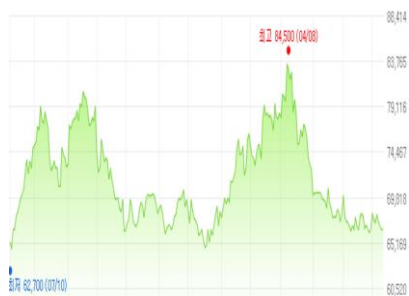


Buy

목표주가	81,200
현재주가	66,600
상승여력	22%

Price Trend (1Y)



Stock Indicator

시가총액(원)	7조 4,980억
발행주식수(주)	112,582,792
52주 최고(원)	84,500
52주 최저(원)	64,700
주요주주지분율(%)	63.43
23년 배당수익률(%)	2.1

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
- 22%의 upside로 목표주가 81,200원을 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
제시했던 투자 포인트	5
당시 밸류에이션	8
발표 후 주가 흐름	9
투자 포인트 점검	12
밸류에이션 점검 및 의견 추천	21

I. 개요: 간단한 사업 내용

1) 기업 연혁

1973년 제4차 중동전쟁 당시 서방 국가들이 이스라엘을 일방적으로 지원하자, 이에 분노한 아랍 국가들이 OPEC을 결성해 석유 공급을 통제하기 시작했다. 한국은 이로 인해 1차 석유파동을 겪으며, 원유 공급처를 다변화할 필요성을 느끼게 되었고, 이를 계기로 '한국이란석유주식회사'가 설립되었다.

1976년 쌍용C&E와 이란 국영 석유회사 NIOC 간의 합작 투자로 설립된 동사는 1980년 이란 호메이니 혁명 후 NIOC가 철수하면서 쌍용정유로 이름을 바꾸었다. 후발주자였던 쌍용정유는 국내 점유율을 높이기 위해 BCC(벙커C크래킹센터) 투자와 1991년 사우디 아람코와의 합작 계약 및 원유 장기 공급 계약을 체결해 안정적인 원유 공급을 확보했다.

1999년 IMF의 여파로 모기업 쌍용그룹이 구조조정을 하면서 쌍용정유는 계열분리되었고, 2007년 한진그룹에 매각되었다. 이후 2015년 한진그룹의 지분을 AOC(Aramco Overseas Company)에 매각하며 AOC의 자회사가 되었다.

2) 사업 부문

동사는 정유, 석유화학, 유통의 세 부문에서 사업을 운영하고 있으며, 국내에서는 다운스트림 단계만 영위하고 있다. 대규모 정제시설, 고도화된 설비, 안정적인 내수 유통망을 통해 견고한 시장 지위와 사업 경쟁력을 유지하고 있다.

-정유부문

동사의 매출의 약 80%는 정유 부문에서 발생하며, 모회사인 Aramco로부터 안정적인 원유 공급을 받고 있다. Aramco는 세계 최대의 원유 매장량과 일일 원유 생산량을 자랑하는 사우디아라비아의 국영 석유기업이다. 동사는 1991년 BCC(벙커C크래킹센터) 투자로 벙커C유를 경질유로 전환하여 환경 변화에 대응했으며, 이후 2018년에는 신규 잔사유 탈황공정 및 잔사유 분해공정을 가동해 생산시설의 최적화와 제품의 고부가가치화를 이루었다. 이러한 선제적인 투자를 통해 동사는 정유 사업에서 강력한 경쟁력을 유지하고 있다.

-석유화학부문

원유 가공 과정에서 생기는 나프타를 이용해 에틸렌, 벤젠 등의 기초유분을 생산하며, 이는 합성수지, 합성원료, 합성고무 등의 원재료가 되어 다양한 생필품의 기초 재료가 된다. 이 부문은 초기 투자 비용이 크고 기술집약적이며, 제조원가의 대부분이 원료비여서 유가 변동에 민감하다.

동사는 1991년부터 NCC(Naphtha Cracking Center) 및 BTX 생산 시설을 구축하여 석유화학 산업에 진출했고, 1995년, 2011년, 2018년에 걸쳐 생산능력을 증대시키는 투자를 통해 경쟁력을 강화해왔다.

-윤활부문

윤활기유를 생산해 윤활유로 제조 및 판매하는 사업으로, 원유 정제시설이 필요해 정유사 외 신규 기업의 진입이 어렵다. 윤활기유는 품질에 따라 그룹 1에서 5로 나뉘며, 동사는 국내 정유사 중 유일하게 그룹 1~3을 모두 생산하고 있다. 윤활산업은 영업이익률이 높아 정유사들이 적극 진출하고자 하며, 동사는 2019년 Saudi Aramco와 협력하여 Aramco Base Oils Alliance를 출범해 R&D 협력을 통해 시장을 선도하고 있다. 또한, 브랜드를 'S-OIL 7'로 통합해 윤활유 품질 향상을 도모하고 있다.

II. 제시했던 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 상향조정되었는데, 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 항공업계는 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, 2 위인 SK 이노베이션의 3 배 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

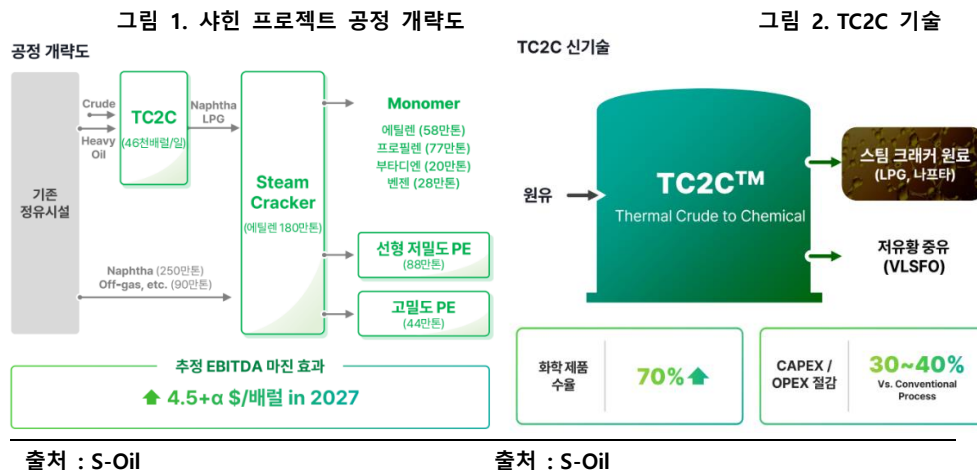
출처 : DART. 바이시그널 2팀

3) 샤흐 프로젝트

샤흐(shaheen : 아랍어로 매를 의미) 프로젝트는 울산 온산국가산업단지에 9조 2천억원을 투자해 대 단위 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 화학제품 원료로 전환함으로써 원유를 나프타로 가공하는 과정을 단축해 **가격 경쟁력**을 높이하고자 한다. TC2C 기술을 적용할 경우 화학제품의 수출이 업계 평균이었던 기존 20%에서 70%까지 상승하게 된다. EBITDA 마진 역시 2027년 기존에 비해 4.5\$/배럴 가량 상승할 예정이다.

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



샤힌 프로젝트는 현재 부지 정지 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.

Ⅲ. 당시 밸류에이션

	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

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	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
할인된 FCFF	1,446,221	1,071,885	(206,666)	239,128	314,550	2,200,851	2,149,207	2,100,348	2,054,174	2,010,590	1,969,506
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 원)	31,076,508
에스 오일 발행 주식 수	116,604,719
적정 주가	₩266,512
현재 주가	7만 8500원
매수 OR 매도 추천	매수

높은 정제 마진의 유지와 사한 프로젝트로 인한 CAPEX 지출을 고려해 DCF 기법으로 적정 주가를 산출하였다. 첫 밸류에이션 때 목표 주가는 약 265,000원으로 당시 주가인 78,500원 대비 상승 여력 237%를 예견했다.

