

S-Oil (010950)

2024년 상반기 주가 회복 기대된다!

증설경쟁 완화로, 2024년 예상 영업이익 20% 회복

2024년 예상 실적은 '매출액 34.3조원, 영업이익 1.7조원(영업이익률 4.9%), 지배주주 순이익 1.5조원' 등이다. 영업이익은 전년 1.4조원 대비 20% 회복되는 수치이다. 주력사업에 글로벌 증설 압박이 크게 줄어든다는 점에 주목해야 한다. 정유설비는 198만b/d에서 104만b/d로 △47% 감소하고, PX 960만톤에서 160만톤/년으로 △83% 줄어든다. 윤활유 증설 규모도 2023년 9,000b/d에서 △3,000b/d로, 오히려 순폐쇄가 예정되어 있다.

2024년 상반기 정유업황 회복 뚜렷해

2024년 상반기에 홍해 분쟁 수해, OSP 절감, 엘리노 수해 등으로, 실적 회복이 가능하다. ① 홍해 지역 분쟁은 정제마진 7 ~ 9\$/배럴 강세로 이어진다. 원유는 중동 페르시아만에서 호르무즈를 거쳐 한국에 도착하는데, 홍해지역 분쟁에 영향을 받고 있지 않다. 반면, 정유제품인 나프타 가격이 상승하며, 정제마진을 개선시키고 있다. ② 원유조달 추가비용인 OSP도 2023년 4분기 3.6\$에서 2024년 1분기 1.8\$로 떨어졌다. 그만큼 원유 조달 비용이 줄어든다. ③ 2분기 수퍼 엘리노 수해가 예상된다. 이른 더위로 중동을 중심으로 냉방용 연료 수요가 줄을 것이다.

PBR 0.8배 역사적인 저점에서 탈출 시도

2024년 2월 PBR(주가/순자산 배율)은 0.86배로, 과거 밴드 0.8 ~ 1.9배 바닥에 근접했다. 호황 실적에도 약세를 보인 것은 사힌 프로젝트(2026년 NCC 180만톤, 투자비 9조원) 부담 때문이다. Capex 규모는 2023년 2조원에 이어 2024년 3.1조원으로 늘어난다. 그러나, 보유 현금 2조원과 EBITDA 2.4조원을 조달할 수 있어, 자금 부담 압박이 우려보다 크지 않을 것이다. PBR 저평가 국면 완화로 주가 회복을 기대할 수 있다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 110,000원 (M)

현재주가 (2/07) 69,800원

상승여력 58%

시가총액 80,560억원

총발행주식수 116,604,719주

60일 평균 거래대금 149억원

60일 평균 거래량 219,189주

52주 고/저 87,100원 / 63,400원

외인지분율 76.94%

배당수익률 6.59%

주요주주 Aramco Overseas Company BV 외 7인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 1.9 1.5 (16.8)

상대 0.7 (5.0) (21.8)

절대 (달러환산) 0.9 (0.1) (21.3)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	98,304	-7.2	9.2	92,494	6.3
영업이익	76	흑전	-99.1	838	-90.9
세전계속사업이익	1,376	-58.3	-81.3	916	50.3
지배순이익	2,098	-8.4	-61.5	739	184.1
영업이익률 (%)	0.1	흑전	-9.4 %pt	0.9	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.1	-0.1 %pt	-4.0 %pt	0.8	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	274,639	424,460	357,272	343,395
영업이익	21,409	34,052	14,186	16,990
지배순이익	13,785	21,044	9,981	14,662
PER	7.6	5.1	7.8	5.4
PBR	1.5	1.3	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	3.6	5.9	5.6
ROE	21.8	27.2	11.3	15.0

자료: 유안타증권

표 1. S-Oil주의 실적 추정치 : 2022년 영업이익 3.4조원 → 2023년 잠정 1.4조원(e) → 2024년 연간 예상 1.7조원(e)

