

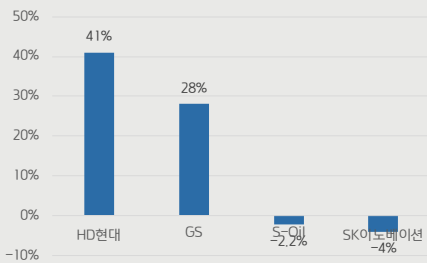


정유 Equalweight (Maintain)

정유화학 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

당사 목표주가와 현재주가 괴리율



(출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터)

Compliance Notice

- 당사는 7월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

정유

쉬어가는 2분기, 그리고 3가지 투자 요건

2분기 정유 실적은 약세로 요약될. 1분기 대규모 미 정유 보수 완료후 물량 증가, E15 판매금지 한시 해제 발표, 등경유 수요 약세로 하락했고, 아로마틱스 및 윤활유 호조, 올레핀 약세기조는 지속되었음. 당사는 중장기 정유 수요 Peaking-out 상황에서 1) 비정유 사업에서 수익 성장을 견인하는지, 2) 이를 주주환원 하는지, 3) 재무구조가 견고한지의 3가지 기준으로 투자 매력 점검함. HD현대 Top Pick 및 BUY 유지. GS BUY, SK이노베이션 및 S-Oil Marketperform 유지

>>> 2분기 정제마진 약세

1분기 강세를 시현했던 휘발유는 미국 대규모 정기보수후 생산량 증가, EPA(환경보호청)의 여름철 E15(에탄올이 15% 포함된 휘발유) 판매 금지 한시적 해제(6월 1일부터 9월 15일까지) 등으로 예상과 달리 성수기 진입에도 하락했고 등경유 또한 약세를 시현했다. 2분기 Fuel Oil을 제외한 대다수 정유제품 마진이 전기비 감소했고, 화학 아로마틱스, 윤활유 호조, 올레핀 약세는 지속되었다. 당사 2분기 영업이익 추정치는 아래와 같다.

- 1) SK이노베이션: 배터리부문 손실 지속 하에 정제마진 급감으로, 4사중 전기비 영업이익폭 감소가 가장 클 것으로 예상, 전사 영업이익 925억원 추정
- 2) S-Oil: 영업이익 994억원 추정
- 3) GS: GS칼텍스 이익은 감소하나, GS에너지 영업이익은 비칼텍스 비중이 높아 연결 영업이익 8112억원 추정
- 4) HD현대: HD현대오일뱅크 이익은 전기비 급감할 것으로 예상하지만, 조선 포트폴리오 중심의 이익 성장으로 전사 4740억원 추정

2분기 정유산업 영업이익 기준 추정치를 요약하면 지주 정유사들은 비정유 사업 호조로 정제마진 급감 영향이 상대적으로 적었다.

>>> 정유주 추천 3가지 기준

성장이 정체되는 산업이라면 환원이 기업가치의 주요 요건이 될 것으로 판단하며, 따라서 순이익 추이에 주목한다. 이에 따라 우리는 정유 포트가 주된 국내 4사의 투자 선별을 위해 다음의 3가지 요건을 삼는다. 1) 정유외 사업 성장이 증익을 견인하는가 2) 이를 주주에게 환원하는가 3) 건전한 재무구조로 주주환원 정책이 지지되는가가 그것이다. 이를 위해 배당수익모형, DDM으로 평가했다. '24년 현금배당 가능성이 낮다고 판단한 SK이노베이션과 과거대비 배당정책이 감소한 S-Oil은 PBR로 평가했다.

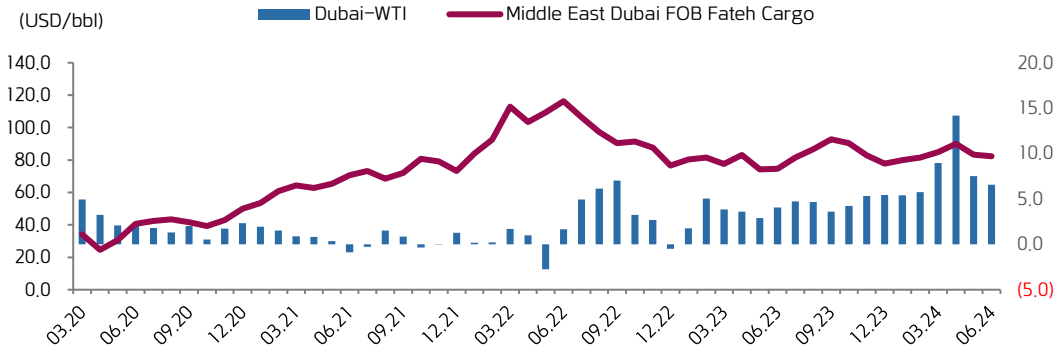
>>> Top Pick HD현대 유지

정유 Top Pick은 위 세 가지 요건 중 1)과 2)에서 가장 두드러지는 HD현대로 기존 의견을 유지한다. HD현대(BUY 유지, 목표주가), GS(BUY 유지, 목표주가 원), S-Oil 및 SK이노베이션 현 기준 MARKETPERFORM을 유지한다.

2분기 업황: 원유 부정적

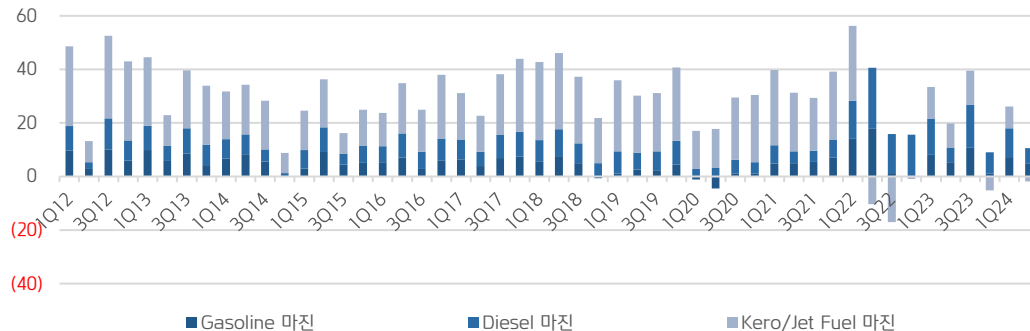
2분기 원유 가격에서 Dubai는 WTI대비 높은 수준이 유지되었을 뿐 아니라, 4월 Spot 가격은 지난 5년 월간 기준 가장 가격차이가 확대되었다. 즉 미국 정유사들의 원유마진이 4월을 포함한 2분기 아시아 대비 이례적으로 높았음을 의미하며, 이는 곧 한국을 포함한 아시아 정유사들의 상대적 열위가 강화된 분기임을 알 수 있다.

WTI대비 Dubai 유가 가격 차 변화



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
 주: 원유가격 전월 및 전전월 평균, 제품가격은 당월 Spot 가격 기준

이론 정제마진(4-1-1-1) 분기 추이



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

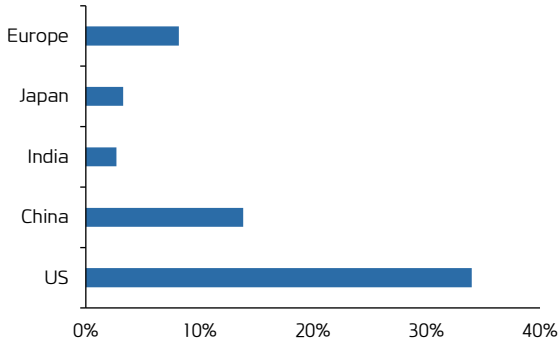
2분기 휘발유 마진 약세

이러한 WTI 약세와 휘발유 공급 증가뿐 아니라 세계 최대 휘발유 수요처인 미국에서 환경보호청(EPA)는 고에탄올 혼합 휘발유를 여름철 드라이빙 시즌 동안 가계 물가 부담을 완화하기 위한 목적으로 일시적인 판매를 허용하는 계획을 4월 19일(현지시간) 발표했다. 고에탄올 혼합 휘발유는 E15로 에탄올 15%와 무연휘발유 85%의 혼합물이다. 미국에서는 에탄올 10%와 무연휘발유 90%를 섞은 E10이 주로 판매되며, E10은 차량에서 발생하는 배기가스의 이산화탄소 농도를 줄이기 위한 목적으로 개발된 차량용 연료로 지난 '09년 4월부터 시판되고 있다. 이 조치는 15% 에탄올 혼합물이 사용된 휘발유인 E15를 계속 구매할 수 있는 기간을 6월 1일부터 9월 15일까지 연장하는 것으로 E15에 대한 하절기 한시적 판매 허용을 의미한다.

미국에서 에탄올은 옥수수를 정제해서 생산하는 만큼 고에탄올 휘발유 판매 확대는 옥수수 수요 증가 및 가격 상승을 예고하는 것이다. 이에 대하여 미 대선을 앞두고 휘발유 가격 상승 우려, 팜벨트 민심을 감안한 바이든 행정부의 조치로 보는 의견들이 보도되었고, 정유마

진 측면에서는 5%만큼 휘발유 수요가 에탄올로 대체되는 것으로 휘발유 측면에서는 약세 요인이 될 수 있다.

주요 지역의 휘발유 수요 비중



자료: EIA, US Consensus, 키움증권 리서치센터

E15 및 E85를 취급하는 미국 주유소 증가추세

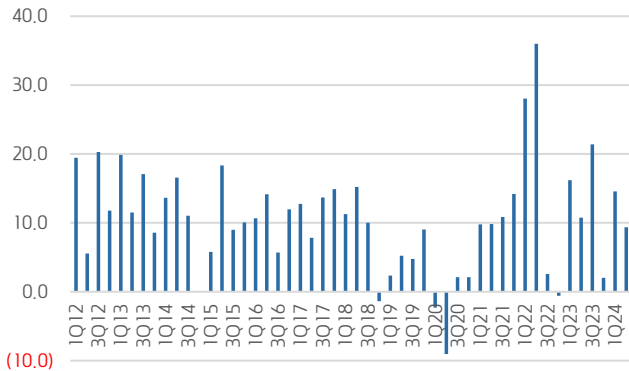


출처: RFA, 리서치센터

등경유 마진 하락

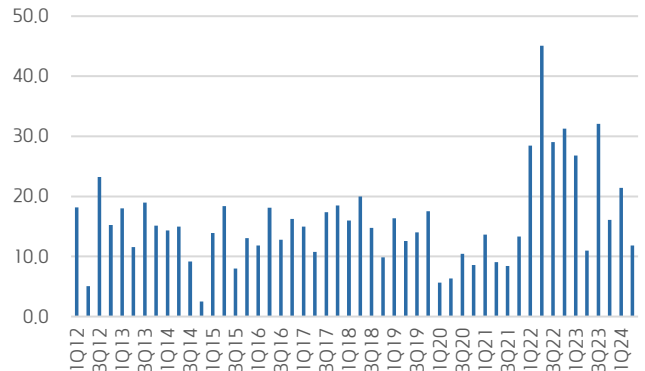
이뿐 아니라 중국의 경유 수추량 증가, 나이지리아 Dangote, 멕시코 Pemex 등 신설 Refinery 가동률 상승에 따른 등경유 마진도 약세를 나타냈다. 유럽에서 천연가스 가격 안정화에 따라 에너지 비용이 시차를 두고 뒤따르고 있다는 점도 다소 부정적이다.

휘발유 마진(USD/bbl) 추이



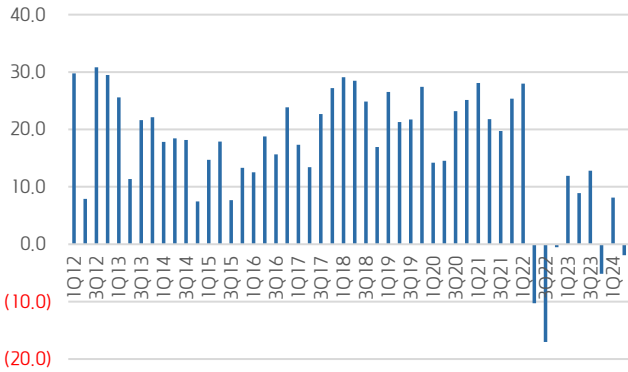
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유 래깅 1.5M 기준

경유 마진(USD/bbl) 추이



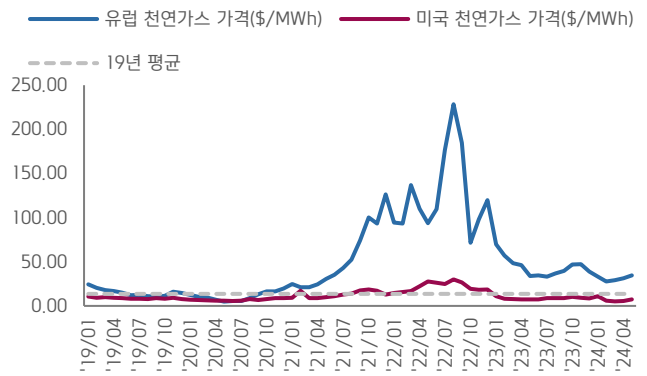
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유 래깅 1.5M 기준

등유 마진(USD/bbl) 추이



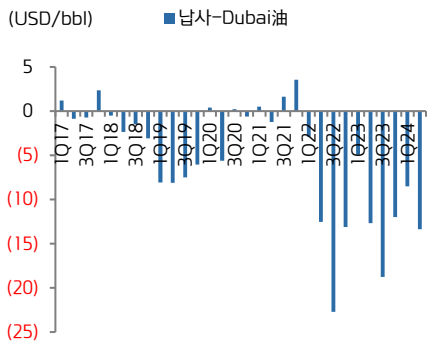
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
 주: 원유 래깅 1.5M, Kerosene 및 Jet Oil 평균 기준

유럽 정유사 가동률 개선될 듯



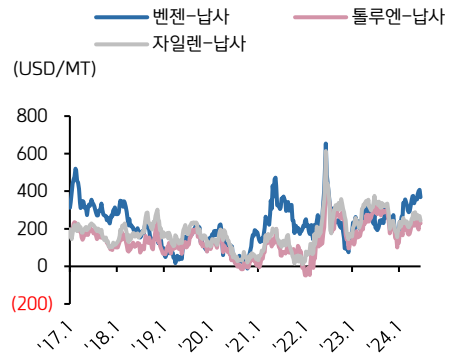
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
 주: 원유 래깅 1.5M 기준

