

✓ 투자판단 매수 (유지) ✓ 목표주가 90,000 원 (하향)
 ✓ 상승여력 47.1% ✓ 현재주가 (9월 30일) 61,200 원

신한생각 연말까지 시황 약세 지속

3분기 국제유가 및 정제마진은 지정학적 리스크 고조에도 펀더멘탈 둔화가 지속되며 큰 폭의 조정 시현. 중국 경기 부진에 따른 글로벌 수요 둔화, OPEC+ 자발적 감산 축소(12월), 중국 수출 증가 등 어려운 영업환경 지속. 연말까지 업황 약세 이어지겠으나 겨울철 난방 수요 성수기 및 낮은 석유제품 재고 등을 감안하면 추가적인 둔화 가능성은 제한적이라는 판단

3Q24 Preview: 정유 부문 적자폭 확대로 컨센서스 하회

3Q24 영업이익 -2,123억원으로 적자전환하며 컨센서스 3,307억원 하회 전망. 정유 영업이익 -4,112억원으로 적자폭 확대 예상. 1) 유가 급락에 따른 재고평가손실(-1,540억원), 2) 정제마진(래깅) 하락, 3) 사우디 OSP 상승(원가↑)으로 실적 부진 불가피. 특히 드라이빙 시즌임에도 전기차 보급 확대 및 경기 침체 우려 등으로 휘발유 마진이 11달러/배럴(팬데믹 이전 10년 평균 14달러)을 기록하며 복합정제마진 약세 전인

화학은 PX 스프레드 하락(-18%), 올레핀(PP/PO) 시황 약세, 설비 트러블 영향으로 93억원(-92%, 이하 QoQ) 예상. 윤활 영업이익은 원가 하락에 따른 스프레드 상승(+8%)으로 1,896억원(+30%) 전망

Valuation & Risk

목표주가는 실적 추정치 하향 조정을 반영해 90,000원(-10%)으로 하향. 예상보다 급격한 유가 하락 및 정제마진 약세로 주가는 연중 최저 수준까지 하락. 단기 시황 반등을 기대하기 어려우나 연말로 갈수록 점차 회복될 펀더멘탈을 감안할 경우 PBR(주가순자산비율) 0.77배로 밸류에이션 매력은 유효하다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	42,446.0	3,405.2	2,104.4	4.7	27.2	1.1	3.3	6.6
2023	35,726.7	1,354.6	948.8	8.6	10.8	0.9	5.7	2.4
2024F	36,852.4	548.3	301.4	24.4	3.3	0.8	9.8	4.9
2025F	34,268.5	1,189.8	780.3	9.2	8.5	0.8	8.1	4.9
2026F	33,225.3	1,455.1	1,016.0	7.1	10.4	0.7	7.3	4.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[정유]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

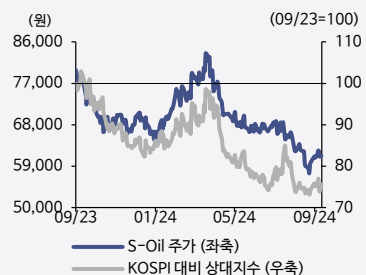
시가총액	6,890.1 십억원
발행주식수(유동비율)	112.6 백만주 (36.6%)
52주 최고가/최저가	83,500 원/57,400 원
일평균 거래액 (60 일)	15,542 백만원
외국인 지분율	76.2%

주요주주 (%)

Aramco Overseas Company BV 외 6 인	63.4
국민연금공단	7.3

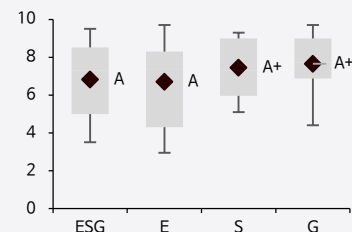
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.9)	(8.0)	(22.7)	(10.8)
상대	1.1	(0.7)	(26.5)	(8.2)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