밸류에이션 주요 근거는 다음과 같다. 2014년부터 2023년까지 약 10년간의 매출액을 기준으로 미래 10년간 부문 매출액을 추정했고, 특히 당시 1분기의 높은 정제 마진이 견조하게 유지되어 정유 부문의 영업 이익이 꾸준히 상승할 것이라 예측했다.

CAPEX의 추정에서는, 동사의 핵심 프로젝트인 사한 프로젝트의 영향으로 약 9조 2천억원의 지출이 초래될 것을 반영하였다. 또한, 동사의 IR 자료를 참조하여, 사한 프로젝트로 인해 미래 CAPEX 지출이 약 30% 차감될 것을 예견하여 이를 2027년 이후 미래 CAPEX 추정에 반영하고자 했다.

이외에 영구 가치 증가율은 GDP 증가율인 약 1.4%를 활용해 계산했고, 감가상각비 상승률은 과거 2014년부터 2023년까지의 유무형 자산 증가율과 연동될 것이라 판단하여 매년 CAGR 약 8.77%씩 증가할 것이라 추정하였다.

그러나, 첫 밸류에이션의 기본적 가정들이 2분기에 접어들면서 깨지게 되었다. 당초 1분기의 높은 정제 마진이 추후 견조하게 유지될 것이라 예측이 2분기 정제 마진의 하락을 맞이하여 빛나지게 되었다. 또한, 사한 프로젝트로 인한 미래 예상 CAPEX 지출액도 프로젝트의 규모가 확대됨에 따라, 예측치를 초과하게 되었다. 따라서, 정제 마진의 급락과 CAPEX의 추가 지출을 반영한 새로운 밸류에이션을 진행해야 할 필요성이 제기되었다.

IV. 발표 후 주가 흐름



1) 첫분석(3/23) 이후 4/11까지 주가 강세 흐름



유가는 2024년 들어 수급 타이트와 지정학적 리스크 등 공급 차질 우려로 상승세가 지속되는 가운데, 지난 4월 초 OPEC+가 올해 2분기까지 감산 지속 방침을 발표하며 배럴당 90달러선을 돌파하며 동사의 정유 제품 마진이 개선되었다. 또한 중동지역 확전 위기감이 대두되며 4월에는 작년 10월말 이후 유가가 최고치를 기록하였으며 정제마진 역시 지속적으로 개선되면서 호실적 기대감으로 인해 주가가 강세 흐름을 보였다. 재고자산평가 관련 이익도 함께 증가하였다.

또한 러시아와 우크라이나 간 전쟁으로 인해 러시아의 정유시설이 파괴되고, 북미 정제 시설 생산 차

질 등으로 인해 공급망 불안정이 지속되며 정제마진이 크게 상승했다. 우크라이나에서의 드론 공격으로 피해를 입은 러시아 시설의 생산 능력은 약 680만 배럴로, 휘발유 수출이 6개월간 금지된 영향이 상당하다.

이러한 지정학적 갈등은 원유 운반 선박의 수요를 증가시켰다. 유럽의 원유 수입 경로가 러시아 원유에 대한 제재로 인해 변화하였고, 중동 및 러시아 외의 중국, 인도 등과 같은 먼 지역에서 원유 수입이 증가했다. 원유 운반 선박의 이동 거리가 늘어나면서 운임도 상승하였으며, 이로 인해 추가 선박 투입 수요도 증가했다. 동사의 입장에서는 이러한 원유 가격 상승으로 인해 2023년 4분기에 2조 6000억원대의 손실을 보았던 정유 부문이 흑자로 전환될 것이라 기대되었다. 또한, 재고 관리 개선만으로도 약 2조2500억원의 예상 효과가 주가 상승을 견인했다.

2) 4/11 이후 주가 약세 흐름



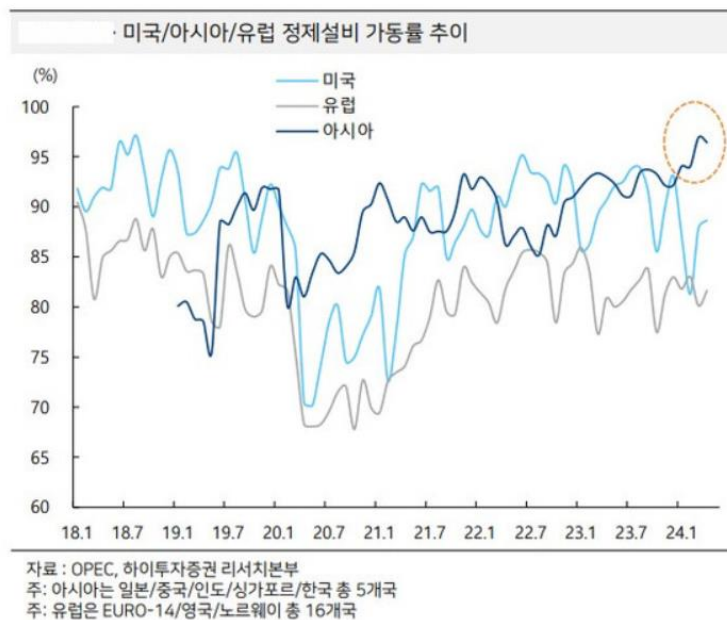
유가 상승 초기 원유를 저렴하게 사서 제품을 오른 시세에 팔며 이익 확대 효과를 보았지만, **고유가 지속으로 석유제품 수요 자체가 둔화하고, 원료인 원유 가격 대비 정제마진이 축소하면서 실적에 먹구름이 끼자** 주가가 약세 흐름을 보였다.

앞선 바와 같이, 정제마진 하락의 주요 원인은 지속적인 국제 유가 상승으로 인한 석유제품 수요 감소이다. 중동 정세의 불안으로 인해 국제 유가가 단기간 동안 상승했지만, 지정학적 리스크 상승이 글로벌 경기 위축으로 이어져 정제마진이 하락한 것이다. 정제마진은 일반적으로 유가의 안정과 석유제품 수요 증가에 의해 상승한다. 유가가 오르는 초기에는 저렴한 원유를 구매하여 고가에 판매함으로써 이익을 극대화할 수 있다. 그러나 고유가가 지속되면 석유제품 수요가 감소하게 되고, 이는 다시 정제마진 하락으로 이어질 수 있는 악순환을 초래할 수 있다.

5월에는 이란-이스라엘 전면전 우려 완화, 이란의 이스라엘 선박 선원 석방 등 리스크 프리미엄이 축소되고, 미국 기준금리 인하 지연 우려 등으로 유가가 하락세로 전환하여 6월초에는 80달러 선이 붕괴하였다. 유가 하락에 따른 600억원 규모의 재고관련손실 역시 발생하였다. 복합정제마진 역시 계속해서 하락하며 5월 손익분기점인 5달러선을 뚫고 하회하였다.

주요국의 고금리 장기화에 따른 경기 둔화로 운전자들의 주행거리가 GDP 증가율 대비 낮은 수준을 기록하기도 하였다. 2분기는 통상적으로 자동차, 항공기 등 이동 수요가 늘어나는 드라이빙 시즌 등 계절적 성수기이나 지난 5월 미국 휘발유 및 경유 수요량은 YoY 1.0%, 3.3% 감소하였다. 전체적으로 수요가 유가를 받쳐주지 못하는 모습이다.

