

에너지(비중확대)

# Slow & Strong, 유가 상승과 우호적인 수급

[유가] 추가 감산, 단기 공급량 확대 모두 제한적. 강세 지속 전망

[정제마진] EM 중심의 견조한 수요로 23년 우호적 업황 전개

정유사 실적의 급격한 턴어라운드 예상

Top-picks S-Oil, GS

에너지/화학/소재. 김도현, 3773-9994



# 에너지

## Slow & Strong, 유가 상승과 우호적인 수급

SK증권 리서치센터



Analyst  
김도현

do.kim@skc.co.kr  
3773-9994

### [원유] 추가 감산은 제한적, \$80~\$98의 고유가 지속 예상

23년 하반기 이어지고 있는 고유가 상황은 지속될 것으로 예상하며 기존 23년 유가 전망치 대비 상향조정한 \$80~\$98 밴드를 제시한다. 공급단의 영향력을 과시하고 있는 중동과 단기적으로 공급을 늘리기 어려운 미국 사이에서 유가는 \$90 선을 유지하며 강세를 기록하고 있다. OPEC+의 추가 감산 여력은 100 만 b/d로 아직 충분하지만, 추가적인 감산은 부담으로 작용할 가능성이 높은 상황이며, 현재 수준의 감산을 연말까지 유지할 것으로 예상된다. 감산 및 고유가에 따른 미래 수요 감소와 사우디의 원유 Capa 증설 사이에서 추가적인 유가 상승은 사우디에게도 부담으로 작용할 가능성이 높기 때문이다.

미국은 단기적으로 공급을 늘릴 카드가 제한적이다. 역사적 저점의 SPR 레벨과 지속적으로 겪어왔던 생산성 감소는 미국내 공급을 늘리기 어려운 요인으로 작용 중이며, 공급취약국 제재완화 카드 역시 설비 가동률 상승의 제한으로 그 실효성이 의문인 상황이다.

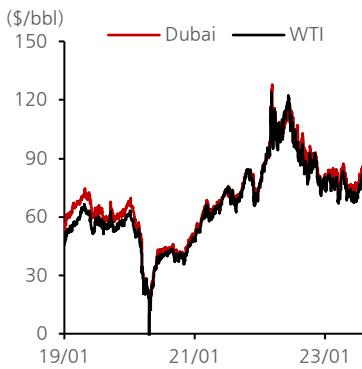
한편, 원유 수요는 EM 중심의 견조한 수요가 연말까지 이어질 것으로 예상된다. 중국의 경우 다운스트림 수요 Peak-out 우려 제기되고 있지만, 아직 견조한 내연기관 판매와 더불어 상용차의 EV 전환은 상대적으로 더디게 진행되고 있어 23~24년 다운스트림 수요는 견조할 것으로 예상된다. 인도의 경우 이동수요 증가와 휘발유 연료 비중 성장에 따라 역사상 고점 레벨의 휘발유 수요를 기록하고 있으며, 향후 수요 역시 성장할 것으로 전망한다.

### [정제마진] 3Q23 고점, 4Q23 하향 안정화 전망

수요단의 영향력대비 공급단의 영향력이 크게 작용하고 있는 현 시점에서 정제마진은 3Q23 고점을 지나 4Q23 소폭 하향안정화 될 것으로 예상한다. 4Q23 선진국 수요의 뚜렷한 반등을 기대하기 어려운 상황이지만, 중국/인도 중심의 다운스트림 수요 증가와 더불어 Ural 유 Discount 완화 역시 공급축소 요인으로 작용할 전망이다. 23년 9월 정제마진(1m-Lagging 기준)은 \$20.4로 8월대비 소폭 하향조정 됐으나, 2Q23 평균대비 2배이상 급격한 상승을 기록했으며, 4Q23 역시 평균 \$16 선의 과거대비 높은 레벨의 정제마진을 이어나갈 것으로 예상된다.

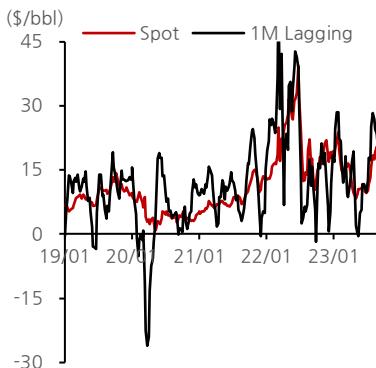
이에 따라 올해 하반기 에너지 업황은 우호적인 상황이 전개될 것으로 전망되며, 3Q23 실적의 급격한 턴어라운드가 예상되는 S-Oil을 Top-pick으로, 차선호주로 실적 성장과 배당 매력을 모두 갖춘 GS를 제시한다.

#### 국제유가 추이



자료 : Petronet, SK증권

#### 복합정제마진 추이



자료 : Petronet, SK증권

# Contents

1. Summary: 수급이 만들어낸 우호적 업황	3
2. 추가적인 감산 가능성은?	4
(1) 추가 감산은 부담으로 작용할 것	
(2) 중요한 것은 중동의 영향력이 커졌다는 것	
2. 미국의 영향력 축소	7
(1) 미국의 생산량 증가는 제한적일 전망	
(2) 미국에게 남은 카드는?	
3. 정제마진 3Q23 고점, 4Q23 하향안정화 전망	12
(1) Peak-out 우려에도 23~24년 수요는 견조	
(2) 선진국 수요는 불투명한 상황	

## <기업분석>

S-Oil / 매수(유지) / 105,000 원(상향)

GS / 매수(유지) / 50,000 원(유지)

## Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 21일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

## 1. Summary: 수급이 만들어낸 우호적인 업황은 지속될 것

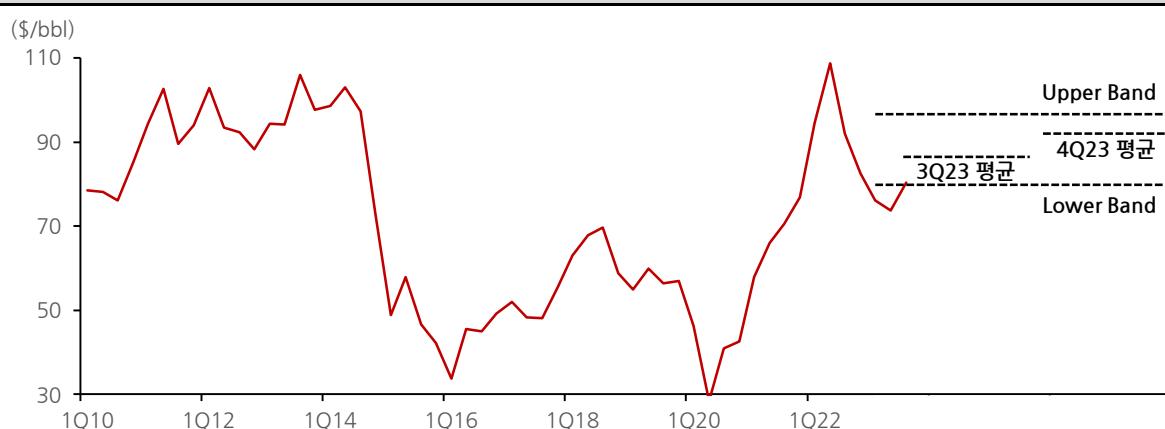
23년 유가 \$80~\$98로 상향 조정, 고유가 연말까지 지속될 것

23년 유가 밴드 추정치를 기준대비 상향 조정한 \$80~\$98 밴드를 제시하며, 유가는 수급이 만들어낸 우호적인 상황을 바탕으로 연말까지 강세를 이어갈 것으로 예상된다. 유가 상승과 수요둔화로 이어지는 저항으로 인해 \$100의 벽을 넘지 못할 것으로 전망되나, 추가적인 원유 공급이 단기적으로 어려운 현 상황을 고려하면 고유가는 연말까지 지속될 것으로 예상된다.

추가 감산은 제한적이나, 단기적으로 공급을 늘리기에도 어려운 상황. 공급 부족 이어질 것

미국의 경우 단기적으로 자국내 생산량을 늘리기 어려울 것으로 예상되며, 공급취약국들의 제재 완화에도 불구하고 공급을 크게 확대시키기에는 제한적인 상황일 것으로 전망한다. 한편, 추가 감산으로 인한 유가의 추가적인 상승은 사우디에게도 부담으로 작용할 전망이다. 사우디는 원유 증산을 위한 Capex를 지속적으로 투입하고 있는 상황이며, 이에 따라, 미래 수요둔화에 대한 우려는 부담으로 작용할 것으로 예상한다. 따라서, 추가적인 감산은 제한적일 것이나, 여전히 공급부족 상황을 해결할 열쇠는 부족한 상황에서 유가 강세는 지속될 전망이다.

국제유가 추이 및 전망



자료: Petronet, SK 증권

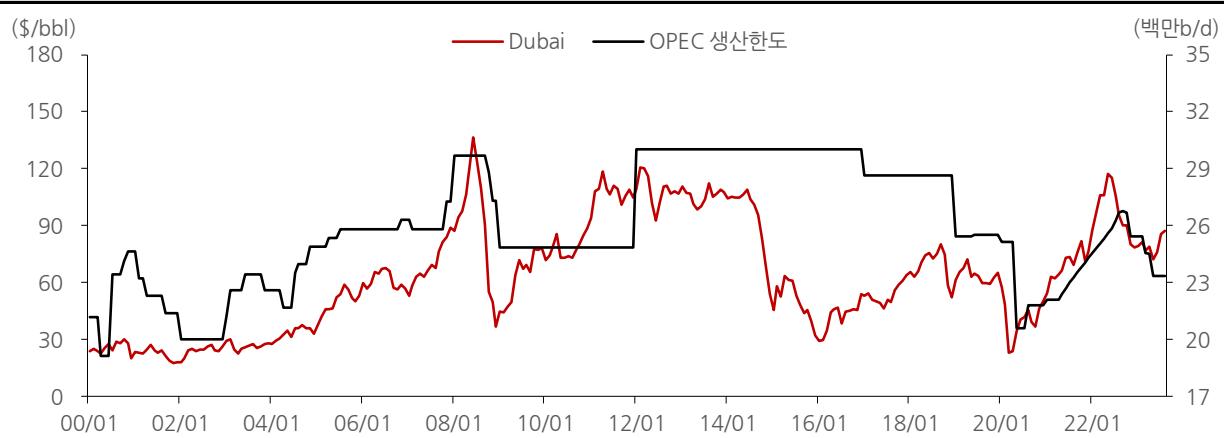
## 2. [원유] 추가적인 감산 가능성은?

### (1) 추가 감산은 원유 수요 둔화로 이어져 부담으로 작용할 것

사우디는 원유 증산을 위한 투자 진행 중. 추가적인 유가 상승은 수요 둔화로 이어져 부담

OPEC+의 추가적인 감산은 제한적일 것으로 전망한다. 그동안 OPEC+의 감산 히스토리를 보면 OPEC+는 단기적 관점의 감산이 아닌 중기적 관점의 감산을 지속해왔고 현재 시점에서의 추가적인 감산은 OPEC+에도 부담으로 작용할 가능성 이 높다는 판단이다. Aramco는 27년까지 원유 생산 Capa 13만 b/d 증설을 목표로 투자를 진행 중이다. 2Q23 Aramco의 Capex는 104.6억달러로 +11.8% YoY 를 기록했다. 또한, 올해 Capex 가이던스는 450~550 억달러로 22년 Capex 376 억달러 대비 30% 가량 증가한 수치다. 한편, 24년 원유 수요는 23년 대비 성장이 둔화될 것으로 예상되는 시점인데, 사우디의 원유 생산량이 점진적으로 증가할 것으로 추정되는 상황에서 추가적인 감산으로 인한 고유가는 향후 원유 수요 둔화를 가속화할 요인으로 작용할 가능성이 높으며, 부담으로 작용할 것이라는 판단이다. 현재 유가 레벨에서 사우디의 추가적인 감산 가능성은 적을 것으로 예상하며, 향후 유가 하락시에 현재 남아있는 감산 여력(OPEC+ 100만 b/d로 추정)을 활용해 전략적으로 유가 하단을 제한할 것으로 전망한다.

OPEC 생산한도 및 Dubai 유가 추이



자료: OPEC, Petronet, SK증권

## (2) 중요한 것은 중동의 영향력이 커졌다라는 것

중동 영향력 확대에 따라  
적극적인 시장 개입은 확대될 것

사우디는 중국의 중동 영향력 강화 국면에서 미·중 경쟁구도를 적극적으로 이용해 영향력을 강화해 왔다. 과거 미국은 에너지 수입국으로서 안정적인 에너지 공급망이 필요했고, 사우디는 안정적인 원유 공급을 안보의 이익을 미국으로부터 취해왔다. 하지만, 사우디는 2010년대 이후 적극적인 외교를 통해 자국 경제의 핵심인 석유 경제의 주도권을 찾고자 하는 노력을 지속해왔다.