S-Oil 2024년 3분기 실적 전망

(십억원, %)	3Q24F	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	컨센서스
매출액	9,052.2	9,570.8	(5.4)	8,999.6	0.6	9,568.2
영업이익	(212.3)	160.6	적전	858.9	적전	330.7
세전이익	(294.8)	(40.9)	적지	737.0	적전	331.8
순이익	(227.0)	(21.3)	적지	545.4	적전	246.7
영업이익률	(2.3)	1.7	-	9.5	-	3.5

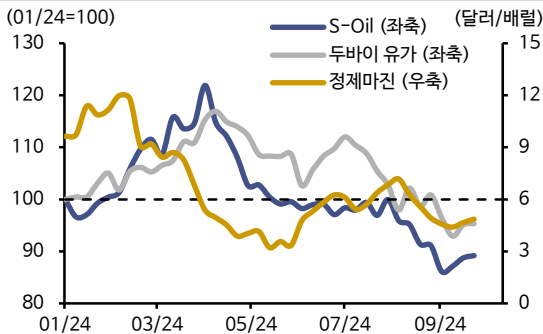
자료: FnGuide, 신한투자증권

S-Oil 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4	9,308.5	9,570.8	9,052.2	8,921.0	27,463.9	42,446.0	35,726.7	36,852.4	34,268.5
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	7,114.1	7,027.9	20,190.7	34,004.9	28,257.2	29,038.2	26,462.1
화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,181.1	1,156.2	4,657.3	5,025.5	4,384.7	4,742.6	4,878.3
운할기유	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	757.0	736.8	2,615.8	3,415.5	3,085.4	3,071.6	2,928.0
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.6	454.1	160.6	(212.3)	145.8	2,140.9	3,405.2	1,354.6	548.3	1,189.8
정유	290.6	(292.1)	666.2	(265.7)	250.4	(95.0)	(411.2)	(43.3)	908.2	2,346.5	399.0	(299.2)	331.5
화학	29.3	82.0	45.4	47.0	48.0	109.9	9.3	21.5	243.8	(48.9)	203.7	188.7	182.8
운할기유	195.8	246.5	147.2	226.2	155.7	145.8	189.6	167.7	989.0	1,110.4	815.7	658.8	675.5
세전이익	354.9	(33.8)	737.0	73.6	227.2	(40.9)	(294.8)	498.2	1,878.0	2,898.5	1,131.7	389.7	1,000.3
지배순이익	265.3	(22.4)	545.4	160.5	166.2	(21.3)	(227.0)	383.6	1,378.5	2,104.4	948.8	301.4	780.3
영업이익률	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	1.7	(2.3)	1.6	7.8	8.0	4.0	1.5	3.5
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	(1.3)	(5.8)	(0.6)	4.5	6.9	1.4	(1.0)	1.3
화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	8.4	0.8	1.9	5.2	(1.0)	4.6	4.0	3.7
운할기유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	18.0	25.1	22.8	37.8	32.5	26.4	21.4	23.1

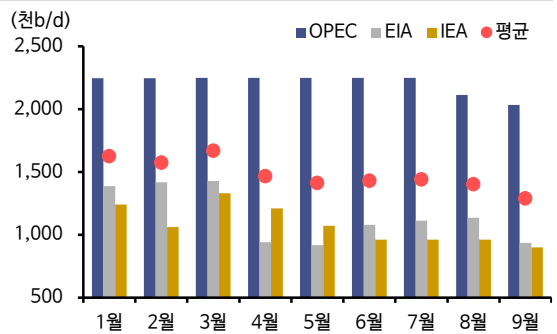
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 주가, 두바이 유가 상대지수 및 정제마진



