

# S-Oil (010950)

정유



황규원

02 3770 5607  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>130,000원 (M)</b>
현재주가 (9/30)	<b>81,000원</b>
상승여력	<b>60%</b>

시가총액	93,356억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	400억원
60일 평균 거래량	434,462주
52주 고	121,500원
52주 저	77,900원
외인지분율	81.81%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 8인 63.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.9)	(22.1)	(26.4)
상대	(12.3)	(15.7)	4.8
절대(달러환산)	(27.4)	(29.3)	(39.0)

## 2022년 3분기 실적 정상수준으로 하향 복귀!

### 2022년 3분기 예상 영업이익 5,181억원, 감익

2022년 3분기 실적은 '매출액 11.1조원, 영업이익 5,181억원(영업이익률 4.7%), 순이익 1,652억원' 등이다. 영업이익 추정치는 러시아산 석유제품 수출 통제 우려로 정제마진이 이상급등 했던 전분기 1.7조원에 비해 △70% 급감하는 수치이다. 그러나, 전년 동기 5,494억 원에 비슷한 수준으로 회귀한 것이다. 분기 영업이익 4,000 ~ 5,000억원 규모는 **정상적인 호황** 수준의 이익 레벨이다. 부문별로는 '정유 2,169억원(전분기 1.4조원), 석화 182억원(전분기 180억원), 윤활유 2,830억원(전분기 2,589억원)' 등이다.

### 3분기 예상 특징, 정유부문 거품 소멸

정유부문 영업이익률은 2.4%(전분기 15.6%)로, 평균 수준에 접근했다. 중동산 원유도입 프리미엄인 OSP를 반영한 정제마진(=정제마진-연료비±OSP)은 전분기 14.7\$에서 5.6\$로 진정되고 있다. 유가하락으로 재고관련 손실 추정치는 △1,600억원(전분기 재고이익 3,579억원) 등이다. 석유화학 부문 영업이익률은 1.5%(전분기 1.4%) 수준으로 약세가 이어진다. PP/PO 등 올레핀 체인은 부진했지만, PX/벤젠 체인 강세로 보완하는 수준이다. 윤활유부문 이익률은 29%로, 전분기와 비슷한 호조세가 이어질 것이다. 영업외 항목에서 원/달러 환율(6월 말 1,299원, 9월 말 1,439원/달러) 급등으로, △3,800억원 수준의 환손실이 우려된다.

### 이상 급등 추세는 꺾였지만, 박스권에서 트레이딩 유효

2022년 3 ~ 8월 이어졌던 러시아발 정제마진 이상 급등 현상은 마무리되어, 정상 국면에 진입했다. 횡재(Bonanza)에 따른 실적 모멘텀은 사라진 것으로 보인다. 그렇다고 하락 추세 진입한 것은 아니다. 2023년 글로벌 정유 업황은 평균 이상 수준에서 머물 것으로 예상되기 때문이다. 2023년 예상 영업이익 규모는 1.8조원 수준으로, 2021년 2.1조원과 2022년 4.1조원에 비해서는 못하지만, 과거 호황 실적 기준인 1.6조원을 소폭 웃돌 전망이다. 참고로, 4분기에 참고해야 이슈는 'OPEC+ 추가 감산, S-Oil(주) 사힌 프로젝트 발주(2026년 대형 에틸렌 신설), 12월/2월 EU에서 러시아 원유/석유제품 수입 제한 개시' 등이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	110,976	55.9	-3.0	110,761	0.2
영업이익	5,181	-5.7	-69.9	8,744	-40.7
세전계속사업이익	1,012	-78.6	-92.8	8,497	-88.1
지배순이익	1,652	-50.6	-83.7	6,230	-73.5
영업이익률 (%)	4.7	-3.0 %pt	-10.3 %pt	7.9	-3.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	-3.2 %pt	-7.4 %pt	5.6	-4.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	168,297	274,639	438,299	390,826
영업이익	-10,991	21,409	40,528	17,646
지배순이익	-7,961	13,785	24,649	16,499
PER	-9.3	7.6	3.7	5.6
PBR	1.4	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	-26.7	5.1	2.7	4.3
ROE	-13.1	21.8	31.2	17.6

