

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도현

do.kim@sk.co.kr

3773-9994

Company Data

| | |
|-------|-----------|
| 자본금 | 292 십억원 |
| 발행주식수 | 11,258 만주 |
| 자사주 | 18 만주 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 시가총액 | 8,342 십억원 |

주요주주

| | |
|--------------------------------|--------|
| Aramco Overseas Company BV(외8) | 63.43% |
| 국민연금공단 | 6.91% |
| 외국인지분율 | 79.14% |
| 배당수익률 | 6.6% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(23/05/02) | 74,100 원 |
| KOSPI | 2,524.39 pt |
| 52주 Beta | 0.71 |
| 52주 최고가 | 121,500 원 |
| 52주 최저가 | 72,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 25 십억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -4.2% | -6.8% |
| 6개월 | -15.4% | -23.3% |
| 12개월 | -28.6% | -23.9% |

S-Oil (010950/KS | 매수(신규편입) | T.P 125,000 원(신규편입))

실적 방향성을 보면 '매수'-오일

- 올해도 과거대비 정제마진 강세, 중국 리오프닝 등 수요 증가 수혜
- 등/경유 수요와 마진 강세는 윤활기유 수급 부족 요인, 높은 이익률 유지할 전망
- 4Q22 대비 개선된 업황에 따라 23 년 석유화학부문 흑자전환 예상
- 23 년 매출액 37.2 조원, 영업이익 2.4 조원, OPM 6.4% 전망
- 실적방향성 고려할 때 12MF PBR 0.9 배는 역사적 저점 부근, 매수 기회라는 판단

23 년 정제마진 강세에 따른 정유, 윤활 사업 수혜 예상

S-Oil 투자자의견 'Buy', 목표주가 125,000 원으로 커버리지를 개시한다. 12MF BPS 80,549 원에 Target PBR 1.55 배를 적용해 목표주가를 산정했다. S-Oil 정제마진은 22 년 대비 하향안정화 되겠으나 올해 역시 21 년 이전대비 높은 정제마진을 유지할 전망이며, 윤활사업부문의 높은 이익률은 23 년에도 유효할 것으로 예상된다.

23 년 매출액 37.2 조원, 영업이익 2.4 조원 전망

23 년 매출액 37.2 조원(-12.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2.4 조원(-30.3%), OPM 6.4%를 전망한다. 23 년 윤활부문의 영업이익은 8,931 억원, OPM 은 27.0%로 22 년에 이어 높은 이익률을 유지할 전망이다. 글로벌 등/경유 정제마진은 23 년에도 높은 레벨을 유지할 것으로 전망되는데, 이에 따라 윤활기유 수급은 지속적으로 타이트할 것으로 예상되기 때문이다. 한편, 정유부문 영업이익은 22 년대비 하향 조정된 정제마진 레벨의 안정화에 따라 1.4 조원으로 전망되며, 석유화학부문 영업이익은 제품가격 상승에 따른 마진 개선에 따라 1,300 억원으로 흑자전환 가능할 전망이다.

실적 성장에도 밸류에이션은 매력적인 상황

23 년 평균 정제마진은 \$13.3/bbl로 전망한다. 22 년 평균대비 낮아진 레벨이지만 러-우 전쟁이전인 21 년 평균 \$9.1/bbl 대비 여전히 높은 수준을 유지할 전망이다. 또한, 중국 리오프닝에 따른 석유제품 수요 증가 및 등/경유 수요 강세는 S-Oil 의 수혜로 이어질 전망이다. 한편, 올해 실적방향성을 고려할 때 현재 주가기준 12MF PBR 0.9 배는 역사적으로 낮은 Multiple 레벨이며 매수 기회라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 24,394 | 16,830 | 27,464 | 42,446 | 37,248 | 36,614 |
| yoy | % | -4.2 | -31.0 | 63.2 | 54.6 | -12.2 | -1.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 420 | -1,099 | 2,141 | 3,405 | 2,376 | 2,603 |
| yoy | % | -34.3 | -361.7 | -294.8 | 59.0 | -30.2 | 9.5 |
| EBITDA | 십억원 | 1,033 | -468 | 2,793 | 4,055 | 3,049 | 3,410 |
| 세전이익 | 십억원 | 110 | -1,168 | 1,878 | 2,899 | 2,131 | 2,211 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 65 | -796 | 1,379 | 2,104 | 1,547 | 1,605 |
| 영업이익률% | % | 1.7 | -6.5 | 7.8 | 8.0 | 6.4 | 7.1 |
| EBITDA% | % | 4.2 | -2.8 | 10.2 | 9.6 | 8.2 | 9.3 |
| EPS(계속사업) | 원 | 561 | -6,827 | 11,822 | 18,047 | 13,271 | 13,766 |
| PER | 배 | 169.8 | -10.1 | 7.2 | 4.6 | 5.6 | 5.4 |
| PBR | 배 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 16.5 | -27.7 | 4.9 | 3.3 | 4.3 | 4.3 |
| 배당수익률 | % | 0.2 | 0.0 | 4.4 | 6.6 | 7.0 | 7.0 |
| ROE | % | 1.0 | -13.1 | 21.8 | 27.2 | 17.3 | 16.3 |
| 순차입금 | 십억원 | 6,132 | 5,006 | 3,871 | 3,726 | 4,231 | 5,553 |
| 부채비율 | % | 151.4 | 176.1 | 167.5 | 131.2 | 122.4 | 118.7 |

1. Valuation & Earnings

(1) 투자 의견 'Buy', 목표주가 125,000 원으로 커버리지 개시

S-Oil에 대해 투자 의견 'Buy', 목표주가 125,000 원을 제시한다. 12MF BPS 80,549 원에 Target PBR 1.55 배를 적용해 목표주가를 산정했다. 과거 유사한 사이클이었던 평균 PBR 인 1.55 배를 Target PBR 로 적용해 목표주가를 산정했다.

