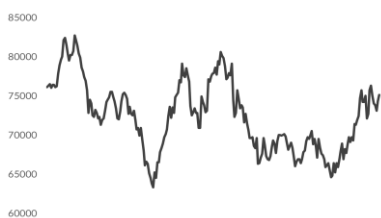


Opinion

Buy

목표주가	265,000
현재주가	78,500
상승여력	237%

Price Trend (1Y)



Stock Indicator

시가총액(원)	8조 8,152억
발행주식수(주)	116,604,719
52주 최고(원)	83,900
52주 최저(원)	62,200
주요주주지분율(%)	63.41
22년 배당수익률(%)	7.02

Team 2

김경곤	김진형
손우호	유지원
유형탁	장성열
정유림	

S-Oil (010950 KOSPI)

- 국내 4대 정유사이자 Saudi Aramco의 자회사
- '23 매출액 35조 7,270억 원(-15.83% YoY), 영업이익 1조 4,186억 원(-58.34% YoY), 영업이익률 4.0%
- 유가 및 정제마진의 동반 상승, 항공유 수요 증가에 따른 영업이익 개선 기대
- 대규모 프로젝트를 통해 자사 제품 경쟁력 상승 예상
- 237%의 upside로 목표주가 265,000원을 제시

Signal 1: 유가와 정제마진의 상승기로, S-Oil에겐 최고의 기회

작년은 S-Oil에게 어려운 한 해였다. 정제마진의 점진적 하락으로 국내 정유사 실적은 뒷걸음질쳤다. 하지만 올해는 다르다. 항공유 수요 증가, OPEC+ 감산 유지 결정에 따른 공급량 한계로 유가는 힘차게 반등하여 3월 기준 두바이유 가격 81.97달러를 기록했다. 유가가 오를수록 증가하는 정제마진은 정유사 영업이익을 결정짓는 핵심 요소인 만큼 영업이익의 큰 폭 개선이 기대된다. 한편 공급 측면에서는 중국 또한 빼놓을 수 없는데, 내수경기 부양 및 석유화학 분야의 자급률 제고를 위해 원유 수출량을 통제하여 국제 원유공급 감소에 힘을 보탰다.

Signal 2: 항공유의 견조한 수요와 ESG로의 한 걸음

항공업계는 2023년에 코로나19 팬데믹 이전의 최소 95%의 여객수가 회복될 것이라고 전망했다. 여행 수요 또한 '23 하반기로 갈수록 지속적인 회복세를 보였다. 시대 흐름에 맞추어 폭발적으로 증가한 항공유 수요는 국내 항공유 생산 및 수출 점유율 1위의 S-Oil에게 큰 원동력이 될 것이다.

2025년부터 의무화된 지속가능항공유(SAF) 사용에 따라 친환경 항공유로의 사업 다각화가 필요한 상황이다. S-Oil은 국내 정유사 최초로 바이오 원료를 정유 공정에 투입하며 경쟁기업 대비 한 발 앞선 기술 개발 및 공정을 시도하고 있다.

Signal 3: 사힌 프로젝트로 비상(飛上)

사힌 프로젝트는 9조 2천억 규모의 투자로 대단위 석유화학 생산 설비를 건설하는 프로젝트이다. 아랍어로 매를 뜻하는 사힌(Shaheen)은 석유화학 부문에서의 비상을 꿈꾸는 S-Oil의 의지를 보여준다. 모회사 Aramco의 신기술을 통해 원유 가공 수율을 업계 평균치를 크게 상회하는 70%까지 상승시켜 가격 경쟁력을 제고시키는 본 프로젝트로 S-Oil은 석유화학 부문의 매출 비중을 기존 12%에서 27%까지 증가시킬 예정이다. 기존 80%가량의 매출을 정유사업에만 의존하던 사업 포트폴리오를 다각화하는 동시에 중장기적 성장 동력이 될 본 프로젝트를 주목해 볼 필요가 있다.

CONTENTS

기업 개요		3
산업 분석		6
기업 분석		14
투자포인트		22
리스크		24
밸류에이션		26

I. 기업 개요

1) 기업 연혁

1973년 제4차 중동전쟁 당시 서방 국가들의 이스라엘에 대한 일방적 원조는 아랍 국가들을 분노로 결집하게 했다. 이들 국가는 OPEC을 만들어 전 세계의 석유 공급을 통제, 즉 무기화하기 시작했다. 당시 한국은 주로 걸프, 칼텍스, 유니온오일 등 미국 석유사를 통해 원유를 수입하고 있었는데, 1차 석유파동을 겪으면서 한국은 미국뿐만 아니라 실질적 산유국과의 협력으로 원유 공급처의 다변화 필요성을 체감하였고 이 가운데 동사는 탄생하였다.

동사의 전신은 한국이란석유주식회사로, 1976년 쌍용C&E와 이란 국영 석유회사 NIOC 간 합작 투자로 설립되었다. 1980년 6월, 호메이니 신정 혁명으로 NIOC가 철수하였고 동년 8월 쌍용C&E가 NIOC 지분을 전량 매입하여 사명을 쌍용정유로 변경하였다. 업계 후발주자였던 동사는 국내에서 점유율을 끌어올려야만 했다. 이에 동사는 BCC(벵커C크래킹센터) 투자와 함께, 1991년 사우디아라비아 Aramco 사와의 합작 계약 및 원유 장기 공급 계약을 체결하며 영업 핵심 소재 공급의 안정성을 다졌다.

IMF의 여파로 모기업 쌍용그룹은 1999년 구조조정을 단행하며 쌍용그룹 지분을 자사주 형태로 쌍용정유가 매입하며 계열분리되었다. 이후 2007년 이 지분이 한진그룹에 매각하였고, 2015년 다시 한진그룹의 지분 전체를 AOC(Aramco Overseas Company)에 매각하면서 AOC의 자회사로 편입되었다.

2) 사업부문

동사는 크게 정유, 석유화학, 유통의 세 가지 부문에서 사업을 영위한다. Down-Stream 단계만 영위 가능한 국내에서 동사는 대규모 정제시설, 높은 고도화설비 수준, 안정적 내수 유통망 등을 바탕으로 견고한 시장지위와 사업경쟁력을 보유하고 있다.

2)-1 정유부문

동사 매출액의 80% 가까이가 정유 부문에서 나오는 만큼 효율적인 정유 사업 운영은 국내 정유사에게 필수적이다. 동사는 이 점에서 큰 강점을 갖는데, 바로 모회사 Aramco로부터의 안정적인 원유 공급이다. Aramco는 사우디아라비아의 국영 석유기업으로 세계 최대 규모의 원유 매장량을 확보하고 있으며 일일 원유 생산량 또한 가장 많다.

동사는 모기업과의 긴밀한 협력을 통해 원유 공급의 불확실성을 제거하고 공격적인 사업 전개가 가능하다. 이는 선제적 BCC 투자에서부터 엿볼 수 있는 동사만의 강점이다. 기존 벵커C유를 경질유로 바꾸는 시설인 BCC는 1991년 Aramco로부터의 자금 조달로 어렵게 이루어졌고, 당시 선호되던 벵커C유를 경질유로 바꾸는 것에 대한 회의적인 의견도 존재했다. 하지만 1990년대 들어 환경 문제가 대두되며 경질유에 대한 수요가 증가했고 동사는 그 수혜를 고스란히 받게 되었다. 이후로도 지속적인 투자를 아끼지 않으며 2018년 11월부터는 신규 잔사유 탈황공정 및 잔사유 분해공정 각 1기를 가동함으로써 전체 생산시설의 최적화 및 제품의 고부가가치화를 달성하는 등 선도적인 위치를 공고히 하고 있다.

2)-2 석유화학부문

원유 가공과정에서 생기는 나프타를 이용해 기초소재를 생산하는 석유화학 부문은 각종 생필품의 기초 재료가 되기에 우리 생활과 밀접하게 연결되어 있다. 나프타를 가공하여 에틸렌, 벤젠 등의 기초유분을 만들고, 이는 합성수지, 합섬원료, 합성고무 등의 원재료가 된다.

NCC(Naphtha Cracking Center) 설비를 모체로 관련 계열공장들이 수직 계열을 이루는 석유화학 특성상 초기투자비용이 크고, 고도로 기술집약적이다. 또한 제조회사의 대부분을 원료비가 차지하여 유가변동에 매우 민감하게 반응한다는 특징이 있다.

동사는 NCC 및 BTX 생산 시설을 구축한 후 1991년부터 가동하여 석유화학 산업에 본격적으로 진출하였고, 1995년, 2011년, 2018년에 걸친 투자로 생산능력을 제고하여 경쟁력을 높였다.

2)-3 윤활부문

윤활유의 원료인 윤활기유를 생산하고 이를 통해 윤활유를 생산하여 판매하는 부문이다. 윤활기유는 원유 정제과정에서 나오는 부산물을 원료로 하는데, 결국 원유 정제시설이 필요한 산업이기 때문에 상기한 세 가지 산업부문은 서로 밀접한 관계를 가지고 있으며 결국 정유사 외 신규기업의 진입이 어렵다.

윤활기유는 품질을 기준으로 그룹 1에서 5까지 나눌 수 있는데, 숫자가 클수록 고급으로 분류한다. 동사는 1989년 윤활산업 진출 이후, 국내 정유사 중 유일하게 그룹 1~3의 윤활기유를 동시에 생산해 수출하는 등 탄탄한 제조기반을 갖추고 있다.

타 산업과 달리 윤활산업은 영업이익률이 20~30%로 타 산업부문 대비 큰 편이라 국내 정유사들은 윤활 산업에 적극적으로 진출하고자 한다. 동사는 2019년 Saudi Aramco 및 산하 윤활기유 자회사 Motiva, Leberref와 함께 Aramco Base Oils Alliance를 출범하고 브랜드 라이선스 계약 및 R&D 협력을 통해 윤활업계 선도 기업이 되고자 한다. 윤활유 부문에서도 시장수요에 따라 포트폴리오를 다양화하고 있으며 2019년에는 기존의 브랜드를 'S-OIL 7'으로 통합하여 윤활유 품질 향상을 도모하고 있다.

3) 선정 이유

3)-1 유가 상승에 따른 전반적 수혜 기대

최근 OPEC의 자발적 감산과 러시아·중국의 수출 제한 등으로 인한 공급부족과 중국의 경기부양책과 글로벌 경기회복에 대한 기대를 바탕으로 한 수요증가 전망으로 인해 유가가 상승하고 있고, 동사가 국내 4대 정유업계 중 점유율 2위를 차지하고 있는 만큼 전반적인 수혜가 기대된다.

