

S-Oil (010950)

2024년 2분기 감익, 그러나 하반기 회복

2024년 2분기 잠정 영업이익 1,606억원

2024년 2분기 잠정 실적은 '매출액 9.6조원, 영업이익 1,606억원(영업이익률 1.7%), 지배주주 순손실 △213억원' 등이다. 영업이익은 전분기 4,541억원 대비 △65% 감소했는데, 분기 별로는 등락이 이어지고 있다. 수요부진으로 국제유가 소폭 하락(2024년 3월 85\$ → 6월 82\$/배럴)과 정제마진 급락(전분기 5.0\$ → 0.0\$/배럴)에 노출되었다. 부문별 이익을 살펴보면, '정유 부문 △950억원(2분기 재고이익 811억원 포함, 전분기 2,540억원), 석화부문 1,099억원(전분기 480억원), 윤활유 1,458억원(전분기 1,557억원)' 등이다.

3분기 허리케인 종료까지 회복 이어져

3분기 영업이익은 2,972억원으로 회복될 전망이다, 3가지에 주목해야 한다. 첫째, 정제마진은 2.2\$(전분기 0.0\$)로 회복될 것이다. 올림픽 및 여행 확대에 따른 휘발유/항공유 수요와 냉방용 자가발전기 연료인 경유 수요가 긍정적이다. 둘째, 허리케인으로 공급 감소가 예상된다. 2024년 허리케인 예상치는 12개로, 평균치 7.2개를 웃돌고 있다.(자료: 미국대기상청) 허리케인 예상 노출기간도 50일(평균 27일)로 길다. 반면, 10 ~ 11월 유가 변동에 따라 정유사 재고손실이 발생될 수 있다. OPEC+의 자발적인 감산 규모 축소(200만b/d 규모 순차 증산)가 예고되어 있는 가운데, 우크라이나 종전 기대감이 높아지면, 국제유가를 낮출 수 있다.

정유사이클 강세는 구조적, 11월은 변수로 등장!?

2024년 글로벌 정유업황은 타이트한 공급상태가 이어지고 있어, 본질적인 기업가치에 변화는 없다. 신규 정유설비 증설 규모는 2024년 100만b/d(상반기 86만b/d → 하반기 14만b/d), 2025년 37만b/d 등으로, 연말로 갈수록 부담이 없어진다. 그러나, 11월 미국 대선 향배가 주가 상방을 막을 수 있다. 만일, 공화당이 집권하면, 미국 셰일오일 생산 확대와 러시아/이란 원유수출 가능성이 높아지는 등 6년만에 글로벌 원유 공급구조가 바뀌기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	95,708	22.4	2.8	95,509	0.2
영업이익	1,606	341.0	-64.6	1,663	-3.4
세전계속사업이익	-409	적지	적전	794	-151.5
지배순이익	-213	적지	적전	935	-122.8
영업이익률 (%)	1.7	+1.2 %pt	-3.2 %pt	1.7	0
지배순이익률 (%)	-0.2	적지	적전	1.0	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	424,460	357,267	376,127	314,598
영업이익	34,052	13,546	11,840	15,869
지배순이익	21,044	9,488	5,127	11,923
PER	5.1	9.0	14.8	6.3
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.1	6.6	5.7
ROE	27.2	10.8	5.6	12.1

자료: 유안타증권



황규원 화학/정유

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 110,000원 (M)
현재주가 (7/26) 66,400원
상승여력 66%
시가총액 76,571억원
총발행주식수 116,604,719주
60일 평균 거래대금 157억원
60일 평균 거래량 229,808주
52주 고/저 83,500원 / 64,700원
외인지분율 77.40%
배당수익률 2.46%
주요주주 Aramco Overseas Company BV 외 6 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (0.4) (10.3) (8.2)

상대 1.7 (12.8) (12.9)

절대 (달러환산) (0.2) (11.0) (15.5)

표 1. S-Oil의 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.4조원 → [2024년 1분기 4,541억원 → 2분기 잠정 1,606억원] → 2024년 연간 예상 1.2조원(e) → 2025년 1.6조원(e)

