

S-Oil (010950)

아직까진 반등 모멘텀 약한 펀더멘털

목표주가 82,000원 하향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 82,000원으로 하향한다. 정제마진 약세 지속으로 인한 실적 추정치 변경과 기존 대비 멀티플 할인 적용에 따른 것으로, 24~25년 동사의 예상 평균 BPS 77,602원에 PBR 1.03배를 적용하여 산출하였다.

현 레벨에서 정제마진 반등을 꾀할 만한 트리거들은 여전히 잘 보이지 않는다. 그러나 연초 이후 역사적 저점을 계속해서 돌파하며 0.8배 하회하고 있는 현재 동사의 PBR은 과도하다는 판단이다. 이는 미국 셰일혁명과 코로나 확산으로 20~30달러대까지 유가 급락했던 지난 14~15년 및 20~21년 대비로도 현저히 낮은 수준인 만큼 밸류에이션 측면에서 투자의견 매수를 유지한다.

3Q24 Preview: 영업이익 -3,040억원(컨센서스 -2,623억원 하회)

동사 3분기 영업손익은 -3,040억원(적자전환QoQ)으로 시장 컨센서스 -2,623억원을 대폭 하회할 것으로 전망한다. 유가와 환율, 정제마진, 화학제품 가격 등 모든 대외적 요인들이 동사 영업환경에 부정적으로 작용한 영향이다.

정유 부문은 -5,048억원(적자지속QoQ)으로 20년 1분기 이후 최대 규모의 영업적자가 예상된다. 3분기 래깅 정제마진이 3.1달러(-1.7달러QoQ) 내외로 BEP 대폭 하회했던 만큼 적자전환은 불가피하다. 중동 지정학 갈등 고조에도 불구하고, 중국 중심의 원유 수요 둔화와 당초 계획보다 타이트하지 않았던 OPEC+ 감산 등으로 유가가 급락했던 만큼 대규모 재고손실도 확정적이다. 참고로 5~6월 대비 8~9월 평균 Dubai 유가가 8달러 하락했음을 감안하면 3분기 재고손실은 -2천억원 내외에 달할 것으로 추정된다.

석유화학 부문 영업이익은 339억원(-69.2%QoQ)으로 전 분기 대비 대폭 감소하겠다. PX 화재사고 이후 아직까지 가동이 재개되지 않고 있어 고정비 부담이 지속되고 있고, BZ/PX/PO/PP 등 주요 제품 스프레드도 하락한 영향이다. 특히 휘발유 마진 약세로 아로마틱스 블렌딩 수요 증가함에 따라 동사 이익에서 가장 많은 비중을 차지하는 PX 스프레드가 -23.8%QoQ 하락한 것도 부정적이었다. 반면, 유가와 정제품 약세가 윤활유 부문에서는 원재료 하락으로 이어짐에 따라 1,669억원(+14.5%QoQ) 수준의 호실적이 예상된다.

당장은 잘 보이지 않는 정제마진 상승 동력

정제마진의 반등을 이끌어 줄 요인이 당장은 잘 보이지 않는다. 5년 평균에 근접 또는 상회하던 글로벌 정제품 재고가 최근 몇 주간 소폭 소진되긴 했으나, 여전히 평년보다 높은 수준에 있다. 중국과 유럽 내의 정제품, 특히 디젤 수요도 전년도 대비 약한 만큼 연말까지 재고가 탄력있게 소진될 것이라 보기는 어렵다.

통상 동절기로 진입하면서 유럽 내 중간유분 수요 급증 및 재고 소진이 나타났으나, 올해는 등/경유 뿐만 아니라 천연가스 재고도 5년 평균을 훌쩍 넘어설 만큼 충분해 동절기 효과 출현도 제한적이다. 중국 Zhenghe, Huaxing 등 소규모 정제설비 파산 및 폐쇄가 조금씩 포착되고 있으나, 이와 동시에 Yulong의 신규 설비가 가동을 시작함에 따라 그 효과는 상쇄되겠다. 전체적으로 수급밸런스가 부담스러운 현 상황에서 이처럼 조금의 개선 요인이 생기면, 또 다른 한편에서 이를 상쇄시키는 상황들이 반복되고 있어 연말까지 정제마진 및 정유 업황에 대해서는 보수적 접근이 필요하다.