		이란경제동세 해제				글로벌 석회회복				고도화 설비 투자시기				Covid 및 회복 사이클				정유 사이클 강보합			
		2022년 리서치 수출 통제				2022년 리서치 수출 통제				2022년 리서치 수출 통제				2022년 리서치 수출 통제				2022년 리서치 수출 통제			
		연간실적				연간실적				연간실적				연간실적				연간실적			
		2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E	2024E
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E	2024E
생산 Capa																					
성업정제설비	(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
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
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
변전	(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
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
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
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
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
주요제품 가격																					
휘발유(92RON)	\$/bbl	95.4	89.7	99.2	91.2	91.0	88.0	84.0	80.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	85.8	85.8	85.8
경유(5ppm)	\$/bbl	105.6	92.1	113.6	104.8	100.0	96.0	91.0	86.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	93.3	93.3	93.3
등유	\$/bbl	107.0	91.5	112.9	107.2	101.0	95.0	90.0	86.0	64.8	52.7	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	93.0	93.0	93.0
B/C유	\$/bbl	64.2	69.0	81.7	72.6	71.0	68.0	64.0	60.0	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	65.8	65.8	65.8
나프타	\$/bbl	73.8	63.0	69.0	70.6	74.0	70.0	68.0	66.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	69.5	69.5	69.5
두바이유(원재료)	\$/bbl	79.4	77.6	86.7	83.8	80.0	78.0	74.0	70.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	75.5	75.5	75.5
프로필렌	\$/MT	935	818	797	836	840	864	852	860	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	854	854	854
변전	\$/MT	952	893	915	904	950	914	882	810	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	894	894	894
PX	\$/MT	1,031	1,028	1,068	1,006	1,030	994	942	930	823	778	832	1,053	881	560	844	1,098	1,033	974	974	974
PO (프로필렌+550\$)	\$/MT	1,416	1,485	1,368	1,347	1,386	1,390	1,414	1,402				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,398	1,398	1,398
PPI(범용)	\$/MT	976	917	897	928	960	984	972	980				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	974	974	974
나프타(원재료)	\$/MT	697	596	657	657	690	644	592	560	497	406	500	617	526	383	651	789	654	619	619	619
윤활기유	\$/bbl	146	161	152	156	150	148	144	138	84	82	97	111	98	79	134	166	154	145	145	145
환율	원/달러	1,276	1,316	1,311	1,322	1,310	1,280	1,260	1,240	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,273	1,273	1,273
사업부문별 스프레드																					
싱가포르정제마진(S-Oil(주)기준)	\$/bbl	7.7	0.9	7.5	6.0	7.7	0.9	7.5	6.0	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.5	91.0	91.0	91.0
사우디OSP(50%경질유+50%중질유)	\$/bbl	0.9	2.5	3.0	3.6	1.8	1.5	1.5	2.0	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.7	1.7
OSP반영후 싱가포르정제마진	\$/bbl	6.8	-1.6	4.5	2.4	5.9	-0.6	6.0	4.0	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	3.0	3.8	3.8	3.8
