



S-Oil (010950)

상저하고 예상되나, 높아진 불확실성

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

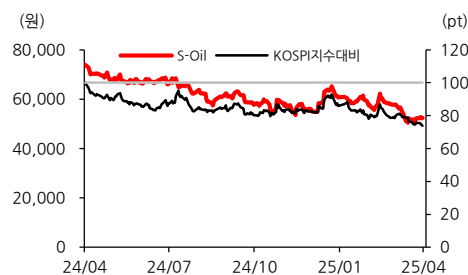
현재 주가(4/28)	52,100원
상승여력	▲34.4%
시가총액	58,656억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	76,000 / 50,400원
90 일 일평균 거래대금	92.81억원
외국인 지분율	73.8%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.1	-14.2	-10.8	-29.6
상대수익률(KOSPI)	-8.7	-14.6	-8.4	-25.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	32,837	30,087
영업이익	1,355	422	369	1,273
EBITDA	2,074	1,174	1,199	2,201
지배주주순이익	949	-193	-33	593
EPS	8,369	-1,720	-301	5,258
순차입금	3,839	6,001	8,514	8,109
PER	8.3	-31.9	-173.4	9.9
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.1	6.4
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2
ROE	10.8	-2.2	-0.4	6.6

주가 추이



1Q25, 전사업부 기대치 하회

동사의 1분기 영업이익은 -215억 원을 기록하며 컨센서스 822억 원을 크게 하회했다.

1) 정유(OP: -568억 원, QoQ -2,017억 원): 석유제품 수요 부진으로 정제마진이 감소(4Q24 2.5\$/b → 1Q25 1.4\$/b)했고, 연초 높아진 유가도 원가에 부정적으로 작용했다. 한편 유가는 3월 재차 하락하며 재고평가손익은 +116억 원에 그쳤다.

2) 화학(OP: -745억 원, QoQ -389억 원): PX 스프레드는 개선(QoQ 187\$/t → 203\$/t)됐으나, BZ(245\$/t → 217\$/t), PO(128\$/t → 73\$/t) 스프레드가 축소되며 적자가 확대됐다.

3) 윤활기유(OP: 1,097억 원, QoQ -33억 원): 계절적 성수기에 진입했으나, 원재료 가격 상승에 따라 스프레드가 축소되며 이익 개선은 제한적이었다.

2분기 원가 부담 가중: 유가 하락 및 OSP 상승

동사의 2분기 영업이익도 -1,616억 원으로 컨센서스 1,043억 원을 크게 하회할 것으로 전망한다. 미국의 관세 전쟁으로 4월부터 유가가 급락하며 대규모 재고평가손실이 예상된다. OPEC+의 증산으로 5월부터 OSP는 축소됐으나, 4월까지의 높은 OSP도 2분기 정유 부문 원가 부담을 가중시킨다. 석유화학 부문도 주요 제품 스프레드 개선세는 제한적이다. 다만, 윤활기유 부문은 스프레드 확대로 2분기 견조한 실적이 기대된다.

목표주가 7만 원, 투자의견 BUY 유지

신규 정제 시설의 연기 및 노후화 시설 폐쇄로 글로벌 CDU 증설은 제한적이다. 그러나, 미국 관세 전쟁으로 석유제품 수요 전망도 하향 조정되고 있다. 동사의 미국 비중은 미미하나, 제품 가격 하락 영향은 불가피하다. 단기적으로 유의미한 정제마진 개선을 기대하기 어렵다. 하반기 1) 중국의 내수 부양 효과 및 2) OPEC+ 증산에 따른 OSP 하락 효과를 기대해 볼 수 있으나, 정책적 불확실성으로 업황 전망에 대한 가시성은 낮아졌다.

