

S-Oil (010950)

25년 신규 CDU 유입 vs 메이저 업체들의 구조조정

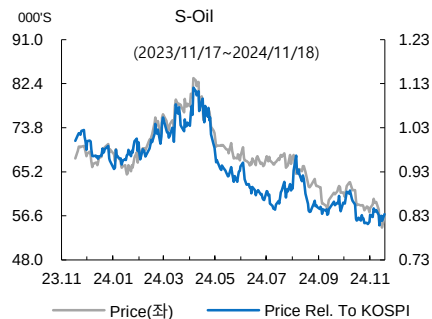
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(유지)
증가(2024.11.18)	56,500원
상승여력	45.1 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	6,361십억원
외국인지분율	75.8%
52주 주가	54,300~83,500원
60일평균거래량	211,304주
60일평균거래대금	12.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-13.3	-17.9	-16.7
상대수익률	0.9	-4.9	-8.5	-16.6



[투자포인트]

- 목표주가 8.2만원 및 투자의견 매수 유지
- 연말까지는 정제마진 상승 모멘텀 크지 않을 전망. 9월 말 기준 중국 정유사들의 수출량 쿼터 대비 70% 그치고 있어 연말에는 쿼터 소진을 위한 수출량 급증 가능성 존재하기 때문. 이는 역내 공급부담 높이며 정제마진 하방 압력이 될 수밖에 없음. 현재 아시아/유럽 중간유분 재고 여유로운 것도 정제마진 상승 모멘텀 제한하는 요인
- 그러나 25~26년으로 가며 정제마진 상승 모멘텀은 점점 더 강해질 것으로 판단. 우선, 25년 중국 총 수출쿼터는 24년보다 더 늘어나기 어려울 듯. 25년 하반기부터 중국 정제품 수요 회복이 보다 가시화되고, teapot 업체들의 잇따른 구조조정으로 내수 공급량 확보 필요하기 때문. 또한 24년 말 소진되지 못한 쿼터도 일부는 25년 초로 연장될 가능성 높음. 따라서 연말 지나고 나면 중국의 공격적인 수출 부담은 한층 완화될 것으로 예상
- 25년 글로벌 정제설비 순증설은 Dangote(나이지리아), Yulong(중국) 등 대규모 설비들의 상업생산 본격화에 따라 약 110만b/d 달할 것으로 추정. 수요 증가 역시 이와 비슷한 115만b/d로 예상되는데, 메이저 업체들의 잇따른 구조조정과 중국 teapot 파산까지 고려하면 수급밸런스는 현재 눈높이보다 좀 더 개선될 수 있을 전망. 26년 이후부터는 신규 CDU 물량도 확연히 감소하는 만큼 정제마진 상승 탄력도 보다 강해질 것으로 기대

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	32.1	14.4	10.7
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	10.8	2.3	4.9	6.4
배당수익률(%)	2.2	0.7	1.9	2.5
EV/EBITDA(배)	5.6	10.0	6.4	5.2

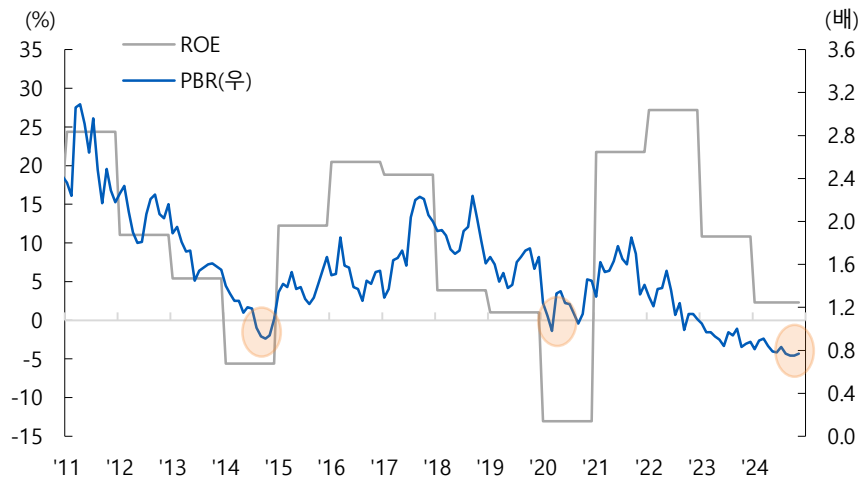
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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%
운할유											
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%

