

S-Oil (010950/KS)

3Q24 업황 약세, 추가적인 둔화 제한적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 85,000 원(하향)

현재주가: 63,200 원

상승여력: 34.5%


 Analyst
김도현

 do.kim@sk.com
3773-9994

Company Data

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 발행주식수 | 11,258 만주 |
| 시가총액 | 7,115 십억원 |
| 주요주주 | |
| Aramco Overseas Company BV(외6) | 63.43% |
| 국민연금공단 | 7.30% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/10/08) | 63,200 원 |
| KOSPI | 2,594.36 pt |
| 52주 최고가 | 83,500 원 |
| 52주 최저가 | 57,400 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 16 십억원 |

주가 및 상대수익률



3Q24 Preview: 유가, 정제마진 모두 약세

S-Oil의 3Q24 영업이익은 -2,272 억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 컨센서스를 대폭 하회하는 실적을 기록했을 것으로 추정된다. 정유부문은 -4,298 억원의 영업적자를 기록하며 적자전환 했을 것으로 예상된다. 3Q24 지속된 정제마진 조정과 국제유가 하락에 따른 재고관련손실 확대 영향이다. 국제유가는 3Q24 -\$8.3/bbl 을 기록하며 큰 폭으로 하락했으며, 이에 따른 재고관련손실은 -1,892 억원 반영됐을 것으로 추정된다. 석유화학부문의 경우 휘발유 수요 부진 등에 따른 PX Spread 하락(-23.4% QoQ)과 더불어 설비 가동 중단이 발생한 영향 등이 반영되며 361 억원(-67.2% QoQ)의 영업이익을 기록했을 것으로 추정되며, 윤활부문은 유가 하락에 따른 Spread 상승 영향으로 1,664 억원(+14.2% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다.

4Q24 추가적인 업황 둔화 가능성은 낮을 것

4Q24 영업이익은 2,577 억원(흑전 QoQ)이 예상되며, 3Q24 발생했던 재고관련손실의 축소와 석유화학부문 증익, 윤활 Spread 확대 등을 반영했다. 겨울철 난방유 재고비축수요는 여전히 제한적인 흐름을 지속중인 상황이지만, 중국 경기부양을 위한 재정, 통화정책은 연속성 있게 시행 중인 상황이며, 4Q24 산업용 수요의 개선 역시 가능할 전망이다. 또한, 등/경유 마진 약세가 지속되며 공급 조절의 가능성 역시 남아있다. 여전히 휘발유 중심의 재고레벨은 과거대비 높은 상황에서 업황의 뚜렷한 턴어라운드 는 제한적일 전망이나, 추가적인 둔화의 가능성 역시 낮다는 판단이다.

주가는 여전히 저점

4Q24 업황 개선의 가능성은 점진적으로 높아지는 중이며, 추가적인 둔화 역시 제한적인 상황에서 현재 주가 수준은 여전히 저점이다. 중국은 연속적인 부양책을 발표 중인 상황이며, 과거 사례를 고려할 때 선행지표 반등, 제조업 가동률 상승으로 이어지는 시나리오는 유효할 것으로 예상된다. 또한, 미국/유럽 지역 겨울철 정기보수 시행 등 영향에 따라 상대적으로 양호한 공급상황이 지속될 것으로 전망된다. 실적추정치 하향 등을 반영 목표주가를 85,000 원으로 하향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 16,830 | 27,464 | 42,446 | 35,727 | 36,513 | 32,770 |
| 영업이익 | 십억원 | -1,099 | 2,141 | 3,405 | 1,355 | 645 | 1,115 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -796 | 1,379 | 2,104 | 949 | 176 | 680 |
| EPS | 원 | -6,827 | 11,822 | 18,047 | 8,137 | 1,513 | 5,832 |
| PER | 배 | -10.1 | 7.2 | 4.6 | 8.6 | 41.8 | 10.8 |
| PBR | 배 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | -27.7 | 4.9 | 3.3 | 5.7 | 8.5 | 6.2 |
| ROE | % | -13.1 | 21.8 | 27.2 | 10.8 | 2.0 | 7.3 |

S-Oil Valuation Table

| | |
|----------------|---------------|
| 24E BPS (원) | 77,418 |
| Target P/B (배) | 1.1 |
| 적정가치 (원) | 85,160 |
| T.P (원) | 85,000 |
| Upside (%) | 34.5 |