3)-2 지속가능항공유(SAF)시장 성장의 업계 최대 수혜 전망

항공기로 인한 온실가스 배출이 전세계적으로 약 3%를 차지하고 있는 가운데 작년 EU에서 2025년부터 지속가능항공유(SAF, Sustainable Aviation Fuel) 사용을 의무화하였다. 이에 따라 시장규모의 급증이 전망되며, 동사가 업계 대비 가장 높은 시장점유율과 수출물량을 점유하고 있는 만큼 전반적인 수혜가 기대된다.

3)-3 사힌 프로젝트

동사는 9조 2천억 원을 투자해 세계 최대 규모의 정유석유화학 스팀 크래커(기초유분 생산설비)를 구축해 석유화학 사업의 매출 비중을 현재의 두 배로 확장하려 한다. 2026년 완공 예정이며, 모기업이 개발한 첨단 기술을 적용해 원유를 나프타로 가공하는 과정을 단축해 가격 경쟁력을 높일 계획이다.

II. 산업 분석

1) 산업 개요

1)-1 정유산업

정유산업 개요

정유산업은 원유를 탐사·개발 후 수송해 정제한 후 석유제품을 판매하는 산업이다. 정유산업은 B2B산업이자 제품의 수요 공급 밸런스와 원재료의 수요 공급 밸런스에 따라 6~7년의 주기를 가지는 사이클 산업이다.

정유산업 밸류체인

정유산업의 밸류체인은 **상류부문(Up-Stream)**, **중류부문(Mid-Stream)**, **하류부문(Mid-Stream)**으로 구분되는데, 상류부문(Up-Stream)에서는 원유를 탐사·개발해 생산해내면, 중류부문(Mid-Stream)에서 이 원유를 운반·수송하며 하류부문(Down-stream)에서 이 원유를 정제해 석유제품을 만들어낸다. 국내 4대 정유업체인 S-oil, SK이노베이션, GS칼텍스, HD현대오일뱅크 모두 Down-Stream에 속한다. 이렇게 만들어진 정유석유제품은 국내외 석유화학 업체나 운송 유를 사용하는 항공사, 운반사에게 판매된다.

그림 1. 정유산업 밸류체인

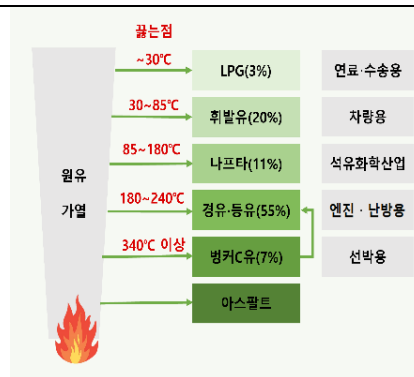


출처 : S-Oil, 바이시그널 2팀

정유 공정

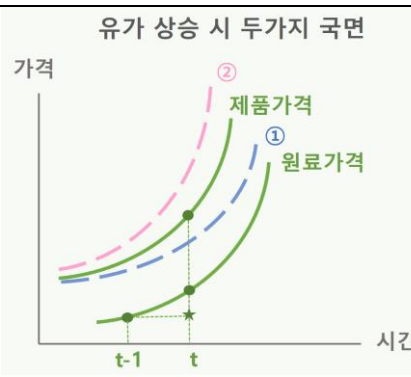
정유는 원유를 증류탑에서 가열하여 생산하는데, 끓는점의 차이에 따라 **LPG, 휘발유, 나프타, 등유, 경유, 중유, 아스팔트**로 정제해낼 수 있다. 이들의 사용처는 모두 상이한데, 휘발유는 주로 운송연료에, 나프타는 석유화학산업의 원재료로 사용되며 등유는 난방용이나 항공유로, 경유는 발전용이나 디젤 연료로 사용된다. 정제원유의 약 40%를 차지하는 벙커C유는 선박의 연료로 사용되는데, 최근에는 사용이 줄고 있고 최종 제품가격이 원재료 가격보다 낮아 이를 재처리(고도화 설계)하여 경제성이 높은 휘발유, 등유, 경유로 전환시키는 과정을 거친다. **정제 고도화율을 높여 정제마진을 향상**시키는 것은 정유사의 매출 증대에 있어 필수적인 핵심 역량으로서, 동사는 RUC Complex라는 잔사유 고도화시설을 2018년부터 가동해 중질유를 원료로 휘발유와 프로필렌 등의 고부가가치 제품 생산을 확대하고 있다.

그림 2. 정유 공정



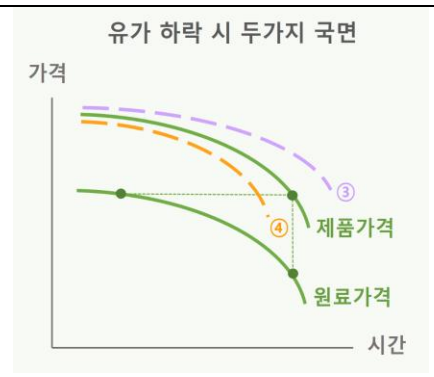
출처 : S-Oil, 바이시그널 2 팀

그림 3. 유가 상승 시의 국면



출처 : 하나증권, 바이시그널 2 팀

그림 4. 유가 하락 시의 국면



출처 : 하나증권, 바이시그널 2 팀

정유업체의 수익성 지표, 정제마진

정제마진은 석유제품 판매가격에서 원유 가격 및 정제비를 감산한 수치로 정유업체의 대표적인 수익성 지표이다. 따라서, 정유업체의 매출은 $(Q(\text{총 공급량}) \times R(\text{정제마진}))$ 이다. 각 제품별로 정제마진이 상이하기에 이를 종합한 **싱가포르 복합정제마진지표**가 주로 사용되며, 배럴당 4~5달러 수준이 손익분기점(BEP)으로 평가된다. 수익인 정제마진의 방향성은 석유제품의 수요공급과 원재료인 원유의 수요공급 총 4가지 변수에 따라 결정되고, 이에 따라 **정유산업의 사이클에는 총 4가지의 국면**이 존재한다.

정유산업의 사이클 (그림 3 참조)

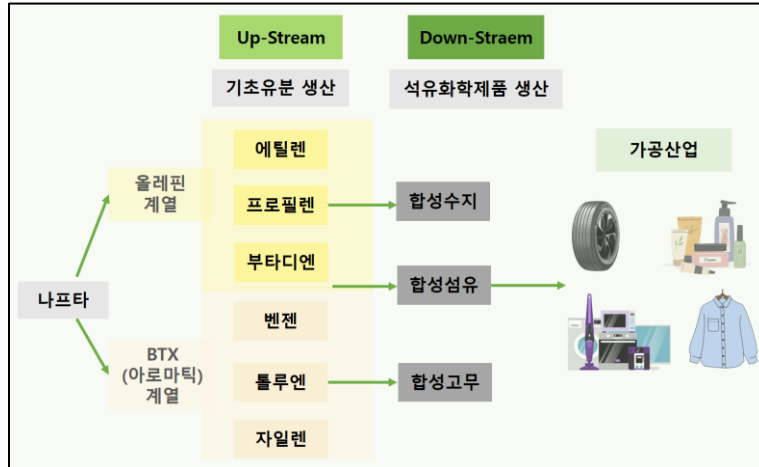
정유사는 $t-1$ 시점에 원재료를 싸게 구입해, t 시점에 상승한 가격에 제품을 판매할 수 있게 된다. 이러한 효과를 **Lagging 효과(시차효과)**라 하며 이론상 정제마진은 무한대까지 오를 수 있다. 이때 정유업체는 가장 큰 마진을 남길 수 있게 된다. 반면, **원재료 가격 상승폭보다 제품 가격의 상승폭이 낮은 ②의 경우**는 제품 수요가 증가하지 않고 원재료 가격이 상승해 정제마진이 감소하게 된다. 우크라이나 전쟁으로 원료가격이 올라가자 인플레이션을 바탕으로 수요가 감소해 공급과잉이 발생한 것이 대표적인 ②의 케이스이다.

(그림 4 참조)

다음으로, 유가가 하락하면서 **제품가격이 같이 하락하는 경우** 또한 2가지의 국면이 발생할 수 있다. **원재료 가격 하락폭보다 제품 가격의 하락폭이 낮은 ③의 경우** 정유사는 $t-1$ 시점에 원재료를 비싸게 구입해 낮은 가격에 제품을 판매하기에 역 Lagging 효과가 발생해 수익이 감소할 수 있다. 경기회복과 더불어 미국의 세일붐으로 인해 유가가 감소했던 시기가 대표적인 ③의 케이스이다. **원재료 가격 하락폭보다 제품 가격의 하락폭이 큰 ④의 경우** 유가의 급락일 때 발생한다. 이때 정유업체는 가장 큰 적자를 보게 된다.

1)-2 석유화학산업

그림 5. 석유화학산업 밸류체인



출처 : 한국석유화학협회, 바이시그널 2 팀

석유화학산업 개요 및 밸류체인

석유제품은 정제 시 가열한 온도에 따라 여러 가지로 분리되는데, 석유화학산업에서는 이 중 **나프타**를 원료로 하여 기초유분 및 석유화학제품을 만들어낸다.

석유화학산업의 밸류체인은 **상류부문(Up-Stream)**과 **하류부문(Down-Stream)**으로 구분되는데, Up-Stream에서는 NCC(나프타분해설비)를 활용해 나프타로부터 에틸렌, 프로필렌, 벤젠 등의 **기초유분**을 얻어 세제, 의약품, 향료, 농약을 만들고, Down-Stream에서는 이 기초유분들을 이용해 플라스틱으로 대표되는 합성수지, 합성섬유, 합성고무 등 **석유화학제품**을 만들어낸다.

세계 GDP의 제조업 부문 중 화학 산업은 15%로써 가장 큰 비율을 차지하고 있으며, 이 중 50%가 석유화학 관련 산업이다. 한국의 석유화학 산업은 1970년대 정부 주도로 시작되어, 1990년대 이후 민간 주도의 발전으로 80배 이상 비약적으로 성장했으며 울산, 여수, 대산 3개의 석유화학 단지에 약 50개 업체가 수직계열화를 이루고 있다.