Company Brief

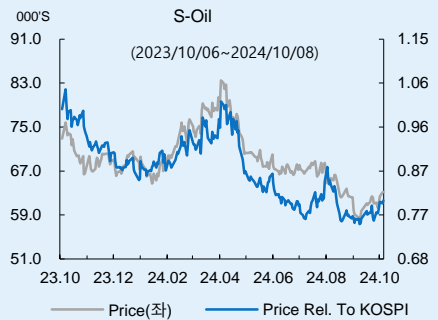
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(하향)
증가(2024. 10. 08)	63,200원
상승여력	29.7%

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	7,115십억원
외국인지분율	76.1%
52주 주가	57,400~83,500원
60일평균거래량	250,467주
60일평균거래대금	16.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	-5.1	-22.8	-13.3
상대수익률	5.5	4.4	-18.7	-21.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	35,727	37,233	35,995	34,045
영업이익(십억원)	1,355	416	787	764
순이익(십억원)	949	213	317	282
EPS(원)	8,137	1,827	2,722	2,418
BPS(원)	77,506	78,121	79,052	79,679
PER(배)	8.6	34.6	23.2	26.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	10.8	2.3	3.5	3.0
배당수익률(%)	2.2	1.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	5.6	10.5	7.8	7.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

표1. S-OIL 목표주가 변경내역 (PBR Valuation)

(단위: 원, %, 배)	기존	변경	참고사항
적용 BPS	85,471	78,586	2024~2025년 당사 추정치 평균
Target PBR (배)	1.15	1.05	기존 대비 10% 할인 적용
적정주가	97,864	82,241	적용 BPS * Target PBR
목표주가	97,000	82,000	기존 목표주가 대비 -15.5% 하향
현재주가		63,200	2024년 10월 08일 종가 기준
상승여력(%)		29.7%	

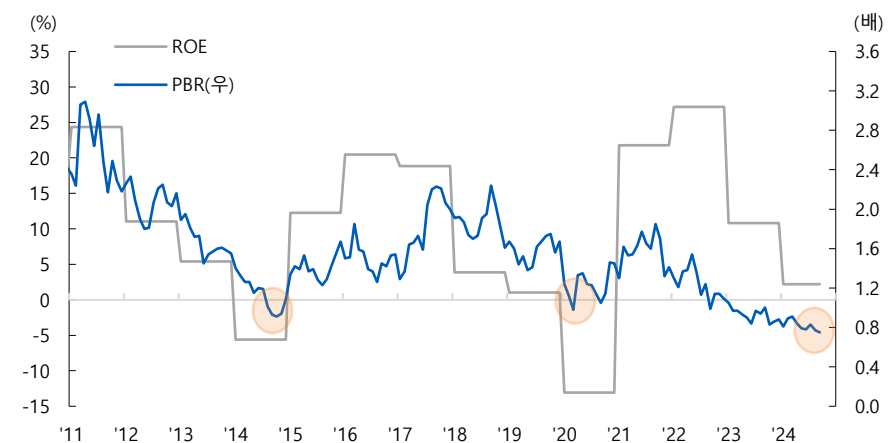
자료: iM증권 리서치본부

표2. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,309	9,571	9,186	9,168	35,727	37,233	36,819
영업이익	516	36	859	-56	454	161	-304	105	1,355	416	999
영업이익률	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	-3.3%	1.1%	3.8%	1.1%	2.7%
정유											
매출액	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	7,268	7,335	28,257	29,499	28,902
영업이익	291	-292	666	-311	250	-95	-505	-102	353	-452	121
영업이익률	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	-6.9%	-1.4%	1.3%	-1.5%	0.4%
화학											
매출액	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	1,114	1,080	4,385	4,599	4,740
영업이익	29	82	45	34	48	110	34	60	191	252	328
영업이익률	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	3.0%	5.6%	4.3%	5.5%	6.9%
운할유											
매출액	763	811	676	836	767	811	804	753	3,085	3,136	3,177
영업이익	196	247	147	221	156	146	167	147	811	615	551
영업이익률	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	20.7%	19.5%	26.3%	19.6%	17.3%

