

# S-Oil (010950/KS)

## 이익개선 흐름

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 85,000 원(상향)

현재주가: 64,000 원

상승여력: 32.8%



Analyst  
김도현

do.kim@sks.co.kr  
3773-9994

#### Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	7,205 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외5)	63.43%
국민연금공단	7.30%

#### Stock Data

주가(25/01/13)	64,000 원
KOSPI	2,489.56 pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	53,600 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q24 Preview: 이익개선 흐름

S-Oil의 4Q24 매출액은 8.5 조원(-13.2% YoY, -3.5% QoQ), 영업이익은 2,659 억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)으로 추정되며, 컨센서스를 상회했을 것으로 예상된다. 정유부문 영업이익은 1,428 억원(흑전 QoQ)을 기록하며, 3Q24 대규모 적자를 만회했을 것으로 추정된다. 3Q24 대비 4Q24 유가 하락 완화에 따라 3Q24 발생했던 재고 관련손실 효과가 축소됐을 것으로 추정된다. 또한, 24년 9월 \$9.3/bbl을 기록하던 휘발유 스프레드는 12월 \$11.3/bbl로 회복하는 등 주요 정유제품 Spread 개선에 따라 S-Oil의 정제마진(래깅 기준)은 +\$4.2/bbl QoQ 개선됐을 것으로 추정된다. 석유화학 영업이익은 -46 억원(적전 QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 3Q24 대비 하락한 PX Spread 영향이다. 윤활부문의 경우 영업이익 1,277 억원으로 -16.9% QoQ 감익이 추정된다. 3Q24 대비 하락한 윤활유 Spread와 판매량 감소 등 영향이 반영됐으나, 여전히 OPM 17.6%의 견조한 흐름을 지속했을 것으로 예상된다.

### 1Q25 추가 증익 예상

1Q25 영업이익은 3,398 억원(+27.8% QoQ)으로 추가 개선이 가능할 전망이다. 4Q24 이후 회복중인 정유제품 Spread는 1Q25에도 지속될 전망이다. 중국 수출 감소 및 연초 일부 설비의 정기보수가 진행되며 공급은 단기적으로 확대되기 어려울 것으로 전망되며, 가스가격 강세 지속에 따른 난방유 수요 확대 역시 기대해볼만 하다.

### 실적추정치 및 목표주가 상향

25년 이후 CDU 증설은 하락세가 지속될 전망이다. 또한, 24년대비 환율 및 유가하락 역시 완화될 것으로 예상되며, 연간 실적의 회복이 가능할 것으로 전망된다. 아직 수요 지표는 부진한 상황이지만, 점진적으로 개선될 중국 지표 역시 기대된다. 현재 12MF PBR은 0.7 배 수준으로 역사적 저점에 머물러 있는 상황이며, Discount 요인의 점진적 해소를 감안할 때 매력적이다. 실적추정치 상향 및 기간 변경 등을 반영, 목표주가를 85,000 원으로 상향한다.

#### 영업실적 및 투자지표

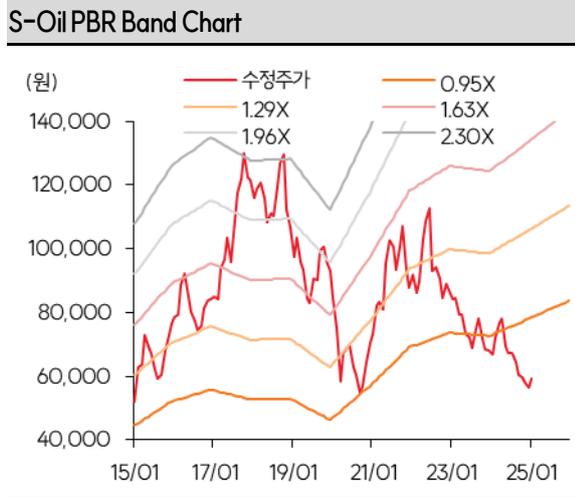
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	27,464	42,446	35,727	36,251	34,766	34,365
영업이익	십억원	2,141	3,405	1,355	466	1,534	1,612
순이익(지배주주)	십억원	1,379	2,104	949	67	856	921
EPS	원	11,822	18,047	8,137	576	7,342	7,897
PER	배	7.2	4.6	8.6	95.2	8.7	8.1
PBR	배	1.4	1.1	0.9	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	4.9	3.3	5.7	9.7	5.2	4.6
ROE	%	21.8	27.2	10.8	0.7	9.3	9.3