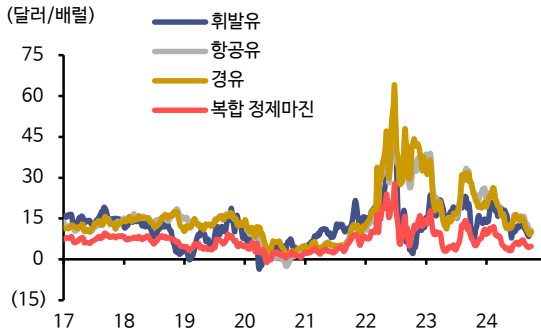
자료: Petronet, QuantiWise, 신한투자증권

에너지전문 기관별 2024년 석유 수요 전망치



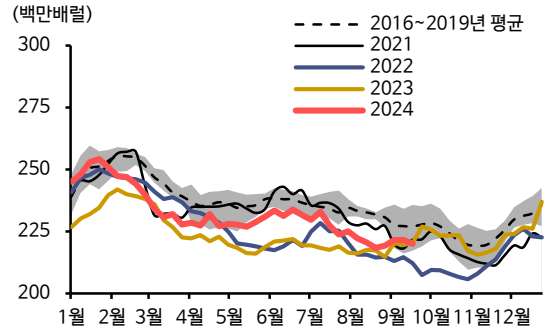
자료: OPEC, IEA, EIA, 신한투자증권

석유제품별 및 복합정제마진 추이



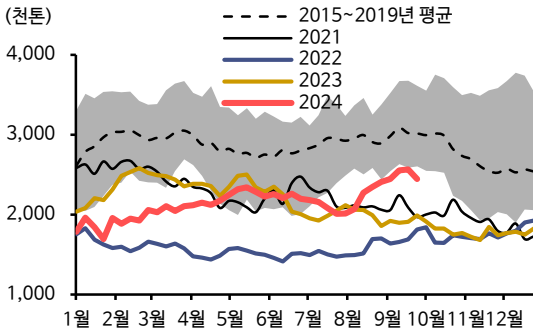
자료: Petronet, 신한투자증권

미국 휘발유 재고



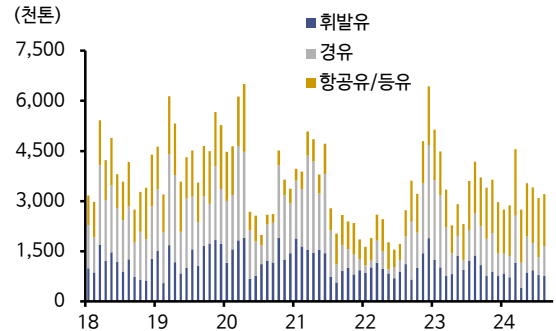
자료: Bloomberg, 신한투자증권

유럽 등/경유 재고



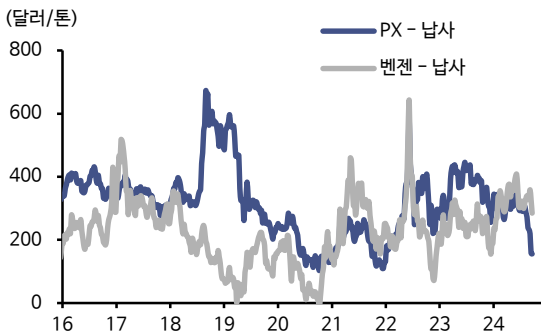
자료: Petronet, 신한투자증권

중국 석유제품별 수출 추이



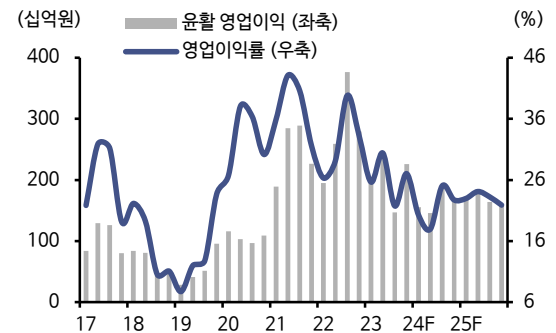
자료: CEIC, 신한투자증권

PX, 벤젠 스프레드



자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

윤활 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



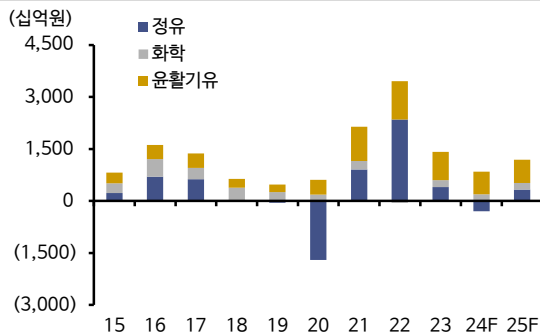
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil Valuation

	기존	신규			비고
	12MF	2024F	12MF	2025F	
BPS (원)	84,935	77,111	79,586	80,823	과거 10년 평균 최저 PBR
목표 PBR (배)	1.2	1.2	1.2	1.1	
목표주가 (원)	100,000	90,000	90,000	90,000	

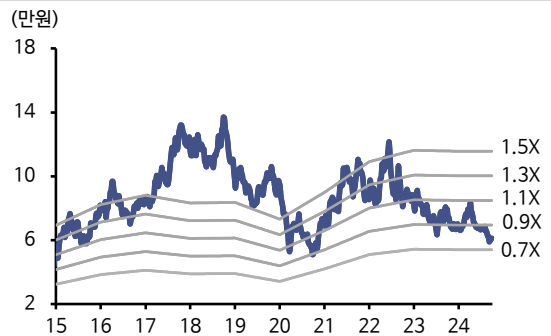
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

