

S-Oil (010950)

정제마진 저점 통과했으나 상단은 제한적

목표주가 8.2만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 8.2만원과 매수의견을 유지한다. 아직까지 정유업황에 우호적인 여건들이 조성되고 있진 않다. 글로벌 등/경유 재고는 여전히 전년도와 지난 5년 평균 레벨을 훌쩍 상회하고 있고, 아직까지 소진되지 않은 중국 대규모 정제품 수출 쿼터로 연말 밀어내기 전략을 취할 수 있다는 점도 부담이다.

여러모로 쉽진 않은 여건임을 감안하더라도 PBR 0.8배에 그치며 세일혁명과 코로나 확산으로 유가 급락했던 시기보다 더 낮은 밸류에이션은 과도하게 저평가되어 있다는 판단이다. 또한 8~9월 저점으로 정제마진은 점진적으로 반등세 나타나고 있어 4분기 동사 영업이익은 QoQ 대비 개선되는 모습을 보이겠고, 중국 경기 부양 효과들이 점차 누적되면서 정제품 수요도 점진적인 회복세 기대할 수 있어 매수의견 유지한다.

3Q24 Review: 영업이익 -4,149억원 (vs 컨센서스 -2,741억원)

3분기 영업손익은 -4,149억원으로 QoQ 적자전환했고, 컨센서스 -2,741억원 대비로도 더 큰 폭의 손실을 기록하였다. 이는 유가 및 정제마진 하락으로 정유부문에서 대규모 영업적자가 발생한 영향이다. 3분기 정유부문 영업손익 -5,737억원으로 코로나 확산이 시작된 20년 1분기 이후 최대 수준의 손실이었다.

석유화학 부문 역시 벤젠/PX 스프레드 부진 및 PO/PP 적자 지속에 따라 영업이익은 50억원(-95.5%QoQ)으로 대폭 감소하였다. 윤활유는 VGO 하락에 따른 기유 스프레드 개선 영향으로 1,538억원(+5.5%QoQ)의 호실적을 이어갔다.

정제마진 바닥은 지났으나, 상승 모멘텀은 여전히 강하지 않아

스팟 정제마진은 지난 9월 평균 5달러까지 하락한 이후 10월부터 점진적인 반등세를 보이고 있다. 등/경유 스프레드 상승세와 더불어 BC/납사 가격이 강세를 보이며 BEP 근접한 것도 긍정적이었다. 최근 납사 강세는 아시아 NCC 정기보수 종료와 중국 경기 부양책에 대한 기대감이 반영되면서 일부 NCC 가동률이 상향된 영향으로 추정된다.

한편, 최근 정제마진이 바닥을 지나고 있지만 연말까지 상승 모멘텀 자체가 강하지는 않을 것으로 전망한다. 중국 정부는 1~2차 정제품 수출쿼터의 약 40%가 남았음에도 3차 쿼터를 추가로 할당했는데, 정유사들은 이를 모두 소진하기 위해 연말 밀어내기 수출 전략을 취할 가능성이 높다. 24년 중국의 수출쿼터는 41백만톤이나, 1~9월까지 누적 수출은 28.8백만톤에 그치고 있다. 지난 10년간 중국 정제품 수출이 총 쿼터의 평균 94% 내외였음을 감안하면 이번 4분기에도 잔여 쿼터를 소진하기 위한 밀어내기 가능성이 높으며, 이는 역대 정제마진에 부담이 될 수밖에 없다.

