

S-Oil (010950/KS)

정제마진은 반등 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 80,000 원(하향)

현재주가: 58,800 원

상승여력: 36.1%



Analyst
김도현

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

Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	6,620 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외5)	63.43%
국민연금공단	7.30%

Stock Data

주가(24/11/04)	58,800 원
KOSPI	2,588.97 pt
52주 최고가	83,500 원
52주 최저가	57,300 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 Review: 유가 및 정제마진 하락

S-Oil의 3Q24 매출액은 8.8 조원(-1.8% YoY, -7.6% QoQ), 영업이익은 -4,149 억원(적전 YoY, 적전 QoQ)을 기록하며 컨센서스대비 하회하는 실적을 기록했다.

1) 정유부문: 영업이익 -5,737 억원(적지 QoQ)을 기록했다. 24년 6월대비 9월평균 유가는 -\$9.2/bbl 을 기록했으며, 재고관련효과 -2,619 억원이 반영됐다. 한편, Spot 정제마진은 소폭 개선됐으나, 유가 하락에 따라 부정적 Lagging 효과는 확대됐다.

2) 석유화학부문: 영업이익 50 억원(-95.5% QoQ)을 기록했다. 재고관련손실은 -144 억원이 반영됐으며, PX 및 BZ Spread 축소 및 가동차질에 따른 가동률 하락으로 대폭 감익한 실적을 기록했다.

3) 윤활부문: 영업이익 1,538 억원(+5.5% QoQ)을 기록했다. 비수기 진입에 따라 판매량은 2Q24 대비 감소했을 것으로 파악되나, 유가 하락에 따른 원재료 하락 효과로 Spread 확대되며 증익을 기록했다.

4Q24 영업이익 흑자전환 예상

4Q24 영업이익은 2,295 억원(흑전 QoQ)으로 흑자전환 가능할 것으로 예상된다. 4Q24 유가 하락폭은 3Q24 대비 제한되며 재고관련효과는 축소될 것으로 예상되며, 정제마진 역시 10월 말 \$8.3/bbl(9월말 \$6.0/bbl)까지 상승하며 회복세를 지속 중이다. 한편, PX 설비 가동률 하락은 4Q24 에도 지속될 것으로 예상되나, 재고관련 부정적 효과가 소멸되며 실적 개선이 기대된다.

공급 확대는 제한적, 수요는 점진적 개선

실적추정치 하향 조정 등을 반영 목표주가를 80,000 원으로 하향한다. 단기적으로 수요의 뚜렷한 개선은 어려운 상황이지만, 중국 경기부양책 확대 등에 따른 점진적 수요 개선이 예상된다. 한편, 중국 수출 감소, 정기보수 등에 따라 공급 확대가 제한적인 상황에서 정제마진 회복은 지속될 전망이다. 25년 +57만 B/D, 26년 +42만 B/D 정제 설비 준증설이 예상되며 규모 감소 역시 긍정적이다. 투자의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	36,168	33,052
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	429	924
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	193	499
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	1,659	4,276
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	35.4	13.8
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.7	9.5	6.6
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	10.8	2.1	5.4

S-Oil Valuation Table

24E BPS (원)	76,994
Target P/B (배)	1.0
적정가치 (원)	80,074
T.P (원)	80,000
Upside (%)	36.0

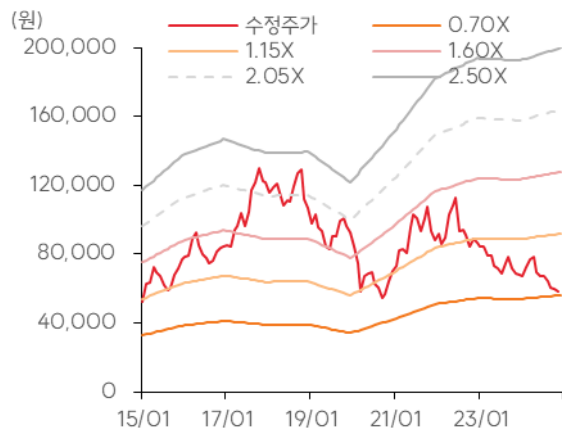
자료: S-Oil, SK 증권

S-OIL 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	36,513	32,770	36,168	33,052	36,725	34,713	-1.5%	-4.8%
영업이익 (십억원)	645	1,115	429	924	507	1,174	-15.4%	-21.3%
순이익 (십억원)	176	680	193	499	69	623	178.7%	-20.0%