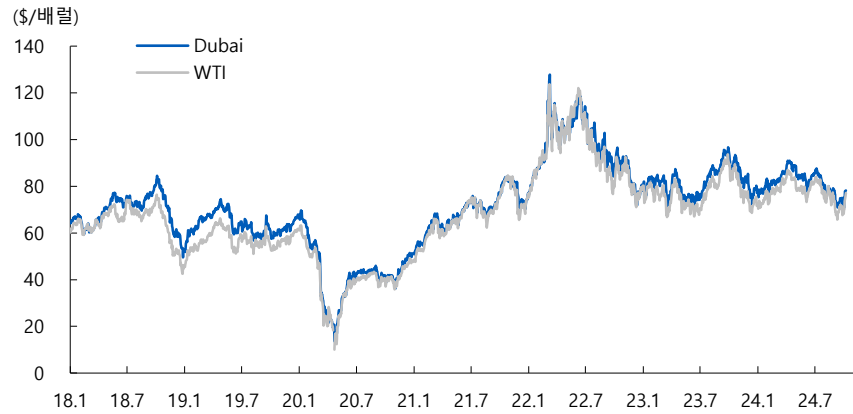
자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2011년 이후 ROE-PBR 밸류에이션 추이



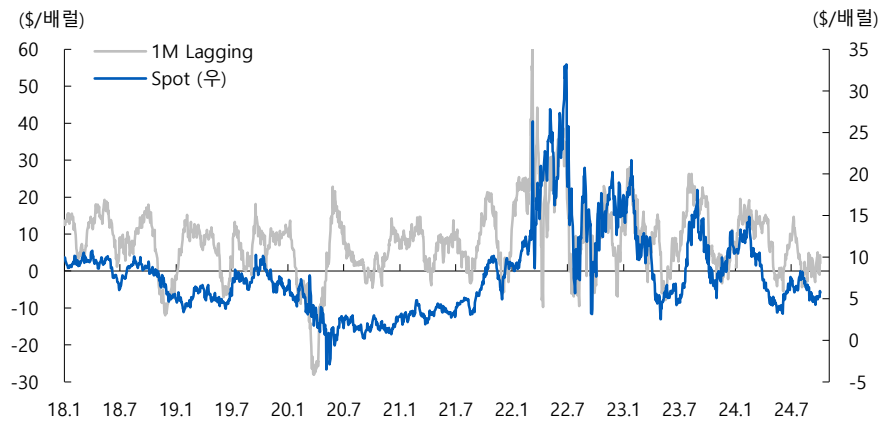
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 국제유가 추이



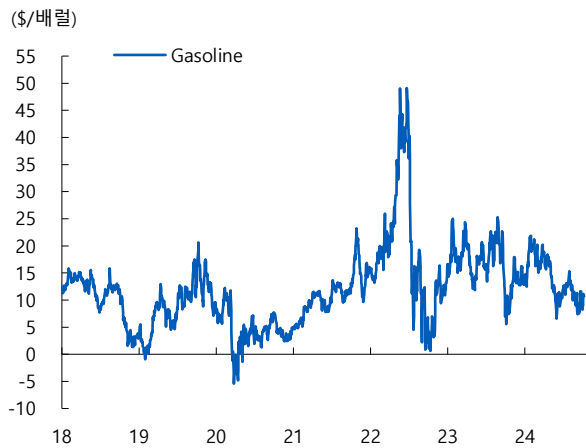
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



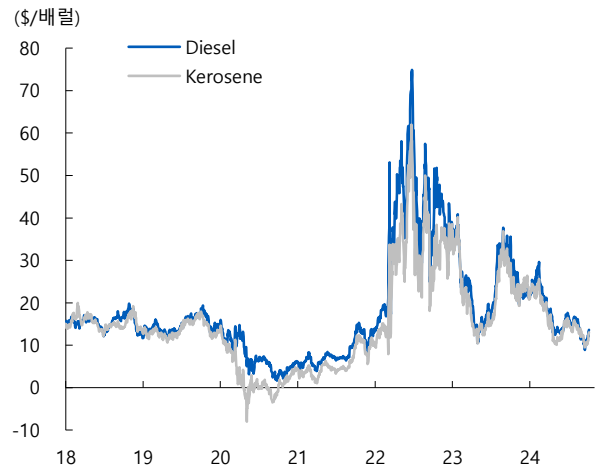
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



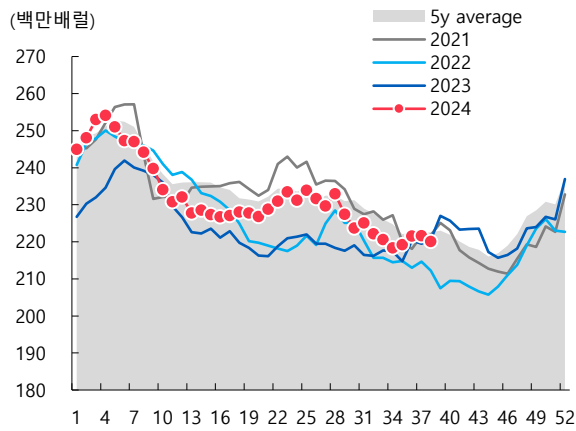
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