25E BPS (원)	82,125
Target P/B (배)	1.0
적정가치 (원)	84,589
<b>T.P (원)</b>	<b>85,000</b>
Upside (%)	32.8

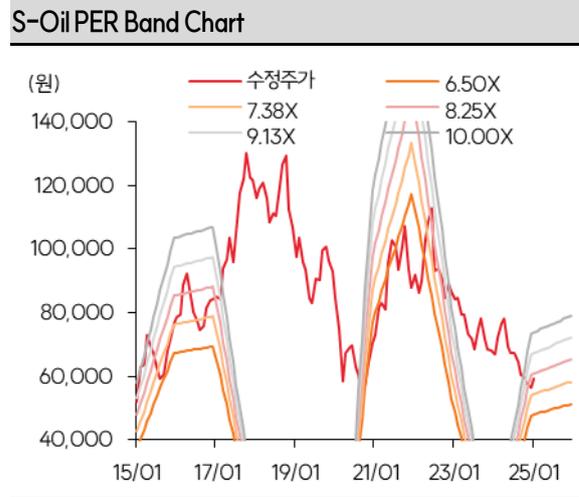
자료: S-Oil, SK 증권

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	36,168.4	33,051.9	36,250.5	34,766.3	36,432.0	34,634.6	-0.5%	+0.4%
영업이익 (십억원)	429.3	924.0	465.8	1,533.9	382.8	1,109.3	+21.7%	+38.3%
순이익 (십억원)	58.9	498.5	67.1	856.1	-11.5	658.1	-	+30.1%

자료: S-OIL, SK 증권

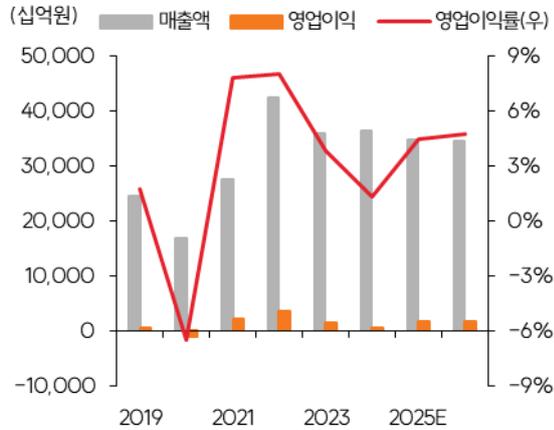


자료: FnGuide, SK 증권



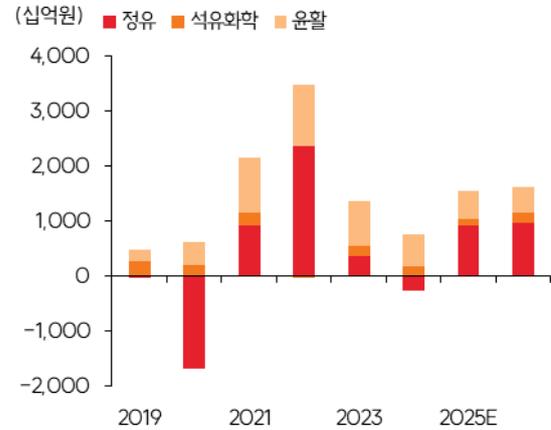
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액 (십억원)</b>	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,530.6	8,760.0	8,732.7	8,736.5	8,537.1	35,726.7	36,250.5	34,766.3
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,748.4	6,894.2	6,762.4	6,701.2	6,525.0	28,257.2	28,539.0	26,882.9
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,055.6	1,142.4	1,250.2	1,311.6	1,313.1	4,384.7	4,662.5	5,017.2
운할	766.9	810.9	744.6	726.6	723.4	720.1	723.7	699.0	3,085.4	3,049.0	2,866.1
YoY (%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-13.2%	-5.9%	-8.8%	-1.2%	0.1%	-15.8%	1.5%	-4.1%
QoQ (%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	-3.5%	2.7%	-0.3%	0.0%	-2.3%	-	-	-
<b>영업이익 (십억원)</b>	454.1	160.7	-414.9	265.9	339.8	406.7	403.5	383.9	1,354.6	465.8	1,533.9
정유	250.4	-95.0	-573.7	142.8	198.0	252.3	240.1	228.6	353.4	-275.5	919.0
석유화학	48.0	109.9	5.0	-4.6	18.2	25.9	27.2	28.7	190.6	158.3	100.1
운할	155.7	145.8	153.8	127.7	123.5	128.5	136.1	126.7	810.5	583.0	514.7
YoY (%)	-11.9%	341.1%	적전	흑전	-25.2%	153.2%	흑전	44.4%	-60.2%	-65.6%	229.3%
QoQ (%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	27.8%	19.7%	-0.8%	-4.8%	-	-	-
<b>OPM (%)</b>	4.9%	1.7%	-4.7%	3.1%	3.9%	4.7%	4.6%	4.5%	3.8%	1.3%	4.4%
정유	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	2.9%	3.7%	3.6%	3.5%	1.3%	-1.0%	3.4%
석유화학	4.4%	8.4%	0.4%	-0.4%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%	4.3%	3.4%	2.0%
운할	20.3%	18.0%	20.7%	17.6%	17.1%	17.8%	18.8%	18.1%	26.3%	19.1%	18.0%
<b>순이익 (십억원)</b>	166.2	-21.3	-206.2	128.5	111.5	199.9	303.7	241.1	948.9	67.1	856.1
지배주주	166.2	-21.3	-206.2	128.5	111.5	199.9	303.7	241.1	948.9	67.1	856.1
순이익률 (%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	1.5%	1.3%	2.3%	3.5%	2.8%	2.7%	0.2%	2.5%

