

과도한 우려가 반영된 주가

2024년 11월 5일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	90,000 원 (유지)
✓ 상승여력	53.1%	✓ 현재주가 (11월 4일)	58,800 원

신한생각 예상보다 양호할 편더멘탈

3분기 국제유가 및 정제마진은 하방 요인이 더 우세하며 큰 폭의 조정 시현. 유가 약세에도 타이트한 제품 수급에 따른 정제마진 반등으로 4분기 이익 체력은 점차 회복 예상. 26년까지 연평균 수요 증가 대비 제한적인 증설로 중장기 수급 밸런스도 우호적일 전망

3Q24 Review: 정유 부문 적자폭 확대로 컨센서스 하회

3Q24 영업이익은 -4,149억원(적자전환)으로 컨센서스 -2,741억원 하회. 정유는 -5,737억원으로 적자폭 확대. 유가 하락(2Q 83달러→3Q 75달러)에 따른 재고평가손실(2,620억원), 운송용(휘발유, 경유) 제품 위주의 정제마진 약세, 원/달러 환율 하락 영향으로 실적 부진. 화학은 PX 스프레드 하락(-18%) 및 설비 트러블 영향으로 50억원(-96%) 기록. 운환은 수요 둔화에도 원가 하락에 따른 스프레드 상승(+8%)으로 증익(+6%)

4분기 영업이익 1,209억원으로 흑자전환 예상. 견조한 운환 실적 지속되는 가운데 정유는 난방유 수요 증가 및 역내 정기보수/저유 가동에 따른 공급 감소로 정제마진 상승(+2달러/배럴) 기대되며 적자폭 축소 전망

Valuation & Risk

목표주가 90,000원, 투자이견 '매수' 유지. 최근 유가 약세에도 중국 수요 기대감 및 OPEC+ 감산 연장으로 하방 경직성이 확보된 점과 타이트한 공급으로 정제마진 상승이 나타난 점을 감안할 경우 추가 조정 가능성은 제한적. 12개월 선행 PBR(주가순자산비율)은 0.7배(다운사이클 평균 0.9배)로 04년 이후 최저 수준이므로 저평가 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	36,377.7	320.7	303.1	23.4	3.4	0.8	11.6	5.1
2025F	34,231.8	1,125.4	729.7	9.5	7.9	0.7	8.2	5.1
2026F	33,188.6	1,383.8	959.4	7.2	9.9	0.7	7.5	5.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[정유]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

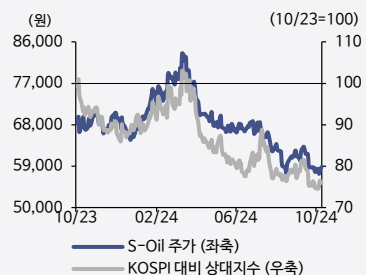
시가총액	6,619.9십억원
발행주식수(유동비율)	112.6백만주(36.6%)
52주 최고가/최저가	83,500원/57,300원
일평균 거래액 (60일)	14,291백만원
외국인 지분율	75.9%

주요주주 (%)

Aramco Overseas Company BV 외 5인	63.4
국민연금공단	7.3

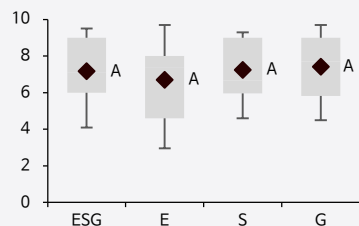
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(5.8)	(14.2)	(13.1)	(14.3)
상대	(6.5)	(11.3)	(20.5)	(11.6)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



S-Oil 2024년 3분기 실적 리뷰

(십억원, %)	3Q24P	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	컨센서스	신한
매출액	8,840.6	9,570.8	(7.6)	8,999.6	(1.8)	8,988.9	9,052.2
영업이익	(414.9)	160.6	적전	858.9	적전	(274.1)	(212.3)
세전이익	(272.5)	(40.9)	적지	737.0	적전	(253.8)	(294.8)
순이익	(206.2)	(21.3)	적지	545.4	적전	(189.5)	(227.0)
영업이익률	(4.7)	1.7	-	9.5	-	(3.0)	(2.3)