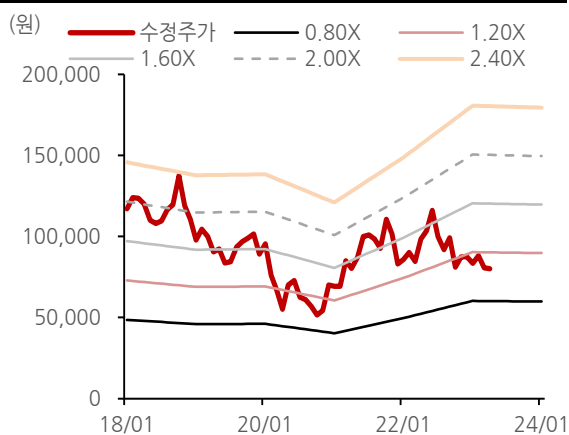
23 년 평균 복합정제마진은 \$13,3/bbl 로 전망하는데, 22 년 평균대비 낮아진 레벨이지만 러-우 전쟁이전인 21 년 평균 \$9.1/bbl 대비 여전히 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 또한, 중국 리오프닝에 따른 석유제품 수요 증가 및 등/경유 수요 강세는 S-Oil의 수혜로 이어질 전망이며, 높은 등/경유 수요와 마진은 결과적으로 윤활기유 수급을 타이트하게 만드는 요인으로 작용해 윤활부문 이익을 뒷받침할 전망이다. 올해 실적 방향성을 고려할 때 현재 12MF PBR 0.9 배는 역사적으로 낮은 Multiple 레벨이며, 중국 리오프닝 등을 고려하면 리레이팅 또한 가능한 상황이다. 이에 따라 투자 의견 'Buy' 제시한다.

Historical Valuation Table

| | | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PBR | 최대 | 25 | 20 | 20 | 20 | 17 | 1.1 | 1.0 |
| | 최소 | 1.8 | 1.4 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| | 평균 | 2.1 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 최대 | 21.7 | 18.1 | | 61 | 44 | 4.8 | 4.7 |
| | 최소 | 17.1 | 14.9 | | 42 | 3.1 | 4.3 | 4.2 |
| | 평균 | 19.2 | 16.4 | | 52 | 3.6 | 4.5 | 4.4 |

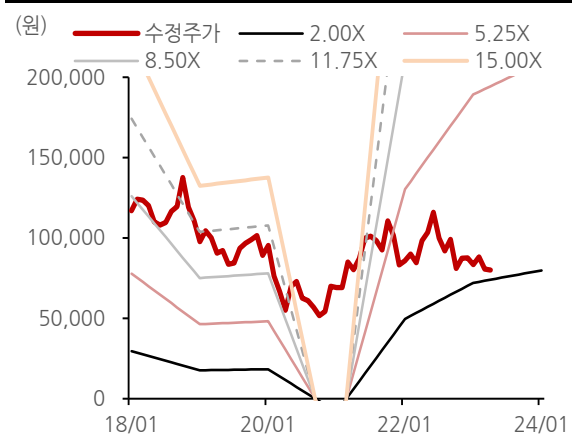
자료: FnGuide, SK 증권

S-Oil PBR Band Chart



자료: Bloomberg, SK 증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



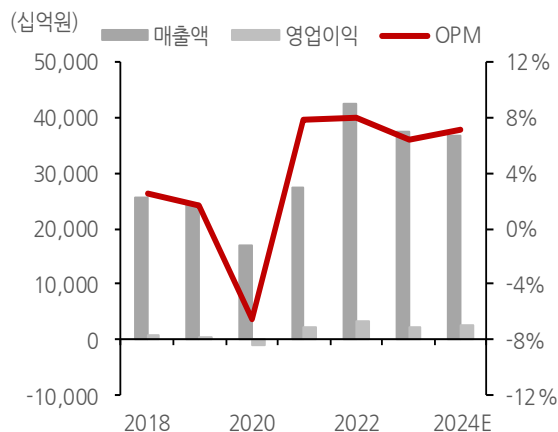
자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 23 년 매출액 37.2 조원 / 영업이익 2.4 조원 전망

S-Oil 의 23 년 매출액은 37.2 조원 (-12.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 2.4 조원 (-30.3%), OPM 6.3%를 전망한다. 올해는 22 년 대비 감익을 예상하나 22 년 비정상적이었던 에너지 가격 변동성에 따른 기저효과라는 분석이며, 21 년대비 매출액은 35.6%, 영업이익은 10.9% 증가할 것으로 예상된다. 올해 윤활부문은 27.5%의 높은 마진 레벨을 유지할 전망이다. 경유 수요 증가 및 경유 마진 강세에 따른 윤활기유 생산 부족과 글로벌 윤활기유 순증설 부족으로 공급은 여전히 타이트할 것으로 예상되는 상황에서 봄철 윤활유 교체, 리오프닝에 따른 이동 수요 증가함에 따라 견조한 스프레드를 유지할 것으로 전망된다.

