



# S-Oil (010950)

정제마진 반등으로 하반기 회복 기대

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

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 79,000원

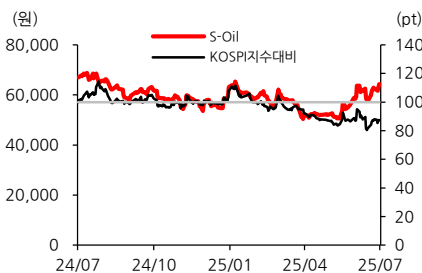
현재 주가(7/11)	63,500원
상승여력	▲24.4%
시가총액	71,490억원
발행주식수	112,583천주
52주 최고가 / 최저가	68,800 / 50,400원
90일 일평균 거래대금	179.15억원
외국인 지분율	73.9%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%
김형배 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.5	22.4	0.3	-5.2
상대수익률(KOSPI)	-0.7	-8.2	-25.9	-15.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	32,154	28,301
영업이익	1,355	422	304	1,487
EBITDA	2,074	1,174	1,134	2,373
지배주주순이익	949	-193	-70	847
EPS	8,369	-1,720	-623	7,514
순차입금	3,839	6,001	7,520	7,368
PER	8.3	-31.9	-103.4	8.6
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	13.2	6.2
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2
ROE	10.8	-2.2	-0.8	9.4

주가 추이



S-Oil의 2분기 실적은 유가/환율 하락으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망합니다. 그러나, 5월부터 정제마진은 2025년 최대치를 기록하고 있어 3분기에는 본격적인 실적 회복이 기대됩니다. 석유 Peak-out과 저유가 기초의 부담은 지속되고 있으나, 견조한 수요와 정제마진 반등으로 디레이팅 해소는 가능하다고 판단합니다.

**2분기 실적: 영업적자 2,230억 원으로 컨센서스 하회 전망**

동사의 2분기 실적은 매출액 8.1조 원, 영업적자 2,230억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(-1,445억 원)를 하회할 것으로 전망한다. 환율 및 유가 하락(1Q25 \$77/b → 2Q25 \$67/b)에 따른 재고평가손실 2,320억 원을 추정했다. 정제마진은 개선되었으나, OSP도 QoQ +\$1.6/b 상승하며 실질 정제마진은 \$1.1/b 개선되는데 그쳤다. 한편, 석유화학 및 운할기유 부문은 각각 PX 및 운할기유 스프레드가 확대되며 수익성이 개선된 것으로 추정한다.

**3분기 회복 구간 진입**

동사의 3분기 영업이익은 2,530억 원으로 큰 폭의 턴어라운드를 전망한다. 환율과 유가 약세에 따른 408억 원의 재고평가손실을 추정했으나, 1) 5월부터 연내 최대 수준을 유지하고 있는 Spot 복합 정제마진(\$10~11/b)과 2) 평균 OSP 하락(QoQ -\$1.1/b), 3) 여름철 폭염 및 휘발유 성수기 효과 등의 긍정적 효과가 기대되기 때문이다. 화학 부문도 PX/벤젠 등도 점진적인 스프레드 개선세가 예상되어 적자 폭이 감소할 것으로 보이며, 운할기유 부문은 2분기 수준의 실적이 예상된다.

