

S-Oil (010950)

2024년 2분기, 잠시 조정국면 진행된다!

2024년 1분기 잠정 영업이익 4,541억원

2024년 1분기 잠정 실적은 '매출액 9.3조원, 영업이익 4,541억원(영업이익률 4.9%), 지배주주 순이익 1,662억원' 등이다. 영업이익은 전분기 적자에서 흑자전환 했다. 정유업체에 가장 이상적인 조건인 국제유가 회복(2023년 12월 77\$ → 2024년 3월 85\$/배럴)과 정제마진 상승(전분기 4.1\$ → 5.0\$/배럴)이 동시에 이뤄졌기 때문이다. 부문별 이익을 살펴보면, '정유부문 2,540억원(1분기 재고이익 206억원 포함, 전분기 △3,112억원.), 석화부문 480억원(전분기 339억원), 윤활유 1,557억원(전분기 2,210억원)' 등이다.

2분기 일시적인 정유부문 후퇴

2분기 예상 영업이익은 3,372억원으로, 감익이 예상된다. 가장 큰 이유는 정제마진 후퇴 때문이다. 첫째, 변동비 차감후 싱가포르 정제마진(=싱가포르가격 기준 정제마진-변동비)은 1분기 5.0\$에서 2분기 3.0\$(손익분기점 2.5\$)로 떨어질 전망이다. 글로벌 정유설비 신규 가동 압박이 증가했기 때문이다. 2023년 2분기에 완공되었던 나이지리아 Dangote 정유설비 65만b/d와 쿠웨이트 KPC 61.5만b/d 설비가 2024년 1분기 중반부터 양산을 시작했다. 둘째, 중동산 원유 도입 프리미엄인 OSP가 높아지고 있다. 경질원유 OSP는 2023년 평균 3.05\$에서 2024년 2월 1.5\$로 낮아진 이후, 다시 5월 2.0\$로 높아졌다.

2분기 주가 조정은 하반기 매수 기회로 활용해야

2024년 2분기 정유부문 후퇴 우려에 대해서 너무 크게 걱정할 필요는 없다. 2024년 하반기부터 글로벌 정유설비 공급 부담이 다시 줄어들기 때문이다. 구체적인 증설 규모는 2023년 164만b/d, 2024년 157만b/d(상반기 143만b/d → 하반기 14만b/d), 2025년 98만b/d 등이다. 연간 영업이익도 2023년 1.4조원, 2024년 1.3조원(e), 2025년 1.5조원(e)으로 호황 수준 흐름이 이어질 것이다. 2분기 실적 및 주가 조정은 또다른 매수 기회일 것이다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 110,000원 (M)

현재주가 (4/29) 73,200원

상승여력 50%

시가총액 84,357억원

총발행주식수 116,604,719주

60일 평균 거래대금 229억원

60일 평균 거래량 300,132주

52주 고/저 83,500원 / 63,400원

외인지분율 79.02%

배당수익률 0.00%

주요주주 Aramco Overseas Company BV 외 6 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (6.8) 6.1 (1.9)

상대 (4.7) (1.3) (8.7)

절대 (달러환산) (8.8) 2.9 (4.7)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	93,085	2.5	-5.3	96,092	-3.1
영업이익	4,541	-11.9	흑전	4,965	-8.5
세전계속사업이익	2,272	-36.0	208.5	4,325	-47.5
지배순이익	1,662	-37.4	3.5	3,273	-49.2
영업이익률 (%)	4.9	-0.8 %pt	흑전	5.2	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-1.1 %pt	+0.2 %pt	3.4	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	424,460	357,267	362,896	308,015
영업이익	34,052	13,546	13,114	15,280
지배순이익	21,044	9,488	10,013	14,049
PER	5.1	9.0	8.3	5.9
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.6	6.1	6.3	6.2
ROE	27.2	10.8	10.6	13.5