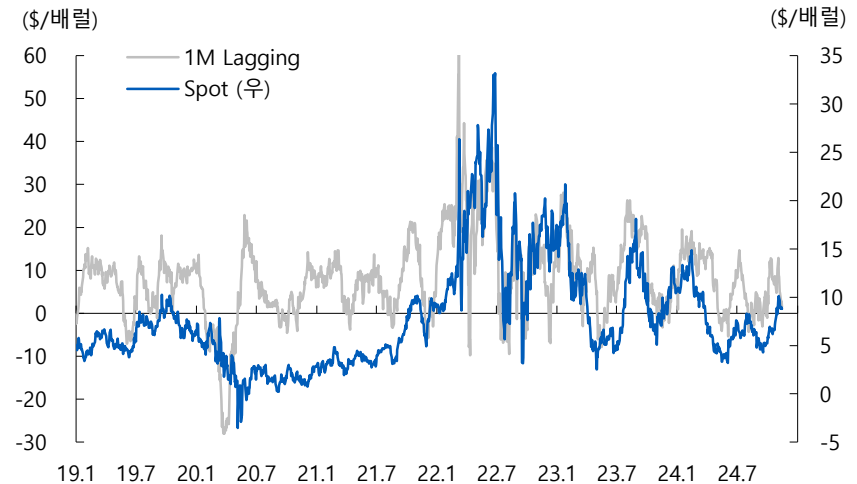
자료: iM증권 리서치본부

S-Oil ROE-PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

복합정제마진 추이



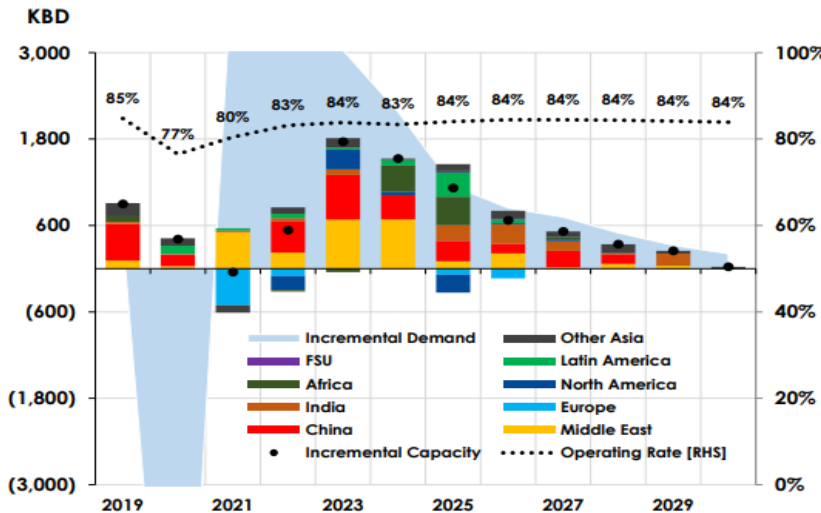
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

2024~2025년 글로벌 정제설비 폐쇄 리스트

지역	설비 국가 및 지역	업체	세부 내용	정제설비(또는 제품별) 생산규모	발표 시기	실행 시기
북미	미국 (California)	Phillips 66	정유소 폐쇄 완료 및 재생 가능 연료 생산 시설로 전환	12.8만b/d	2024.02	2024.02
	미국 (Houston)	LyondellBasell Industries	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, Villette)	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 (Dalien)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	12만b/d	2024.10	2023.10
	중국 (Dalien)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	9만b/d	2024.10	2024.1Q
	일본 (Yamaguchi)	Idemitsu Kosan	정유소 폐쇄 후 '30년까지 무탄소 에너지 허브 전환	12만b/d	2024.01	2024.03
	싱가포르 (Bukom)	Shell	정유소 매각 절차 마무리 단계	-	2024.05	2024.05
	중국 (Dalien)	PetroChina	정유소 완전 폐쇄	20만b/d	2024.10	2025년 중반