국내 및 글로벌 Peers 그룹 Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS 성장률		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
국내 정유																
SK이노베이션	8,477	19.0	154.2	9.1	0.5	0.5	0.5	9.8	9.7	6.6	2.8	0.1	5.5	(84.1)	(73.0)	1590.4
S-Oil	5,210	7.2	9.7	6.4	0.8	0.7	0.7	5.3	5.7	4.9	11.1	8.4	12.5	(54.9)	(22.5)	50.4
HD현대	4,569	12.2	7.3	4.6	0.8	0.7	0.7	8.5	6.9	5.4	6.4	10.5	15.0	(81.2)	179.0	59.0
해외 정유																
ExxonMobil(미)	520,788	12.6	14.2	13.3	2.3	1.9	1.9	7.6	7.4	7.0	18.7	15.5	15.3	(33.0)	(7.1)	6.7
Chevron(미)	269,345	11.2	13.3	11.8	1.7	1.7	1.7	5.7	6.2	5.8	15.4	13.2	14.8	(37.9)	(3.2)	13.1
글로벌 화학																
LG화학	19,030	17.8	33.1	12.0	0.8	0.8	0.8	8.4	8.0	5.4	4.5	2.7	6.7	(27.8)	(37.1)	176.0
롯데케미칼	3,283	-	-	16.0	0.3	0.3	0.3	15.8	15.8	8.5	(0.1)	(1.8)	1.6	적전	적지	흑전
BASF(독)	47,244	15.3	14.3	11.8	1.1	1.2	1.2	8.7	8.1	7.2	5.2	7.6	9.4	흑전	1234.4	21.2
LYB(미)	31,176	11.0	12.2	10.2	2.4	2.3	2.2	7.5	7.9	7.2	22.4	19.2	21.1	(45.3)	20.9	20.0