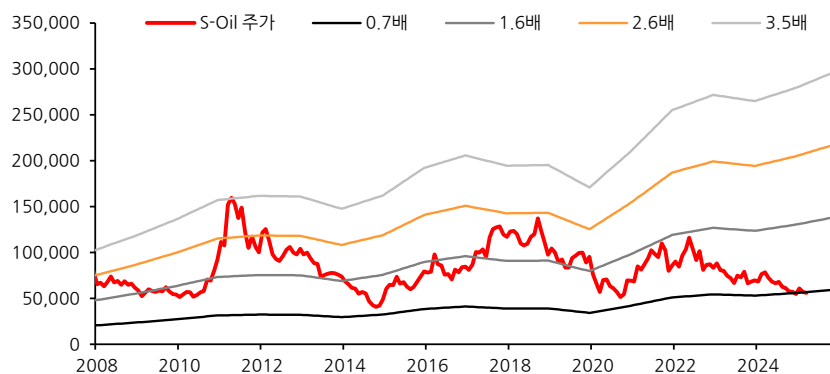
[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	7,998	8,013	7,835	35,727	36,637	32,837	30,087
QoQ(%)	-5%	3%	-8%	1%	1%	-11%	0%	-2%				
YoY(%)	3%	22%	-2%	-9%	-3%	-16%	-9%	-12%	-16%	3%	-10%	-8%
1) 정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,285	6,264	6,197	28,257	28,804	25,819	23,320
QoQ(%)	-4%	0%	-7%	2%	1%	-11%	0%	-1%				
YoY(%)	2%	24%	-4%	-10%	-5%	-16%	-9%	-12%	-17%	2%	-10%	-10%
2) 석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	907	912	845	4,385	4,703	3,792	3,597
QoQ(%)	-10%	19%	-8%	-9%	3%	-20%	1%	-7%				
YoY(%)	6%	30%	7%	-10%	3%	-31%	-24%	-23%	-13%	7%	-19%	-5%
3) 윤활기유	767	811	745	807	791	806	837	793	3,085	3,130	3,226	3,170
QoQ(%)	-8%	6%	-8%	8%	-2%	2%	4%	-5%				
YoY(%)	1%	0%	10%	-3%	3%	-1%	12%	-2%	-10%	1%	3%	-2%
영업이익	454	161	-415	222	-22	-162	175	377	1,355	422	369	1,273
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-2.0%	2.2%	4.8%	3.8%	1.2%	1.1%	4.2%
QoQ(%)	흑전	-65%	적전	흑전	적전	적지	흑전	116%				
YoY(%)	-12%	341%	적전	흑전	적전	적전	흑전	70%	-53%	-70%	-2%	277%
1) 정유	250	-95	-574	145	-57	-223	94	282	353	-273	95.9	644
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-3.5%	1.5%	4.5%	1.3%	-0.9%	0.4%	2.8%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	200%				
YoY(%)	-14%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	94%	-85%	적전	흑전	572%
2) 석유화학	48	110	5	-36	-75	-66	-38	-19	191	127	-197	47
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-7.3%	-4.2%	-2.3%	4.3%	2.7%	-5.2%	1.3%
QoQ(%)	42%	129%	-95%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	64%	34%	-89%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	-33%	적전	흑전
3) 윤활기유	156	146	154	113	110	127	119	115	811	568	470	582
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	15.7%	14.2%	14.5%	26.3%	18.2%	14.6%	18.4%
QoQ(%)	-30%	-6%	5%	-27%	-3%	16%	-6%	-3%				
YoY(%)	-20%	-41%	4%	-49%	-30%	-13%	-23%	2%	-27%	-30%	-17%	24%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] S-Oil 12m forward PBR Band



자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	36,637	32,837	30,087
매출총이익	4,155	2,106	1,226	1,157	1,995
영업이익	3,405	1,355	422	369	1,273
EBITDA	4,055	2,074	1,174	1,199	2,201
순이자손익	-118	-177	-226	-265	-282
외화관련손익	-339	-60	-593	0	0
지분법손익	0	2	6	5	5
세전계속사업손익	2,899	1,132	-333	-53	750
당기순이익	2,104	949	-193	-33	593
지배주주순이익	2,104	949	-193	-33	593
증가율(%)					
매출액	48.6	-15.8	2.5	-10.4	-8.4
영업이익	흑전	-60.2	-68.8	-12.6	245.1
EBITDA	8,010.2	-48.9	-43.4	2.1	83.6
순이익	흑전	-54.9	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	5.9	3.3	3.5	6.6
영업이익률	8.0	3.8	1.2	1.1	4.2
EBITDA 이익률	9.6	5.8	3.2	3.7	7.3
세전이익률	6.8	3.2	-0.9	-0.2	2.5
순이익률	5.0	2.7	-0.5	-0.1	2.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	2,526	1,468	1,098	1,941
당기순이익	2,104	949	-193	-33	593
자산상각비	650	719	752	830	928
운전자본증감	-2,132	1,473	829	302	420
매출채권 감소(증가)	-386	-27	180	740	229
재고자산 감소(증가)	-1,338	209	209	529	332
매입채무 증가(감소)	221	882	751	-971	-146
투자현금흐름	-773	-2,066	-3,027	-3,599	-1,524
유형자산처분(취득)	-569	-2,165	-3,038	-3,577	-1,500
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-27	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-2	0	3	-2	-2
재무현금흐름	-1,514	193	1,539	685	435
차입금의 증가(감소)	-819	59	1,810	700	450
자본의 증가(감소)	-617	-373	-189	-15	-15
배당금의 지급	-617	-373	-189	-15	-15
총현금흐름	4,104	1,944	1,135	796	1,521
(-)운전자본증감(감소)	1,315	-866	-783	-302	-420
(-)설비투자	599	2,186	3,042	3,577	1,500
(+)자산매각	29	18	-24	-3	-3
Free Cash Flow	2,220	642	-1,148	-2,482	437
(-)기타투자	1,020	-709	-81	16	18
잉여현금	1,201	1,351	-1,067	-2,498	419
NOPLAT	2,472	1,136	306	268	1,006
(+) Dep	650	719	752	830	928
(-)운전자본투자	1,315	-866	-783	-302	-420
(-)Capex	599	2,186	3,042	3,577	1,500
OpFCF	1,209	535	-1,200	-2,178	853

