

2025. 1. 31



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (1.24) 60,700 원

상승여력 31.8%

KOSPI 2,536.80pt

시가총액 68,338억원

발행주식수 11,258만주

유동주식비율 36.57%

외국인비중 75.27%

52주 최고/최저가 83,500원/53,600원

평균거래대금 111.4억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 5 63.43

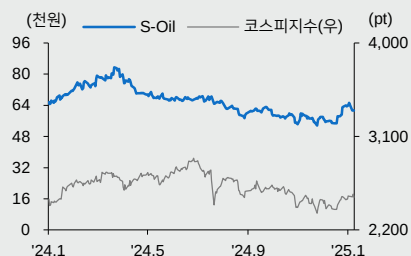
국민연금공단 7.30

주가상승률(%)

1개월 8.2 6개월 -8.0 12개월 -8.0

절대주가 4.1 0.0 -10.5

주가그래프

**S-Oil** 010950**유가 방향성에 따른 연중 컨센서스 변화**

- ✓ 4Q24P Review: 고수익성의 윤활부문 및 유가/정제마진 개선으로 영업이익의 흑전
- ✓ 4Q24 유가 반등 및 석유제품 계절적 성수기 영향에 정제마진 예상외 반등
- ✓ 1Q25E 영업이익 2,311억원의 흑자를 예상하나, 향후 유가에 따라 변동성 확대 예상
- ✓ 외부변수는 긍정적: 미국 에너지 정책, 경쟁 설비들의 공급량 축소 움직임 등
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 글로벌 에너지 Peer 멀티플을 반영한 8만원 하향

4Q24P Review: 최근 상승했던 시장 눈높이에 부합한 영업실적

동사는 4Q24P 매출액 8.9조원, 영업이익 2,608억원으로 최근 높아진 시장 예상치에 부합했다. 전사 견고한 수익성 창출의 원동력은 여전히 윤활부문(OPM 14.4%)이다. 연말 계절 수요 비수기 영향에도 불구하고, 견고한 펀더멘털을 시현 중이다. 정유부문의 예상외 흑자전환이다. 유가 상승에 재고평가이익(680억원) 반영, 복합정제마진이 +21.6% QoQ(등유 +9.8% QoQ, 경유 +13.3% QoQ) 개선되었다. 난방유 중심의 수요 회복과 역대 경쟁 설비들의 정비보수/역외 설비들의 감산 및 폐쇄 등에 다소 타이탄업 효과로 해석된다.

2025년 연중 유가 변동성 확대를 예상, 이에 따른 컨센서스의 후행 반응

씨클릭업 업종 관점에서 정유업은 경쟁사들의 공급 축소 움직임에 화학산업 대비 수급 건전성이 높은 편이다. 그럼에도 유가에 따른 컨센서스 변동성 확대 등에 투자 매력도가 낮은 편이다. 중장기 관점의 성장성 우려는 차지하더라도 중단기 긍정적 외부변수에 따른 영업실적 흐름은 낙관적이다. 윤활부문의 고수익성 장기화, 경쟁 정제설비들의 공급량 축소(미국 LYB/BP/Shell 등의 노후화된 설비 폐쇄 선언) 등은 2025년 트럼프 행정부 2.0의 에너지 정책 방향성과 맞물리며 되려 긍정적으로 작용할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 8만원으로 하향 조정

2025년 EV/EBITDA 4.9배를 적용(해외 Upstream/정유 기업들의 평균 대비 -30% 할인)한 적정주가 8만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	42,446.0	3,405.2	2,104.4	18,504	52.7	72,754	4.5	1.1	3.3	27.2	131.2
2023	35,726.7	1,354.6	948.9	8,369	-54.8	77,506	8.3	0.9	5.7	10.8	138.7
2024E	36,637.0	460.6	-163.4	-1,467	적전	74,488	-37.4	0.7	7.4	-1.8	153.0
2025E	39,113.9	852.6	457.4	4,030	흑전	77,986	15.1	0.8	4.2	5.1	156.6
2026E	39,145.0	1,251.0	741.7	6,549	62.5	83,422	9.3	0.7	3.5	7.9	150.2

