

S-Oil(010950)

정제마진 하단 지지 요인 vs 유가 추가 조정 가능성

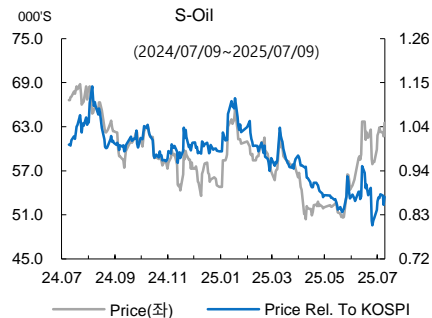
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(유지)
증가(2025.07.09)	63,500원
상승여력	29.1 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	7,149십억원
외국인지분율	73.8%
52주 주가	50,400~68,800원
60일평균거래량	305,757주
60일평균거래대금	17.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	26.0	0.8	-4.7
상대수익률	-1.6	-10.6	-23.5	-13.9



[투자포인트]

- 목표주가 8.2만원, 매수의견 유지
- 1분기 영업이익 -2,256억원(적자확대, QoQ) 및 컨센서스 -2,135억원에 부합할 것으로 예상
- 정유 -3,120억원(적자확대, QoQ) 예상. 휘발유 중심으로 정제마진이 강세이긴 했으나, 이는 래깅 감안한 OSP 상승에 의해 대부분 상쇄되며 실질적인 정제마진 상승 효과는 1달러 남짓에 그쳤던 것으로 추정. 유가 하락으로 약 2.5천억원의 재고평가손실 발생 및 환율하락도 동사 영업이익에 부정적이었던 만큼 적자 확대 불가피할 전망
- 석유화학 -445억원(적자축소, QoQ) 예상. 납사 하락으로 PX/PO/PP 스프레드 오랜만에 상승하며 전 분기 대비 적자규모 축소 예상. 그러나 PX 스프레드 평균 약 200달러대로 여전히 적자 레벨에 있고, BZ 스프레드는 오히려 -29%QoQ 하락한 만큼 적자 기조 지속은 불가피. 윤활유 1,309억원(+19.3%QoQ) 예상하는데, 성수기에 따른 물량 증가와 유가 하락에 동반한 VGO 조정으로 스프레드도 전 분기 대비 대폭 개선된 것으로 추정
- 유럽/미국 노후 정제설비 폐쇄 속에 미국 등/경유 재고 20년 최저치까지 감소하는 등 정제마진 하단을 지지하는 요인 다분. 최근 중국 정제품 수출 더딘 점도 정제마진에는 긍정적. 그러나 한편으로 사우디 중심으로 한 OPEC+ 증산 확대와 유가 하락을 위한 트럼프의 지속적인 개입으로 3분기 유가 추가 하락하며 또 한번 재고손실 발생할 가능성은 염두에 뒀야. 동사 주가 탄력도는 역사적으로 유가에 상당부분 영향 받아 왔다는 점도 상기할 필요

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	33,076	32,563	31,767
영업이익(십억원)	422	190	1,099	1,013
순이익(십억원)	-193	-100	404	371
EPS(원)	-1,656	-856	3,467	3,181
BPS(원)	74,574	73,431	76,516	79,314
PER(배)			18.3	20.0
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	-2.2	-1.2	4.6	4.1
배당수익률(%)		0.6	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	10.4	14.2	7.0	6.8