납사, Dubai 원유 대비 분기 스프레드 추이



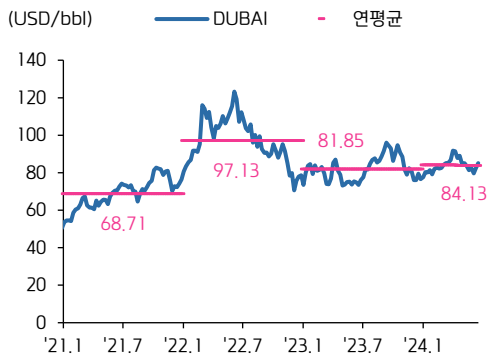
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

아로마틱스 화학제품, 납사 대비 스프레드 추이



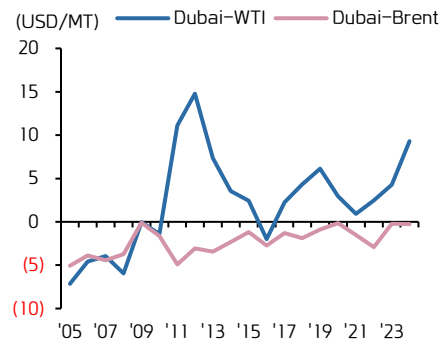
출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

Dubai 유가 추이



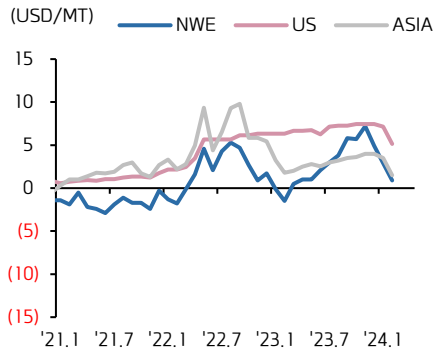
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

타 Benchmark 유종 대비 Dubai 유가 차이



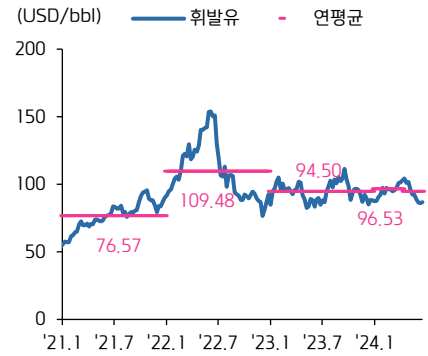
출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

지역별 OSP 비교



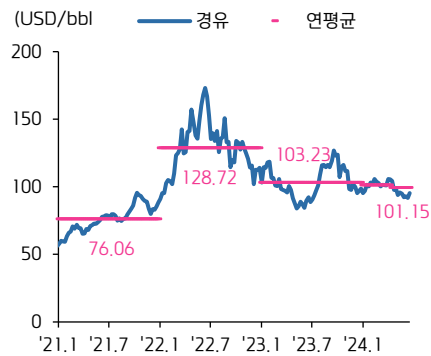
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

휘발유 가격 추이



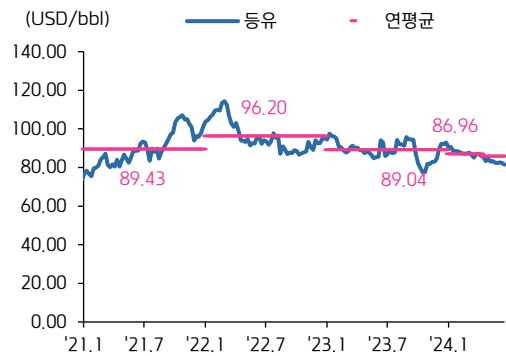
출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

경유 가격 추이



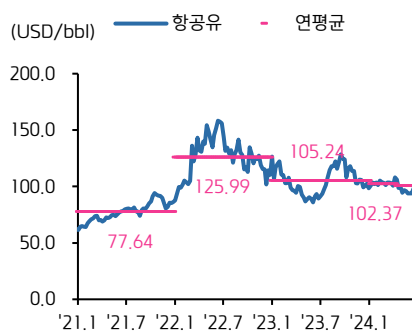
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

등유 가격 추이



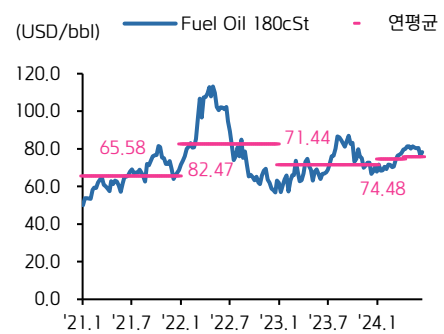
출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

항공유 가격 추이



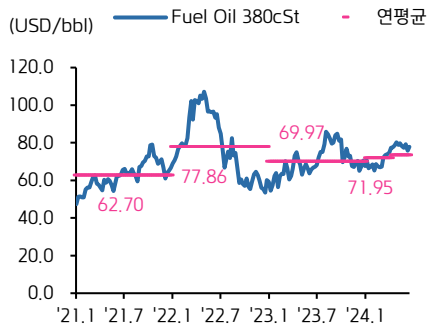
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

연료유(Fuel Oil 180cst) 가격 추이



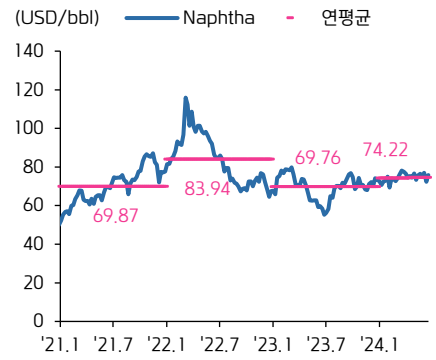
출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

연료유(Fuel Oil 380cst) 가격 추이



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

납사 가격 추이



출처: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

주요 제품 연·분기별 마진(Spot 기준)

구분	제품간 비교	년					YoY	분기								QoQ	YoY	
		2020	2021	2022	2023	2024		2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24			2Q24
정유제품 (USD/bbl)	휘발유-Dubai	(3)	13	17	12	12	-3%	31	18	10	16	13	10	11	10	12	26%	-11%
	경유-Dubai	7	13	34	21	17	-22%	40	45	42	27	14	20	25	16	14	-12%	6%
	항공유-Dubai	9	13	30	23	18	-24%	34	39	38	29	15	22	28	18	15	-13%	2%
	납사-Dubai	(3)	8	(8)	(9)	(5)	-45%	(11)	(12)	(5)	(2)	(9)	(18)	(5)	(7)	(5)	-29%	-42%
	Bunker-Dubai	(7)	(2)	(18)	(12)	(9)	-22%	(10)	(21)	(22)	(19)	(9)	(11)	(9)	(16)	(5)	-69%	-43%
	3-2-1	1	38	68	46	41	-12%	103	81	61	58	41	40	48	35	38	8%	-5%
	2-1-1	4	26	51	34	29	-15%	72	63	51	42	27	30	37	26	26	2%	-3%
기초유분 (USD/MT)	에틸렌-납사	324	380	225	175	160	-8%	389	213	159	218	220	94	164	173	150	-13%	-32%
	에틸렌-에탄가스	633	866	794	704	763	8%	884	703	707	767	697	639	755	793	733	-8%	5%
	프로필렌-납사	397	391	192	184	125	-32%	320	188	160	265	226	99	142	107	149	39%	-34%
	부타디엔-납사	343	432	312	316	632	100%	689	417	120	450	306	163	344	499	781	56%	155%
	벤젠-납사	101	395	323	304	465	53%	651	393	136	295	385	258	275	419	518	24%	35%
	톨루엔-납사	50	122	418	425	393	-7%	674	607	397	379	492	534	292	344	450	31%	-9%
	자일렌-납사	99	113	259	328	294	-10%	421	400	333	293	358	355	303	251	343	37%	-4%
중간원료	PX-자일렌	49	116	45	38	38	-1%	69	19	42	20	65	(9)	81	(9)	1	-114%	-98%
	PX-납사	166	212	291	368	320	-13%	456	386	289	350	432	366	323	299	346	16%	-20%
	SM-벤젠	237	163	72	87	(9)	-110%	15	343	95	95	115	(2)	33	(162)	15	-109%	-87%
합성원료 (USD/MT)	AN-프로필렌	403	1,232	727	500	449	-10%	970	710	669	632	645	380	422	426	464	9%	-28%
	EG-에틸렌	(233)	(327)	(451)	(336)	(322)	-4%	(287)	(348)	(370)	(374)	(238)	(366)	(388)	(316)	(256)	-19%	8%
	TPA-PX	(111)	(153)	(227)	(227)	(240)	6%	(196)	(175)	(184)	(274)	(190)	(242)	(238)	(252)	(246)	-2%	29%
합성수지 (USD/MT)	HDPE-에틸렌	122	76	(2)	116	65	-44%	182	116	79	75	222	94	50	55	148	166%	-34%
	LDPE-에틸렌	283	441	295	180	217	21%	574	333	233	192	253	127	123	195	313	60%	23%
	LLDPE-에틸렌	136	121	63	144	124	-13%	269	138	119	119	232	117	83	119	202	69%	-13%
	PVC-에틸렌	173	364	54	(0)	(70)	36318%	369	63	(47)	(2)	67	(0)	(89)	(82)	15	-118%	-77%
	PP-프로필렌	211	168	39	85	69	-20%	256	130	99	71	170	32	45	55	156	185%	-8%
	HDPE-납사	428	451	236	292	224	-23%	328	299	239	313	360	259	233	202	250	24%	-31%
	LDPE-납사	588	817	532	356	376	6%	721	517	393	431	392	292	306	342	415	21%	6%
	LLDPE-납사	441	496	300	319	283	-11%	416	321	279	358	370	281	266	266	304	14%	-18%
	PVC-납사	479	740	292	175	88	-50%	516	247	113	237	205	164	94	65	118	82%	-43%
	PP-납사	517	543	277	261	227	-13%	402	314	259	310	308	197	228	202	259	28%	-16%
합성고무 (USD/MT)	BR-부타디엔	627	964	925	702	539	-23%	864	1,169	723	554	831	559	692	321	412	28%	-50%
	SBR-부타디엔	659	945	698	728	555	-24%	591	905	585	624	908	658	628	314	451	43%	-50%

자료: Bloomberg, Ciscchem, 키움증권 리서치센터

주: 주간 데이터가 발표되지 않을 시 전주가격 기준

GS(078930)

: 안정적으로 배당이 성장하는 곳

BUY(유지)

목표주가 61,000원 (하향)

GS칼텍스의 2분기 영업이익은 정제마진 감소, 1분기의 상승 국면에서 탈피한 원유가 흐름 등으로 전기비 81% 하락한 800억원으로 추정한다. 그럼에도 불구하고, GS에너지의 또다른 수익축인 자원개발 및 집단 에너지의 견조한 수익성에 힘입어 2분기 GS의 연결 영업이익은 8122억원(YoY +16%, QoQ -20%)으로 비지주 정유사들 대비 전기비 이익 감소가 소폭에 그칠 것으로 예상된다.

이러한 차이는 지주사 특성 및 자원개발 산업의 특성에서 비롯되는 것으로 볼 수 있다. GS 연결 영업이익의 약 70%를 차지하는 GS에너지는 1) 전력 및 집단 에너지, 2)자원개발, 및 3) GS칼텍스 및 기타로 사업이 구성되어 있다. '24년 추정 GS에너지 영업이익에서 GS칼텍스 영업이익은 14%에 불과하다. 왜냐하면 자원개발 이익률이 높고 생산량 증가 및 높은 유가 수준이 지속되며 약 72%가 창출될 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 중동 자원개발 산업의 특성상 과세율이 90%에 달해 순이익 기준에서 보면 GS에너지 순이익의 약 46%를 GS칼텍스가 창출, 영업이익 대비 비중이 대폭 증가한다.

GS를 배당수익률 관점에서 보면 순이익이 보다 중요하며 또한 별도기준 수익은 자회사 배당금, 즉 자회사들의 순이익이 주요하기 때문에 GS칼텍스의 2분기 영업이익 감소 영향은 비지주 정유사들 대비 그 영향이 매우 감소된다고 볼 수 있다.

또한 우리는 '24년 전력 및 집단에너지 사업 순이익이 전년비 7%, 자원개발은 생산량 증가와 유가 유지로 11% 증가할 것으로 추정하며, 이에 따라 GS에너지 순이익은 GS칼텍스의 이익 감소에도 불구하고 전년비 9% 감소에 그칠 것으로 예상된다.

이렇듯 동사는 연결 기준에서 GS칼텍스 수익이 급변한다고 가정해도, 순이익에서 차지하는 비중이 영업이익 대비 매우 낮고, 티 사업들의 이익 성장이 꾸준히 나타나고 있다는 점에서 매력적이다. 즉 포트폴리오의 큰 축이 정유산업임에도 불구하고 사이클의 변동성이 희석되어 반영될 뿐 아니라 비정유 부문의 수익 성장이 안정적인 배당 성장에 대한 토대가 된다는 점이 매력적이다.

3가지 조건에 부합하는가?

동사에 대한 투자의견 BUY를 유지하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 정유 수익성의 변동성에도 불구하고, 주요 자회사인 GS에너지가 GS칼텍스 외에도 전력 및 집단 에너지, 자원개발의 순이익 기여도가 50%를 상회하는 구조이다. 이는 '23~'25년 연결 기준 연평균 약 2.5조원을 상회하는 안정적인 영업이익을 예상하는 근거이다.
- 2) 별도기준 배당성향 40% 이상의 정책, '14년 이후 꾸준히 성장한 DPS도 매력적이다.
- 3) 연결기준 부채비율 85%('24년E), 순차입금비율 44%('24년E) 등 안정적인 재무구조로 DPS의 성장이 가능할 것으로 판단한다.