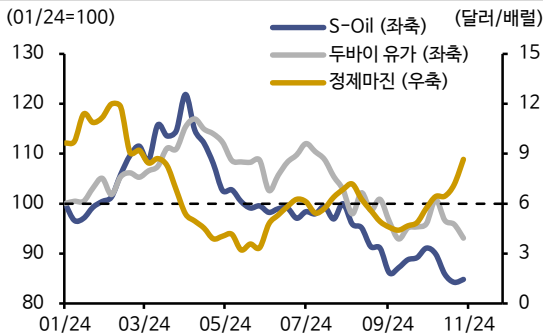
자료: FnGuide, 신한투자증권

S-Oil 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	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	8,840.6	8,657.7	27,463.9	42,446.0	35,726.7	36,377.7	34,231.8
정유	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,781.8	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,810.5	20,190.7	34,004.9	28,257.2	28,601.1	26,462.1
화학	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,212.3	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,110.4	4,657.3	5,025.5	4,384.7	4,717.3	4,841.7
운할기유	762.5	810.5	676.1	836.3	766.9	810.9	744.6	736.8	2,615.8	3,415.5	3,085.4	3,059.2	2,928.0
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.6	454.1	160.6	(414.9)	120.9	2,140.9	3,405.2	1,354.6	320.7	1,125.4
정유	290.6	(292.1)	666.2	(265.7)	250.4	(95.0)	(573.7)	(53.1)	908.2	2,346.5	399.0	(471.4)	312.5
화학	29.3	82.0	45.4	47.0	48.0	109.9	5.0	20.3	243.8	(48.9)	203.7	183.2	193.0
운할기유	195.8	246.5	147.2	226.2	155.7	145.8	153.8	153.7	989.0	1,110.4	815.7	609.0	619.9
세전이익	354.9	(33.8)	737.0	73.6	227.2	(40.9)	(272.5)	473.3	1,878.0	2,898.5	1,131.7	387.1	935.6
지배순이익	265.3	(22.4)	545.4	160.5	166.2	(21.3)	(206.2)	364.4	1,378.5	2,104.4	948.8	303.1	729.7
영업이익률	5.7	0.5	9.5	0.1	4.9	1.7	(4.7)	1.4	7.8	8.0	4.0	0.9	3.3
정유	4.0	(4.9)	9.3	(3.4)	3.4	(1.3)	(8.3)	(0.8)	4.5	6.9	1.4	(1.6)	1.2
화학	2.8	8.1	4.0	3.9	4.4	8.4	0.4	1.8	5.2	(1.0)	4.6	3.9	4.0
운할기유	25.7	30.4	21.8	27.0	20.3	18.0	20.7	20.9	37.8	32.5	26.4	19.9	21.2

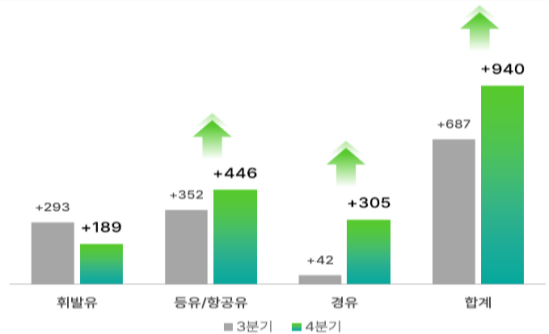
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 주가, 두바이 유가 상대지수 및 정제마진



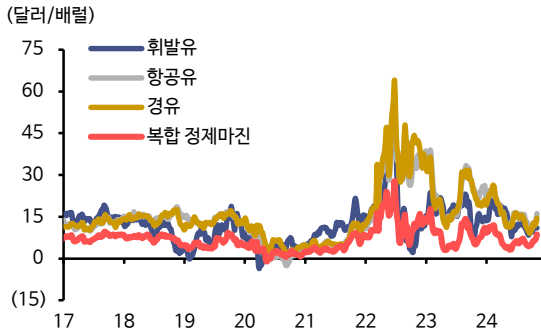
자료: Petronet, QuantiWise, 신한투자증권

하반기 주요 제품별 글로벌 수요 증감(전년대비)



