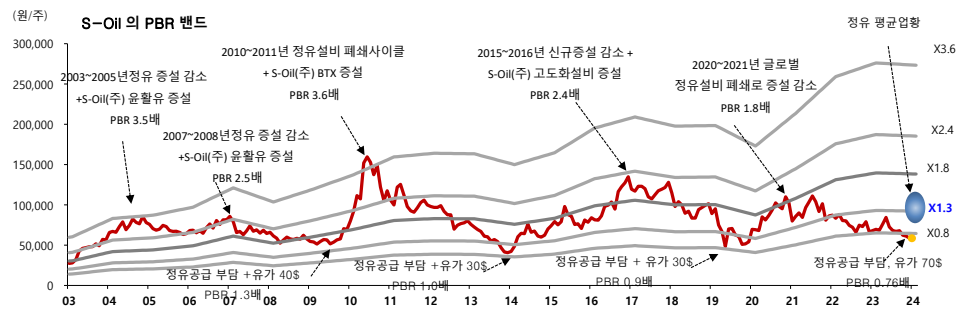
자료 : 언론발표, 유안타증권 리서치센터

표4. Sum-of-parts로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 11만원 → 9만원으로 하향 (2024년 하반기 업황 둔화 및 차입금 증가 반영)

구분	기준일 (2024.10월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	17조 6,044억원	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	*6.5x(↓)	8조 737
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	*4.5x	3조 1,356
		▶운할유부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		합 계	1조 9,236	5,714	2조 4,950	7.1x	17조 6,044
		*사업부문 EBITDA = 2022 ~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 EV/EBITDA 배율은 평균 업황 이상(7.5배)에서 평균(6.5배)으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배) *석화학부문 EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(바닥 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *운할유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)					
(+) 투자자산가치	8,771억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil/토탈운할유	50%+1주	316	**0.5x	158	운할유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡ 온산 30만㎡	1,400 2,000	1.0x 1.0x	1,400 2,000	
		전략비축유		569만배럴	배럴당 75\$	4,908	
		기타		175	**0.5x	88	
		합 계		9,236	0.95x	8,771	
(-) 순차입금	8조 3,585억원						
(+) 총차입금	5조 8,300억원						
(-) 현금성자산	1조 4,800억원						
(+) 탄소배출 부담	4조 85억원	연간 탄소배출량 9,646,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,250원 = 3,014억원 (연간 탄소배출액 시회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 3,014억원 / WACC(7.5%) = 4조 85억원					
보통주 주주가치(A)	10조 1,230억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	90,000원/주	목표주가 하향(11만원→9만원) 배경 : ①글로벌 석유수요 둔화로 정유업황이 평균 이상에서 평균 이하로 낮아짐 ②사립프로젝트 투자로 순차입금 증가를 반영					

자료: 유안타증권 리서치센터

그림4. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2024년 10월 말 PBR 0.76배로, Covid 0.9배 보다 더 떨어져...



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	424,460	357,267	363,195	310,817	301,570
매출원가	382,914	336,209	351,713	286,763	281,211
매출총이익	41,546	21,057	11,482	24,054	20,359
판매비	7,494	7,512	7,237	10,779	10,459
영업이익	34,052	13,546	4,246	13,275	9,901
EBITDA	40,550	20,737	11,923	22,434	20,331
영업외손익	-5,066	-2,229	-3,440	-598	-1,218
외환관련손익	-3,388	-597	1,910	1,893	1,705
이자손익	-1,202	-1,805	-1,087	-2,502	-2,939
관계기업관련손익	-2	23	43	12	16
기타	-475	150	-4,306	0	0
법인세비용차감전순이익	28,985	11,317	806	12,677	8,683
법인세비용	7,942	1,829	159	3,066	2,100
계속사업순이익	21,044	9,488	647	9,610	6,583
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21,044	9,488	647	9,610	6,583
지배지분순이익	21,044	9,488	647	9,610	6,583
포괄순이익	21,126	9,267	655	9,610	6,583
지배지분포괄이익	21,126	9,267	655	9,610	6,583