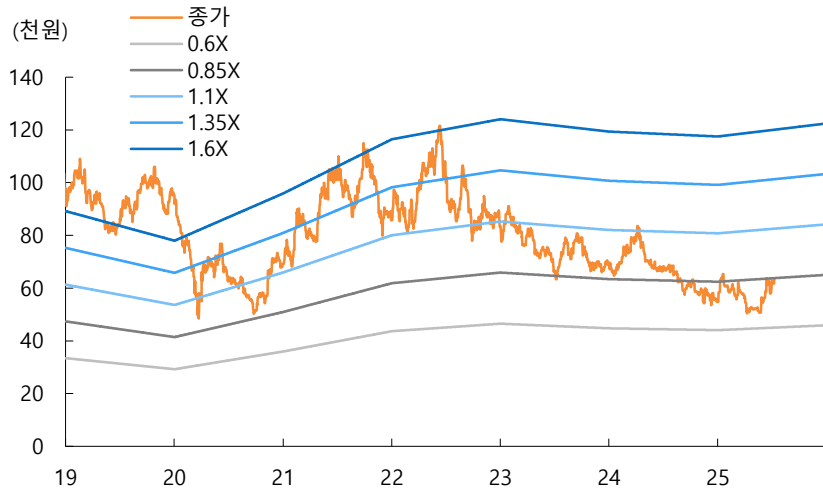
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

S-Oil 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	8,991	7,820	7,963	8,303	35,727	36,637	33,076
영업이익	454	161	-415	261	-22	-226	202	235	1,355	422	190
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-2.9%	2.5%	2.8%	3.8%	1.2%	0.6%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,056	6,228	6,529	28,257	28,804	25,886
영업이익	250	-95	-574	173	-57	-312	100	139	353	-245	-130
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-5.2%	1.6%	2.1%	1.3%	-0.9%	-0.5%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	959	1,012	989	4,385	4,703	4,089
영업이익	48	110	5.0	-28	-75	-45	-20	-8	191	135	-147
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-4.6%	-2.0%	-0.8%	4.3%	2.9%	-3.6%
운할유											
매출액	767	811	745	807	791	805	722	785	3,085	3,130	3,102
영업이익	156	146	154	115.9	110	131	122	105	811	571	467
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	16.3%	16.9%	13.3%	26.3%	18.3%	15.1%