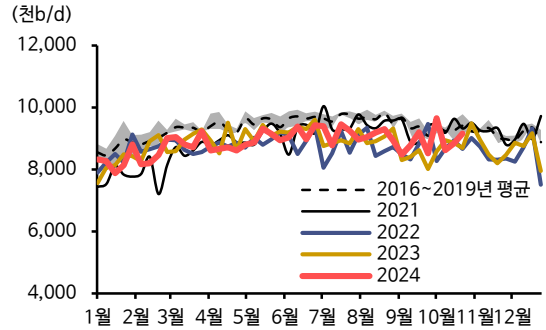
자료: 회사 자료, 신한투자증권

석유제품별 및 복합정제마진 추이



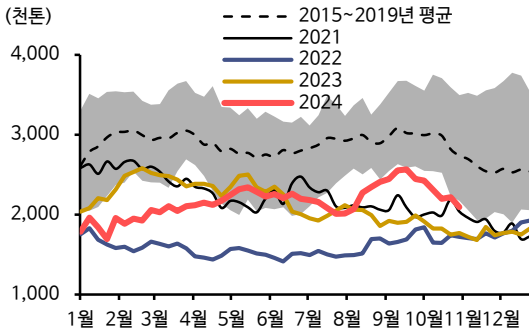
자료: Petronet, 신한투자증권

미국 휘발유 수요



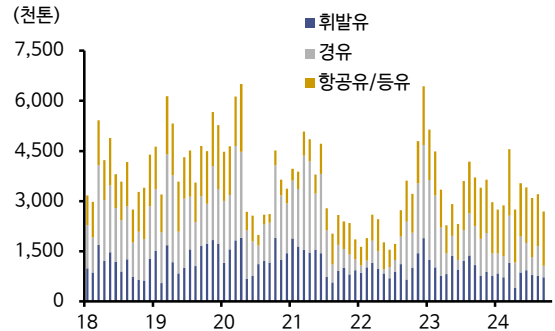
자료: Bloomberg, 신한투자증권

유럽 등/경유 재고



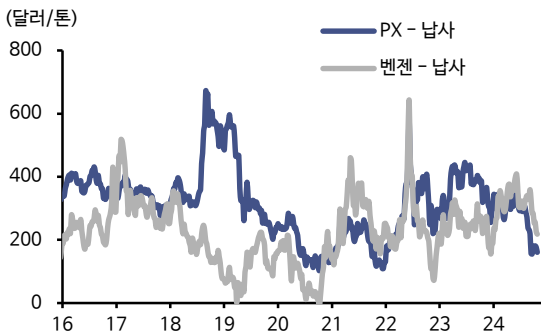
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 석유제품별 수출 추이



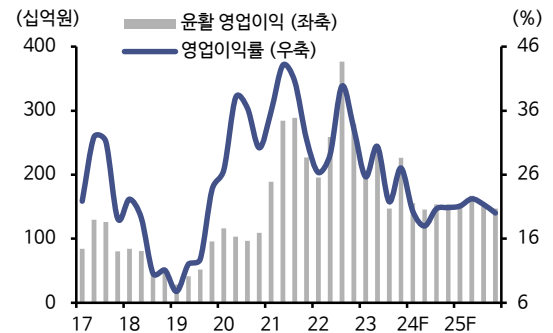
자료: CEIC, 신한투자증권

PX, 벤젠 스프레드



자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

윤활 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



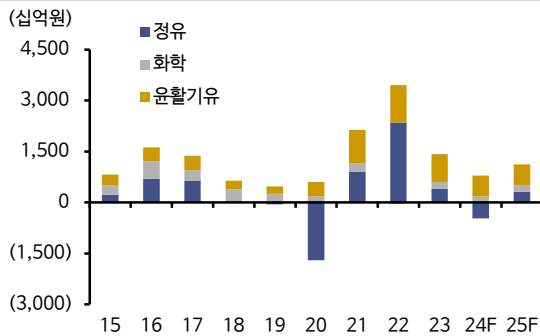
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil Valuation