석화마진	\$/MT	326	390	333	305	317	340	360	381	289	336	335	428	384	323	332	316	339	349	349	349
윤활기유 마진	\$/bbl	61	80	54	67	65	66	67	65	29	38	39	47	40	35	63	59	66	66	66	66
6~7월 CDU3호기 정기보수																					
매출액																					
정유부문	억원	90,776	78,196	89,996	98,304	94,152	87,447	82,405	79,391	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,272	343,395	343,395	343,395
석화부문	억원	72,767	60,000	71,987	77,818	74,486	69,218	66,063	62,484	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,572	272,251	272,251	272,251
윤활기유부문	억원	10,385	10,091	11,248	12,123	11,518	10,896	9,296	10,161	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,847	41,871	41,871	41,871
	억원	7,625	8,105	6,761	8,363	8,148	7,333	7,047	6,745	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,159	34,155	30,854	29,273	29,273	29,273
영업이익																					
원유재고평가손 영업이익(E)	억원	5,157	364	8,589	76	4,374	5,409	3,879	3,328	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	14,186	16,990	16,990	16,990
정유부문	억원	6,391	1,039	6,246	1,516	5,974	5,749	4,259	3,728	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	15,192	19,710	19,710	19,710
석화부문	억원	2,906	-2,921	6,662	-2,657	1,670	2,959	1,227	660	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,990	6,516	6,516	6,516
윤활기유부문	억원	293	820	454	470	669	614	938	1,142	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	2,037	3,363	3,363	3,363
	억원	1,958	2,465	1,472	2,262	2,035	1,836	1,714	1,527	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,880	11,107	8,157	7,112	7,112	7,112
영업이익률																					
원유재고평가손 영업이익(E)	%	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%	4.6%	6.2%	4.7%	4.2%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	4.0%	4.9%	4.9%	4.9%
정유부문	%	7.0%	1.3%	6.9%	1.5%	6.3%	6.6%	5.2%	4.7%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.3%	5.7%	5.7%	5.7%
석화부문	%	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	2.2%	4.3%	1.9%	1.1%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.4%	2.4%	2.4%	2.4%
윤활기유부문	%	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	5.8%	5.6%	10.1%	11.2%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.6%	8.0%	8.0%	8.0%
	%	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	25.0%	25.0%	24.3%	22.6%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.4%	24.3%	24.3%	24.3%
외환손익																					
주당순이익	원/주	-1,191	-508	-859	1,623	-421	817	564	582	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	1,542	1,542	1,542
주당순자산	원/주	2,653	-224	5,454	2,098	2,999	4,724	3,371	3,568	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,981	14,662	14,662	14,662
주당EBITDA	원/주									5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,804	12,931	12,931	12,931
주당배당	원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	78,462	89,255	89,255	89,255
	원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	18,282	21,758	21,758	21,758
자기자본이익률	%									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	11.2%	14.5%	14.5%	14.5%