										[국제유가]			이란원유수출 확대에 약세			이란수출 재봉쇄			Covid 수요 급락			우크라이나 전쟁		OPEC의 원유공급조정							
										[정유업형]			글로벌 수요회복 및 정유업형 강세 시기			Covid로 수요 급락			정유설비 폐쇄 사이클			타이트한 공급속에 정유사이클 호황			10조원 사신프로젝트 투자시기						
										[S-Oil 증설]			고도화 설비 투자시기			증설 휴지기			연간실적												
										1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E			
생산 Capa																															
상업정제설비 (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	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	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	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	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	82.6	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	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	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	4.1	4.1	80.1	
주요제품 가격																															
휘발유(92RON) \$/bbl										95.4	89.7	99.2	91.2	94.6	94.0	91.0	87.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	91.7	81.0			81.0
경유(5ppm) \$/bbl										105.6	92.1	113.6	104.8	102.9	99.1	97.5	94.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	98.4	87.0			87.0
등유 \$/bbl										107.0	91.5	112.9	107.2	102.4	98.6	96.5	95.0	64.8	52.7	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	98.1	86.0			86.0
B/C유 \$/bbl										64.2	69.0	81.7	72.6	71.6	80.2	77.0	72.0	45.3	35.5	48.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	75.2	65.0			65.0
나프타 \$/bbl										73.8	63.0	69.0	70.6	73.4	72.9	72.0	72.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.6	65.0			65.0
두바이유(원재료) \$/bbl										79.4	77.6	86.7	83.8	81.5	85.1	82.0	77.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	81.4	70.0			
프로필렌 \$/MT										935	818	797	836	828	842	872	871	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	853	894			894
벤젠 \$/MT										992	893	915	904	1,013	1,074	1,042	1,001	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,033	874			874
PX \$/MT										1,031	1,028	1,068	1,006	1,020	1,030	1,022	1,001	823	778	832	1,053	881	560	844	1,098	1,033	1,018	974			974
PO (프로필렌+550\$) \$/MT										1,416	1,485	1,368	1,347	1,386	1,378	1,392	1,422				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,395	1,403			1,403
PP(범용) \$/MT										976	917	897	928	924	951	972	971				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	955	1,014			1,014
나프타(원재료) \$/MT										697	596	657	667	699	696	672	631	497	406	500	617	526	383	651	789	654	675	574			574
윤활기유 \$/bbl										146	161	152	156	139	137	136	130	84	82	97	111	98	79	134	166	154	135	127			127
환율 원/달러										1,276	1,316	1,311	1,322	1,329	1,371	1,380	1,380	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,365	1,300			1,300
사업부문별 스프레드																															
싱가폴정제마진(S-Oil기준) \$/bbl										7.7	0.9	7.5	4.1	5.0	0.0	2.2	3.4	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.7	3.2			3.2
사우디OSP(50%경질유+50%중질유) \$/bbl										0.9	2.5	3.0	3.6	1.9	1.8	1.7	1.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.0			1.0
OSP반영 후 싱가포르정제마진 \$/bbl										6.8	-1.6	4.5	0.5	3.1	-1.8	0.5	1.9	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.9	2.2			2.2
석화마진 \$/MT										326	390	333	306	296	318	344	372	289	336	335	428	384	323	332	316	339	332	338			338
윤활기유 마진 \$/bbl										61	80	54	67	51	47	49	47	29	38	39	47	40	35	63	59	66	49	46			46
6~7월 CDU3호기 정기보수																															
매출액										억원	90,778	78,196	89,996	98,299	93,085	95,708	93,530	93,804	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	376,127	314,588		
정유부문										억원	72,767	60,000	71,987	77,816	74,448	74,514	74,548	75,126	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	298,636	24,393		
석화부문										억원	10,385	10,091	11,248	12,124	10,968	13,085	12,175	12,222	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	48,450	43,486		
윤활기유부문										억원	7,625	8,105	6,761	8,358	7,669	8,109	6,807	6,457	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	29,042	27,191		
영업이익										억원	5,157	384	8,589	-564	4,541	1,606	2,972	2,721	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	11,840	15,889		
원유제고평가율 영업이익(E)										억원	6,391	1,039	6,246	876	4,747	795	3,572	3,321	11,476	14,668	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	12,435	13,889		
정유부문										억원	2,906	-2,921	6,662	-3,112	2,540	-950	427	214	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	2,231	5,016		
석화부문										억원	293	820	454	339	480	1,099	1,318	1,408	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	4,305	5,831		
윤활기유부문										억원	1,968	2,465	1,472	2,210	1,557	1,458	1,227	1,099	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,341	5,022		
4분기 성과급 640억원																															
영업이익률										%	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.7%	3.2%	2.9%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	3.1%	5.0%		
원유제고평가율 영업이익(E)										%	7.0%	1.3%	6.9%	0.9%	5.1%	0.8%	3.8%	3.5%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	3.3%	4.4%		
정유부문										%	4.0%	-4.9%	9.3%	-4.0%	3.4%	-1.3%	0.6%	0.3%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	0.7%	20.6%		
석화부문										%	2.8%	8.1%	4.0%	2.8%	4.4%	8.4%	10.8%	11.5%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	8.9%	13.4%		
윤활기유부문										%	25.7%	30.4%	21.8%	26.4%	20.3%	18.0%	18.0%	17.0%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.4%	18.5%		
회전손익										억원	-1,191	-508	-859	1,623	-1,755	-1,522	176	0	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	-3,101	2,241		
지배주주 손이익										억원	2,653	-224	5,454	1,605	1,662	-213	2,014	1,664	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	5,127	11,923		
주당순이익 원/주																															
주당순자산 원/주																															
주당EBITDA 원/주																															
주당배당										원/주	200		1,500		200		1,500		2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	1,700	2,200		
자기자본이익률 %																															