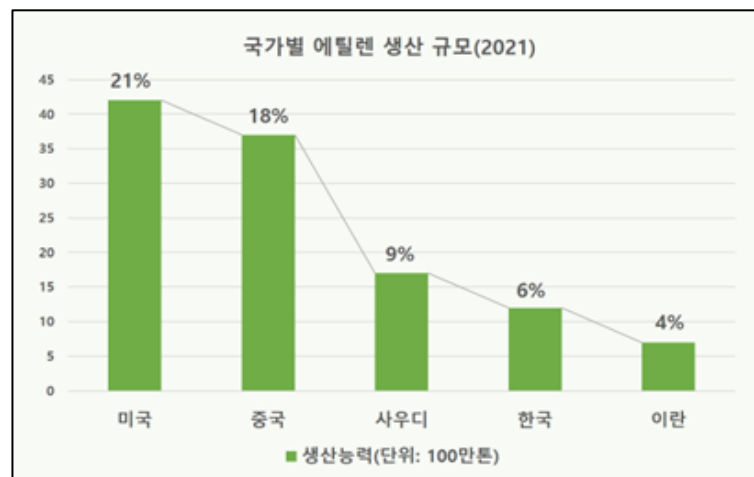
석유화학은 정유 과정에서 나오는 부산물을 사용하는 업종인 만큼 기존의 정유업체들은 석유화학 산업에 진출해 있으며, B2B 형태의 Up-stream보다는 B2C 형태의 Down-Stream이 수익성이 더 좋기 때문에 **Down-Stream으로의 사업 확장**이 적극적으로 이루어지고 있다. 국내 석유화학업체에는 롯데케미칼, LG화학, SK이노베이션, 대한유화, 한화토탈, 여천NCC가 있다. 여천NCC의 경우 Up-stream에 집중하는 반면 동사 및 롯데케미칼, SK이노베이션 등은 Down-Stream까지 확장하여 고부가가치 제품을 주로 생산하기에 **비교적 실적변동성이 적은** 특징을 보인다. 석유화학산업의 최전방 산업은 소비재, 섬유, 건설, 자동차, 항공사로 경기동행산업이기에 석유화학제품의 수요는 경제 성장률과 동행하는 추이를 보인다.

석유화학의 수익성 지표는 스프레드

석유화학업체의 대표적인 수익성 지표는 **스프레드**로, 원료인 기초유분과 생산제품별로 다양한 스프레드가 존재한다. 여기서 스프레드란 정제마진과 유사한 개념으로, **최종 제품의 가격과 원료 가격의 차이**를 뜻한다. 특히, 기초유분인 에틸렌은 모든 후공정의 기본이 되는 화학물질로 ‘산업의 쌀’로 불리는 만큼, 에틸렌 가격과 나프타 가격의 차이인 **에틸렌 스프레드**가 석유화학업체의 대표적인 수익성 지표이다. 에틸렌 스프레드의 손익분기점은 톤당 300달러로 꼽힌다.

에틸렌은 석유화학 제품 생산 내 가장 높은 비중인 31%를 차지하기에 **에틸렌 생산능력을 기준으로 석유화학산업의 규모를 판단**한다. 국내 석유화학 산업 규모는 미국, 중국, 사우디아라비아에 이어 약 1천만 톤으로 글로벌 에틸렌 생산능력 4위를 차지하고 있다. 다만, 에틸렌이 대표적인 수익성의 지표로 사용되긴 하나 에틸렌 외에도 제품군이 다양한 만큼 타 제품군의 스프레드도 함께 고려할 필요가 있다.

그림 6. 국가별 에틸렌 생산 규모



출처 : 한국석유화학협회, 바이시그널 2 팀

1)-3 윤활산업

윤활산업 개요

윤활유는 원유 증류 후에 남은 잔여유를 더욱 정제하여 만들어진 유분으로, 기계 사이의 마찰을 줄여 작동을 원활하게 하고 장비 보호 및 수명 연장의 기능을 하는데 그 사용범위에 따라 자동차용, 선박용, 공업용 등으로 구분된다. 윤활유는 기유(base oil)에 첨가제를 더해 만드는데, **기유(base oil)**는 모든 윤활유 제품의 주원료가 되어 윤활유의 90%를 차지하며 조성이 복잡한 만큼 그 품질이 매우 중요하다. 윤활산업은 정유사에게 있어 비핵심산업으로 간주되어 왔지만 2021년 이후 탄력을 받기 시작하였고 글로벌 전기차 산업의 성장에 따라 전기차용 윤활유 개발을 본격화하고 있다.

윤활산업 수익성 지표 : 품질 및 생산능력

윤활유는 미국석유협회(API)가 품질에 따라 나눈 기준에 따라 그룹 1~5의 등급으로 분류된다. 그룹 3이상의 윤활기유는 고품질 윤활기유로 평가되는데, 동사는 그룹 2와 그룹3에 해당하는 고부가 윤활유 생산량이 많아 **윤활유 수익성이 높다**.

2) 산업 전망

2)-1 정유산업 전망

유가 전망

현재 두바이유 가격은 배럴당 81.97달러로 계속해서 상승 추세이다. 영국 북해에서 생산되는 브렌트유, 미 텍사스에서 생산되는 WTI와 함께 대표적인 국제유가의 벤치마크로 뽑히는 두바이유 가격은 특히나 한국의 경제에 미치는 영향이 큰데, 한국 원유 수입량의 70% 이상을 중동 지역에서 수입하기 때문이다.

이러한 유가상승에 따른 Lagging 효과와 더불어 공급량은 제한적일 것으로 전망되어 정제마진이 대폭 개선될 전망이다(4가지 사이클 국면 중 ①의 경우). 싱가포르 복합정제마진은 최근 손익분기점의 3배 수준인 배럴 당 14.9달러를 기록하였는데, 이는 지난해 1분기 평균 정제마진인 배럴 당 8.2달러에 비해 81.7% 상승한 수치이다. 또한, 유가상승에 따른 재고평가이익 상승도 고려할 수 있다.

유가의 상방압력
: 공급 측면

3월 초, 석유수출기구 OPEC와 러시아 등 주요 산유국 협의체 OPEC+ 회원국들은 국제 유가를 유지하기 위해 올해 6개월 말까지 하루 220만 배럴의 **자발적 감산**을 유지하기로 결정하였다. 더불어 유럽 주요 허브 ARA(암스테르담-로테르담-앤티워프)와 미국의 **원유 재고 감소** 역시 상방 압력으로 작용하고 있다. 러시아의 경우, 국내 시장가격이 연초 이후 상승함에 따라 물가안정을 위해 3월 1일부터 6개월간의 **휘발유 수출 금지 방침**을 발표하였고, 우크라이나의 계속되는 **러시아 정유시설 드론공격**(194만 배럴 규모의 정제설비가 공격받음) 또한 상방 압력으로 작용할 것이다. 현재 러시아의 경유 수출량은 지난 10월 이후 최저치로, 공격이 수출량에 영향을 미치기까지 다소 시간이 소요된다는 점을 감안하면 추후 러시아의 원유 수출량은 더욱 감소할 가능성이 크다.

한편, 지난 몇 년간 호주는 코로나19 팬데믹의 영향으로 자국내 **정유공장을 절반 가량 폐쇄**했고, 미국은 올해초 발생한 한파로 **정유사들의 가동률이 하락**해 2022년 12월 이후 가장 낮은 80.6%로 집계되었다. 중국에서는 내수경기부양을 위해 올해 초 **석유 수출 쿼터를 1900만톤**으로 확정하며 향후 중국의 수출이 제한될 전망이다. 또한, 3월 15일 국제에너지기구(IEA)의 **석유 공급 부족 경고**에 따라 다시 한번 국제유가가 급상승하기도 하였다.

그림 7. 두바이유 시세

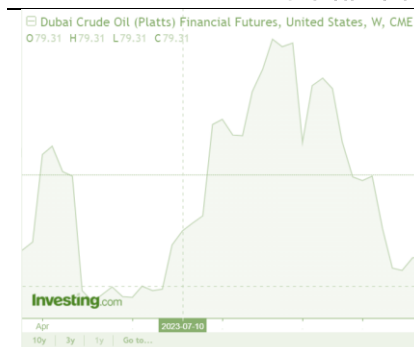
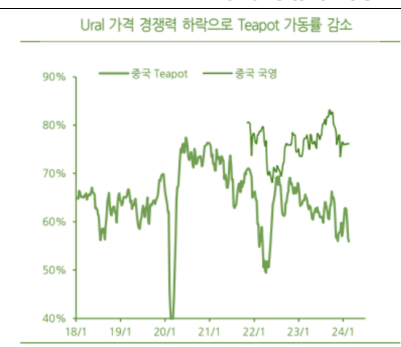


그림 8. 미국 정유사 가동률



그림 9. 중국 정유사 가동률



유가의 상방압력
: 수요 측면

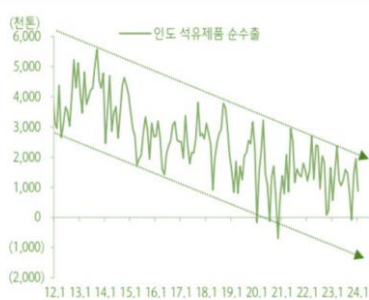
중국인 대출금리(LPR)를 2019년 도입 이후 최대폭으로 인하하는 등의 **경기부양 정책**이 가시화되고 있다. 세계 최대 석유 수입국인 중국의 1~2월 원유수입량은 8,831만톤으로 전년동기대비 5% 증가했으나, 12월 수입량 대비 감소하였다. 더불어, 2분기 수퍼 엘니뇨가 예상됨에 따라 중동을 중심으로 **냉방용 연료 수요가 상승할 것**으로 전망된다.

IEA(국제에너지기구), EIA(미국 에너지정보청), OPEC은 최근 글로벌 석유 수요 전망치를 계속 상향하고 있다. 특히, IEA는 올해 전세계 원유 수요가 하루 130만 배럴 늘어날 것으로 예상하였는데, 이는 기존 예상치인 하루 120만 배럴 증가에서 상향 조정된 것이다.

무엇보다 세계 최대 시장인 **중국과 인도의 석유 순수입국 전환**이 기대된다. 중국은 2023년 4월과 12월에 석유제품 순수입으로 일시 전환된 바 있다. 인도의 경우 2023년 1월부터 자동차 판매량이 14개월 연속 최대 판매량을 기록하는 등 2023년 휘발유 수요가 2019년 대비 20% 이상 높아졌다. 동시에 설비 가동률도 100%를 상회하여 석유제품의 순수출이 추세적으로 감소해 2023년 10월에는 0%에 근접한 바 있다.