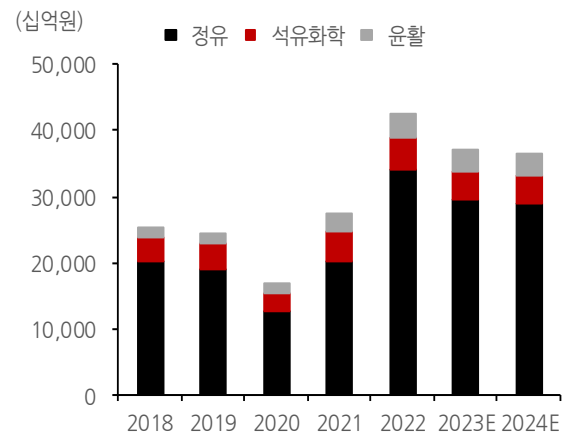
OPEC+ 자발적 감산에 따라 유가 급등 및 마진 조정 국면 지속됐으나 단기적인 영향에 그칠 것이라는 판단이다. 과거에도 경기침체 국면에서 감산조치는 여러 차례 있었으나 수요 상승을 동반하지 않은 유가 반등은 단기적인 상승에 그쳐왔고 감산 조치 단행에 따른 수요 변화의 시그널은 뚜렷하지 않은 상황이기 때문이다. 이에 따라 유가의 과도한 급등 및 정제마진의 조정은 발생하지 않을 것으로 예상되며, 오히려 2Q23 부터 본격화될 공급 감소와 중국 리오프닝에 따른 수요증가는 정제마진의 상방 압력을 더할 것으로 판단된다.

S-Oil 실적 전망



자료 : S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 실적 전망



자료 : S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 (십억원) | 9,287 | 11,442 | 11,123 | 10,594 | 9,078 | 9,474 | 9,444 | 9,252 | 42,446 | 37,248 | 36,614 |
| YoY (%) | 73.8% | 70.5% | 56.3% | 27.8% | -2.3% | -17.2% | -15.1% | -12.7% | 54.6% | -12.2% | -1.7% |
| QoQ (%) | 12.0% | 23.2% | -2.8% | -4.8% | -14.3% | 4.4% | -0.3% | -2.0% | - | - | - |
| 정유 | 7,179 | 9,252 | 9,016 | 8,558 | 7,277 | 7,494 | 7,496 | 7,288 | 34,005 | 29,553 | 28,840 |
| 석유화학 | 1,366 | 1,302 | 1,161 | 1,196 | 1,039 | 1,115 | 1,094 | 1,133 | 5,026 | 4,381 | 4,486 |
| 유탄기유 | 742 | 888 | 945 | 840 | 763 | 865 | 854 | 831 | 3,416 | 3,314 | 3,288 |
| 영업이익 (십억원) | 1,332 | 1,722 | 512 | -158 | 516 | 577 | 672 | 611 | 3,408 | 2,376 | 2,603 |
| YoY (%) | 111.7% | 201.6% | -6.9% | 적전 | -61.3% | -66.5% | 31.3% | 흑전 | 59.2% | -30.3% | 9.5% |
| QoQ (%) | 240.4% | 29.3% | -70.3% | 적전 | 흑전 | 11.9% | 16.4% | -9.0% | - | - | - |
| 정유 | 1,202 | 1,445 | 79 | -380 | 291 | 301 | 404 | 357 | 2,347 | 1,353 | 1,526 |
| 석유화학 | -66 | 18 | 56 | -57 | 29 | 40 | 33 | 28 | -49 | 130 | 199 |
| 유탄기유 | 195 | 259 | 377 | 280 | 196 | 236 | 235 | 226 | 1,110 | 893 | 877 |
| 영업이익률 (%) | 14.3% | 15.0% | 4.6% | -1.5% | 5.7% | 6.1% | 7.1% | 6.6% | 8.0% | 6.4% | 7.1% |
| 정유 | 16.7% | 15.6% | 0.9% | -4.4% | 4.0% | 4.0% | 5.4% | 4.9% | 6.9% | 4.6% | 5.3% |
| 석유화학 | -4.8% | 1.4% | 4.8% | -4.8% | 2.8% | 3.6% | 3.0% | 2.5% | -1.0% | 3.0% | 4.4% |
| 유탄기유 | 26.3% | 29.2% | 39.8% | 33.3% | 25.7% | 27.3% | 27.6% | 27.2% | 32.5% | 27.0% | 26.7% |

자료: S-Oil, SK 증권

2. S-Oil 투자포인트

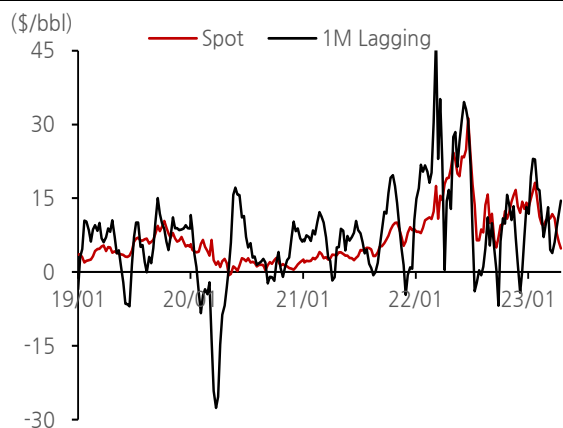
(1) 올해 업황은 과거 레벨대비 견조, 호황 지속

23년 평균 정제마진은 \$13.3/bbl로 전망하는데, 22년 평균대비 낮아진 레벨이지만 21년 평균 \$9.1/bbl 대비 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 또한, 중국 리오프닝에 따른 석유제품 수요 증가 및 등/경유 수요 강세는 S-Oil의 수혜로 이어질 전망이며, 높은 등/경유 수요와 마진은 결과적으로 윤활기유 수급을 타이트하게 만드는 요인으로 작용해 윤활부문 이익을 뒷받침할 전망이다.