표 2. 글로벌 정유설비 증설 계획 (2024년 6월 수정) : 2023년 164만 b/d → 2024년 100만 b/d → 2025년 37만 b/d, 멕시코 Olmeca 양산시기 2026년으로 연기

지역 구분	2021년	(만b/d)	2022년	(만b/d)	2023년	(만b/d)	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)
아메리카	Meridan Resources(미국)	5.0	Petropuru(미국)	3.3	Exxon Mobil(Beaumont, 미국)	25.0	Phillips66(미국, Rodco)	-	12.5	Houston Reining(미국, 1Q)	-	26.4	Olmeca(멕시코)	34.0
	Archlight Capital(북한·영국)	20.0	CC(C)C(미국)	5.0	NLR(C)C(미국)	3.5	Phillips66(미국, Rodco, 바이오정유)	-	5.0					
	소 계	25.0	Phillips66(미국, Belle Chasse)	-	24.7		28.5	-	7.5	-	26.4	34.0	-	-
Scrap	-	45.3												
유럽			Donges(프랑스)	22.2			Eni(이탈리아, Livorno)	-	12.0	Shell(독일, Rheinland)	-	14.7		
			Ukratnafta(우크라이나)	-	20.1					Gelsenkirchen(독일)	-	8.0		
	소 계					-		-	12.0	Grangemouth(영국)	-	13.1		
Scrap	-	13.8	Scrap	-	12.0						-	35.8		
동유럽	Omsk(러시아)	13.3	SOCAR(아제르바이잔)	3.0	Uzbekneftegaz(우즈베키스탄)	10.0	Yasky(러시아)	3.0					Novosibirsk(러시아)	5.0
			ISK Refinery(러시아)	7.0									Seydi(투르크메니스탄)	2.0
	소 계	13.3		10.0		10.0	3.0		-		12.0	-	Ordabasy(카자흐스탄)	4.0
													Danghara(타지스탄)	1.0
아프리카			Trinity Energy(남수단)	2.5			Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0					Sonatrach-Hassi Messoud(알제리)	10.0
			Shell/BP(남아공, Durban)	-	17.2	Cape Town Refinery(남아공)	11.0							
소 계		-		14.7		11.0	65.0					10.0	-	-
아시아	중국	Rongsheng Petrochemical(3Q)	20.0	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				
			local(3Q)	-	10.0	Hebei Xinhai	17.0	CNOOC Daxie	12.0					
							Dalian2	-	8.0	Dalian 2	-	12.0	Changling Petchem(합명)	-
													23.0	17.0
														32.0

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 3. 2022~2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2024년 상반기 증설 압박 이후 하반기 부담 감소, 멕시코 Olmeca 2024년 4분기에서 2026년으로 연기