하반기 금리 인하가능성에 따른 고환율효과가 사라질 수 있다는 가능성 역시 주가에 악영향을 미쳤다. 이에 더해 동사의 신사업인 SAF, 액침냉각유 부문의 경우 아직 구체화되지 않았을뿐더러 경쟁업체 대비 강점을 보이지 않아 주가에 메리트로 작용하기는 어려운 모습이다.



또한, 글로벌 정유설비 신규 가동 압박이 증가했다는 점이 주가의 약세를 견인했다. 신규 정제설비 대부분은 아직 석유제품 자급률이 저조해 수입에 의존하는 아시아, 아프리카, 남미 등의 신흥국가들이다. 특히 2023년 2분기 완공되었던 나이지리아의 Dangote 정유설비와 쿠웨이트 KPC 설비가 올해 1분기부터 양산을 시작하며 글로벌 공급을 늘렸다. 글로벌 공급량이 늘어나며 올해 하반기까지 공급 부담이 일시적으로 증가하며 자연스레 정제마진 감소에도 영향을 끼쳤다.

아시아 정제설비 가동률 또한 최대치를 유지하고 있다. 지난해 한국을 비롯해 일본, 중국, 인도, 싱가포르 등 아시아 5개국의 정제설비 평균 가동률은 92.6%로 사실상 최대치 가동률로 정제품을 생산했다. 또한 올해는 1~4월 평균 95.4%까지 도달하는 등 역대 최고치를 기록했다.

V. 투자 포인트 및 리스크

1) 정제마진 유가 동반 상승에 따른 실적개선 전망 / 1Q 및 2Q 실적 분석

당시 유가상승에 따른 Lagging 효과와 더불어 공급량은 제한적일 것으로 전망되어 정제마진이 대폭 개선될 것이라는 전망을 바탕으로 동사의 실적개선을 제시하였었다.

동사는 1Q24 매출 9조 3,084억원, 영업이익 4,541억원, 순이익 1,662억원을 기록하며 매출은 YoY 2.5% 증가한 반면 영업이익과 당기순이익은 각각 YoY 11.9%, 37.4% 하락하였다. 한편, 영업이익은 전분기 대비 흑자전환에 성공하였으며 OPM(영업이익률) 역시 차츰 회복되는 기미를 보였다.

(단위: 십억원)	Q1 24	Q4 23	QoQ	Q1 23	YoY
매출액	9,308.5	9,829.9	5.3%↓	9,077.6	2.5%↑
영업이익	454.1	-56.4	흑자 전환↑	515.7	11.9%↓
(영업이익률)	4.9%	-0.6%	-	5.7%	-
정유	250.4	-311.3	흑자 전환↑	290.6	13.8%↓
석유화학	48.0	33.9	41.5%↑	29.3	64.1%↑
윤활	155.7	221.0	29.6%↓	195.8	20.5%↓
금융 및 기타손익	-226.9	130.0	-	-160.8	-
- 순이자손익	-58.4	-53.5	-	-36.4	-
- 순환차손익*	-175.5	162.3	-	-123.2	-
- 기타	7.0	21.2	-	-1.1	-
세전이익	227.2	73.6	208.6%↑	354.9	36.0%↓
당기순이익	166.2	160.5	3.5%↑	265.3	37.4%↓

2024/06(E)

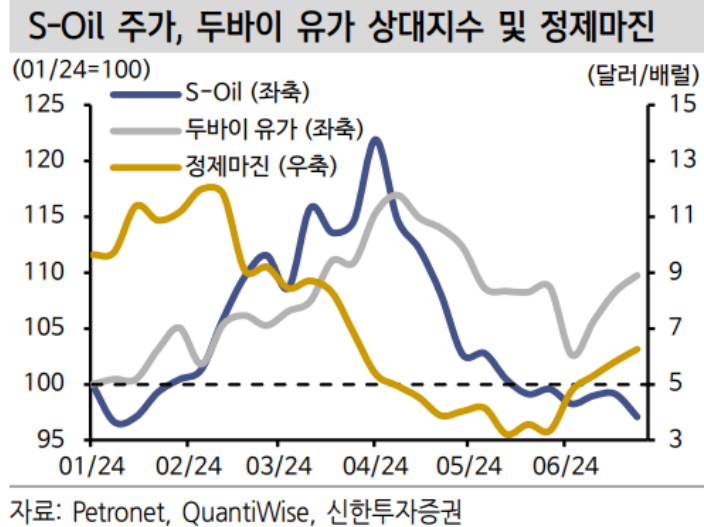
96,470

2,912

출처: 동사IR

각 부문별 매출을 살펴보면, 정제마진이 큰 폭으로 개선됨에 따른 정유부문의 실적 개선세가 뚜렷해 정유부문의 영업이익이 전분기 대비 5,617억원 증가해 대폭 개선되며 전망치에 부합하였다. 석유화학의 경우 벤젠 마진 개선에 따라 영업이익이 전분기 대비 증가한 480억원을 기록하였다. 윤활기유의 경우 원료가 상승에 따른 마진축소와 비수기 영향으로 영업이익이 전분기 대비 30% 감소한 1,557억원을 기록하였다.

동사의 2Q24 잠정실적을 살펴보면 매출액은 1Q24 수준을 유지한 반면 영업이익은 약 35% 감소한 것으로 보인다. 정제 마진이 미국 및 유럽의 경기 둔화 및 신규 설비들의 생산량 확대에 따라 약세로 전환해 기존에 제시한 투자포인트와는 상반된 모습이다. 복합 정제마진은 1Q24 배럴당 12.7달러에서 2Q24 6.9달러로 축소되었다. 정제마진이 통상 5달러 안팎을 손익분기점으로 평가하는 만큼 비교적 큰 하락폭이다. 국제유가 역시 3월 배럴당 83.8달러에서 6월 81.8달러로 하락했다. 6월 석유수출국기구(OPEC+)의 감산완화 발표와 비OPEC 산유국들의 증산으로 국제유가와 정제마진이 단기간에 크게 개선되기는 어려울 것으로 보인다.



2) 지속가능 항공유

당시 여행수요증가폭에 따른 항공공급 회복으로 국내 최대의 시장점유율과 수출물량을 차지하고 있는 동사의 수혜를 기대함과 더불어 지속가능항공유(SAF)의 시장규모확대에 따른 수혜를 전망하였다.

동사의 등유 및 항공유 제품 수요는 1Q24에 전년대비 72만 배럴/일 증가해 YoY 10.6% 성장률을 보였다. 여름 성수기를 맞아 항공유 등 이동연료수요 증가세는 당분간 지속될 것으로 보인다.

앞서 이야기하였듯 유가와 정제마진에 따른 큰 수익변동성에 따라 정유사들은 안정적인 수입원 확보를 위한 탈정유 사업으로 전기차용 윤활유, 액침냉각 윤활유, 특히 SAF 사업 추진에 더욱 박차를 가하는 형세이다. 항공기로 인한 온실가스 배출이 전 세계적으로 약 3%를 차지하고 있는 만큼 작년 EU에서는 2025년부터 지속가능항공유(SAF, Sustainable Aviation Fuel) 사용을 의무화함에 따라 시장규모 급증이 확정된 상황인데, 동사는 미생물 생산기술을 보유한 스타트업인 유일바이오텍, 고려대학교와 함께 업무협약을 체결하며 이와 관련 지속적인 공동연구개발을 진행할 계획이다. 그러나 같은 입장에 놓인 경쟁사와의 치열한 경쟁이 예고된 상태이다. HD현대오일뱅크의 경우 일본 항공사 ANA 항공사에 사용될 SAF를 생산수출하며 국내 최초로 SAF수출에 성공하였다. SK이노베이션의 경우 항공료 원료인 폐식용유를 공급하는 대경오앤티를 인수하고 중국폐식용유업체와 미국에너지업체에 투자를 단행하였으며 GS칼텍스의 경우 대한항공과 국내 최초로 바이오 항공유 실증추진 업무협약을 체결하고 핀란드 네스테가 생산한 바이오항공유를 국내 최초로 공급받은 바 있다.