자료: 유안타증권

표 1. S-Oil(주) 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.4조원 → [2023년 4분기 △564억원 → 2024년 1분기 잠정 4,541억원] → 2024년 연간 예상 1.3조원(e)

		[국제유가]				이란 원유수출 확대				트럼프, 국제유가 하락 안정				covid		우크라이나 전쟁				OPEC의 공급조정 시기			
		[정유업황]				글로벌 경기 및 정유업황 강세 시기				Covid로 수요 급감				정유설비 폐쇄 사이클				정유 사이클 강보합					
		[S-Oil종업]				고도화 설비 투자시기								2022년 러시아 수출 봉쇄				사천 프로젝트 투자시기					
		2023				2024				연간실적													
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E			
생산 Capa																							
상탑정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	64.7			
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	20.6			
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	190.0			
벤젠	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	64.5			
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.0			
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	30.0			
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	22.5			
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	80.1			
주요제품 가격																							
휘발유(92RON)	\$/bbl	95.4	89.7	99.2	91.2	94.6	98.0	93.0	87.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	93.2	82.0			
경유(50ppm)	\$/bbl	105.6	92.1	113.6	104.8	102.9	100.0	97.0	92.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	98.0	84.0			
등유	\$/bbl	107.0	91.5	112.9	107.2	102.4	99.0	96.0	92.0	64.8	52.7	64.9	85.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	97.4	83.0			
B/C유	\$/bbl	64.2	69.0	81.7	72.6	71.6	75.0	70.0	69.0	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	71.4	60.0			
나프타	\$/bbl	73.8	63.0	69.0	70.6	73.4	69.0	64.0	66.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	68.1	65.0			
두바이유(원재료)	\$/bbl	79.4	77.6	86.7	83.8	81.5	85.0	80.0	78.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	80.6	70.0			
프로필렌	\$/MT	935	818	797	836	828	850	880	888	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	862	880			
벤젠	\$/MT	952	893	915	904	1,013	980	940	858	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	948	860			
PX	\$/MT	1,031	1,028	1,068	1,006	1,020	1,030	990	978	823	778	832	1,063	881	560	844	1,098	1,033	1,005	960			
PO (프로필렌+550\$)	\$/MT	1,416	1,485	1,368	1,347	1,386	1,378	1,400	1,430				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,399	1,412			
PP(범용)	\$/MT	976	917	897	928	924	980	1,020	1,028				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	988	1,000			
나프타(원재료)	\$/MT	697	596	657	667	699	680	640	608	497	406	500	617	526	383	651	789	654	657	560			
윤활기유	\$/bbl	146	161	152	156	139	142	143	138	84	82	97	111	98	79	134	166	154	140	135			
한올	원/달러	1,276	1,316	1,311	1,322	1,329	1,350	1,320	1,300	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,325	1,250			
사업부문별 스프레드																							
심가물정제마진(S-Oil기준)	\$/bbl	7.7	0.9	7.5	4.1	5.0	3.0	4.3	4.8	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	4.3	4.4			
사후디OSP(50%경질유+50%중질유)	\$/bbl	0.9	2.5	3.0	3.6	1.9	1.6	1.5	2.0	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.8	1.0			
OSP반영후 심가물정제마진	\$/bbl	6.8	-1.6	4.5	0.5	3.1	1.4	2.8	2.8	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	2.5	3.4			
석화마진	\$/MT	326	390	333	305	296	325	355	374	289	336	335	428	384	323	332	316	339	338	343			
윤활기유 마진	\$/bbl	61	80	54	67	51	55	60	58	29	38	39	47	40	35	63	59	66	56	53			
6~7월 CDU3호기 정기보수																							
매출액		억원	90,776	78,196	89,996	98,299	93,085	92,830	89,269	87,712	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	362,896	308,015		
정유부문	억원	72,767	60,000	71,987	77,816	74,448	74,091	70,802	69,748	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	289,089	238,675			
석화부문	억원	10,385	10,091	11,248	12,124	10,968	11,202	11,343	11,063	24,963	25,440	28,641	37,014	38,732	26,821	46,573	50,255	43,848	44,576	41,196			
윤활기유부문	억원	7,625	8,105	6,761	8,358	7,669	7,537	7,124	6,901	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	29,231	28,144			
영업이익		억원	5,157	364	8,589	-564	4,541	3,372	2,593	2,608	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	13,114	15,280		
원유제고평가액	억원	6,391	1,039	6,246	876	4,335	2,872	3,193	3,208	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	13,808	13,280			
정유부문	억원	2,906	-2,921	6,662	-3,112	2,540	905	-223	-59	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	3,163	4,388			
석화부문	억원	293	820	454	339	480	620	1,182	1,100	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	3,382	4,711			
윤활기유부문	억원	1,958	2,465	1,472	2,210	1,557	1,847	1,634	1,567	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	6,605	6,181			
영업이익률		%	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	3.6%	2.9%	3.0%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	3.6%	5.0%		
원유제고평가액	%	7.0%	1.3%	6.9%	0.9%	4.7%	3.1%	3.6%	3.7%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	3.7%	4.3%			
정유부문	%	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	1.2%	-0.3%	-0.1%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	1.1%	1.8%			
석화부문	%	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	5.5%	10.4%	9.9%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	7.6%	11.4%			
윤활기유부문	%	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	24.5%	22.9%	22.7%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	22.6%	22.0%			
회환손익		억원	-1,191	-508	-859	1,823	-1,755	-113	880	802	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	-386	1,867		
지배주주 손이익		억원	2,663	-224	5,454	1,805	1,662	2,781	2,872	2,698	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	10,013	14,049		
주당손이익	원/주										5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,421	8,818	12,366		
주당순자산	원/주										46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	84,769	94,636			
주당EBITDA	원/주										9,355	16,326	14,300	8,344	8,693	-4,013	23,951	34,776	17,784	18,353	20,524		
주당배당		원/주									2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	2,700	2,200		
자기자본이익률	%										11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	10.4%	13.1%		