SOTP 대비 DDM 활용 근거

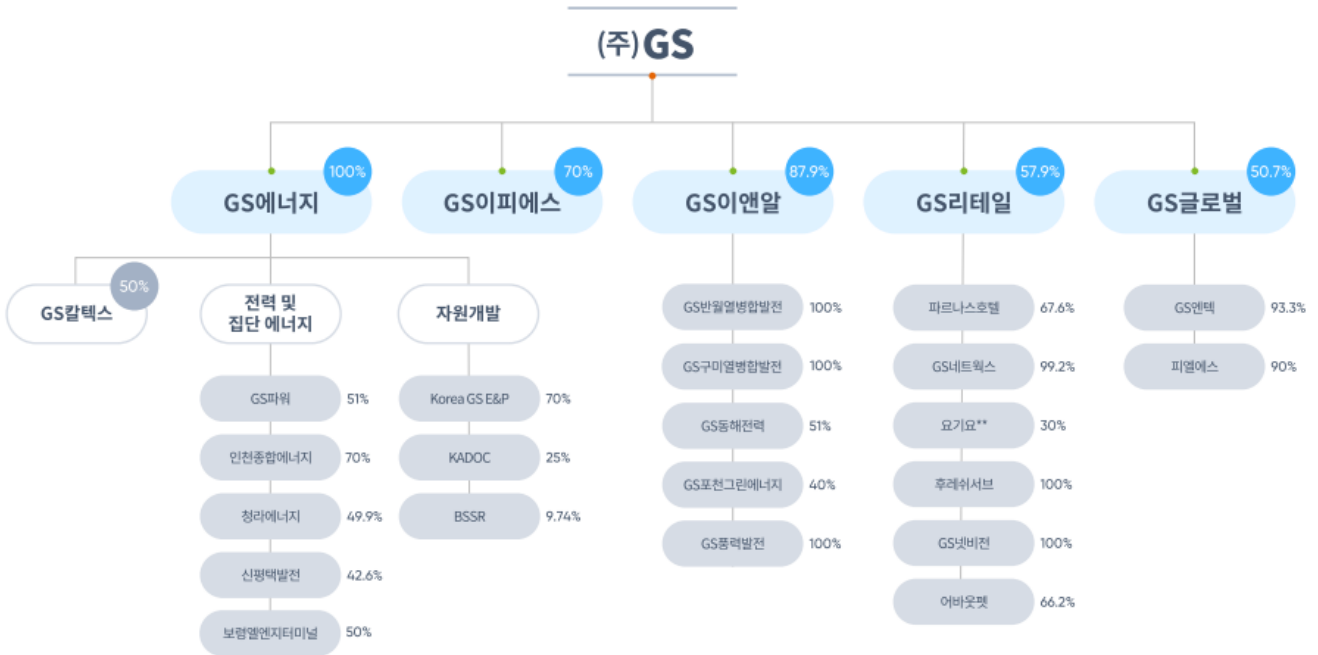
SOTP에서 자산을 기반으로 창출되는 영업가치를 자산가치, 영업가치 각각 합산하면 보수적으로 볼 때 중복된다 볼 수 있다. 이를 피하기 위해 자산가치만 합산하면 현 주가대비 29%(상장사 할인율 0%족ㅇㅂㅇ)~12%(상장사 할인율 50% 적용)의 상승여력이 있는 것으로 나타난다.

그러나 상장가치에 대한 할인율보다 이 가치 방식에서 더 크게 영향을 미치는 요소는 GS에너지 가치 산정으로 볼 수 있다. GS에너지가 동사 기업가치의 가장 큰 비중을 차지하기 때

문이다. GS에너지 주요 사업 중 자원개발은 EBITDA와 순이익의 괴리율이 커 EV/EBITDA 배수는 1.5x로 다소 낮게 적용했다.

낮은 부채비율, 꾸준한 이익 창출력에 따라 '28년까지 점진적으로 DPS를 상향, 보통주 기준 2800원 배당을 예상하며, 이에 따라 DDM 적용, 목표주가 61,000원을 제시한다. 당사는 투자이견 규정에 따라 현 주가대비 20% 이상 상승여력이 있으므로 BUY의견을 유지한다.

계열사 등 현황



* 위 자료는 투자자의 편의를 위해 주요 자회사만을 표시한 것으로, 모든 자회사를 나타내고 있지 않습니다.
 ** 요기요 운영사인 '위대한 상상'에 대한 지분율

2024년 1분기 기준

자료: GS, 키움증권 리서치센터

종속회사 지분율, 사업 및 소속사

주요 자회사	지분율	사업 및 소속사
GS에너지	100.0%	GS그룹의 에너지 사업지주사 ①GS칼텍스(50% 지분보유), ②전력 및 집단 에너지 ③자원개발로 포트폴리오 구성
		자회사 등으로부터 수취하는 배당금이 주된 수입원
GS이피에스	70.0%	국내 총 발전설비 용량 중 약 2% GS 당진복합 1~4호기(LNG 복합화발전기 총 2,406MW) 및 GS 당진 Biomass 1~2호기(210MW)
GS이엔알	87.9%	집단에너지(증기 및 전기) 및 유류 유통(휘발유, 경유 등), 화력발전(전기), 풍력 사업(전기 등)
GS리테일	57.9%	소매유통업
		편의점 GS26, 슈퍼마켓 GS THE FRESH, 홈쇼핑 GS SHOP 등 운영 부동산 개발업을 함께 영위
GS글로벌	50.7%	종합무역상사
		철강, 석유/화학, 석탄/바이오매스, 시멘트, 기계 등의 무역/유통 수입자동차 PDI, 하역운송 등의 물류부문
		신사업 및 기타

자료: GS, 키움증권 리서치센터

Consensus vs Kiwoom

(단위:십억원)

	Average		High		Low		Kiwoom	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
목표주가 (원)	59,286		66,000		50,000		61,000	
매출액	26,115	26,637	26,891	27,540	25,371	25,823	25,764.0	26,334.1
영업이익	3,568	3,464	3,881	3,669	3,286	3,220	3,457.1	3,445.4
세전계속사업이익	3,310	3,224	3,628	3,428	3,090	3,035	3,231.3	3,212.2
당기순이익	1,669	1,665	2,202	2,373	1,423	1,353	1,273.1	1,265.6
EPS (원)	14,439	14,491	19,483	21,552	12,619	12,647	11,076	11,010
BPS (원)	153,187	164,210	155,627	169,231	151,811	161,594	150,081	157,870
P/E (x)	3.1	3.1	3.6	3.6	2.3	2.1	4.1	4.1
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	0.0	0.0	2.9	2.9	2.2	1.9	5.0	4.9
ROE (%)	9.8%	9.1%	10.1%	9.1%	8.6%	8.0%	7.6%	7.2%
순부채비율 (%)	42.1%	37.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.8%	41.7%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주: 십억원, % 기준

자산가치: 할인율 적용해도 상승여력 나타나 주가 하방 경직성 예상

	회사	보유 지분율	가치	비고(시가총액, 장부가액)	가치	비고	가치	비고
별도 영업 가치(A)			0					
자산가치(B=(B-①)+(B-②))			5,721		5,032		5,376	
상장사(B-①)	GS리테일	57.9	1,231	할인을 적용하지 않음	615.42	50% 할인	923	25% 할인
	GS글로벌	50.7	148	할인을 적용하지 않음	73.84	50% 할인	111	25% 할인
소계			1,379		689		1,034	
비상장사(B-②)	GS에너지	100	3,945	EV/EBITDA 1.5배	3,945	좌동	3,945	좌동
	GS EPS	70	147	장부가액 50% 할인	147	좌동	147	좌동
	GS E&R	87.9	237	장부가액 50% 할인	237	좌동	237	좌동
	GS 벤처스	100	7	장부가액 50% 할인	7	좌동	7	좌동
	GS 스포츠	100	7	장부가액 50% 할인	7	좌동	7	좌동
	기타		83		83		83	
소계			4,343		4,343		4,343	
기업가치(C=A+B)			5,721		5,032		5,376	
순차입금(D)			324		324		324	
시가총액(E=C-D)			5,397		4,708		5,052	
발행주식수(F)			92,915		92,915		92,915	
목표주가(G=E/F)			58,086		50,667		54,377	
현재가(H)			45,100		45,100		45,100	
상승여력(I=G/H-1)			29%		12%		21%	

자료: Dart, FnGuide, 키움증권 리서치센터

주: 십억원, % 기준

분기·연간 추정(연결)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	6,837	6,164	6,486	6,492	6,289	6,501	6,502	6,472	25,978	25,764	26,334
(YoY)	-2%	-15%	-12%	-7%	-8%	5%	0%	0%	-9%	-1%	2%
GS칼텍스	11,874	10,773	13,278	12,683	11,857	11,620	12,094	11,852	48,608	47,423	48,016
GS에너지	1,873	1,255	1,603	1,789	1,733	1,802	1,825	1,884	6,519	7,245	7,215
GS리테일	2,674	2,958	3,090	2,891	2,810	3,109	3,248	3,039	11,613	12,207	12,767
GS EPS	685	491	409	399	405	291	242	236	1,984	1,174	1,321
GS E&R	601	443	433	442	421	310	303	309	1,920	1,343	1,326
GS글로벌	1,003	1,010	918	986	962	969	880	946	3,917	3,758	3,711
연결조정 등	1	6	33	(15)	(42)	19	3	58	26	38	(5)
(비중)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
GS에너지	27%	20%	25%	28%	28%	28%	28%	29%	25%	28%	27%
GS리테일	39%	48%	48%	45%	45%	48%	50%	47%	45%	47%	48%
GS EPS	10%	8%	6%	6%	6%	4%	4%	4%	8%	5%	5%
GS E&R	9%	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%	7%	5%	5%
GS글로벌	15%	16%	14%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%
연결조정 등	0%	0%	1%	0%	-1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
영업이익	1,062	698	1,219	742	1,016	812	963	666	3,722	3,457	3,445
(YoY)	-15%	-54%	-10%	-25%	-4%	16%	-21%	-10%	-27%	-7%	0%
Consensus						879	902	800		3,568	3,465
GS칼텍스	307	(19)	1,205	191	417	80	101	26	1,684	624	692
GS에너지	676	440	896	630	758	571	601	504	2,642	2,434	2,518
GS리테일	63	97	127	118	74	113	148	137	405	472	461
GS EPS	199	94	97	69	107	51	52	37	459	246	258
GS E&R	57	46	37	34	54	50	54	41	174	199	191
GS글로벌	23	17	23	13	17	13	17	10	77	56	55
연결조정 등	44	3	40	(121)	6	15	91	(63)	(34)	49	(37)
(비중)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
GS에너지	63.6%	63.1%	73.5%	84.8%	74.6%	70.3%	62.4%	75.7%	71.0%	70.4%	73.1%
GS리테일	6.0%	13.9%	10.4%	15.8%	7.3%	13.9%	15.4%	20.6%	10.9%	13.7%	13.4%
GS EPS	18.7%	13.5%	8.0%	9.3%	10.5%	6.2%	5.4%	5.5%	12.3%	7.1%	7.5%
GS E&R	5.4%	6.5%	3.0%	4.6%	5.3%	6.2%	5.6%	6.2%	4.7%	5.8%	5.5%
GS글로벌	2.2%	2.5%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%	2.1%	1.6%	1.6%
기타	4.2%	0.5%	3.2%	-16.3%	0.6%	1.8%	9.5%	-9.4%	-0.9%	1.4%	-1.1%
(OPM)	15.5%	11.3%	18.8%	11.4%	16.2%	12.5%	14.8%	10.3%	14.3%	13.4%	13.1%
GS칼텍스	2.6%	-0.2%	9.1%	1.5%	3.5%	0.7%	0.8%	0.2%	3.5%	1.3%	1.4%
GS에너지	36.1%	35.1%	55.9%	35.2%	43.8%	31.7%	32.9%	26.7%	40.5%	33.6%	34.9%
GS리테일	2.4%	3.3%	4.1%	4.1%	2.6%	3.6%	4.6%	4.5%	3.5%	3.9%	3.6%
GS EPS	29.0%	19.2%	23.8%	17.3%	26.3%	17.4%	21.5%	15.7%	23.1%	21.0%	19.5%
GS E&R	9.5%	10.3%	8.5%	7.7%	12.8%	16.1%	17.8%	13.3%	9.0%	14.8%	14.4%
GS글로벌	2.3%	1.7%	2.5%	1.3%	1.8%	1.3%	1.9%	1.0%	2.0%	1.5%	1.5%

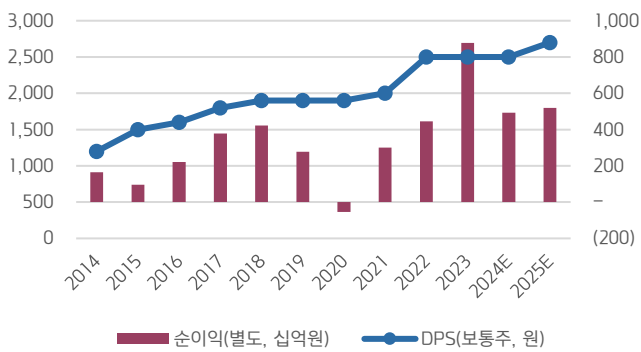
자료: GS, 키움증권 리서치센터

DDM, 목표주가 61,000원 제시

DDM						Forecast				
Historical						Forecast				
지배주주 당기순이익	544	-243	1,449	2,143	1,301	1,049	1,043	1,067	1,106	1,145
현금배당액(연간)	177	177	186	232	232	232	251	251	260	260
배당성향 (%)	32.4%	-72.7%	12.8%	10.8%	17.9%	22.1%	24.1%	23.5%	23.5%	22.7%
EPS_P	5,744	-2,563	15,301	22,629	13,734	11,076	11,010	11,272	11,675	12,094
DPS (보통주, 현금)	1,900	1,900	2,000	2,500	2,500	2,500	2,700	2,700	2,800	2,800
DPS (보통주) / EPS_P (%)	33.1%	-74.1%	13.1%	11.0%	18.2%	22.6%	24.5%	24.0%	24.0%	23.2%
PVIF(including Mid-year adj.Factor)						0.9844	0.8944	0.8126	0.7384	0.6709
PV of DPS						2,461	2,415	2,194	2,067	1,878
추정 마지막 연도 DPS						2,800				
DPS증가율 (Normalized DPS)						1.0%				
Terminal Value						74,021				
Terminal Growth						0.0%				
PV of Forecasted DPS						11,016				
PV of Terminal Value						49,658				
추정주당가치 (원)						60,673				
현재주가 (원)						45,100				
Upside (%)						34.5%				