그림 10. 인도 석유제품 순수출

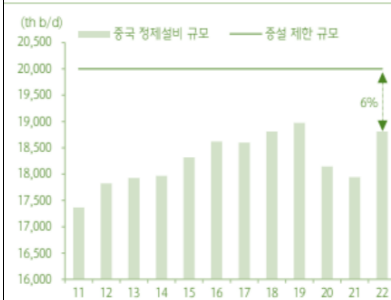
인도는 2024~25년 중 석유제품 순수입 전환 가능성 높아



출처 : 한화투자증권 리서치센터

그림 11. 중국 정제설비 규모 제한 정책

도표 1. 중국 정제설비 규모 제한 정책



출처 : 한화투자증권 리서치센터

그림 12. 중국 석유 순수출

도표 2. 중국 석유제품 순수출 감소 추세



출처 : 한화투자증권 리서치센터

유가의 하방압력

3월 1일 주간 미국의 원유 재고는 4억 3,853만 배럴로 전 주 대비 136.7만 배럴 증가하여 6주 연속 증가세를 보이고 있다. 원유 재고의 증가는 **원유 공급이 수요를 초과하고 있음**을 나타낸다. 한편 세계 최대 석유 수입국인 중국의 석유 수요가 탈탄소화로 인해 저성장 국면에 접어들고 있다. 세계 경제 성장세 둔화 가속화도 하방압력으로 작용하고 있다.

유가의 하방압력
: 국제금융

미국 1월 개인소비지출(PCE) 가격지수가 전월대비 0.3% 상승하였고, 식품과 에너지를 제외한 근원 PCE 가격지수도 2023년 2월 이후 가장 높은 상승률을 보임에 따라 미국 뉴욕 연은 총재, 보스턴 연은 총재는 예상보다 높은 물가 상승률과 낮은 실업률을 감안할 시 **올해 후반 금리 인하**가 적절함을 밝혔다. 높은 금리가 장기화될 시 경제 성장 둔화에 따라 석유 수요가 억제된다.

2)-2 석유화학산업 전망

석유화학 시장 규모는 전세계적으로 성장하는 추세이다. 세계 석유화학 시장 규모는 2023년 6,278억 4천만 달러에서 CAGR(연평균 성장률) 5.0%로 성장해 2030년 8,858억 1천만 달러로 성장할 것으로 예측 된다.

최대 변수는 중국

그러나, 중국이 최근 4~5년간 석유화학 분야 자급률을 높이기 위해 대규모 투자를 진행해 에틸렌 등의 **석유화학 제품 공급과잉**이 문제가 될 전망이다. 한국은 현재 중국의 고성장에 따른 폭발적인 수요 증가에 힘입어 석유화학 분야에서 글로벌 4위 규모이다. 하지만 중국의 최근 행보에 따라 중국의 글로벌 생산 점유율은 2020년 16.1%에서 2030년 22.5%로 확대될 전망이다. 이에 따라 국내 석유화학 산업의 대중국 수출 비중은 2018년 50%에서 2030년 26.3%로 축소될 것으로 보인다.

중국은 공급과잉을 바탕으로 최근 저비용의 석유 화학제품을 동남아시아 국가들에 공급하고 있다. 중국이 동남아시아 시장까지 장악하게 되면 국내 석유화학 산업 수출도 타격이 불가피하다. 이에 국내 화학업체 점유율 1위의 LG화학도 NCC 구조조정을 예고하는 등 석유화학 부문의 축소와 함께 **사업 포트폴리오 다각화**를 추구하고 있다.

주목받는 인도 시장

석유화학 부문의 돌파구는 인도로, 현재 인도 화학제품 소비 비중은 전체의 3%에 불과하지만, 인구 증가와 빠른 경제성장에 따라 **수요는 점차 증가**할 것으로 보인다. 인도 화학 회사들의 생산능력 또한 글로벌 생산능력의 4%에 불과하다. 하지만 높은 이익, 가파른 수요 성장, 정부의 투자 확대 등을 감안하면 증설을 추진할 가능성이 높기에 인도 화학사의 증설 속도에 따라 한국 석유화학사가 인도향 수출 비중을 늘릴 수 있다면 중국의 자급률 증가에 대응할 수 있을 것이다.

2)-3 윤활사업 전망

유가에 따라 변동성이 높은 정유산업과 달리 윤활산업은 **국제유가 변동과의 연관성이 비교적 적어** 안정적인 사업 영위가 가능하다. 특히 미래 유망 산업에 있어 윤활유의 필요성이 높아지면서 수요는 더욱 증가할 전망이다.

전기차 윤활유

전기차의 모터를 냉각하고 기어의 마찰저항을 줄여 전비를 향상시키는 **전용 윤활유**는 전기차에 필수적인 만큼 전기차 윤활유 시장은 연평균 28.8%씩 성장해 2031년 약 174.1억 달러(약 22조8000억 원)에 이를 것으로 예상된다. 최근 전기차 시장이 단기적으로 주춤하고 있음에도 불구하고 중장기적 전기차로의 전환이 예상되며, 2040년 전기차 비중이 전체 자동차 수의 절반에 달할 것으로 예상되면서 전기차 윤활유 시장 역시 2040년 12조원 규모로 성장할 전망이다.

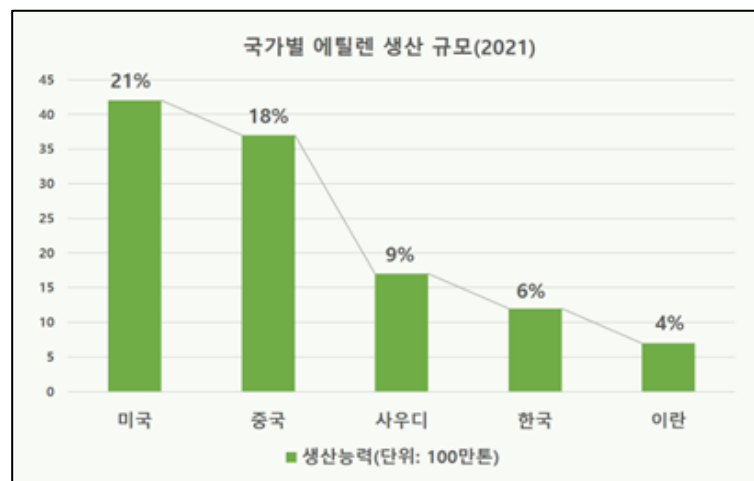
액침냉각유

액침냉각유도 역시 윤활유의 미래 수요를 견인할 품목이다. 액침냉각유는 **윤활기유를 원료로 냉각효율과 안정성을 높인 열관리 용액**이다. 이를 통해 냉각유에 직접 제품을 담가 냉각하는 차세대 열관리 기술로, 기존 공랭식 대비 전력효율을 약 30% 이상 개선할 수 있다. 액침냉각유 시장은 현재 연평균 성장률 21.5%의 고성장 시장으로 2030년까지 약 2조 7,800억 원 규모로 성장할 것으로 전망된다.

경쟁사 대비 높은 경쟁력

특히 동사는 윤활유에 있어 3Q23 기준 **44,700배럴/일의 국내 최대 CAPA(생산 능력)**을 보유하고 있다. 이는 업계 2위인 SK이노베이션의 10,837 배럴/일의 약 5배에 해당하는 규모로 **국내 윤활기유 시장 점유율 1위**를 차지하고 있다. 동종업계 대비 **OPM(영업이익률)** 역시 높다. 1Q23 ~ 3Q23을 기준으로 도출한 동사의 윤활유 사업부문 OPM은 26.2%인데, 이는 SK이노베이션의 OPM 21.2%에 비해 높다.

그림 13. 국가별 에틸렌 생산 규모



출처 : 한국석유화학협회, 바이시그널 2팀

표 1: 윤활유 부문 매출액 및 영업이익

단위: 십억 원	윤활유 부문	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023
S-oil	매출액	762.457	810.536	676.079	-	2,249.072
	영업이익	195.8	246.5	147.2	226.2	589.5
SK 이노베이션	매출액	1302.3	1109.7	1186.6	1094.2	4692.8
	영업이익	259.2	259.9	261.7	217.0	997.8

출처 : DART, 바이시그널 2팀

III. 기업 분석

1) 사업 개요

1)-1 사업 분야

동사는 1976년 1월에 설립되어 1987년에 유가증권시장에 상장되었으며, 현재 석유제품, 가스, 윤활기유, 화학제품 및 관련 제품의 제조, 판매와 원유 및 상기 각 제품의 수출입업을 영위 중이다. 동사는 하루 66만 9천 배럴의 원유정제능력을 보유하고 있다. 정유산업은 대규모의 선제적 투자가 필요한데, 당사는 대규모 정제시설과 고도화설비, 안정적인 내수 유통망을 바탕으로 견고한 시장 지위와 경쟁력을 보유하고 있다.

당사는 석유화학 및 윤활기유 등으로 사업포트폴리오를 수직계열화 및 다각화하고 있다. 당사는 아로마틱 공장 설립으로 석유화학 제품 생산을 확대하고, 2018년 RUC/ODC Complex를 완공해 잔사유 고도화 및 올레핀 Down-Stream으로 사업을 확장했다. 현재 석유화학 부문에서는 연간 약 330만 톤의 대규모 방향족 제품(파라자 일렌, 벤젠 등) 생산능력과 연간 약 71만 톤의 올레핀계 제품(PP, PO 등) 생산능력을 보유하고 있고 윤활기유 부문에서 하루 4만 4천 배럴의 생산능력을 보유하고 있다.

1)-2 판매 품목

a. 정유사업부문

휘발유 및 고급휘발유

휘발유는 주로 자동차나 오토바이 등의 이동수단 연료로 사용되며 동사는 차량이 일정한 시간 내에 빨리 달리게 하는 출력 및 순간적으로 속력을 높이는 가속성에서 탁월한 성능을 발휘하는 고급휘발유 역시 판매하고 있다.

경유

경유는 디젤 엔진을 탑재한 승용차와 버스, 트럭, 기차 그리고 중소형 선박 등의 연료, 난방유로 사용되며 난방유로도 사용되는데, 동사의 경유는 2009년 이래 국내 정유사 중 최고 수준을 유지하고 있다.

등유

등유는 가정용 난방 및 제트 엔진, 로켓 등의 연료로 사용되며, 동사의 제품은 국내 석유제품 중 최초로 환경마크를 획득한 청정연료로 유해가스 발생량이 극히 적어 실내 사용이 가능하다.