올해는 동절기 효과를 기대하기 어렵다는 점도 연말 정제마진 상승 모멘텀을 제한하는 요인이 될 전망이다. 통상 동절기는 등/경유 난방용 수요가 증가하며 재고 소진과 가격 반등 추이가 나타나지만, 현재는 유럽과 아시아 내 중간유분 재고가 평년 레벨을 훌쩍 넘어설 만큼 충분하다. Golden Pass 등 북미지역 신규 LNG 터미널 프로젝트 일부가 기존 일정보다 다소 지연되고 있긴 하나, 천연가스 재고도 크게 타이트하지는 않기 때문에 겨울철 가스 및 등/경유 가격 급등세 출현 가능성은 낮다는데 무게를 둔다. 상단이 제한적이긴 하나, 최근 바닥을 지나고 있는 정제마진과 과도한 주가 조정으로 충분히 낮아진 밸류에이션 매력에 포인트를 두고 보다 긴 호흡의 접근을 추천한다.

Company Brief

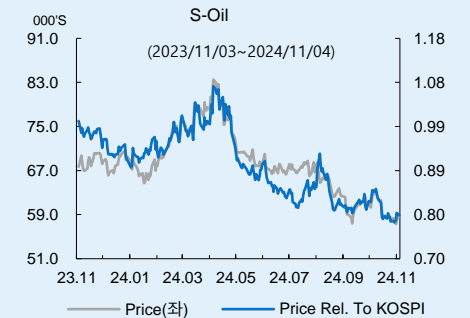
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(유지)
증가(2024.11.04)	58,800원
상승여력	39.5 %

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	6,620십억원
외국인지분율	75.9%
52주 주가	57,300~83,500원
60일평균거래량	230,381주
60일평균거래대금	14.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	-14.2	-16.4	-13.1
상대수익률	-6.5	-10.9	-13.1	-22.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	35,727	36,677	35,932	35,363
영업이익(십억원)	1,355	399	957	1,177
순이익(십억원)	949	205	457	616
EPS(원)	8,137	1,761	3,920	5,285
BPS(원)	77,506	78,538	81,053	84,644
PER(배)	8.6	33.4	15.0	11.1
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	10.8	2.3	4.9	6.4
배당수익률(%)	2.2	0.6	1.9	2.4
EV/EBITDA(배)	5.6	10.2	6.6	5.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

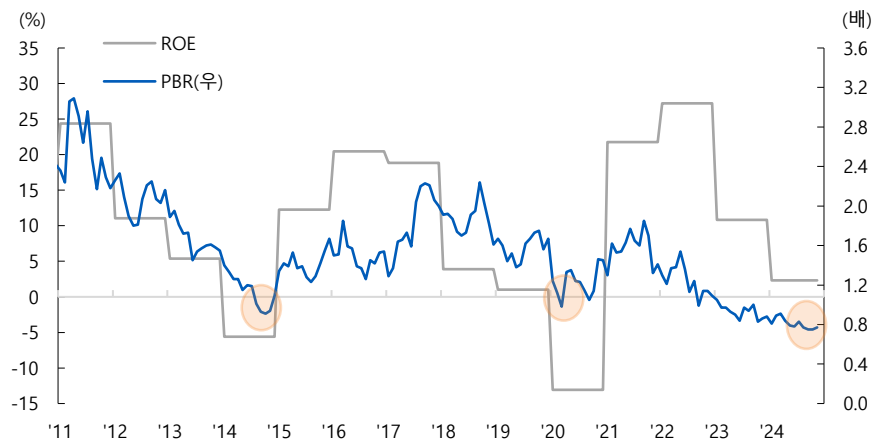
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

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	8,957	8,943	8,818	9,159	9,012	35,727	36,677	35,932
영업이익	454	161	-415	199	201	287	238	231	1,355	399	957
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.2%	2.2%	3.3%	2.6%	2.6%	3.8%	1.1%	2.7%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,067	7,060	6,922	7,210	7,032	28,257	28,857	28,224
영업이익	250	-95	-574	10	39	92	60	66	353	-408	257
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	0.1%	0.5%	1.3%	0.8%	0.9%	1.3%	-1.4%	0.9%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,173	1,170	1,149	1,212	1,242	4,385	4,780	4,772
영업이익	48	110	5	46	28	37	49	43	191	209	156
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	3.9%	2.4%	3.2%	4.0%	3.5%	4.3%	4.4%	3.3%
윤활유											
매출액	767	811	745	718	713	748	737	739	3,085	3,040	2,936
영업이익	156	146	154	143	134	158	129	122	811	599	544
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	20.0%	18.8%	21.2%	17.5%	16.5%	26.3%	19.7%	18.5%