표 2. 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2023년 198 만b/d → 2024년 104 만b/d 로 크게 줄어듦. (나이지리아 Dangote Refinery 65 만b/d 설비가 2024년 1월로 가동 지연)

지역	구분	2021년	(만b/d)	2022년	(만b/d)	2023년	(만b/d)	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)	
아메리카		Meridian Resources(미국)	5.0	Petropuru(미국)	3.3	Exxon Mobil(Beaumont,미국)	25.0	Phillips66(미국, Rodeo)	-	12.5	Houston Refining(미국,1Q)	-	26.4			
		Archlight Capital(백진아일랜드)	20.0	GCC(미국)	5.0	NLRC(캐나다)	3.5	Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유)	-	5.0						
유럽				Phillips66(미국, Belle Chasse)	-	24.7		Petroless Mexicanos(멕시코)	-	34.0						
				Donges(프랑스)	22.2			Eni(이탈리아, Livorno)	-	12.0	Shell(독일, Rheinland)	-	14.7			
동유럽				Ukrainafat(우크라이나)	-	20.1										
		Omsk(러시아)	13.3	SOCAR(아제르바이잔)	3.0	Uzbekneftegas(우즈베크스탄)	10.0	Yaysky(러시아)	3.0							
아프리카				Trinity Energy(남수단)	2.5	Cape Town Refinery(남아공)	11.0	Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0			Sonatrach-Hassi Messoud(알제리)	10.0			
				Shell/BP(남아공, Durban)	-	17.2										
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 Petrochem	32.0	Petrochina PDVSA-Jieyang(1H)	40.0	Tangshan Risun(중국)	30.0	CNPC(Karamay)	10.0					
	중국 소계		20.0		42.0		67.0		-	70.0		40.0		32.0		
	일본	JX-Energy(Osaka)	-	11.5	Eneos(4Q)	-	11.2	Idemitsu(yamaguchi, 1Q)	-	12.0						
	인도	BPCL-Visakhapatnam	15.0			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					
										Thai Oil	12.5					
	태국															
	말레이시아					Petronas (특별후 재가동)	22.0									
	인도네시아							Petamina-bulkapalan	10.0							
	브루나이														Petamina/Rosneft	30.0
	필리핀															
	파키스탄					National Refinery	3.0									
	몽골리아					Mongolslekiu	3.0			MEI	3.0					
	호주					Caltex-Lytton	12.9									
	아시아 소계		23.5		58.8		71.1	-2.0		99.6		68.0		88.9		
		Scrap	-	64.6	Scrap	-	18.0									
중동	이란					NIOC-Abadan	20.0					NIOC-Siraf	6.0			
	쿠웨이트					CNPC-Al-Zhour	41.0	CNPC-Al-Zhour	20.5							
	사우디아라비아	Aramco-Isan	40.0													
	이라크					Karbala Refinery(4Q)	14.0			South Refining Co	6.5			South Refining Co	10.0	
	오만					Sohar Bitumen Refinery	3.0	Oman Refinery(Duqm,1Q)	23.0							
	카타르															
	바레인							Bahrain Petroleum-sitra	22.5							
								Bahrain Petroleum-sitra	-11.3							
	UAE															
글로벌 신규증설 합계			-	43		54		198		104		80		84		99
[글로벌 수급]																
글로벌 상압정제 capa(명목)			10,137		10,191		10,389		10,492		10,572		10,656		10,755	
Capa 증감			-	43		54		198		104		80		84		99
러시아변수					-	565		250		30		100		185		
글로벌 상압정제 capa(유요)			10,137		9,626		10,074		10,207		10,387		10,656		10,755	
글로벌 정제량			7,950		8,193		8,339		8,478		8,578		8,658		8,738	
수요 증감			506		243		146		139		100		80		80	
글로벌 설비 가동률(유요)			78.4%		85.1%		82.8%		83.1%		82.6%		81.3%		81.2%	

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 3. 2022~2024년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2024년 연간 중국 등 동북아시아 증설이 없다는 점이 특징

분 기	글로벌 주요 정유설비(상압정제설비) 증설			
	2021년	2022년	2023년	2024년
1분기	KPC Mina al-Ahmadi(쿠웨이트) -12.0만b/d	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	BAPCO(바레인) 11.3만b/d Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d
2분기	Aramco(사우디) 40만b/d Omsk(러시아) 13.3만b/d BP Kwinana(호주) -14.6만b/d	Donges(프랑스) 22.2만b/d	KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d Karbala(이라크) 14만b/d Abadan(이란) 23만b/d	Pemex(멕시코) 34만b/d
3분기	ZPC(중국) 20만b/d Ampol(호주) -10.9만b/d Shell Pulau Bukom(싱가폴) -20만b/d	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만b/d	Hebei(중국) 16만b/d	
4분기	중국 Local -19.6만b/d	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d	Petamina(인도네시아) 10만b/d

