

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%

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, 유회부문은 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, 유회 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.



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



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

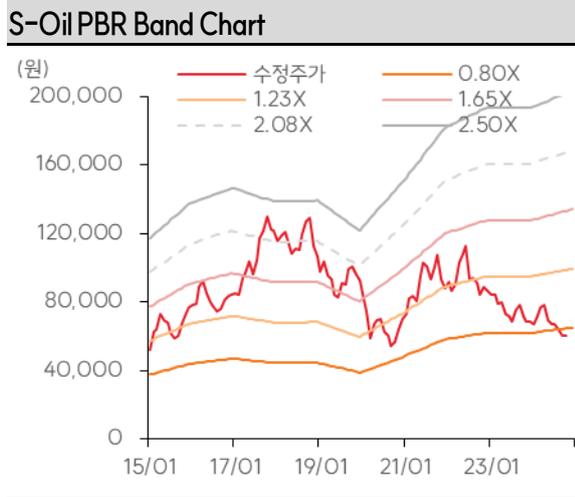
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	35,727	36,513	32,770
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	1,355	645	1,115
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	949	176	680
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	8,137	1,513	5,832
PER	배	-10.1	7.2	4.6	8.6	41.8	10.8
PBR	배	1.4	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	-27.7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

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

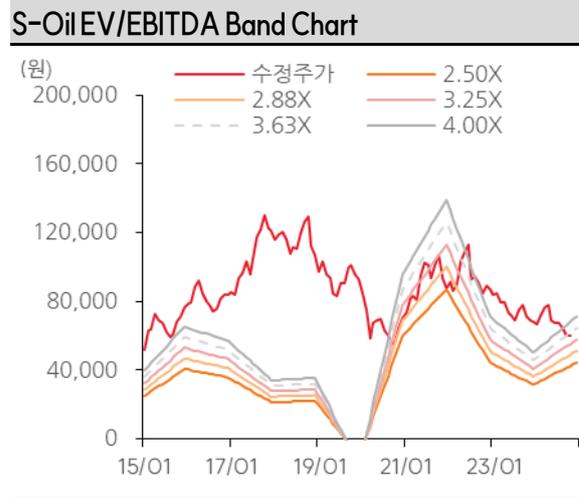
자료: S-Oil, SK 증권

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

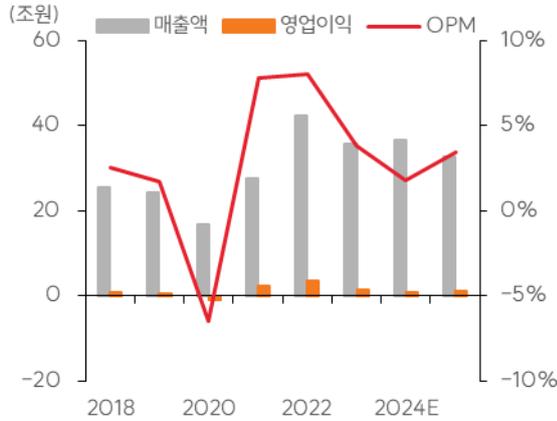


자료: FnGuide, SK 증권



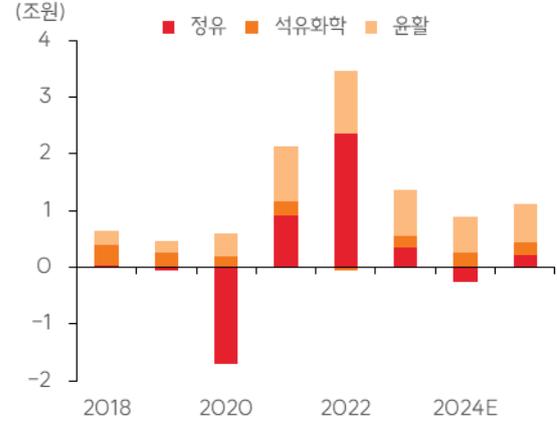
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



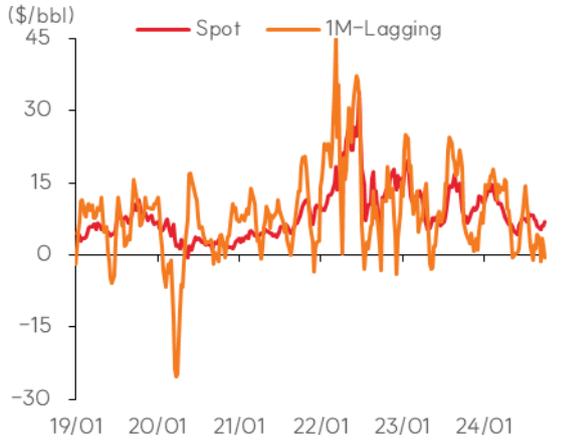
자료: S-Oil, SK 증권

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%

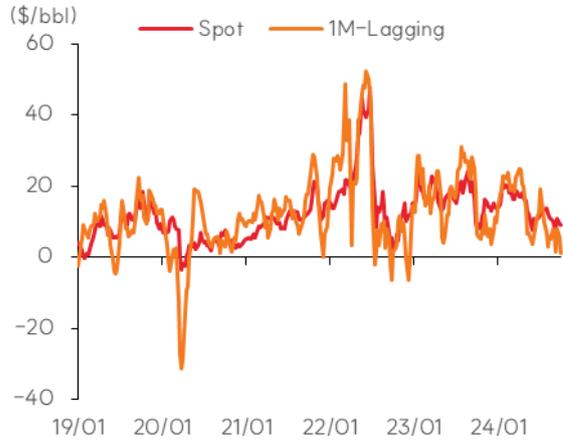
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