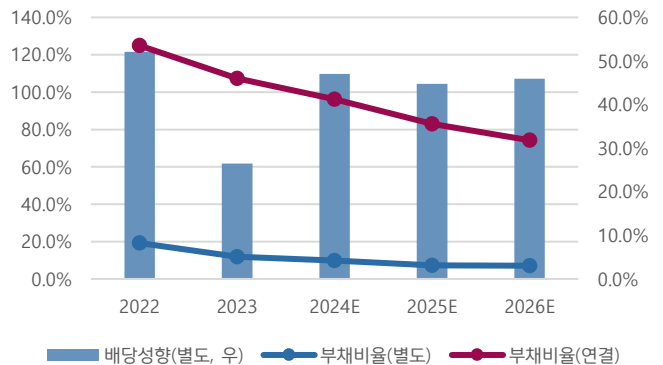
자료: GS, 키움증권 리서치센터

'14년 이후 DPS 안정적으로 상승



자료: GS, 키움증권 리서치센터

안정적인 재무구조 하에 40% 이상의 배당정책 유지 전망



출처: GS, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	28,582.5	25,978.5	25,764.0	26,334.1	26,916.7
매출원가	20,614.8	19,264.8	19,921.7	20,450.7	20,903.2
매출총이익	7,967.7	6,713.7	5,842.3	5,883.4	6,013.5
판관비	2,847.6	2,991.9	2,385.2	2,438.0	2,491.9
영업이익	5,120.2	3,721.8	3,457.1	3,445.4	3,521.6
EBITDA	5,120.2	3,721.8	3,457.1	3,445.4	3,521.6
영업외손익	-360.2	-259.4	-225.8	-233.2	-233.1
이자수익	85.5	157.3	142.7	91.3	56.2
이자비용	368.2	410.5	385.9	341.9	306.8
외환관련이익	172.1	99.9	79.5	79.5	79.5
외환관련손실	170.8	106.7	81.2	81.2	81.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-78.8	0.6	19.1	19.1	19.2
법인세차감전이익	4,759.9	3,462.4	3,231.3	3,212.2	3,288.5
법인세비용	2,174.5	1,822.1	1,958.2	1,946.6	1,992.8
계속사업손익	2,585.5	1,640.3	1,273.1	1,265.6	1,295.7
당기순이익	2,482.7	1,578.7	1,273.1	1,265.6	1,295.7
지배주주순이익	2,143.0	1,300.7	1,048.9	1,042.7	1,067.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.7	-9.1	-0.8	2.2	2.2
영업이익 증감율	93.1	-27.3	-7.1	-0.3	2.2
EBITDA 증감율	93.1	-27.3	-7.1	-0.3	2.2
지배주주순이익 증감율	47.9	-39.3	-19.4	-0.6	2.4
EPS 증감율	47.9	-39.3	-19.4	-0.6	2.4
매출총이익율(%)	27.9	25.8	22.7	22.3	22.3
영업이익률(%)	17.9	14.3	13.4	13.1	13.1
EBITDA Margin(%)	17.9	14.3	13.4	13.1	13.1
지배주주순이익률(%)	7.5	5.0	4.1	4.0	4.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,978.6	5,982.3	5,724.9	4,928.5	4,413.9
현금 및 현금성자산	2,331.2	2,222.0	1,980.8	1,109.6	517.3
단기금융자산	490.3	479.4	468.7	458.2	448.0
매출채권 및 기타채권	2,149.9	2,281.8	2,263.0	2,313.1	2,364.2
재고자산	712.5	686.6	680.9	696.0	711.4
기타유동자산	294.7	312.5	331.5	351.6	373.0
비유동자산	27,943.6	28,466.1	28,961.6	29,457.2	29,952.7
투자자산	9,910.3	10,091.1	10,336.6	10,582.2	10,827.7
유형자산	10,866.7	11,342.2	11,592.2	11,842.2	12,092.2
무형자산	2,029.2	1,981.5	1,981.5	1,981.5	1,981.5
기타비유동자산	5,137.4	5,051.3	5,051.3	5,051.3	5,051.3
자산총계	33,922.2	34,448.4	34,686.6	34,385.7	34,366.7
유동부채	6,527.8	6,573.9	6,525.1	6,513.8	6,504.2
매입채무 및 기타채무	2,419.0	2,469.9	2,421.1	2,409.8	2,400.2
단기금융부채	3,393.1	3,460.3	3,460.3	3,460.3	3,460.3
기타유동부채	715.7	643.7	643.7	643.7	643.7
비유동부채	10,906.6	10,249.3	9,549.3	8,299.3	7,299.3
장기금융부채	8,936.4	8,214.1	7,514.1	6,264.1	5,264.1
기타비유동부채	1,970.2	2,035.2	2,035.2	2,035.2	2,035.2
부채총계	17,434.4	16,823.2	16,074.4	14,813.1	13,803.5
지배지분	12,438.6	13,450.0	14,212.7	14,950.3	15,712.7
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,692.7	1,696.0	1,696.0	1,696.0	1,696.0
기타자본	-2,965.2	-2,966.9	-2,966.9	-2,966.9	-2,966.9
기타포괄손익누계액	114.0	100.1	50.7	1.3	-48.1
이익잉여금	13,123.6	14,147.3	14,959.4	15,746.4	16,558.1
비지배지분	4,049.2	4,175.2	4,399.4	4,622.3	4,850.5
자본총계	16,487.8	17,625.2	18,612.2	19,572.6	20,563.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,735.4	3,020.8	3,559.7	3,480.0	3,528.0
당기순이익	2,482.7	1,578.7	1,273.1	1,265.6	1,295.7
비현금항목의 가감	2,258.4	2,785.0	3,819.5	3,815.3	3,861.4
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-1,693.6	-1,020.1	0.0	0.0	0.0
기타	3,952.0	3,805.1	3,819.5	3,815.3	3,861.4
영업활동자산부채증감	-45.8	71.5	-43.3	-115.5	-97.5
매출채권및기타채권의감소	-339.2	187.4	18.8	-50.1	-51.2
재고자산의감소	-10.5	15.3	5.7	-15.1	-15.4
매입채무및기타채무의증가	439.8	-88.0	-48.8	-11.3	-9.6
기타	-135.9	-43.2	-19.0	-39.0	-21.3
기타현금흐름	-1,959.9	-1,414.4	-1,489.6	-1,485.4	-1,531.6
투자활동 현금흐름	-397.5	-1,460.3	-690.8	-691.0	-691.2
유형자산의 취득	-865.1	-1,074.5	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	19.7	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.9	-14.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1,679.2	-180.8	-245.5	-245.5	-245.5
단기금융자산의감소(증가)	797.4	10.9	10.7	10.5	10.2
기타	1,336.6	-205.9	-206.0	-206.0	-205.9
재무활동 현금흐름	-1,213.0	-1,671.3	-918.5	-1,468.5	-1,237.4
차입금의 증가(감소)	-394.4	-749.5	-200.0	-750.0	-500.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.1	30.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-312.8	-470.1	-236.8	-236.8	-255.7
기타	-505.9	-481.7	-481.7	-481.7	-481.7
기타현금흐름	1.4	1.7	-2,191.7	-2,191.7	-2,191.7
현금 및 현금성자산의 순증가	1,126.2	-109.2	-241.2	-871.2	-592.3
기초현금 및 현금성자산	1,205.0	2,331.2	2,222.0	1,980.8	1,109.6
기말현금 및 현금성자산	2,331.2	2,222.0	1,980.8	1,109.6	517.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	22,629	13,734	11,076	11,010	11,272
BPS	131,347	142,027	150,081	157,870	165,920
CFPS	50,065	46,079	53,776	53,652	54,457
DPS	2,500	2,500	2,500	2,700	2,700
주가배수(배)					
PER	1.9	3.0	4.3	4.3	4.2
PER(최고)	2.2	3.4	5.2		
PER(최저)	1.6	2.5	3.6		
PBR	0.33	0.29	0.32	0.30	0.29
PBR(최고)	0.38	0.32	0.38		
PBR(최저)	0.28	0.24	0.26		
PSR	0.15	0.15	0.18	0.17	0.17
PCFR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.5	4.6	5.0	5.0	4.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.4	14.7	18.2	19.8	19.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	5.7	6.1	5.2	5.7	5.7
ROA	7.6	4.6	3.7	3.7	3.8
ROE	18.9	10.0	7.6	7.2	7.0
ROIC	17.5	11.2	7.9	7.8	7.8
매출채권회전율	14.4	11.7	11.3	11.5	11.5
재고자산회전율	42.6	37.1	37.7	38.2	38.2
부채비율	105.7	95.4	86.4	75.7	67.1
순차입금비율	57.7	50.9	45.8	41.7	37.7
이자보상배율	13.9	9.1	9.0	10.1	11.5
총차입금	12,329.5	11,674.4	10,974.4	9,724.4	8,724.4
순차입금	9,508.0	8,973.1	8,524.9	8,156.6	7,759.2
NOPLAT	5,120.2	3,721.8	3,457.1	3,445.4	3,521.6
FCF	1,972.6	864.7	1,068.8	991.9	1,040.0

HD현대(267250)
: 분기 배당이 성장할 주주환원에 중심인 회사

HD현대 2분기 연결 영업이익 4735억원(YoY +0%, QoQ -40%)을 추정한다. 전기비 연결 영업이익이 하락할 것으로 예상하는 HD현대오일뱅크 영어이익을 시황 약세로 1분기 대비 대폭 하락한 560억원으로 추정하기 때문이다.

BUY(유지)
목표주가 101,000원 (상향)

그러나, 동사의 경우 타사 대비 전기비 영업이익 조정폭이 상대적으로 낮는데, 이는 HD한국조선해양, HD현대마린솔루션 등 조선관련 자회사들의 실적개선이 정유부문 이익 감소를 일부분 보완할 것으로 추정하기 때문이다.

‘24년 연간 HD현대 연결 영업이익은 전년대비 30% 상승할 것으로 예상한다(Consensus YoY +47%). ‘23년 연결 영업이익에서 30%를 차지한 HD현대오일뱅크도 ‘24년 정제마진 영향을 비껴나기 어려울 것으로 본다. 그러나 HD현대오일뱅크의 경우 ‘23년 3분기 대정기보수를 집행했고, 일회성 비용에 따른 기저효과로 HD현대오일뱅크의 ‘24년 영업이익은 전년대비 8% 감소에 그칠 것으로 추정한다. 이뿐 아니라, 조선 자회사들의 수익 성장이 두드러지고 있어 전사 연결 영업이익은 오히려 30% 성장할 것으로 보인다.

우리는 정유산업의 수요 Peaking Out을 앞두고 성장보다 환원이 정유 투자에서 주요한 열쇠가 될 것으로 판단한다. 이는 지난 3년간 미국 정유사들의 PBR과 주주환원율에서 확인바 있다. 따라서 지주사 기준 수익구조에서 중요한 자회사 이익 성장과 이에 따른 배당규모, 임대료 수익 및 로열티를 확인할 필요가 있다. 우리는 주주환원 기준의 투자매력 판단을 위해 DDM으로 가치를 산정하기 때문이다.

동사의 적극적인 배당 정책(별도 기준 70% 이상 배당성향 및 분기배당 추진), 정제마진 조정을 가정한 경우에도 증가하는 ‘24년 영업이익, 또한 추가 배당가능한 피지배회사에 해당하는 HD한국조선해양과 HD현대사이트솔루션의 견조한 실적 추세, ‘25년 이후 증가 가능성이 있는 로열티 수익(‘23~’25년 5bps 계약 이후 변경가능) 감안시 동사의 배당 성장률은 4사중 가장 높은 것으로 평가한다.

3가지 조건에 부합하는가?

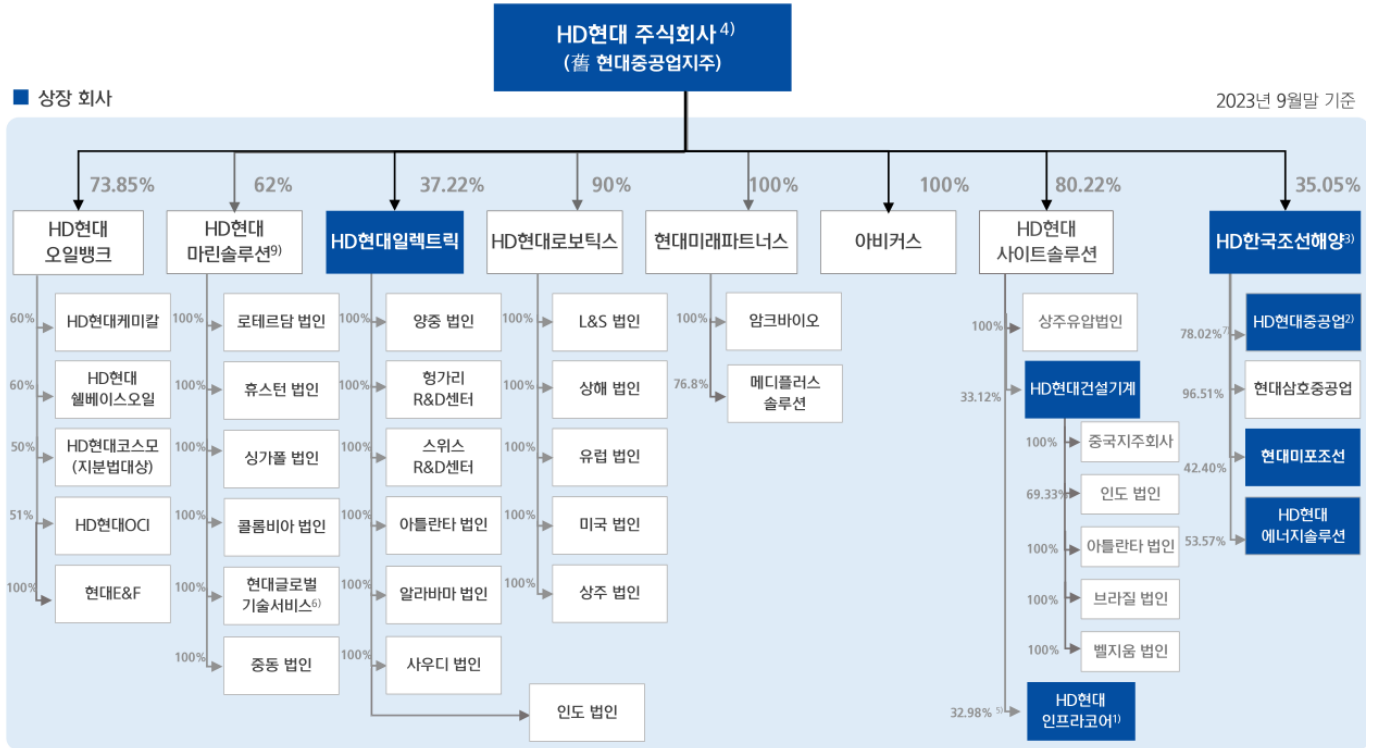
동사를 정유주 중 Top Pick으로 추천하기는 이유는

- 1) 정유외 부분에서 성장 동인으로 조선과 건설기계가 선전하고 있고, ‘23년 HD현대오일뱅크의 대정기보수에 따른 기저효과로 정제마진 조정을 가정해도 오일뱅크의 경우 전년대비 영업이익 30% 성장이 예상되며,
- 2) 분기배당뿐 아니라 별도기준 배당성향 70% 이상으로 정유사들 중 가장 적극적인 주주환원 정책을 실행하고 있고, 새로 배당 가능한 HD한국조선해양, HD현대일렉트릭의 수익창출력도 견조할 뿐 아니라, ‘26년부터 로열티 수익 증가 가능성이 높은 것으로 판단하기 때문이다.
- 3) 정유는 초호황 시기를 지나고 있는 것으로 판단하지만, 여전히 견조한 수익성을 창출하고 있고, 이에 조선의 사이클이 회복에 들어섬에 따라 전체 포트폴리오 수익성이 개선되고 있어 차입금도 점진적으로 상환할 것으로 예상하기 때문이다.