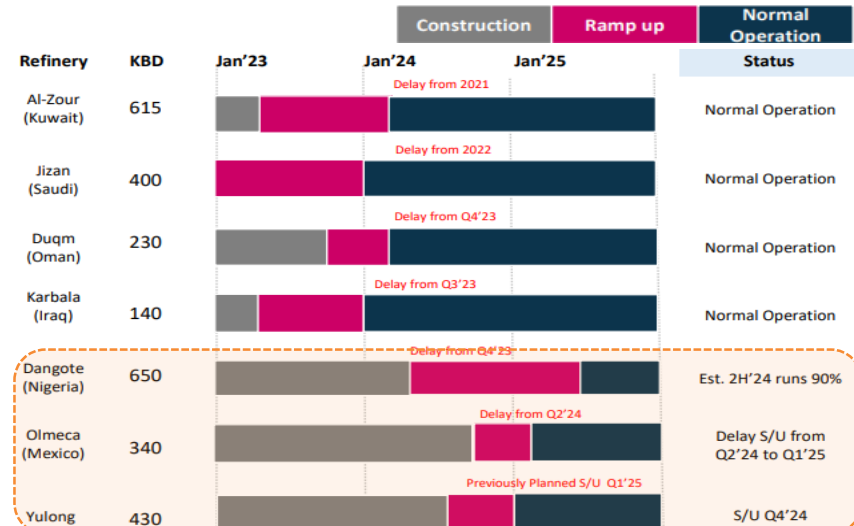
자료 : iM증권 리서치본부

글로벌 정제설비 Net Addition 추이 및 전망



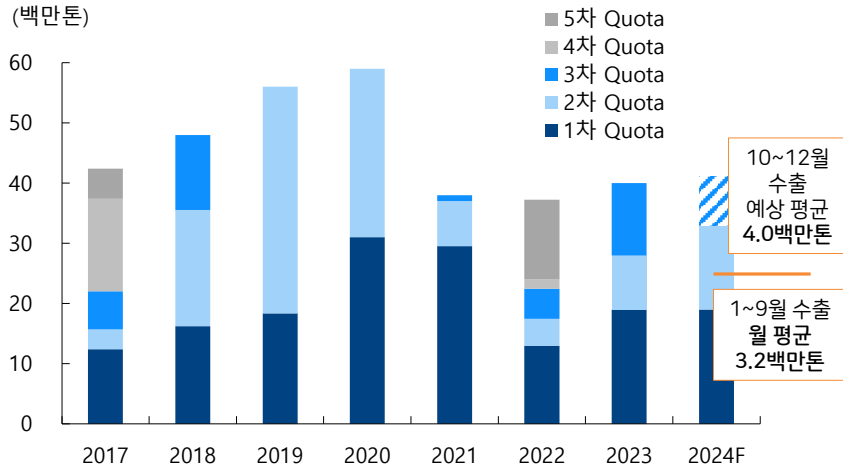
자료 : Thai Oil, iM증권 리서치본부

최근 완공된 정제설비별 상업가동 타임라인



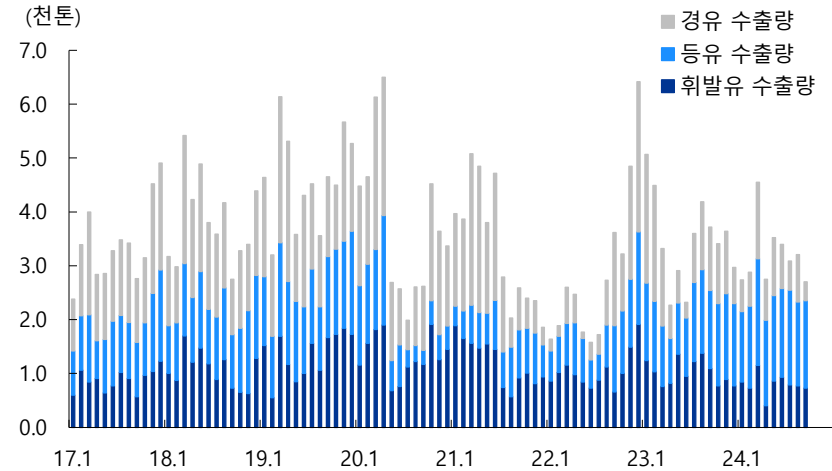
자료 : Thai Oil, iM증권 리서치본부

중국 정제품 수출쿼터 추이



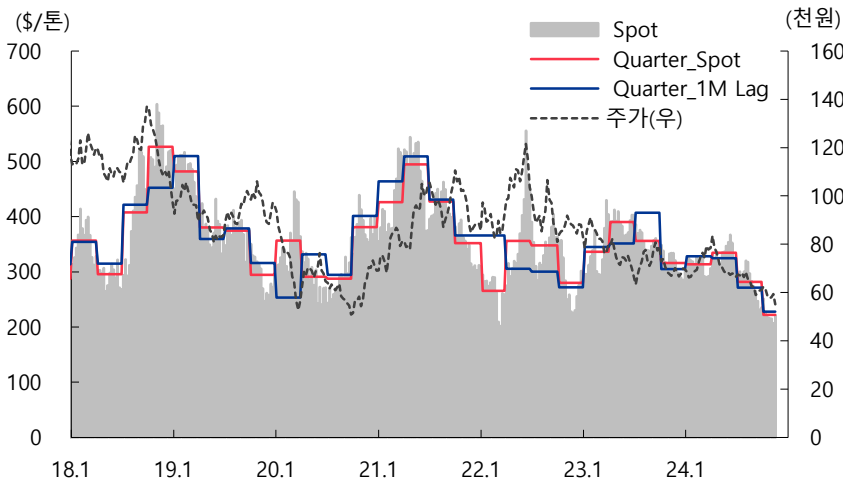
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 정제품 수출량 추이



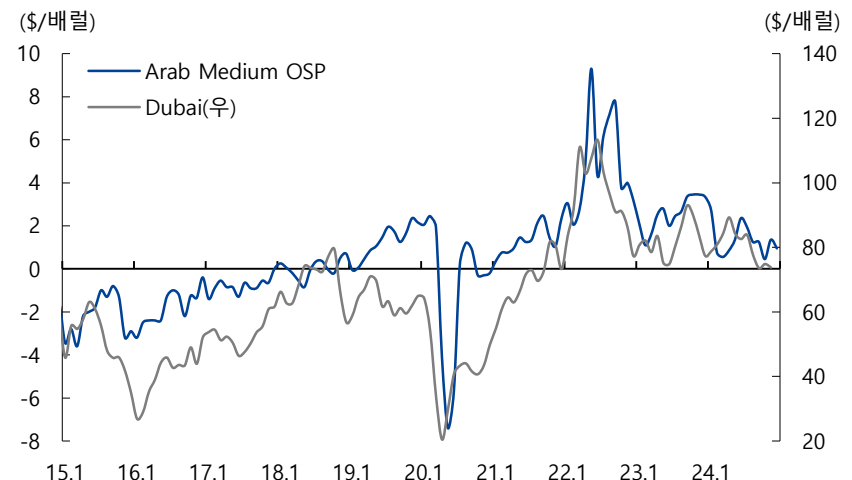
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



자료 : iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 OSP 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		9,648	9,230	10,440	12,323
현금 및 현금성자산		1,963	1,838	3,197	5,194
단기금융자산		32	32	33	33
매출채권		3,021	2,966	2,906	2,861
재고자산		4,639	4,401	4,312	4,244
비유동자산		11,928	14,354	15,532	16,164
유형자산		11,152	13,580	14,758	15,388
무형자산		116	107	103	98
자산총계		21,576	23,584	25,972	28,487
유동부채		9,255	10,592	12,187	13,783
매입채무		3,989	4,096	4,012	3,949
단기차입금		2,142	2,742	3,542	4,042
유동성장기부채		640	640	640	640
비유동부채		3,284	3,834	4,334	4,834
사채		2,137	2,137	2,137	2,137
장기차입금		700	1,250	1,750	2,250
부채총계		12,539	14,426	16,521	18,617
지배주주지분		9,038	9,158	9,451	9,870
자본금		292	292	292	292
자본잉여금		1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금		7,380	7,522	7,837	8,278
기타자본항목		35	13	-9	-31
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		9,038	9,158	9,451	9,870