**목표주가 79,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지**

동사에 대한 목표주가를 79,000원으로 상향한다. 12M Fwd BPS에 PBR 1.0배를 적용했다. 석유 수요의 Peak-out은 극복해야 할 과제이며, 유가의 하향 안정화 우려도 상존하고 있으나, 최근 견조한 석유 제품 수요와 정제마진이 반등한 점을 감안하면 과거 하단 수준의 밸류에이션 회복은 가능하다고 판단한다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	8,127	7,613	7,424	35,727	36,637	32,154	28,301
QoQ(%)	-5%	3%	-8%	1%	1%	-10%	-6%	-2%				
YoY(%)	3%	22%	-2%	-9%	-3%	-15%	-14%	-17%	-16%	3%	-12%	-12%
<b>1) 정유</b>	<b>7,445</b>	<b>7,451</b>	<b>6,894</b>	<b>7,014</b>	<b>7,072</b>	<b>6,464</b>	<b>5,991</b>	<b>5,834</b>	<b>28,257</b>	<b>28,804</b>	<b>25,361</b>	<b>21,748</b>
QoQ(%)	-4%	0%	-7%	2%	1%	-9%	-7%	-3%				
YoY(%)	2%	24%	-4%	-10%	-5%	-13%	-13%	-17%	-17%	2%	-12%	-14%
<b>2) 석유화학</b>	<b>1,097</b>	<b>1,309</b>	<b>1,202</b>	<b>1,096</b>	<b>1,128</b>	<b>885</b>	<b>871</b>	<b>813</b>	<b>4,385</b>	<b>4,703</b>	<b>3,697</b>	<b>3,407</b>
QoQ(%)	-10%	19%	-8%	-9%	3%	-22%	-2%	-7%				
YoY(%)	6%	30%	7%	-10%	3%	-32%	-28%	-26%	-13%	7%	-21%	-8%
<b>3) 운할기유</b>	<b>767</b>	<b>811</b>	<b>745</b>	<b>807</b>	<b>791</b>	<b>779</b>	<b>751</b>	<b>776</b>	<b>3,085</b>	<b>3,130</b>	<b>3,097</b>	<b>3,147</b>
QoQ(%)	-8%	6%	-8%	8%	-2%	-1%	-4%	3%				
YoY(%)	1%	0%	10%	-3%	3%	-4%	1%	-4%	-10%	1%	-1%	2%
<b>영업이익</b>	<b>454</b>	<b>161</b>	<b>-415</b>	<b>222</b>	<b>-22</b>	<b>-223</b>	<b>253</b>	<b>296</b>	<b>1,355</b>	<b>422</b>	<b>304</b>	<b>1,487</b>
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-2.7%	3.3%	4.0%	3.8%	1.2%	0.9%	5.3%
QoQ(%)	흑전	-65%	적전	흑전	적전	적지	흑전	17%				
YoY(%)	-12%	341%	적전	흑전	적전	적전	흑전	33%	-53%	-70%	-18%	455%
<b>1) 정유</b>	<b>250</b>	<b>-95</b>	<b>-574</b>	<b>145</b>	<b>-57</b>	<b>-311</b>	<b>158</b>	<b>188</b>	<b>353</b>	<b>-273</b>	<b>-21.7</b>	<b>979</b>
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-4.8%	2.6%	3.2%	1.3%	-0.9%	-0.1%	4.5%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	19%				
YoY(%)	-14%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	30%	-85%	적전	흑전	-4609%
<b>2) 석유화학</b>	<b>48</b>	<b>110</b>	<b>5</b>	<b>-36</b>	<b>-75</b>	<b>-49</b>	<b>-34</b>	<b>-15</b>	<b>191</b>	<b>127</b>	<b>-173</b>	<b>27</b>
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-5.5%	-4.0%	-1.9%	4.3%	2.7%	-4.7%	0.8%
QoQ(%)	42%	129%	-95%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	64%	34%	-89%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	-33%	적전	흑전
<b>3) 운할기유</b>	<b>156</b>	<b>146</b>	<b>154</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>137</b>	<b>129</b>	<b>123</b>	<b>811</b>	<b>568</b>	<b>499</b>	<b>481</b>
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	17.5%	17.2%	15.9%	26.3%	18.2%	16.1%	15.3%
QoQ(%)	-30%	-6%	5%	-27%	-3%	25%	-5%	-5%				
YoY(%)	-20%	-41%	4%	-49%	-30%	-6%	-16%	9%	-27%	-30%	-12%	-4%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

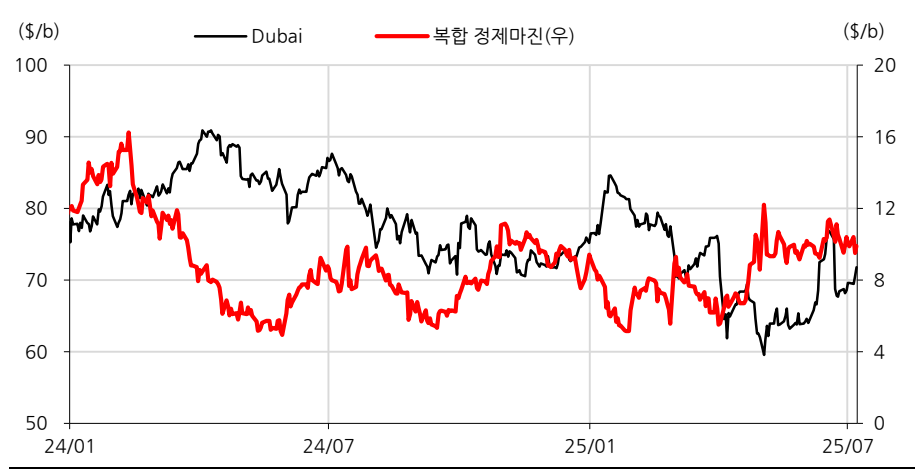
[표2] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	78,733	12M Fwd BPS
Target P/B(배)	1.0	
주당 적정가치	78,733	
<b>목표 주가</b>	<b>79,000</b>	
현재 주가	63,500	
상승 여력	24.4%	