지주사 특성상 전년 배당수익이 다음해 배당수익으로 인식됨에 따라 ‘24년 수익추정에서 ‘25년을 기준으로 가치 산정하는 것이 보다 합리적일 수 있다. 지주사의 경우 시장에서 SOTP 평가를 주로 하고 있지만, 자산가치와 수익가치를 따로 계산할 경우 Double Counting 이슈가 발생할 수 있고, 자산가치 역시 상장회사들에 대한 할인율 적용에 따라 기업가치가 크게 변동되는 단점이 있다. 이에 따라 동사를 ‘25년 배당에 근거, DDM으로 평

가하면 목표주가 원이 도출된다. 현재 주가와외의 괴리율이 41%에 달하여 정유주들 중 가장 높은 Upside Potential이 있기에 정유 Top Pick, BUY의견을 유지한다.

계열사 등 현황



주1. HD현대인프라코어 : 2021. 8월 19일 편입
 주2. HD현대중공업 : 2021. 9월 17일 상장
 주3. HD한국조선해양 : 2022. 2월 24일 (30.95% → 35.05%)
 주4. 현대중공업주주 → HD현대 주식회사로 변경 (2022. 3월 28일)
 주5. HD현대인프라코어 : 신주인수권 행사에 따라 33.30% → 33.29%
 주6. HD현대글로벌서비스 : 2022. 4월 1일 현대글로벌기술서비스 설립
 주7. HD현대중공업 : 주식 처분 79.72% → 78.02% (2022. 5월 17일)
 주8. HD현대사이트솔루션 : 지분율 100% → 80.22%(2023년 8월 18일, 전환사채 전환)
 주9. HD현대글로벌서비스 → HD현대마린솔루션 사명 변경 (2023. 11. 23)

자료: HD현대, 키움증권 리서치센터
 주: '23년 3분기말 기준

Consensus vs Kiwoom

	Average		High		Low		Kiwoom	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
목표주가 (원)	91,600		100,000		85,000		105,000	
매출액	65,960	70,731	66,916	78,151	64,648	65,363	68,233.9	72,550.2
영업이익	2,956	3,604	3,825	5,187	2,321	2,529	2,646.3	3,065.7
세전계속사업이익	2,022	2,762	2,928	4,409	1,331	1,552	1,679.8	2,270.3
당기순이익	1,602	2,175	2,284	3,439	1,025	1,195	1,377.6	1,861.8
EPS (원)	8,482	11,644	10,115	15,242	7,140	8,317	5,869	7,933
BPS (원)	108,896	118,052	111,493	125,006	104,927	107,577	92,268	93,479
P/E (x)	8.2	6.0	9.8	8.4	6.9	4.6	11.9	8.8
P/B (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	0.0	0.0	4.5	4.2	1.8	1.2	8.3	7.2
ROE (%)	8.9%	11.5%	10.5%	14.5%	7.9%	9.1%	6.3%	8.5%
순부채비율 (%)	42.9%	31.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.0%	40.6%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주: 십억원, % 기준

분기·연간 추정(연결)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	15,274	15,621	13,723	16,713	16,514	17,239	17,240	17,240	61,331	68,234	72,550
(YoY)	35%	-1%	-21%	1%	8%	10%	26%	3%	1%	11%	6%
HD현대오일뱅크	7,399	6,973	5,824	7,913	7,879	7,564	7,942	7,545	28,108	30,929	32,475
HD한국조선해양	4,842	5,454	5,011	5,989	5,516	6,090	5,992	6,543	21,296	24,141	27,517
HD현대사이트솔루션	2,373	2,407	2,063	1,905	2,203	2,346	2,011	1,857	8,748	8,417	8,712
HD현대일렉트릭	569	643	694	797	801	831	873	963	2,703	3,467	4,003
HD현대마린솔루션	321	364	359	386	383	427	386	434	1,431	1,629	1,791
그외	463	76	144	68	324	233	354	194	751	1,105	1,189
연결조정	(693)	(295)	(371)	(347)	(591)	(251)	(316)	(295)	(1,705)	(1,454)	(3,137)
(비중)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
HD현대오일뱅크	48%	45%	42%	47%	48%	44%	46%	44%	46%	45%	45%
HD한국조선해양	32%	35%	37%	36%	33%	35%	35%	38%	35%	35%	38%
HD현대사이트솔루션	16%	15%	15%	11%	13%	14%	12%	11%	14%	12%	12%
HD현대일렉트릭	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	4%	5%	6%
HD현대마린솔루션	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
그외	3%	0%	1%	0%	2%	1%	2%	1%	1%	2%	2%
연결조정	-5%	-2%	-3%	-2%	-4%	-1%	-2%	-2%	-3%	-2%	-4%
영업이익	533	473	668	358	794	474	628	751	2,032	2,646	3,066
(YoY)	-34%	-62%	-38%	30%	49%	0%	-6%	110%	-40%	30%	16%
Consensus						799	850	864		2,987	3,826
HD현대오일뱅크	259	36	319	3	305	56	145	63	617	569	667
HD한국조선해양	(19)	71	69	161	160	247	286	367	282	1,059	1,988
HD현대사이트솔루션	232	271	161	61	163	191	113	43	724	509	590
HD현대일렉트릭	46	59	85	125	129	123	129	151	315	531	662
HD현대마린솔루션	46	55	50	51	52	63	57	63	202	243	285
그외	402	5	82	(18)	262	30	88	112	472	492	422
연결조정	(432)	(25)	(99)	(25)	(277)	(236)	(190)	(47)	(580)	(758)	(1,547)
(OPM)	3%	3%	5%	2%	5%	3%	4%	4%	3%	4%	4%
HD현대오일뱅크	4%	1%	5%	0%	4%	1%	2%	1%	2%	2%	2%
HD한국조선해양	0%	1%	1%	3%	3%	4%	5%	6%	1%	4%	7%
HD현대사이트솔루션	10%	11%	8%	3%	7%	8%	6%	2%	8%	6%	7%
HD현대일렉트릭	8%	9%	12%	16%	16%	15%	15%	16%	12%	15%	17%
HD현대마린솔루션	14%	15%	14%	13%	13%	15%	15%	15%	14%	15%	16%
그외	87%	7%	57%	-26%	81%	13%	25%	58%	63%	45%	35%
연결조정	62%	8%	27%	7%	47%	94%	60%	16%	34%	52%	49%
(OPM)											

자료: GS, 키움증권 리서치센터

주: 상장 피지배사 Consensus, 비상장 피지배사 회사 Comment 참고하여 추정

DDM, 목표주가 105,000원 제시

	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12
DDM										
	Historical					Forecast				
지배주주 당기순이익	173	-609	-147	1,409	264	464	627	720	809	898
현금배당액(연간)	271	261	392	325	261	269	297	297	318	318
배당성향 (%)	156.2%	-42.9%	-266.6%	23.1%	98.9%	57.9%	47.4%	41.2%	39.3%	35.4%
EPS_P	10,636	-38,153	-1,862	17,832	3,348	5,869	7,933	9,114	10,246	11,369
DPS (보통주, 현금)	18,500	18,500	5,550	4,600	3,700	3,800	4,200	4,200	4,500	4,500
DPS (보통주) / EPS_P (%)	173.9%	-48.5%	-298.0%	25.8%	110.5%	64.7%	52.9%	46.1%	43.9%	39.6%
PVIF(including Mid-year adj.Factor)						0.9768	0.9034	0.8356	0.7729	0.7148
PV of DPS						3,712	3,794	3,510	3,478	3,217
추정 마지막 연도 DPS						4,500				
DPS증가율 (Normalized DPS)						1.0%				
Terminal Value						122,577				
Terminal Growth						1.0%				
PV of Forecasted DPS						17,710				
PV of Terminal Value						87,622				
Equity Value						105,332				
추정주당가치 (원)						105,332				
현재주가 (원)						69,900				
Upside (%)						50.7%				

자료: GS, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	60,849.7	61,331.3	68,233.9	72,550.2	75,949.4
매출원가	54,883.1	56,366.0	62,341.0	66,072.1	69,167.8
매출총이익	5,966.6	4,965.3	5,892.9	6,478.1	6,781.6
판관비	2,579.6	2,933.7	3,246.7	3,412.4	3,540.2
영업이익	3,387.0	2,031.6	2,646.3	3,065.7	3,241.4
EBITDA	4,968.7	3,790.4	4,460.1	4,704.8	4,722.7
영업외손익	-490.6	-1,073.3	-966.4	-795.3	-632.8
이자수익	171.9	274.4	215.3	391.0	500.9
이자비용	640.5	911.7	900.3	904.8	852.2
외환관련이익	2,721.1	1,757.0	1,620.9	1,620.9	1,620.9
외환관련손실	2,694.8	1,675.9	1,387.3	1,387.3	1,387.3
종속 및 관계기업손익	-63.4	4.2	4.2	4.2	4.2
기타	15.1	-521.3	-519.2	-519.3	-519.3
법인세차감전이익	2,896.4	958.2	1,679.8	2,270.3	2,608.6
법인세비용	661.4	172.4	302.2	408.5	469.4
계속사업손익	2,235.0	785.8	1,377.6	1,861.8	2,139.2
당기순이익	2,235.0	785.8	1,377.6	1,861.8	2,139.2
지배주주순이익	1,408.6	264.5	463.6	626.6	720.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	114.6	0.8	11.3	6.3	4.7
영업이익 증감율	226.7	-40.0	30.3	15.8	5.7
EBITDA 증감율	156.4	-23.7	17.7	5.5	0.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-81.2	75.3	35.2	14.9
EPS 증감율	흑전	-81.2	75.3	35.2	14.9
매출총이익율(%)	9.8	8.1	8.6	8.9	8.9
영업이익률(%)	5.6	3.3	3.9	4.2	4.3
EBITDA Margin(%)	8.2	6.2	6.5	6.5	6.2
지배주주순이익률(%)	2.3	0.4	0.7	0.9	0.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,130.8	32,083.1	28,419.7	31,744.6	33,868.1
현금 및 현금성자산	3,994.8	4,400.5	3,047.6	7,373.4	10,104.3
단기금융자산	2,319.7	2,240.2	2,163.5	2,089.4	2,017.9
매출채권 및 기타채권	5,148.6	5,677.3	6,316.3	6,715.8	7,030.5
재고자산	9,470.7	9,416.3	10,476.1	11,138.8	11,660.7
기타유동자산	9,197.0	10,348.8	6,416.2	4,427.2	3,054.7
비유동자산	35,440.1	35,899.7	34,430.8	32,886.6	31,500.3
투자자산	862.0	946.2	1,041.1	1,136.1	1,231.0
유형자산	24,219.9	25,052.5	23,706.9	22,268.2	20,971.0
무형자산	4,374.2	4,274.6	4,056.3	3,855.9	3,671.8
기타비유동자산	5,984.0	5,626.4	5,626.5	5,626.4	5,626.5
자산총계	65,570.9	67,982.8	62,850.5	64,631.3	65,368.4
유동부채	26,274.6	28,532.2	22,625.0	23,074.8	22,953.7
매입채무 및 기타채무	7,864.5	8,325.6	8,875.7	9,225.5	9,504.4
단기금융부채	6,884.8	6,495.1	6,345.1	6,445.1	6,045.1
기타유동부채	11,525.3	13,711.5	7,404.2	7,404.2	7,404.2
비유동부채	16,032.6	16,218.8	16,118.8	16,118.8	15,368.8
장기금융부채	12,908.4	13,436.6	13,336.6	13,336.6	12,586.6
기타비유동부채	3,124.2	2,782.2	2,782.2	2,782.2	2,782.2
부채총계	42,307.2	44,751.0	38,743.8	39,193.6	38,322.5
지배지분	7,485.2	7,327.6	7,288.5	7,384.2	7,573.2
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	5,253.3	5,252.2	5,252.2	5,252.2	5,252.2
기타자본	-900.3	-854.1	-854.1	-854.1	-854.1
기타포괄손익누계액	396.1	408.8	174.6	-59.5	-293.6
이익잉여금	2,654.7	2,439.2	2,634.3	2,964.1	3,387.3
비지배지분	15,778.4	15,904.3	16,818.2	18,053.4	19,472.7
자본총계	23,263.7	23,231.8	24,106.7	25,437.6	27,045.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,133.8	3,934.9	550.6	5,638.9	5,324.8
당기순이익	2,235.0	785.8	1,377.6	1,861.8	2,139.2
비현금항목의 가감	2,687.5	2,856.1	3,678.2	3,438.6	3,179.1
유형자산감가상각비	1,378.0	1,534.9	1,595.6	1,438.7	1,297.2
무형자산감가상각비	203.7	224.0	218.3	200.4	184.1
지분법평가손익	-170.7	-51.8	-4.2	-4.2	-4.2
기타	1,276.5	1,149.0	1,868.5	1,803.7	1,702.0
영업활동자산부채증감	-1,838.1	1,630.7	-3,530.5	1,248.4	814.7
매출채권및기타채권의감소	-71.2	-327.1	-639.0	-399.5	-314.7
재고자산의감소	-1,767.2	108.4	-1,059.8	-662.7	-521.9
매입채무및기타채무의증가	-406.3	472.0	550.1	349.8	278.9
기타	406.6	1,377.4	-2,381.8	1,960.8	1,372.4
기타현금흐름	-950.6	-1,337.7	-974.7	-909.9	-808.2
투자활동 현금흐름	1,235.4	-2,622.4	-702.0	-454.6	-457.1
유형자산의 취득	-1,965.9	-2,093.8	-250.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	36.2	40.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-95.2	-130.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2,610.8	-80.0	-90.8	-90.8	-90.8
단기금융자산의감소(증가)	-985.3	79.4	76.7	74.1	71.6
기타	1,634.8	-437.9	-437.9	-437.9	-437.9
재무활동 현금흐름	-1,537.4	-905.8	-1,028.6	-685.7	-1,764.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	-250.0	100.0	-950.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-325.1	-388.6	-261.5	-268.5	-296.8
기타	-1,212.3	-517.2	-517.1	-517.2	-517.2
기타현금흐름	25.9	-0.9	-172.8	-172.8	-372.8
현금 및 현금성자산의 순증가	1,857.7	405.7	-1,352.9	4,325.8	2,730.9
기초현금 및 현금성자산	2,137.1	3,994.8	4,400.5	3,047.6	7,373.4
기말현금 및 현금성자산	3,994.8	4,400.5	3,047.6	7,373.4	10,104.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	17,832	3,348	5,869	7,933	9,114
BPS	94,758	92,762	92,268	93,479	95,872
CFPS	62,315	46,105	64,002	67,100	67,326
DPS	4,600	3,700	3,800	4,200	4,200
주가배수(배)					
PER	3.2	18.9	12.7	9.4	8.2
PER(최고)	3.7	22.5	12.9		
PER(최저)	2.6	16.2	10.1		
PBR	0.60	0.68	0.81	0.80	0.78
PBR(최고)	0.70	0.81	0.82		
PBR(최저)	0.48	0.58	0.64		
PSR	0.07	0.08	0.09	0.08	0.08
PCFR	0.9	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.8	9.0	8.3	7.3	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.5	33.3	19.5	15.9	13.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	8.1	5.8	5.1	5.6	5.6
ROA	4.4	1.2	2.1	2.9	3.3
ROE	20.4	3.6	6.3	8.5	9.6
ROIC	5.4	3.9	5.9	6.9	7.9
매출채권회전율	14.0	11.3	11.4	11.1	11.1
재고자산회전율	7.9	6.5	6.9	6.7	6.7
부채비율	181.9	192.6	160.7	154.1	141.7
순차입금비율	57.9	57.2	60.0	40.6	24.1
이자보상배율	5.3	2.2	2.9	3.4	3.8
총차입금	19,793.2	19,931.8	19,681.8	19,781.8	18,631.8
순차입금	13,478.8	13,291.0	14,470.6	10,318.9	6,509.6
NOPLAT	4,968.7	3,790.4	4,460.1	4,704.8	4,722.7
FCF	-716.3	2,619.6	203.5	5,401.5	4,954.2