표 2. 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2023년 164 만b/d → 2024년 157 만b/d → 2025년 98 만b/d

지역 구분	2022년	(만b/d)	2023년	(만b/d)	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)
아메리카	Petroperu(페루)	3.3	Exxon Mobil(Beaumont, 미국)	25.0	Phillips66(미국, Rodeo)	- 12.5	Houston Refining(미국, 1Q)	- 26.4				
	GCC(미국)	5.0	NLRC(캐나다)	3.5	Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유)	5.0						
소 계		- 16.4		28.5		26.5		- 26.4				-
유럽	Donges(프랑스)	22.2			Eni(이탈리아, Livorno)	- 12.0	Shell(독일, Rheinland)	- 14.7				
	Ukratnafta(우크라이나)	- 20.1										
소 계		- 12.0										
동유럽	SOCAR(아제르바이잔)	3.0	Uzbekneftegaz(우즈베키스탄)	10.0	Yasky(러시아)	3.0						
소 계		10.0		10.0		3.0		-		-		-
아프리카	Trinity Energy(남수단)	2.5			Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0			Sonatrach-Hassi Messoud(알제리)	10.0		
	Shell/88P(남아공, Durban)	- 17.2	Cape Town Refinery(남아공)	11.0								
	natref Refinery(남아공)	10.8										
소 계		- 14.7		11.0		65.0		-		10.0		-
아시아	중국	Rongsheng Petrochemical(1,2분기)	20.0	Sinopec Hainan	10.0		Nanshan Group(Yulong project)	40.0	Huajin Aramco Petrochemical	30.0	Aramco/Sinopec Gulei	32.0
		Shenghong Petchem	32.0	Petrochina PDVSA-Jieyang(1H)	40.0		Sinopec Zhenhai(중국)	25.8	CNPC(Karamay)	10.0		
			Hebei Xinhai	17.0								
중국 소계		42.0		67.0				65.8		40.0		32.0
일본	Eneos(4Q)	- 11.2	Eneos(4Q)	- 11.9	Idemitsuyamaguchi, 1Q)	- 12.0						
인도			Nagarjuna Oil	12.0			Indian Oil-Barauni	- 7.1	Hindustan Petroleum(Rajasthan)	18.0	Chennai Petroleum	16.9
							Indian Oil-Barauni	13.1	Numaligarh Refinery	10.0	Indian Oil(Panipat)	10.0
							Indian Oil-koyali	8.1				
태국							Thai Oil	12.5				
말레이시아	Petronas(특별후 재가동)	22.0										
인도네시아					Petamina Balikpapan	10.0					Petamina/Rosetti	30.0
브루나이												
필리핀												
파키스탄	National Refinery	3.0										
몽골리아	Mongolskii	3.0					MEIL	3.0				
호주	Caltex-Lynton	- 12.9										
중동	이란		NIOC-Abadan	20.0	KPC-Al-Zhour	61.5			NIOC-Siraf	6.0		
쿠웨이트												
사우디아라비아					Karbala Refinery(3Q)	14.0	South Refining Co	6.5			South Refining Co	10.0
이라크												
오만	Sohar Bitumen Refinery	3.0	Oman Refinery(Duqm, 1Q)	23.0								
카타르					Bahrain Petroleum-sitra	-11.3	Bahrain Petroleum-sitra	22.5				
바레인												
UAE												
소 계		3.0		43.0		64.2		29.0		6.0		10.0
글로벌 신규증설 합계		53.5		163.6		156.7		98.0		84.0		98.9