자료: 유안타증권

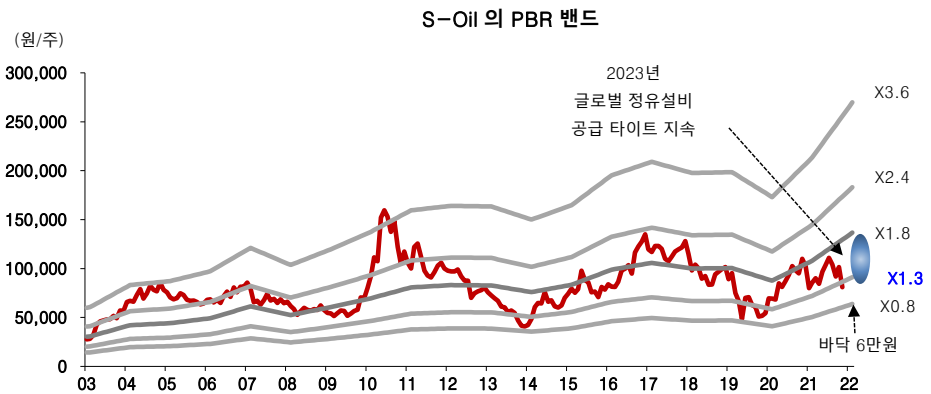


표 2. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 13.0 만원 (2023 년 평균 ~ 호황수준 정제마진 반영)

구분	기준일 (2022.10월)	주요 내역					
		사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정시업가치(억원)
(+ ) 영업자산가치	20조 7,097억원	정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	*9.0x	11조 1,789
		화학부문	5,225	1,743	6,968	*4.5x	3조 1,356
		유틸리티부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		합 계	1조 9,236	5,714	2조 4,950	8.3x	20조 7,097
		*사업부문 EBITDA = 2021 ~ 2023년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치를 적용했음(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) *유틸리티부문 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/도유정유	50%+1주	316	**0.5x	158	유틸리티 제품 생산
		대한승유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡ 문산 30만㎡	1,400	1.0x	1,400	
		전략배축유		2,000	1.0x	2,000	
		기타		569만배럴	배럴당 75\$	4,908	
		합 계		9,235	0.95x	8,771	
(-) 순차입금	7조 3,890억원						
(+) 총차입금	6조 3,094억원						
(-) 현금성자산	2조 7,538억원						
(+) 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)	14조 1,978억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	130,000원/주						

자료: 유안타증권 리서치센터

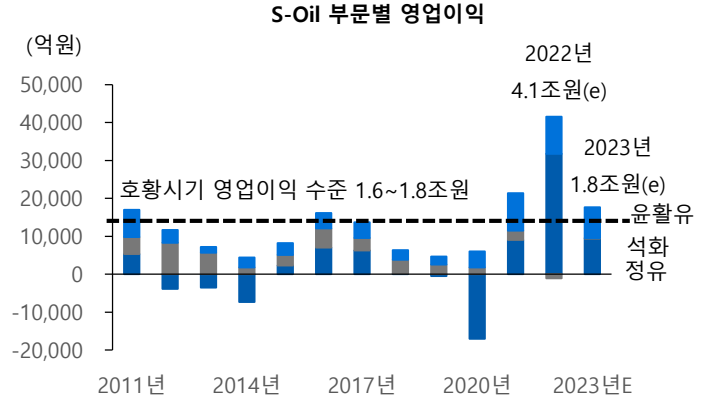
그림 1. S-Oil(주)의 PBR 밴드 : 업황 최악 바닥시 6만원, 평균 업황시 10만원, 호황시 13만원 (2022년 9월 말 주가 8.1만원)