기타 정유제품

또한 동사는 항공기 터빈엔진을 통과하는 공기를 가열하여 팽창시키는 역할을 하는 **항공유**, 도시가스 연료 등으로 사용되는 **LPG**, 발전소와 선박 등의 연료로 사용되는 **중질유**와 **아스팔트**를 판매하고 있다.

b. 석유화학사업 부문

올레핀 계열

동사는 폴리프로필렌과 프로필렌옥사이드를 생산하고 있다. **폴리프로필렌**은 프로필렌을 중합하여 제조하는 합성수지로 자동차 플라스틱 소재, 가전제품, 가정용품, 산업재, 부직포, 포장용 필름의 원료로 사용된다. **프로필렌옥사이드**는 자동차, 가구의 쿠션 및 건축 보온재로 쓰이는 폴리우레탄의 원료인 폴리올, 화장품 및 섬유 첨가제 등의 원료로 사용되는 프로필렌글리콜, 세정제 등의 원료인 프로필렌글리콜에테르 등의 기초 원료로 사용된다.

Aromatic(BTX) 계열

벤젠(Benzene)·톨루엔(Toluene)·자일렌(Xylene)로 유향의 성질이 있어 방향족으로 불린다. **벤젠**은 휘발유 첨가제, 합성세제 원료로, **톨루엔**은 페인트, 잉크, 고무의 합성 원료로, **자일렌**은 페인트, 도료로 쓰이며 파라자일렌의 원료로 사용되기도 하는데, **파라자일렌**은 폴리에스터 섬유, 페트병, 필름의 원료제조에 사용되는 고부가가치 제품으로 당사는 연산 185만톤 규모의 파라자일렌 생산시설과 연산 60만톤 규모의 벤젠 생산시설을 갖추고 있다.

c. 윤활유사업 부문

동사는 기계 요소 사이에 마찰을 줄여주는 **윤활유**와 윤활유의 베이스 오일인 **윤활기유**를 생산해 판매하고 있다.

2) 최근 매출 실적 1Q23에는 견고한 정유 및 윤활유 부문의 마진으로 영업이익 5,157억 원을 기록하며 QoQ 흑자 전환하였다. 2Q23에는 대규모 정기보수, 정제마진 감소, 재고관련 손실로 정유 부문이 적자로 전환되었고, 석유화학과 윤활 부문의 영업이익 증가로 영업이익 364억 원을 기록하였으나 세전 이익이 적자로 전환되었다. 3Q23에는 정제마진 강세 및 국제 유가 상승으로 정유 부문에서 대규모 흑자를 기록하며 영업이익 8,589억 원을 기록하였다. 4Q23에는 유가 하락으로 인해 정유 부문에서 적자를 기록하였으나 석유화학 및 윤활 부문에서 전 분기 대비 이익을 개선하며 76억 원의 영업이익을 기록하였으며, 이와 동시에 원/달러 환율 변동에 따른 환위험을 효과적으로 관리하며 세전이익 역시 흑자를 기록하였다.

그림 1. 2023 손익계산서

(단위: 십억원)	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23
매출액	9,077.6	7,819.6	8,999.6	9,830.4
영업이익	515.7	36.4	858.9	7.6
(영업이익률)	5.7%	0.5%	9.5%	0.1%
정유	290.6	-292.1	666.2	-265.7
석유화학	29.3	82.0	45.4	47.0
윤활	195.8	246.5	147.2	226.2
금융 및 기타손익	160.8	-70.2	-121.9	130.0
- 순이자손익	36.4	-44.2	-46.5	-53.5
- 순환차손익*	-119.1	-50.8	-89.5	162.3
- 기타	-5.3	24.8	14.1	21.2
세전이익	354.9	-33.8	737.0	137.6
당기순이익	265.3	-22.4	545.4	209.8

출처 : S-Oil

3) 사업 부문별 매출

3)-1 정유사업

1Q23, 두바이 원유 가격은 전년 말 대비 소폭 반등한 데에 반해 중동 원유의 아시아향 OSP(official selling price)는 하락하였다. 동시에 중국의 리오프닝 이후 역내 수요 상승으로 정제마진이 견고한 수준을 유지하였다. 특히, 휘발유 스프레드는 **중국의 이동 수요 회복과 미국 및 유럽의 공급 차질로** 강세를 보였다.

2Q23, 두바이 원유 가격이 글로벌 경기 둔화 우려와 OPEC+의 감산 기조가 상존하는 가운데 소폭 하락하였고, **산업용 정유제품 수요의 회복 부진에 따른 경유 및 나프타 스프레드의 축소**로 정제마진이 하향 조정되며 영업이익의 적자 전환을 견인하였다.

3Q23, 두바이 원유 가격이 **OPEC+의 자발적 감산과 글로벌 원유 재고감소**로 상승하였고 타이트한 공급 상황 속에서 **여름철 여행 성수기로 인한 항공 수요 강세**로 정제마진이 급등하며 영업이익의 흑자 전환을 견인하였다.

4Q23, 두바이 원유 가격은 비OPEC 국가들의 원유 생산량 증가로 하락하였으나 **OPEC+의 원유 감산 연장**으로 하락폭이 제한되었다. 또한, **이동 연료에 대한 비수기**에 따른 수요 둔화와 평년 대비 **온화한 초겨울 기후**로 정제마진이 소폭 축소되었으나, 낮은 재고수준(공급)에 의해 축소가 방어되었다.

3)-2 석유화학산업

1Q23, 중국 리오프닝에 따른 수요 증가로 아로마틱 스프레드와 올레핀 스프레드 모두 전 분기 대비 상승하였다.

2Q23, 생산설비의 정기 보수에 따른 공급 감소와 수요 회복으로 아로마틱 스프레드와 올레핀 스프레드가 상승하였다.

3Q23-4Q23, 아로마틱 스프레드의 경우 견조한 수요와 신규 설비 가동으로 기존 수준을 유지한 반면, 올레핀 스프레드의 경우 중국 제조업 경기 둔화로 인한 **Down-Stream** 수요 위축으로 감소하였다.

3)-3 윤회사업

1Q23, 중국 리오프닝 및 춘절 이후 수요가 회복되었다. 이에 따라 윤회기유 스프레드(윤회유 판매가격적인 LBO에서 원재료 가격인 VGO를 감산)가 전 분기 대비 소폭 하락하였으나 평년 대비 높은 수준을 유지하였다.

2Q23, 중국과 인도의 봄철 윤회유 교체(정기보수)와 여름철 드라이빙 시즌이 수요를 견인하며 스프레드가 전분기 대비 상승하였다.

3Q23, 계절적 비수기로 인한 수요 둔화와 주요 공급사들의 정기보수 종료로 인해 스프레드가 전분기 대비 축소하였으나 여전히 평년 수준을 상회하였다.

4Q23, 하향 조정된 원재료 가격 하에서 계절적 비수기 이후 수요 회복으로 스프레드가 개선되었다.

그림 2. 싱가포르 정제마진

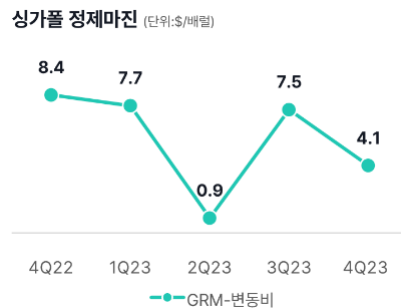


그림 3. 두바이 원유가 대비 제품가 스프레드

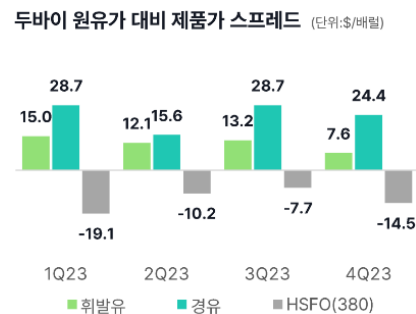


그림 4. 납사 대비 아로마틱 제품 스프레드

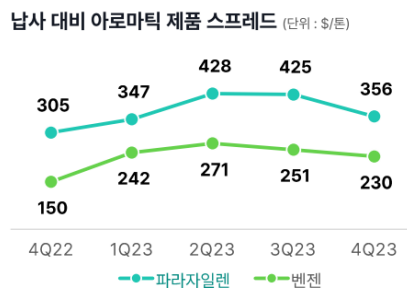


그림 5. 프로필렌 대비 Down-Stream 제품 스프레드

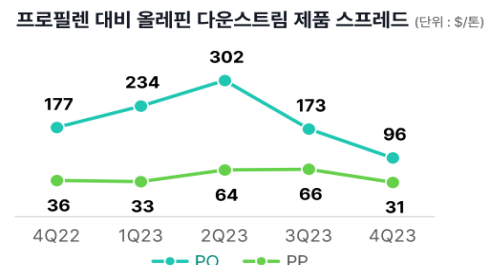
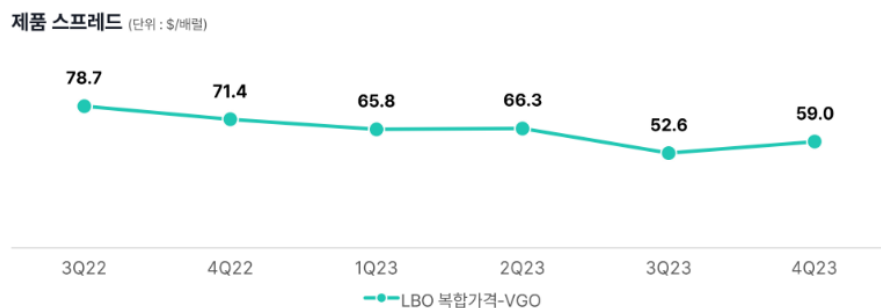


그림 6. 윤회 제품 스프레드



4) 판매 경로

동사는 아시아, 호주, 유럽, 미국, 남미 등 전 세계로 제품을 수출하며 시장상황 및 FTA 체결에 따른 이점을 활용하여 직수출 또는 Trading Company, 입찰 참여 등을 통하여 판매한다. 동사의 수출 비중은 점진적으로 하락해 2021년 이후에는 52%를 유지하고 있다. 주요 수출국은 동남아시아-중국-아메리카-일본-호주 순이다.

수출 판매의 경우, 제품의 인도가 수출항의 본선 선상에서 이루어지는 **FOB**(Free on Board), 동사가 화물을 선적하고 운임을 부담하는 **CFR**(Cost & Freight), 동사가 화물을 선적하고 운임과 보험료를 부담하는 **CIF**(Cost, Insurance and Freight), 도착 운송수단으로부터 양하된 상태로 지정 목적지의 지정 터미널에서 물품을 인도하는 **DAT**(Delivered At Terminal) 등을 통해 이루어지고 있다. 판매 조건은 국제적인 상거래 관행에 따라 주로 외상 판매를 하고 있다.