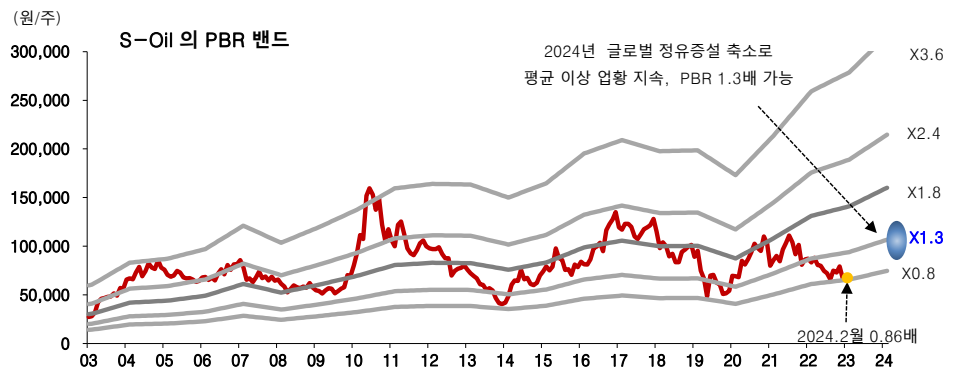
자료 : 언론발표, 유안타증권 리서치센터

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

구분	기준일 (2024.2월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	18조 8,465억원	사업 부문	영업이익(억원)	강가상각비(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
		▶운할유부문	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, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함					
		※정유부문 E/V/EBITDA 배율은 평균 업황 이상으로 회복으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배)					
(+) 투자자산가치	8,771억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-에/토탈운할유	50%+1주	316	**0.5x	158	운할유 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	
		전력박유		569만배럴	배럴당 75\$	4,908	
		기타		175	**0.5x	88	
합 계		9,235	0.95x	8,771			
(-) 순차입금	7조 550억원						
(+) 총차입금	4조 7,541억원						
(-) 현금자산	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 지속된다면 가정하에 현재가치로 환산 = 2,883억원 / WACC(7.5%) = 3조 8,334억원					
보통주 주주가치(A)	12조 6,696억원						
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 정유업황 평균 이상으로, PBR 과거 평균치 1.3배 가능



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	274,639	424,460	357,272	343,395	291,486
매출원가	246,952	382,914	336,178	319,942	267,090
매출총이익	27,687	41,546	21,094	23,453	24,396
판매비	6,278	7,494	6,908	6,463	10,109
영업이익	21,409	34,052	14,186	16,990	14,287
EBITDA	27,927	40,550	21,317	25,371	24,191
영업외손익	-2,629	-5,066	-2,229	1,559	3,125
외환관련손익	-3,213	-3,388	1,623	1,542	3,118
이자손익	-1,008	-1,202	0	0	0
관계기업관련손익	18	-2	-315	17	7
기타	1,574	-475	-3,537	0	0
법인세비용차감전순이익	18,780	28,985	11,957	18,549	17,412
법인세비용	4,995	7,942	1,975	4,487	4,213
계속사업순이익	13,785	21,044	9,981	14,662	13,999
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,785	21,044	9,981	14,662	13,999
지배지분순이익	13,785	21,044	9,981	14,662	13,999
포괄순이익	14,221	21,126	9,984	14,662	13,999
지배지분포괄이익	14,221	21,126	9,984	14,662	13,999

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	14,772	12,789	20,337	25,306	24,169
당기순이익	13,785	21,044	9,981	14,662	13,999
감가상각비	6,440	6,436	7,054	8,302	9,832
외환손익	372	-2,179	-798	-1,542	-3,118
중속, 관계기업관련손익	-18	2	315	-17	-7
자산부채의 증감	-9,667	-21,323	7,992	3,822	3,390
기타현금흐름	3,860	8,809	-4,207	79	72
투자활동 현금흐름	1,966	-7,732	-17,950	-34,587	-32,288
투자자산	3,238	-1,418	421	39	11
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,720	-5,988	-21,167	-36,167	-35,417
유형자산 감소	1,753	299	3	0	0
기타현금흐름	-305	-626	2,793	1,542	3,118
재무활동 현금흐름	-4,661	-11,416	10,108	7,377	11,472
단기차입금	4,693	-4,146	6,365	-525	-384
사채 및 장기차입금	-7,323	-2,099	6,856	9,998	15,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,165	-6,171	-3,726	-2,097	-3,144
기타현금흐름	-867	1,001	613	0	0
연결범위변동 등 기타	5	7	-7,145	-4,162	-901
현금의 증감	12,081	-6,352	5,350	-6,065	2,451
기초 현금	7,374	19,455	13,103	18,453	12,388
기말 현금	19,455	13,103	18,453	12,388	14,839
NOPLAT	21,409	34,052	14,186	16,990	14,287
FCF	12,052	6,802	-830	-10,861	-11,248