분기	글로벌 주요 정유설비(상업정제설비) 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	Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC Al-Zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d Houston Reining(미국, 1Q) -26.4만b/d
2분기	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만/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) -23.5만/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		

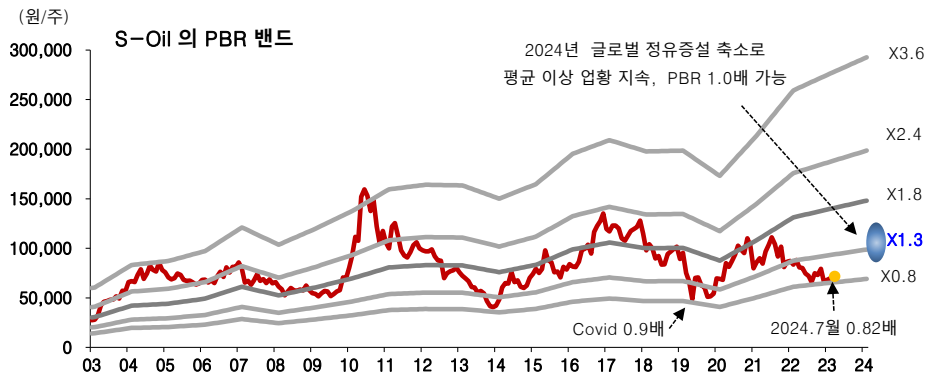
자료 : 언론발표, 유안타증권 리서치센터

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

구분	기준일 (2024.7월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	18조 8,465억원	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(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	7.6x	18조 8,465
*사업부문 EBITDA = 2022~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 시야를 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 EV/EBITDA 배율은 평균 업황 이상으로 회복으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배) *화학부문 EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(바닥 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *윤활유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)							
(+) 투자자산가치	8,771억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil/토탈운활유	50%+1주	316	**0.5x	158	윤활유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡ 온산 30만㎡	1,400	1.0x	1,400	
		전력비축유		2,000	1.0x	2,000	
		기타		569만배럴	배럴당 75\$	4,908	
				175	**0.5x	88	
합 계		9,235	0.95x	8,771			
(-) 순차입금	7조 550억원						
(+) 총차입금	4조 7,541억원						
(-) 현금성자산	1조 5,225억원						
(+) 탄소배출 부담	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 지속된다는 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 7월 말 PBR 0.82배로, Covid 0.9배 보다 더 떨어져...



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	376,127	314,598	303,855
매출원가	382,914	336,209	357,417	287,818	281,620
매출총이익	41,546	21,057	18,710	26,780	22,236
판매비	7,494	7,512	6,870	10,911	10,538
영업이익	34,052	13,546	11,840	15,869	11,698
EBITDA	40,550	20,737	19,958	25,609	22,652
영업외손익	-5,066	-2,229	-5,127	-141	-1,103
외환관련손익	-3,388	-597	-1,346	2,241	1,711
이자손익	-1,202	-1,805	-1,518	-2,394	-2,830
관계기업관련손익	-2	23	17	12	16
기타	-475	150	-2,279	0	0
법인세비용차감전순이익	28,985	11,317	6,713	15,728	10,594
법인세비용	7,942	1,829	1,586	3,805	2,562
계속사업순이익	21,044	9,488	5,127	11,923	8,032
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21,044	9,488	5,127	11,923	8,032
지배지분순이익	21,044	9,488	5,127	11,923	8,032
포괄순이익	21,126	9,267	5,132	11,923	8,032
지배지분포괄이익	21,126	9,267	5,132	11,923	8,032