국내 시장의 경우 유종별로 다양한 판매경로를 가지고 있는데, 그중 대부분을 차지하고 있는 **소매경질유**는 전체의 70% 이상을 주유소를 통하여 판매하고 있으며, 나머지는 직매처 및 소형부판 등을 통하여 직접 판매하고 있다. **LPG**는 대부분 충전소를 통하여 판매하고 있으며, **항공유**는 국내 항공사 및 외국적 항공사에 판매하고 있다. 이 밖에도 **중질유 및 아스팔트, 나프타** 등을 다양한 산업체 및 석유화학사 등에 공급하고 있다.

그림 7. 주요 수출국 비중

구분	2022	2021	2020	2019	2018
동남아시아	11%	6%	14%	17%	15%
중국	7%	12%	14%	11%	14%
아메리카	4%	4%	5%	4%	6%
일본	8%	9%	8%	8%	7%
호주	7%	7%	6%	4%	7%
유럽	1%	1%	1%	3%	1%
수출비중	52%	52%	54%	56%	59%

출처 : S-Oil

5) 매출 전망

5)-1 정유사업

두바이 유가 상승을 배경으로 낮은 글로벌 재고 수준과 동절기 난방 수요, 봄철 정기보수 및 여름철 이동 수요로 1Q24F 정제마진의 확대가 예상된다.

5)-2 석유화학사업

신규 Down-Stream 설비 유입 및 가동에 따른 수요 증가로 아로마틱 스프레드의 확대가 기대되며, 올레핀 스프레드의 경우 중국 경기 회복 속도에 동행한 점진적 회복이 예상된다.

5)-3 윤활유사업

고품질 윤활기유에 대한 지속된 수요 증가, 특히 봄철 윤활유 교체 시즌을 기점으로 수요 강세가 기대됨에 따라 스프레드 확대가 전망된다.

그림 8. 동사 사업부문별 실적

사업부문	(단위: 십억원)	4Q 23	3Q 23	QoQ	4Q 22	2023	2022
정유	매출액	7,781.8	7,198.7	8.1% ↑	8,558.0	28,257.1	34,004.9
	영업이익	-265.7	666.2	적자 전환 ↓	-381.8	399.1	2,344.3
	(영업이익률)	-3.4%	9.3%		-4.5%	1.4%	6.9%
석유화학	매출액	1,212.3	1,124.8	7.8% ↑	1,195.5	4,384.8	5,025.5
	영업이익	47.0	45.4	3.5% ↑	-58.3	203.7	-49.8
	(영업이익률)	3.9%	4.0%		-4.9%	4.6%	-1.0%
운할	매출액	836.3	676.1	23.7% ↑	840.4	3,085.4	3,415.6
	영업이익	226.2	147.2	53.7% ↑	279.7	815.7	1,110.7
	(영업이익률)	27.1%	21.8%		33.3%	26.4%	32.5%
합계	매출액	9,830.4	8,999.6	9.2% ↑	10,594.0	35,727.2	42,446.0
	영업이익	7.6	858.9	99.1% ↓	-160.4	1,418.6	3,405.2
	(영업이익률)	0.1%	9.5%		-1.5%	4.0%	8.0%

출처 : S-Oil

6) 재무 현황

6)-1 최근 실적

2023년 연간 누계실적은 매출액 35조 7,272억원(-15.8% YoY), 영업이익 1조 4,186억원(-58.3% YoY), 당기순이익 9,982억 원(-52.6% YoY)으로 기록됐다. 전년동기 대비 매출이 15.8%, 영업이익이 58.3%, 순이익이 52.6% 줄어들었다. 영업이익률은 4.0%로 전년도보다 4.0%p 떨어졌다. 국제유가 하락에 따른 제품 판매단가 하락-정제마진 감소 그리고 대규모 정기보수로 매출이 하락한 것으로 분석된다. 4Q23에는 유가 하락에 따라 주력산업인 정유사업이 크게 흔들렸으나 환율약세에 따른 환차익으로 순이익 하락을 방어하였다. 또한, 유가하락에 따라 정유부문(1520억원 손실)과 석유화학(30억원 손실)에서는 재고자산손실이 발생하였다.

국제유가는 두바이유를 기준으로 2023년 초 배럴당 80달러를 넘겼으나 2Q23에 70달러대로 하락했고 3Q23에 90달러로 고점을 찍은 뒤 4Q23 말 재차 70달러대로 내려섰다. 이러한 유가의 흐름에 따라 매출과 영업이익이 널뛰기 실적을 그렸다. 싱가포르 정제마진 또한 7.7달러(1분기)-0.9달러(2분기)-7.5달러(3분기)-4.1달러(4분기)로 변동폭이 컸다.

6)-2 재무건전성

동사는 사한 프로젝트로 인한 차입금 확대에도 재무건전성을 유지하고 있다. 동사의 총차입금은 2023년 말 기준 5조 619억 원으로 2022년 말 대비 6,630억원 증가했다(장기차입금의 4,100억, 단기차입금의 2530억). 같은 기간 이자를 포함한 금융비용은 377억원 늘었다.

이러한 차입금 확대에도 재무지표는 안정적으로 관리되고 있다. 2023년 말 기준 부채비율은 137.4%, 차입금 의존도는 26.04%로 모두 건전성 기준을 충족하고 있다. 현금성자산 또한 5130억원 증가한 1조 9740억 원을 보유하고 있다. 주요 경쟁사인 SK이노베이션의 경우 부채비율은 2023년도 말 기준 169%, 차입금 의존도는 35.85%로 동사는 경쟁사 대비 낮은 부채비율과 차입금 의존도를 유지하고 있다.

6)-3 자본적 지출

* **CDU**(Crude Distillation Unit): 원유를 증류하거나 유분을 전환시켜 순도와 가치가 높은 석유 제품 및 반제품을 생산하는 공정

* **CFU**(Condensate Fractionation Unit): 원유인 콘덴세이트를 정제하여 석유화학공장의 원료가 되는 나프타를 비롯해 휘발유, 경유, 항공유 등 각종 에너지 제품을 생산하는 공정

* **HDT**: 윤활기유 수첨 개질 설비

동사는 지난해 대규모 정유 설비들의 정기보수를 진행하였으나, 올해에는 석유화학부문의 유지보수계획이 없으며 CDU, HDT 설비 등 비교적 규모가 작은 설비의 정기보수만이 계획되어 지난해 발생한 정기보수에 따른 4,374억 원의 기회비용 대비 올해 2,980억 원으로 대폭 축소될 전망이다.

그림 9. 동사 재무상태



출처 : S-Oil

그림 10. 동사 자본적 지출내역 및 예정 정기보수

(단위: 십억원)	2022	2023	2024 계획
사한 프로젝트	40.6	1,461.9	2,716.0
공정개선 및 유지보수	272.0	437.4	298.0
마케팅 관련	39.1	45.9	58.0
기타	67.3	91.9	64.2
자본적 지출 계	418.9	2,037.2	3,136.2
감가상각비	586.2	656.8	696.6

정기보수	2021	2022	2023	2024 계획
정유	-	#2 CDU	#3 CDU/CFU	#1 CDU
	-	#1 RFCC	#2 RFCC/HYC	-
석유화학	-	#1 PX/PO	#2 PX/PP	-
윤활	-	-	-	#1 HDT

출처 : S-Oil

6)-4 주요 재무 지표

주가수익비율(PER) 은 8.58, 동일업종 평균 PER 11.77로 경쟁사 대비 저평가되어 있다.

자기자본수익률(ROE) 역시 10.45로 경쟁사 대비 높다. 당사는 2026년 상반기 목표로 수행 중인 사힌 프로젝트에도 불구하고 2024년 배당성향을 당기순이익의 20% 이상으로 유지하기로 결정하였다. 당사는 정부의 주주환원정책인 기업 밸류업 프로그램에 적극적으로 동참하고 있다. 다만 주당배당금이 전년 대비 절반 가량으로 줄었으며 배당성향도 점진적으로 감소 추세인 점은 주의깊게 봐야 할 것이다.

6)-5 매출채권회전율 및 현금흐름

당사는 안정적인 영업활동현금흐름을 보이는 한편 사힌 프로젝트와 탈탄소 프로젝트 등으로 2022년 이후 투자활동현금흐름이 급증하고 있다. 또한 매출채권의 지속적 증가와 더불어 매출채권회전율도 증가하는 등 당사는 현금을 안정적으로 회수하고 있다.

표 1. 주요 재무지표

2023.12월 기준	S-oil	SK이노베이션	현대오일	GS칼텍스
PER	8.65	45.73	12.64	3.40
PBR	0.87	0.52	0.66	0.35
ROE	10.45	4.27		
주당배당금(원)	2,585	812		

출처 : DART, 바이시그널 2팀

표 2. 동사 현금흐름

단위 : 백만원	2019	2020	2021	2022	1Q23~3Q23
영업활동현금흐름	679,447	1,630,972	1,477,165	1,278,921	810,380
투자활동현금흐름	(1,069,455)	(635,596)	(196,582)	(773,199)	(1,200,204)
재무활동현금흐름	(16,457)	(548,688)	(466,134)	(1,141,575)	(536,833)

출처 : DART, 바이시그널 2팀

표 3. 동사 매출액 및 매출채권, 매출채권회전율

단위 : 백만원	2019	2020	2021	2022	1Q23~3Q23	2023
매출액	24,394,173	16,829,681	27,463,918	42,446,028	25,896,781	35,727,212
매출채권	1,312,318	1,196,327	1,970,996	2,303,579	2,632,553	-
매출채권회전율	18.59	14.07	13.93	18.43	9.84	-

출처 : DART, 바이시그널 2팀

IV. 투자 포인트

1) 정제마진·유가 동반 상승, 동사에게 커진 청신호

국내 정유사들의 실적은 **정제마진**에 크게 좌우된다. 주로 원유를 수입해 정제한 석유제품을 판매하기 때문에, 정제마진이 오를수록 수익이 늘어나는 구조이다. 지난해 정제마진이 4달러선까지 하락하면서 국내 정유사 실적이 뒷걸음질쳤다. 작년 2분기 정제마진은 평균 배럴당 0.9달러까지 추락했고, 3분기 7.5달러로 반등했으나 4분기 다시 4달러대를 기록했다.

반면, **올해 1분기는 상승으로 실적 개선을 전망**한다. 최근 해외여행객이 많아지면서 항공유 수요가 증가했기 때문이다. 정제마진은 현재 손익분기점을 웃돌고 있으며, 따라서 한동안 강세 흐름이 예상된다.