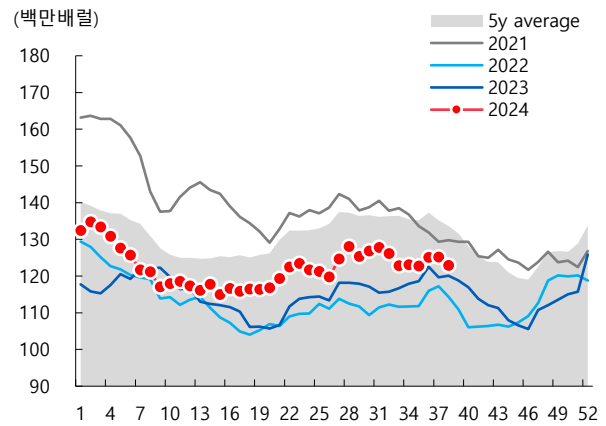
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 미국 휘발유 재고 추이



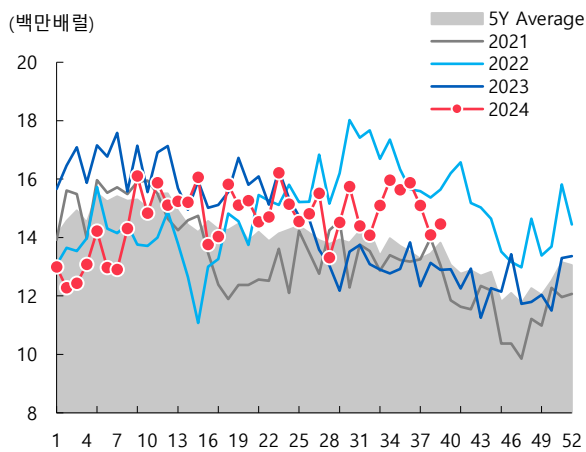
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 미국 중간유분 재고 추이



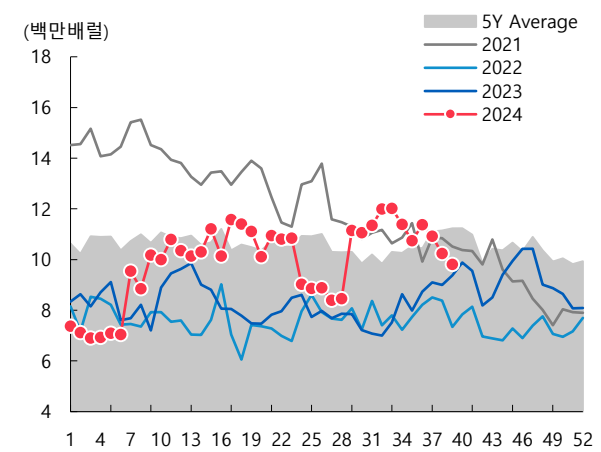
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 아시아 경질유분 재고 추이



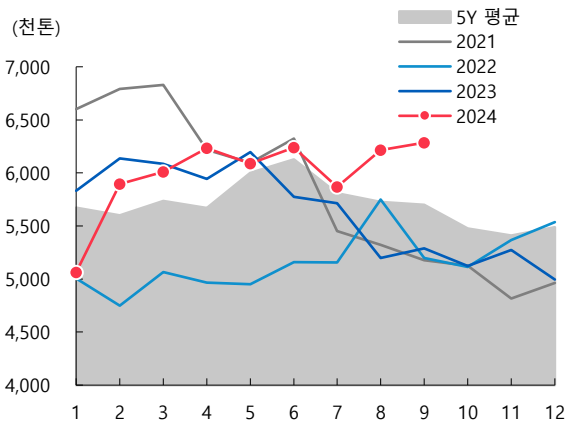
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 아시아 중간유분 재고 추이