주: 영업이익 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	11,050	21,287	14,981
당기순이익	21,044	9,488	5,127	11,923	8,032
감가상각비	6,436	7,115	8,047	9,674	10,892
외환손익	-2,179	-901	2,413	-2,241	-1,711
중속, 관계기업관련손익	2	-23	-17	-12	-16
자산부채의 증감	-21,323	14,731	-3,310	4,271	551
기타현금흐름	12,535	-5,152	-1,211	-2,328	-2,768
투자활동 현금흐름	-7,732	-20,661	-36,679	-33,140	-28,340
투자자산	-1,418	1,366	13	36	5
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,988	-21,856	-36,167	-35,417	-30,167
유형자산 감소	299	203	32	0	0
기타현금흐름	-626	-375	-556	2,241	1,822
재무활동 현금흐름	-15,141	1,932	7,953	9,508	7,371
단기차입금	-4,146	1,887	-1,168	-512	-67
사채 및 장기차입금	-2,099	4,298	8,354	12,000	10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6,171	-3,727	-233	-1,980	-2,562
기타현금흐름	-2,725	-526	1,000	0	0
연결범위변동 등 기타	7	2	8,498	-270	2,524
현금의 증감	-6,352	6,530	-9,178	-2,615	-3,465
기초 현금	19,455	13,103	19,633	10,455	7,840
기말 현금	13,103	19,633	10,455	7,840	4,375
NOPLAT	34,052	13,546	11,840	15,869	11,698
FCF	10,527	3,401	-25,117	-14,130	-15,186

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	91,381	78,295	73,243
현금및현금성자산	13,103	19,633	10,455	7,840	4,375
매출채권 및 기타채권	29,644	29,899	27,987	24,244	23,663
재고자산	47,332	46,392	48,656	41,930	41,033
비유동자산	104,072	119,284	146,438	172,079	191,287
유형자산	95,880	111,520	139,655	165,398	184,673
관계기업 등 지분관련자산	360	409	378	378	378
기타투자자산	1,025	1,268	261	226	221
자산총계	196,131	215,761	237,819	250,375	264,530
유동부채	82,132	92,545	104,726	94,561	98,600
매입채무 및 기타채무	47,521	60,740	62,536	53,987	52,785
단기차입금	19,391	21,425	20,287	19,860	19,805
유동성장기부채	5,898	6,398	9,696	8,593	13,900
비유동부채	29,165	32,840	39,284	52,061	56,708
장기차입금	0	6,997	6,997	6,997	6,997
사채	24,268	21,370	27,965	41,068	45,761
부채총계	111,297	125,386	144,010	146,622	155,308
지배지분	84,835	90,376	93,809	103,752	109,223
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	76,943	86,886	92,356
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	84,835	90,376	93,809	103,752	109,223
순차입금	37,257	38,389	55,001	69,105	82,613
총차입금	52,196	58,381	65,567	77,055	86,988

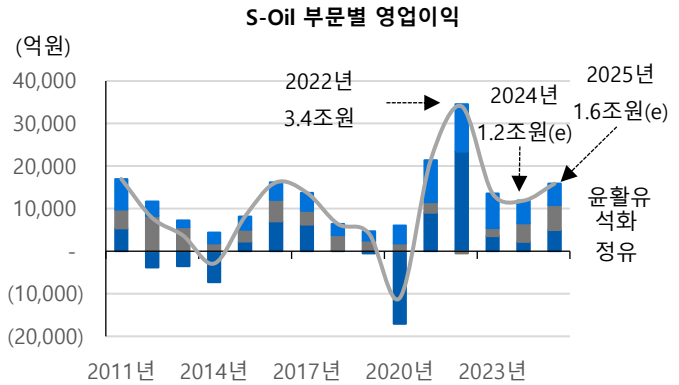
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,504	8,421	4,496	10,515	7,059
BPS	72,869	77,629	80,578	89,119	93,817
EBITDAPS	34,776	17,784	17,116	21,963	19,426
SPS	364,016	306,391	322,566	269,799	260,586
DPS	5,500	1,700	1,700	2,200	2,200
PER	5.1	9.0	14.8	6.3	9.4
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.1	6.6	5.7	7.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	54.6	-15.8	5.3	-16.4	-3.4
영업이익 증가율 (%)	59.0	-60.2	-12.6	34.0	-26.3
지배순이익 증가율 (%)	52.7	-54.9	-46.0	132.5	-32.6
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	5.0	8.5	7.3
영업이익률 (%)	8.0	3.8	3.1	5.0	3.8
지배순이익률 (%)	5.0	2.7	1.4	3.8	2.6
EBITDA 마진 (%)	9.6	5.8	5.3	8.1	7.5
ROIC	22.2	9.3	6.6	7.3	4.9
ROA	11.0	4.6	2.3	4.9	3.1
ROE	27.2	10.8	5.6	12.1	7.5
부채비율 (%)	131.2	138.7	153.5	141.3	142.2
순차입금/자기자본 (%)	43.9	42.5	58.6	66.6	75.6
영업이익/금융비용 (배)	22.5	5.7	7.8	6.6	4.1