중국의 경우 올해 첫 번째 수출 쿼터를 1900만 톤으로 발표했고, 이는 지난해 1차 쿼터(1899만 t)와 비슷한 수준이다. 즉, 내수 물량을 먼저 공급하기 위해 수출 물량을 통제하고 있으며, 수출 쿼터를 확대하지 않은 것은 내수 경기 부양에 집중하겠다는 의미로도 볼 수 있다. 이러한 중국의 경기부양책과 주요 산유국 모임인 OPEC+가 감산 기조를 유지한다는 점에서 **정제마진 강세는 최소 올해 2분기까지 지속될** 가능성이 크다고 보인다.

더불어, 동사는 지난 2022년 6월 정기평정을 통해 등급전망이 ‘안정적’에서 ‘긍정적’으로 상향 조정되었는데, 실적 개선을 통해 팬데믹 기간 동안 떨어진 신용등급의 회복 또한 기대된다.

2) 항공유 수요 회복의 최대 수혜주

작년 1~11월까지의 국제선 여객 수는 약 6,164만 명으로 2019년 동기 대비 약 74% 수준을 보였다. 회복세는 하반기로 갈수록 더욱 두드러졌으며 특히 여행 수요 증가폭이 컸다. 올해 항공 업계는 항공사들의 항공 공급이 팬데믹 이전의 최소 95%까지 회복될 것으로 내다봤다.

현재 항공기로 인한 온실가스 배출이 전 세계적으로 약 3%를 차지하고 있는 만큼 작년 EU에서는 2025년부터 **지속가능항공유(SAF, Sustainable Aviation Fuel)** 사용을 의무화함에 따라 시장규모는 급증할 예정이다.

이에 맞추어 국내 정유업계는 최근 바이오 원료 사업을 활발하게 모색 중이다. 2022년, 미국 최대 항공사 델타항공은 전체 연료 소비량의 10%를 2030년 말까지 SAF로 대체할 것을 계획했다. 글로벌 시장 기관 프레시던시 리서치는 글로벌 SAF 시장 규모가 올해 8억 7,841만 달러에서 2032년 148억 4,213만 달러로 8년 간 15.9배 커질 것으로 전망했다.

동사는 글로벌 항공 업계 흐름에 맞추어 신규 공장 증설 등으로 SAF 비중 확대를 계획하고 있는데, 장기적 시장 규모 확대가 예상되어 긍정적으로 해석된다. 더불어 한국은 항공유 수출량 1위를 차지하고 있는 국가다. 특히 동사의 경우 국내 항공유 생산기업 중 **가장 높은 시장점유율과 수출 물량**을 차지하고 있으며, 2위인 SK이노베이션의 3배 가량의 물량을 공급한다는 점에서 가장 큰 수혜가 기대된다.

표 1. 동사 및 SK이노베이션 매출액 비중

단위: 백만원	2019	2020	2021	2022	1Q23~3Q23
수출	2,632,175	1,221,576	1,966,784	4,239,464	2,655,441
내수	499,608	272,798	307,275	718,340	427,712
매출액 합계	3,132,383	1,494,374	2,274,059	4,957,804	3,083,153
SK 이노베이션	1,360,562	474,342	486,343	1,320,964	1,311,812

출처 : DART, 바이시그널 2팀

3) 사힌 프로젝트

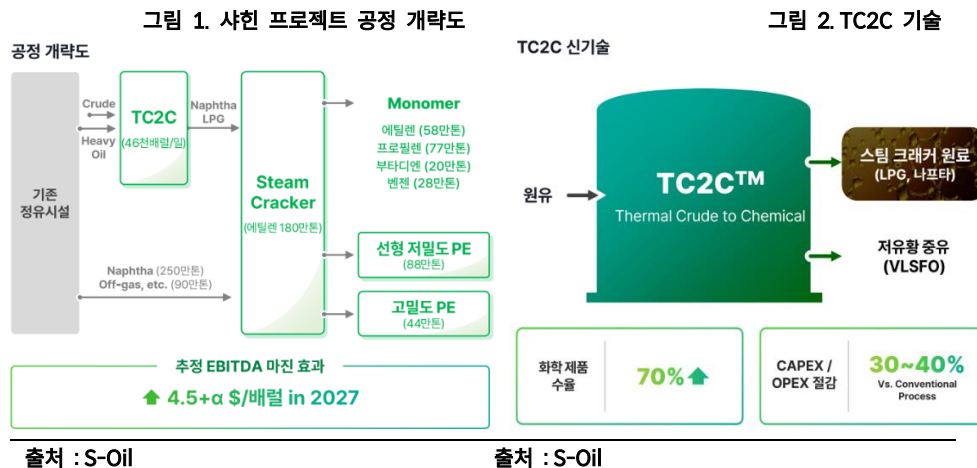
사힌(shaheen : 아랍어로 매를 의미) 프로젝트는 울산 온산국가산업단지에 9조 2천억원을 투자해 대단위 석유화학 생산 설비를 건설하는 프로젝트이다. 동사는 이를 통해 세계 최대 규모의 정유석유화학 스팀 크래커를 구축해 사업 포트폴리오에서 석유화학사업의 비중을 현재의 두 배로 확장하고자 한다.

2026년 완공될 이 시설을 통해 동사는 아람코가 개발한 첨단 TC2C(Thermal Crude-To-Chemicals) 기술을 세계 최초로 적용해 정유 공장에서 나오는 저렴한 가격의 중유 제품을 화학 제품 원료로 전환함으로써 원유를 나프타로 가공하는 과정을 단축해 **가격 경쟁력**을 높이고자 한다. TC2C 기술을 적용할 경우 화학제품의 수율이 업계 평균이었던 기존 20%에서 70%까지 상승하게 된다. EBITDA 마진 역시 2027년 기준에 비해 4.5\$/배럴 가량 상승할 예정이다.

동사는 이번 프로젝트로 기존 12%에 불과하였던 석유화학 사업부의 비중을 **27%까지 증가**시킬 예정이며 석유화학 사업부는 동사의 중장기적 성장동력이 될 전망이다.

진행 상황

사힌 프로젝트는 현재 부지 정리 공사 48.0%, EPC(설계조달시공) 18.7%의 진행 상황을 달성하며 순조롭게 진행중이다. 프로젝트 완수 시 동북아시아 권역 정유사 중 최고의 원가 경쟁력을 갖게 되기에 상대적으로 높은 수익성을 기대할 수 있다. 또한 지속해서 Feed Stock 강세가 이어질 경우 원가경쟁력은 더욱 높아질 것으로 보인다.



V. 리스크

1) 끝나지 않은 예멘 반군의 공격

이스라엘-하마스 전쟁에서 하마스를 지지하는 예멘 후티 반군이 홍해에서 국제 선박들을 공격하며 갈등이 확산 중이다. 중동에서 원유를 도입해 오는 국내 정유사들은 단기적으로는 영향이 제한적이지만, **사태가 장기화될 경우 타격이 불가피**하다. 또한 홍해 해상 안보 불안에 따라 주요 해운사, 석유 회사가 홍해 운항을 일시 중단하고 우회경로(희망봉)를 택하며 수송거리 및 비용이 증가하고 있는데, 이에 따라 **OSP(원유 공식 판매가)가 상승할** 우려가 크다.

더하여, 동사는 원유의 상당 부분을 최대 주주인 Saudi Aramco사와 장기계약을 맺어 수입하고 있기 때문에 중동 이슈에서 자유롭지 않으므로, 국제 정세를 예의주시할 필요가 있다.

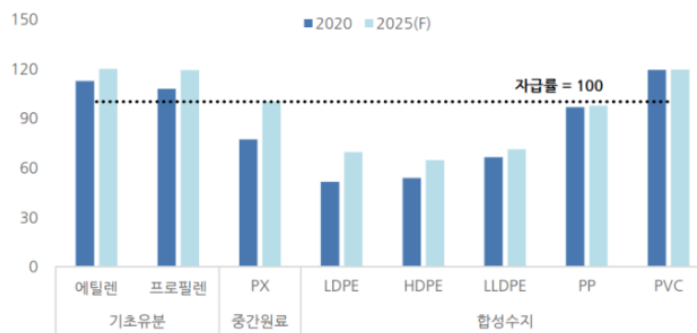
2) 석유화학 부문 중국의 영향력

중국이 자급률 향상을 위해 **석유화학 설비 증설**에 대규모 자본을 투자하고 있다. 중국은 지난 2022년 에틸렌을 비롯한 기초유분 확보 수준을 대폭 향상하기 위해 대규모 화학공업단지를 조성하고 설비 가동률을 80% 이상으로 제고할 계획을 발표하였다. 이는 중국이 석유화학산업을 중국 경제의 핵심 산업 중 하나로 인식하고 있기 때문이다.

특히, 기존의 에틸렌과 프로필렌만 생산하던 CTO 방식에서 벗어나 국내 석유화학 업체와 같은 NCC 방식으로 사업 형태가 변화하고 있고, Down-Stream 위주의 생산에서 Up-Stream으로의 수직 확장 움직임을 보이고 있다. 이는 Up-Stream 제품을 중국에 주로 수출하던 국내 석유화학 업체들에 부정적인 이슈이다.

동사는 석유화학 부문의 비중을 축소하고 있는 경쟁사들과 달리, 사힌 프로젝트 진행으로 Down-Stream으로의 확장을 통해 중국과의 경쟁을 피하지 않는 행보를 보였다. 본 투자가 유의미한 성과를 거두지 못한다면 동사의 석유화학 부문에 대한 **대규모 손실은 불가피**할 것이다.

그림 1. 주요 석유화학 제품별 중국 자급률 현황 및 전망



출처 : Bloomberg, NICE 신용평가

- 3) 항공유 부문, 자칫 SAF 항공유 시장은 아직 규모가 크지 않고 생산비용이 기존 항공유보다 비싸 투자 대비 수익성이 떨어진다는 위험이 있다. 특히 한국은 항공유 1위 수출국이라는 명성에 맞지 않게 정부의 지원이 다른 경쟁국에 비해 미비하다. 주요국들이 생산 기업에 보조금을 투입하고 항공사들은 SAF비중을 올리고 있는 반면, 국내 정유사들은 아직 개발 단계에 머물러 있다. 단시일 내 SAF 경쟁력을 확보하기 위해서는 해외와 같은 과감한 인센티브가 필요하지만 정부의 구체적인 지원 계획은 아직까지 없는 상황이다.

VI. 밸류에이션

- 1) 목표주가 제시 DCF 기법을 통해 S-Oil의 적정 가치를 산출했다. 산출된 적정 주가 값치는 31조 765억 원이며, 현재 주가는 3월 19일 기준 78,500원이고, 목표주가는 장기적으로 26만 5000원(upside 237%)을 적정 주가로 제시한다.