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

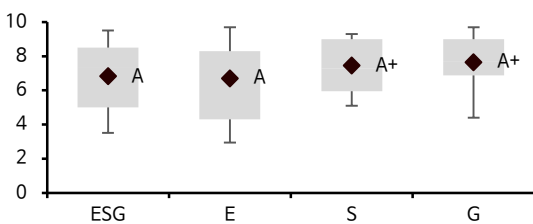
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: '비전 2030'을 통해 탄소배출량 감축 등 다양한 노력을 통하여 친환경 에너지 화학 기업으로 변화하고자 함
- ◆ 사회: 효과적인 인재 관리를 비롯해 업무 효율성 향상을 위한 복지 제도를 구축하고 육성과 화합의 노사관계 추구
- ◆ 지배구조: 대표이사 산하의 ESG위원회 신설을 통해 ESG 분야의 기본 정책, 전략 등을 체계적으로 관리

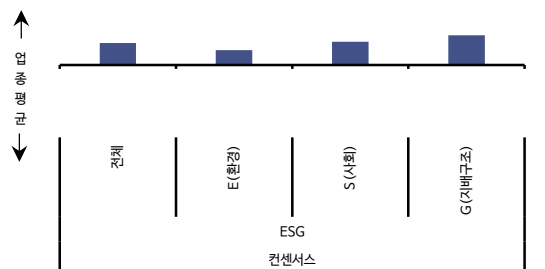
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

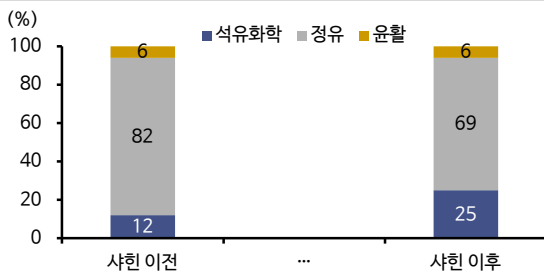
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

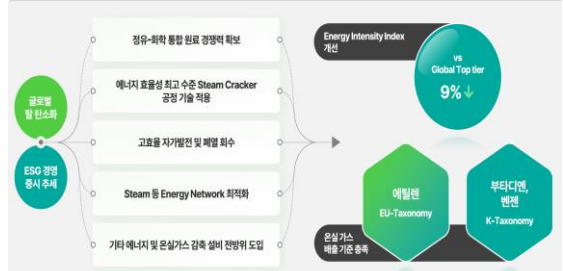
Key Chart

사한 프로젝트(TC2C 도입) 이후 부문별 비중 변화



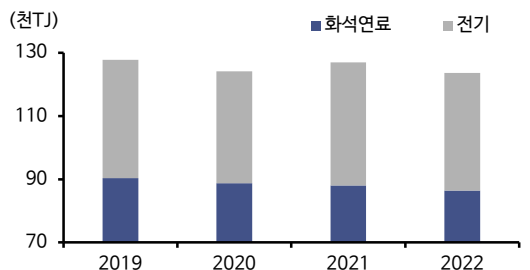
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사한 프로젝트의 친환경 성과 달성 목표