기존의 리스크로 제시되었던 정부지원 미흡과 관련한 우려는 완전히 해소되지 않은 상황이다. 미국의 경우 2010년부터 바이오연료 혼합 의무제(RFS)를 시행하고 있어 국내와는 출발점이 다른 상황이며 인플레이션감축법(IRA)에 따른 바이오항공유 세액공제 혜택이 제공되고 있고 SAF Grand Challenge를 통해 정부 보조금 지원이 이루어지고 있다. 유럽연합, 영국, 호주, 일본, 싱가포르 등 주요 국가들

에서는 정부차원의 자금지원과 인프라 투자가 활발히 이루어지고 있는 상황이다. 우리 정부 역시 오는 2026년 SAF 상용화를 목표로 기술개발 지원과 민관 협의체 구성, 석유사업법 개정 등을 추진중이나 여전히 구체적인 시행령이 마련되지 않았을 뿐 아니라 아직 정부의 국가전략기술후보에 지정되지 않아 3%의 법인세를 공제받는데 그치고 있는 등(국가전략기술 후보에 지정될 경우 15% 투자세액공제) 국가의 전폭적인 지원이 시급한 상황이다.

이에 더해 SAF는 기존 항공유 대비 값이 최대 5배가량 비싸고 EU에서 도입하는 2025년에는 페널티 요금도 거론되고 있어 타국과의 가격 경쟁에서 불리하게 작용할 수 있다는 리스크 또한 존재한다.

세계 각국의 SAF 관련 제도 현황

미국	IRA 통해 SAF 갤런 당 최대 1.75달러 세액공제
영국	1.65억 파운드 규모의 펀드 형성
일본	SAF 사용 의무화(30년 10%)+면세 혜택 등 고려
EU	SAF 사용 의무화(25년 2% → 50년 70%)
브라질	재정 인센티브 + 자원 제공 추진
중국	2025년까지 SAF 5만톤 사용 목표

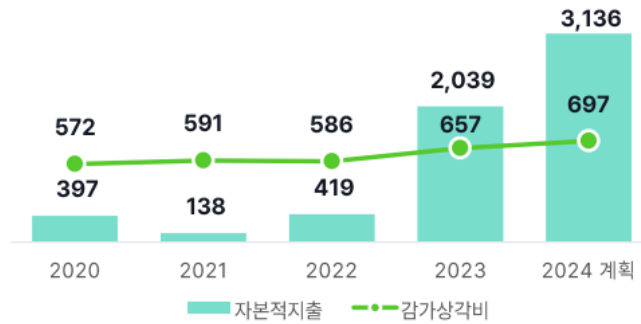
그래픽: 조수아 디자인기자

3) 국내 석유화학업계의 침체 및 사신펙 프로젝트

동사는 9조 2천억원 투입을 통해 세계 최대 규모의 정유석유화학 스팀 크래커를 구축해 사업 포트폴리오에서 석유화학사업의 비중을 현재의 두배로 확장하고자 한다. 동사는 이 시설을 통해 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 경쟁력을 높이하고자 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 증가시킬 예정이며 석유화학 사업부는 동사의 중장기적 성장동력이 될 전망이다. 사신펙 프로젝트는 2026년 상반기 준공을 목표로 현재 약 30%의 공정률을 보이고 있다.

동사IR에 따르면 프로젝트 투자금의 약 71%는 자체 현금 창출, 약 29%는 외부조달(최대주주 차입금 9%, 은행 차입·회사채 20%) 등으로 충당할 계획이며, 최대주주 아람코의 전략적 방향성 하에서 재무적 지원이 예상된다. 이에 따라 Capex가 2023~2026년에 걸쳐 이루어지며, 2023년 1.4조에 이어 올해에는 2.7조 규모의 자본적 지출이 이루어질 것으로 전망된다.

자본적 지출 & 감가상각비



(단위: 십억원)	2023	2024 계획	Q1 24
사한 프로젝트	1,463.6	2,716.0	216.3
공정개선 및 유지보수	437.4	298.0	29.3
마케팅 관련	45.9	58.0	4.8
기타	91.9	64.2	7.3
자본적 지출 계	2,038.8	3,136.2	257.7
감가상각비	656.8	696.6	172.2

한편, 사한 프로젝트와 관련해 갖가지 잡음이 들리고 있는 상황이다. 플랜트건설현장 내 외국인력 도입은 산업기술보안의 문제로 17년간 금지되어왔지만 사한 프로젝트의 공사는 피크시 하루 1만 7천 명의 작업자가 들어가야 하는 만큼 공사현장에 작업할 내국인력이 부족한 이유로 동사는 저임금 외국인력도입을 시도해왔다. 그러나 이러한 시도가 불발되자 열악한 작업환경을 통해서라도 비용을 감수하고 있고 이러한 반인권적 작업환경에 대해 노동조합이 앞선 6월 연일 투쟁을 벌이기도 했다.

중국과 중동의 석유화학 침투는 가장 큰 리스크이다. 중국은 지난 30년간 한국 석유화학 기업의 가장 큰 고객이었으나 2020년도에 들어서면서부터 중국 업계가 미국 엑슨모빌, 독일 바스프 등 기술을 갖춘 기업들과 손잡고 공격적인 증설에 나서며 석유화학 자급률을 끌어올렸다. 2022년에는 에틸렌(*일명 석유화학의 쌀)을 4600만t 생산해 세계 1위에 올랐고 작년엔 에틸렌 생산량을 5200만t까지 늘렸는데 이는 1090만t인 한국의 5배에 달한다. 이처럼 **중국 내 생산이 수요를 앞지르며 중국이 초과물량을 해외에 풀면서 석유화학의 주요 수입국에서 수출국으로 빠르게 전환**하였다.

이처럼 중국의 저가 대량 물량공세가 이어지고 있는 가운데 중동 역시 석유화학 산업에 본격적으로 진출하고 있다. 선진국들의 탈탄소정책 흐름에 따라 중동은 산유국의 지위에서 그치지 않고 석유화학 산업에 진출하고 있는데 특히 원유를 뽑아낸 자리에서 곧바로 제품생산이 가능해 원가의 상당부분을 차지하는 운송비를 대거 아낄 수 있다는 강점을 가지고 있다. 중동의 석유화학 시설은 올해부터 2027년까지 순차적으로 문을 여는데, 현재 중동에서 진행되고 있는 **COTC 프로젝트**는 총 8개로 에틸렌 생산량은 연 1123만t으로 예상되며 이는 한국 주요 6개 기업의 생산량인 연 1090만t을 웃돈다. 중동이 채택한 COTC공법은 원유를 정제해 나프타를 만들고 다시 나프타를 분해해 에틸렌과 같은 기초유분을 생산하는 전통적인 공법과 달리 중간 과정을 생략하고 원유에서 바로 기초유분을 만드는 방식으로 기초유분 생산 비용을 30%이상 낮추는 혁신공법이다.