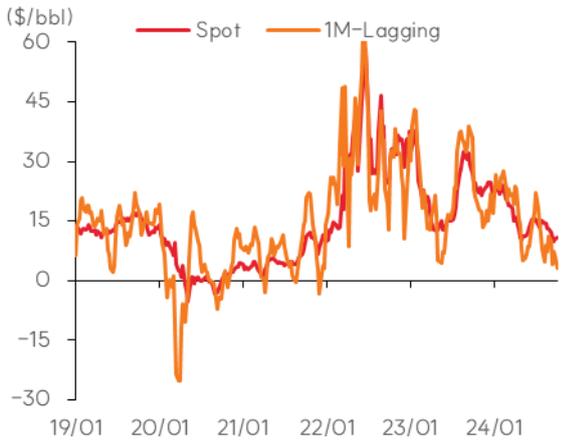
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



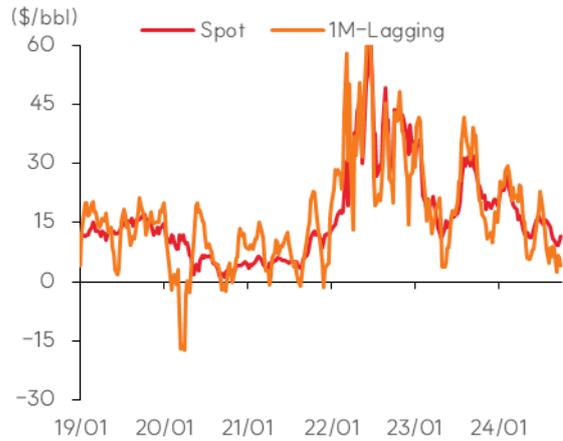
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



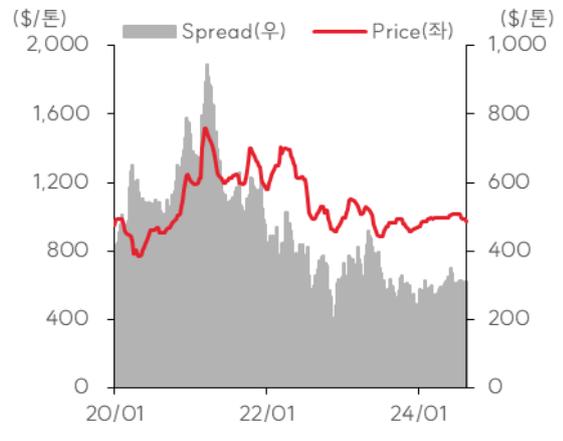
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



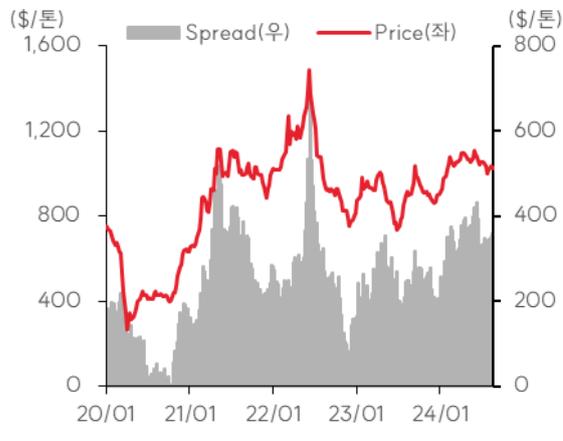
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료: 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	8,642	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
부채외자본총계	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-에, SK증권 추정

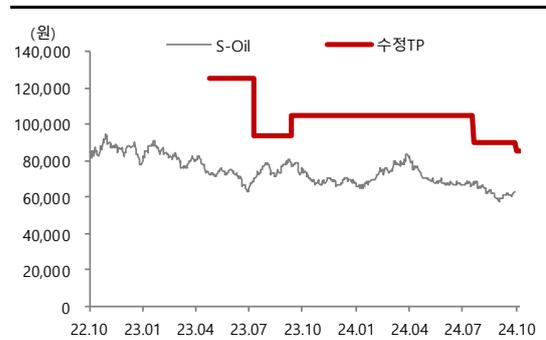
포괄손익계산서

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) 추가대비
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 기관투자가 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%
----	--------	----	-------	----	-------