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

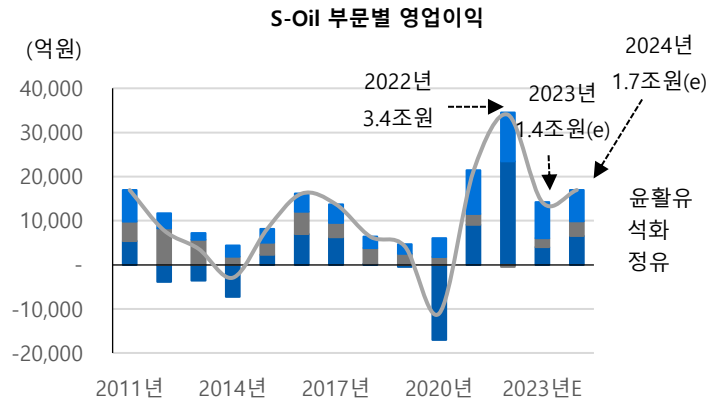
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	83,774	92,060	100,893	80,881	78,236
현금및현금성자산	19,455	13,103	18,453	12,388	14,839
매출채권 및 기타채권	28,408	29,644	28,395	22,736	21,125
재고자산	35,453	47,332	48,513	40,225	36,740
비유동자산	103,158	104,072	118,678	146,426	171,928
유형자산	95,648	95,880	111,588	139,453	165,038
관계기업 등 지분관련자산	378	360	399	416	422
기타투자자산	964	1,025	289	233	216
자산총계	186,932	196,131	219,571	227,307	250,164
유동부채	85,050	82,132	90,026	78,537	79,607
매입채무 및 기타채무	52,529	47,521	52,064	39,828	37,860
단기차입금	23,589	19,391	25,814	25,431	25,092
유동성장기부채	4,599	5,898	3,499	6,293	10,189
비유동부채	32,002	29,165	38,199	44,858	55,791
장기차입금	0	0	6,097	6,097	6,097
사채	27,361	24,268	29,266	36,471	47,575
부채총계	117,052	111,297	128,225	123,395	135,398
지배지분	69,880	84,835	91,345	103,911	114,766
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	53,337	68,285	74,540	87,106	97,961
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	69,880	84,835	91,345	103,911	114,766
순차입금	38,714	37,257	46,842	62,381	74,546
총차입금	58,441	52,196	65,417	74,890	89,507

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	12,114	18,504	8,804	12,931	12,348
BPS	60,024	72,869	78,462	89,255	98,579
EBITDAPS	23,951	34,776	18,282	21,758	20,746
SPS	235,530	364,016	306,396	294,495	249,978
DPS	3,800	5,500	1,800	2,700	2,500
PER	7.6	5.1	7.8	5.4	5.7
PBR	1.5	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	3.6	5.9	5.6	6.4
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	63.2	54.6	-15.8	-3.9	-15.1
영업이익 증가율 (%)	흑전	59.0	-58.3	19.8	-15.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	52.7	-52.6	46.9	-4.5
매출총이익률 (%)	10.1	9.8	5.9	6.8	8.4
영업이익률 (%)	7.8	8.0	4.0	4.9	4.9
지배순이익률 (%)	5.0	5.0	2.8	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	10.2	9.6	6.0	7.4	8.3
ROIC	15.2	22.2	9.2	8.3	6.1
ROA	8.0	11.0	4.8	6.6	5.9
ROE	21.8	27.2	11.3	15.0	12.8
부채비율 (%)	167.5	131.2	140.4	118.8	118.0
순차입금/자기자본 (%)	55.4	43.9	51.3	60.0	65.0
영업이익/금융비용 (배)	19.5	22.5	0.0	0.0	0.0