자료: S-Oil, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	9,206	9,648	8,664	9,088	9,180
현금및현금성자산	1,310	1,963	1,377	1,795	1,767
매출채권 및 기타채권	2,964	2,990	2,595	2,597	2,639
재고자산	4,733	4,639	4,026	4,029	4,095
<b>비유동자산</b>	10,407	11,928	13,602	14,098	14,457
장기금융자산	275	251	132	132	134
유형자산	9,588	11,152	12,763	13,265	13,647
무형자산	106	116	146	134	123
<b>자산총계</b>	19,613	21,576	22,266	23,186	23,637
<b>유동부채</b>	8,213	9,255	9,951	10,186	10,009
단기금융부채	2,609	2,847	4,209	4,380	4,207
매입채무 및 기타채무	3,936	5,228	5,271	5,275	5,362
단기충당부채	3	24	21	21	21
<b>비유동부채</b>	2,917	3,284	3,399	3,425	3,366
장기금융부채	2,611	2,991	3,140	3,165	3,103
장기매입채무 및 기타채무	42	43	42	42	43
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,130	12,539	13,350	13,612	13,375
<b>지배주주지분</b>	8,483	9,038	8,916	9,574	10,262
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	6,829	7,380	7,257	7,915	8,603
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	8,483	9,038	8,916	9,574	10,262
<b>부채외자본총계</b>	19,613	21,576	22,266	23,186	23,637

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,651	2,526	225	1,762	1,960
당기순이익(손실)	2,104	949	67	856	921
비현금성항목등	2,000	995	979	1,220	1,392
유형자산감가상각비	644	711	788	969	1,134
무형자산상각비	6	8	11	12	11
기타	1,350	276	180	239	246
운전자본감소(증가)	-2,132	1,473	-382	-1	-16
매출채권및기타채권의감소(증가)	-386	-27	448	-2	-43
재고자산의감소(증가)	-1,338	209	555	-3	-66
매입채무및기타채무의증가(감소)	221	882	-501	4	87
기타	-538	-1,587	-656	-627	-673
법인세납부	-217	-695	-217	-313	-337
<b>투자활동현금흐름</b>	-773	-2,066	-2,402	-1,427	-1,415
금융자산의감소(증가)	-2	-0	-17	-0	-1
유형자산의감소(증가)	-569	-2,165	-2,321	-1,471	-1,516
무형자산의감소(증가)	-1	-2	-42	0	0
기타	-202	102	-22	43	102
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,514	193	1,459	-2	-468
단기금융부채의증가(감소)	0	0	852	171	-173
장기금융부채의증가(감소)	-819	649	863	25	-63
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-617	-373	-189	-198	-233
기타	-78	-83	-66	-0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-635	653	-586	418	-28
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,377	1,795
기말현금	1,310	1,963	1,377	1,795	1,767
FCF	1,083	360	-2,096	291	443