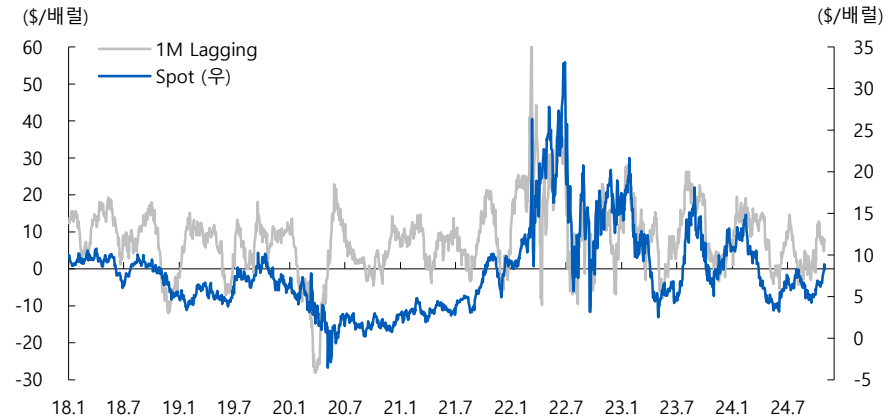
자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2011년 이후 ROE-PBR 밸류에이션 추이



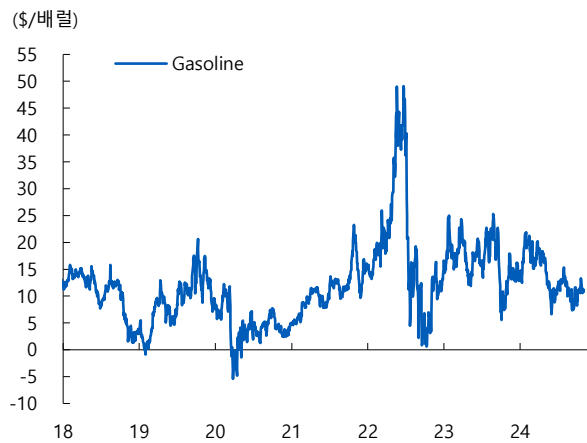
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 복합정제마진 추이



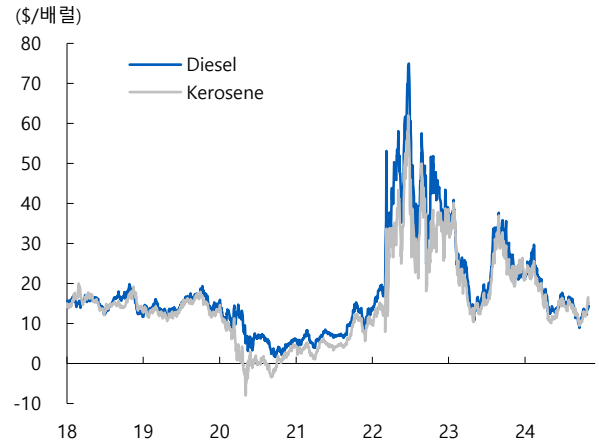
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림3. 휘발유 마진 추이



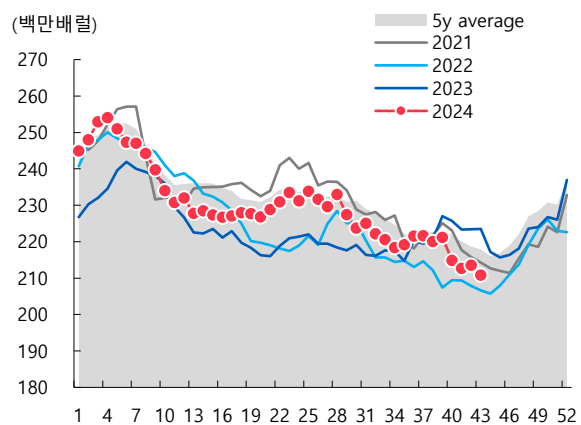
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 등/경유 마진 추이