	목표주가 산정			비고
	2024F	12MF	2025F	
BPS (원)	77,126	79,858	80,404	과거 10년 평균 최저 PBR 적용, 04년 이후 가장 낮은 멀티플로 하방 제한적
목표 PBR (배)	1.2	1.2	1.1	
목표주가 (원)	90,000	90,000	90,000	

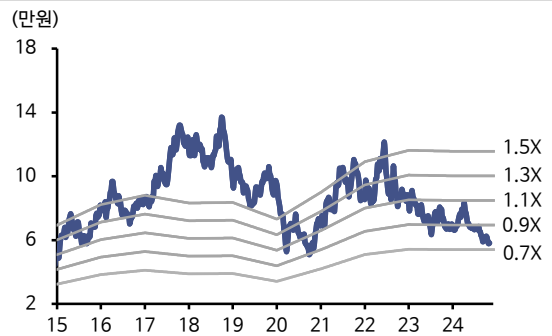
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

12개월 선행 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	8,277	19.9	-	13.0	0.5	0.6	0.5	9.9	11.8	7.1	2.8	(2.4)	4.2	(84.1)	적전	흑전
S-Oil	4,826	6.9	16.1	7.7	0.8	0.7	0.7	5.1	7.5	5.4	11.1	5.3	10.3	(54.9)	(55.3)	109.8
HD현대	4,233	11.7	8.1	4.6	0.8	0.7	0.7	8.5	6.9	5.2	6.4	9.0	14.8	(81.2)	142.0	78.4
해외 정유																
ExxonMobil(미)	510,703	12.4	14.3	13.6	2.3	1.8	1.8	7.4	7.3	6.9	18.7	14.4	12.7	(33.0)	(9.5)	4.8
Chevron(미)	279,952	11.6	14.3	12.7	1.7	1.8	1.8	6.0	6.6	6.2	15.4	12.6	13.2	(37.9)	(5.9)	11.8
글로벌 화학																
LG화학	16,288	15.8	42.9	13.5	0.7	0.7	0.7	8.0	8.3	5.5	4.5	1.6	5.2	(27.8)	(56.8)	217.7
롯데케미칼	2,878	-	-	32.7	0.3	0.3	0.3	15.4	17.3	9.7	(0.1)	(2.4)	0.6	적전	적지	흑전
BASF(독)	44,030	14.6	14.1	12.1	1.1	1.2	1.1	8.2	7.7	7.0	5.2	7.4	8.7	흑전	1,185.6	16.5
LYB(미)	28,111	9.9	11.7	9.6	2.2	2.1	1.9	7.0	7.6	6.8	22.4	18.4	20.8	(45.3)	14.0	22.3

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

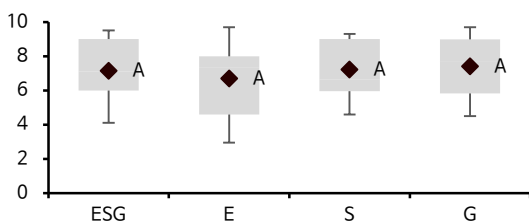
ESG Insight

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

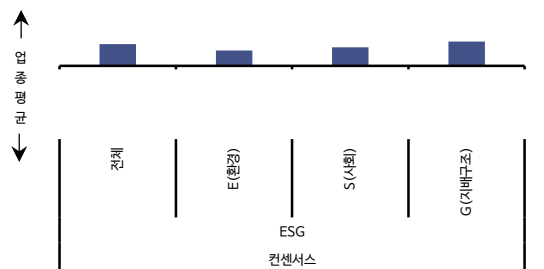
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