한편, 미국은 22년 7월 'I2U2(Israel, India, UAE, US)를 결성해 중국과 이란의 중동 영향력을 견제하고 중동지역 경제협력을 강화했다. 인도는 중동지역에 철도, 국경간 송전 인프라 등을 투자하고, 미국 또한 도로, 철도, 항만 인프라를 투자하는 등 중동지역의 영향력을 강화함으로써 중국을 견제하고자 하는 정책을 시행 중인 상황이다. 이러한 상황에서 사우디는 미국이 요청하는 이스라엘과의 관계개선을 담보로 민간 핵 개발 지원을 요구하는 등 미국에 대한 압박을 지속 중이며, 군사 안보에 대한 협력강화 역시 지속적으로 요청 중인 상황이다.

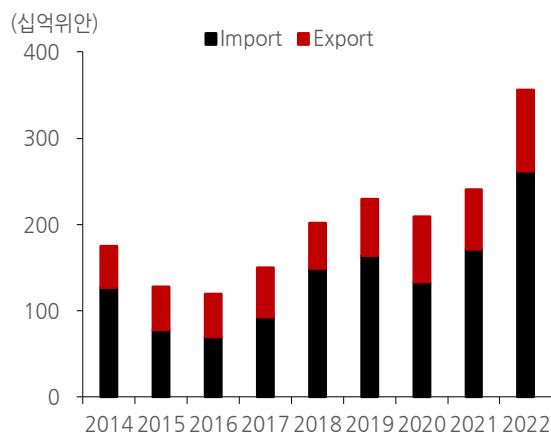
사우디는 전략적인 유가 하단  
지지를 지속할 것, 공급단에서  
만들어 낸 견고한 하단

특히, 사우디의 '비전 2030' 등 산업다각화를 지속적으로 추진하고 있고, 산업다각화 투자에 필요한 재원마련을 위해 유가 방어는 필수불가결한 상황이라는 판단이다. 사우디는 올해 목표 유가를 \$80 후반에서 \$90 초반으로 지속적으로 언급하고 있는데, 중동에 대한 미국의 영향력이 축소되고 미·중 경쟁구도를 이용해 실익을 취하고 있는 사우디의 현 상황을 고려하면 향후에도 적극적인 시장개입을 통한 유가 방어 전략을 지속할 것으로 예상된다.

중동의 영향력 확대에 따라  
달러화 강세와 무관하게 유가는  
강세 지속 가능

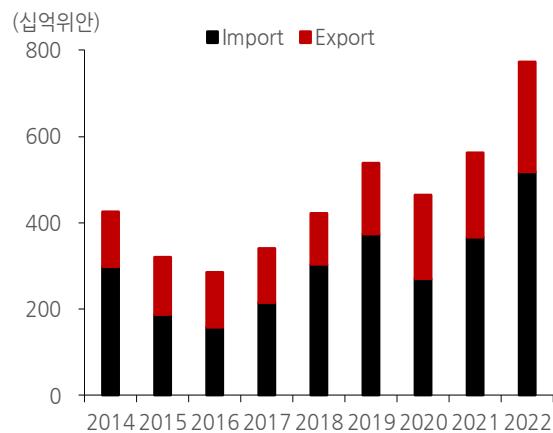
중동의 영향력이 커짐에 따라 달러화 강세 → 유가 약세로 이어지는 연결고리는 약화되고 있다. 최근 달러 인덱스와 WTI 간의 상관관계를 살펴보면 19년도 이전과는 다른 모습이 관찰되고 있다. 최근 중국의 중동산 원유 위안화 결제 도입에 대한 논의만 보더라도 미국의 원유패권에 대한 영향력은 점차 감소 중인 것을 알 수 있다. 이에 따라, 다양한 요인들이 작용할 수 있겠지만, 향후 달러 가치와 유가의 상관관계는 과거와는 다른 국면이 펼쳐질 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

중국 – 이라크간 수출입액 추이



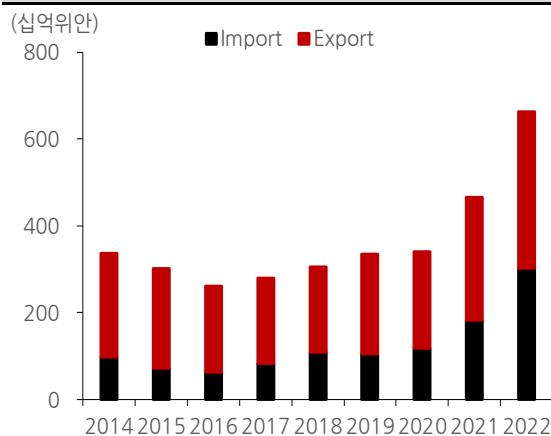
자료: 해관총서, SK 증권

중국 – 사우디간 수출입액 추이



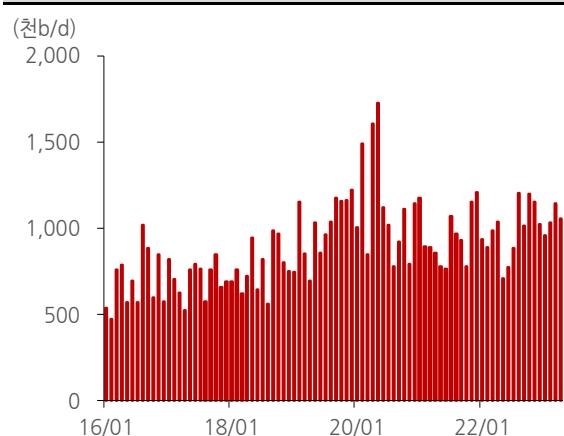
자료: 해관총서, SK 증권

중국 – UAE 간 수출입액 추이



자료: 해관총서, SK 증권

이라크 중국향 원유 수출 추이



자료: 해관총서, SK 증권

Dollar Index – WTI 상관관계



자료: Bloomberg, SK 증권

## 2. [원유] 미국의 영향력 축소

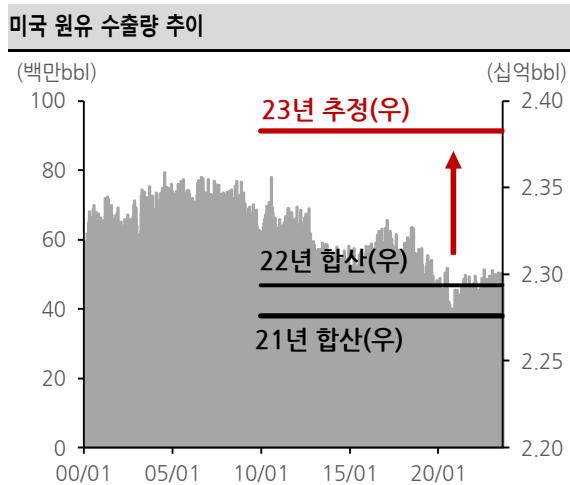
### (1) 미국의 생산량 증가는 제한적일 전망

미국산 수요는 유럽향 수요를 중심으로 크게 증가. 미국 원유 수출량은 올해 크게 상승할 전망

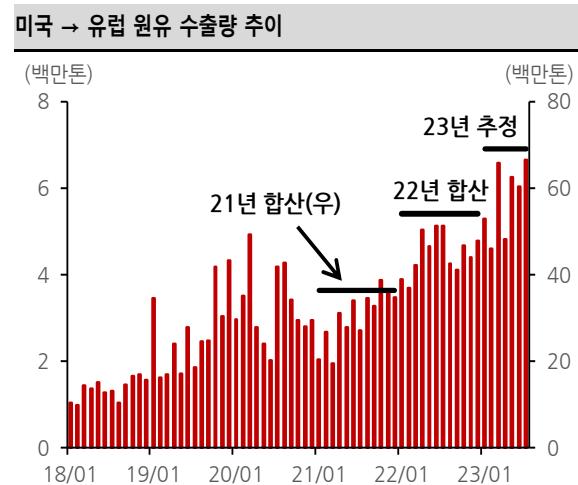
23년 8월 미국의 원유 수출량은 191.7 백만 bbl로 7월 182.6 백만 bbl 대비 5.0% 증가했다. 러-우 전쟁 이후 러시아산 원유 공급 리스크가 부각되며 유럽을 중심으로 미국산 원유 수요가 크게 증가했기 때문이다. 지리적 이점을 바탕으로 러시아산 원유를 선호하던 유럽은 의존도를 낮추기 위한 공급처로 미국과 아시아지역을 선택했고, 러-우 전쟁의 결과로 운송비를 감수하더라도 안정적인 미국산 원유의 선호도가 높아졌기 때문이다. 23년 7월 누적기준 미국에서 유럽으로 수출된 원유량은 4,022 만톤으로 전년동기 3,175 만톤 대비 +26.7% 상승했다. 또한, 22년 미국의 유럽향 원유 수출비중은 17.3%였던 반면, 23년 7월 누적기준 유럽향 수출비중은 21.9% 까지 상승했다. 한편, 미국의 원유 수입량은 올해도 증가할 것으로 추정된다. 23년 8월 수입량은 1.1 억배럴로 +3.2% YoY를 기록했고, 23년 8월 누적기준 총 수입량은 9.7 억배럴로 전년동기 7.8 억배럴 대비 23.9% 증가했다.

하지만, 수요 증가대비 생산량 증가는 상대적으로 적을 것으로 추정

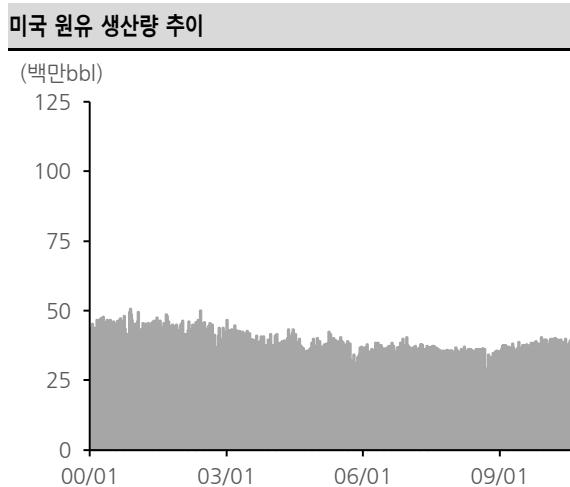
미국 원유 수요의 증가에도 올해 미국의 생산량은 수요 증가량 대비 낮은 증가율을 기록할 것으로 예상된다. 23년 8월 누적기준 미국의 원유 생산량은 15.9 억배럴로 전년동기 15.1 억배럴 대비 +5.2% 증가에 그쳤다. 9월 EIA STEO(Short-term Energy Outlook)을 통해 제시한 연간 생산량 46.6 억배럴을 달성하기 위해서는 추가적인 생산이 필요한 상황이다. 7월 에너지/조선 섹터 보고서에서 언급했듯 미국의 생산량이 큰 폭으로 증가하기 어려운 이유는 크게 시추비용의 상승과 기존 유정의 생산성 감소 때문이라는 판단이다. DUC의 감소와 시설 투자비용의 증가는 E&P 기업들의 BEP 유가 레벨을 지속적으로 상승시켜왔다. 또한, 신규 투자의 감소로 기존 유정의 생산성 감소 역시 큰 폭으로 나타나고 있는 상황이다. 바이든 정부는 E&P 기업들을 대상으로 지속적인 Capex 투자를 요청하고 있다. 또한, 친환경 정책을 표방했음에도 '미국산 원유 수요는 2030년까지 지속될 것, 투자 늘려야 한다'라고 직접적으로 언급하며 신규 유정 승인을 확대하고 있는 상황이지만, 현 시점에서 투자가 진행된다고 하더라도 실제 생산까지 필요한 시간을 고려할 때 단기적으로 미국의 생산량 확대는 어려울 것으로 전망한다.