글로벌 에틸렌 공급량 (단위:억)

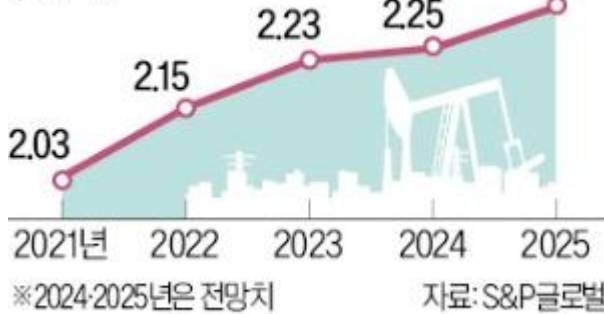
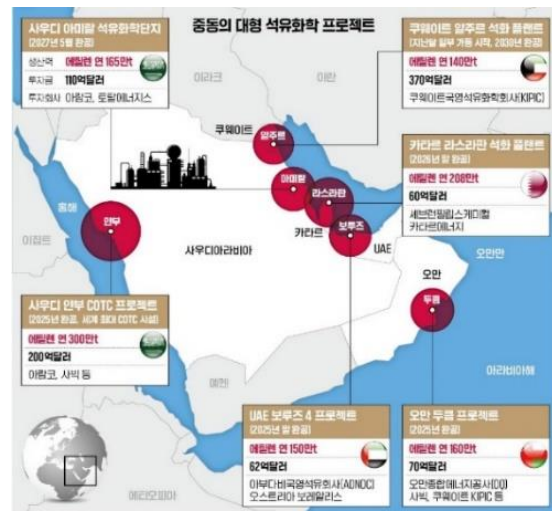


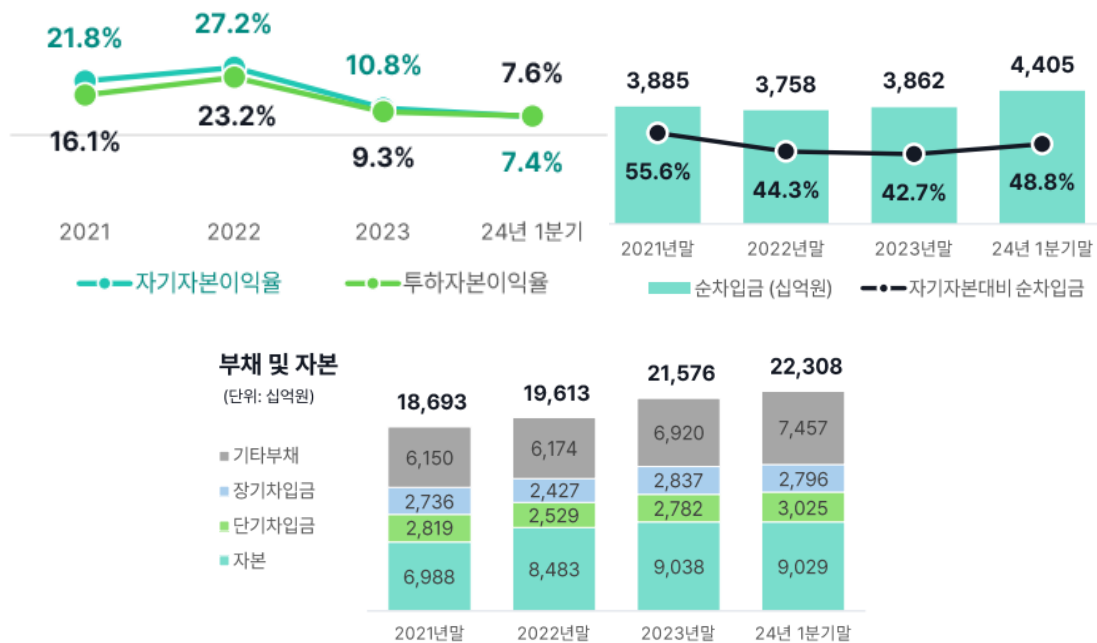
그림 출처: 한국경제



중국과 오일파워를 바탕으로 한 중동이 원가경쟁력에서 우위를 점하고 미국과 일본이 고부가가치 시장을 선점하고 있는 상황 속에서 동사는 사힌 프로젝트를 통해 중동석유화학 공장들이 차용하는 COTC기술의 일종인 TC2C기술의 적용을 통해 중국 및 중동 국가들과의 전면전을 예고한 셈이다. COTC가 아닌 NCC, ECC 등 옛 전통적인 공법을 위주로 사용하는 국내 석유화학업계에서 COTC공법 사용 비율은 최대 10%에 불과해 사힌 프로젝트가 순조롭게 진행될 시 국내석유화학 업계에서의 가격 경쟁력은 따놓은 셈이다. 중국의 저가 물량공세로 석유화학사업의 수익성 지표인 에틸렌 스프레드 (나프타 가격-에틸렌 가격)은 급락하고 있는 상황(현재 에틸렌 스프레드는 4월 대비 18.8% 하락하였다) 속에서 LG화학, 롯데케미칼 등 주요 석유화학 업체들의 업황은 이미 지속적 하락 추세이다. 석유화학 단일사업만을 영위하는 국내업체들 대비 동사의 경우 원료조달 이점과 정유 및 석유화학의 수직계열화 효과 역시 기대되기에 동사에게는 중국과 중동의 업체들이 잠재적 경쟁상대이다. 이들과의 치열한 경쟁을 타개해나가기 위해 고부가가치 제품화, 친환경제품군 강화, EU, 미국, 인도 등의 수출국 다변화 등이 고려되며 사힌 프로젝트의 의의가 업황의 업다운이 큰 정유부문을 대체하는데 있는

만큼 지속적인 연구개발을 통한 기술우위를 통해 석유화학부문의 비중확대가 온전한 영업이익으로 산출될 수 있도록 전력을 다해야 할 것으로 보인다.

한편, 사힌 프로젝트 투자금액은 EPC 수행에 소요되는 직접투자비와 건설자금이자 및 당사의 인건비 등 간접투자비를 포함해 총 9조 2,580억원이다. 당사는 사힌 프로젝트를 기존 시설 대비 탄소배출이 낮은 시설 투자로 인정받아 경쟁력 있는 금리로 1조원의 산업시설자금대출 차입약정을 완료했으며, 시중 금리대비 경쟁력 있는 저금리로 최대주주 대여금 주요 조건을 협의 완료하고 금년 중 약정 체결 예정이다. 당사는 이처럼 다각화된 자금 조달 옵션을 확보함으로써, 프로젝트 기간 동안 보수적인 업황을 가정하더라도 건전한 재무구조를 유지할 수 있을 것으로 보인다.



정유사 신용등급 현황

업체명	회사채	기업어음/단기사채	비고
GS칼텍스	AA+/안정적	A1	2024년 상반기 변동 없음
S-OIL	AA/긍정적	-	
SK이노베이션	AA/안정적	A1	
SK에너지	AA/안정적 ¹	A1	
HD현대오일뱅크	AA-/안정적	-	
SK인천석유화학	A+/안정적	A2+	

출처: NICE 신용평가

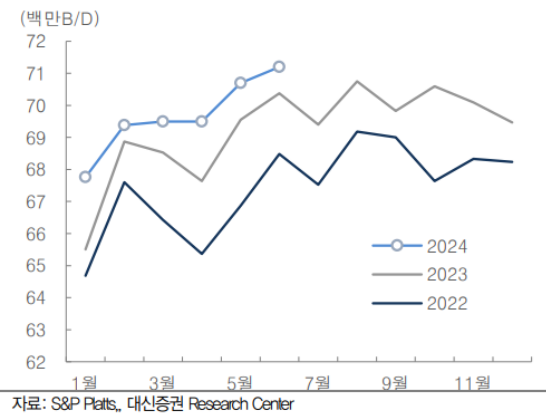
순차입금/EBITDA 지표는 2022년 말 0.9배, 2023년 3월 말 1.2배로 건전성 기준을 충족하고 있다. 그러나 2분기 정제마진 하락으로 영업현금 창출이 악화되었고, 사힌 프로젝트 관련 대규모 투자자금 지출이 본격화됨에 따라 순차입금/EBITDA 지표는 상승할 것으로 보인다. 하지만, 최대주주 아람코 차