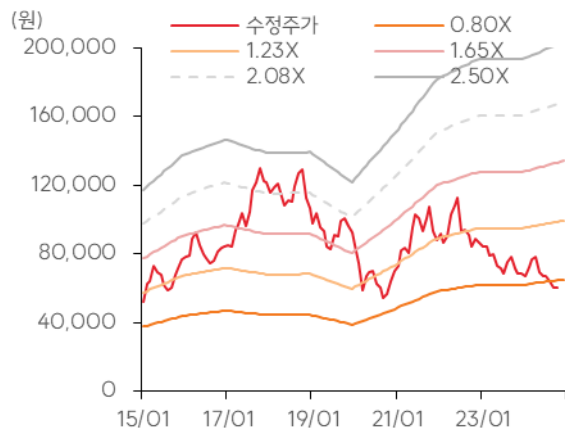
자료: S-Oil, SK 증권

S-OIL 실적추정치 변경 Table

| 구분 | 변경전 | | 변경후 | | 컨센서스 | | vs. 컨센서스 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 매출액 (십억원) | 38,211 | 37,407 | 36,513 | 32,770 | 37,740 | 36,512 | -3.3% | -10.2% |
| 영업이익 (십억원) | 1,313 | 1,485 | 645 | 1,115 | 1,149 | 1,580 | -43.9% | -29.5% |
| 순이익 (십억원) | 724 | 1,003 | 176 | 680 | 547 | 926 | -67.7% | -26.6% |

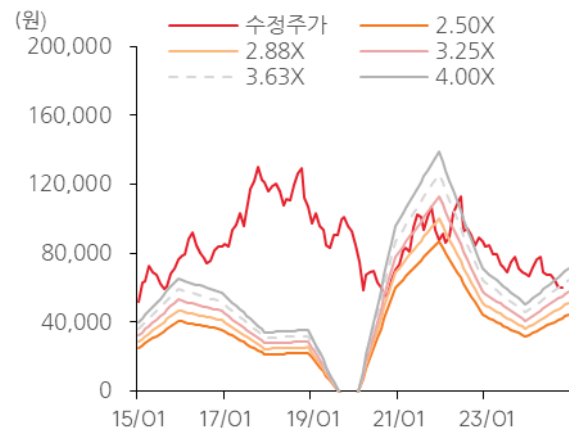
자료: S-OIL, SK 증권

S-Oil PBR Band Chart



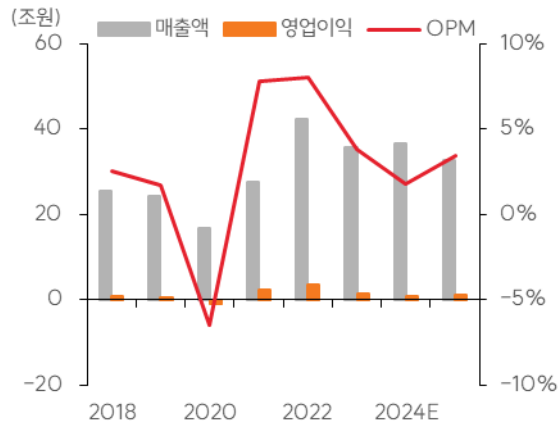
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



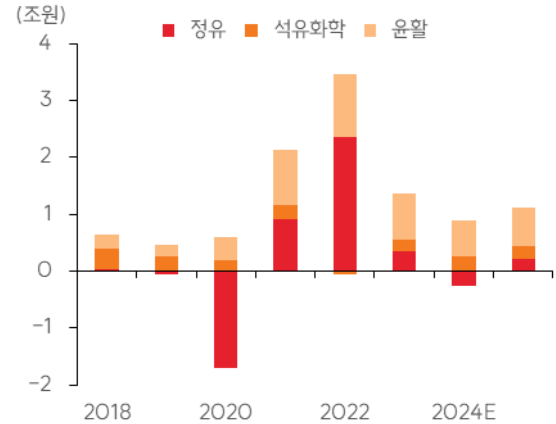
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