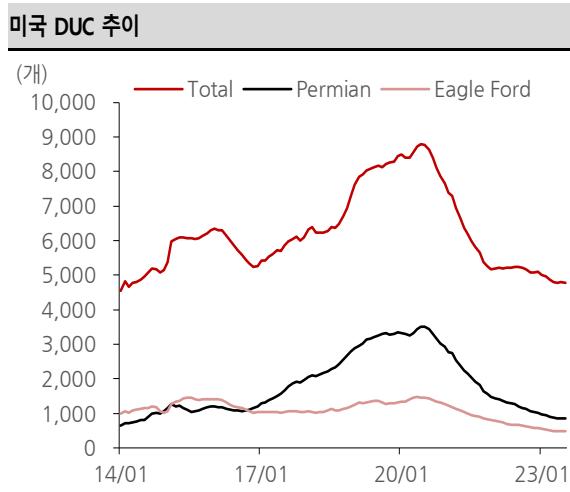
자료: EIA, SK증권  
주: 23년 추정치는 단순 환산



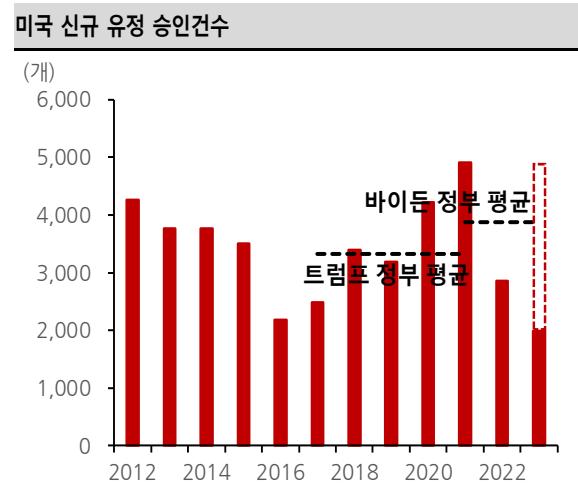
자료: Census, SK증권  
주: 23년 추정치는 단순환산



자료: EIA, SK증권  
주: 23년 추정치는 단순 환산



자료: EIA, SK증권

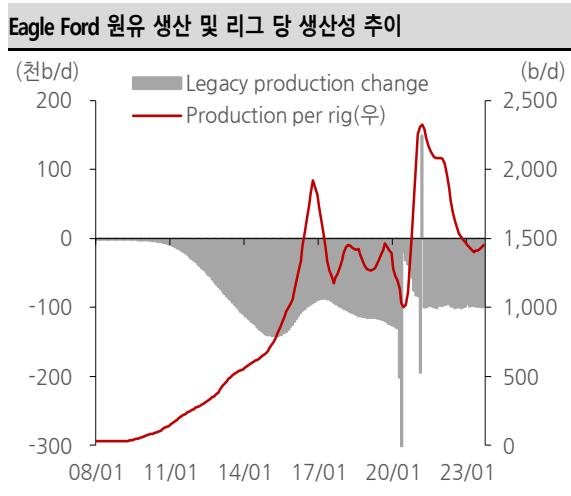


자료: BLM, SK증권

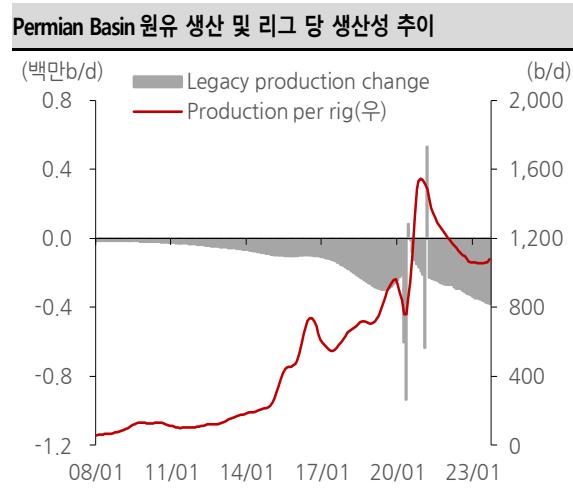
## 그동안 적었던 E&P 투자는 결국 생산성 하락으로 이어지는 중

미국의 원유 생산성이 높은 대표지역인 Eagle Ford, Permian Basin 지역의 리그(Rig)당 생산성은 지속적으로 감소해왔다. 23년 8월까지 Permian Basin 지역의 리그당 생산성은 평균 1,060b/d로 22년 평균 1,126b/d 대비 5.9% 감소했다. 또한, Eagle Ford 지역의 리그당 생산성은 같은 기간 평균 1,427b/d로 22년 평균 1,715b/d 대비 16.8% 감소를 기록했다.

특히, Shale Oil의 채산성 악화가 큰 영향을 미치고 있다는 분석이다. Shale Oil의 경우 Conventional Oil과 달리 채굴 가능한 기간이 짧고 2년이후 채산성이 감소하기 시작하기 때문에 지속적인 투자가 필요한 것이 특징이다. 하지만, 미국 지역의 보수적인 투자환경과 더불어 친환경 정책이 지속되며 E&P 기업들의 신규 투자는 줄어들었고, 신규 리그 수 역시 크게 증가하지 않았다. 이에 따라 채산성 악화가 진행되고 있다는 판단이다. 18년 이후 Permian Basin 지역의 리그 수는 490개에서 지속적으로 감소해 7월 340개까지 축소됐고, Eagle Ford 지역 역시 94개에서 60개로 감소했다. 결국, 신규 투자의 축소는 미국 지역 리그당 생산성 악화를 가속하는 요인으로 작용하고 있는 상황이며, 미국 지역의 원유 생산량의 증가를 막는 요인으로 작용하고 있다는 판단이다.



자료: EIA, SK증권



자료: EIA, SK증권

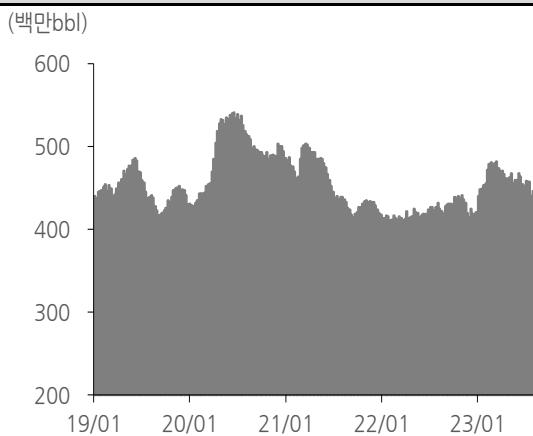
## (2) 미국에게 남은 카드는?

단기적 생산량 증가가 어려운  
상황에서 미국은 공급취약국 제재  
완화를 검토 중

그동안 고유가 국면에서 미국은 무제한으로 공급을 확대해가며 유가를 조절해왔다. 22년 러-우 전쟁 이후 에너지 공급망 불안정성이 확대되었을 당시에도 SPR의 무제한 방출을 통해 유가 조절자의 역할을 자처했다. 공급 확대를 통해 유가를 조절하며 M/S를 확보하고, 결국 에너지 패권의 승자였던 미국의 경우 이번에는 조금 다른 국면이 펼쳐질 것으로 예상된다. 역사적 저점의 SPR 레벨과 단기적으로 원유 생산량 또한 증가하기 어려운 미국의 현 상황을 고려할 때, 미국에게 남은 카드는 상대적으로 제한적인 상황이다.

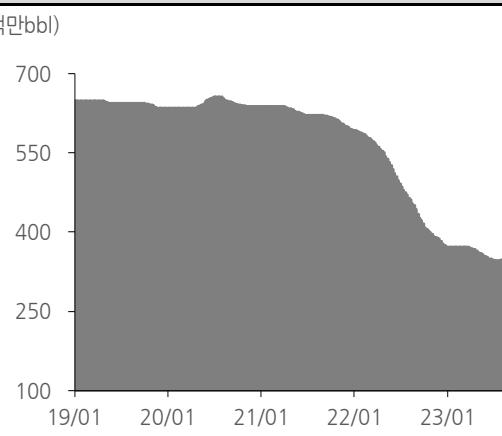
미국은 6월부터 이란 제재 완화에 대한 논의를 지속해왔고, 최근 베네수엘라 원유 수출 제재완화에 대한 검토를 진행 중이다. 두 논의 모두 지속적으로 진행돼 왔었지만, 실질적인 조치까지 이루어지지 않았으나, 최근 구체적인 언급 등이 발표되며 전전의 움직임이 포착되는 상황이다. 미국은 결국 자국내 공급확대가 어려운 상황에서 공급취약국들의 원유 수출 제재를 완화하며 타이트한 원유 공급상황을 타개하고자 하는 노력을 지속 중이라는 판단이다.

미국 상업용 원유재고 추이



자료: EIA, SK증권

미국 SPR 재고 추이



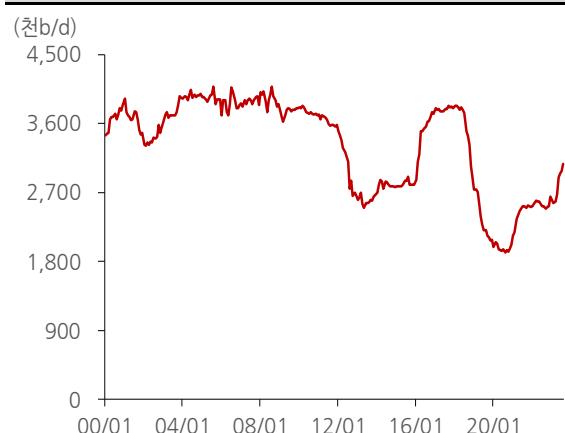
자료: EIA, SK증권

제재 완화에도 공급 부족을  
해소하기 위한 공급량 확대는  
어려울 것. 영향은 제한적

하지만, 공급취약국들의 제재 완화에도 실질 공급량은 크게 증가하기 어려울 것으로 판단된다. 과거 이란의 원유 생산량 고점이었던 05년 생산량은 400 만 b/d 레벨이었다. 23년 8월 이란의 원유 생산량 300 만 b/d 임을 고려하면, 100 만 b/d 의 업사이드가 남아있다는 계산이 가능하지만, 실질적으로 그렇지 않을 것으로 전망한다.

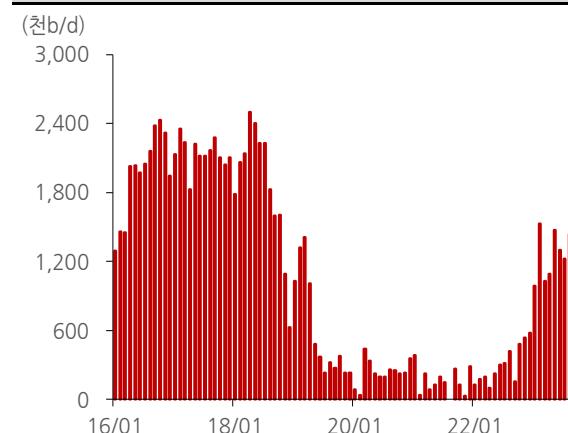
이란은 05년 이후 지속적인 생산량 감소를 겪어왔으며, 또한, 제재 이후 가동률 하락에 따른 유지보수의 문제 발생과 설비 노후화가 진행됐을 것이라는 판단이다. 이에 따라 실제 업사이드는 100 만 b/d의 절반 수준인 50 만 b/d 이하일 것으로 추정되며, 이란이 비공식적인 루트로 수출을 지속해왔다는 사실을 고려할 때 글로벌 공급량을 크게 늘리기에는 어려울 것으로 판단된다. 베네수엘라 역시 비슷한 상황일 것으로 추정되며, 따라서, 미국의 공급취약국 제재완화가 원유 공급량에 미치는 영향은 제한적일 것이라는 판단이다. 단기적으로 해당 공급취약국들의 제재 완화가 공급확대에 대한 기대감으로 전환돼 유가 하방압력으로 작용할 가능성은 배제할 수 없지만, 실질 공급에 대한 부담은 여전히 남아있을 것으로 전망한다.