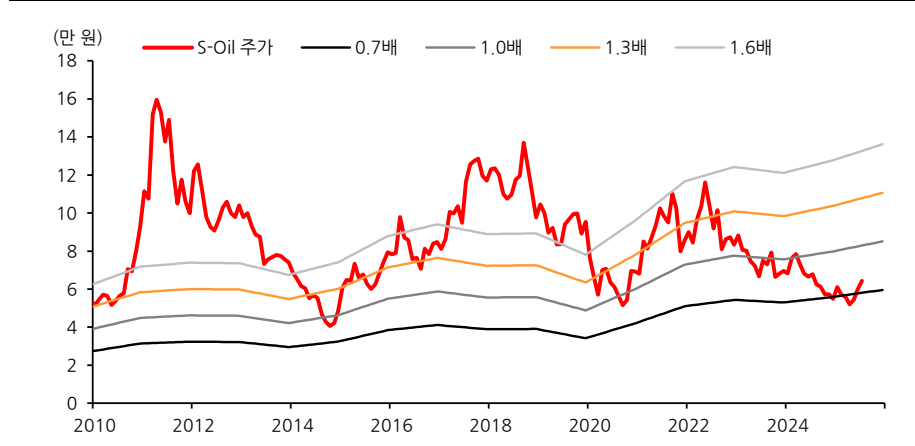
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유가 및 복합 정제마진(Spot) 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S-Oil 12m forward PBR Band



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	36,637	32,154	28,301
매출총이익	4,155	2,106	1,226	998	2,098
영업이익	3,405	1,355	422	304	1,487
EBITDA	4,055	2,074	1,174	1,134	2,373
순이자손익	-118	-177	-226	-186	-198
외화관련손익	-339	-60	-593	0	0
지분법손익	0	2	6	5	5
세전계속사업손익	2,899	1,132	-333	-99	1,072
당기순이익	2,104	949	-193	-70	847
지배주주순이익	2,104	949	-193	-70	847
<b>증가율(%)</b>					
매출액	48.6	-15.8	2.5	-12.2	-12.0
영업이익	흑전	-60.2	-68.8	-27.9	388.7
EBITDA	8,010.2	-48.9	-43.4	-3.4	109.2
순이익	흑전	-54.9	적전	적지	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.8	5.9	3.3	3.1	7.4
영업이익률	8.0	3.8	1.2	0.9	5.3
EBITDA 이익률	9.6	5.8	3.2	3.5	8.4
세전이익률	6.8	3.2	-0.9	-0.3	3.8
순이익률	5.0	2.7	-0.5	-0.2	3.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	2,526	1,468	1,909	1,696
당기순이익	2,104	949	-193	-70	847
자산상각비	650	719	752	830	886
운전자본증감	-2,132	1,473	829	1,055	-35
매출채권 감소(증가)	-386	-27	180	-3	289
재고자산 감소(증가)	-1,338	209	209	734	442
매입채무 증가(감소)	221	882	751	185	-780
투자현금흐름	-773	-2,066	-3,027	-3,613	-1,531
유형자산처분(취득)	-569	-2,165	-3,038	-3,608	-1,500
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-27	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-2	0	3	-1	-2
재무현금흐름	-1,514	193	1,539	305	435
차입금의 증가(감소)	-819	59	1,810	324	450
자본의 증가(감소)	-617	-373	-189	-15	-15
배당금의 지급	-617	-373	-189	-15	-15
총현금흐름	4,104	1,944	1,135	974	1,732
(-)운전자본증가(감소)	1,315	-866	-783	-1,191	35
(-)설비투자	599	2,186	3,042	3,608	1,500
(+)자산매각	29	18	-24	-2	-3
Free Cash Flow	2,220	642	-1,148	-1,446	193
(-)기타투자	1,020	-709	-81	138	26
잉여현금	1,201	1,351	-1,067	-1,583	167
NOPLAT	2,472	1,136	306	221	1,175
(+) Dep	650	719	752	830	886
(-)운전자본투자	1,315	-866	-783	-1,191	35
(-)Capex	599	2,186	3,042	3,608	1,500
OpFCF	1,209	535	-1,200	-1,367	525