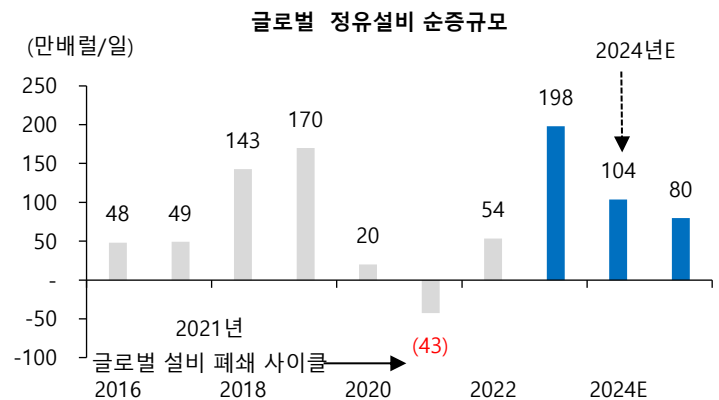
Key Chart

연간 영업이익 전망 : 2022년 3.4조원, 2023년 1.4조원(p), 2024년 1.7조원(e), 2025년 1.4조원(e)



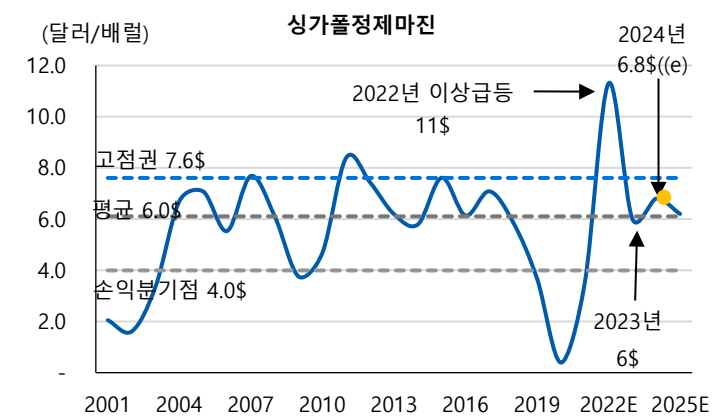
자료: 유안타증권 리서치센터

주력 제품인 정유설비 글로벌 증 설 전망 : 2022년 54만b/d, 2023년 198만b/d, 2024년 104만b/d, 2025년 80만b/d



자료: 유안타증권 리서치센터

싱가폴 정제마진 전망 : 2022년 11.3\$, 2023년 6.0\$, 2024년 1월 7.5\$, 2024년 6.8\$/배럴(e), 2025년 6.2\$(e)



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

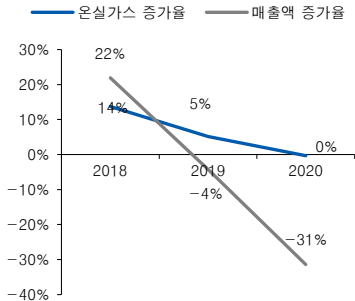
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

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	-	-	-

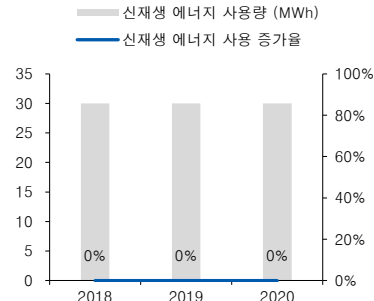
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



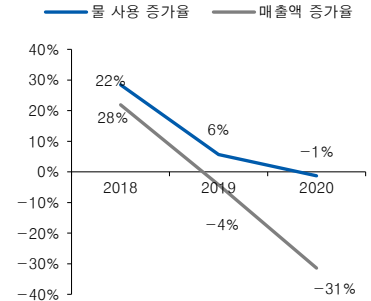
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

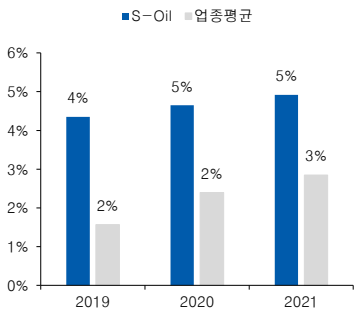
물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