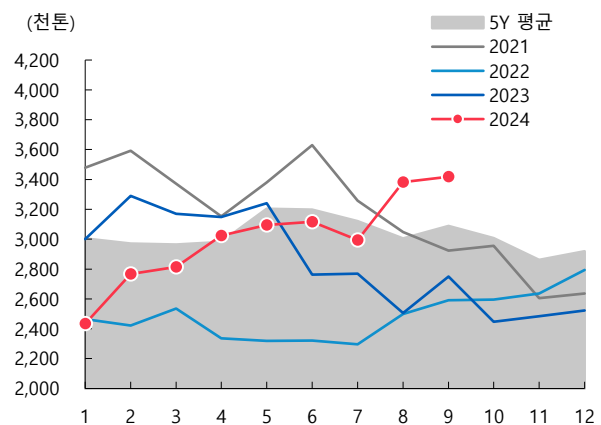
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 총 정제품 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 중간유분 재고 추이

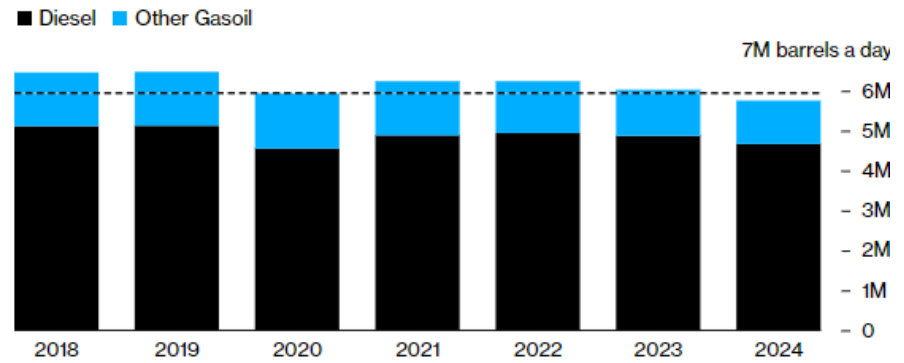


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 2018~2024년 유럽 디젤 수요 연간 추이

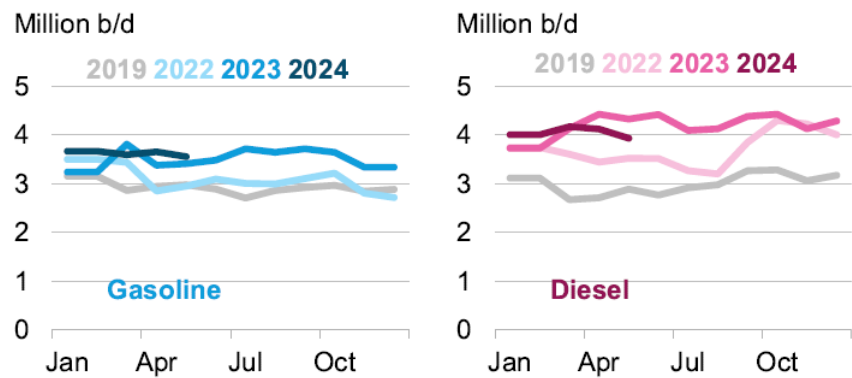
Waning Appetite

Demand in Europe worse than during Covid



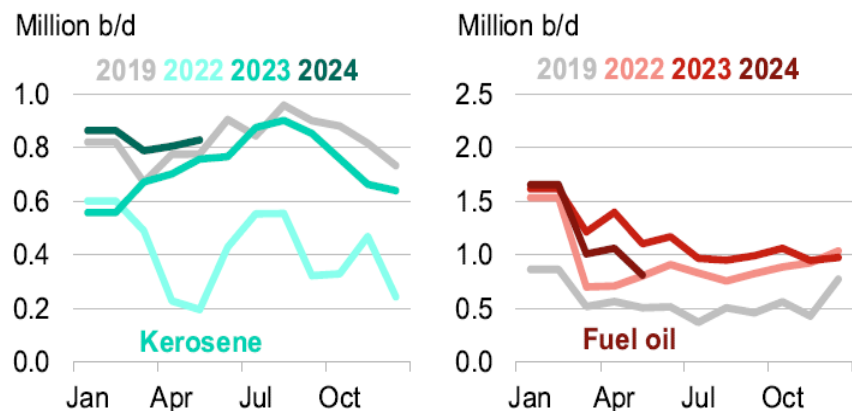
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 2019~2024년 중국 정제품 수요 추이(1): 휘발유, 경유