원의 전략적 방향성 하에서 진행됨에 따라 매입채무 결제조건 조정, 자금대여 등 Aramco의 재무적 지원이 예상되는 점, 신규 설비 투자기간이 2023~2026년에 걸쳐 분산되어 있는 점, 자체적인 영업현금 창출을 통해 투자자금의 상당 부분을 충당할 수 있는 점을 고려할 때 **신규 투자 관련 재무부담이 통제 가능한 수준을 넘어서기는 힘들 것으로 보인다.**

4) 드라이빙 시즌 진입에 따른 수요 회복

6월 이후 유가는 유럽과 캐나다의 기준금리 인하, 여름철 드라이빙 시즌(통상 드라이빙 시즌은 6월부터 9월까지 이어지며, 글로벌 휘발유 수요의 약 40%를 차지한다) 도래에 따른 수요증가 기대감 등으로 6월 중순 **배럴당 80달러 초반대로 상승세를 회복하고 있다. 정제마진 역시 5월 이후 반등하며 박스권 바닥에서 회복하는 추세이다.** 이처럼 전통적 여름철 수요 성수기와 OPEC+의 자발적 감산 축소 등 타이트한 공급에 따른 수급 밸런스 개선으로 회복세가 다시 나타날 것으로 보인다. **정유부문의 경우 고유가를 수요가 뒷받쳐주는 한, 3분기의 실적은 2분기 대비 다시 반등할 수 있을 것이다.**

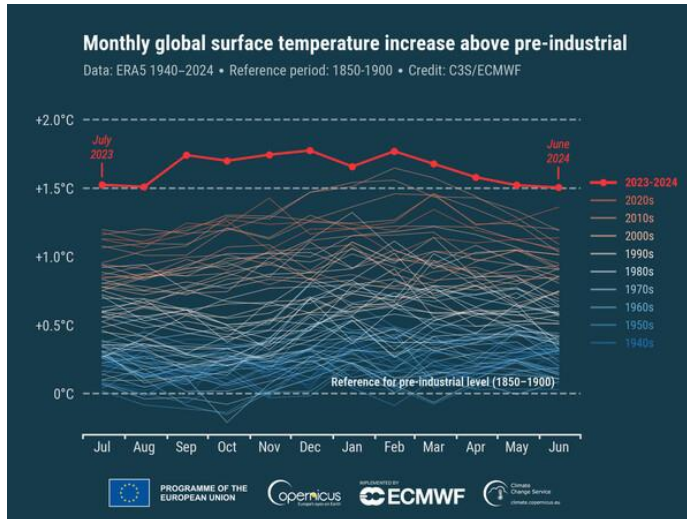
그림 4. 글로벌 석유제품 월별 소비 추이



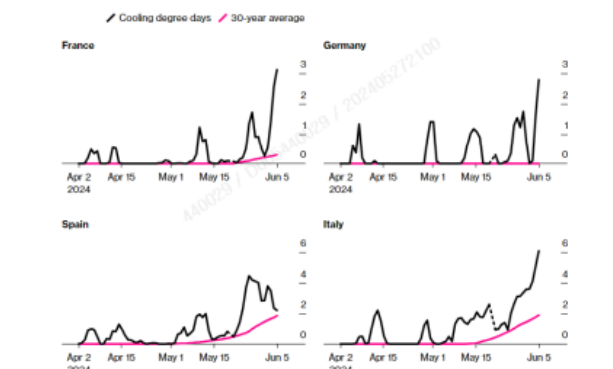
특히 수요와 관련, 파리올림픽 개최로 인한 수요확대 역시 기대되는 상황인데, 프랑스 관광 당국은 올림픽 기간 1500만명이 파리를 찾을 것이라 예상하고 있다. 더 나아가, **드라이빙 시즌과 슈퍼엔저가 맞물리며 항공유 수요가 급증**하고 있는데 이러한 수요급증에 정유업체들의 공급이 따라가지 못하고 있는 상황이다. 한국뿐 아니라 중국, 대만, 싱가포르 등 주변국 관광객들이 일본으로 몰리면서 항공유 수요도 급증하여 7만5700 배럴에 달하고 가격 또한 30%가량 치솟았으나 일본 정유사들의 공급량은 여전히 부족한 상황이다. 팬데믹 이후 내수 침체로 석유 정제물량이 크게 감소하고, 가동을 멈춘 정유시설들이 늘어났기 때문이다. 이에 대일본 수출 항공유는 지난 5월 118만5000 배럴로 전년 대비 72% 급증했으며 그 물량은 계속 증가추세에 있다. **항공유 수출 1위인 한국에서 가장 높은 시장점유율과 수출 물량을 차지하는 동사에게 있어 일본의 엔저기조는 동사에게 수혜로 작용할 전망이다.**

5) 냉방수요 증가

올해 5월부터 예년 대비 높은 온도를 기록하며 무더위가 시작되었다. 특히 프랑스, 독일, 이탈리아 등의 유럽국가들의 냉방 수요가 급격하게 상승하고있다. 비단 유럽국가뿐 아니라, 동사의 주요 수출국인 동남아, 남미, 호주 등 각 지역이 역대 최고 기온기록을 경신함에 따라 전력 수요 증가에 따른 정유 수요 증가가 동사에 큰 호재로 작용할 것으로 보인다.



유럽: 2024년 냉방도일*(Cooling Degree Days) 추이



참고: * 냉방에 필요한 연료소비량에 대한 기후지수로, 특정 기준온도 대비 일평균 기온 격차로 계산.
냉방도일 상승은 냉방 수요 증가를 의미.
자료: Bloomberg, 삼성증권

6) 글로벌 정유설비 증설 감소 추세

나이지리아와 쿠웨이트의 대형 설비 양산 가동 이후 신규 증설 압박이 크게 줄어들고 있다. 글로벌 정유설비 증감 규모는 2021년 -43만b/d(설비 폐쇄 사이클), 2022년 54만b/d에서 2023년 164만b/d로 증가한 후, 2024년 100만b/d, 2025년 37만b/d로 다시 감소하게 된다. 타이트한 공급 속에서 탄탄한 드라이빙 수요가 실적을 개선할 것으로 전망된다.

7) 파생상품 운용 관련 손실 리스크

동사는 환율 변동과 원유 제품의 공정가액 변동 위험 부담을 낮추기 위해 통화선도계약과 상품스왑을 운용해 향후 환율과 상품거래 금액 변동시에도 당초 계약 금액으로 진행할 수 있도록 해지고 있다. 이 둘 모두 1년 이내의 단기거래 형태로 이뤄지고 있으며 거래 금액은 수천만원 단위부터 수십 억원 이상이 거래될 정도로 큰 돈이 활발하게 운용되고 있다. 통화선도계약과 상품스왑은 비슷한 거래 방식을 취하는데, 통화선도계약의 경우 거래 당사자는 은행과 계약 금액을 걸어 놓고 계약 환율까지 함께 정하고 이후 만기일이 됐을 때 직전 계약했던 환율보다 높으면 수익을, 낮으면 손실을 입는

형태이다. 상품스왑도 유사한 방식이지만 통화가 오가는 게 아닌 원유 등 상품을 놓고 거래하는 것이 차이이다.

라. 파생상품 등 거래 현황

(1) 파생상품계약 체결 현황

당분기말 현재 위험회피회계를 적용하는 파생금융상품은 없으며 위험회피수단으로 지정되지 않은 매매목적의 파생금융상품 자산·부채내역은 다음과 같습니다.