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	16,515	25,257	3,185	17,492	13,169
당기순이익	21,044	9,488	647	9,610	6,583
감가상각비	6,436	7,115	7,579	9,058	10,336
외환손익	-2,179	-901	-853	-1,893	-1,705
중속, 관계기업관련손익	2	-23	-43	-12	-16
자산부채의 증감	-21,323	14,731	-3,142	2,829	516
기타현금흐름	12,535	-5,152	-1,003	-2,102	-2,545
투자활동 현금흐름	-7,732	-20,661	-28,656	-33,501	-28,336
투자자산	-1,418	1,366	30	23	5
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,988	-21,856	-31,112	-35,417	-30,167
유형자산 감소	299	203	33	0	0
기타현금흐름	-626	-375	2,393	1,893	1,826
재무활동 현금흐름	-15,141	1,932	10,407	10,962	7,841
단기차입금	-4,146	1,887	5,776	-339	-63
사채 및 장기차입금	-2,099	4,298	6,557	12,000	10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6,171	-3,727	-1,893	-699	-2,097
기타현금흐름	-2,725	-526	-34	0	0
연결범위변동 등 기타	7	2	9,105	431	2,355
현금의 증감	-6,352	6,530	-5,959	-4,617	-4,971
기초 현금	19,455	13,103	19,633	13,673	9,057
기말 현금	13,103	19,633	13,673	9,057	4,086
NOPLAT	34,052	13,546	4,246	13,275	9,901
FCF	10,527	3,401	-27,927	-17,925	-16,998

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	92,060	96,478	90,529	79,039	72,561
현금및현금성자산	13,103	19,633	13,673	9,057	4,086
매출채권 및 기타채권	29,644	29,899	26,156	23,724	23,178
재고자산	47,332	46,392	45,473	41,031	40,191
비유동자산	104,072	119,284	142,444	168,678	188,409
유형자산	95,880	111,520	135,209	161,568	181,399
관계기업 등 자본관련 자산	360	409	390	390	390
기타투자자산	1,025	1,268	244	221	216
자산총계	196,131	215,761	232,973	247,716	260,970
유동부채	82,132	92,545	104,372	97,315	101,431
매입채무 및 기타채무	47,521	60,740	58,444	52,830	51,702
단기차입금	19,391	21,425	27,272	26,989	26,937
유동성장기부채	5,898	6,398	7,900	6,797	12,103
비유동부채	29,165	32,840	39,183	52,072	56,722
장기차입금	0	6,997	6,997	6,997	6,997
사채	24,268	21,370	27,964	41,067	45,761
부채총계	111,297	125,386	143,554	149,387	158,153
지배지분	84,835	90,376	89,419	98,330	102,817
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	68,285	73,796	72,549	81,460	85,947
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	84,835	90,376	89,419	98,330	102,817
순차입금	37,257	38,389	56,919	73,197	88,227
총차입금	52,196	58,381	70,714	82,375	92,312

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,504	8,369	566	8,474	5,785
BPS	72,869	77,629	76,807	84,461	88,315
EBITDAPS	34,776	17,784	10,225	19,240	17,436
SPS	364,016	306,391	311,476	266,556	258,626
DPS	5,500	1,700	225	1,800	1,750
PER	5.1	9.0	103.5	6.9	10.1
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.0	10.4	6.3	7.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	54.6	-15.8	1.7	-14.4	-3.0
영업이익 증가율 (%)	59.0	-60.2	-68.7	212.7	-25.4
지배순이익 증가율 (%)	52.7	-54.9	-93.2	1,385.5	-31.5
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	3.2	7.7	6.8
영업이익률 (%)	8.0	3.8	1.2	4.3	3.3
지배순이익률 (%)	5.0	2.7	0.2	3.1	2.2
EBITDA 마진 (%)	9.6	5.8	3.3	7.2	6.7
ROIC	22.2	9.3	2.3	6.3	4.2
ROA	11.0	4.6	0.3	4.0	2.6
ROE	27.2	10.8	0.7	10.2	6.5
부채비율 (%)	131.2	138.7	160.5	151.9	153.8
순차입금/자기자본 (%)	43.9	42.5	63.7	74.4	85.8
영업이익/금융비용 (배)	22.5	5.7	3.9	5.3	3.4

