

S-Oil (010950)

다시 흑자 전환 전망

투자의견

BUY(유지)

목표주가

73,000 원(하향)

현재주가

58,800 원(11/04)

시가총액

6,620(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 실적 수정을 반영해 목표주가 73,000원(-13%, BPS 감소 반영)으로 하향, 투자의견 BUY 유지. 3Q24 매출액 8.8조 원(-8%qoq, -2%yoy), 영업손실 4,149억원(적전qoq, 적전yoy)으로 낮아진 영업이익 컨센서스를 하회하는 부진한 실적. 국제유가와 환율 영향으로 정유 사업 재고평가손실 규모 확대되며 대규모 적자 전환. 아시아 정제마진은 0.4 달러/배럴 상승하였으나, 여전히 고정비를 커버하지 못하는 수준에 머물렀으며, 화학 사업도 가솔린 블렌딩 수요 악화로 아로마틱을 중심으로 스프레드 축소되며 영업이익 감소. 윤활유는 증설이 부재하는 속 원가 하락으로 스프레드 확대되며 소폭 증익. 순이익은 환차익 발생하며 영업이익 감소를 일부 만회
- 4Q24 매출액 9조원(+3%qoq, -7%yoy), 영업이익 953억원(흑전qoq, 흑전yoy) 전망. 4Q 아시아 역내 정기보수 물량은 전년 대비 143만b/d 증가하며 정제마진 상승을 견인할 전망. 다만, 동사의 특성상 분기말 유가 레벨에 따라 재고평가 및 손익 변동성은 커질 수 있음. 낮은 국제유가와 높은 환율이 4Q까지 영향을 줄 것이라 판단

주가(원,11/4)	58,800
시가총액(십억원)	6,620

발행주식수	112,583천주
52주 최고가	84,500원
최저가	56,900원
52주 일간 Beta	0.19
60일 일평균거래대금	142억원
외국인 지분율	75.9%
배당수익률(2024F)	0.0%

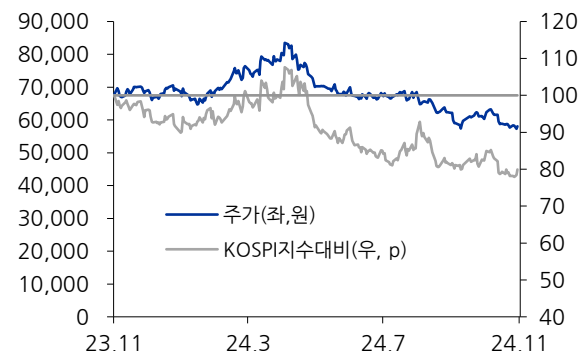
주주구성	
Aramco (외 6인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-6.5	-13.1	-22.5
절대기준	-5.8	-16.4	-13.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	73,000	83,000	▼
영업이익(24)	295	1,409	▼
영업이익(25)	1,392	2,080	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	35,727	36,855	36,493	36,931
영업이익	1,355	295	1,392	2,040
세전손익	1,132	-41	1,026	1,679
당기순이익	949	-238	789	1,287
EPS(원)	8,428	-2,116	7,009	11,431
증감률(%)	-54.9	적전	흑전	63.1
PER(배)	8.3	-	8.4	5.1
ROE(%)	10.8	-2.7	8.8	13.0
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.7	10.9	6.0	4.5

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 중국 수출쿼터

- 3차 수출쿼터 800 만톤 발표
- 연중 추가 쿼터발행 가능성 제한적이라 전망
- 중국 경기 소폭 개선되는 징후 포착
- 중국 내수 수요가 추가 감소해 중국발 수출물량이 확대될 가능성은 낮다고 판단

Q. 밸류업

- 회사의 이익 규모를 증대시키는 것이 가장 이상적인 주주환원이라 생각
- PBR 동일업종 업체 대비 높은 수준 유지 중
- 구체적 밸류업 플랜을 준비해서 내년에 공시하는 방안 검토 중

Q. PX 설비 화재 영향

- 메인공정 즉시 재가동해 Aromizer 는 가동 중
- Xymax 공정만 가동 중단
- Xymax 중단으로 PX 수율 감소하나 가솔린 블렌딩용 및 MX 생산이 증가하므로 손익 영향 제한적
- '25.3 모든 공정 정상화 전망
- 손실 250만불 초과분 + 초기 60일 초과분은 재산종합보험, 휴지보험으로 전액 만회 가능할 전망

Q. 사신프로젝트 자금조달계획 변동

- 현재까지 변동 X
- 총 투자금의 약 29%를 외부조달(차입)계획
- 시설자금대출 및 대주주차입 약정은 이미 완료 (투자금의 67%)
- 아람코 원유외상기일 등 탄력적 활용해 대응 가능