최근 등/경유 마진 약세 지속되고 있으나, 중국 수요증가에 따른 휘발유 마진 강세 효과와 OSP 하락으로 S-Oil의 정제마진은 4Q22 대비 평균 \$3.5/bbl 이상 상승한 것으로 추정된다. 또한, 23년 등/경유 마진은 22년대비 조정되겠으나 각각 \$18.9/bbl, \$19.0/bbl로 21년대비 2배이상 높은 레벨은 지속될 것으로 예상된다. 리오프닝에 따른 운송 및 산업용 수요 증가 국면에서 과거 대비 낮은 순증설 물량은 등/경유 마진 하단 지지요인으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 23~25년내 예정된 순증설 물량은 289만 b/d인 반면, 같은 기간 석유제품 수요는 490만 b/d 순증가할 것으로 예상돼 공급이 타이트할 전망이다.

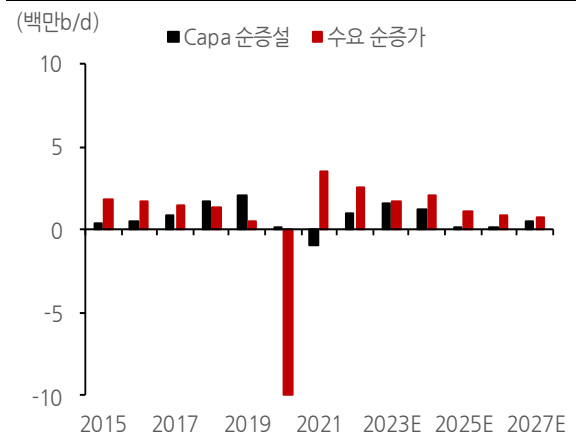
한편, 석유화학부문의 경우 전방산업 수요 증가에도 불구하고 23년부터 프로필렌, BTX 등 대규모 증설이 예정되어 있고, S-Oil의 경우 아직 충분한 Capa가 확보되지 않아 단기적인 실적개선은 어려울 전망이다. 휘발유 가격 상승에 따라 블랜딩용 중질 납사 수요 증가요인으로 작용하며 단기적으로 PX 스프레드 확대 등이 전망되지만, 본격적인 실적 성장은 Shaheen 프로젝트가 완료되는 2026년 이후가 될 전망이다.

복합정제마진 추이



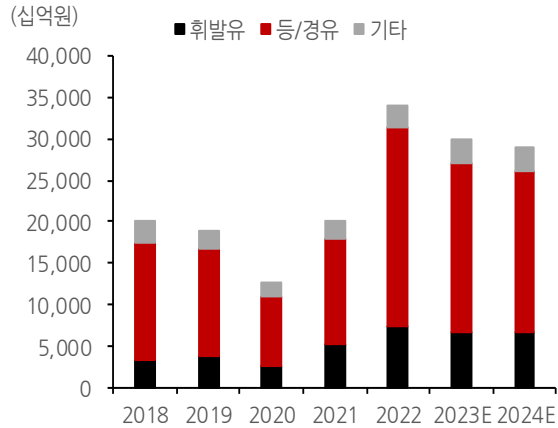
자료 : Petronet, SK 증권

글로벌 정제설비 순증설 추이 및 전망



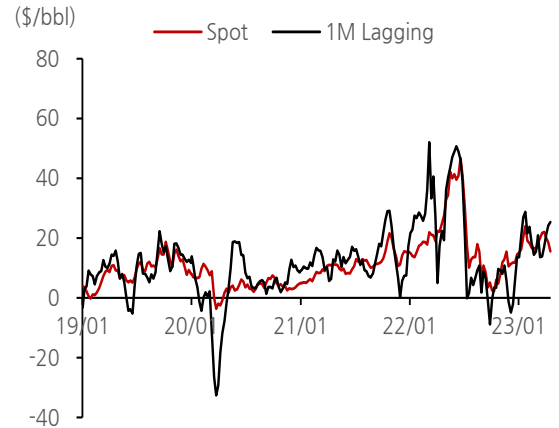
자료 : IEA, S-Oil, SK 증권

S-Oil 정유부문 제품별 매출비중 추이 및 전망



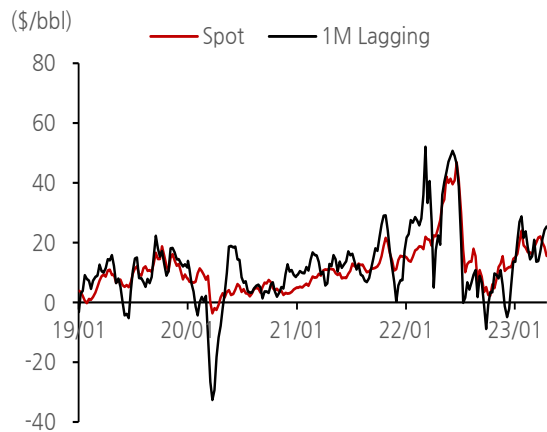
자료 : S-Oil, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



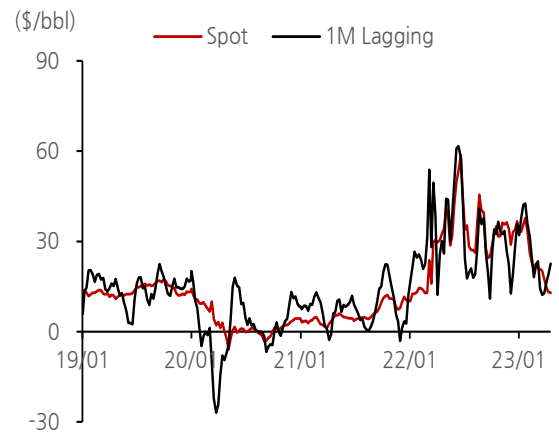
자료 : Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