2) 제시 근거 설명 2)-1 매출 추정

표 1. 매출 추정

	49기	48기	47기	46기	45기	44기	43기	42기	41기	40기
정유부문	28,257,054	34,004,929	20,190,770	12,635,043	19,002,944	20,126,477	16,412,341	12,464,223	14,054,208	23,080,139
부문별 연평균 CAGR	2.04%									
유탄부문	3,084,877	3,415,563	2,615,788	1,332,456	1,516,086	1,635,366	1,614,907	1,313,663	1,339,762	1,971,559
부문별 연평균 CAGR	4.58%									
석유화학부문	4,384,763	5,025,536	4,657,360	2,862,182	3,875,143	3,701,452	2,864,126	2,543,957	2,496,302	3,505,864
부문별 연평균 CAGR	2.26%									
전체 매출	35,726,694	42,446,028	27,463,918	16,829,681	24,394,173	25,463,295	20,891,374	16,321,843	17,890,272	28,557,562

연수	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
연도	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
정유부문 매출 추정	34,004,929	28,257,054	28,834,719	29,424,194	30,025,719	30,639,542	31,265,913	31,905,089	32,557,332	33,222,909	33,902,092
유탄부문 매출 추정	3,415,563	3,084,877	3,226,121	3,373,832	3,528,306	3,689,853	3,858,797	4,035,475	4,220,243	4,413,471	4,615,546
석유화학부문 매출 추정	5,025,536	4,384,763	4,483,955	4,585,391	4,689,121	4,795,198	4,903,675	5,014,605	5,128,045	5,244,052	5,362,682
전체 매출 추정	42,446,028	35,726,694	36,544,795	37,383,417	38,243,147	39,124,593	40,028,384	40,955,170	41,905,621	42,880,432	43,880,321

2014년부터 2023년까지 10년간의 사업보고서 영업부문별 매출액을 기준으로 부문별 연평균 CAGR을 계산했다. 각 부문별 CAGR을 활용해 미래 10년간 부문별 매출을 추정했다.

2)-2 잉여현금흐름 추정

표 2. 잉여현금흐름 추정

연수	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
연도	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
영업현금흐름	1,278,921	2,525,709	2,203,651	2,254,220	2,306,062	2,359,213	2,413,712	2,469,597	2,526,909	2,585,690	2,645,983
CAPEX											
(-)고정 및 무형자산 증감	418,900	2,037,200	3,136,200	2,720,200	2,720,200	190,400	190,400	190,400	190,400	190,400	190,400
(+)감가상각비	586,200	656,800	696,600	757,692	824,141	896,419	975,035	1,060,545	1,153,555	1,254,722	1,364,761
FCFF	167,300	(1,380,400)	(2,439,600)	(1,962,508)	(1,896,059)	706,019	784,635	870,145	963,155	1,064,322	1,174,361
FCFF	1,446,221	1,145,309	(235,949)	291,712	410,003	3,065,232	3,198,346	3,339,742	3,490,064	3,650,012	3,820,344
10년 동안 현금 흐름의 합	13,380,287										

영구 가치 증가율 = GDP 증가율	1.40%
영구가치 (TV) 현재 계산 전	63,505,391
영구가치 (TV) 현재 계산 후	17,696,221

에스 오일의 적정 시가 총액 (단위: 백만)	31,076,508
에스 오일 발행 주식 수	116,604,719
적정 주가	₩266,512
현재 주가	7만 8500원
매수 OR 매도 추천	매수

최근 5년간 매출대비 영업현금흐름을 산출한 결과 5.9%가 나왔다. 해당 수치를 기준으로 미래 기업 잉여현금흐름을 예측했다.

2)-3 CAPEX 추정

2021년부터 2026년까지 진행되고 있는 사힌 프로젝트가 특수한 케이스라고 판단해 해당 기간의 CAPEX를 따로 추정했다. 이후 기간은 사힌 프로젝트의 핵심 예상 효과 중 CAPEX 30% 절감이 있음을 감안하여, 해당 프로젝트의 영향이 다소 미미하던 2021년 CAPEX 기준으로 30% 절감하여 산정했다.

2)-4 WACC 추정

WACC의 추정을 위해 자기자본조달비용과 타인자본조달비용의 전체 자본에서의 비중을 통해 가중평균을 구했다.

[Cost of Equity]

자기자본조달비용을 구하기 위해서 CAPM 모델을 사용하였다. 무위험수익률은 10년 국채 수익률을 사용하였고, 주식위험수익률(Equity Risk Premium)은 한국공인회계사회에서 제시하는 한국의 Market Risk Premium인 7.0~9.0% 중 9%를 사용했고, 베타는 peer group인 SK이노베이션, hengli petrochemical, TH petrogas, thai oil 베타의 평균치를 사용했다.

표 3. 자기자본조달비용

	Rf	Rm	β	Re
자기자본조달비용	3.46%	9%	1.4633	11.57%
$re = rf + \beta(rm - rf)$	10년 국채수익률	공인회계사 제시 7~9%		
	peer β			
sk이노베이션	1.66			
hengli petrochemical	0.959			
RH petrogas	1.35			
thai oil	1.38			
평균	1.333			

이를 통해 자기자본조달비용 11.57%를 도출했다.

[Cost of Debt]

타인자본조달비용을 구하기 위해서 기말 차입금의 금액과 이자율을 바탕으로 가중평균을 구했다.

표 4. 타인자본조달비용

	Rf	Rm	β	Re
자기자본조달비용	3.46%	9%	1.4633	11.57%
$re = rf + \beta(rm - rf)$	10년 국채수익률	공인회계사 제시 7~9%		
	peer β			
sk이노베이션	1.66			
hengli petrochemical	0.959			
RH petrogas	1.35			
thai oil	1.38			
평균	1.333			

[WACC]

이후 자기자본조달비용, 자기자본비율, 타인자본조달비용, 타인자본비율을 통해 WACC를 도출했다.

표 5. WACC

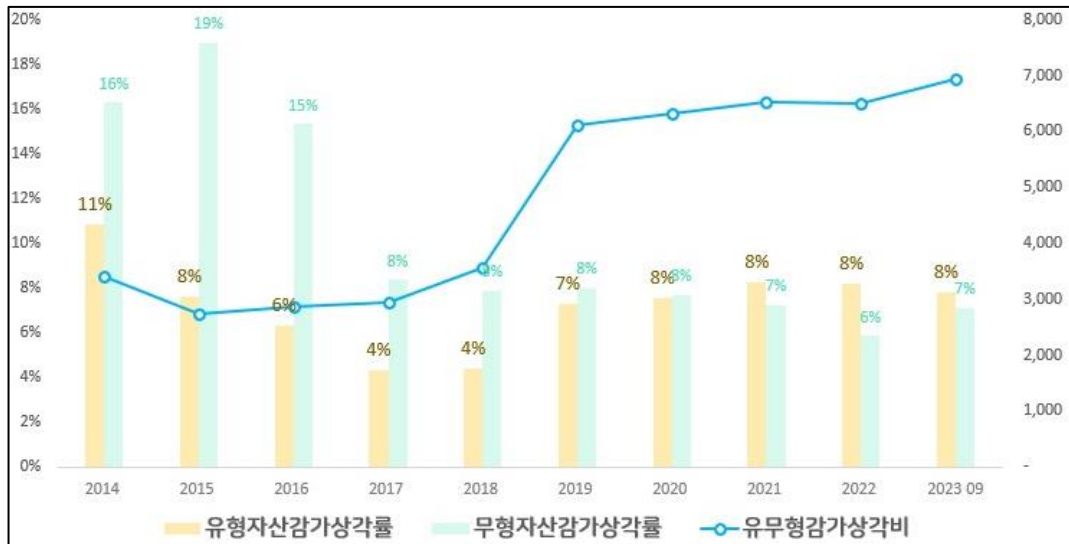
cost of debt	4.50%
tax rate	24%
debt ratio	58.11%
weighted cost of debt	1.99%
risk free rate	3.46%
equity risk premium	9%
levered beta	1.1217
cost of equity	11.57%
equity ratio	41.98%
weighted cost of equity	4.86%
wacc	6.85

WACC 6.85%값을 도출했고 해당 값을 기준으로 할인율을 도출했다. 할인율에 따라 FCF를 할인해 10년간 잉여 현금흐름의 합을 계산했다.

2)-5 2023~2026 CAPEX 추정

해당 기간동안 CAPEX 변동의 핵심은 사한 프로젝트 투자금이다. 동사에서 발표한 2023, 2024년 사한 프로젝트 투자 지출을 참고했고 2025년과 2026년은 잔금의 절반씩 계상했다.

그림 1. 동사 자산 감가상각률 및 감가상각비



출처 : S-Oil, 바이시그널 2 팀

감가상각비의 경우, 2019년 당시 동사 유형자산의 증가와 함께, 감가상각비가 약 72%까지 상승했던 과거 자료를 확인할 수 있었다. 따라서, 이번 사한 프로젝트의 수주와 함께, 설비 투자의 증가로 감가상각비가 함께 증가할 것을 예측, 이를 미래 감가상각비 추정에 반영하고자 했다.

표 6. 동사 유무형자산 추정증가율

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 09
유무형자산순취득	9,124	6,541	10,631	24,128	20,409	8,210	5,209	1,090	5,697	14,835
유무형자산순취득/자본	19%	12%	17%	35%	32%	13%	9%	2%	7%	17%
유무형자산증가율		9%	21%	40%	22%	4%	-1%	-5%	0%	10%
감가상각비증가율		-20%	5%	3%	21%	72%	3%	3%	0%	7%
매출액증가율		-37%	-9%	28%	22%	-4%	-31%	63%	55%	-14%
감가상각비/매출액	1.2%	1.5%	1.8%	1.4%	1.4%	2.5%	3.8%	2.4%	1.5%	1.9%
감상/매출액 증가율		28%	15%	-20%	-1%	80%	49%	-37%	-35%	24%

실제, 2014 년부터 2026 년까지의 유무형자산 추정증가율을 계산했을 때 동기간 유무형자산 증가율의 CAGR 은 약 8.77%로 추산되었다. 이에 따라, 감가상각비도 이에 비례하여 증가할 것을 예상하여 미래 감가상각비 추정액을 산입했다.

2)-6 영구가치 추정

영구 가치 증가율은 GDP 증가율을 이용했으며, 2032년 FCFF 값으로 계산했다.

2)-7 최종 적정 주가 도출

10년 간 잉여현금흐름의 합과 영구가치 추정값을 합산해 최종 시가총액을 계산했고, 발행주식 수로 나누어 최종 적정 주가를 도출했다. 적정주가는 265,000원이며, 현재 주가가 78,500원으로 매수 의견 Buy를 제시한다.