Q. 액침냉각 update

- 10월 말 고인화점 액침냉각유 'e-쿨링 솔루션' 출시
- 글로벌 탭티어 서버제품으로 실증 진행

Q. 아람코 COTC 재검토

- 사실여부 답변 곤란
- 중동 내 COTC 프로젝트들이 취소된다면 원가경쟁력 높은 당사 사신프로젝트의 수혜 전망

Q. SAF update

- co-processing 용 배관/탱크 등 설비투자 진행 중
- 중장기적으로 별도의 SAF 설비투자도 검토 중
- MOU 통해 저가에 원료 공급 가능하도록 추진 중
- 프로젝트 초기 단계로 구체적 CAPA, 경쟁력 등에 대해서는 추후 소통 예정

Q. CAPEX

- 현재까지 연간 계획물량 절반 미만의 자금을 집행했으나 계획을 벗어난 것은 아님
- 나머지 금액은 연내 대부분 집행 예정

Q. 배당

- 시기상조
- 배당성향 기준으로 가이드스 제시한 바 있음

Q. 신규정제설비

- 나이지리아 Dangote(65 만 b/d)

· 가동률 40~50%로 파악

· 휘발유 생산 위한 납사 reformer 가동으로 수출 물량 거의 없는 상황

· 이를 통해 생산된 휘발유는 10 만 b/d 이하 수준이며 전량 내수 공급 중인 것으로 파악

· RFCC 가동으로 단계적 휘발유 생산 증가 예상되나 글로벌 시장에 의미있는 영향을 줄 만큼의 물량은 내년 중 시차를 두고 나올 것이라 전망

- 멕시코 Olmeca(35 만 b/d)

· 여전히 일부 설비에 대한 작업 진행 중인 것으로 파악

· CDU 가동에 어려움을 겪고 있는 듯

· 1H25 이후 정상 가동 가능할 것

- 중국 Yulong(40 만 b/d)

· 지난 8월 20 만 b/d CDU 테스트 시작

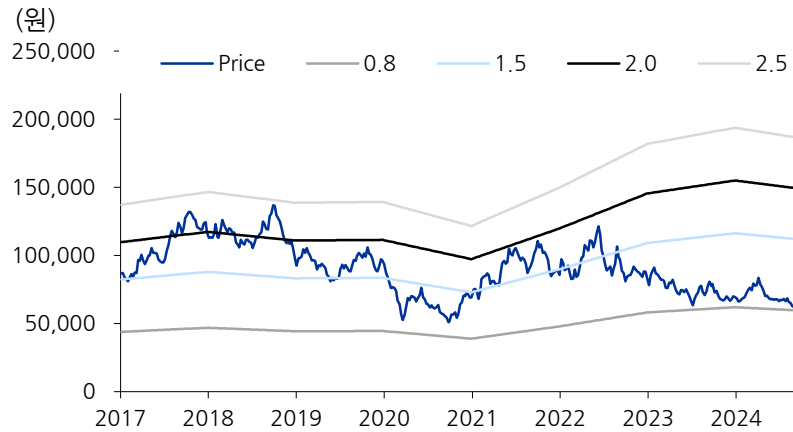
· 그러나 내년 중반이 되어야 유의미한 제품 생산 가능할 전망

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	38,143	37,669	36,855	36,493	(3.4)	(3.1)
영업이익	1,409	2,080	295	1,392	(79.1)	(33.1)
영업이익률(%)	3.7	5.5	0.8	3.8	(2.9)	(1.7)
EBITDA	2,397	3,221	1,283	2,532	(46.5)	(21.4)
EBITDA 이익률(%)	6.3	8.6	3.5	6.9	(2.8)	(1.6)
순이익	856	1,288	-238	789	적전	(38.8)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,571	8,841	9,135	35,727	36,855	36,493
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,451	6,894	7,124	28,257	28,914	28,083
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,309	1,202	1,256	4,385	4,863	5,340
운환유	763	811	676	836	767	811	745	755	3,085	3,078	3,070
영업이익	516	36	859	8	454	161	(415)	95	1,418	295	1,392
정유	291	(292)	666	(266)	250	(95)	(574)	(102)	399	(520)	550
석유화학	29	82	45	47	48	110	5	35	204	198	148
운환유	196	247	147	226	156	146	154	162	816	617	693
OPM(%)	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	1.7	(4.7)	1.0	4.0	0.8	3.8
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	(1.3)	(8.3)	(1.4)	1.4	(1.8)	2.0
석유화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	8.4	0.4	2.8	4.6	4.1	2.8
운환유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	18.0	20.7	21.4	26.4	20.1	22.6
세전이익	355	(34)	737	74	227	(41)	(272)	45	1,132	(41)	1,026
순이익	265	(22)	545	161	166	(21)	(206)	(177)	949	(238)	789