(단위 : 백만원)

구분	2024. 3. 31		2023. 12. 31		2022. 12. 31	
	자산	부채	자산	부채	자산	부채
매매목적						
통화선도계약(단기매매)	48	7,207	1,166	-	14,300	-
Commodity Swap(단기매매)	-	673	2,619	2,149	2,043	312
합계	48	7,880	3,785	2,149	16,343	312
유동부문	48	7,880	3,785	2,149	16,343	312
비유동부문	-	-	-	-	-	-

(2) 통화선도계약 내역

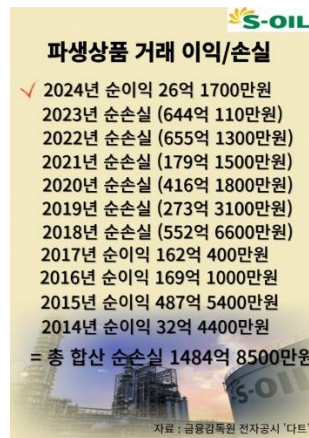
2024년 3월 31일 현재 회사는 환율변동 위험을 회피하기 위하여 통화선도 계약을 체결하였습니다. 당분기말 기준 통화선도계약으로 인한 평가손익 내역은 다음과 같습니다.

(단위 : 백만원)

은행명	계약금액	계약환율	계약일	만기일	Sell/Buy	평가(손)익	비고
하나	\$9,492,000.00	1,326.89	2024/02/01	2024/04/15	Sell	(182)	-
JP	\$100,000,000.00	1,308.85	2024/03/12	2024/04/12	Sell	(3,740)	-
우리	\$100,000,000.00	1,330.91	2024/03/18	2024/04/17	Sell	(1,500)	-
신한	\$150,000,000.00	1,334.01	2024/03/22	2024/04/23	Sell	(1,718)	-
하나	\$36,387,200.00	1,345.13	2024/03/29	2024/05/16	Sell	48	-
하나	\$36,227,500.00	1,347.40	2024/03/29	2024/04/15	Buy	(48)	-
하나	₩254,809,437	8.983	2024/03/07	2024/04/17	Buy	(19)	-
합계						평가이익 계	48
						평가손실 계	(7,207)

상기 계약은 만기일에 계약환율을 적용하여 계약총액을 매입(매도)하며, 중도청산시에는 중도청산일 현재의 평가손익을 주고받습니다.

출처: 동사 분기보고서(1Q24)



2014년부터 2024년 1분기까지 약 11년간 동사가 파생상품(통화선도계약·상품스왑) 거래를 통해 얻은 거래 이익은 1056억 4400만원, 손실 금액은 2541억 2900만원으로 집계되어 **동사의 누적 손실액은 1484억 8500만원**에 달한다. 외환위험 리스크를 헤지하기 위한 파생상품운용이 되려 손실을 키우는 결과를 낳은 모습이다. 다만, 22~23년에 급증했던 순손실이 작년부터 급속히 축소되고 있는 점은 긍정적이다. 샤힌 프로젝트 관련 차입에 대한 부담이 커지고 있는 만큼 동사가 운용의 건전성을 빠른 시일 내에 회복해야 할 것으로 보인다.

VI. 밸류에이션 점검 및 의견 추천

1) 목표 주가 제시

DCF 법을 통해 S-oil의 적정 가치를 다시 산출했다. 산출된 적정 시가 총액은 약 9조 4,747억원이며 현재 주가는 7월 10일 기준 66,600원이고, 장기적으로 81,225원을 목표 주가로 제시하여, 상승 여력 약 22%를 전망한다.

기존 밸류에이션에서 몇 가지 가정을 수정하여, 다시 밸류에이션을 진행했다. 첫째로 기존 밸류에이션에서는 **높은 정제마진이 유지될 것이라 가정**했다. 그러나, 시장 컨센서스와 달리 2분기 정제 마진이 급락했고, 이는 정유 부문의 매출 하락을 야기하여 **동 부문의 영업 이익을 감소시킬 것이라 관측**된다. 두 번째로, 사힌 프로젝트의 완공을 위한 **차입 비중이 기존 예측치보다 높아질 것이라 관측**된다. 현재 사힌 프로젝트는 완공률 30%를 달성하여 2026년 상반기까지 공사를 마칠 것으로 예견된다. 그러나, 기존에 예상했던 CAPEX 30% 효과가 무리한 차입으로 인해, 서서히 발현될 것으로 예견되어 기존 예측치 대비 미래 CAPEX의 추정을 상향 조정해야 할 필요성을 느꼈다.

이에 **정유 부문의 영업 이익 감소와 미래 CAPEX의 상승** 등 새로운 인사이트에 입각하여, 다시 밸류에이션을 진행하였다.

2) 제시 근거 설명

[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	1.04%									
화학부문	₩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
연도	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
정유부문 매출 추정	₩24,004,929	₩28,257,054	₩28,552,149	₩28,850,325	₩29,151,616	₩29,456,052	₩29,763,669	₩30,074,497	₩30,386,572	₩30,705,927
화학부문 매출 추정	₩3,415,563	₩3,084,877	₩3,226,121	₩3,373,832	₩3,526,306	₩3,689,853	₩3,858,797	₩4,035,475	₩4,220,243	₩4,413,471
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
전체 매출 추정	₩42,446,028	₩35,726,694	₩36,262,225	₩36,809,548	₩37,369,043	₩37,941,104	₩38,526,140	₩39,124,578	₩39,736,861	₩40,363,450

2014년부터 2023년까지 10년간의 사업보고서 영업부문별 매출액을 기준으로 부문별 연평균 CAGR을 다시 계산했다. 각 부문별 CAGR을 활용해 미래 10년간 부문별 매출액을 추정했다. **변화를 준 부분은 정유 부문의 미래 매출액 상승률**이다. 기존 정유 부문의 미래 매출액 상승률에서, 정유 부문의 영업 이익 감소를 고려하여 **약 1%를 차감**하여 미래 정유 부문 매출액을 추산하였다.

또한 미래 매출액 추산에 반영하지는 않았지만, 석유 화학 부문의 미래 매출액 상승률 추이도 변화를 줘야 하는지 고민했다. 사힌 프로젝트의 수주로 인한 석유 화학 부문 매출액의 증가를 고려하여, 추가적인 매출액 상승률을 반영할 것인지 고심했다.

그러나 석유 화학 부문의 글로벌 경기 하락 사이클을 고려하였을 때, 동사의 사힌 프로젝트 추진

성과가 바로 나타나기엔 한계가 있다고 판단했다. 동사가 사힌 프로젝트를 활용하여 석유 화학 부문에서의 파이를 늘린다고 해도, 중동 국가들이 정유, 석유화학 통합 공정을 건설하고 COTC 공법을 활용하여 생산 원가를 3분의 1까지 줄여가는 상황에서 해당 사업에서 어느 정도의 경쟁력을 가질 지 판단하기 어려웠다.

따라서, 당분간 석유 화학 부분의 매출액은 보험세를 보일 것으로 전망하여 최종적으로 미래 매출액 상승에 반영하지 않았다. 최종적으로 현재 뚜렷하게 관측되는 정유 부문의 매출액 하락세만 고려하여, 미래 매출액을 추정하였다.