이란 원유 생산량 추이



자료: OPEC, SK증권

이란 원유 수출량 추이



자료: Bloomberg, SK증권

### 3. [다운스트림] 정제마진 3Q23 고점, 4Q23 하향안정화

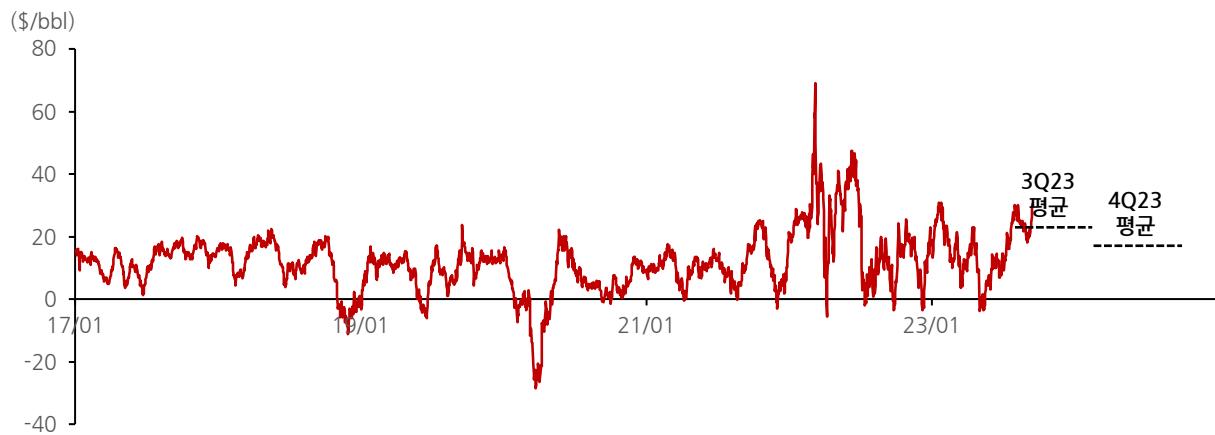
#### (1) 기존 View 유지. 4Q23 정제마진 하향안정화 전망

3Q23 정제마진 고점, 4Q23 하향  
안정화 예상. EM 중심의 수요는  
여전히 견조

기존 제시한 2H23 제한적 수요상승 국면에서 정제마진은 3Q23 고점을 지나 4Q23 하향 안정화될 것으로 전망한다. 5~6 월 저가 원유의 3Q23 Lagging 반영 영향도 있겠지만, 다운스트림 수요 상승대비 원유 공급단의 영향력이 훨씬 더 크게 작용하는 현 시점에서 정제마진은 하향 안정화될 것으로 예상한다. 23년 9월 평균 정제마진(1m-Lagging 기준)은 \$20.4로 8월대비 소폭 하향됐으나 2Q23 \$7.4대비 2 배이상 급격히 상승했다. 유가 상승에 더해 수요 개선에 대한 기대감까지 반영되며 큰 폭의 턴어라운드를 기록했다.

4Q23 선진국 수요의 뚜렷한 반등을 기대하기 어렵겠지만, 중국/인도 중심의 수요는 견조하게 지속될 것으로 예상되며, 특히, 인도지역의 경우 자동차 등록대수와 내연기관 비중 모두 상승하며 수요 성장이 이어질 전망이다. 한편, 중국의 경우 Peak-out 우려 나오고 있는 상황이지만, 23~24년 수요의 경우 양호하게 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 4Q23에도 견조한 EM 지역 다운스트림 수요에 힘입어 평균 \$16 선의 견조한 정제마진이 이어질 것으로 예상된다. 3Q23 대비 하향 안정화되겠지만, 여전히 과거대비 높은 우호적인 에너지 업황은 지속될 것으로 전망한다.

정제마진 추이 및 전망



자료: Petronet, SK 증권

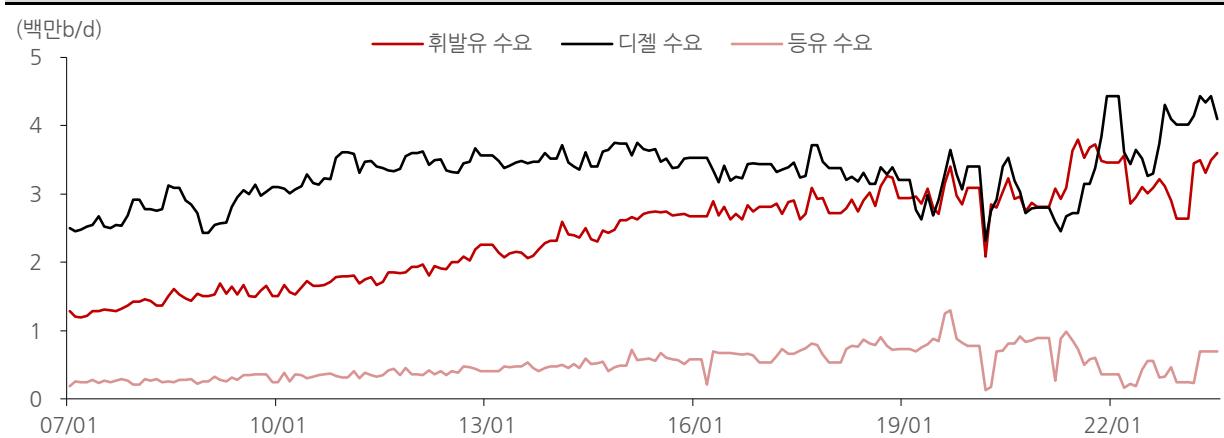
## (2) Peak-out 우려 있지만, 23~24년 견조한 수요 지속될 것

중국 Peak-out 우려 지속되고 있지만, 23~24년 수요 견조할 것으로 전망

중국 수요 둔화 우려는 지속적으로 제기되고 있지만, 4Q23 에도 견조한 흐름을 기록할 것으로 예상된다. 전방산업인 내연기관 승용차 판매는 양호한 레벨 지속하고 있어 운송용 석유제품 수요는 전년대비 성장을 이어갈 것으로 전망하며, 항공유 수요 역시 항공수요 확대에 따른 증가가 예상된다. 또한, 아직 초기단계인 상용차량 전동화 비율을 고려할 때, 23~24년 다운스트림 수요는 견조할 것으로 판단한다.

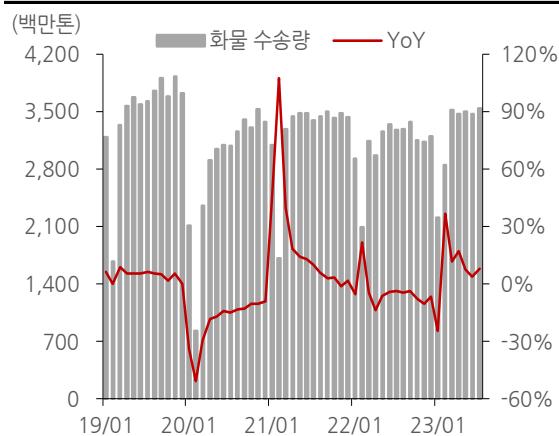
7월 중국 휘발유 소비량은 360만 b/d를 기록하며 +19.7% YoY 증가세를 나타냈다. 디젤의 경우 410만 b/d로 전월대비 7.4% 감소했으나, 여전히 +25.4% YoY 를 기록하며 견조한 흐름을 기록하고 있다. 특히, 2Q23 중국 육상 화물 수송량은 104 억톤으로 +21.7% QoQ 를 기록했으며, 육상 승객 수송량 역시 1.2 억명으로 +18.9% QoQ 를 기록했다. 7월까지 화물 및 승객 수송량 모두 각각 +1.9%, +4.6% QoQ 를 기록하며 락다운 해제 이후 견조한 이동수요를 나타내고 있다.

중국 다운스트림 소비량 추이



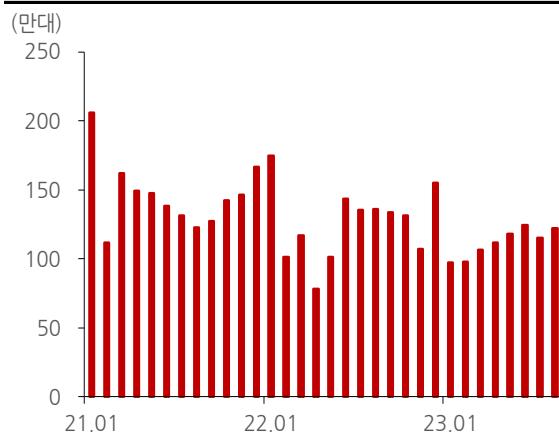
자료: Bloomberg, SK증권

중국 육상 화물수송량 추이



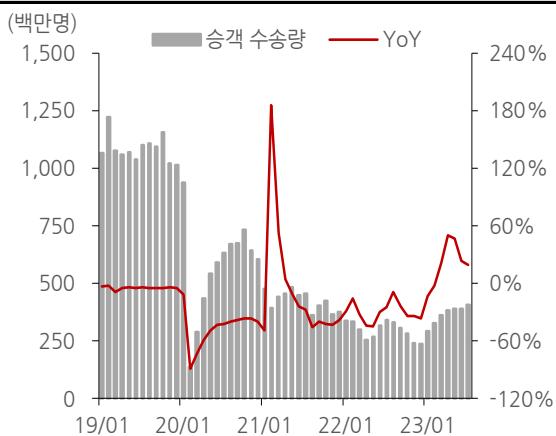
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 내연기관 승용차 판매량 추이



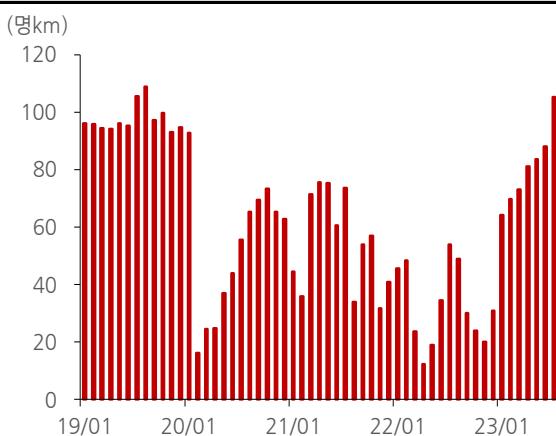
자료: CPCA, SK 증권

중국 육상 승객수송량 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

중국 민항항공 승객 수송량 추이

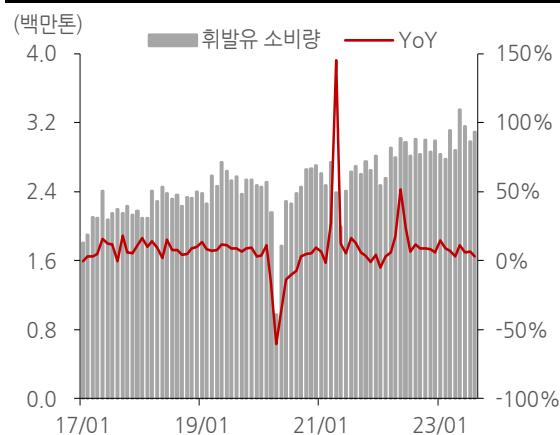


자료: Bloomberg, SK 증권

인도 승용차 판매량 증가 +  
휘발유 비중 증가. EV 전환은  
상대적으로 늦은 상황

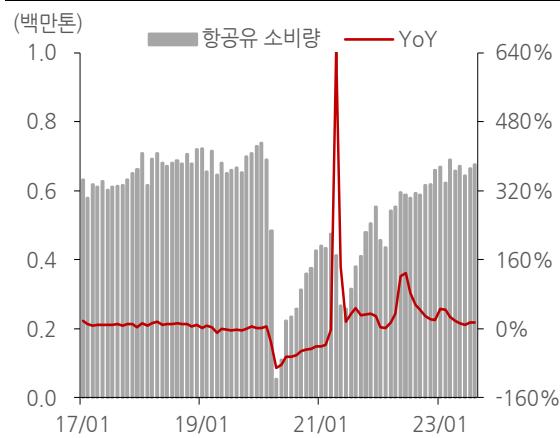
23년 8월 인도의 휘발유 소비량은 309만톤으로 +2.9% YoY를 기록했으며, 역사상 고점을 유지하고 있다. 디젤 사용량의 경우 2Q23 대비 소폭 하락하긴 했으나 전년대비 +5.2% 성장을 유지하며 견조한 흐름을 기록 중이다. 한편, 인도 지역 자동차 신규 등록대수는 8월 31.5만대를 기록하며 성장을 지속하고 있는데, EV 전환이 느린 인도 지역의 특성상 향후 다운스트림 수요의 점진적 성장 또한 전망된다. 23년 1~7월 누적 기준 인도 지역의 승용차 중 휘발유 비중은 68.4%(vs. 동기간 EV 비중 2.4%)로 14년 42.5%에서 증가 중인 상황이며, 상용차의 경우 연료비가 싸고 효율이 높은 경유 선호도가 높아 향후에도 다운스트림 수요 Peak-out은 타 지역 대비 지연될 것으로 예상된다.