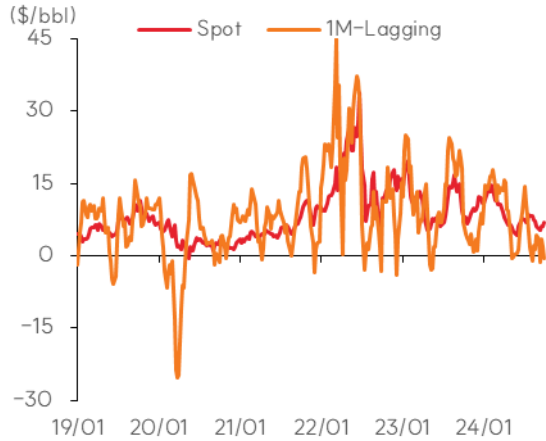
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

| 구분 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 (십억원) | 9,077.6 | 7,819.6 | 8,999.6 | 9,829.9 | 9,308.5 | 9,570.8 | 9,008.7 | 8,625.0 | 35,726.7 | 36,513.0 | 32,769.9 |
| 정유 | 7,276.7 | 6,000.0 | 7,198.7 | 7,781.8 | 7,444.8 | 7,451.4 | 7,163.7 | 6,845.9 | 28,257.2 | 28,905.8 | 25,691.8 |
| 석유화학 | 1,038.5 | 1,009.1 | 1,124.8 | 1,212.3 | 1,096.8 | 1,308.5 | 1,122.5 | 1,092.3 | 4,384.7 | 4,620.1 | 4,428.0 |
| 운할 | 762.5 | 810.5 | 676.1 | 836.3 | 766.9 | 810.9 | 722.5 | 686.8 | 3,085.4 | 2,987.0 | 2,650.1 |
| YoY (%) | -2.3% | -31.7% | -19.1% | -7.2% | 2.5% | 22.4% | 0.1% | -12.3% | -15.8% | 2.2% | -10.3% |
| QoQ (%) | -14.3% | -13.9% | 15.1% | 9.2% | -5.3% | 2.8% | -5.9% | -4.3% | - | - | - |
| 영업이익 (십억원) | 515.7 | 36.4 | 858.9 | -56.4 | 454.1 | 160.7 | -227.2 | 257.7 | 1,354.6 | 645.2 | 1,114.5 |
| 정유 | 290.6 | -292.1 | 666.2 | -311.3 | 250.4 | -95.0 | -429.8 | 23.7 | 353.4 | -250.7 | 223.5 |
| 석유화학 | 29.3 | 82.0 | 45.4 | 33.9 | 48.0 | 109.9 | 36.1 | 56.3 | 190.6 | 250.2 | 224.0 |
| 운할 | 195.8 | 246.5 | 147.2 | 221.0 | 155.7 | 145.8 | 166.4 | 177.8 | 810.5 | 645.7 | 667.0 |
| YoY (%) | -61.3% | -97.9% | 67.9% | 적지 | -11.9% | 341.1% | 적전 | 흑전 | -60.2% | -52.4% | 72.7% |
| QoQ (%) | 흑전 | -92.9% | 2,258.3% | 적전 | 흑전 | -64.6% | 적전 | 흑전 | - | - | - |
| OPM (%) | 5.7% | 0.5% | 9.5% | -0.6% | 4.9% | 1.7% | -2.5% | 3.0% | 3.8% | 1.8% | 3.4% |
| 정유 | 4.0% | -4.9% | 9.3% | -4.0% | 3.4% | -1.3% | -6.0% | 0.3% | 1.3% | -0.9% | 0.9% |
| 석유화학 | 2.8% | 8.1% | 4.0% | 2.8% | 4.4% | 8.4% | 3.2% | 5.2% | 4.3% | 5.4% | 5.1% |
| 운할 | 25.7% | 30.4% | 21.8% | 26.4% | 20.3% | 18.0% | 23.0% | 25.9% | 26.3% | 21.6% | 25.2% |
| 순이익 (십억원) | 265.3 | -22.4 | 545.4 | 160.5 | 166.2 | -21.3 | -247.8 | 279.4 | 948.9 | 176.4 | 680.0 |
| 지배주주 | 265.3 | -22.4 | 545.4 | 160.5 | 166.2 | -21.3 | -247.8 | 279.4 | 948.9 | 176.4 | 680.0 |
| 순이익률 (%) | 2.9% | -0.3% | 6.1% | 1.6% | 1.8% | -0.2% | -2.8% | 3.2% | 2.7% | 0.5% | 2.1% |