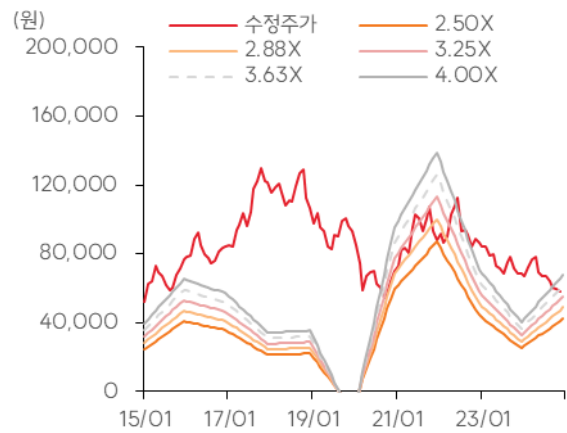
자료: S-OIL, SK 증권

S-Oil PBR Band Chart



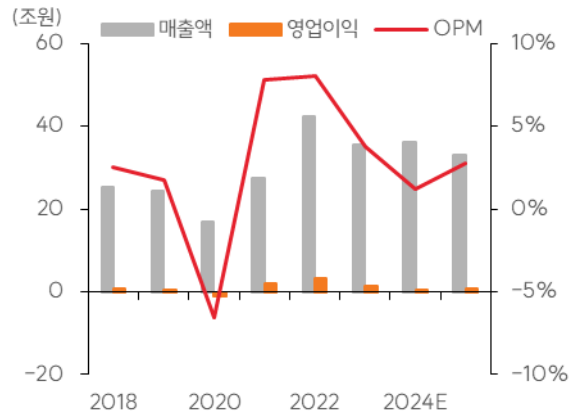
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



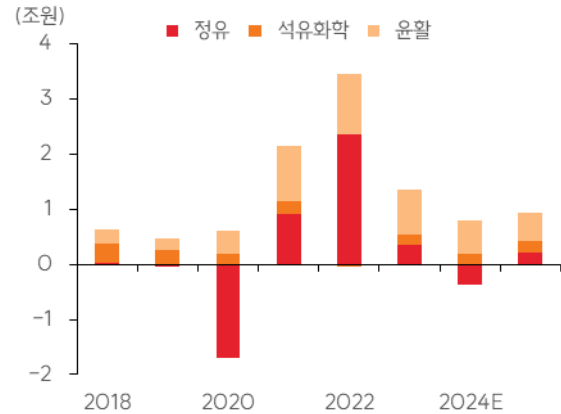
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



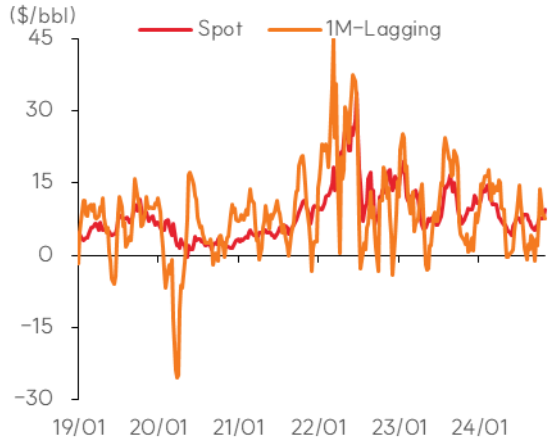
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,829.9	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,448.4	35,726.7	36,168.4	33,051.9
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,599.4	28,257.2	28,390.0	25,827.8
석유화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,130.3	4,384.7	4,737.2	4,419.6
운할	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	744.6	718.7	3,085.4	3,041.1	2,804.5
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-19.1%	-7.2%	2.5%	22.4%	-1.8%	-14.1%	-15.8%	1.2%	-8.6%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	15.1%	9.2%	-5.3%	2.8%	-7.6%	-4.4%	-	-	-
영업이익 (십억원)	515.7	36.4	858.9	-56.4	454.1	160.7	-414.9	229.5	1,354.6	429.3	924.0
정유	290.6	-292.1	666.2	-311.3	250.4	-95.0	-573.7	55.9	353.4	-362.4	214.3
석유화학	29.3	82.0	45.4	33.9	48.0	109.9	5.0	31.3	190.6	194.2	205.7
운할	195.8	246.5	147.2	221.0	155.7	145.8	153.8	142.3	810.5	597.6	504.1
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.9%	적지	-11.9%	341.1%	적전	흑전	-60.2%	-68.3%	115.2%
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%	-4.7%	2.7%	3.8%	1.2%	2.8%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	-8.3%	0.8%	1.3%	-1.3%	0.8%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	0.4%	2.8%	4.3%	4.1%	4.7%
운할	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	20.7%	19.8%	26.3%	19.7%	18.0%
순이익 (십억원)	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	-206.2	254.8	948.9	193.5	498.5
지배주주	265.3	-22.4	545.4	160.5	166.2	-21.3	-206.2	254.8	948.9	193.5	498.5
순이익률 (%)	2.9%	-0.3%	6.1%	1.6%	1.8%	-0.2%	-2.3%	3.0%	2.7%	0.5%	1.5%