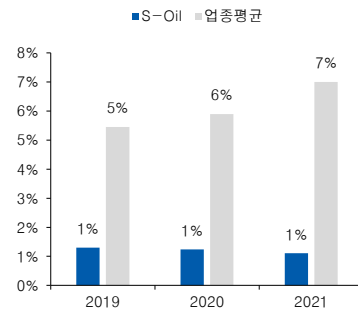
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



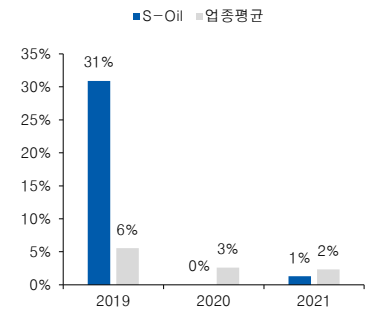
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

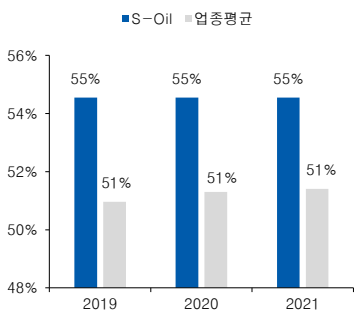
기부금 및 당기순이익의 추이



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

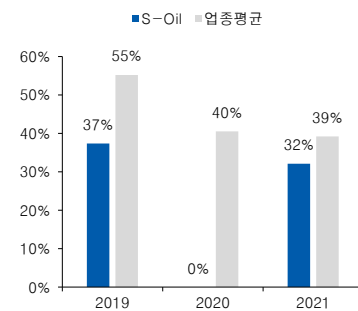
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



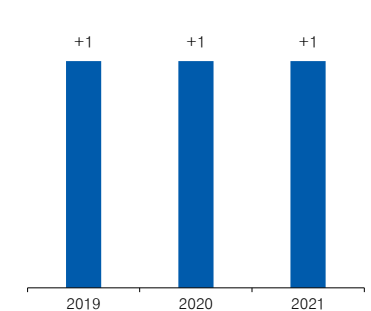
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익의 추이



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

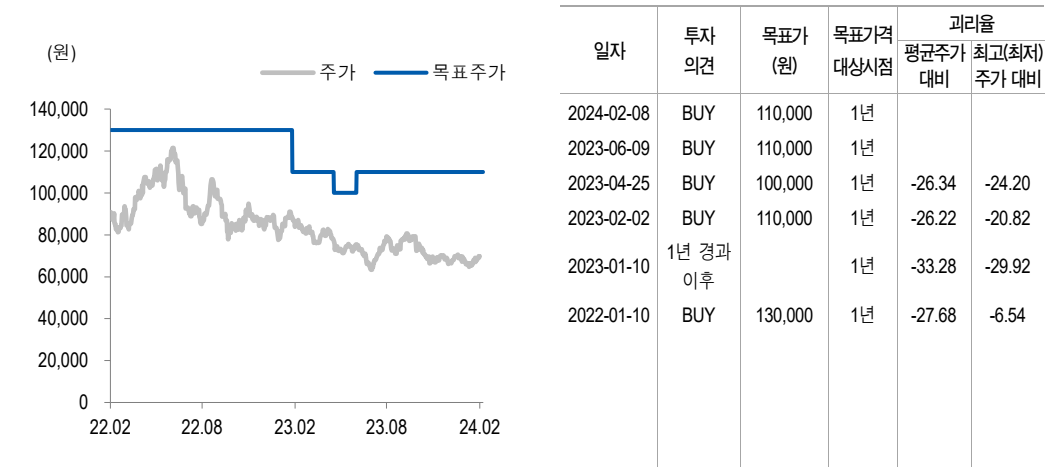
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



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)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-07

※ 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.