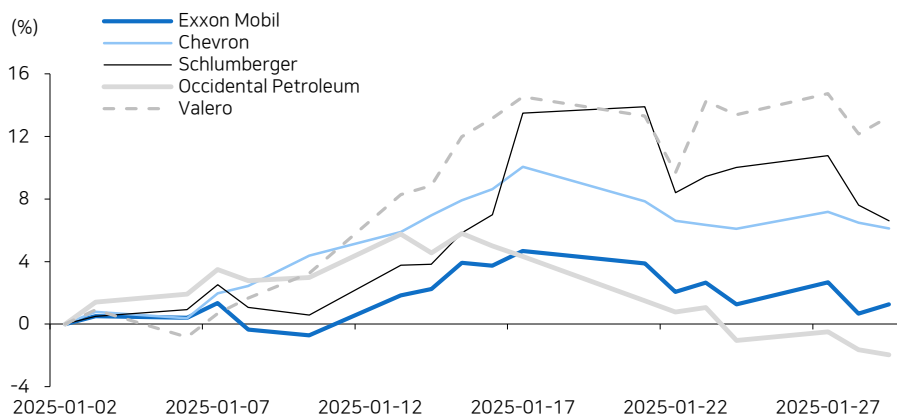
표1 S-Oil 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	9,725.1	9,802.8	9,745.0	9,841.1	36,637.0	39,113.9	39,145.0
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,730.0	7,745.2	7,658.2	7,747.7	28,804.4	30,881.2	30,583.5
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,236.9	1,278.9	1,298.4	1,308.1	4,702.9	5,122.2	5,367.9
유탄기유	766.9	810.9	744.6	807.3	758.2	778.7	788.4	785.2	3,129.7	3,110.5	3,193.6
영업이익	454.1	160.6	-414.9	260.8	231.1	201.3	155.4	264.8	460.6	852.6	1,251.0
%OP	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	2.4%	2.1%	1.6%	2.7%	1.3%	2.2%	3.2%
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	139.3	97.5	44.6	150.2	-245.4	431.6	683.1
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-42.7	-20.2	-10.7	-5.6	134.8	-79.2	93.4
유탄기유	155.7	145.8	153.8	115.9	134.5	124.0	121.5	120.2	571.2	500.1	474.4
세전이익	227.2	-40.9	-272.5	-208.0	175.8	150.1	103.1	180.8	-294.1	609.7	988.9
순이익(지배주주)	166.2	-21.3	-206.2	-102.1	131.8	112.7	77.3	135.6	-163.4	457.4	741.7
%YoY											
매출액	2.5	22.4	-1.8	-9.3	4.5	2.4	10.2	10.4	2.5	6.8	0.1
영업이익	-11.9	341.1	적전	흑전	-49.1	25.3	흑전	1.5	-66.0	85.1	46.7
세전이익	-36.0	적자확대	적전	적전	-22.6	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	62.2
순이익(지배)	-37.4	적자축소	적전	적전	-20.7	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	62.2
%QoQ											
매출액	-5.3	2.8	-7.6	0.9	9.1	0.8	-0.6	1.0			
영업이익	흑전	-64.6	적전	흑전	-11.4	-12.9	-22.8	70.4			
세전이익	208.6	적전	적자확대	적자축소	흑전	-14.6	-31.3	75.4			
순이익(지배)	3.5	적전	적자확대	적자축소	흑전	-14.5	-31.4	75.4			

자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

표2 S-Oil 적정주가 8만원으로 하향 조정			
사업가치 (A)	EBITDA('25년)	Fair Value	Multiple
영업가치	2,752	13,485	4.9
자산가치 (B)		BV/시가	
조인트벤처기업	20%할인	19	
매도가능 금융자산	20%할인	76	
총 기업가치 (C=A+B)		13,504	
순차입금/보증 (D)		4,647	
우선주가치 (E)		163	
적정 시가총액 (C-D-E)		8,695	
발행주식수 (천주)		112,582	
적정 주당 주주가치 (원)		80,000	

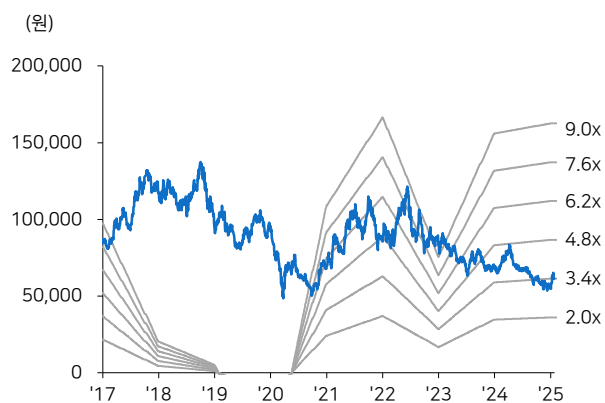
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 E&P 및 정유 기업들 25년 이후 YTD 주가 변화율(%)



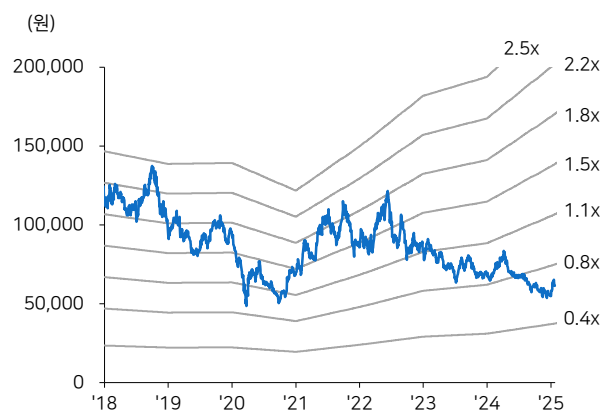
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