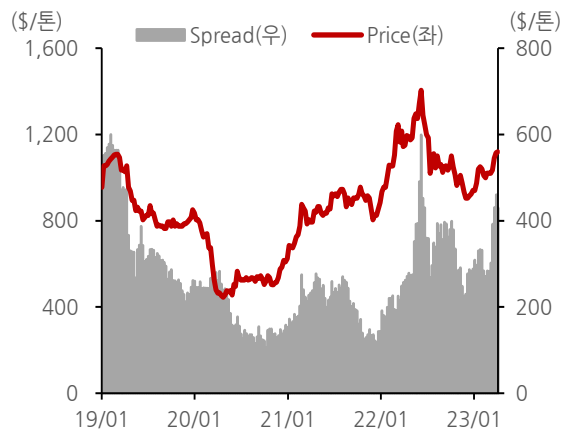
자료 : Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



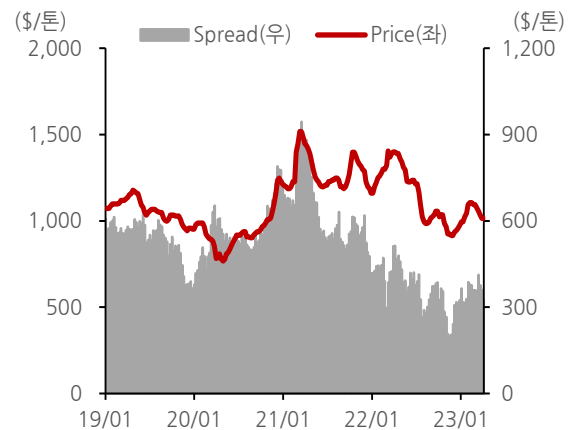
자료 : Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, SK 증권

PP 가격 및 스프레드 추이

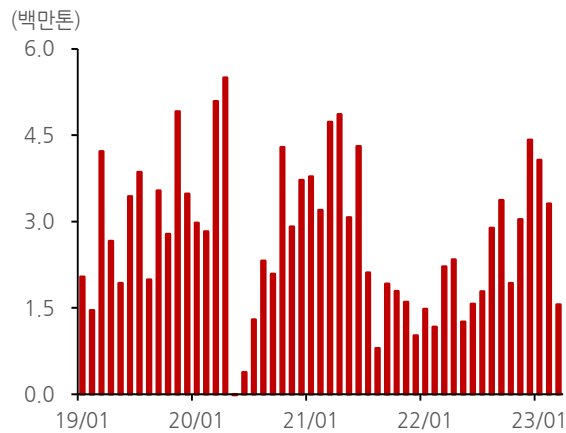


자료 : Cischem, SK 증권

(2) 중국 내수 수요 증가

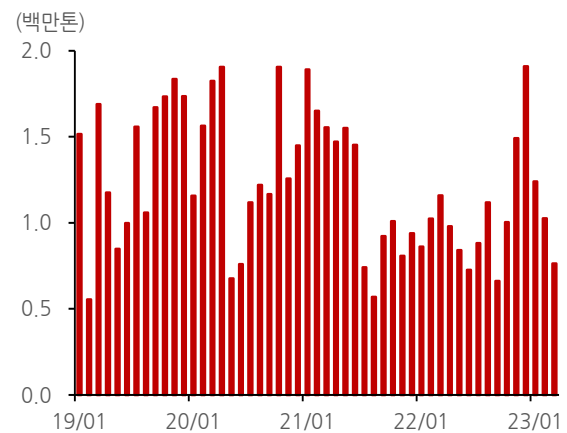
중국의 3월 휘발유 수출량은 76만톤으로 22년 12월대비 -60.0% 감소했으며, 등/경유 수출량 역시 256만톤으로 -43.3% 감소했다. 한편, 3월 중국 정제설비 가동률은 Teapot 63.3%, 국영 75.0%로 22년 평균 61.9%, 74.0%대비 상회하고 있다. 또한, 중국의 23년 1차 석유제품 수출쿼터는 1,899만톤이 부여되며 작년 1차분 대비 46% 증가했음에도 수출량은 작년말 Peak 이후 감소세를 지속 중이다. 결과적으로 중국 내수 사용량 증가에 따른 자급률 상승이 주 원인이며, 실제 중국의 수출물량 확대에 이어지는 어려울 전망이다.