SK이노베이션(096770)

:투자부담 Risk On

Marketperform(유지)

목표주가 110,000원(하향)

SK이노베이션의 2분기 실적은 정제마진 하락 및 배터리 가격 4% 하락, 미국외 지역의 수요 둔화 영향으로 영업이익 925억원(YoY 흑자전환, QoQ -85%)을 추정한다. 이는 시장 Consensus 5383억원 대비 저조한 수준으로 원유 매입 계약 및 재고량에 따라 매출원가 변동이 큰 산업임을 감안, 보수적으로 산정하였다.

우리는 러시아-우크라이나 사태 및 노후화된 설비 Scrap 증첩에 따른 초호황 시기가 지나 '24년이후 정제 마진은 점차 안정화될 것으로 예상된다. 동사는 성장동력으로 배터리부문, 즉 SK온에 대한 투자를 지속하고 있다. 그러나 '24년 상반기 현재 유럽의 보조금 감축, 20%대(1~4월 누적 기준 22%)로 둔화된 EV 증가율, 미국 일부 라인의 저조했던 가동률, 지속되는 배터리 가격 하향 등으로 흑자전환 시점은 지연될 것으로 예상된다. 우리는 '26년까지 배터리 팩 가격이 연평균 17% 하락할 것으로 예상하며, 동사의 글로벌 M/S 하락을 반영하여 다소 보수적으로 추정, '25년 동사 SK온의 영업손실이 지속할 것으로 예상된다.

올해 CAPEX는 전사 약 9.5조원, 이 중 SK온의 CAPEX 규모는 약 7조원, 당사 추정 EBITDA 약 3.6조원으로 투자자금 마련 이슈는 지속될 전망이다. 최근 SK이노베이션과 SK E&S 합병, 자회사 유증 등 회사구조 변경과 관련된 여러 기사가 보도되고 있지만 확인된 바는 없다. 그러나 지난 27~28일 그룹 경영전략회의에서 그룹의 미래성장전략과 '질적 성장'을 논의한 것으로 알려져, 조만간 확정계획을 알 수 있을 것으로 예상된다. 타사와 합병될 경우 합병을 위한 기업가치 산정 및 이에 따른 합병 비율에 따라 기업가치는 재산정되어야 한다. 따라서 현재 시점의 목표주가와 투자 의견은 변화 내용이 공표되기 전의 가치산정에 유의할 필요가 있다.

3가지 조건에 부합하는가?

앞서 밝힌 바와 같이 3가지 조건에서 투자 매력을 평가할 때, 동사를 BUY로 추천하지 않는다.

- 1) 정유외 성장동인, 즉 배터리부문의 유의미한 흑자전환이 '25년까지 달성될 것으로 추정하지 않는다.
- 2)'24년 추정 EBITDA를 대폭 상회하는 CAPEX 계획에 따라 '24년 배당 가능성이 낮다.
- 3) 2)에 따라 외부자금 조달이 발생할 때 '24년 이자부담 및 재무 건전성이 악화될 수 있다.('24년말 부채비율 172% 추정)

구체적인 회사 구조 변경 확정안이 발표되지 않은 현재 시점에서 기존 MARKETPERFORM 의견을 유지한다. 배당 가능성이 낮아 DDM이 아니라 PBR로 가치산정했고, Peer인 S-Oil의 배당정책이 배당성향 20% 이상임에 착한, S-Oil PBR에 40% 할인한 0.48x를 적용하여 목표주가 110,000원을 제시한다. 이는 당사 투자 의견 규정상 Marketperform에 해당한다.

동사는 연초대비 주가가 25.5% 조정받아 KOSPI대비 Underperform하였으나 조정을 이유로 저가매수를 추천하지 않는다. 향후 기업구조 변경과 관련된 불확실성이 해소될 때 기업 가치를 재산정할 예저이다.

분기·연간 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,881	19,439	19,811	77,288	76,987	77,493
(YoY)	18%	-6%	-13%	2%	-2%	1%	-2%	1%	-1%	0%	1%
정유	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	12,341	12,587	12,839	47,551	50,622	50,116
화학	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,925	2,983	2,805	10,744	11,471	11,454
윤활유	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,217	1,232	1,208	4,693	4,794	4,914
E&P	329	249	239	310	370	381	385	389	1,126	1,525	1,544
Battery	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,970	2,206	2,524	12,897	8,383	9,134
소재	42	52	48	50	32	42	38	40	193	152	164
기타	22	20	20	22	19	6	7	7	85	39	167
(비중)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
정유	61%	57%	62%	66%	68%	65%	65%	65%	62%	66%	65%
화학	13%	15%	15%	13%	15%	15%	15%	14%	14%	15%	15%
윤활유	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
E&P	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
Battery	17%	20%	16%	14%	9%	10%	11%	13%	17%	11%	12%
소재	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
영업이익	375	(107)	1,563	73	625	92	381	200	1,904	1,299	2,129
(YoY)	-77%	적전	122%	흑전	67%	흑전	-76%	176%	-51%	-32%	64%
Consensus						538	694	747		2,589	4,069
정유	275	(411)	1,113	(165)	591	86	117	(171)	811	623	593
화학	109	170	237	0	125	122	118	92	517	456	449
윤활유	259	260	262	217	220	213	210	217	998	860	849
E&P	114	68	79	107	154	133	147	141	368	576	550
Battery	(345)	(132)	(86)	(19)	(332)	(357)	(269)	(147)	(581)	(1,104)	(347)
소재	(4)	(0)	4	12	(64)	(63)	4	15	11	(109)	(93)
기타	(33)	(62)	(45)	(80)	(70)	(41)	54	54	(220)	(3)	129
(OPM)	2%	-1%	8%	0%	3%	0%	2%	1%	2%	2%	3%
정유	2%	-4%	9%	-1%	5%	1%	1%	-1%	2%	1%	1%
화학	4%	6%	8%	0%	5%	4%	4%	3%	5%	4%	4%
윤활유	20%	23%	22%	20%	19%	17%	17%	18%	21%	18%	17%
E&P	35%	27%	33%	35%	42%	35%	38%	36%	33%	38%	36%
Battery	-10%	-4%	-3%	-1%	-20%	-18%	-12%	-6%	-5%	-13%	-4%
소재	-9%	0%	7%	23%	-203%	-152%	11%	36%	6%	-72%	-57%
기타	-146%	-311%	-222%	-362%	-374%	-671%	757%	800%	-259%	-7%	77%

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

주: 십억원, % 기준

Consensus vs Kiwoom

	Average		High		Low		Kiwoom	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
목표주가 (원)	154,684		200,000		116,000		110,000	
매출액	78,650	82,968	87,486	95,130	72,530	68,801	76,987	77,493
영업이익	2,589	4,069	3,209	5,255	1,419	2,374	1,299	2,129
세전계속사업이익	1,341	2,983	2,195	4,312	121	875	-112	526
당기순이익	886	2,151	1,712	3,234	72	521	-112	412
EPS (원)	7,582	18,254	15,780	29,365	341	2,479	-531	1,963
BPS (원)	237,264	254,150	245,875	270,754	214,632	222,023	229,169	232,157
P/E (x)	14.8	6.1	328.2	45.1	7.1	3.8	-210.7	57.0
P/B (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	0.0	0.0	9.1	8.0	4.9	3.8	11.9	8.9
ROE (%)	3.3%	7.5%	6.7%	11.6%	0.2%	1.1%	-0.2%	0.9%
순부채비율 (%)	78.8%	83.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.7%	82.1%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

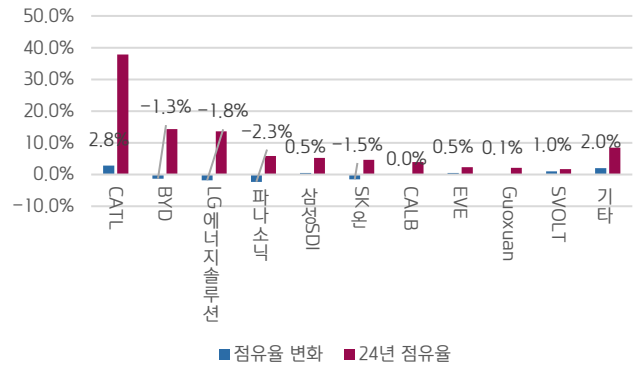
주: 십억원, % 기준

배터리 상위 10개사 글로벌 M/S 변화

순위	회사명	23년 1~3월	24년 1~3월	성장률	23년 점유율	24년 점유율	점유율 변화
1	CATL	45.6	60.1	31.8%	35.0%	37.8%	2.8%
2	BYD	20.3	22.7	11.8%	15.6%	14.3%	-1.3%
3	LG에너지솔루션	20.1	21.7	8.0%	15.4%	13.7%	-1.8%
4	파나소닉	10.6	9.3	-12.3%	8.1%	5.9%	-2.3%
5	삼성SDI	6.2	8.4	35.5%	4.8%	5.3%	0.5%
6	SK온	7.9	7.3	-7.6%	6.1%	4.6%	-1.5%
7	CALB	5.2	6.3	21.2%	4.0%	4.0%	0.0%
8	EVE	2.3	3.6	56.5%	1.8%	2.3%	0.5%
9	Guoxuan	2.7	3.4	25.9%	2.1%	2.1%	0.1%
10	SVOLT	0.9	2.7	200.0%	0.7%	1.7%	1.0%
	기타	8.4	13.4	59.5%	6.5%	8.4%	2.0%
	합계	130.2	158.9	22.0%	100.0%	100.0%	0.0%