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 3. 2022~2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2024년 상반기 증설 압박 이후 하반기 부담 감소

분 기	글로벌 주요 정유설비(상압정제설비) 증설			
	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsui(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d
2분기	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만b/d	Petroleos Mexicanos(멕시코) 34만b/d	Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d
3분기	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만b/d	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	
4분기	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d		

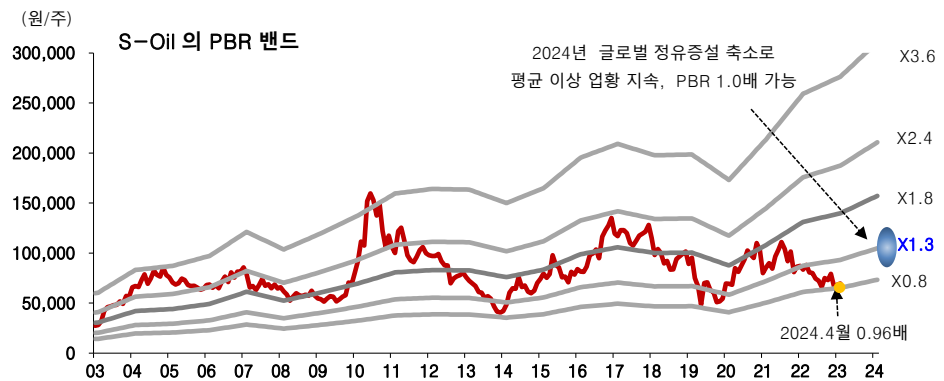
자료 : 언론발표, 유안타증권 리서치센터

표4. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 11만원 (2024년 정유업황 호황 수준 반영)