Apparent demand for transport fuels

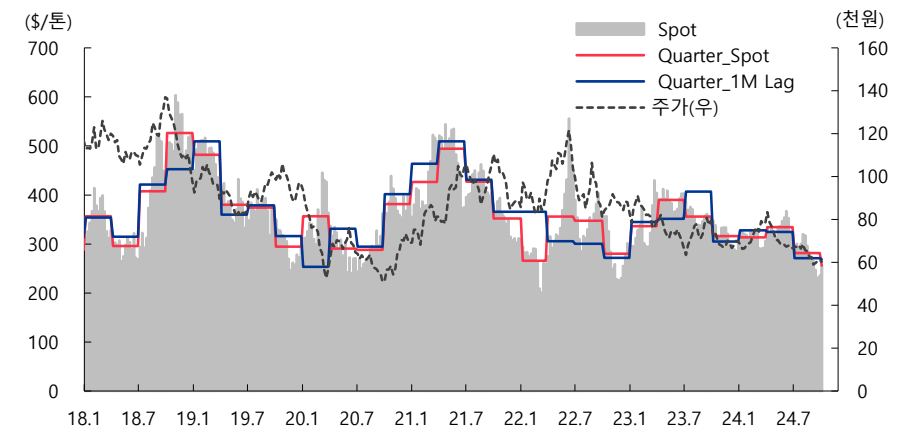
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 2019~2024년 중국 정제품 수요 추이(2): 등유, Fuel Oil



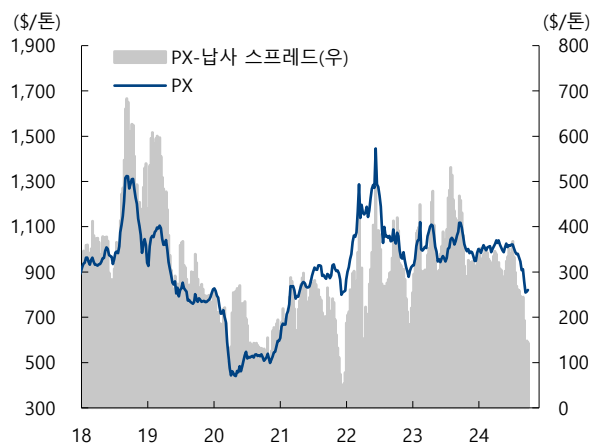
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



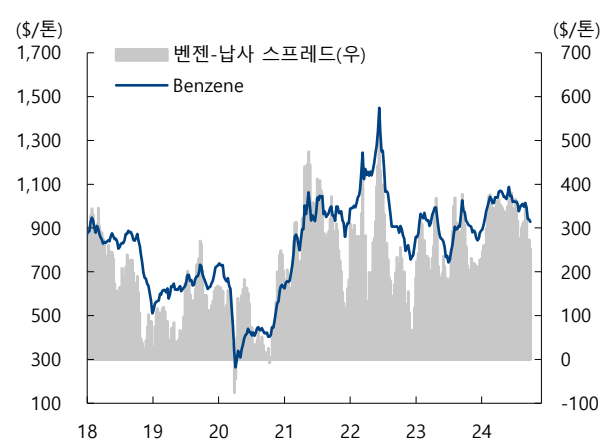
자료: iM증권 리서치본부

그림16. PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림17. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



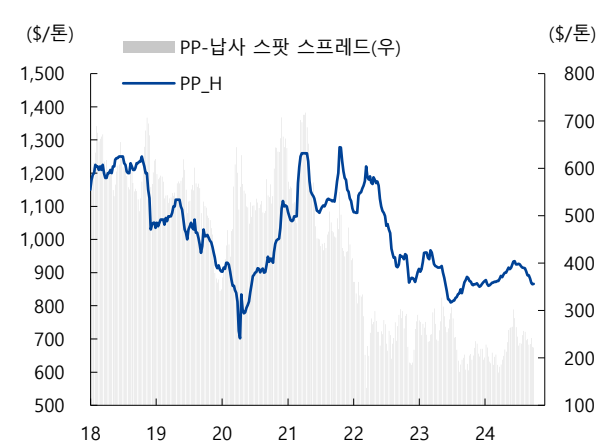
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림18. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림19. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