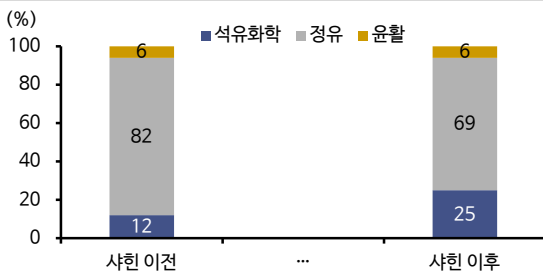
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

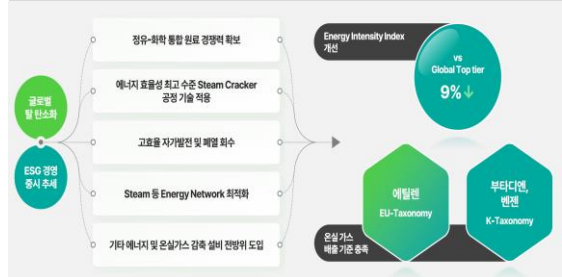
Key Chart

사힌 프로젝트(TC2C 도입) 이후 부문별 비중 변화



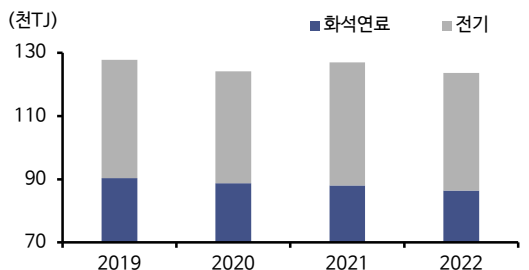
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사힌 프로젝트의 친환경 성과 달성 목표



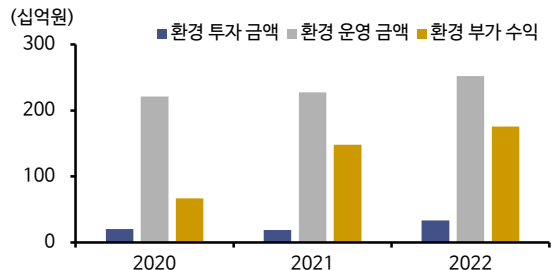
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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	23,054.2	24,859.8	25,818.3
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,728.2	7,130.9	6,894.0
현금및현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,956.2	655.1	615.5
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,346.9	2,208.5	2,141.2
재고자산	4,733.2	4,639.2	3,637.8	3,423.2	3,318.9
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	14,061.0	15,484.3	15,830.9
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,892.5	9,998.6	10,072.7
단기차입금	1,939.1	2,142.5	2,842.5	3,400.3	3,730.3
매출채무	3,172.4	3,989.5	3,646.2	3,431.1	3,326.6
유동성장기부채	589.8	639.8	875.9	788.3	709.4
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,168.5	5,485.7	5,758.2
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	8,993.2	9,375.5	9,987.5
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	7,335.2	7,717.5	8,329.5
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	8,993.2	9,375.5	9,987.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	5,219.6	5,838.1	7,654.4	9,455.6	9,985.9
*순차입금(순현금)	3,725.7	3,838.9	5,647.9	8,730.1	9,302.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,569.9	1,364.7	1,671.9
당기순이익	2,104.4	948.8	303.1	729.7	959.4
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	555.0	(83.5)	(10.3)
(법인세납부)	(217.4)	(695.5)	(84.0)	(205.8)	(270.6)
기타	1,474.2	184.1	59.5	181.3	246.1
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	(1,505.7)	(2,558.1)	(88.8)
재무활동으로인한현금흐름	(1,514.1)	193.2	1,525.2	1,453.7	182.9
차입금의 증가(감소)	(818.6)	649.1	1,816.4	1,801.2	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)	(0.1)	(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	(7.1)	(1,301.2)	(39.5)
기초현금	1,945.5	1,310.3	1,963.3	1,956.2	655.0
기말현금	1,310.3	1,963.3	1,956.2	655.0	615.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,377.7	34,231.8	33,188.6
증감률 (%)	54.6	(15.8)	1.8	(5.9)	(3.0)
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,211.1	32,309.4	31,033.6
매출총이익	4,154.6	2,105.7	1,166.6	1,922.4	2,155.0
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	3.2	5.6	6.5
판매관리비	749.4	751.2	845.9	797.0	771.3
영업이익	3,405.2	1,354.6	320.7	1,125.4	1,383.8
증감률 (%)	59.0	(60.2)	(76.3)	250.9	23.0
영업이익률 (%)	8.0	3.8	0.9	3.3	4.2
영업외손익	(506.6)	(222.9)	66.4	(189.9)	(153.8)
금융손익	(324.1)	(201.2)	(170.9)	(202.2)	(226.1)
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	233.0	8.0	68.0
중속 및 관계기업관련손익	(0.2)	2.3	4.3	4.3	4.3
세전계속사업이익	2,898.5	1,131.7	387.1	935.6	1,230.0
법인세비용	794.2	182.9	84.0	205.8	270.6
계속사업이익	2,104.4	948.8	303.1	729.7	959.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	303.1	729.7	959.4
증감률 (%)	52.7	(54.9)	(68.1)	140.8	31.5
순이익률 (%)	5.0	2.7	0.8	2.1	2.9
(지배주주)당기순이익	2,104.4	948.8	303.1	729.7	959.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	2,112.6	926.7	303.1	729.7	959.4
(지배주주)총포괄이익	2,112.6	926.7	303.1	729.7	959.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,072.9	1,884.2	2,146.9
증감률 (%)	45.2	(48.9)	(48.3)	75.6	13.9
EBITDA 이익률 (%)	9.6	5.8	2.9	5.5	6.5