#### 인도 휘발유(Motor Spirit) 소비량 추이



자료: Bloomberg, SK증권

#### 인도 항공유(Jet Fuel) 소비량 추이



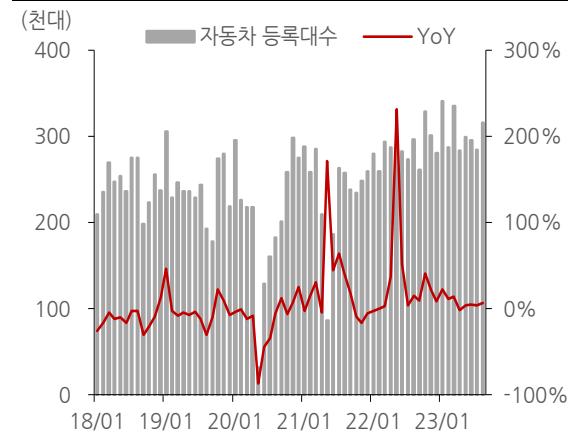
자료: Bloomberg, SK증권

#### 인도 경유(Highspeed Diesel) 소비량 추이



자료: Bloomberg, SK증권

#### 인도 신규 자동차 등록 추이



자료: Bloomberg, SK증권

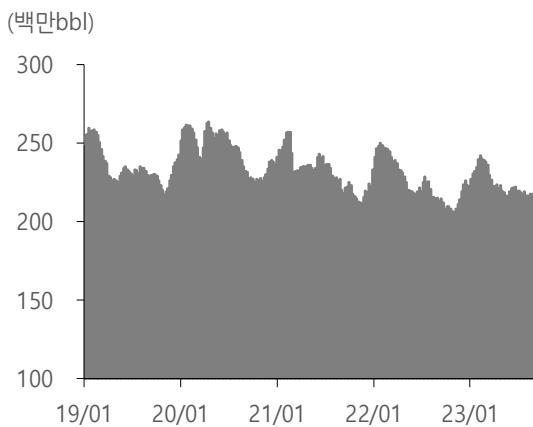
### (3) 선진국 수요는 아직 불투명한 상황

선진국 수요의 뚜렷한 반등은 기대하기 어려울 것. 계절적 성수기 종료 + 고유가에 따른 수요 둔화

23년 선진국 수요의 뚜렷한 변화는 올해 어려울 것으로 전망한다. 최근 미국 원유 재고 및 휘발유 재고의 하락이 발생하고 있으나 계절적 영향에 따른 것이라는 판단이며, 21년, 22년 사례와 비교했을 때도 급격한 하락으로 보기 어렵다는 분석이다. 미국 가솔린 리테일 수요의 경우 기준 EIA 전망치 대비 +10만 b/d 가량 높은 레벨을 기록 중이며, 항공유 수요 역시 예상치 대비 상회 중인 상황이다. 하지만, 산업용 수요의 경우 예상치 대비 하회하는 모습이 지속적으로 나타나고 있는데, 1H23 수요 둔화와 더불어 2H23부터 지속된 유가 강세에 따라 전반적인 산업용 다운스트림 제품의 수요 둔화가 발생하고 있다는 판단이다.

또한, 드라이빙 시즌 등 계절적 성수기 영향으로 강세를 지속했던 리테일 수요 또한 성수기 종료에 따라 감소할 것으로 전망된다. 한편, 현재 미국 지역의 휘발유 소매 가격은 \$3.8/gal 수준이다. 과거 평균레벨 대비 56% 가량 높은 소매판매 가격이 지속적으로 유지되는 상황인데, 이에 따라 향후 수요 역시 둔화될 가능성을 배제하기 어렵다. 결과적으로 선진국 수요의 경우 올해 뚜렷한 변화를 기대하기는 어려운 상황이며, 4Q23 성수기 종료에 따라 약세 전환할 것으로 전망된다.

미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, SK증권

미국 휘발유 소매가격 추이



자료: EIA, SK증권

# Company Analysis

# S-Oil (010950/KS)

## 실적 방향성 명확, 업사이드 충분

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 105,000 원(상향)

현재주가: 78,900 원

상승여력: 33.1%

### 3Q23 Preview: 급격한 텐어라운드

S-Oil의 3Q23 매출액 10.1조원(-9.1% YoY, +29.3% QoQ), 영업이익 8,037 억 원(+57.1% YoY, +2,107.9% QoQ)을 전망한다. 견조한 EM 수요에 더해 OPEC+의 감산에 따른 공급 부족 상황이 이어지며 우호적인 업황이 지속됐고, 정제마진은 전 분기대비 \$12/bbl 이상 개선된 것으로 추정된다. 휘발유 마진 개선에 따라 PX 스프레드 역시 +17.3% QoQ 확대되는 등 주력 제품 스프레드 확대에 따라 S-Oil의 석유화학 부문 또한 +29.1% QoQ의 증익이 예상된다. 유통부문은 타이트한 수급상황이 지속되며 3Q23에도 OPM 24.5%의 양호한 이익률을 기록할 것으로 전망한다.

### 2H23 우호적 상황 지속

정제마진은 3Q23 고점으로 4Q23 하향 안정화가 예상된다. 선진국 중심의 수요개선은 불투명한 상황이지만, 여전히 견조한 EM 중심의 다운스트림 수요를 바탕으로 과거 대비 높은 정제마진 레벨을 유지할 전망이다.

인도 8월 자동차 신규등록 대수는 31.5 만대로 +6.5% YoY 성장세를 지속 중이며, 휘발유 비중은 1~7월 누적기준 68.4%까지 상승했다. EV 전환이 상대적으로 느린 인도지역 뿐 아니라 중국 역시 상용차 전동화 전환 지연과 더불어 견조한 내연기관 판매량, 항공 수요 회복에 힘입어 23~24년 견조한 다운스트림 수요가 전망된다. 또한, Ural 유 Discount의 완화에 따라 중국/인도 지역의 석유제품 공급량 역시 둔화될 것으로 전망되는 상황에서 하반기 우호적 업황은 지속될 것으로 예상된다.



Analyst  
김도현

do.kim@skc.co.kr  
3773-9994

#### Company Data

발행주식수	11,258 만주
시가총액	8,883 십억원
주요주주	
Aramco Overseas Company BV(외7)	63.43%
국민연금공단	7.29%

#### Stock Data

주가(23/09/20)	78,900 원
KOSPI	2,559.74 pt
52주 최고가	94,900 원
52주 최저가	63,400 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

#### 주가 및 상대수익률

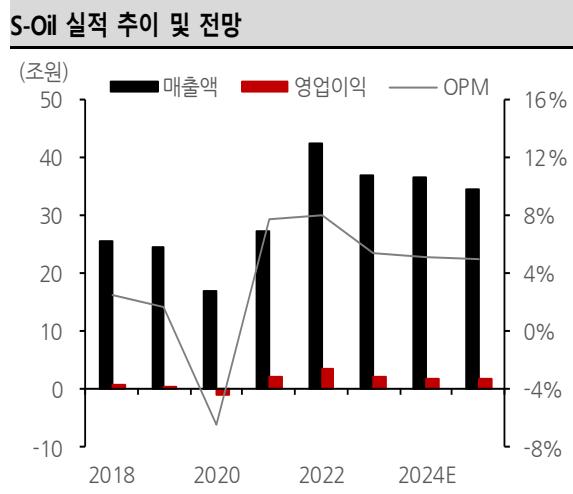


### 현재 주가 PBR 0.98 배 수준

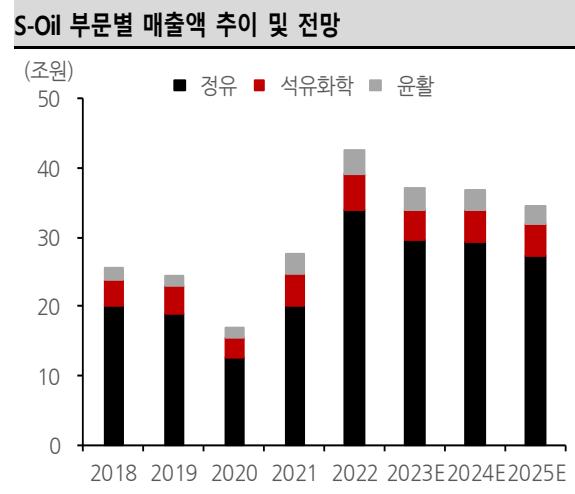
실적추정치 상향 및 정제마진 등 업황 개선을 반영, 목표주가를 기존 94,000 원에서 105,000 원으로 상향한다. S-Oil은 3Q23 급격한 텐어라운드 이후 4Q23에도 견조한 실적을 이어갈 전망이며, 약세였던 1H23 대비 큰 폭의 실적 개선을 달성할 것으로 예상한다. 최근 주가 상승에도 불구하고 12MF PBR은 0.98 배 수준으로 우호적인 업황임을 고려할 때 매력적인 수준이다. 투자의견 '매수' 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16,830	27,464	42,446	37,056	36,723	34,538
영업이익	십억원	-1,099	2,141	3,405	2,023	1,881	1,733
순이익(지배주주)	십억원	-796	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
EPS	원	-6,827	11,822	18,047	10,343	9,990	8,622
PER	배	-10.1	7.2	4.6	7.6	7.9	9.2
PBR	배	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	-27.7	4.9	3.3	5.0	5.1	5.2
ROE	%	-13.1	21.8	27.2	13.6	12.0	9.6



자료: S-Oil, SK 증권



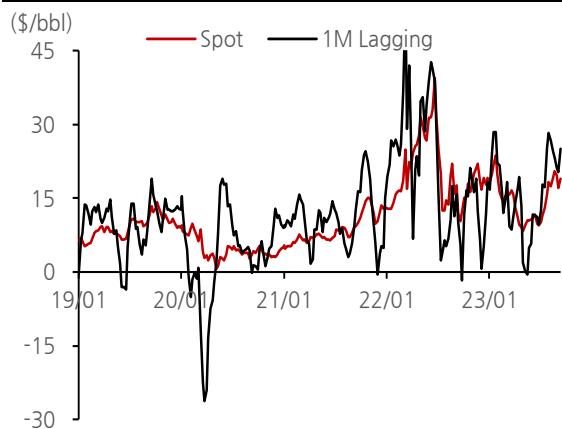
자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	9,287	11,442	11,123	10,594	9,078	7,820	10,108	10,051	42,446	37,056	36,723
YoY (%)	73.8%	70.5%	56.3%	27.8%	-2.3%	-31.7%	-9.1%	-5.1%	54.6%	-12.7%	-0.9%
QoQ (%)	12.0%	23.2%	-2.8%	-4.8%	-14.3%	-13.9%	29.3%	-0.6%	-	-	-
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,277	6,000	8,228	8,174	34,005	29,678	29,330
석유화학	1,366	1,302	1,161	1,196	1,039	1,009	1,140	1,132	5,026	4,320	4,506
윤활	742	888	945	840	763	811	740	745	3,416	3,058	2,886
영업이익 (십억원)	1,332	1,722	512	-158	516	36	804	667	3,408	2,023	1,881
YoY (%)	111.7%	201.6%	-6.9%	적전	-61.3%	-97.9%	57.1%	흑전	59.2%	-40.6%	-7.0%
QoQ (%)	240.4%	29.3%	-70.3%	적전	흑전	-92.9%	2107.9%	-17.0%	-	-	-
정유	1,202	1,445	79	-380	291	-292	517	418	2,347	933	1,029
석유화학	-66	18	56	-57	29	82	106	87	-49	304	274
윤활	195	259	377	280	196	247	181	162	1,110	786	577
영업이익률 (%)	14.3%	15.0%	4.6%	-1.5%	5.7%	0.5%	8.0%	6.6%	8.0%	5.5%	5.1%
정유	16.7%	15.6%	0.9%	-4.4%	4.0%	-4.9%	6.3%	5.1%	6.9%	3.1%	3.5%
석유화학	-4.8%	1.4%	4.8%	-4.8%	2.8%	8.1%	9.3%	7.7%	-1.0%	7.0%	6.1%
윤활	26.3%	29.2%	39.8%	33.3%	25.7%	30.4%	24.5%	21.8%	32.5%	25.7%	20.0%

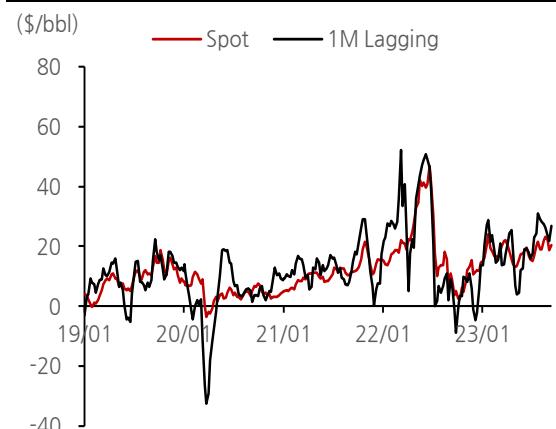
자료: S-Oil, SK 증권

복합정제마진 추이



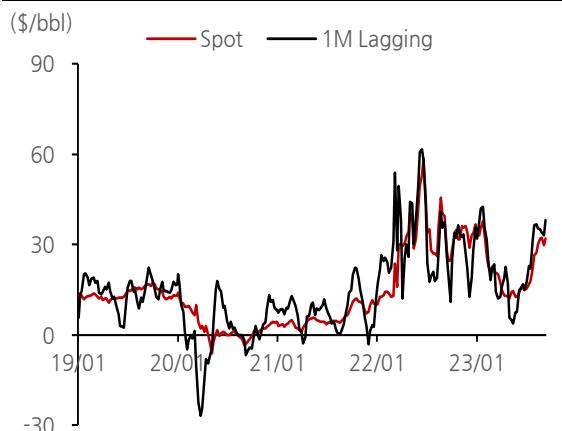
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