Key Chart

연간 영업이익 전망 :

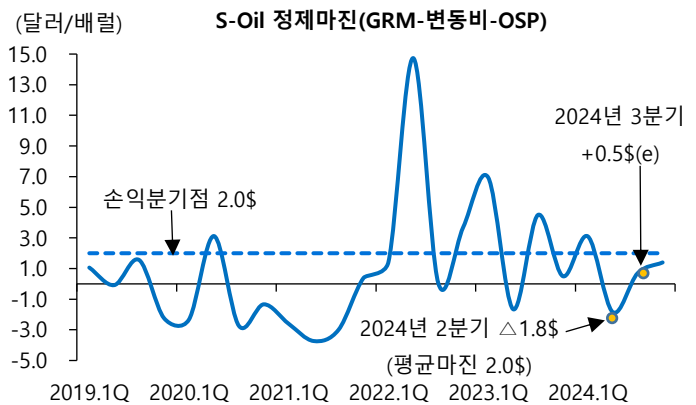
2023년 1.4조원, 2024년 1.2조원(e, 1분기 4,541억원, 2분기 1,606억원), 2025년 1.6조원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

정제마진(GRM-변동비-OSP) 동향 :

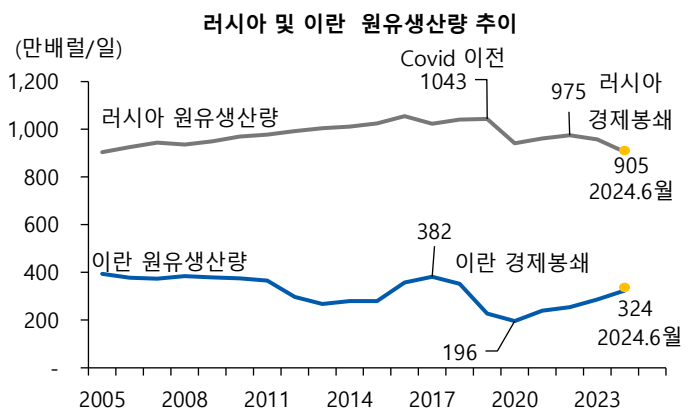
2023년 2.6\$, 2024년 1분기 3.1\$, 2분기 △1.8\$, 3분기 0.5\$(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

러시아 및 이란 원유수출량 :

경제봉쇄가 해소되면 러시아 +70만b/d, 이란 +58만b/d 생산 확대 가능 → 유가 하락압력



자료: EIA, 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

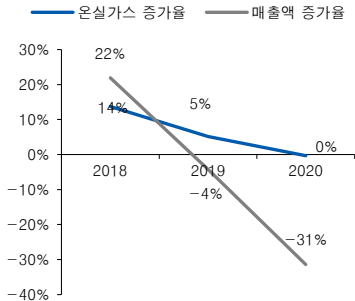
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

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	-	-	-

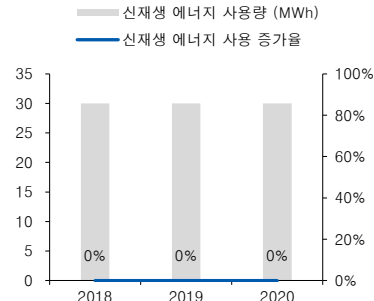
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



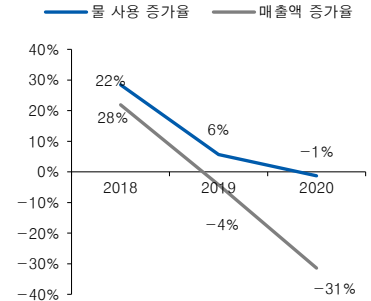
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