구분	기준일 (2024.4월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	18조 8,465억원	사업 부문	영업이익(억원)	강기상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	*7.5x	9조 3,158
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	*4.5x	3조 1,356
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		합 계	1조 9,236	5,714	2조 4,950	8.2x	18조 8,465
		*사업부문 EBITDA = 2022~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 시야를 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 E/V/EBITDA 배율은 평균 업황 이상으로 회복으로 변경했음(비덕 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배) *석화학부문 E/V/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(비덕 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *윤활유부문 E/V/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(비덕 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)					
(+) 투자자산가치	8,771억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		S-O/토탈운활유	50%+1주	316	**0.5x	158	운활유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		인여부동산	서산시 89만㎡	1,400	1.0x	1,400	
			온산 30만㎡	2,000	1.0x	2,000	
		전라북육류		569만배럴	배럴당 75\$	4,908	
(-) 순차입금	7조 550억원	기타		175	**0.5x	88	
		합 계		9,235	0.95x	8,771	
(+) 총차입금 (-) 현금자산 (+) 탄소배출 부담	7조 550억원						
	4조 7,541억원						
	1조 5,225억원						
	3조 8,334억원						
		연간 탄소배출량 9,609,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,200원 = 2,883억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다면 가정하에 현재가치로 환산 = 2,883억원 / WACC(7.5%) = 3조 8,334억원					
보통주 주주가치(A)	12조 6,686억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	110,000원/주						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림1. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락): 2024년 4월 말 PBR 0.96배로 바닥권



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	424,460	357,267	362,896	308,015	294,909
매출원가	382,914	336,209	343,319	282,053	273,266
매출총이익	41,546	21,057	19,577	25,962	21,643
판매비	7,494	7,512	6,463	10,682	10,228
영업이익	34,052	13,546	13,114	15,280	11,415
EBITDA	40,550	20,737	21,400	23,932	19,734
영업외손익	-5,066	-2,229	172	3,254	2,252
외환관련손익	-3,388	-597	-386	1,867	1,717
이자손익	-1,202	-1,805	119	-61	-916
관계기업관련손익	-2	23	-1,003	7	10
기타	-475	150	1,441	1,441	1,441
법인세비용차감전순이익	28,985	11,317	13,286	18,533	13,667
법인세비용	7,942	1,829	3,273	4,484	3,306
계속사업순이익	21,044	9,488	10,013	14,049	10,361
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21,044	9,488	10,013	14,049	10,361
지배지분순이익	21,044	9,488	10,013	14,049	10,361
포괄순이익	21,126	9,267	10,013	14,049	10,361
지배지분포괄이익	21,126	9,267	10,013	14,049	10,361

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	16,515	25,257	20,214	23,367	16,410
당기순이익	21,044	9,488	10,013	14,049	10,361
감가상각비	6,436	7,115	8,210	8,586	8,261
외환손익	-2,179	-901	386	-1,867	-1,717
중속, 관계기업관련손익	2	-23	1,003	-7	-10
자산부채의 증감	-21,323	14,731	873	3,066	838
기타현금흐름	12,535	-5,152	-270	-461	-1,324
투자활동 현금흐름	-7,732	-20,661	-36,523	-33,525	-28,084
투자자산	-1,418	1,366	29	25	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,988	-21,856	-36,167	-35,417	-30,167
유형자산 감소	299	203	0	0	0
기타현금흐름	-626	-375	-386	1,867	2,076
재무활동 현금흐름	-15,141	1,932	9,861	9,071	6,754
단기차입금	-4,146	1,887	-157	-367	-102
사채 및 장기차입금	-2,099	4,298	12,000	12,000	10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6,171	-3,727	-1,981	-2,562	-3,144
기타현금흐름	-2,725	-526	0	0	0
연결범위변동 등 기타	7	2	6,973	-1,396	892
현금의 증감	-6,352	6,530	525	-2,484	-4,028
기초 현금	19,455	13,103	19,633	20,158	17,674
기말 현금	13,103	19,633	20,158	17,674	13,646
NOPLAT	34,052	13,546	13,114	15,280	11,415
FCF	10,527	3,401	-15,953	-12,050	-13,757