중국 석유제품 수출 추이



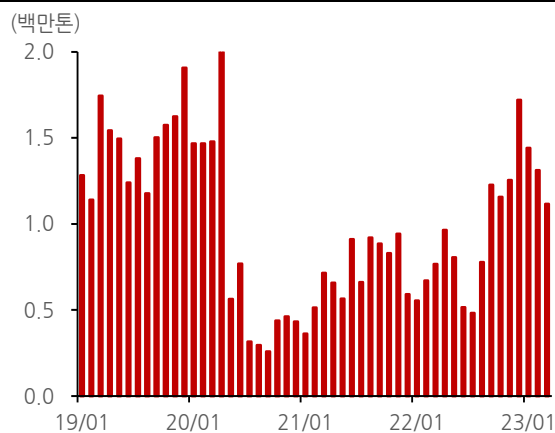
자료 : 해관총서, SK 증권

중국 휘발유 수출 추이



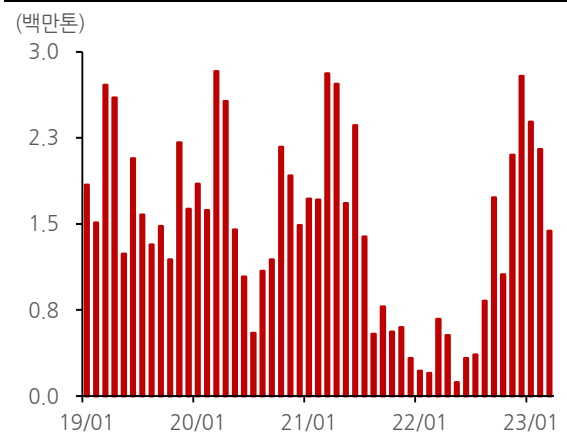
자료 : 해관총서, SK 증권

중국 경유 수출 추이



자료 : 해관총서, SK 증권

중국 항공유 수출 추이



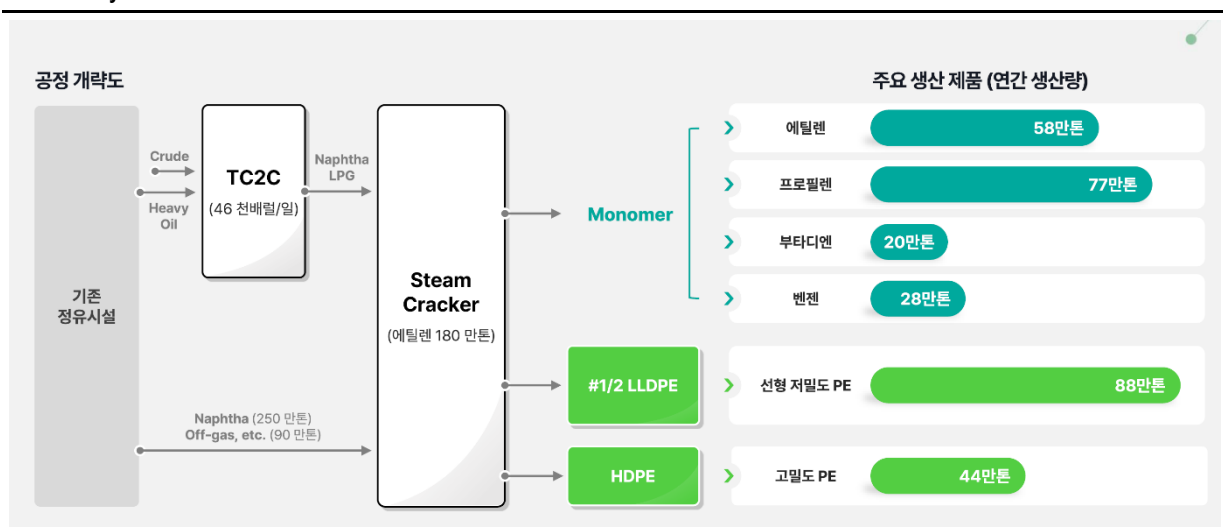
자료 : 해관총서, SK 증권

(3 Long-term View: Shaheen Project)

S-Oil 은 2026 년까지 9.3 조원을 투자해 TC2C(Thermal Crude to Chemical) 공법을 도입하고 스팀 크래커를 증설할 계획이다. TC2C 공법이란 COTC(Crude Oil to Chemical) 공법의 일종으로 원유 또는 수익성이 낮은 Heavy Oil 을 활용해 스팀크래커 원료인 납사, LPG 등을 생산하는 공법으로 수율이 60~80%에 달하며 기존 공법대비 35~65%의 수율 개선이 가능할 것으로 전망된다. 원유를 스팀크래커에서 직접 처리가 가능하며, Heavy Oil 의 수익성 개선을 위해 적용하던 Hydrocracker, VDU 공정의 통합이 가능해 수율 개선과 원가 절감이 가능하기 때문이다. S-Oil 은 전체 9.3 조원의 투자금액을 내부조달 및 최대주주(Aramco)를 통해 조달할 계획인데, 선제적 투자를 통해 S-Oil 은 2027 년까지 \$4.5/bbl 의 정제마진 개선 효과를 달성할 계획이다. 연간으로 환산하면 약 1.4 조원의 추가적인 이익 개선이 가능할 것으로 예상되며, 향후 S-Oil 의 중장기적 성장동력으로 작용할 전망이다.

S-Oil 의 TC2C Capa 는 4.6 만 b/d 로 예상되며, 연간 2.2 백만톤의 Feedstock 처리가 가능할 전망이다. 이를 통해 연간 에틸렌 58 만톤, 프로필렌 77 만톤 등 기초유분 180 만톤의 생산이 가능할 전망이다. 글로벌로 보면 ExxonMobil, Sinopec 등이 COTC 공법을 도입해 상업가동 중이고, 중국 주요 정유/화학 기업들 또한 COTC 공법 투자를 진행 중이다. S-Oil 의 모회사인 Aramco 역시 COTC 공법 투자를 진행중인데, 2025 년부터 Capa 40 만 b/d 의 COTC 설비를 가동할 계획이다.