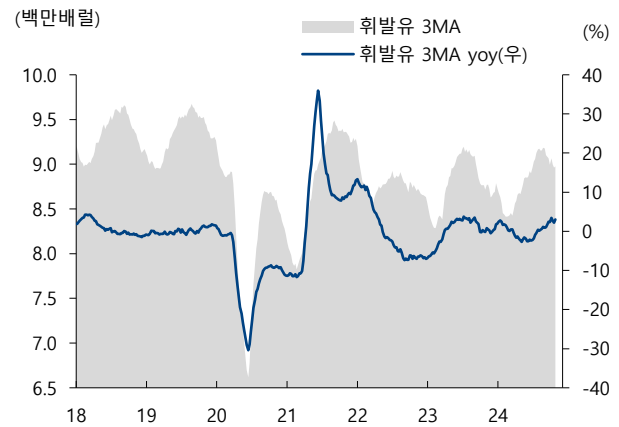
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 휘발유 재고 추이



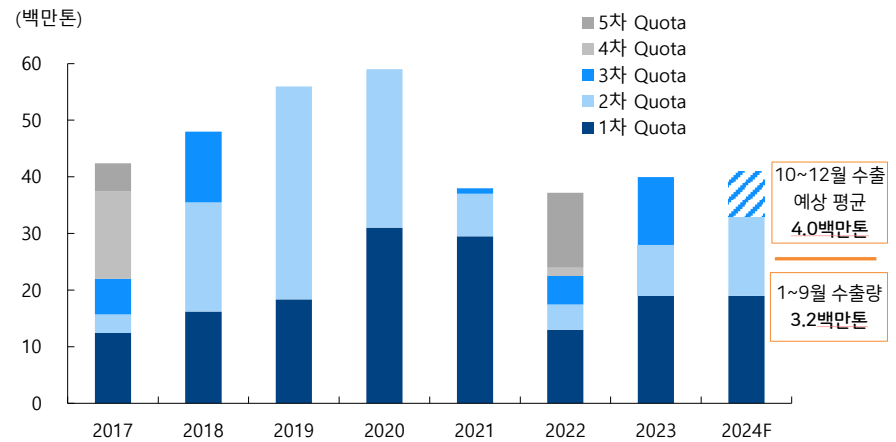
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 미국 휘발유 수요 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

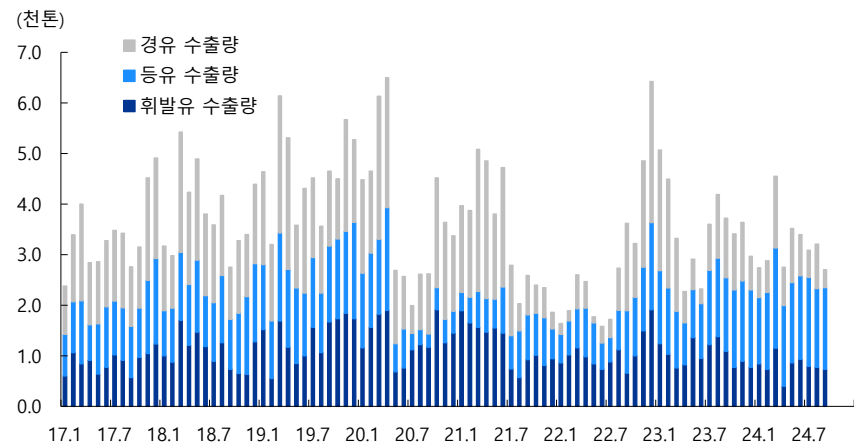
그림7. 중국 정제품 수출 쿼터 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