자료: 유안타증권 리서치센터

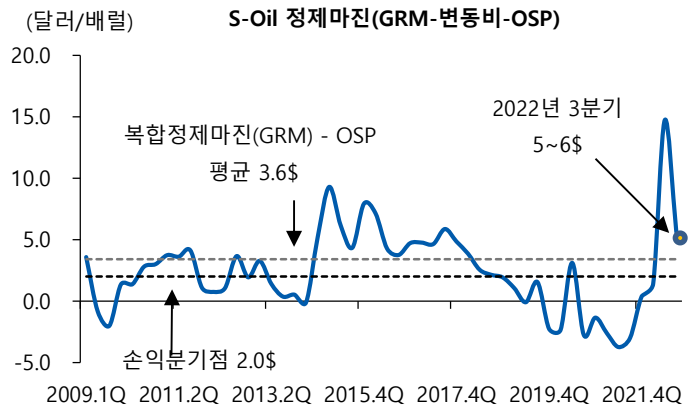
## Key Chart

S-Oil 연간 실적 전망, 2023년 영업이익 1.8조원 전망



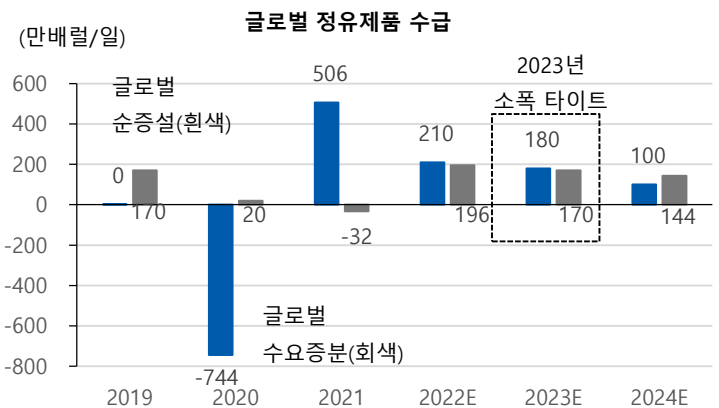
자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 정제마진, 3분기 정상수준으로 하락 회귀 중



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 정유업황, 2023년 수급 균형 수준으로



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	168,297	274,639	438,299	390,826	271,012
매출원가	173,662	246,952	390,750	366,718	247,245
매출충이익	-5,365	27,687	47,549	24,108	23,767
판매비	5,626	6,278	7,021	6,461	10,237
영업이익	-10,991	21,409	40,528	17,646	13,530
EBITDA	-4,679	27,927	47,085	24,288	20,168
영업외손익	-687	-2,629	-8,009	4,120	2,016
외환관련손익	1,318	-3,213	-2,765	5,298	3,046
이자손익	-1,457	-1,008	-658	-1,178	-1,030
관계기업관련손익	37	18	-1	0	0
기타	-584	1,574	-4,585	0	0
법인세비용차감전순손익	-11,678	18,780	32,519	21,766	15,546
법인세비용	-3,717	4,995	7,869	5,267	3,762
계속사업순손익	-7,961	13,785	24,649	16,499	11,784
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7,961	13,785	24,649	16,499	11,784
지배지분순이익	-7,961	13,785	24,649	16,499	11,784
포괄순이익	-8,024	14,221	24,652	16,499	11,784
지배지분포괄이익	-8,024	14,221	24,652	16,499	11,784

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	16,310	14,772	20,317	32,629	19,235
당기순이익	-7,961	13,785	24,649	16,499	11,784
감가상각비	6,237	6,440	6,496	6,584	6,584
외환손익	-1,352	372	4,354	-5,298	-3,046
중속, 관계기업관련손익	-37	-18	1	0	0
자산부채의 증감	21,830	-9,667	-22,888	12,903	1,971
기타현금흐름	-2,406	3,860	7,705	1,941	1,943
투자활동 현금흐름	-6,356	1,966	-24,362	-28,380	-24,449
투자자산	-767	3,238	-512	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,471	-2,720	-6,921	-10,417	-29,917
유형자산 감소	238	1,753	4	0	0
기타현금흐름	-357	-305	-16,933	-17,963	5,468
재무활동 현금흐름	-5,487	-4,661	-3,575	-37	-5,202
단기차입금	0	0	-589	-1,523	-349
사채 및 장기차입금	-4,740	-2,814	3,952	8,089	3
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-117	-1,165	-6,171	-5,822	-4,076
기타현금흐름	-630	-682	-767	-782	-780
연결범위변동 등 기타	-3	5	-2,865	7,472	3,972
현금의 증감	4,464	12,081	-10,485	11,683	-6,444
기초 현금	2,910	7,374	19,455	8,970	20,653
기말 현금	7,374	19,455	8,970	20,653	14,209
NOPLAT	-10,991	21,409	40,528	17,646	13,530
FCF	10,839	12,052	13,396	22,212	-10,682