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	10,048	7,078	6,964
현금성자산	1,494	1,999	2,005	596	1,198
매출채권	2,964	2,990	3,479	2,416	2,126
재고자산	4,733	4,639	4,493	3,687	3,245
비유동자산	10,407	11,928	14,403	17,346	17,995
투자자산	713	661	673	793	823
유형자산	9,588	11,152	13,582	16,412	17,037
무형자산	106	116	149	141	134
<b>자산총계</b>	<b>19,613</b>	<b>21,576</b>	<b>24,451</b>	<b>24,424</b>	<b>24,959</b>
유동부채	8,213	9,255	11,657	10,501	9,750
매입채무	4,752	6,074	7,410	6,508	5,729
유동성이자부채	2,609	2,847	4,071	3,286	3,286
비유동부채	2,917	3,284	4,099	5,297	5,751
비유동이자부채	2,611	2,991	3,934	4,829	5,279
<b>부채총계</b>	<b>11,130</b>	<b>12,539</b>	<b>15,756</b>	<b>15,798</b>	<b>15,501</b>
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,030	6,961	7,793
자본조정	32	35	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>8,483</b>	<b>9,038</b>	<b>8,696</b>	<b>8,626</b>	<b>9,458</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	18,504	8,369	-1,720	-623	7,514
BPS	72,754	77,506	74,574	73,976	81,111
DPS	5,500	1,700	125	130	130
CFPS	35,198	16,672	9,731	8,352	14,852
ROA(%)	11.0	4.6	-0.8	-0.3	3.4
ROE(%)	27.2	10.8	-2.2	-0.8	9.4
ROIC(%)	21.6	9.1	2.2	1.4	7.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	4.5	8.3	-31.9	-101.9	8.5
PBR	1.1	0.9	0.7	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
PCR	2.4	4.2	5.6	7.6	4.3
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	13.1	6.2
배당수익률	6.6	2.4	0.2	0.2	0.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	131.2	138.7	181.2	183.1	163.9
Net debt/Equity	43.9	42.5	69.0	87.2	77.9
Net debt/EBITDA	91.9	185.1	511.1	663.1	310.5
유동비율	112.1	104.2	86.2	67.4	71.4
이자보상배율(배)	22.5	5.7	1.5	1.3	6.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	84.6	82.7	84.5	92.1	89.3
현금+투자자산	15.4	17.3	15.5	7.9	10.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	38.1	39.2	47.9	48.5	47.5
자기자본	61.9	60.8	52.1	51.5	52.5

[ Compliance Notice ]

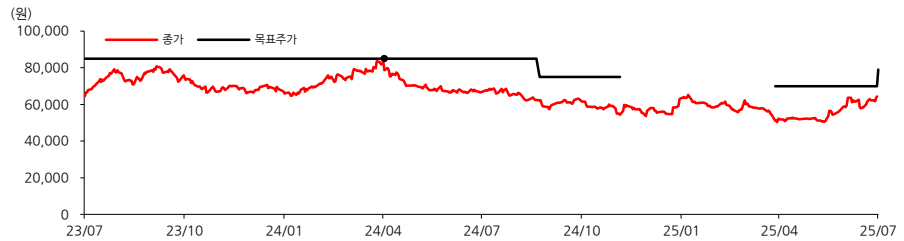
(공표일: 2025년 7월 14일)

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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ S-Oil 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2023.10.11	2023.10.31	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.04.29	2024.07.29	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	75,000	이용욱	70,000	70,000
일 시	2025.06.27	2025.07.14				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	70,000	79,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-20.40	-8.00
2025.07.14	Buy	79,000		

**[ 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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%