Key Chart

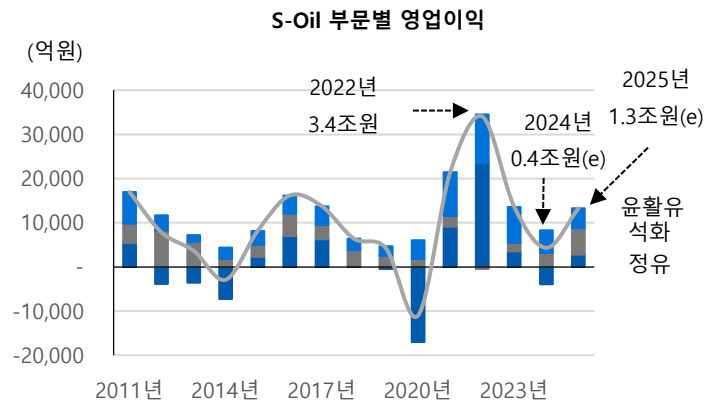
연간 영업이익의 전망 :

2022년 3.4조원,

2023년 1.4조원,

2024년 0.4조원(상반기 6,147억원, 하반기
△1,901억원(e)),

2025년 1.3조원



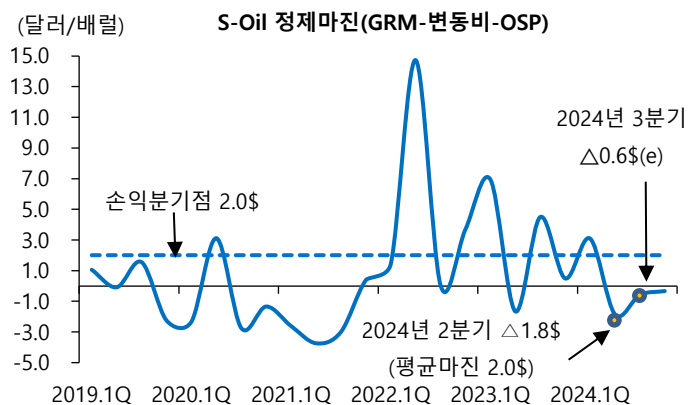
자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil(주)의 정제마진(GRM-변동비-OSP)

동향 :

2022년 5.0\$,

2023년 2.6\$,

2024년 0.1\$(상반기 0.6\$, 3분기 △0.6\$(e),
4분기 △0.4\$(e))

자료: 유안타증권 리서치센터

두바이 유가 흐름 :

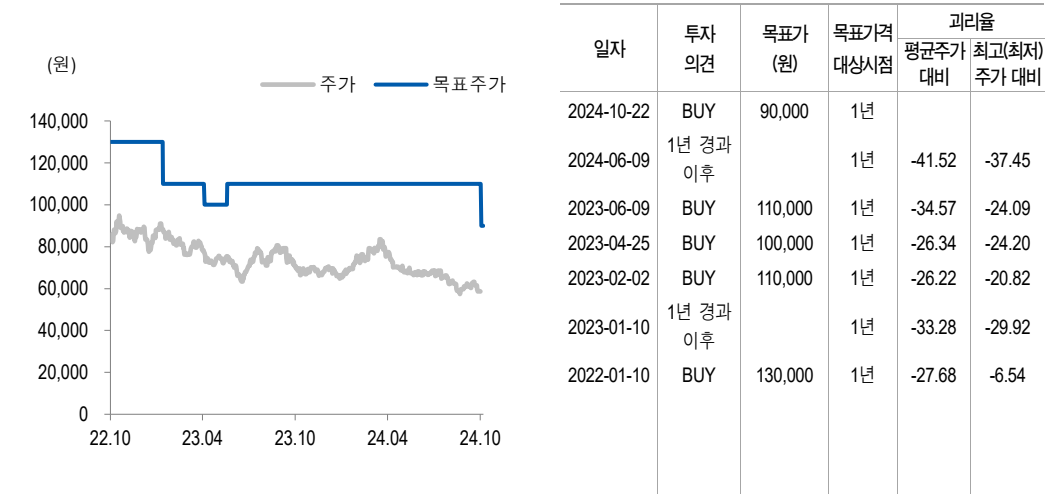
2022년 97\$,

2023년 82\$,

2024년 80\$(상반기 84\$, 3분기 78\$, 4분기
75\$(e))

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-21

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.