자료: 유안타증권

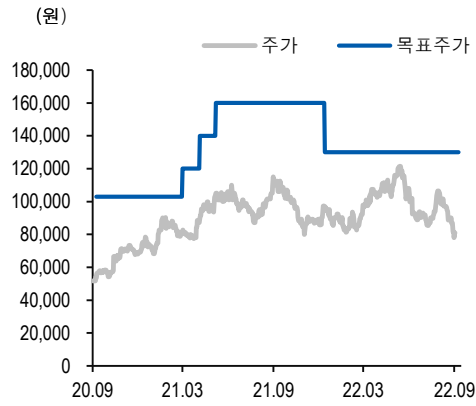
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	49,965	83,774	120,292	120,666	99,518
현금및현금성자산	7,374	19,455	8,970	20,653	14,209
매출채권 및 기타채권	13,539	20,808	31,279	21,928	18,343
재고자산	21,923	35,453	58,399	38,730	33,326
비유동자산	106,940	103,158	102,775	106,550	129,829
유형자산	100,778	95,648	96,279	100,112	123,445
관계기업 등 자본관련 자산	316	378	361	361	361
기타투자자산	941	964	269	269	269
자산총계	156,905	186,932	223,067	227,216	229,347
유동부채	65,651	85,050	100,498	84,221	81,730
매입채무 및 기타채무	37,118	52,529	56,876	43,782	38,552
단기차입금	18,756	23,589	27,338	25,816	25,467
유동성장기부채	7,398	4,599	2,757	1,096	4,184
비유동부채	34,429	32,002	34,208	43,957	40,873
장기차입금	0	0	1,109	3,080	3,080
사채	31,946	27,361	28,860	36,639	33,554
부채총계	100,080	117,052	134,706	128,179	122,602
지배지분	56,825	69,880	88,361	99,037	106,745
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	40,357	53,337	71,815	82,492	90,200
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	56,825	69,880	88,361	99,037	106,745
순차입금	49,172	37,967	33,808	10,980	22,793
총차입금	60,184	57,695	60,064	66,630	66,284

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-7,072	12,114	21,655	14,534	10,381
BPS	48,810	60,024	75,898	85,068	91,689
EBITDAPS	-4,013	23,951	40,380	20,829	17,296
SPS	144,331	235,530	375,884	335,172	232,420
DPS	0	3,800	7,000	3,500	2,500
PER	-9.3	7.6	3.7	5.6	7.8
PBR	1.4	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	-26.7	5.1	2.7	4.3	5.8
PSR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-31.0	63.2	59.6	-10.8	-30.7
영업이익 증가율 (%)	적전	흑전	89.3	-56.5	-23.3
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	78.8	-33.1	-28.6
매출충이익률 (%)	-3.2	10.1	10.8	6.2	8.8
영업이익률 (%)	-6.5	7.8	9.2	4.5	5.0
지배순이익률 (%)	-4.7	5.0	5.6	4.2	4.3
EBITDA 마진 (%)	-2.8	10.2	10.7	6.2	7.4
ROIC	-6.6	15.2	27.2	11.6	8.6
ROA	-5.0	8.0	12.0	7.3	5.2
ROE	-13.1	21.8	31.2	17.6	11.5
부채비율 (%)	176.1	167.5	152.4	129.4	114.9
순차입금/자기자본 (%)	86.5	54.3	38.3	11.1	21.4
영업이익/금융비용 (배)	-7.0	19.5	54.5	12.6	10.7

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-10-04	BUY	130,000	1년		
2022-01-10	BUY	130,000	1년		
2021-06-04	BUY	160,000	1년	-39.08	-28.13
2021-05-03	BUY	140,000	1년	-30.96	-26.07
2021-03-29	BUY	120,000	1년	-32.58	-26.25
2020-05-08	BUY	103,000	1년	-34.38	-12.43