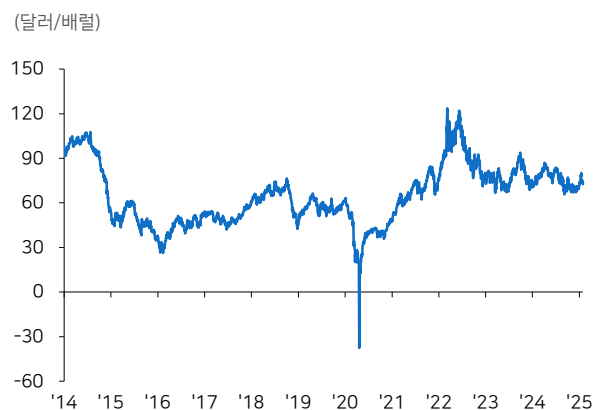
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트



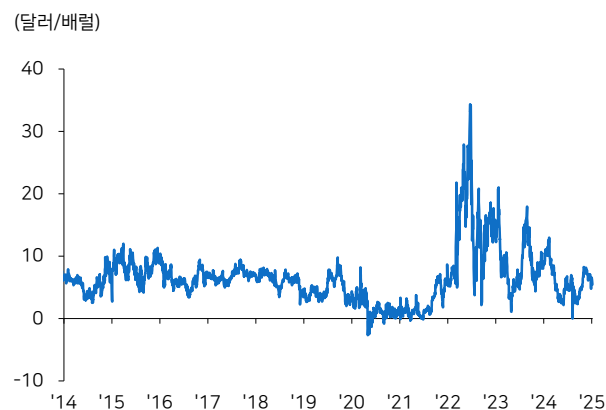
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 WTI 가격 추이



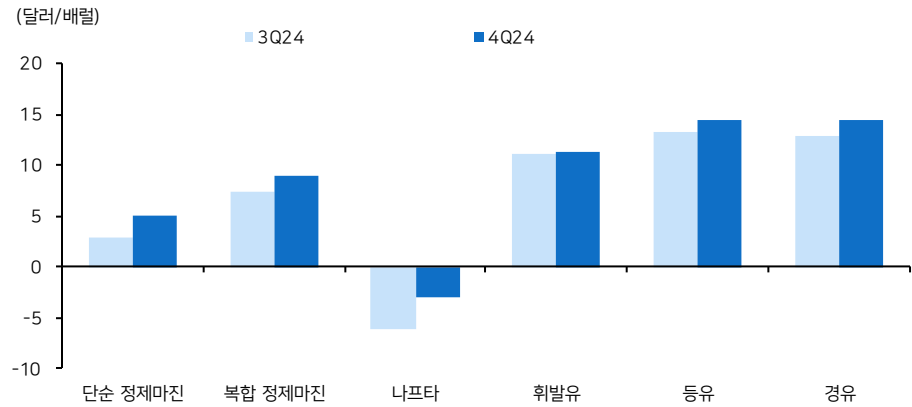
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림5 싱가포르 정제마진



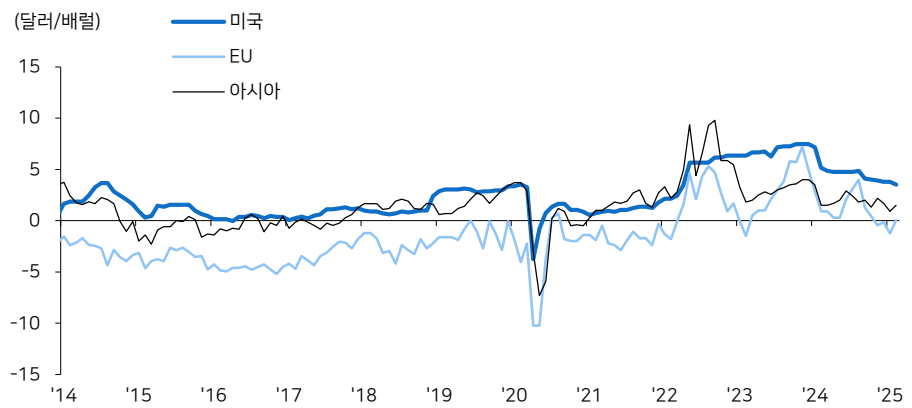
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 석유제품들의 QoQ 개선된 마진으로 총 정제마진 개선세 이끌어