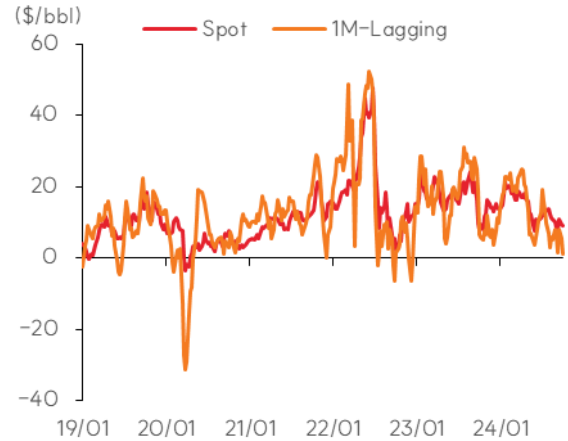
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



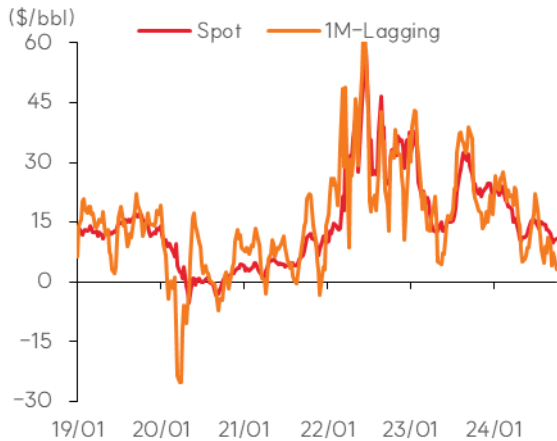
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



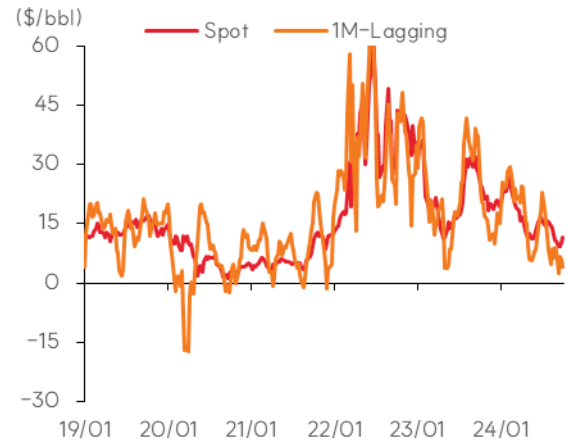
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



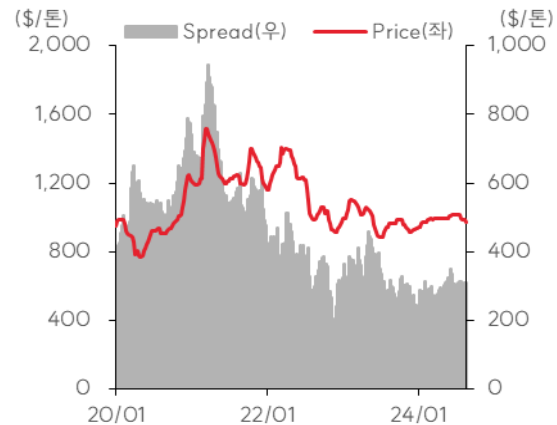
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



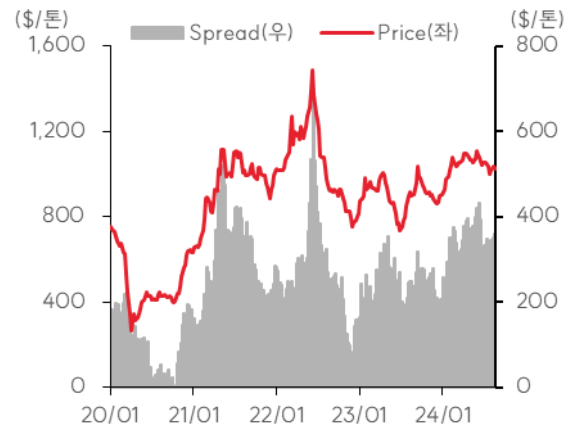
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, SK 증권