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)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-09-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

# 유안타 ESG Tearsheet



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

ESG 평가 기업	<b>S-Oil</b>
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
<b>S-Oil</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>
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

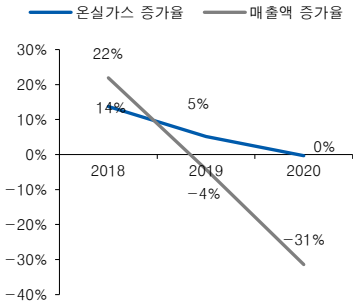
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

## 유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
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, 적장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

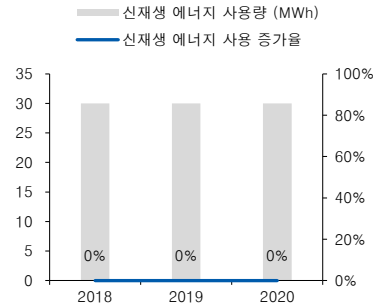
## Environment

### 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



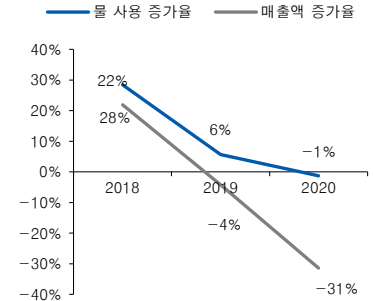
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

### 신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준  
▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

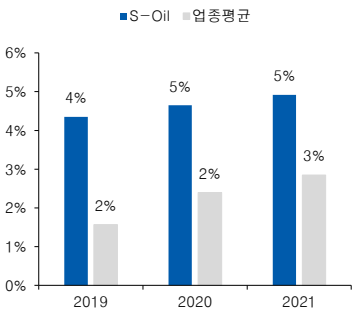
### 물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

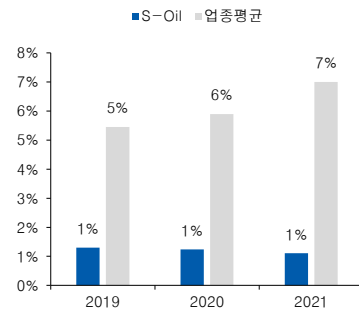
## Social

### 여성임원비율 vs. 업종 평균



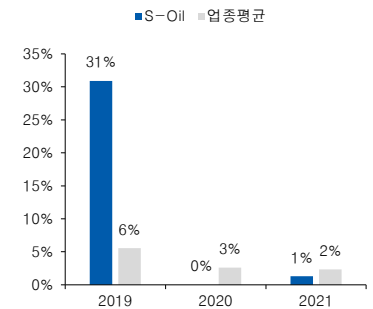
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 계약직 비율 vs. 업종 평균



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

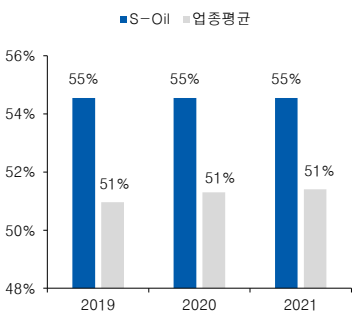
### 기부금 및 당기순이익의 추이



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

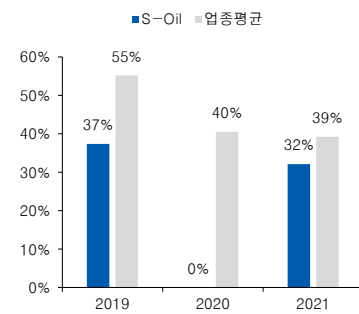
## Governance

### 사외이사 비율 vs. 업종 평균



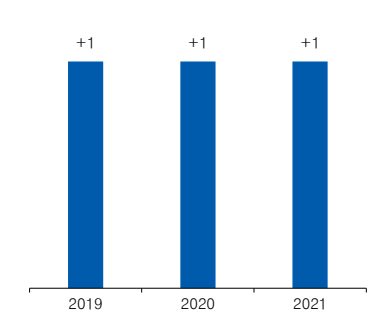
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

### 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  
▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터



- 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.