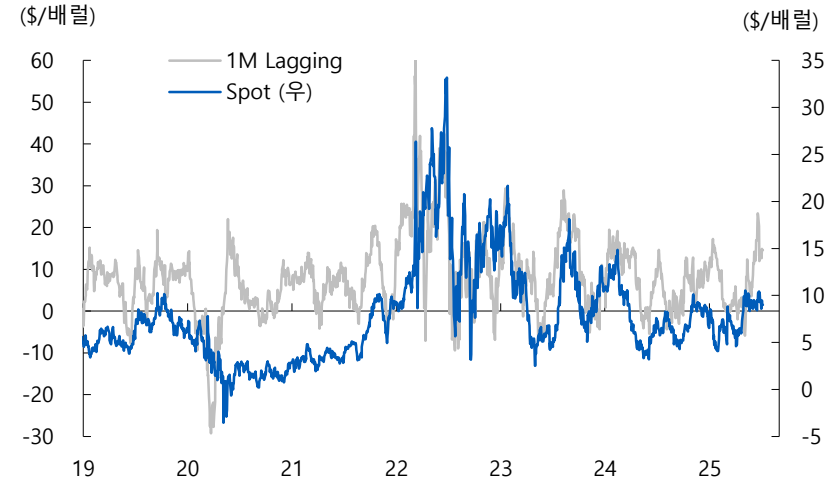
자료: iM증권 리서치본부

S-Oil 12M Forward 기준 PBR 추이



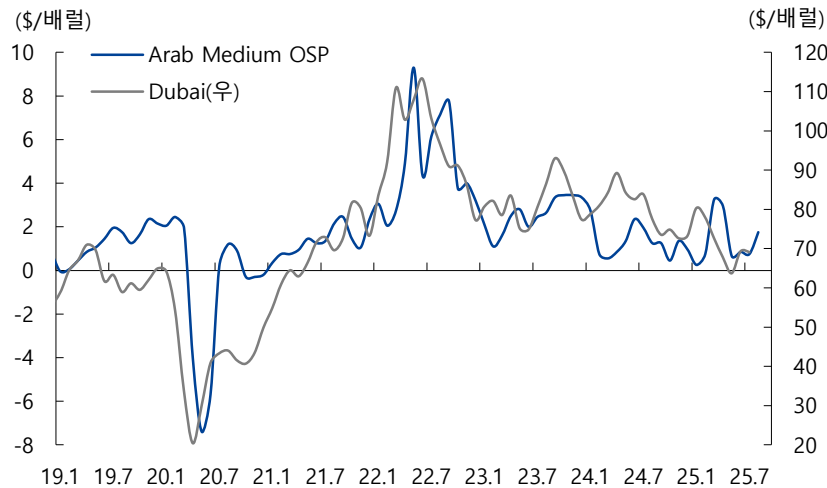
자료 : iM증권 리서치본부

복합정제마진 추이



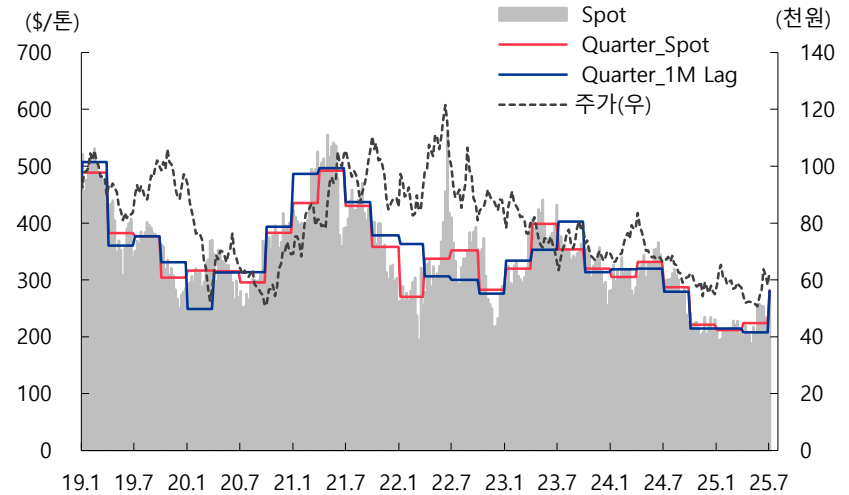
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 OSP 추이



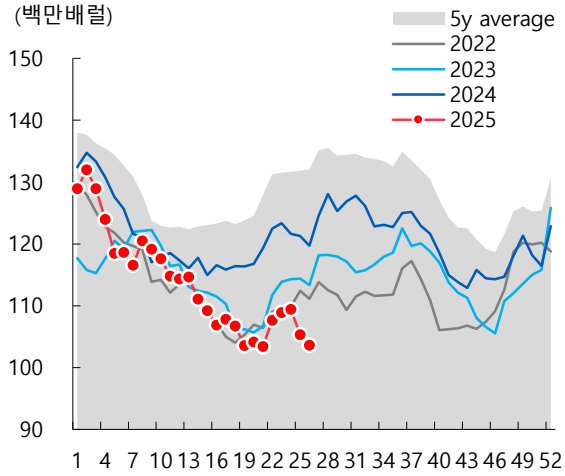
자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