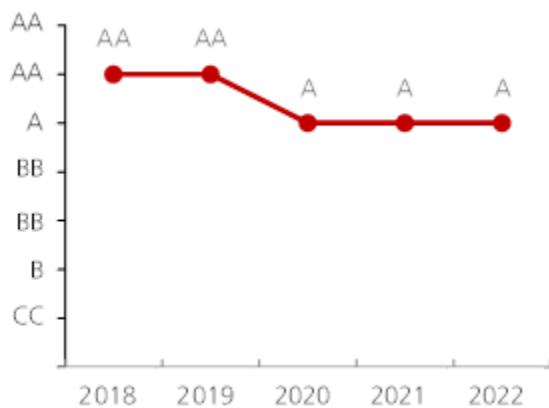
Shaheen Project 개요



자료: S-Oil, SK 증권

ESG 하이라이트

종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능 | Refinitiv | Bloomberg |
|---------------------------|-----------|-----------|-------------|
| S-Oil 종합 등급 | A | A- | 74.7 |
| 환경(Environment) | 34.7 | A | 63.8 |
| 사회(Social) | 49.5 | A | 64.0 |
| 지배구조(Governance) | 71.7 | B+ | 96.1 |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| SK 이노베이션 | AA | A- | 72.0 |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 S-Oil ESG 평가

ESG 위원회 운영을 통해 내부통제 모니터링 시스템, 윤리경영, 협력회사 ESG 교육 강화 등을 지속적으로 실천하고 있으며, 지역사회 기여를 통한 사회적 경영을 지속 중

자료: SK 증권

S-Oil ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|-----|-------|---------------|-------------|
| N/a | N/a | N/a | N/a |

자료: KRX, SK 증권

S-Oil ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|------------|-------|-----------------------------------|
| 2023-02-02 | 환경 | 울산 대기업 온실가스 배출량, 국가감축목표 설정후 되레 늘어 |
| 2022-09-29 | 사회 | 에쓰오일, 온산공장 8 개 과징금 부과 처분 |
| 2022-08-02 | 사회 | 울산 에쓰오일 공장 화재 ..병커 C 유 탱크 발화 |
| 2022-06-08 | 사회 | S-OIL 폭발사고 현장 합동감식...밸브 등 확인 |

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 4,997 | 8,377 | 9,206 | 9,314 | 8,713 |
| 현금및현금성자산 | 737 | 1,946 | 1,310 | 1,855 | 1,446 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,354 | 2,841 | 2,964 | 2,589 | 2,522 |
| 재고자산 | 2,192 | 3,545 | 4,733 | 4,134 | 4,027 |
| 비유동자산 | 10,694 | 10,316 | 10,407 | 11,572 | 13,929 |
| 장기금융자산 | 94 | 140 | 275 | 244 | 242 |
| 유형자산 | 10,078 | 9,565 | 9,588 | 10,621 | 12,987 |
| 무형자산 | 99 | 108 | 106 | 101 | 95 |
| 자산총계 | 15,691 | 18,693 | 19,613 | 20,886 | 22,642 |
| 유동부채 | 6,565 | 8,505 | 8,213 | 7,801 | 8,169 |
| 단기금융부채 | 2,704 | 2,893 | 2,609 | 2,824 | 3,303 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,329 | 3,567 | 3,936 | 4,150 | 4,043 |
| 단기충당부채 | 3 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 비유동부채 | 3,443 | 3,200 | 2,917 | 3,695 | 4,118 |
| 장기금융부채 | 3,403 | 2,951 | 2,611 | 3,422 | 3,852 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 37 | 41 | 42 | 42 | 42 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 10,008 | 11,705 | 11,130 | 11,495 | 12,287 |
| 지배주주지분 | 5,682 | 6,988 | 8,483 | 9,390 | 10,355 |
| 자본금 | 292 | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 자본잉여금 | 1,332 | 1,332 | 1,332 | 1,332 | 1,332 |
| 기타자본구성요소 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 자기주식 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 이익잉여금 | 4,036 | 5,334 | 6,829 | 7,736 | 8,700 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 5,682 | 6,988 | 8,483 | 9,390 | 10,355 |
| 부채와자본총계 | 15,691 | 18,693 | 19,613 | 20,886 | 22,642 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,784 | 1,574 | 1,389 | 2,489 | 2,423 |
| 당기순이익(손실) | -796 | 1,379 | 2,104 | 1,547 | 1,605 |
| 비현금성항목등 | 358 | 1,248 | 1,634 | 1,383 | 1,576 |
| 유형자산감가상각비 | 624 | 644 | 644 | 667 | 803 |
| 무형자산상각비 | 8 | 8 | 6 | 6 | 5 |
| 기타 | -273 | 596 | 984 | 710 | 768 |
| 운전자본감소(증가) | 2,183 | -967 | -2,132 | 314 | 56 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 108 | -772 | -386 | 375 | 67 |
| 재고자산의감소(증가) | 1,030 | -1,391 | -1,338 | 600 | 107 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 381 | 1,066 | 221 | -602 | -107 |
| 기타 | 664 | 130 | -630 | -59 | -10 |
| 법인세납부 | 0 | -86 | -217 | -584 | -606 |
| 투자활동현금흐름 | -619 | 210 | -740 | -1,773 | -3,127 |
| 금융자산의감소(증가) | -6 | -3 | -2 | 28 | 2 |
| 유형자산의감소(증가) | -523 | -97 | -569 | -1,700 | -3,168 |
| 무형자산의감소(증가) | 2 | -12 | -1 | 0 | 0 |
| 기타 | -93 | 322 | -168 | -101 | 39 |
| 재무활동현금흐름 | 916 | 231 | -481 | 386 | 269 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 215 | 480 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 1,097 | 459 | 279 | 811 | 430 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -12 | -117 | -617 | -640 | -640 |
| 기타 | -170 | -111 | -143 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 446 | 1,208 | -635 | 544 | -408 |
| 기초현금 | 291 | 737 | 1,946 | 1,310 | 1,855 |
| 기말현금 | 737 | 1,946 | 1,310 | 1,855 | 1,446 |
| FCF | 1,261 | 1,478 | 820 | 788 | -745 |