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

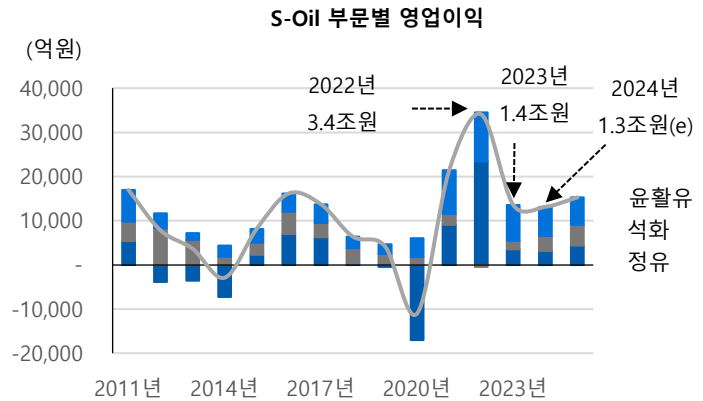
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	92,060	96,478	92,378	82,427	75,849
현금및현금성자산	13,103	19,633	20,158	17,674	13,646
매출채권 및 기타채권	29,644	29,899	26,170	23,520	22,680
재고자산	47,332	46,392	45,496	40,678	39,328
비유동자산	104,072	119,284	147,135	173,874	195,715
유형자산	95,880	111,520	139,477	166,309	188,215
관계기업 등 지분관련자산	360	409	409	409	409
기타투자자산	1,025	1,268	1,238	1,213	1,205
자산총계	196,131	215,761	239,513	256,301	271,564
유동부채	82,132	92,545	97,783	90,213	95,841
매입채무 및 기타채무	47,521	60,740	58,475	52,376	50,592
단기차입금	19,391	21,425	21,337	21,031	20,947
유동성장기부채	5,898	6,398	9,192	8,089	15,602
비유동부채	29,165	32,840	43,041	55,912	58,331
장기차입금	0	6,997	6,997	6,997	6,997
사채	24,268	21,370	30,576	43,680	46,167
부채총계	111,297	125,386	140,824	146,125	154,172
지배지분	84,835	90,376	98,689	110,176	117,393
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	68,285	73,796	81,828	93,315	100,531
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	84,835	90,376	98,689	110,176	117,393
순차입금	37,257	38,389	49,706	63,823	78,108
총차입금	52,196	58,381	70,223	81,856	91,755

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,504	8,421	8,818	12,386	9,110
BPS	72,869	77,629	84,769	94,636	100,835
EBITDAPS	34,776	17,784	18,353	20,524	16,924
SPS	364,016	306,391	311,219	264,153	252,914
DPS	5,500	200	2,200	2,700	2,200
PER	5.1	9.0	8.3	5.9	8.0
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.1	6.3	6.2	8.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	54.6	-15.8	1.6	-15.1	-4.3
영업이익 증가율 (%)	59.0	-60.2	-3.2	16.5	-25.3
지배순이익 증가율 (%)	52.7	-54.9	5.5	40.3	-26.3
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	5.4	8.4	7.3
영업이익률 (%)	8.0	3.8	3.6	5.0	3.9
지배순이익률 (%)	5.0	2.7	2.8	4.6	3.5
EBITDA 마진 (%)	9.6	5.8	5.9	7.8	6.7
ROIC	22.2	9.3	7.1	7.2	4.7
ROA	11.0	4.6	4.4	5.7	3.9
ROE	27.2	10.8	10.6	13.5	9.1
부채비율 (%)	131.2	138.7	142.7	132.6	131.3
순차입금/자기자본 (%)	43.9	42.5	50.4	57.9	66.5
영업이익/금융비용 (배)	22.5	5.7	6.3	6.0	3.8