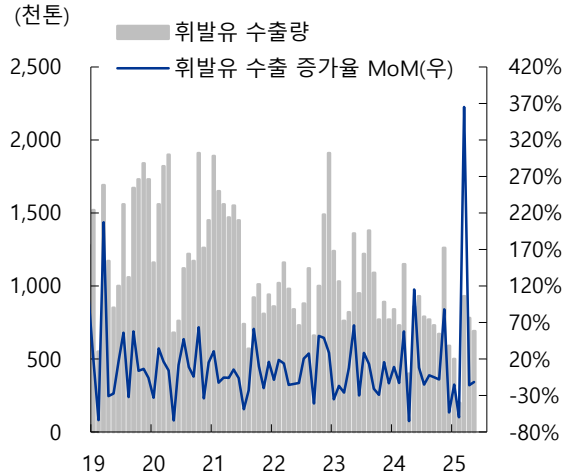
자료 : iM증권 리서치본부

미국 중간유분 재고



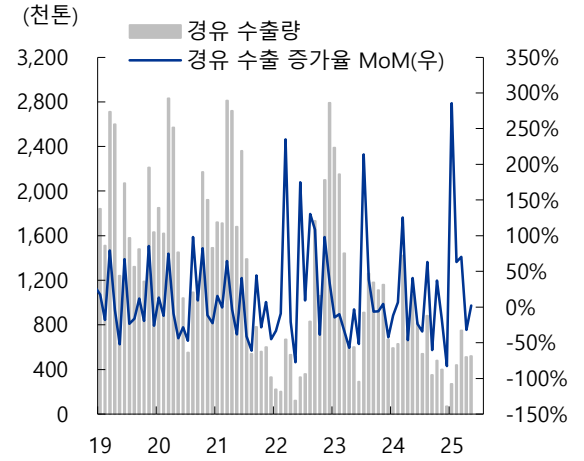
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 휘발유 수출량 및 수출 증가율 추이



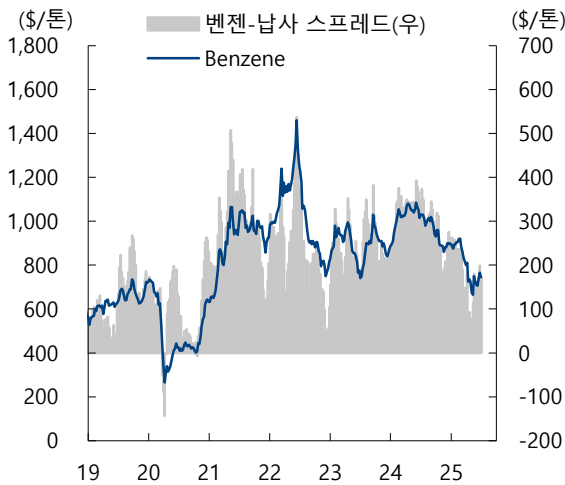
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경유수출량 및 수출 증가율 추이



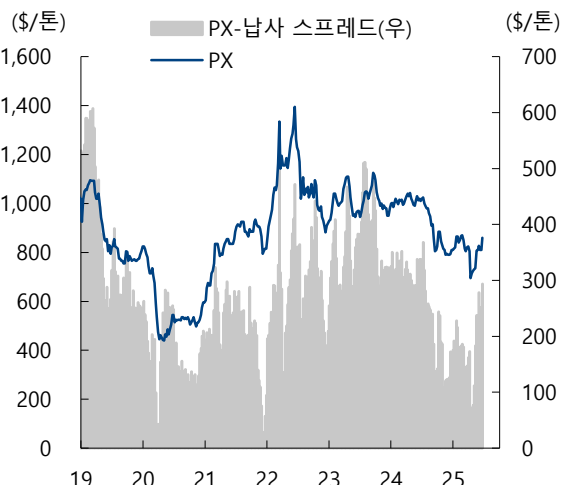
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