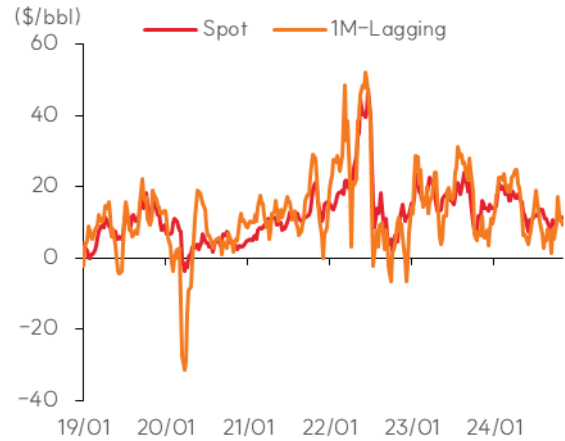
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



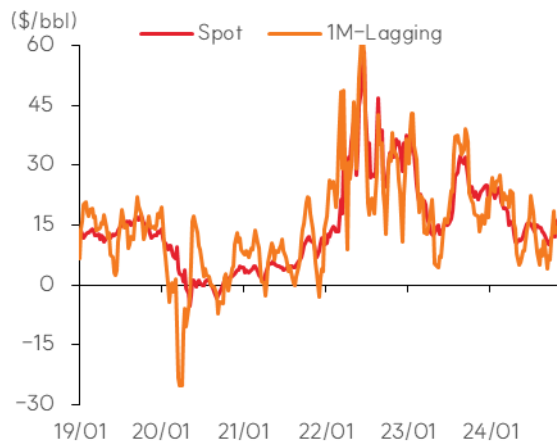
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



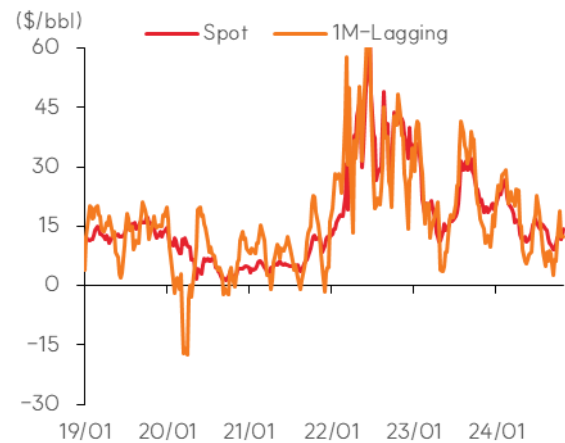
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



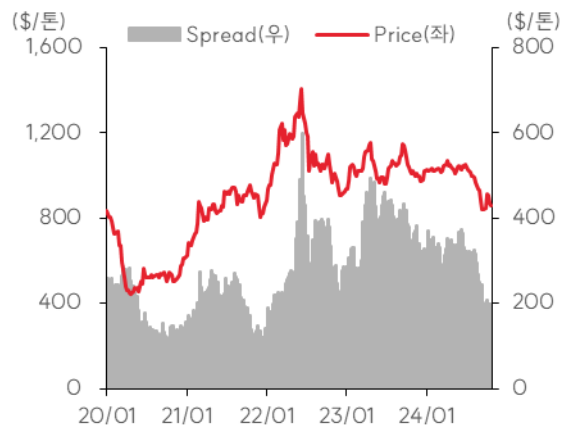
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



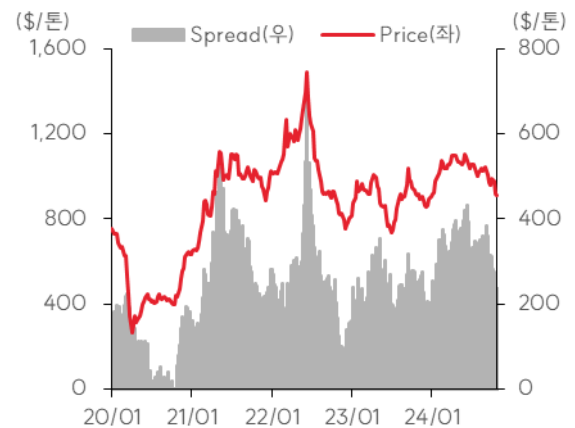
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