Benzene 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 8,377 | 9,206 | 9,648 | 8,642 | 8,091 |
| 현금및현금성자산 | 1,946 | 1,310 | 1,963 | 1,318 | 1,180 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,841 | 2,964 | 2,990 | 2,623 | 2,476 |
| 재고자산 | 3,545 | 4,733 | 4,639 | 4,071 | 3,841 |
| 비유동자산 | 10,316 | 10,407 | 11,928 | 13,035 | 14,010 |
| 장기금융자산 | 140 | 275 | 251 | 133 | 126 |
| 유형자산 | 9,565 | 9,588 | 11,152 | 12,188 | 13,177 |
| 무형자산 | 108 | 106 | 116 | 153 | 143 |
| 자산총계 | 18,693 | 19,613 | 21,576 | 21,678 | 22,102 |
| 유동부채 | 8,505 | 8,213 | 9,255 | 9,425 | 9,219 |
| 단기금융부채 | 2,893 | 2,609 | 2,847 | 3,623 | 3,667 |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,567 | 3,936 | 5,228 | 5,329 | 5,029 |
| 단기충당부채 | 3 | 3 | 24 | 21 | 20 |
| 비유동부채 | 3,200 | 2,917 | 3,284 | 3,227 | 3,401 |
| 장기금융부채 | 2,951 | 2,611 | 2,991 | 2,965 | 3,151 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 41 | 42 | 43 | 42 | 42 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 11,705 | 11,130 | 12,539 | 12,652 | 12,620 |
| 지배주주지분 | 6,988 | 8,483 | 9,038 | 9,025 | 9,481 |
| 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 | 5,334 | 6,829 | 7,380 | 7,367 | 7,822 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 6,988 | 8,483 | 9,038 | 9,025 | 9,481 |
| 부채와자본총계 | 18,693 | 19,613 | 21,576 | 21,678 | 22,102 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,477 | 1,651 | 2,526 | 604 | 1,629 |
| 당기순이익(손실) | 1,379 | 2,104 | 949 | 176 | 680 |
| 비현금성항목등 | 1,248 | 2,000 | 995 | 1,093 | 985 |
| 유형자산감가상각비 | 644 | 644 | 711 | 815 | 957 |
| 무형자산상각비 | 8 | 6 | 8 | 10 | 10 |
| 기타 | 596 | 1,350 | 276 | 268 | 18 |
| 운전자본감소(증가) | -967 | -2,132 | 1,473 | -384 | 55 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -772 | -386 | -27 | -90 | 148 |
| 재고자산의감소(증가) | -1,391 | -1,338 | 209 | 594 | 229 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 1,066 | 221 | 882 | 327 | -300 |
| 기타 | -269 | -538 | -1,587 | -418 | -184 |
| 법인세납부 | -86 | -217 | -695 | -138 | -92 |
| 투자활동현금흐름 | 197 | -773 | -2,066 | -1,872 | -1,892 |
| 금융자산의감소(증가) | -3 | -2 | 0 | -17 | 2 |
| 유형자산의감소(증가) | -97 | -569 | -2,165 | -1,832 | -1,946 |
| 무형자산의감소(증가) | -12 | -1 | -2 | -47 | 0 |
| 기타 | 309 | -202 | 102 | 25 | 53 |
| 재무활동현금흐름 | -466 | -1,514 | 193 | 558 | 5 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 229 | 44 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -281 | -819 | 649 | 568 | 186 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -117 | -617 | -373 | -189 | -224 |
| 기타 | -68 | -78 | -83 | -50 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 1,208 | -635 | 653 | -645 | -138 |
| 기초현금 | 737 | 1,946 | 1,310 | 1,963 | 1,318 |
| 기말현금 | 1,946 | 1,310 | 1,963 | 1,318 | 1,180 |
| FCF | 1,380 | 1,083 | 360 | -1,228 | -318 |