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	10,048	6,969	7,266
현금성자산	1,494	1,999	2,005	192	1,046
매출채권	2,964	2,990	3,479	2,739	2,510
재고자산	4,733	4,639	4,493	3,964	3,632
비유동자산	10,407	11,928	14,403	17,176	17,774
투자자산	713	661	673	694	717
유형자산	9,588	11,152	13,582	16,340	16,923
무형자산	106	116	149	141	134
자산총계	19,613	21,576	24,451	24,145	25,039
유동부채	8,213	9,255	11,657	10,693	10,554
매입채무	4,752	6,074	7,410	6,440	6,294
유동성이자부채	2,609	2,847	4,071	4,071	4,071
비유동부채	2,917	3,284	4,099	4,804	5,259
비유동이자부채	2,611	2,991	3,934	4,634	5,084
부채총계	11,130	12,539	15,756	15,497	15,814
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,030	6,983	7,560
자본조정	32	35	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,483	9,038	8,696	8,648	9,226

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	18,504	8,369	-1,720	-301	5,258
BPS	72,754	77,506	74,574	74,163	79,119
DPS	5,500	1,700	125	130	130
CFPS	35,198	16,672	9,731	6,826	13,042
ROA(%)	11.0	4.6	-0.8	-0.1	2.4
ROE(%)	27.2	10.8	-2.2	-0.4	6.6
ROIC(%)	21.6	9.1	2.2	1.7	5.9
Multiples(x, %)					
PER	4.5	8.3	-31.9	-173.4	9.9
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.4	4.2	5.6	7.6	4.0
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	12.1	6.4
배당수익률	6.6	2.4	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	131.2	138.7	181.2	179.2	171.4
Net debt/Equity	43.9	42.5	69.0	98.5	87.9
Net debt/EBITDA	91.9	185.1	511.1	710.3	368.4
유동비율	112.1	104.2	86.2	65.2	68.8
이자보상배율(배)	22.5	5.7	1.5	1.1	3.7
자산구조(%)					
투하자본	84.6	82.7	84.5	95.1	90.7
현금+투자자산	15.4	17.3	15.5	4.9	9.3
자본구조(%)					
차입금	38.1	39.2	47.9	50.2	49.8
자기자본	61.9	60.8	52.1	49.8	50.2

[Compliance Notice]

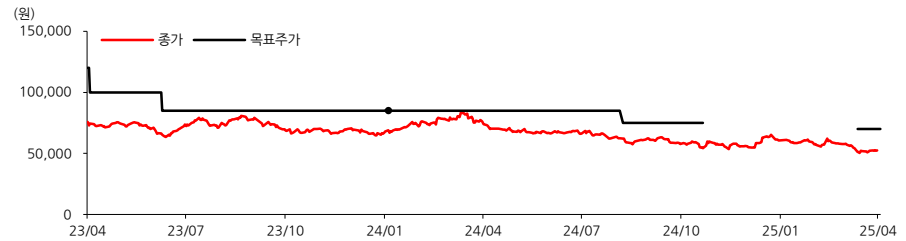
(공표일: 2025년 04월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-Oil 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.28	2023.07.04	2023.10.11	2023.10.31	2024.01.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		100,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29	2024.07.29	2024.09.02	2025.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	75,000	이용욱
일 시	2025.04.07	2025.04.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	70,000	70,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.04	Buy	85,000	-15.65	-1.76
2024.07.29	Buy	85,000	-23.71	-19.41
2024.09.02	Buy	75,000	-21.53	-12.93
2025.04.07	Buy	70,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%