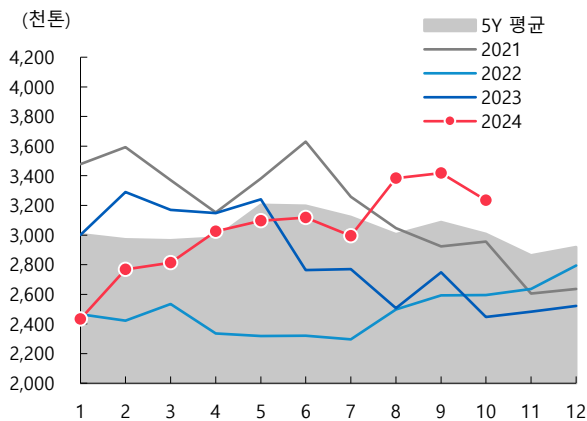
주: 24년 3차 쿼터는 언론 보도된 예상치 기준임

그림8. 중국 정제품 수출량 추이



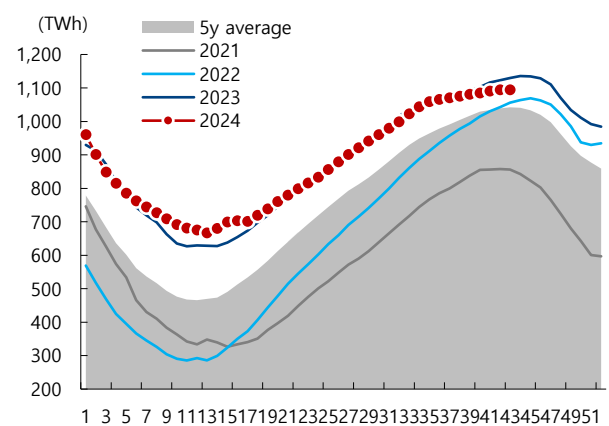
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 유럽 등/경유 재고 추이



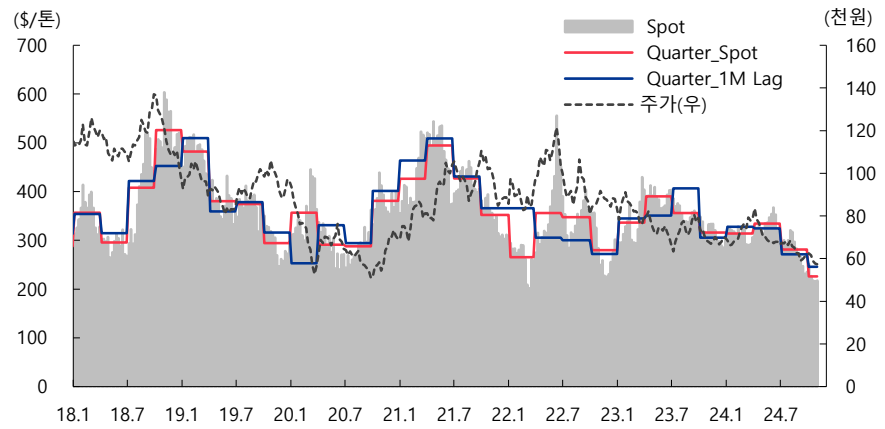
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 천연가스 재고 추이



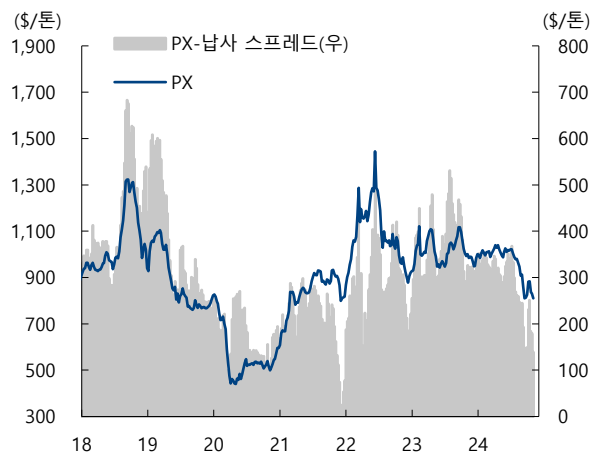
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