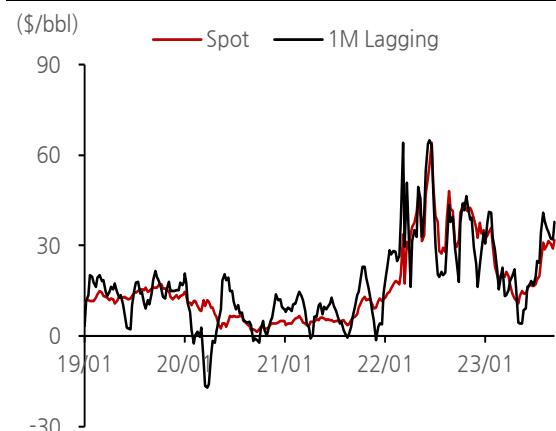
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



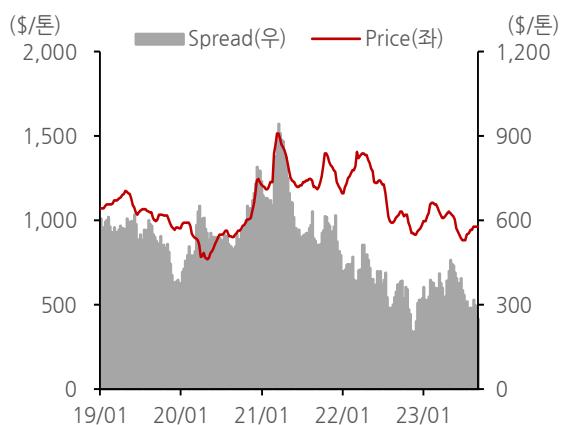
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



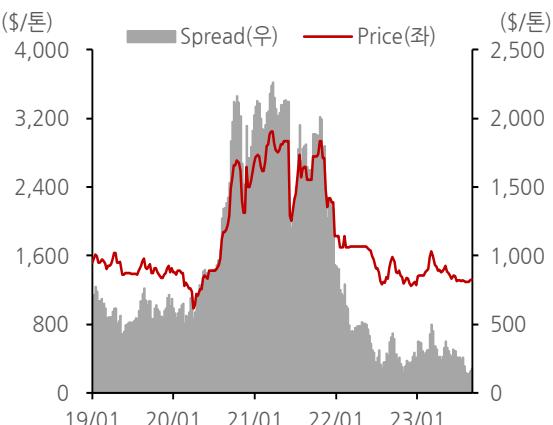
자료: Petronet, SK 증권

## PP 가격 및 스프레드 추이



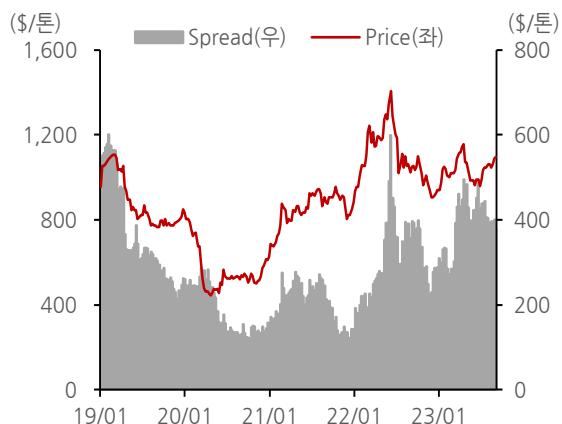
자료: Cischem, SK 증권

## PO 가격 및 스프레드 추이



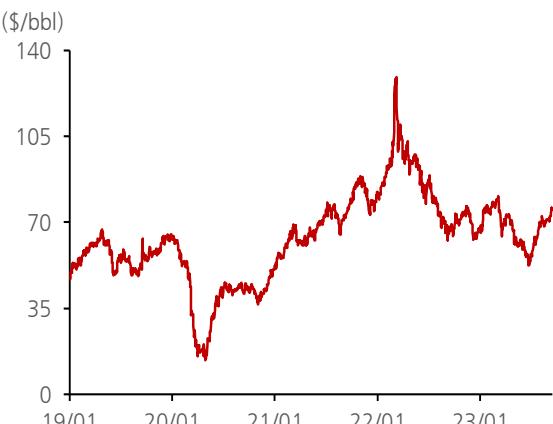
자료: Cischem, SK 증권

## PX 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

## 납사 가격 추이



자료: Petronet, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	8,377	9,206	9,075	9,076	9,319
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,066	1,254	1,627
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,812	2,472	2,378
재고자산	3,545	4,733	4,396	4,646	4,637
<b>비유동자산</b>	10,316	10,407	11,095	11,488	11,899
장기금융자산	140	275	259	239	232
유형자산	9,565	9,588	10,188	10,589	11,006
무형자산	108	106	108	101	95
<b>자산총계</b>	18,693	19,613	20,170	20,564	21,218
<b>유동부채</b>	8,505	8,213	7,811	7,386	7,360
단기금융부채	2,893	2,609	2,853	2,910	2,968
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	4,508	3,963	3,812
단기충당부채	3	3	3	2	2
<b>비유동부채</b>	3,200	2,917	3,042	3,068	3,117
장기금융부채	2,951	2,611	2,752	2,808	2,864
장기매입채무 및 기타채무	41	42	40	41	41
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,705	11,130	10,853	10,454	10,476
<b>지배주주지분</b>	6,988	8,483	9,317	10,109	10,742
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	5,334	6,829	8,648	9,441	10,073
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,988	8,483	9,317	10,109	10,742
<b>부채와자본총계</b>	18,693	19,613	20,170	20,564	21,218

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,574	1,389	1,321	1,440	1,813
당기순이익(순실)	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
비현금성항목등	1,248	1,634	1,251	1,274	1,250
유형자산감가상각비	644	644	706	773	808
무형자산상각비	8	6	7	7	6
기타	596	984	538	494	436
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	-127	-508	-63
매출채권및기타채권의감소증가)	-772	-386	-306	340	94
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	440	-250	9
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	711	-545	-151
기타	130	-630	-972	-53	-15
법인세납부	-86	-217	-1,009	-490	-379
<b>투자활동현금흐름</b>	210	-740	-1,401	-1,089	-1,180
금융자산의감소(증가)	-3	-2	-201	18	6
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-1,283	-1,174	-1,226
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-8	0	0
기타	322	-168	91	66	40
<b>재무활동현금흐름</b>	231	-481	34	-386	-390
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-215	57	58
장기금융부채의증가(감소)	459	279	847	55	57
자본의증가(감소)	0	0	-952	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-373	-373
기타	-111	-143	727	-126	-133
현금의 증가(감소)	1,208	-635	-244	188	374
기초현금	737	1,946	1,310	1,066	1,254
기말현금	1,946	1,310	1,066	1,254	1,627
FCF	1,478	820	38	267	588

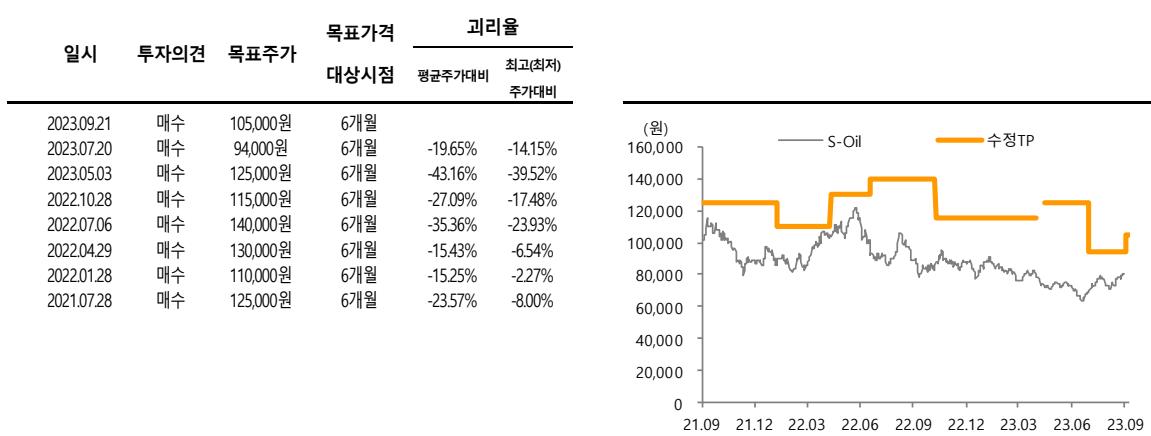
자료 : S-Oil, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	27,464	42,446	37,056	36,723	34,538
<b>매출원가</b>	24,695	38,291	34,205	34,076	32,107
<b>매출총이익</b>	2,769	4,155	2,851	2,647	2,431
매출총이익률(%)	10.1	9.8	7.7	7.2	7.0
<b>판매비와 관리비</b>	628	749	828	766	698
<b>영업이익</b>	2,141	3,405	2,023	1,881	1,733
영업이익률(%)	7.8	8.0	5.5	5.1	5.0
<b>비영업손익</b>	-263	-507	-386	-226	-348
순금융손익	-101	-120	-79	-96	-89
외환관련손익	-321	-339	-100	-112	-123
관계기업등 투자손익	2	-0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,878	2,899	1,637	1,655	1,385
세전계속사업이익률(%)	68	68	4.4	4.5	4.0
<b>계속사업법인세</b>	499	794	431	490	379
<b>계속사업이익</b>	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
순이익률(%)	5.0	5.0	3.3	3.2	2.9
지배주주	1,379	2,104	1,206	1,165	1,005
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	3.3	3.2	2.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	1,206	1,165	1,005
지배주주	1,422	2,113	1,206	1,165	1,005
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,793	4,055	2,736	2,660	2,547

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	63.2	54.6	-12.7	-0.9	-5.9
영업이익	흑전	59.0	-40.6	-7.0	-7.9
세전계속사업이익	흑전	54.3	-43.5	1.1	-16.3
EBITDA	흑전	45.2	-32.5	-2.8	-4.3
EPS	흑전	52.7	-42.7	-3.4	-13.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.0	11.0	6.1	5.7	4.8
ROE	21.8	27.2	13.6	12.0	9.6
EBITDA마진	102	96	7.4	72	74
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	98.5	112.1	116.2	122.9	126.6
부채비율	167.5	131.2	116.5	103.4	97.5
순차입금/자기자본	55.4	43.9	46.8	42.6	37.8
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	26.3	21.1	19.2
배당성향	32.1	30.4	30.9	32.0	37.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	10,343	9,990	8,622
BPS	59,945	72,770	79,919	86,714	92,140
CFPS	17,412	23,620	16,456	16,672	15,601
주당 현금배당금	3,800	5,500	3,200	3,200	3,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	7.2	4.6	7.6	7.9	9.2
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.9
PCR	4.9	3.5	4.8	4.7	5.1
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.0	5.1	5.2
배당수익률	4.4	6.6	4.0	4.0	4.0



### Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 21일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

# GS (078930/KS)

## 실적과 배당 모두 기대되는 올해

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 50,000 원(유지)

현재주가: 40,350 원

상승여력: 23.9%

### 3Q23 Preview: GS Caltex 중심의 텐어라운드

GS 3Q23 매출액 6.9 조원(-7.2% YoY, +11.2% QoQ), 영업이익 1.1조원(-16.1% YoY, +63.2% QoQ)을 전망한다. 7 월 OPEC+ 감산을 시작으로 공급 부족 상황이 전개됐고, 견조한 EM 수요를 바탕으로 유가 및 정제마진은 큰 폭으로 반등하며 우호적인 업황이 지속됐다. 이에 따라 GS Caltex 영업이익은 9,798 억원으로 흑자전환은 물론 뚜렷한 텐어라운드를 기록할 전망이다. SMP 가격은 3Q23 평균 148.0 원(2Q23 151.2 원)으로 하락 폭이 크게 감소했으며, 발전소 가동률 역시 전년대비 상향 조정됨에 따라 GSEPS, GS Power는 QoQ 증익이 예상된다. 또한, GS 글로벌은 유가 상승에 따라 전분기 1.7%에서 개선된 1.9%의 OPM을 기록하며 이익 개선을 달성할 것으로 전망한다.