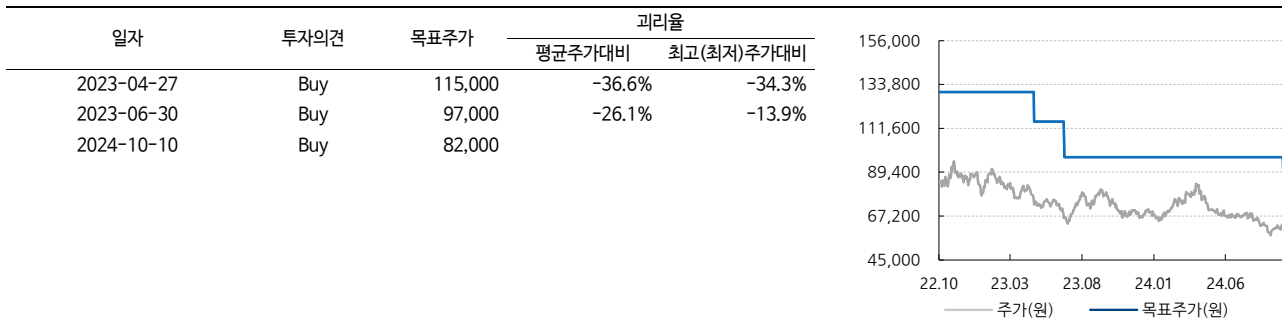
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,648	9,929	10,899	12,283	매출액	35,727	37,233	35,995	34,045
현금 및 현금성자산	1,963	2,426	3,644	5,417	증가율(%)	-15.8	4.2	-3.3	-5.4
단기금융자산	32	32	33	33	매출원가	33,621	36,087	34,477	32,598
매출채권	3,021	3,010	2,911	2,755	매출총이익	2,106	1,146	1,518	1,447
재고자산	4,639	4,468	4,319	4,085	판매비와관리비	751	730	731	683
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	24,282	26,431	28,446	영업이익	1,355	416	787	764
유동부채	9,255	10,889	12,429	13,871	증가율(%)	-60.2	-69.3	89.2	-2.9
매입채무	3,989	4,158	4,019	3,802	영업이익률(%)	3.8	1.1	2.2	2.2
단기차입금	2,142	2,942	3,742	4,242	이자수익	56	60	90	134
유동성장기부채	640	640	640	640	이자비용	237	252	268	298
비유동부채	3,284	4,284	4,784	5,284	지분법이익(손실)	2	2	2	2
사채	2,137	2,137	2,137	2,137	기타영업외손익	-24	48	-122	-155
장기차입금	700	1,700	2,200	2,700	세전계속사업이익	1,132	272	406	361
부채총계	12,539	15,173	17,214	19,155	법인세비용	183	59	88	79
지배주주지분	9,038	9,109	9,218	9,291	세전계속이익률(%)	3.2	0.7	1.1	1.1
자본금	292	292	292	292	당기순이익	949	213	317	282
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	2.7	0.6	0.9	0.8
이익잉여금	7,380	7,473	7,604	7,699	지배주주귀속 순이익	949	213	317	282
기타자본항목	35	13	-9	-31	기타포괄이익	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	927	191	295	260
자본총계	9,038	9,109	9,218	9,291	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,526	1,870	1,854	2,229	주당지표(원)				
당기순이익	949	213	317	282	EPS	8,137	1,827	2,722	2,418
유형자산감가상각비	711	722	772	770	BPS	77,506	78,121	79,052	79,679
무형자산상각비	8	9	8	7	CFPS	14,305	8,099	9,412	9,082
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2	DPS	1,700	1,000	1,600	1,600
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	34.6	23.2	26.1
무형자산의 처분(취득)	-2	-1	-3	-3	PBR	0.9	0.8	0.8	0.8
금융상품의 증감	-27	-3	-3	-3	PCR	4.9	7.8	6.7	7.0
재무활동 현금흐름	193	1,519	1,098	730	EV/EBITDA	5.6	10.5	7.8	7.4
단기금융부채의증감	-	800	800	500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	649	1,000	500	500	ROE	10.8	2.3	3.5	3.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.8	3.1	4.4	4.5
배당금지급	-4	-4	-4	-4	부채비율	138.7	166.6	186.7	206.2
현금및현금성자산의증감	653	463	1,218	1,773	순부채비율	40.1	54.5	54.7	46.0
기초현금및현금성자산	1,310	1,963	2,426	3,644	매출채권회전율(x)	11.9	12.3	12.2	12.0
기말현금및현금성자산	1,963	2,426	3,644	5,417	재고자산회전율(x)	7.6	8.2	8.2	8.1

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 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.

[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
92.0%	7.3%	0.7%