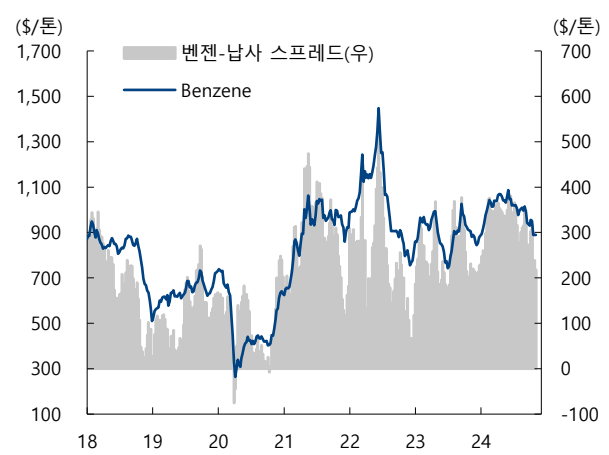
자료: iM증권 리서치본부

그림12. PX 가격 및 스프레드 추이



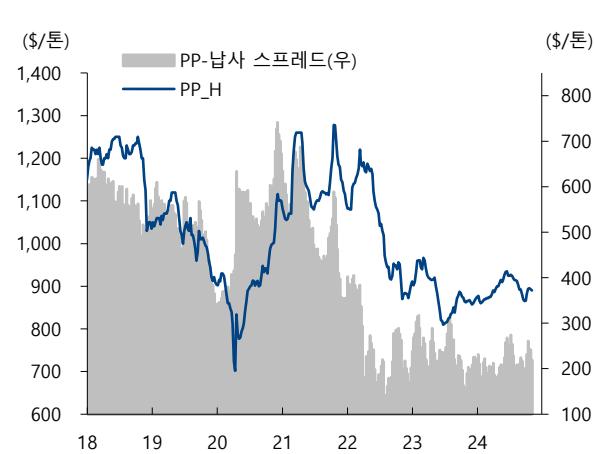
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림13. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



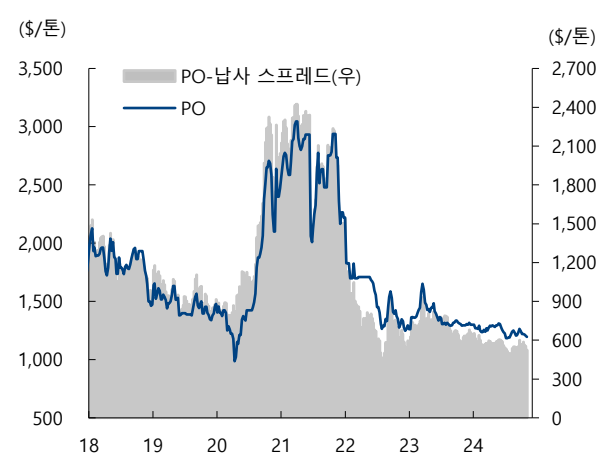
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림14. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림15. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