자료 : S-에, SK증권 추정

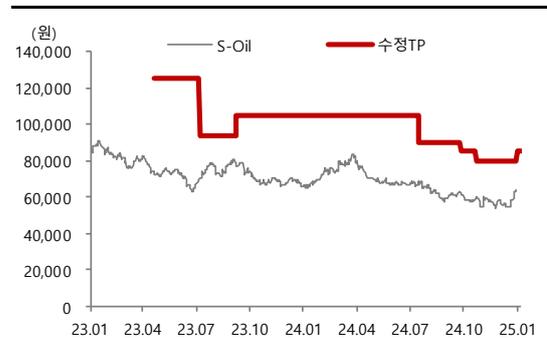
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	42,446	35,727	36,251	34,766	34,365
<b>매출원가</b>	38,291	33,621	35,019	32,500	32,028
<b>매출총이익</b>	4,155	2,106	1,231	2,266	2,336
매출총이익률(%)	9.8	5.9	3.4	6.5	6.8
<b>판매비와 관리비</b>	749	751	765	732	725
<b>영업이익</b>	3,405	1,355	466	1,534	1,612
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.3	4.4	4.7
<b>비영업손익</b>	-507	-223	-376	-364	-354
순금융손익	-120	-181	0	0	0
외환관련손익	-339	-60	-67	-65	-166
관계기업등 투자손익	0	2	5	5	5
<b>세전계속사업이익</b>	2,899	1,132	90	1,169	1,257
세전계속사업이익률(%)	6.8	3.2	0.2	3.4	3.7
<b>계속사업법인세</b>	794	183	22	313	337
<b>계속사업이익</b>	2,104	949	67	856	921
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	2,104	949	67	856	921
순이익률(%)	5.0	2.7	0.2	2.5	2.7
<b>지배주주</b>	2,104	949	67	856	921
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	2.7	0.2	2.5	2.7
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,113	927	68	856	921
<b>지배주주</b>	2,113	927	68	856	921
<b>비지배주주</b>	0	0	0	-0	-0
<b>EBITDA</b>	4,055	2,074	1,265	2,515	2,757

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	54.6	-15.8	1.5	-4.1	-1.2
영업이익	59.0	-60.2	-65.6	229.3	5.1
세전계속사업이익	54.3	-61.0	-92.1	1,206.2	7.5
EBITDA	45.2	-48.9	-39.0	98.8	9.6
EPS	52.7	-54.9	-92.9	1,175.1	7.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	11.0	4.6	0.3	3.8	3.9
ROE	27.2	10.8	0.7	9.3	9.3
EBITDA마진	9.6	5.8	3.5	7.2	8.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	112.1	104.2	87.1	89.2	91.7
부채비율	131.2	138.7	149.7	142.2	130.3
순차입금/자기자본	43.9	42.5	66.6	59.7	53.7
EBITDA/이자비용(배)	26.8	8.8	0.0	0.0	0.0
배당성향	30.4	20.9	281.9	27.2	34.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	18,047	8,137	576	7,342	7,897
BPS	72,770	77,522	76,481	82,125	88,024
CFPS	23,620	14,305	7,429	15,753	17,719
주당 현금배당금	5,500	1,700	1,625	2,000	2,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	4.6	8.6	95.2	8.7	8.1
PBR	1.1	0.9	0.7	0.8	0.7
PCR	3.5	4.9	7.4	4.1	3.6
EV/EBITDA	3.3	5.7	9.7	5.2	4.6
배당수익률	6.6	2.4	3.0	3.2	4.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.01.14	매수	85,000원	6개월		
2024.11.05	매수	80,000원	6개월	-28.15%	-20.00%
2024.10.10	매수	85,000원	6개월	-30.80%	-27.53%
2024.07.29	매수	90,000원	6개월	-30.26%	-23.89%
2023.09.21	매수	105,000원	6개월	-32.58%	-20.48%
2023.07.20	매수	94,000원	6개월	-19.46%	-14.15%
2023.05.03	매수	125,000원	6개월	-43.16%	-39.52%
2022.10.28	매수	115,000원	6개월	-27.09%	-17.48%



### Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 14일 기준)

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------