자료: S-OIL, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,613	21,576	23,169	25,089	25,158
유동자산	9,206	9,648	9,069	8,923	9,012
현금성자산	1,494	1,999	1,144	1,075	1,071
매출채권	2,964	2,990	3,071	3,041	3,077
재고자산	4,733	4,639	4,834	4,787	4,844
비유동자산	10,407	11,928	14,100	16,166	16,146
투자자산	713	661	682	675	683
유형자산	9,588	11,152	13,308	15,386	15,362
기타	106	116	110	105	101
부채총계	11,130	12,539	14,606	15,737	14,695
유동부채	8,213	9,255	8,765	8,710	8,776
매입채무	4,752	6,074	5,584	5,529	5,596
유동성이자부채	2,609	2,847	2,847	2,847	2,847
기타	852	333	333	333	333
비유동부채	2,917	3,284	5,842	7,027	5,919
비유동이자부채	2,611	2,991	5,546	6,729	5,618
기타	306	293	296	298	301
자본총계	8,483	9,038	8,563	9,352	10,463
자배지분	8,483	9,038	8,563	9,352	10,463
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	6,943	7,732	8,844
기타	32	35	(4)	(4)	(4)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,483	9,038	8,563	9,352	10,463
총차입금	5,220	5,838	8,393	9,576	8,465
순차입금	3,726	3,839	7,249	8,501	7,394

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,651	2,526	2,486	3,144	1,283
당기순이익	2,104	949	(238)	789	1,287
자산상각비	650	719	988	1,141	1,139
기타비현금성손익	715	(130)	2,502	1,191	(1,115)
운전자본증감	(2,132)	1,473	(766)	23	(28)
매출채권감소(증가)	(386)	(27)	(81)	30	(36)
재고자산감소(증가)	(1,338)	209	(195)	48	(57)
매입채무증가(감소)	221	882	(490)	(55)	66
기타	(630)	409	0	0	0
투자현금	(773)	(2,066)	(3,143)	(3,212)	(1,112)
단기투자자산감소	(2)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	(3)	(4)	1	(2)
설비투자	(599)	(2,186)	(3,136)	(3,211)	(1,108)
유형자산처분	30	20	0	0	0
무형자산처분	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무현금	(1,514)	193	(198)	0	(176)
차입금증가	(819)	649	0	0	0
자본증가	(617)	(373)	(198)	0	(176)
배당금지급	(617)	(373)	198	0	176
현금 증감	(635)	653	(855)	(69)	(5)
기초현금	1,946	1,310	1,963	1,108	1,039
기말현금	1,310	1,963	1,108	1,039	1,035
Gross Cash flow	4,104	1,944	3,252	3,121	1,311
Gross Investment	2,904	593	3,909	3,189	1,140
Free Cash Flow	1,201	1,351	(657)	(69)	171

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	36,855	36,493	36,931
증가율(%)	54.6	(15.8)	3.2	(1.0)	1.2
매출원가	38,291	33,621	35,751	34,235	34,014
매출총이익	4,155	2,106	1,104	2,258	2,918
판매 및 일반관리비	749	751	809	867	877
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	3,405	1,355	295	1,392	2,040
증가율(%)	59.0	(60.2)	(78.2)	371.6	46.6
EBITDA	4,055	2,074	1,283	2,532	3,179
증가율(%)	45.2	(48.9)	(38.1)	97.4	25.5
영업외손익	(506)	(223)	(336)	(366)	(362)
이자수익	33	60	55	52	47
이자비용	151	237	332	351	344
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(388)	(46)	(59)	(67)	(65)
세전순이익	2,899	1,132	(41)	1,026	1,679
증가율(%)	54.3	(61.0)	적전	흑전	63.6
법인세비용	794	183	198	237	392
당기순이익	2,104	949	(238)	789	1,287
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	63.1
지배주주지분	2,104	949	(238)	789	1,287
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	63.1
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	18,692	8,428	(2,116)	7,009	11,431
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	63.1
수정EPS(원)	18,692	8,428	(2,116)	6,948	11,360
증가율(%)	52.7	(54.9)	적전	흑전	63.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,692	8,428	(2,116)	7,009	11,431
BPS	72,754	77,506	73,433	80,200	89,731
DPS	5,500	1,700	0	1,500	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	4.5	8.3	-	8.4	5.1
PBR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.9	6.0	4.5
배당수익률	6.6	2.4	-	2.6	3.4
PCR	2.4	4.2	2.1	2.2	5.2
수익성(%)					
영업이익률	8.0	3.8	0.8	3.8	5.5
EBITDA이익률	9.6	5.8	3.5	6.9	8.6
순이익률	5.0	2.7	(0.6)	2.2	3.5
ROE	27.2	10.8	(2.7)	8.8	13.0
ROIC	21.6	9.1	1.5	6.4	8.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.9	42.5	84.7	90.9	70.7
유동비율	112.1	104.2	103.5	102.4	102.7
이자보상배율	22.5	5.7	0.9	4.0	5.9
활동성 (회)					
총자산회전율	2.2	1.7	1.6	1.5	1.5
매출채권회전율	14.6	12.0	12.2	11.9	12.1
재고자산회전율	10.3	7.6	7.8	7.6	7.7
매입채무회전율	8.5	6.6	6.3	6.6	6.6