[잉여현금흐름 추정]

기존 밸류에이션 때, 최근 5년간 매출액 대비 영업현금흐름을 산출한 결과 5.9%가 나왔고 이를 미래 매출액 추정에 반영하여 계산했다. 현 시점에서 판단하여도, 해당 영업 현금 흐름 분석은 타당한 것으로 판단하여, 이번 밸류에이션 역시 **기존 가정을 그대로 유지하여 잉여 현금 흐름을 추정했다.**

연수	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
연도	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
영업현금흐름	₩1,278,921	₩2,525,709	₩2,186,612	₩2,219,616	₩2,253,353	₩2,287,849	₩2,323,126	₩2,359,212	₩2,396,133	₩2,433,916
(-) 순운전자본 증감	₩992,823	₩393,240	₩419,486	₩425,149	₩430,889	₩436,706	₩442,601	₩448,576	₩454,632	₩460,770
(-) Capex	₩418,900	₩2,037,200	₩3,136,200	₩2,720,200	₩2,720,200	₩2,716,000	₩2,716,000	₩1,904,000	₩1,904,000	₩1,904,000
(+)잉여현금흐름	₩(538,779)	₩(904,731)	₩(1,269,074)	₩(925,733)	₩(907,826)	₩(864,937)	₩(835,475)	₩(993,364)	₩(961,897)	₩(1,370,854)
FCF	₩(538,779)	₩(904,731)	₩(1,269,074)	₩(925,733)	₩(907,826)	₩(864,937)	₩(835,475)	₩(993,364)	₩(961,897)	₩(1,370,854)
할인된 FCF	₩(538,779)	₩(703,855)	₩(859,015)	₩(1,137,750)	₩(1,168,042)	₩(1,176,287)	₩(1,183,567)	₩(1,191,056)	₩(1,198,545)	₩(1,206,034)
10년 동안 현금 흐름의 합	₩(538,779)	₩(703,855)	₩(859,015)	₩(1,137,750)	₩(1,168,042)	₩(1,176,287)	₩(1,183,567)	₩(1,191,056)	₩(1,198,545)	₩(1,206,034)
평균 가치 증가율 = GDP 증가율	1.40%									
평균가치 (TV) 평가 계산 전	₩22,006,594									
평균가치 (TV) 평가 계산 후	₩6,132,291									
CAPEX CAGR	1.35%									
매출액 CAGR	1.35%									
매출액	₩9,474,769									
매출액 대비 매출액	116,604,719									
원자율 증가	₩81,255									
원자율 증가	₩66,600									
매수 OR 매도 추천	매수									

[CAPEX 추정]

기존 밸류에이션에서는, 2021년부터 2026년까지 진행되고 있는 사힌 프로젝트가 특수한 케이스라고 판단해 해당 기간의 CAPEX를 따로 추정했다. 해당 기간동안 CAPEX 변동의 핵심은 사힌 프로젝트 투자금이다. 기존과 동일하게, S-oil에서 발표한 2023, 2024년 사힌 프로젝트 투자 지출을 참고했고 2025년과 2026년은 잔금의 절반씩 계상했다.

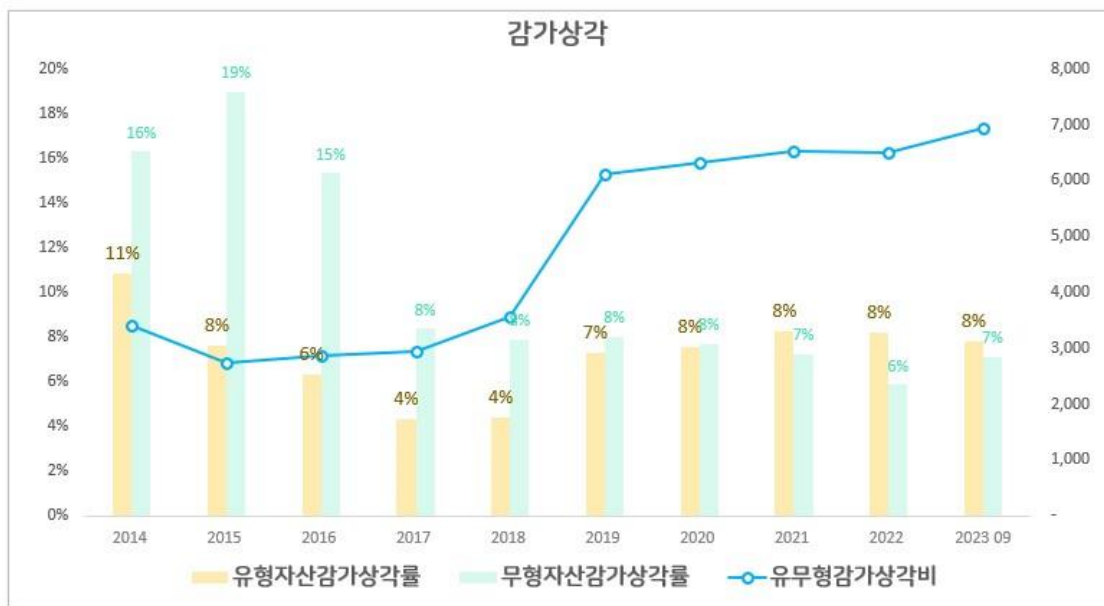
또한, 사힌 프로젝트의 핵심 예상 효과 중 CAPEX 30% 절감이 있음을 감안하여, 2026년 이후 CAPEX 지출을 사힌 프로젝트의 영향이 다소 미미하던 2021년 CAPEX 기준으로 30% 절감하여 산정했다. 위 가정은 합리적인 것이라 판단하여 2021년부터 2026년까지의 CAPEX 추정은 동일하게 유지했다.

다만, 이번 밸류에이션에서는 사힌 프로젝트의 완공을 위한 외부 차입 비중이 높아짐을 고려하여, CAPEX 30% 절감 효과의 수혜 시점이 2029년이 될 것이라 예측하고, **2027년과 2028년에는 CAPEX**

절감 효과가 20%에 달할 것으로 판단했다. 2029년부터는 CAPEX 절감 효과가 30%에 도달할 것으로 가정하여, 수치를 산출했다.

할인율은 기존과 동일하게, WACC 추정치 6.85%를 기준으로 도출했고, 할인율에 따라 미래잉여현금흐름을 할인해 10년간 잉여 현금흐름의 합을 계산했다.

[감가상각비 추정]



감가상각비의 경우, 기존 밸류에이션과 동일하게 추정했다. 2019년 당시 에스 오일의 유형자산의 증가와 함께, 감가상각비가 약 72%까지 상승했던 과거 자료를 확인할 수 있었다. 따라서, 이번 사실프로젝트의 수주와 함께, 설비 투자의 증가로 감가상각비가 함께 증가할 것을 예측, 이를 미래 감가상각비 추정에 반영하고자 했다.

	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, 2014년부터 2026년까지의 유무형자산 추정증가율을 계산했을 때 동 기간 유무형자산 증가율의 CAGR은 약 8.77%로 추산되었다. 이에 따라, 감가상각비도 이에 비례하여 증가할 것을 예상하여 미래 감가상각비 추정액을 산입했다.

[영구가치 추정]

영구 가치 증가율은 GDP 증가율을 이용했으며, 2031년 FCFF를 기준으로 삼아, 추정했다.

[최종 적정 주가 도출]

정유 부문의 영업 이익 하락과 미래 CAPEX의 상승 등 새로운 인사이트에 입각하여 다시 밸류에이션을 진행하였고 최종 적정 주가를 도출하였다. 10년간 잉여현금흐름의 합과 영구가치의 추정 값을 합산한 최종 적정 시가 총액은 약 9조 4,747억원이다. 이를 유통 주식 수로 나눈 최종 적정 주가는 약 81,255원으로 추산된다. 현재 주가는 7월 10일 기준 약 66,600원으로, 상승여력 약 22%로서 투자 의견 매수를 추천한다.