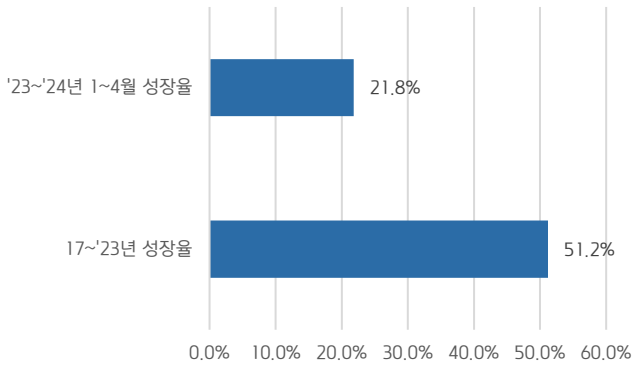
자료: SNE 리서치, 에너지신문, 키움증권 리서치센터

주요 배터리사 '24년 1분기 시장점유율 및 전년대비 증감



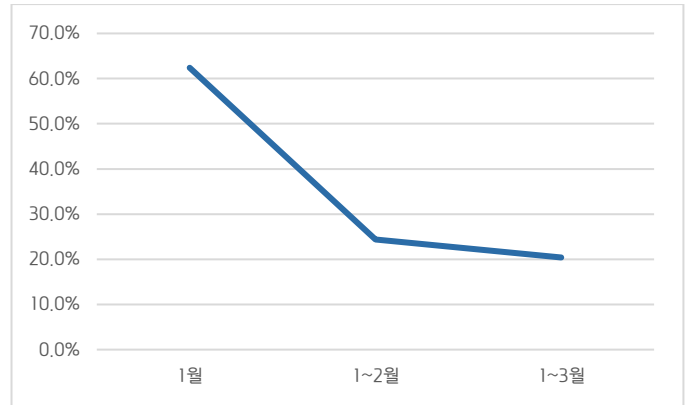
출처: SNE 리서치, 에너지신문, 키움증권 리서치센터

'24년 하락한 배터리 성장률



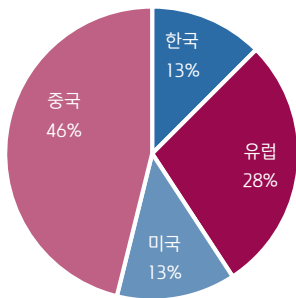
자료: SNE 리서치, 에너지신문, 키움증권 리서치센터

'24년 전년대비 월간 배터리 누적 성장률 추이



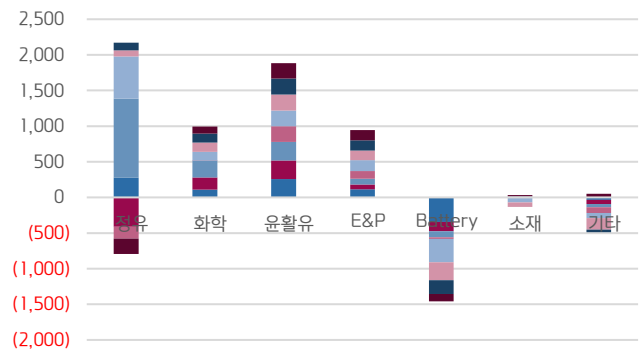
출처: SNE 리서치, 에너지신문, 키움증권 리서치센터

'24년 배터리 Capa(Max 기준) 국별 비중



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

'23~'24년 부문 분기 영업이익 누적 추정치



출처: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	78,056.9	77,288.5	76,986.6	77,493.2	79,827.6
매출원가	71,029.7	72,274.5	71,932.4	71,526.3	74,242.2
매출총이익	7,027.2	5,014.0	5,054.2	5,966.9	5,585.4
판관비	3,109.9	3,727.2	3,755.3	3,838.2	3,909.9
영업이익	3,917.3	1,903.9	1,298.8	2,128.7	1,675.5
EBITDA	5,710.5	3,933.9	3,579.6	4,909.1	4,281.6
영업외손익	-1,057.2	-971.7	-1,411.2	-1,602.2	-1,639.6
이자수익	205.6	395.1	186.8	161.5	124.1
이자비용	646.0	1,144.0	1,679.4	1,679.4	1,679.4
외환관련이익	3,786.8	2,964.2	2,519.6	2,038.2	2,038.2
외환관련손실	4,042.7	3,066.3	2,606.3	2,290.7	2,290.7
종속 및 관계기업손익	2.3	133.0	133.0	133.0	133.0
기타	-363.2	-253.7	35.1	35.2	35.2
법인세차감전이익	2,860.2	932.2	-112.3	526.5	35.9
법인세비용	965.0	377.3	0.0	114.2	7.8
계속사업손익	1,895.2	554.9	-112.3	412.3	28.1
당기순이익	1,895.2	554.9	-112.3	412.3	28.1
지배주주순이익	1,569.0	256.3	-51.9	190.4	13.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	66.6	-1.0	-0.4	0.7	3.0
영업이익 증감율	124.9	-51.4	-31.8	63.9	-21.3
EBITDA 증감율	75.4	-31.1	-9.0	37.1	-12.8
지배주주순이익 증감율	437.2	-83.7	-120.2	-466.9	-93.2
EPS 증감율	437.2	-83.9	적전	흑전	-93.2
매출총이익율(%)	9.0	6.5	6.6	7.7	7.0
영업이익률(%)	5.0	2.5	1.7	2.7	2.1
EBITDA Margin(%)	7.3	5.1	4.6	6.3	5.4
지배주주순이익률(%)	2.0	0.3	-0.1	0.2	0.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
유동자산	31,966.7	33,279.6	26,028.3	25,203.1	24,425.9
현금 및 현금성자산	9,479.1	13,074.4	5,990.6	5,123.5	3,846.5
단기금융자산	1,507.0	349.1	356.1	363.2	370.4
매출채권 및 기타채권	8,095.2	7,818.6	7,788.0	7,839.3	8,075.4
재고자산	11,857.7	11,122.7	11,079.2	11,152.1	11,488.1
기타유동자산	1,027.7	914.8	814.4	725.0	645.5
비유동자산	35,252.2	47,555.9	55,615.0	57,974.4	60,200.0
투자자산	5,419.3	6,686.5	7,526.3	8,816.1	10,105.9
유형자산	25,110.6	35,843.4	43,296.4	44,572.1	45,689.8
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,068.4	1,862.2	1,680.4
기타비유동자산	2,644.6	2,723.9	2,723.9	2,724.0	2,723.9
자산총계	67,218.9	80,835.5	81,643.3	83,177.4	84,625.9
유동부채	27,557.2	29,399.2	29,744.4	30,266.8	31,587.7
매입채무 및 기타채무	14,410.7	17,319.9	18,165.1	19,187.5	20,508.4
단기금융부채	12,397.9	11,620.4	11,120.4	10,620.4	10,620.4
기타유동부채	748.6	458.9	458.9	458.9	458.9
비유동부채	16,419.4	21,416.4	21,916.4	22,416.4	22,416.4
장기금융부채	14,770.4	18,914.6	19,414.6	19,914.6	19,914.6
기타비유동부채	1,649.0	2,501.8	2,501.8	2,501.8	2,501.8
부채총계	43,976.6	50,815.5	51,660.8	52,683.2	54,004.1
지배지분	19,651.6	22,202.7	22,225.7	22,515.5	22,628.0
자본금	468.6	509.5	484.9	484.9	484.9
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	10,395.8	10,395.8	10,395.8
기타자본	-1,322.8	-833.3	-833.3	-833.3	-833.3
기타포괄손익누계액	728.2	877.9	977.4	1,076.8	1,176.3
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	11,201.0	11,391.4	11,404.3
비지배지분	3,590.7	7,817.3	7,756.8	7,978.7	7,993.8
자본총계	23,242.3	30,020.0	29,982.5	30,494.2	30,621.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	2,050.5	3,208.5	2,490.7
당기순이익	1,895.2	554.9	-112.3	412.3	28.1
비현금항목의 가감	3,866.8	2,702.7	2,557.0	3,361.9	3,118.6
유형자산감가상각비	1,616.3	1,821.3	2,047.0	2,574.3	2,424.3
무형자산감가상각비	176.8	208.6	233.7	206.2	181.9
지분법평가손익	-375.5	-465.4	-133.0	-133.0	-133.0
기타	2,449.2	1,138.2	409.3	714.4	645.4
영업활동자산부채증감	-4,270.4	3,766.2	1,019.7	987.7	828.4
매출채권및기타채권의감소	-2,424.3	162.1	30.5	-51.2	-236.2
재고자산의감소	-4,315.3	1,143.8	43.4	-72.9	-335.9
매입채무및기타채무의증가	-284.3	-1,897.3	845.3	1,022.4	1,320.9
기타	2,753.5	4,357.6	100.5	89.4	79.6
기타현금흐름	-1,085.0	-1,655.9	-1,413.9	-1,553.4	-1,484.4
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-	-	-4,847.2	-4,539.3
유형자산의 취득	-6,776.6	-	-9,500.0	-4,400.0	-3,542.0
유형자산의 처분	67.0	21.2	0.0	550.0	0.0
무형자산의 순취득	-288.4	-217.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-590.7	-1,134.1	-706.8	-1,156.8	-1,156.8
단기금융자산의감소(증가)	2,516.1	1,157.9	-7.0	-7.1	-7.3
기타	-50.7	166.7	166.8	166.7	166.8
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.4	5,178.5	5,703.1	5,203.1
차입금의 증가(감소)	9,298.9	3,464.2	0.0	500.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,137.1	-24.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-217.2	-313.9	0.0	0.0	0.0
기타	1,425.5	5,203.0	5,203.1	5,203.1	5,203.1
기타현금흐름	264.9	-18.8	-4,265.8	-4,931.5	-4,431.5
현금 및 현금성자산의 순증가	6,055.3	3,595.3	-7,083.8	-867.1	-1,277.0
기초현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	13,074.4	5,990.6	5,123.5
기말현금 및 현금성자산	9,479.1	13,074.4	5,990.6	5,123.5	3,846.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	16,339	2,624	-531	1,963	134
BPS	204,639	217,879	229,169	232,157	233,316
CFPS	60,001	33,355	25,033	38,915	32,446
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	9.3	53.5	-215.5	58.3	855.4
PER(최고)	16.8	86.1	-264.1		
PER(최저)	8.6	45.8	-187.5		
PBR	0.74	0.64	0.50	0.49	0.49
PBR(최고)	1.34	1.04	0.61		
PBR(최저)	0.69	0.55	0.43		
PSR	0.19	0.18	0.15	0.14	0.14
PCFR	2.5	4.2	4.6	2.9	3.5
EV/EBITDA	6.0	11.8	12.0	9.0	10.6
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%:보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	3.2	0.7	-0.1	0.5	0.0
ROE	8.5	1.2	-0.2	0.9	0.1
ROIC	8.9	2.5	2.9	3.5	2.7
매출채권회전율	11.8	9.7	9.9	9.9	10.0
재고자산회전율	7.9	6.7	6.9	7.0	7.1
부채비율	189.2	169.3	172.3	172.8	176.4
순차입금비율	69.6	57.0	80.7	82.1	85.9
이자보상배율	6.1	1.7	0.8	1.3	1.0
총차입금	27,168.2	30,535.1	30,535.1	30,535.1	30,535.1
순차입금	16,182.2	17,111.6	24,188.4	25,048.4	26,318.1
NOPLAT	5,710.5	3,933.9	3,579.6	4,909.1	4,281.6
FCF	-6,809.7	-4,681.0	-4,900.7	1,585.1	1,204.7

S-Oil(010950)

: 지금은 투자기, 수확기는 '26년 이후

S-Oil 실적은 2분기 정제마진 하락으로 영업이익 994억원을 추정한다. 이는 Consensus 3436억원을 하회하는 수준으로 2분기 정제마진 약세로 정유 영업손실 및 FIFO 평가법, 1.5개월 재고를 가정했다.

Marketperform(유지)
목표주가 66,000원(하향)

동사는 성장동력으로 Shaheen Project를 추진주으로, '26년 상반기 완공 계획이다. 따라서 '26년까지 Shaheen에서 창출되는 수익은 없으며, CAPEX 영향은 크다. 전체 약 9.2조원의 Shaheen으로 동사는 기존 '30% 이상'에서 '20%이상 배당성향'으로 배당 정책을 변경했다. 자체 자금을 전체의 약 70%로 타겟하기 때문이다. 따라서 과거 대비 주주환원 정책은 동기간 후퇴한 것으로 볼 수 있다.

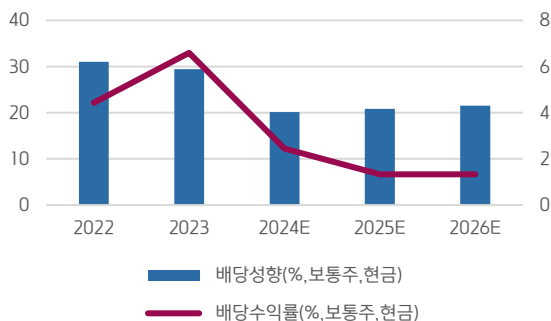
올해 CAPEX는 전사 약 3.1조원, 이 중 Shaheen Project관련 금액이 2.7조원에 달한다. 반면 EBITDA는 1.6조원으로 추정, '26년 상반기까지 남은 투자규모를 감안할 때 외부자금 조달 규모는 당초 회사의 계획보다 증가할 가능성이 있다.

3가지 조건에 부합하는가?

앞서 밝힌 바와 같이 3가지 조건에서 투자 매력을 평가할 때, 현 시점에서 동사를 BUY로 추천하지 않는다. 1) 정유의 부분에서 주된 성장 동인으로 간주되는 Shaheen Project의 완공은 '26년 상반기로 1년 기준 기업가치에서 제외되며, 2) 대규모 투자 진행에 따른 CAPEX 대비 EBITDA는 2분기 정제마진 감소에 따라 약 50% 수준에 불과한 것으로 예상하기 때문이다. 또한 기존 배당 정책보다 후퇴한 배당성향 20% 이상으로 변경하여, 배당 매력도 감소하였다. 3) 동사는 보수적인 운영으로 건전한 재무구조를 보유하고 있지만, 당사 추정과 같이 정제마진이 '21~'23년대비 하락한다면 향후 외부 차입규모는 증가할 수 있다.

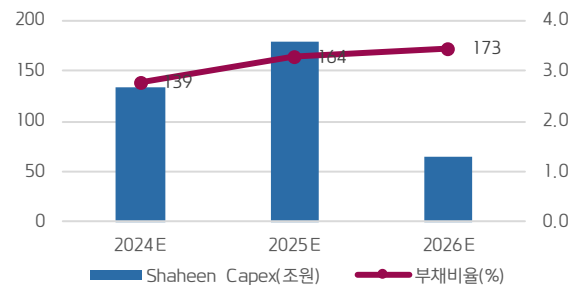
산업 성장이 정체되는 상황에서 적극적인 주주환원은 매력적인 투자 요인이 될 수 있다. 그러나, 동사는 현재 Downstream 투자로 기존 정책보다 하락한 기간에 속한다. 이를 감안하여 전년 평균 PBR에 할인율 15%를 적용한 PBR 0.83x, 목표주가 66,000원으로 하향 제시한다. 이는 당사 추천 규정상 MARKETPERFORM으로 기존 추천의견을 유지한다. 동사는 연초대비 2.9% 조정받았고, 지난 5년간 PBR이 지속 하락, 저가 구간으로 볼 수 있지만 위 이유로 매수로 추천하지 않는다.