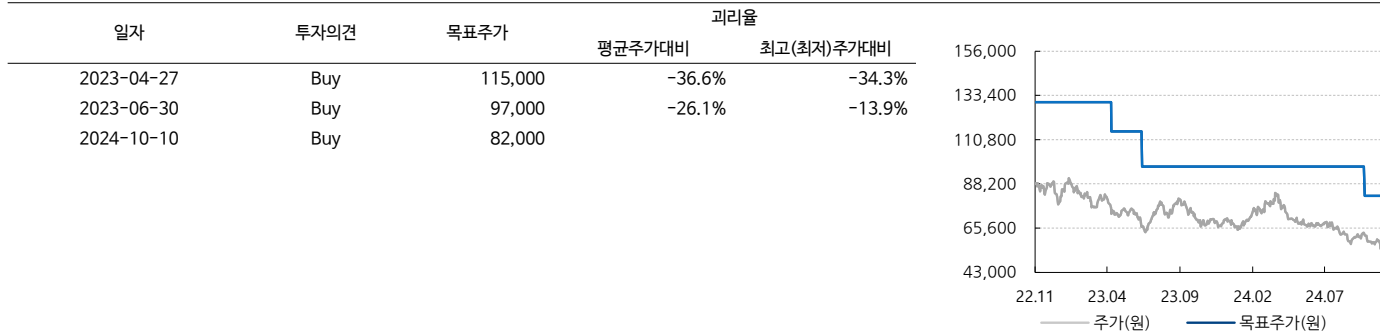
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		2,526	1,932	1,938	2,408
당기순이익		949	205	457	616
유형자산감가상각비		711	722	772	770
무형자산상각비		8	9	8	7
지분법관련손실(이익)		2	2	2	2
투자활동 현금흐름		-2,066	-3,161	-1,963	-1,413
유형자산의 처분(취득)		-2,165	-3,150	-1,950	-1,400
무형자산의 처분(취득)		-2	-1	-3	-3
금융상품의 증감		-27	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름		193	869	1,154	775
단기금융부채의증감		-	600	800	500
장기금융부채의증감		649	550	500	500
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-4	-4	-4	-4
현금및현금성자산의증감		653	-125	1,359	1,997
기초현금및현금성자산		1,310	1,963	1,838	3,197
기말현금및현금성자산		1,963	1,838	3,197	5,194

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		35,727	36,677	35,932	35,363
증가율(%)		-15.8	2.7	-2.0	-1.6
매출원가		33,621	35,559	34,246	33,476
매출총이익		2,106	1,118	1,686	1,887
판매비와관리비		751	719	730	709
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		1,355	399	957	1,177
증가율(%)		-60.2	-70.5	139.8	23.1
영업이익률(%)		3.8	1.1	2.7	3.3
이자수익		56	46	79	129
이자비용		237	231	249	279
지분법이익(손실)		2	2	2	2
기타영업외손익		-24	48	-122	-155
세전계속사업이익		1,132	263	584	788
법인세비용		183	57	127	172
세전계속이익률(%)		3.2	0.7	1.6	2.2
당기순이익		949	205	457	616
순이익률(%)		2.7	0.6	1.3	1.7
지배주주귀속 순이익		949	205	457	616
기타포괄이익		-22	-22	-22	-22
총포괄이익		927	183	435	594
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		8,137	1,761	3,920	5,285
BPS		77,506	78,538	81,053	84,644
CFPS		14,305	8,033	10,610	11,948
DPS		1,700	500	1,200	1,500
Valuation(배)					
PER		8.6	32.1	14.4	10.7
PBR		0.9	0.7	0.7	0.7
PCR		4.9	7.0	5.3	4.7
EV/EBITDA		5.6	10.0	6.4	5.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		10.8	2.3	4.9	6.4
EBITDA이익률		5.8	3.1	4.8	5.5
부채비율		138.7	157.5	174.8	188.6
순부채비율		40.1	53.5	51.2	38.9
매출채권회전율(x)		11.9	12.3	12.2	12.3
재고자산회전율(x)		7.6	8.1	8.2	8.3

S-Oil 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



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-mail 등을 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 표시 2024-09-30 기준]

매수
92%

중립(보유)
7.3%

매도
0.7%