자료 : S-Oil, SK증권 추정

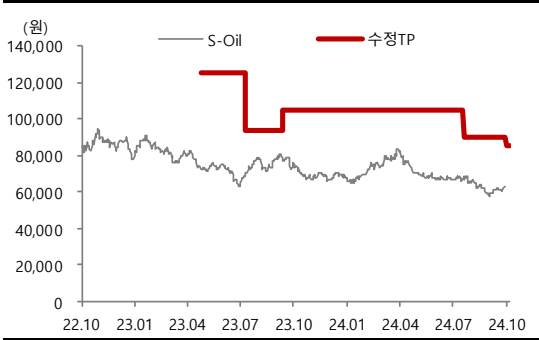
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 27,464 | 42,446 | 35,727 | 36,513 | 32,770 |
| 매출원가 | 24,695 | 38,291 | 33,621 | 35,113 | 30,997 |
| 매출총이익 | 2,769 | 4,155 | 2,106 | 1,400 | 1,773 |
| 매출총이익률(%) | 10.1 | 9.8 | 5.9 | 3.8 | 5.4 |
| 판매비와 관리비 | 628 | 749 | 751 | 755 | 659 |
| 영업이익 | 2,141 | 3,405 | 1,355 | 645 | 1,115 |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 8.0 | 3.8 | 1.8 | 3.4 |
| 비영업손익 | -263 | -507 | -223 | -439 | -343 |
| 순금융손익 | -101 | -120 | -181 | 0 | 0 |
| 외환관련손익 | -321 | -339 | -60 | -67 | -65 |
| 관계기업등 투자손익 | 2 | -0 | 2 | 3 | 2 |
| 세전계속사업이익 | 1,878 | 2,899 | 1,132 | 206 | 772 |
| 세전계속사업이익률(%) | 6.8 | 6.8 | 3.2 | 0.6 | 2.4 |
| 계속사업법인세 | 499 | 794 | 183 | 30 | 92 |
| 계속사업이익 | 1,379 | 2,104 | 949 | 176 | 680 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,379 | 2,104 | 949 | 176 | 680 |
| 순이익률(%) | 5.0 | 5.0 | 2.7 | 0.5 | 2.1 |
| 지배주주 | 1,379 | 2,104 | 949 | 176 | 680 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 5.0 | 5.0 | 2.7 | 0.5 | 2.1 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 1,422 | 2,113 | 927 | 177 | 680 |
| 지배주주 | 1,422 | 2,113 | 927 | 177 | 680 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 2,793 | 4,055 | 2,074 | 1,470 | 2,082 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 63.2 | 54.6 | -15.8 | 2.2 | -10.3 |
| 영업이익 | 흑전 | 59.0 | -60.2 | -52.4 | 72.7 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 54.3 | -61.0 | -81.8 | 273.9 |
| EBITDA | 흑전 | 45.2 | -48.9 | -29.1 | 41.6 |
| EPS | 흑전 | 52.7 | -54.9 | -81.4 | 285.5 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 8.0 | 11.0 | 4.6 | 0.8 | 3.1 |
| ROE | 21.8 | 27.2 | 10.8 | 2.0 | 7.3 |
| EBITDA마진 | 10.2 | 9.6 | 5.8 | 4.0 | 6.4 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 98.5 | 112.1 | 104.2 | 91.7 | 87.8 |
| 부채비율 | 167.5 | 131.2 | 138.7 | 140.2 | 133.1 |
| 순차입금/자기자본 | 55.4 | 43.9 | 42.5 | 58.0 | 59.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 25.4 | 26.8 | 8.8 | 0.0 | 0.0 |
| 배당성향 | 32.1 | 30.4 | 20.9 | 127.1 | 33.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 11,822 | 18,047 | 8,137 | 1,513 | 5,832 |
| BPS | 59,945 | 72,770 | 77,522 | 77,418 | 81,327 |
| CFPS | 17,412 | 23,620 | 14,305 | 8,589 | 14,128 |
| 주당 현금배당금 | 3,800 | 5,500 | 1,700 | 1,925 | 1,925 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 7.2 | 4.6 | 8.6 | 41.8 | 10.8 |
| PBR | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| PCR | 4.9 | 3.5 | 4.9 | 7.4 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 3.3 | 5.7 | 8.5 | 6.2 |
| 배당수익률 | 4.4 | 6.6 | 2.4 | 3.0 | 3.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.10.10 | 매수 | 85,000원 | 6개월 | | |
| 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% |
| 2022.07.06 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -35.36% | -23.93% |



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 기관투자자 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 (2024년 10월 10일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.62% | 중립 | 2.38% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|