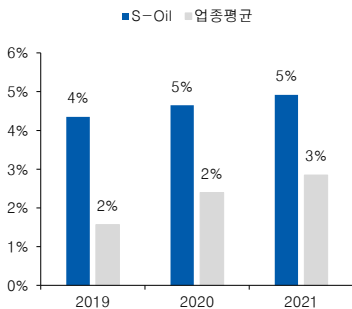
물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

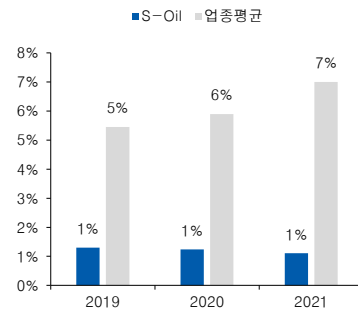
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



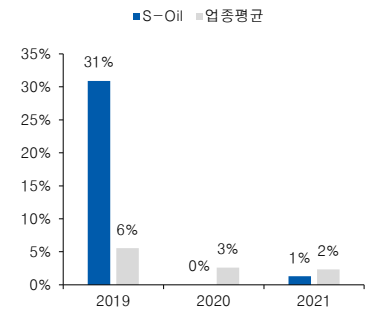
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

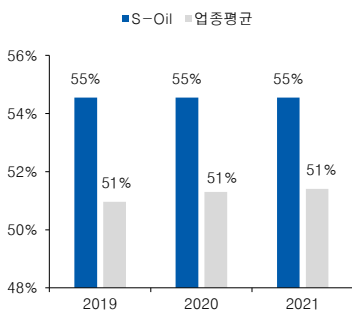
기부금 및 당기순이익의 추이



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

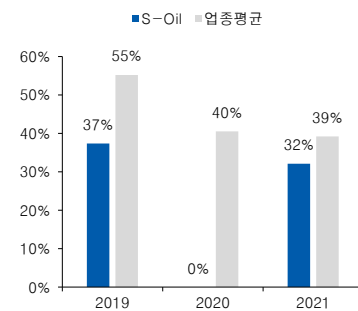
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



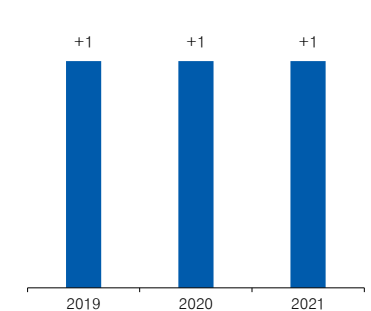
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익의 추이



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

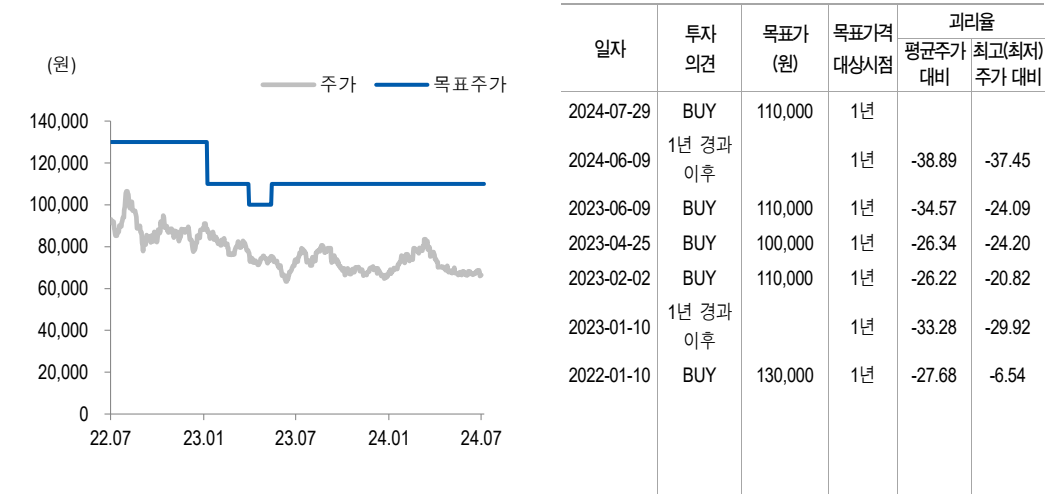
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사과 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)	84.2
Hold(중립)	15.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-07-26

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.