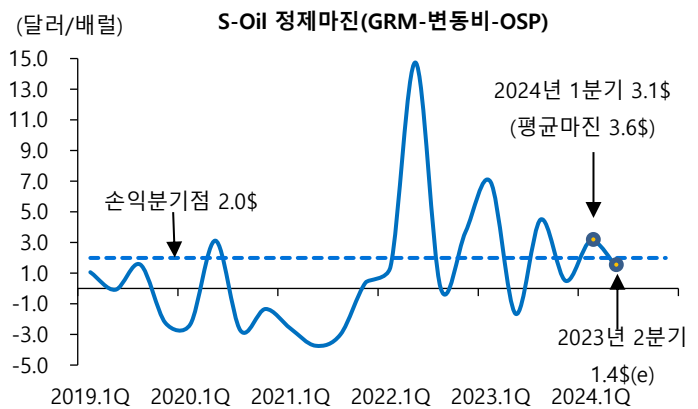
Key Chart

연간 영업이익 전망 : 2022년 3.4조원, 2023년 1.4조원, 2024년 1.3조원(e), 2025년 1.5조원(e)



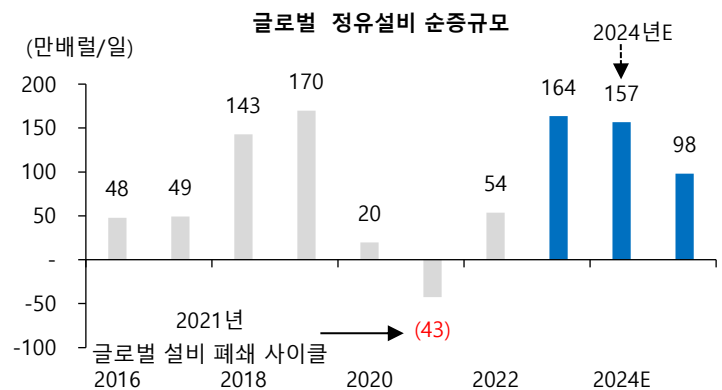
자료: 유안타증권 리서치센터

정제마진(GRM-변동비-OSP) 동향 : 2022년 5.0\$, 2023년 2.6\$, 2024년 1분기 3.1\$, 2분기 1.4\$(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 정유설비 증설 계획(수정 반영) : 2022년 54만b/d, 2023년 164만b/d, 2024년 157만b/d, 2025년 98만b/d



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	23위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+3점
E (Environment)	-3점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+4점

ESG 평가 기업	S-Oil
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	010950 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
S-Oil	-3	1	1	-1
8 SK 이노베이션		2	3	1
9 LG 화학		2	1	-1
12 SK 아이이테크놀로지		4	3	-1
18 롯데케미칼		2	1	-1
18 SKC		-4	3	3
33 한화솔루션		2	-1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 S-Oil 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

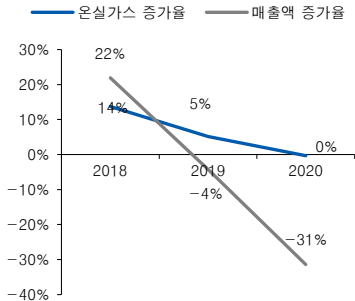
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

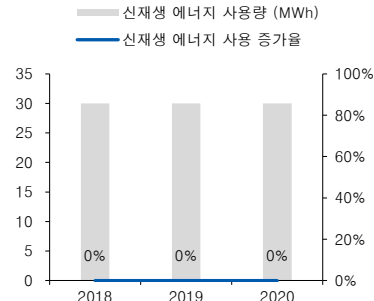
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



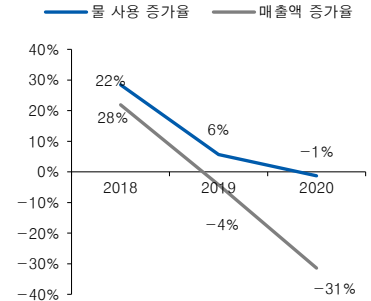
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

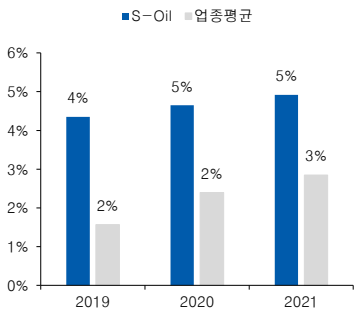
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