벤젠 가격 및 스프레드 추이



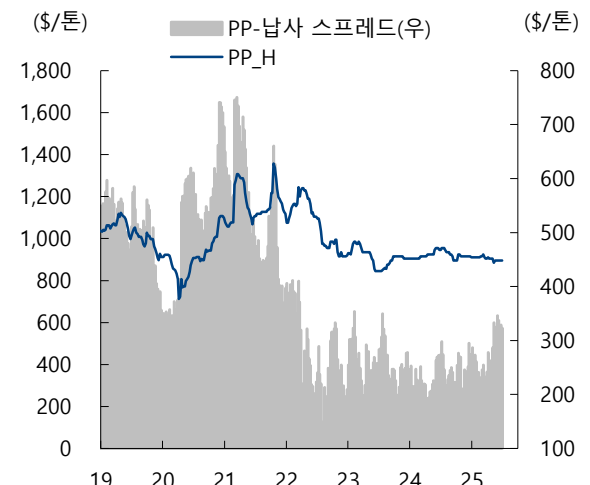
자료 : Ciscem, iM증권 리서치본부

PX 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,048	9,715	10,155	10,704
현금 및 현금성자산		1,946	2,828	3,369	4,077
단기금융자산		29	29	30	31
매출채권		3,511	2,772	2,729	2,663
재고자산		4,493	4,013	3,951	3,854
비유동자산		14,403	15,621	16,188	16,101
유형자산		13,582	14,807	15,380	15,295
무형자산		149	135	123	116
자산총계		24,451	25,335	26,343	26,806
유동부채		11,657	12,174	12,672	12,808
매입채무		4,982	4,497	4,428	4,320
단기차입금		3,355	3,955	4,055	3,755
유동성장기부채		660	660	660	660
비유동부채		4,099	4,599	4,749	4,749
사채		2,475	2,475	2,475	2,475
장기차입금		1,316	1,816	1,966	1,966
부채총계		15,756	16,773	17,421	17,557
지배주주지분		8,696	8,562	8,922	9,248
자본금		292	292	292	292
자본잉여금		1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금		7,030	6,857	7,176	7,462
기타자본항목		42	83	123	163
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		8,696	8,562	8,922	9,248

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,468	1,425	1,329	1,409
당기순이익		-193	-100	404	371
유형자산감가상각비		741	724	727	735
무형자산상각비		11	17	15	12
지분법관련손실(이익)		6	6	6	6
투자활동 현금흐름		-3,027	-1,917	-1,267	-619
유형자산의 처분(취득)		-3,038	-1,950	-1,300	-650
무형자산의 처분(취득)		-27	-3	-3	-5
금융상품의 증감		-2	-	-	-
재무활동 현금흐름		1,539	1,003	94	-467
단기금융부채의증감		221	600	100	-300
장기금융부채의증감		1,589	500	150	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감		-17	882	541	708
기초현금및현금성자산		1,963	1,946	2,828	3,369
기말현금및현금성자산		1,946	2,828	3,369	4,077

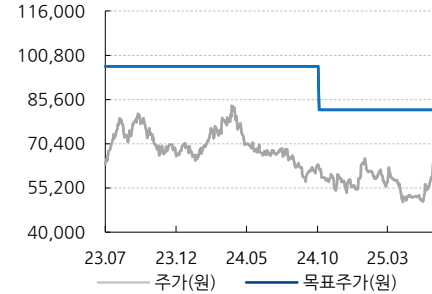
자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		36,637	33,076	32,563	31,767
증가율(%)		2.5	-9.7	-1.6	-2.4
매출원가		35,411	32,214	30,811	30,114
매출총이익		1,226	862	1,752	1,654
판매비와관리비		804	671	653	641
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		422	190	1,099	1,013
증가율(%)		-68.8	-54.9	476.8	-7.8
영업이익률(%)		1.2	0.6	3.4	3.2
이자수익		53	77	92	111
이자비용		283	273	281	272
지분법이익(손실)		6	6	6	6
기타영업외손익		-317	-80	-122	-118
세전계속사업이익		-333	-172	696	639
법인세비용		-139	-72	292	268
세전계속이익률(%)		-0.9	-0.5	2.1	2.0
당기순이익		-193	-100	404	371
순이익률(%)		-0.5	-0.3	1.2	1.2
지배주주귀속 순이익		-193	-100	404	371
기타포괄이익		40	40	40	40
총포괄이익		-153	-59	445	411
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-1,656	-856	3,467	3,181
BPS		74,574	73,431	76,516	79,314
CFPS		4,793	5,504	9,828	9,590
DPS		-	650	750	750
Valuation(배)					
PER				18.3	20.0
PBR		0.7	0.9	0.8	0.8
PCR		11.4	11.5	6.5	6.6
EV/EBITDA		10.4	14.2	7.0	6.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.2	-1.2	4.6	4.1
EBITDA이익률		3.2	2.8	5.7	5.5
부채비율		181.2	195.9	195.3	189.8
순부채비율		67.1	70.6	64.5	51.3
매출채권회전율(x)		11.2	10.5	11.8	11.8
재고자산회전율(x)		8.0	7.8	8.2	8.1

S-Oil 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-10	Buy	82,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율 등급 공시 2025-06-30 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%