'22~'26년 배당성향(보통주) 및 배당수익률(보통주)



자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

'24~'26년 Shaheen CAPEX 및 부채비율 추정



출처: S-Oil, 키움증권 리서치센터

분기·연간 추정

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	9,078	7,820	9,000	9,830	9,308	9,161	9,497	9,365	35,727	37,331	38,033
(YoY)	-2%	-32%	-19%	-7%	3%	17%	6%	-5%	-16%	4%	2%
정유	7,277	6,000	7,199	7,782	7,445	7,296	7,594	7,442	28,257	29,776	30,148
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,212	1,097	1,141	1,155	1,193	4,385	4,585	4,474
윤활	763	811	676	836	767	725	748	730	3,085	2,970	3,410
(비중)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
정유	80%	77%	80%	79%	80%	80%	80%	79%	79%	80%	79%
석유화학	11%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	13%	12%	12%	12%
윤활	8%	10%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	9%
영업이익	516	36	859	(56)	454	99	195	115	1,355	863	1,045
(YoY)	-61%	-98%	68%	흑전	-12%	173%	-77%	-303%	59%	-60%	-36%
Consensus						344	456	435		1,674	1,818
정유	291	(292)	666	(266)	250	(105)	59	(59)	399	145	212
석유화학	29	82	45	47	48	41	28	24	204	141	158
윤활	196	247	147	226	156	145	115	118	816	534	574
기타	(0)	0	0	(64)	0	19	(7)	32	(64)	43	101
(OPM)	5.7%	0.5%	9.5%	-0.6%	4.9%	1.1%	2.0%	1.2%	3.8%	2.3%	2.7%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	-3.4%	3.4%	-1.4%	0.8%	-0.8%	1.4%	0.5%	0.7%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	3.9%	4.4%	3.6%	2.4%	2.0%	4.6%	3.1%	3.5%
윤활	25.7%	30.4%	21.8%	27.0%	20.3%	20.0%	15.4%	16.2%	26.4%	18.0%	16.8%
배당											
DPS(보통주, 현금)									1,700	900	900
배당성향									20.9%	21.6%	22.3%

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

주: 십억원, % 기준

Consensus vs Kiwoom

(단위:십억원)

	Average		High		Low		Kiwoom	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
목표주가 (원)	98,118		115,000		77,000		66,000	
매출액	38,450	37,363	42,545	42,004	36,164	31,673	37,331.0	38,032.7
영업이익	1,674	1,818	2,137	2,330	1,007	1,045	862.8	1,044.8
세전계속사업이익	1,381	1,560	2,611	2,720	762	523	580.7	561.3
당기순이익	1,119	1,209	1,958	2,040	559	437	486.8	470.6
EPS (원)	9,596	10,367	16,793	17,497	4,796	3,748	4,175	4,036
BPS (원)	85,155	93,024	92,746	108,568	80,759	84,203	80,591	83,537
P/E (x)	7.0	6.5	14.1	18.0	4.0	3.9	16.2	16.7
P/B (x)	0.79	0.73	0.84	0.80	0.73	0.62	0.84	0.81
EV/EBITDA (x)	0.0	0.0	6.9	6.8	4.7	4.3	8.9	8.5
ROE (%)	11.8%	11.7%	19.7%	17.4%	6.1%	4.2%	5.3%	4.9%
순부채비율 (%)	52.1%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.3%	92.8%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주: 십억원, % 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	42,446.0	35,726.7	37,331.0	38,032.7	42,749.0
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,584.0	36,074.5	40,501.4
매출총이익	4,154.6	2,105.7	1,747.0	1,958.1	2,247.6
판관비	749.4	751.2	884.3	913.4	1,036.9
영업이익	3,405.2	1,354.6	862.8	1,044.8	1,210.7
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,594.1	1,971.1	2,406.9
영업외손익	-506.6	-222.9	-282.1	-483.5	-509.0
이자수익	31.0	56.3	5.9	5.5	20.6
이자비용	151.1	236.9	265.3	374.9	415.5
외환관련이익	1,355.4	851.2	680.9	589.5	589.5
외환관련손실	1,694.2	910.8	709.4	709.4	709.4
종속 및 관계기업손익	-0.2	2.3	2.3	2.3	2.3
기타	-47.5	15.0	3.5	3.5	3.5
법인세차감전이익	2,898.5	1,131.7	580.7	561.3	701.6
법인세비용	794.2	182.9	93.8	90.7	113.4
계속사업손손익	2,104.4	948.8	486.8	470.6	588.3
당기순이익	2,104.4	948.8	486.8	470.6	588.3
지배주주순이익	2,104.4	948.8	486.8	470.6	588.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	54.6	-15.8	4.5	1.9	12.4
영업이익 증감율	59.1	-60.2	-36.3	21.1	15.9
EBITDA 증감율	45.2	-48.9	-23.1	23.6	22.1
지배주주순이익 증감율	52.7	-54.9	-48.7	-3.3	25.0
EPS 증감율	52.7	-54.9	-48.7	-3.3	25.0
매출총이익율(%)	9.8	5.9	4.7	5.1	5.3
영업이익률(%)	8.0	3.8	2.3	2.7	2.8
EBITDA Margin(%)	9.6	5.8	4.3	5.2	5.6
지배주주순이익률(%)	5.0	2.7	1.3	1.2	1.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,199.7	8,330.9	9,867.5
현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	204.4	195.1	728.8
단기금융자산	167.2	32.2	6.2	1.2	0.2
매출채권 및 기타채권	2,964.4	2,989.9	3,124.1	3,182.8	3,577.5
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,847.5	4,938.6	5,551.0
기타유동자산	30.9	23.2	17.5	13.2	10.0
비유동자산	10,407.2	11,928.4	14,302.6	17,381.9	17,891.2
투자자산	138.5	167.7	173.3	178.9	184.5
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,529.8	16,611.2	17,121.5
무형자산	106.4	115.6	106.5	98.8	92.2
기타비유동자산	574.3	493.1	493.0	493.0	493.0
자산총계	19,613.1	21,576.1	22,502.4	25,712.8	27,758.8
유동부채	8,213.2	9,254.5	8,621.0	9,787.9	10,157.6
매입채무 및 기타채무	4,752.1	6,074.0	5,940.5	6,107.4	6,727.1
단기금융부채	2,608.4	2,845.3	2,345.3	3,345.3	3,095.3
기타유동부채	852.7	335.2	335.2	335.2	335.2
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,484.0	6,184.0	7,434.0
장기금융부채	2,610.9	2,990.6	4,190.6	5,890.6	7,140.6
기타비유동부채	305.6	293.4	293.4	293.4	293.4
부채총계	11,129.7	12,538.6	13,105.0	15,972.0	17,591.7
지배지분	8,483.5	9,037.6	9,397.3	9,740.9	10,167.1
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	33.8	36.8	14.7	-7.4	-29.5
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,761.5	8,127.1	8,575.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,206.0	9,647.8	8,199.7	8,330.9	9,867.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	576.3	1,256.8	1,215.5
당기순이익	2,104.4	948.8	486.8	470.6	588.3
비현금항목의 가감	1,999.9	995.2	827.6	1,220.9	1,539.0
유형자산감가상각비	643.6	711.5	722.2	918.6	1,189.7
무형자산감가상각비	6.2	7.7	9.1	7.7	6.5
지분법평가손익	-0.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
기타	1,350.3	278.3	98.6	296.9	345.1
영업활동자산부채증감	-2,132.3	1,473.1	-389.0	21.4	-407.5
매출채권및기타채권의감소	-386.2	-27.3	-134.3	-58.7	-394.7
재고자산의감소	-1,337.5	209.3	-208.3	-91.1	-612.4
매입채무및기타채무의증가	221.3	881.6	-133.5	166.9	619.7
기타	-629.9	409.5	87.1	4.3	-20.1
기타현금흐름	-320.5	-891.4	-349.1	-456.1	-504.3
투자활동 현금흐름	-773.2	-2,066.1	-3,083.9	-4,004.8	-1,708.9
유형자산의 취득	-598.8	-2,185.6	-3,100.0	-4,000.0	-1,700.0
유형자산의 처분	29.9	20.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-2.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.5	-26.8	-3.2	-3.2	-3.3
단기금융자산의감소(증가)	-141.2	135.1	26.0	5.0	1.0
기타	-57.8	-6.6	-6.7	-6.6	-6.6
재무활동 현금흐름	-1,514.1	193.2	-81.2	2,011.8	61.8
차입금의 증가(감소)	-818.6	649.1	200.0	2,200.0	250.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-617.1	-372.7	-198.0	-105.0	-105.0
기타	-78.4	-83.2	-83.2	-83.2	-83.2
기타현금흐름	0.7	0.2	829.9	726.9	965.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-635.2	653.0	-1,758.9	-9.3	533.7
기초현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	1,963.3	204.4	195.1
기말현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	204.4	195.1	728.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	4,175	4,036	5,045
BPS	72,754	77,506	80,591	83,537	87,193
CFPS	35,198	16,672	11,272	14,506	18,244
DPS	5,500	1,700	900	900	1,200
주가배수(배)					
PER	4.6	8.6	16.3	16.9	13.5
PER(최고)	6.8	11.3	20.2		
PER(최저)	4.3	7.6	15.5		
PBR	1.15	0.90	0.85	0.82	0.78
PBR(최고)	1.69	1.19	1.05		
PBR(최저)	1.07	0.80	0.80		
PSR	0.23	0.23	0.21	0.21	0.19
PCFR	2.4	4.2	6.0	4.7	3.7
EV/EBITDA	3.3	5.7	8.9	8.6	7.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.4	20.2	20.8	21.5	23.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	6.6	2.4	1.3	1.3	1.8
ROA	11.0	4.6	2.2	2.0	2.2
ROE	27.2	10.8	5.3	4.9	5.9
ROIC	21.9	8.9	5.1	5.1	5.3
매출채권회전율	14.6	12.0	12.2	12.1	12.6
재고자산회전율	10.3	7.6	7.9	7.8	8.2
부채비율	131.2	138.7	139.5	164.0	173.0
순차입금비율	44.1	42.5	67.3	92.8	93.5
이자보상배율	22.5	5.7	3.3	2.8	2.9
총차입금	5,219.3	5,835.9	6,535.9	9,235.9	10,235.9
순차입금	3,741.8	3,840.5	6,325.4	9,039.6	9,506.9
NOPLAT	4,055.0	2,073.7	1,594.1	1,971.1	2,406.9
FCF	474.8	1,147.1	-2,034.3	-2,176.3	103.8

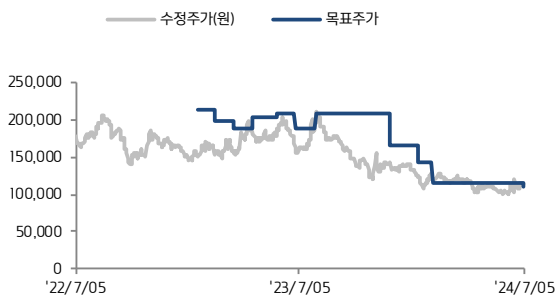
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
담당자변경	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	215,000원	6개월	-24.60	-20.83	S-Oil (010950)	2023-01-19	Buy(Reinitiate)	106,000원	6개월	-16.06	-14.06	
SK이노베이션	2023-02-17	Buy(Maintain)	199,000원	6개월	-19.62	-12.58		2023-02-02	Buy(Maintain)	121,000원	6개월	-31.56	-27.02	
(096770)	2023-03-20	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-7.68	5.13		2023-03-20	Outperform (Downgrade)	86,000원	6개월	-7.52	-3.72	
	2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	203,000원	6개월	-11.74	-10.14		2023-04-20	Marketperform (Downgrade)	85,000원	6개월	-9.34	-7.41	
	2023-04-25	Outperform (Upgrade)	203,000원	6개월	-13.67	-10.14		2023-04-28	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	2.16	5.00	
	2023-05-08	Outperform (Maintain)	203,000원	6개월	-12.93	-8.39		2023-05-30	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	-0.75	5.00	
	2023-05-30	Outperform (Maintain)	208,000원	6개월	-9.11	-2.31		2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	1.58	9.05	
	2023-06-27	Outperform (Maintain)	189,000원	6개월	-10.53	6.99		2023-10-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	-2.61	9.05	
	2023-07-31	Outperform (Maintain)	209,000원	6개월	-24.81	1.69		2024-01-15	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	-4.18	-1.43	
	2023-11-30	Outperform (Maintain)	167,000원	6개월	-18.84	-14.31		2024-02-05	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	5.09	19.29	
	2024-01-15	Outperform (Maintain)	143,000원	6개월	-17.69	-11.12		2024-04-09	Marketperform (Maintain)	77,000원	6개월	-7.82	7.40	
	2024-02-07	Marketperform (Downgrade)	116,000원	6개월	3.85	11.12		2024-07-05	Marketperform (Maintain)	66,000원	6개월			
	2024-04-09	Marketperform (Maintain)	116,000원	6개월	-1.86	11.12								
	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	110,000원	6개월										
GS	2024-04-09	Buy(Initiate)	64,000원	6개월	-31.39	-24.30		HD현대	2024-04-09	Buy(Initiate)	95,000원	6개월	-31.60	-26.21
(078930)	2024-07-05	Buy(Maintain)	61,000원	6개월				(267250)	2024-04-26	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-30.11	-26.21
								2024-06-03	Buy(Maintain)	87,000원	6개월	-21.64	-19.66	
								2024-07-05	Buy(Maintain)	105,000원	6개월			

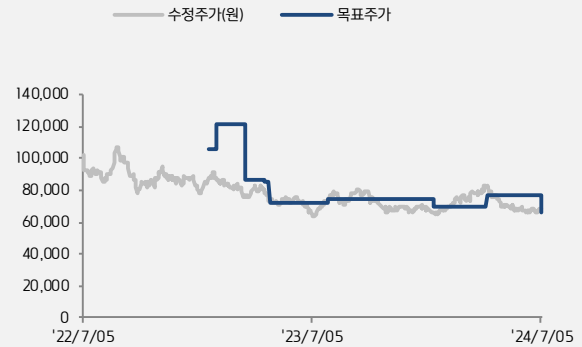
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

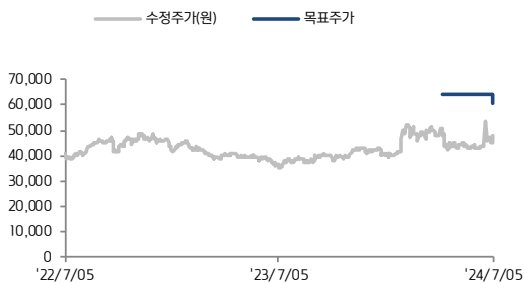
SK이노베이션(096770)



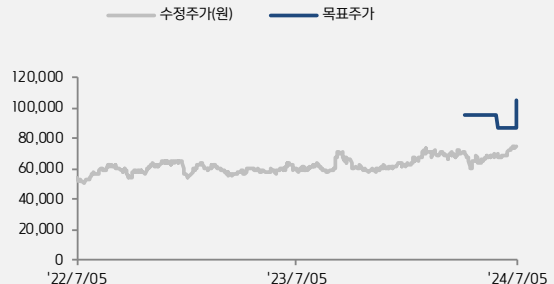
S-Oil(010950)



GS(078930)



HD현대(267250)



고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%