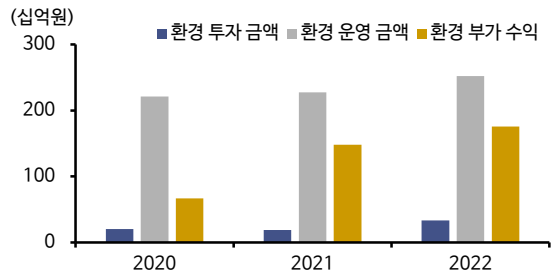
자료: 회사 자료, 신한투자증권

에너지 사용량 상세



자료: 회사 자료, 신한투자증권

환경 투자 금액, 운영 금액, 부가 수익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	19,613.1	21,576.1	23,137.1	24,915.2	25,930.3
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,811.0	7,186.3	7,006.0
현금및현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,960.9	704.4	721.4
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,377.6	2,210.9	2,143.6
재고자산	4,733.2	4,639.2	3,685.2	3,426.8	3,322.5
비유동자산	10,407.2	11,928.4	14,326.1	17,728.8	18,924.3
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,546.1	16,950.6	18,150.7
무형자산	106.4	115.6	115.7	110.4	104.6
투자자산	138.5	167.7	171.2	174.8	176.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	11,129.7	12,538.6	14,145.5	15,490.8	15,837.4
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,973.1	10,004.8	10,078.9
단기차입금	1,939.1	2,142.5	2,842.5	3,400.3	3,730.3
매출채무	3,172.4	3,989.5	3,693.8	3,434.8	3,330.2
유동성장기부채	589.8	639.8	875.9	788.3	709.4
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,172.4	5,486.0	5,758.5
사채	2,426.8	2,137.0	3,030.1	4,378.6	4,659.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	184.1	853.6	839.6	825.9	825.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,991.6	9,424.4	10,092.9
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
기타자본	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	36.8	36.8	36.8
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,333.6	7,766.4	8,435.0
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	8,991.6	9,424.4	10,092.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	5,219.6	5,838.1	7,655.3	9,455.7	9,986.0
*순차입금(순현금)	3,725.7	3,838.9	5,644.1	8,680.8	9,196.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,573.8	1,410.1	1,728.5
당기순이익	2,104.4	948.8	301.4	780.3	1,016.0
유형자산상각비	643.6	711.5	742.1	747.7	752.0
무형자산상각비	6.2	7.7	10.1	11.2	11.2
외환환산손실(이익)	(217.9)	(90.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(9.5)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	(2.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
운전자본변동	(2,132.3)	1,473.1	560.5	(88.6)	(10.3)
(법인세납부)	(217.4)	(695.5)	(88.2)	(220.1)	(286.6)
기타	1,474.2	184.1	63.8	195.5	262.1
투자활동으로인한현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(3,135.6)	(4,153.0)	(1,927.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(598.8)	(2,185.6)	(3,136.2)	(4,152.1)	(1,952.1)
유형자산의감소	29.9	20.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.8)	(2.5)	(10.2)	(5.9)	(5.3)
투자자산의감소(증가)	(1.8)	136.6	25.2	25.1	27.5
기타	(201.7)	(34.9)	(14.4)	(20.1)	2.1
FCF	1,208.7	514.1	(1,331.4)	(2,509.1)	(33.2)
재무활동으로인한현금흐름	(1,514.1)	193.2	1,526.1	1,452.9	182.9
차입금의 증가(감소)	(818.6)	649.1	1,817.2	1,800.4	530.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(617.1)	(372.7)	(291.1)	(347.4)	(347.4)
기타	(78.4)	(83.2)	(0.0)	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	33.4	33.3	33.5
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(635.2)	653.0	(2.3)	(1,256.6)	17.0
기초현금	1,945.5	1,310.3	1,963.3	1,960.9	704.4
기말현금	1,310.3	1,963.3	1,960.9	704.4	721.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,852.4	34,268.5	33,225.3
증감률 (%)	54.6	(15.8)	3.2	(7.0)	(3.0)
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,445.9	32,280.8	30,998.1
매출총이익	4,154.6	2,105.7	1,406.5	1,987.7	2,227.3
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	3.8	5.8	6.7
판매관리비	749.4	751.2	858.2	797.9	772.1
영업이익	3,405.2	1,354.6	548.3	1,189.8	1,455.1
증감률 (%)	59.0	(60.2)	(59.5)	117.0	22.3
영업이익률 (%)	8.0	3.8	1.5	3.5	4.4
영업외손익	(506.6)	(222.9)	(158.6)	(189.5)	(152.6)
금융손익	(324.1)	(201.2)	(170.9)	(201.8)	(224.9)
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	8.0	8.0	68.0
종속 및 관계기업관련손익	(0.2)	2.3	4.3	4.3	4.3
세전계속사업이익	2,898.5	1,131.7	389.7	1,000.3	1,302.5
법인세비용	794.2	182.9	88.2	220.1	286.6
계속사업이익	2,104.4	948.8	301.4	780.3	1,016.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	301.4	780.3	1,016.0
증감률 (%)	52.7	(54.9)	(68.2)	158.8	30.2
순이익률 (%)	5.0	2.7	0.8	2.3	3.1
(지배주주)당기순이익	2,104.4	948.8	301.4	780.3	1,016.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종포괄이익	2,112.6	926.7	301.4	780.3	1,016.0
(지배주주)종포괄이익	2,112.6	926.7	301.4	780.3	1,016.0
(비지배주주)종포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,300.5	1,948.6	2,218.3
증감률 (%)	45.2	(48.9)	(37.3)	49.8	13.8
EBITDA 이익률 (%)	9.6	5.8	3.5	5.7	6.7