### EM 중심 다운스트림 수요는 우호적, 정제마진 수혜 예상

정제마진은 3Q23 고점으로 4Q23 하향 안정화가 예상된다. 하지만, 견조한 중국/인도 등 EM 중심의 수요를 바탕으로 과거대비 높은 정제마진 레벨을 유지하며 우호적인 업황이 전개될 전망이다. 최근 중국 역내 다운스트림 Peak-out 우려가 지속적으로 제기되고 있지만, 상대적으로 더딘 상용차 전동화 속도와 견조한 내연기관 판매량 바탕으로 23~24년 다운스트림 수요는 우호적일 것으로 예상된다. 또한, 인도의 경우 휘발유 연료 비중 상승과 승용차 판매량 증가 모두 정제마진 수혜로 이어질 전망이다. 이에 따라, 연말까지 우호적인 업황은 지속될 것으로 예상되며 높은 정제마진 레벨을 바탕으로 GS Caltex 중심의 이익 성장이 가능할 전망이다.



Analyst  
김도현

do.kim@skc.co.kr  
3773-9994

#### Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	3,749 십억원
주요주주	
현장수(외54)	51.15%
국민연금공단	6.34%

#### Stock Data

주가(23/09/20)	40,350 원
KOSPI	2,559.74 pt
52주 최고가	48,800 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

#### 주가 및 상대수익률



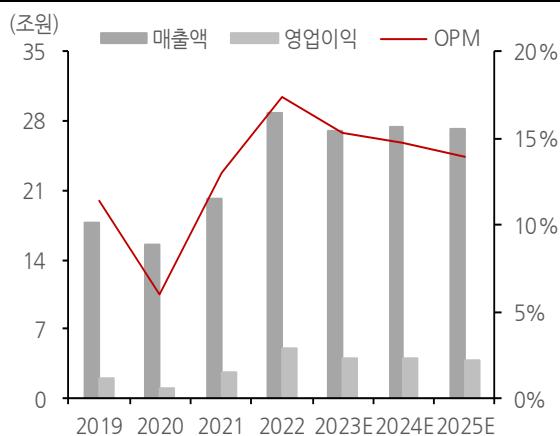
### 23년 실적도 배당도 좋다

22년 에너지 업황 초호황 국면에서 GS Caltex 중심의 높은 실적이 반영되며 1Q23 최대 별도 당기순이익을 기록한데 이어, 2H23 우호적 업황이 전개됨에 따라 23년도 이익 역시 높은 레벨을 이어갈 전망이다. 이에 따라, 23~24년 견조한 DPS가 예상된다. 현재 주가 레벨 12MF PBR 0.3 배의 밸류에이션은 23년 실적과 배당 모두를 고려해도 매력적이라는 판단이며, 투자의견 '매수' 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

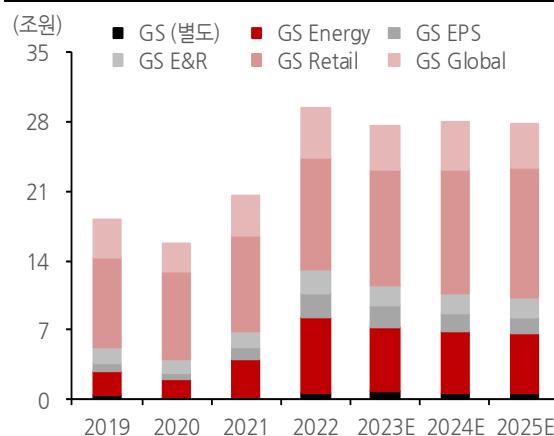
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	15,444	20,165	28,777	26,966	27,353	27,199
영업이익	십억원	921	2,651	5,005	4,121	4,039	3,780
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,266	1,200	1,086
EPS	원	-2,563	15,419	22,591	13,371	12,671	11,473
PER	배	-14.7	2.5	1.9	3.0	3.2	3.5
PBR	배	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	배	16.1	6.7	3.5	3.9	3.7	3.9
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	9.8	8.5	7.2

## GS 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

## GS 부문별 매출액 추이 및 전망

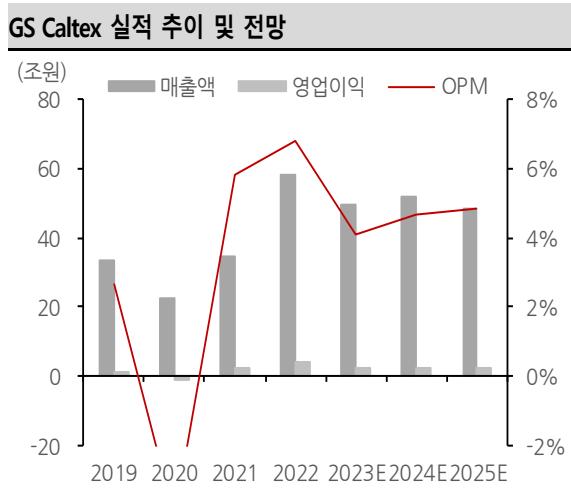


자료: GS, SK 증권

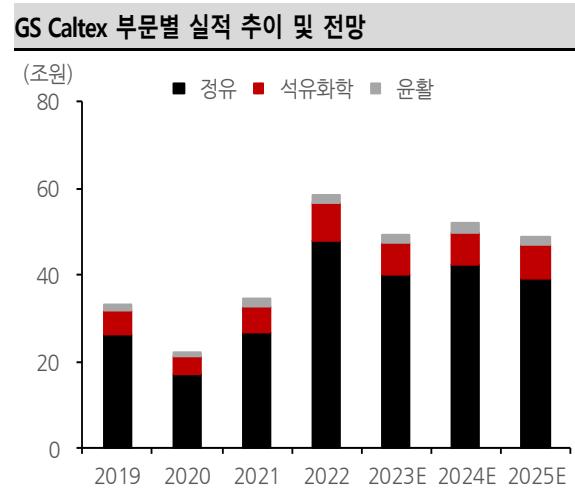
## GS 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	6,987	7,263	7,385	7,144	6,837	6,164	6,851	7,115	28,778	26,966	27,353
YoY (%)	63.1%	63.6%	34.3%	19.0%	-2.2%	-15.1%	-7.2%	-0.4%	42.3%	-6.3%	1.4%
QoQ (%)	16.4%	3.9%	1.7%	-3.3%	-4.3%	-9.8%	11.1%	3.9%	-	-	-
GS (별도)	425	47	46	46	646	41	48	50	563	785	576
GS Energy	1,950	2,096	1,840	1,868	1,873	1,255	1,609	1,814	7,754	6,551	6,310
GS EPS	578	429	699	585	685	491	432	511	2,290	2,120	1,835
GS E&R	651	579	644	699	601	443	500	517	2,573	2,061	2,008
GS Retail	2,598	2,808	2,956	2,889	2,533	2,958	3,141	3,042	11,251	11,673	12,488
GS Global	1,251	1,370	1,284	1,166	1,003	1,010	1,184	1,239	5,071	4,436	4,718
연결조정 및 기타	-466	-66	-84	-108	-504	-35	-63	-58	-724	-660	-582
영업이익 (십억원)	1,243	1,528	1,358	879	1,062	698	1,139	1,222	5,007	4,121	4,039
YoY (%)	75.9%	214.7%	112.6%	8.3%	-14.5%	-54.3%	-16.1%	39.0%	89.5%	-17.7%	-2.0%
QoQ (%)	53.2%	22.9%	-11.1%	-35.3%	20.9%	-34.3%	63.2%	7.3%	-	-	-
GS (별도)	407	22	28	22	626	18	28	25	479	697	484
GS Energy	848	1,361	957	636	676	440	807	910	3,803	2,833	2,776
GS EPS	255	47	194	112	199	94	104	110	609	507	408
GS E&R	83	43	58	67	57	46	45	47	251	194	184
GS Retail	20	50	88	85	38	97	114	95	243	344	411
GS Global	24	20	12	15	23	17	22	22	70	85	70
연결조정 및 기타	-395	-15	20	-58	-556	-14	18	13	-448	-539	-293
영업이익률 (%)	17.8%	21.0%	18.4%	12.3%	15.5%	11.3%	16.6%	17.2%	17.4%	15.3%	14.8%
GS (별도)	95.7%	47.6%	61.8%	47.7%	96.8%	43.3%	59.5%	50.0%	85.0%	88.7%	84.0%
GS Energy	43.5%	64.9%	52.0%	34.1%	36.1%	35.1%	50.2%	50.2%	49.0%	43.2%	44.0%
GS EPS	44.2%	10.9%	27.8%	19.2%	29.0%	19.2%	24.1%	21.5%	26.6%	23.9%	22.3%
GS E&R	12.7%	7.4%	9.0%	9.6%	9.5%	10.3%	8.9%	9.1%	9.7%	9.4%	9.2%
GS Retail	0.8%	1.8%	3.0%	3.0%	1.5%	3.3%	3.6%	3.1%	2.2%	2.9%	3.3%
GS Global	1.9%	1.5%	0.9%	1.3%	2.3%	1.7%	1.9%	1.8%	1.4%	1.9%	1.5%

자료: GS, SK 증권



자료: GS, SK 증권



자료: GS, SK 증권

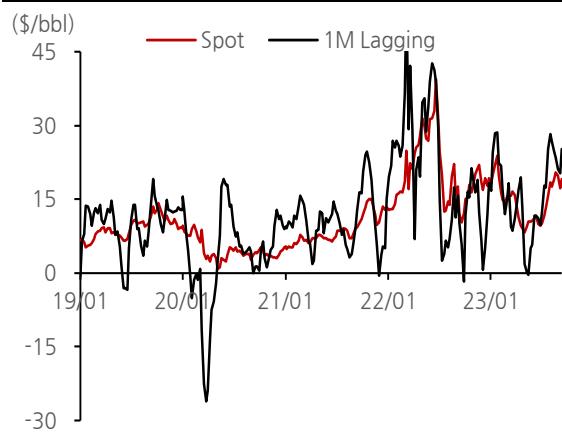
GS Caltex 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	11,289	16,099	16,439	14,705	11,874	10,773	12,943	13,806	58,532	49,395	51,862
YoY (%)	75.6%	107.8%	81.1%	30.3%	5.2%	-33.1%	-21.3%	-6.1%	69.5%	-15.6%	5.0%
QoQ (%)	0.0%	42.6%	2.1%	-10.5%	-19.3%	-9.3%	20.1%	6.7%	-	-	-
정유	8,863	13,223	13,428	12,243	9,486	8,459	10,567	11,448	47,757	39,960	42,283
석유화학	1,972	2,318	2,453	1,997	1,810	1,805	1,872	1,832	8,740	7,319	7,568
유통	455	558	558	465	578	509	504	526	2,036	2,116	2,011
영업이익 (십억원)	1,081	2,132	818	-52	307	-19	980	768	3,980	2,036	2,433
YoY (%)	70.9%	462.4%	105.5%	적전	-71.6%	적전	19.8%	흑전	97.1%	-48.9%	19.5%
QoQ (%)	77.5%	97.2%	-61.6%	적전	흑전	적전	흑전	-21.6%	-	-	-
정유	1,061	2,008	559	-192	146	-235	739	552	3,435	1,202	1,700
석유화학	-51	22	94	24	35	65	100	88	89	288	266
유통	71	103	165	116	126	151	140	128	455	545	467
영업이익률 (%)	9.6%	13.2%	5.0%	-0.4%	2.6%	-0.2%	7.6%	5.6%	6.8%	4.1%	4.7%
정유	12.0%	15.2%	4.2%	-1.6%	1.5%	-2.8%	7.0%	4.8%	7.2%	3.0%	4.0%
석유화학	-2.6%	0.9%	3.8%	1.2%	1.9%	3.6%	5.4%	4.8%	1.0%	3.9%	3.5%
유통	15.6%	18.4%	29.5%	25.0%	21.7%	29.6%	27.8%	24.4%	22.3%	25.7%	23.2%