Benzene 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	9,648	8,546	8,101
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,963	1,372	1,233
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,990	2,570	2,460
재고자산	3,545	4,733	4,639	3,987	3,817
비유동자산	10,316	10,407	11,928	13,032	14,009
장기금융자산	140	275	251	130	125
유형자산	9,565	9,588	11,152	12,188	13,177
무형자산	108	106	116	153	143
자산총계	18,693	19,613	21,576	21,578	22,110
유동부채	8,505	8,213	9,255	9,312	9,358
단기금융부채	2,893	2,609	2,847	3,623	3,838
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	5,228	5,220	4,997
단기충당부채	3	3	24	21	20
비유동부채	3,200	2,917	3,284	3,223	3,400
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	12,535	12,758
지배주주지분	6,988	8,483	9,038	9,043	9,352
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	7,384	7,693
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,038	9,043	9,352
부채와자본총계	18,693	19,613	21,576	21,578	22,110

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,477	1,651	2,526	642	1,433
당기순이익(손실)	1,379	2,104	949	193	499
비현금성항목등	1,248	2,000	995	1,087	960
유형자산감가상각비	644	644	711	815	957
무형자산상각비	8	6	8	10	10
기타	596	1,350	276	262	-7
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	1,473	-364	41
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	-27	-36	110
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	209	677	170
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	882	217	-223
기타	-269	-538	-1,587	-406	-134
법인세납부	-86	-217	-695	-131	-67
투자활동현금흐름	197	-773	-2,066	-1,868	-1,894
금융자산의감소(증가)	-3	-2	0	-16	1
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-2,165	-1,832	-1,946
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-2	-47	0
기타	309	-202	102	28	51
재무활동현금흐름	-466	-1,514	193	558	212
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	229	215
장기금융부채의증가(감소)	-281	-819	649	568	186
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-189	-189
기타	-68	-78	-83	-50	0
현금의 증가(감소)	1,208	-635	653	-591	-139
기초현금	737	1,946	1,310	1,963	1,372
기말현금	1,946	1,310	1,963	1,372	1,233
FCF	1,380	1,083	360	-1,191	-514

자료 : S-Oil, SK증권 추정

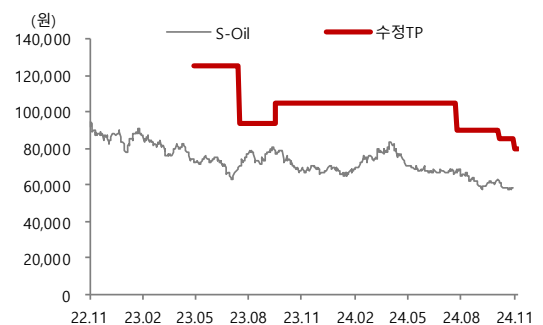
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	35,727	36,168	33,052
매출원가	24,695	38,291	33,621	34,991	31,464
매출총이익	2,769	4,155	2,106	1,178	1,588
매출총이익률(%)	10.1	9.8	5.9	3.3	4.8
판매비와 관리비	628	749	751	748	664
영업이익	2,141	3,405	1,355	429	924
영업이익률(%)	7.8	8.0	3.8	1.2	2.8
비영업손익	-263	-507	-223	-212	-358
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	217	566
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	3.2	0.6	1.7
계속사업법인세	499	794	183	24	67
계속사업이익	1,379	2,104	949	193	499
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	949	193	499
순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	0.5	1.5
지배주주	1,379	2,104	949	193	499
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	2.7	0.5	1.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	927	194	499
지배주주	1,422	2,113	927	194	499
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,074	1,254	1,891

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-15.8	1.2	-8.6
영업이익	흑전	59.0	-60.2	-68.3	115.2
세전계속사업이익	흑전	54.3	-61.0	-80.8	160.2
EBITDA	흑전	45.2	-48.9	-39.5	50.8
EPS	흑전	52.7	-54.9	-79.6	157.7
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	4.6	0.9	2.3
ROE	21.8	27.2	10.8	2.1	5.4
EBITDA마진	10.2	9.6	5.8	3.5	5.7
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	104.2	91.8	86.6
부채비율	167.5	131.2	138.7	138.6	136.4
순차입금/자기자본	55.4	43.9	42.5	57.3	61.2
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	8.8	0.0	0.0
배당성향	32.1	30.4	20.9	97.8	45.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	8,137	1,659	4,276
BPS	59,945	72,770	77,522	77,565	80,217
CFPS	17,412	23,620	14,305	8,735	12,572
주당 현금배당금	3,800	5,500	1,700	1,625	1,925
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	8.6	35.4	13.8
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	4.9	3.5	4.9	6.7	4.7
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.7	9.5	6.6
배당수익률	4.4	6.6	2.4	2.8	3.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.05	매수	80,000원	6개월		
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 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 11월 05일 기준)

매수	96.36%	중립	3.64%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------