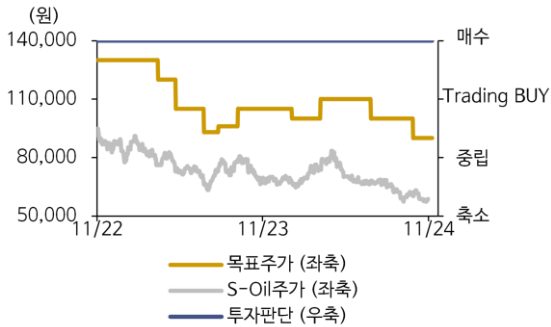
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	17,865	8,081	2,516	6,175	8,145
EPS (지배순이익, 원)	17,865	8,081	2,516	6,175	8,145
BPS (자본총계, 원)	72,754	77,506	77,126	80,404	85,652
BPS (지배지분, 원)	72,754	77,506	77,126	80,404	85,652
DPS (원)	5,500	1,700	3,000	3,000	3,000
PER (당기순이익, 배)	4.7	8.6	23.4	9.5	7.2
PER (지배순이익, 배)	4.7	8.6	23.4	9.5	7.2
PBR (자본총계, 배)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	3.3	5.7	11.6	8.2	7.5
배당성향 (%)	30.4	20.9	114.6	47.6	36.2
배당수익률 (%)	6.6	2.4	5.1	5.1	5.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.6	5.8	2.9	5.5	6.5
영업이익률 (%)	8.0	3.8	0.9	3.3	4.2
순이익률 (%)	5.0	2.7	0.8	2.1	2.9
ROA (%)	11.0	4.6	1.4	3.0	3.8
ROE (지배순이익, %)	27.2	10.8	3.4	7.9	9.9
ROIC (%)	22.7	9.2	1.9	5.4	5.8
안정성					
부채비율 (%)	131.2	138.7	156.4	165.2	158.5
순차입금비율 (%)	43.9	42.5	62.8	93.1	93.1
현금비율 (%)	16.0	21.2	19.8	6.6	6.1
이자보상배율 (배)	22.5	5.7	4.0	11.0	11.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	29.2	21.2	38.2	51.9	49.5
재고자산회수기간 (일)	35.6	47.9	41.5	37.6	37.1
매출채권회수기간 (일)	18.4	23.6	23.4	24.3	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 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 11월 01일 기준)

매수 (매수)	93.49%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------