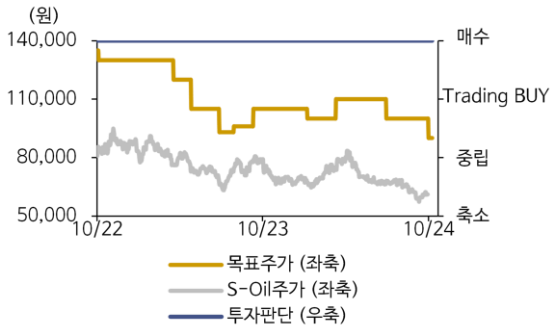
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	17,865	8,081	2,502	6,608	8,630
EPS (지배순이익, 원)	17,865	8,081	2,502	6,608	8,630
BPS (자본총계, 원)	72,754	77,506	77,111	80,823	86,557
BPS (지배지분, 원)	72,754	77,506	77,111	80,823	86,557
DPS (원)	5,500	1,700	3,000	3,000	3,000
PER (당기순이익, 배)	4.7	8.6	24.4	9.2	7.1
PER (지배순이익, 배)	4.7	8.6	24.4	9.2	7.1
PBR (자본총계, 배)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	3.3	5.7	9.8	8.1	7.3
배당성향 (%)	30.4	20.9	115.3	44.5	34.2
배당수익률 (%)	6.6	2.4	4.9	4.9	4.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.6	5.8	3.5	5.7	6.7
영업이익률 (%)	8.0	3.8	1.5	3.5	4.4
순이익률 (%)	5.0	2.7	0.8	2.3	3.1
ROA (%)	11.0	4.6	1.3	3.2	4.0
ROE (지배순이익, %)	27.2	10.8	3.3	8.5	10.4
ROIC (%)	22.7	9.2	3.2	5.7	6.2
안정성					
부채비율 (%)	131.2	138.7	157.3	164.4	156.9
순차입금비율 (%)	43.9	42.5	62.8	92.1	91.1
현금비율 (%)	16.0	21.2	19.7	7.0	7.2
이자보상배율 (배)	22.5	5.7	6.8	11.6	12.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	29.2	21.2	38.7	52.0	49.5
재고자산회수기간 (일)	35.6	47.9	41.2	37.9	37.1
매출채권회수기간 (일)	18.4	23.6	23.2	24.4	23.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

S-Oil(010950)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 29일	매수	135,000	(31.7)	(21.1)
2022년 10월 06일	매수	130,000	(34.3)	(27.0)
2023년 03월 20일	매수	120,000	(34.1)	(31.0)
2023년 04월 28일	매수	105,000	(30.5)	(28.0)
2023년 06월 29일	매수	93,000	(26.6)	(20.8)
2023년 07월 31일	매수	96,000	(21.4)	(17.5)
2023년 09월 12일	매수	105,000	(32.6)	(23.1)
2024년 01월 09일	매수	100,000	(29.7)	(23.6)
2024년 03월 12일	매수	110,000	(33.8)	(24.1)
2024년 07월 01일	매수	100,000	(35.7)	(31.2)
2024년 10월 02일	매수	90,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 30일 기준)

매수 (매수)	93.92%	Trading BUY (중립)	4.18%	중립 (중립)	1.90%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------