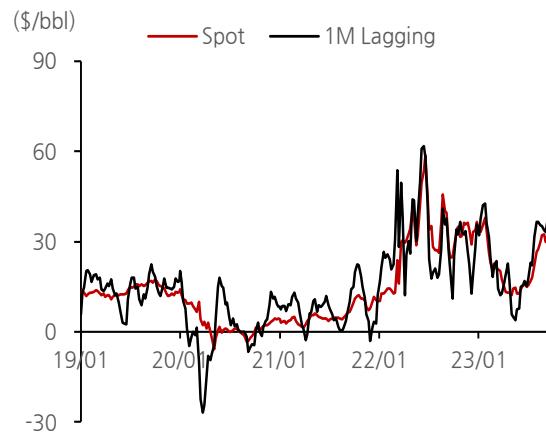
자료: GS, SK 증권

**SMP 가격 추이**

자료: 전력거래소, SK 증권

**복합정제마진 추이**

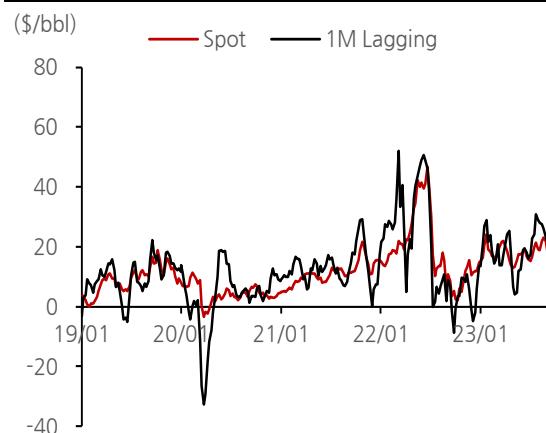
자료: Petronet, SK 증권

**등유 정제마진 추이**

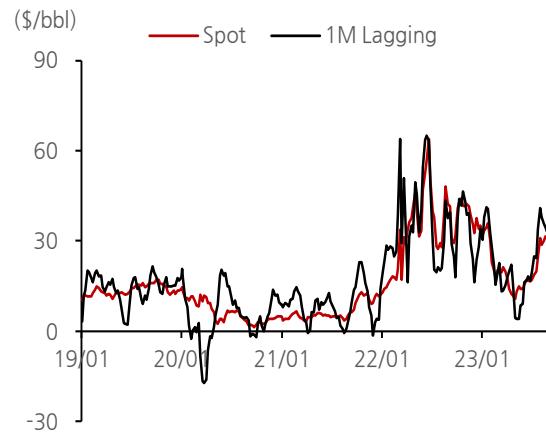
자료: Petronet, SK 증권

**KOGAS 발전용 LNG 가격 추이**

자료: KOGAS, SK 증권

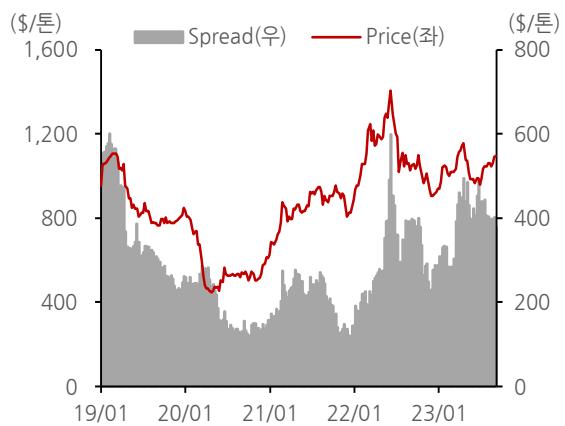
**휘발유 정제마진 추이**

자료: Petronet, SK 증권

**경유 정제마진 추이**

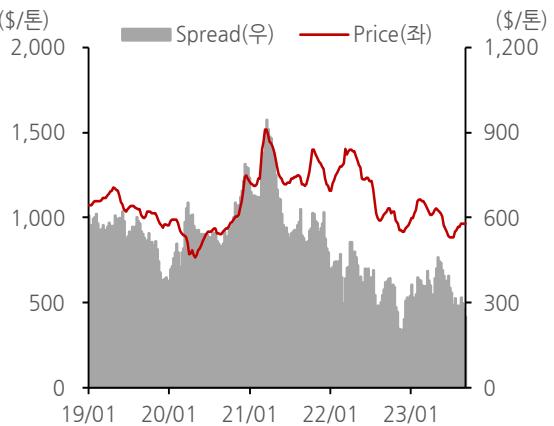
자료: Petronet, SK 증권

**PX 가격 및 스프레드 추이**



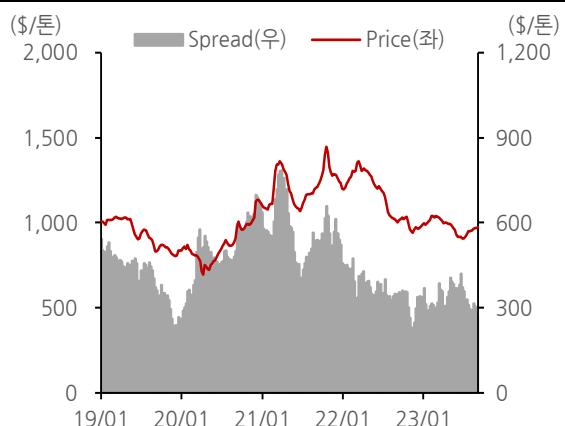
자료: Cischem, SK 증권

**PP 가격 및 스프레드 추이**



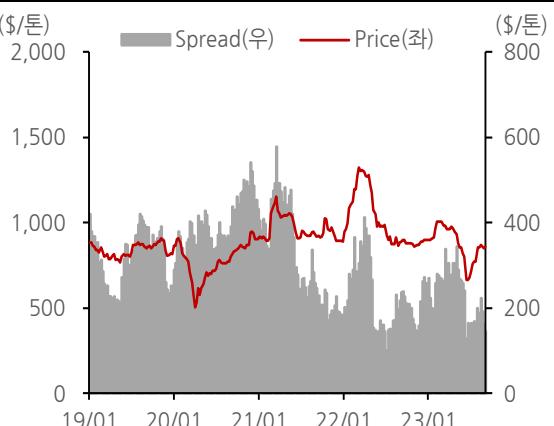
자료: Cischem, SK 증권

**PE 가격 및 스프레드 추이**



자료: Cischem, SK 증권

**Propylene 가격 및 스프레드 추이**



자료: Cischem, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	5,389	5,979	6,646	7,154	7,303
현금및현금성자산	1,205	2,331	2,577	3,207	3,489
매출채권 및 기타채권	1,809	2,149	2,141	2,086	2,079
재고자산	629	713	710	692	689
<b>비유동자산</b>	25,802	27,944	28,495	29,190	30,027
장기금융자산	1,194	1,333	1,041	1,219	1,193
유형자산	11,228	10,867	11,340	11,614	11,879
무형자산	1,903	2,029	2,058	2,090	2,103
<b>자산총계</b>	31,191	33,922	35,141	36,345	37,329
<b>유동부채</b>	5,502	6,528	6,757	6,645	6,640
단기금융부채	2,880	3,411	3,798	3,701	3,689
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	2,292	2,234	2,227
단기충당부채	113	93	103	100	100
<b>비유동부채</b>	11,487	10,907	10,511	10,235	9,825
장기금융부채	9,684	8,963	8,559	8,343	7,932
장기매입채무 및 기타채무	238	259	275	258	264
장기충당부채	133	118	118	115	114
<b>부채총계</b>	16,988	17,434	17,268	16,880	16,465
<b>지배주주지분</b>	10,289	12,439	13,493	14,613	15,587
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693
기타자본구성요소	-2,984	-2,965	-2,967	-2,967	-2,967
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	11,131	13,124	14,153	15,116	15,947
비지배주주지분	3,914	4,049	4,380	4,851	5,278
<b>자본총계</b>	14,203	16,488	17,873	19,465	20,864
<b>부채와자본총계</b>	31,191	33,922	35,141	36,345	37,329

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,216	2,733	2,306	2,058	1,975
당기순이익(순실)	1,615	2,483	1,738	1,671	1,513
비현금성항목등	1,406	2,258	3,081	2,790	2,620
유형자산감가상각비	0	0	223	424	439
무형자산상각비	0	0	4	9	8
기타	1,406	2,258	2,854	2,358	2,173
운전자본감소(증가)	-821	-46	-156	-40	-5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	117	55	7
재고자산의감소(증가)	-202	-10	54	18	2
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-120	-59	-7
기타	-109	-136	-206	-54	-7
법인세납부	-984	-1,962	-2,357	-2,364	-2,154
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,323	-55	-759	-1,123	-1,066
금융자산의감소(증가)	453	1,084	134	-130	102
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-796	-698	-705
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-33	-40	-22
기타	-1,041	-287	-65	-255	-441
<b>재무활동현금흐름</b>	3,952	4,183	2,322	-549	-679
단기금융부채의증가(감소)	0	0	508	-97	-12
장기금융부채의증가(감소)	4,492	4,836	2,390	-215	-411
자본의증가(감소)	513	-0	0	0	0
배당금지급	-237	-313	-380	-237	-256
기타	-816	-339	-197	0	0
현금의 증가(감소)	462	1,126	246	630	282
기초현금	743	1,205	2,331	2,577	3,207
기말현금	1,205	2,331	2,577	3,207	3,489
FCF	491	1,888	1,510	1,360	1,270

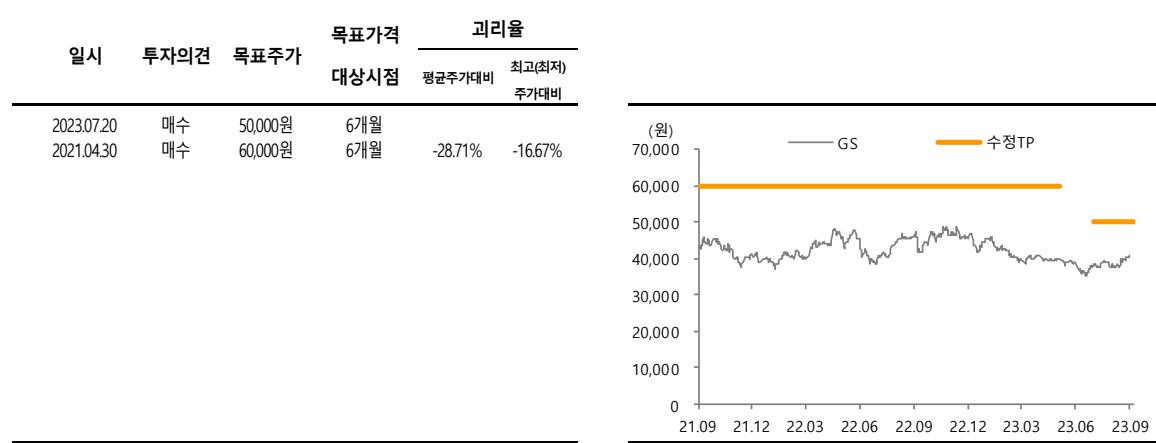
자료 : GS, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	20,165	28,777	26,966	27,353	27,199
<b>매출원가</b>	15,229	20,772	19,738	20,291	20,425
<b>매출총이익</b>	4,936	8,005	7,228	7,062	6,773
매출총이익률(%)	24.5	27.8	26.8	25.8	24.9
<b>판매비와 관리비</b>	2,284	3,000	3,107	3,023	2,994
<b>영업이익</b>	2,651	5,005	4,121	4,039	3,780
영업이익률(%)	13.1	17.4	15.3	14.8	13.9
<b>비영업손익</b>	202	-384	-84	-4	-112
순금융손익	-274	-288	0	0	0
외환관련손익	-12	1	1	-3	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	2,853	4,621	4,037	4,035	3,667
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.1	15.0	14.8	13.5
<b>계속사업법인세</b>	1,227	2,142	2,300	2,364	2,154
<b>계속사업이익</b>	1,626	2,479	1,738	1,671	1,513
<b>증단사업이익</b>	-11	4	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	4	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,615	2,483	1,738	1,671	1,513
순이익률(%)	8.0	8.6	6.4	6.1	5.6
지배주주	1,449	2,143	1,266	1,200	1,086
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.4	4.7	4.4	4.0
비지배주주	166	340	471	471	427
총포괄이익	1,815	2,709	1,782	1,828	1,655
지배주주	1,601	2,321	1,272	1,274	1,153
비지배주주	214	388	510	554	502
<b>EBITDA</b>	2,651	5,005	4,348	4,472	4,227

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	30.6	42.7	-6.3	1.4	-0.6
영업이익	188.0	88.8	-17.7	-2.0	-6.4
세전계속사업이익	562.2	62.0	-12.6	-0.1	-9.1
EBITDA	188.0	88.8	-13.1	2.9	-5.5
EPS	흑전	46.5	-40.8	-5.2	-9.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	5.8	7.6	5.0	4.7	4.1
ROE	155	189	98	85	72
EBITDA마진	13.1	17.4	16.1	16.3	15.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.9	91.6	98.4	107.7	110.0
부채비율	119.6	105.7	96.6	86.7	78.9
순차입금/자기자본	70.9	57.9	49.7	41.1	35.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	13.1	11.0	18.7	21.3	23.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	15,419	22,591	13,371	12,671	11,473
BPS	108,651	131,354	142,493	154,321	164,596
CFPS	15,301	22,629	15,769	17,243	16,201
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,700	2,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	2.5	1.9	3.0	3.2	3.5
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PCR	2.6	1.9	2.6	2.3	2.5
EV/EBITDA	6.7	3.5	3.9	3.7	3.9
배당수익률	5.1	5.7	6.1	6.6	6.6



### Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 21일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------