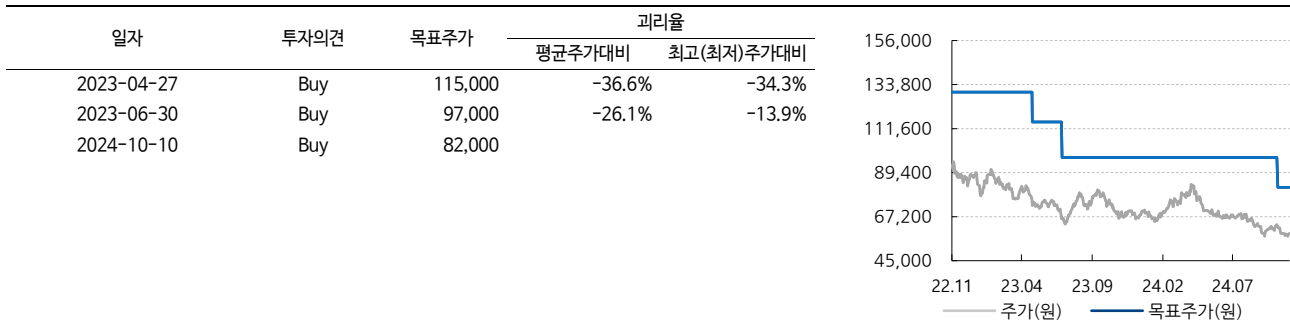
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,648	9,230	10,440	12,323	매출액	35,727	36,677	35,932	35,363
현금 및 현금성자산	1,963	1,838	3,197	5,194	증가율(%)	-15.8	2.7	-2.0	-1.6
단기금융자산	32	32	33	33	매출원가	33,621	35,559	34,246	33,476
매출채권	3,021	2,966	2,906	2,861	매출총이익	2,106	1,118	1,686	1,887
재고자산	4,639	4,401	4,312	4,244	판매비와관리비	751	719	730	709
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	23,584	25,972	28,487	영업이익	1,355	399	957	1,177
유동부채	9,255	10,592	12,187	13,783	증가율(%)	-60.2	-70.5	139.8	23.1
매입채무	3,989	4,096	4,012	3,949	영업이익률(%)	3.8	1.1	2.7	3.3
단기차입금	2,142	2,742	3,542	4,042	이자수익	56	46	79	129
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	48	-122	-155
장기차입금	700	1,250	1,750	2,250	세전계속사업이익	1,132	263	584	788
부채총계	12,539	14,426	16,521	18,617	법인세비용	183	57	127	172
지배주주지분	9,038	9,158	9,451	9,870	세전계속이익률(%)	3.2	0.7	1.6	2.2
자본금	292	292	292	292	당기순이익	949	205	457	616
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	2.7	0.6	1.3	1.7
이익잉여금	7,380	7,522	7,837	8,278	지배주주귀속 순이익	949	205	457	616
기타자본항목	35	13	-9	-31	기타포괄이익	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	927	183	435	594
자본총계	9,038	9,158	9,451	9,870	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,526	1,932	1,938	2,408	주당지표 (원)				
당기순이익	949	205	457	616	EPS	8,137	1,761	3,920	5,285
유형자산감가상각비	711	722	772	770	BPS	77,506	78,538	81,053	84,644
무형자산상각비	8	9	8	7	CFPS	14,305	8,033	10,610	11,948
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2	DPS	1,700	500	1,200	1,500
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	33.4	15.0	11.1
무형자산의 처분(취득)	-2	-1	-3	-3	PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
금융상품의 증감	-27	-3	-3	-3	PCR	4.9	7.3	5.5	4.9
재무활동 현금흐름	193	869	1,154	775	EV/EBITDA	5.6	10.2	6.6	5.4
단기금융부채의증감	-	600	800	500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	649	550	500	500	ROE	10.8	2.3	4.9	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	5.8	3.1	4.8	5.5
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	138.7	157.5	174.8	188.6
현금및현금성자산의증감	653	-125	1,359	1,997	순부채비율	40.1	53.5	51.2	38.9
기초현금및현금성자산	1,310	1,963	1,838	3,197	매출채권회전율(x)	11.9	12.3	12.2	12.3
기말현금및현금성자산	1,963	1,838	3,197	5,194	재고자산회전율(x)	7.6	8.1	8.2	8.3

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자의견 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 기관투자가 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%