자료 : S-Oil, SK증권 추정

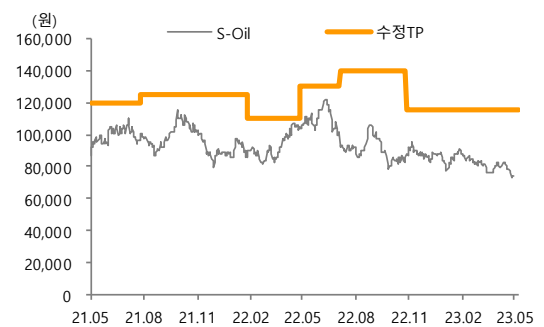
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 16,830 | 27,464 | 42,446 | 37,248 | 36,614 |
| 매출원가 | 17,366 | 24,695 | 38,291 | 33,946 | 33,215 |
| 매출총이익 | -537 | 2,769 | 4,155 | 3,302 | 3,399 |
| 매출총이익률(%) | -3.2 | 10.1 | 9.8 | 8.9 | 9.3 |
| 판매비와 관리비 | 563 | 628 | 749 | 926 | 796 |
| 영업이익 | -1,099 | 2,141 | 3,405 | 2,376 | 2,603 |
| 영업이익률(%) | -6.5 | 7.8 | 8.0 | 6.4 | 7.1 |
| 비영업손익 | -69 | -263 | -507 | -245 | -392 |
| 순금융손익 | -146 | -101 | -120 | -172 | -209 |
| 외환관련손익 | 132 | -321 | -339 | -156 | -171 |
| 관계기업등 투자손익 | 4 | 2 | -0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -1,168 | 1,878 | 2,899 | 2,131 | 2,211 |
| 세전계속사업이익률(%) | -6.9 | 6.8 | 6.8 | 5.7 | 6.0 |
| 계속사업법인세 | -372 | 499 | 794 | 584 | 606 |
| 계속사업이익 | -796 | 1,379 | 2,104 | 1,547 | 1,605 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -796 | 1,379 | 2,104 | 1,547 | 1,605 |
| 순이익률(%) | -4.7 | 5.0 | 5.0 | 4.2 | 4.4 |
| 지배주주 | -796 | 1,379 | 2,104 | 1,547 | 1,605 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -4.7 | 5.0 | 5.0 | 4.2 | 4.4 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -802 | 1,422 | 2,113 | 1,547 | 1,605 |
| 지배주주 | -802 | 1,422 | 2,113 | 1,547 | 1,605 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | -468 | 2,793 | 4,055 | 3,049 | 3,410 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | -31.0 | 63.2 | 54.6 | -12.2 | -1.7 |
| 영업이익 | 적전 | 흑전 | 59.0 | -30.2 | 9.5 |
| 세전계속사업이익 | 적전 | 흑전 | 54.3 | -26.5 | 3.7 |
| EBITDA | 적전 | 흑전 | 45.2 | -24.8 | 11.8 |
| EPS | 적전 | 흑전 | 52.7 | -26.5 | 3.7 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | -5.0 | 8.0 | 11.0 | 7.6 | 7.4 |
| ROE | -13.1 | 21.8 | 27.2 | 17.3 | 16.3 |
| EBITDA마진 | -2.8 | 10.2 | 9.6 | 8.2 | 9.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 76.1 | 98.5 | 112.1 | 119.4 | 106.7 |
| 부채비율 | 176.1 | 167.5 | 131.2 | 122.4 | 118.7 |
| 순차입금/자기자본 | 88.1 | 55.4 | 43.9 | 45.1 | 53.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | -3.0 | 25.4 | 26.8 | 6.9 | 6.6 |
| 배당성향 | -0.0 | 32.1 | 30.4 | 41.4 | 39.9 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | -6,827 | 11,822 | 18,047 | 13,271 | 13,766 |
| BPS | 48,749 | 59,945 | 72,770 | 80,549 | 88,822 |
| CFPS | -1,414 | 17,412 | 23,620 | 19,043 | 20,692 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 3,800 | 5,500 | 5,500 | 5,500 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | -10.1 | 7.2 | 4.6 | 5.6 | 5.4 |
| PBR | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| PCR | -48.9 | 4.9 | 3.5 | 3.9 | 3.6 |
| EV/EBITDA | -27.7 | 4.9 | 3.3 | 4.3 | 4.3 |
| 배당수익률 | 0.0 | 4.4 | 6.6 | 7.0 | 7.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.05.03 | 매수 | 125,000원 | 6개월 | | |
| 2023.05.03 | 담당자변경 | | | | |
| 2022.10.28 | 매수 | 115,000원 | 6개월 | -27.09% | -17.48% |
| 2022.07.06 | 매수 | 140,000원 | 6개월 | -35.36% | -23.93% |
| 2022.04.29 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | -15.43% | -6.54% |
| 2022.01.28 | 매수 | 110,000원 | 6개월 | -15.25% | -2.27% |
| 2021.07.28 | 매수 | 125,000원 | 6개월 | -23.57% | -8.00% |
| 2021.04.30 | 매수 | 120,000원 | 6개월 | -16.77% | -8.33% |



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 기관투자자 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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 03일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 91.95% | 중립 | 8.05% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|