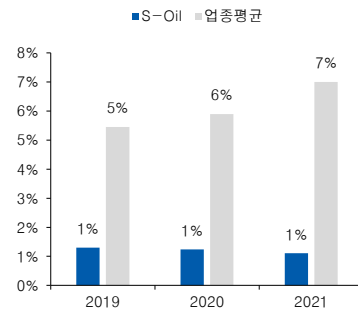
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



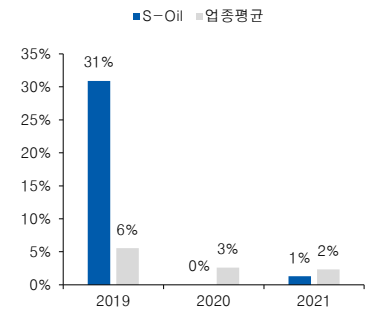
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

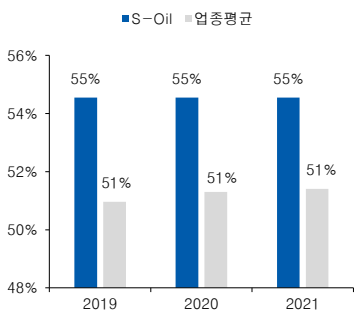
기부금 및 당기순이익의 추이



주: 2020 년 당기순손실 발생
 ▶ 기부금/당기순손실 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

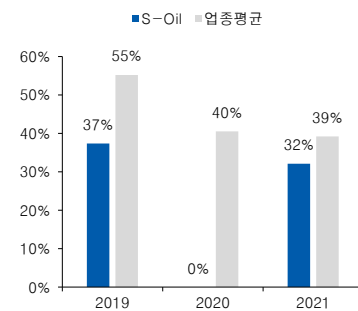
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



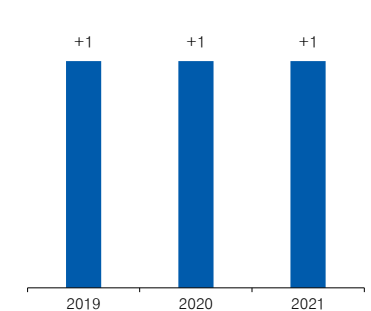
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익의 추이



주: 2020 년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

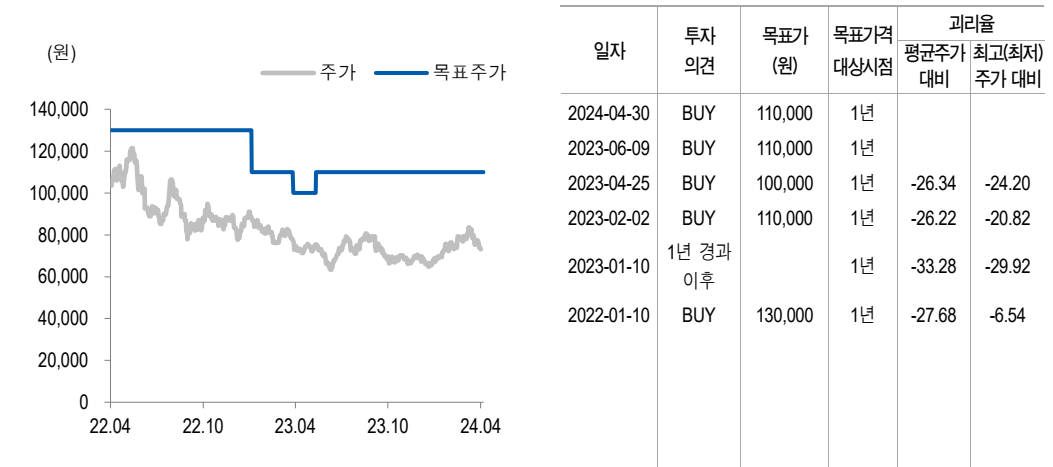
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84
Hold(중립)	16
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.