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 사우디 경질유 OSP 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S-Oil (010950)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	39,113.9	39,145.0
매출액증가율(%)	54.6	-15.8	2.5	6.8	0.1
매출원가	38,291.4	33,621.0	35,417.3	37,645.0	37,277.3
매출총이익	4,154.6	2,105.8	1,219.7	1,468.9	1,867.7
판매관리비	749.4	751.2	759.2	616.3	616.7
영업이익	3,405.2	1,354.6	460.6	852.6	1,251.0
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.3	2.2	3.2
금융손익	-324.1	-201.2	-250.8	-229.8	-249.1
종속/관계기업손익	-0.2	2.3	31.7	13.2	12.0
기타영업외손익	-182.3	-24.0	-535.6	-26.1	-25.0
세전계속사업이익	2,898.5	1,131.7	-294.1	609.8	988.9
법인세비용	794.2	182.9	81.0	152.5	247.2
당기순이익	2,104.4	948.9	-163.4	457.4	741.7
지배주주지분 순이익	2,104.4	948.9	-163.4	457.4	741.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,206.0	9,647.8	9,163.1	10,619.9	11,740.4
현금및현금성자산	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,875.8	3,945.1
매출채권	2,303.6	2,307.6	2,311.0	2,550.5	2,567.4
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,694.5	5,181.0	5,215.3
비유동자산	10,407.2	11,928.4	12,809.8	12,716.8	12,595.0
유형자산	9,588.0	11,152.0	12,121.6	12,033.7	11,922.1
무형자산	106.4	115.6	146.4	134.9	124.3
투자자산	138.5	167.7	62.0	68.4	68.9
자산총계	19,613.1	21,576.1	21,972.9	23,336.7	24,335.4
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,930.4	10,458.8	10,421.7
매입채무	3,172.4	3,989.5	3,619.0	3,994.0	4,020.5
단기차입금	1,939.1	2,142.5	3,309.4	3,309.4	3,309.4
유동성장기부채	589.8	639.8	849.9	849.9	849.9
비유동부채	2,916.5	3,284.0	3,356.8	3,784.4	4,186.4
사채	2,426.8	2,137.0	2,275.9	2,275.9	2,275.9
장기차입금	0.0	699.7	814.7	1,214.7	1,614.7
부채총계	11,129.7	12,538.6	13,287.3	14,243.2	14,608.1
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	37.7	37.7	37.7
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,026.9	7,434.7	8,068.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,685.7	9,093.5	9,727.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	748.3	2,247.5	2,605.2
당기순이익(손실)	2,104.4	948.9	-163.4	457.4	741.7
유형자산상각비	643.6	711.5	1,056.8	1,887.9	1,871.7
무형자산상각비	6.2	7.7	10.8	11.5	10.6
운전자본의 증감	-2,132.3	1,473.1	31.0	-96.1	-6.8
투자활동 현금흐름	-773.2	-2,066.1	-1,883.1	-1,794.4	-1,748.5
유형자산의증가(CAPEX)	-598.8	-2,185.6	-1,951.5	-1,800.0	-1,760.0
투자자산의감소(증가)	-4.5	-2.5	137.4	6.8	11.6
재무활동 현금흐름	-1,514.1	193.2	1,319.1	276.6	212.7
차입금의 증감	-624.5	618.5	1,370.9	326.1	320.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-635.2	653.0	182.8	729.7	1,069.3
기초현금	1,945.5	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,875.8
기말현금	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,875.8	3,945.1

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	377,021	317,337	325,423	347,423	347,700
EPS(지배주주)	18,504	8,369	-1,467	4,030	6,549
CFPS	36,456	17,268	11,748	26,077	29,474
EBITDAPS	36,018	18,420	13,573	24,444	27,831
BPS	72,754	77,506	74,488	77,986	83,422
DPS	5,500	1,700	425	925	1,125
배당수익률(%)	6.6	2.4	0.8	1.5	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	4.5	8.3	-37.4	15.1	9.3
PCR	2.3	4.0	4.7	2.3	2.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.1	0.9	0.7	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	4,055.0	2,073.8	1,528.1	2,752.0	3,133.3
EV/EBITDA	3.3	5.7	7.4	4.2	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.2	10.8	-1.8	5.1	7.9
EBITDA 이익률	9.6	5.8	4.2	7.0	8.0
부채비율	131.2	138.7	153.0	156.6	150.2
금융비용부담률	0.4	0.7	0.3	1.1	1.2
이자보상배율(x)	22.5	5.7	4.3	1.9	2.7
매출채권회전율(x)	19.9	15.5	15.9	16.1	15.3
재고자산회전율(x)	10.3	7.6	7.9	7.9	7.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.28	기업브리프	Buy	115,000	노우호	-31.6	-17.5	
2023.10.28	1년 경과				-40.2	-27.4	
2024.10.21	기업브리프	Buy	95,000	노우호	-38.6	-31.3	
2025.01.31	기업브리프	Buy	80,000	노우호	-	-	