



S-Oil (010950)

[2Q25 Review] 하반기 큰 폭 개선

Buy(유지)

목표주가 79,000원, 현재 주가(7/25): 62,300원
Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

2Q25 리뷰: 일회성 요인으로 적자 확대

- 2분기 실적은 매출액 8.0조 원, 영업적자 3,440억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(매출액 8.0조 원, 영업적자 2,473억 원) 크게 하회. 전분기(매출액 9.0조 원, 영업적자 215억 원) 대비 적자 확대
- 정유 부문에서 부정적 일회성 요인이 전부 반영된 영향. 1) 재고자산평가손실(-1,833억 원), 2) 유가 하락 래깅(-390억 원), 3) 환율 하락(-1,740억 원), 4) OSP 상승(-1,090억 원)으로 총 5,053억 원 일회성 요인 발생. 이를 제외하면 정유 부문 영업이익 642억 원으로 흑자전환. 석유화학 부문은 PX 스프레드 개선되며 적자 폭 축소, 윤활기유 부문도 스프레드 개선되며 이익 확대

3Q25 전망: 일회성 요인 사라지며 이익 대폭 확대 전망

- 3분기 실적으로 매출액 7.9조 원, 영업이익 3,187억 원 전망
- 정유 부문에서 1회성 요인 사라지며 영업이익 2,170억 원 전망. 두바이 유가 \$70/b 수준에서 유지되고 있어 우려와 달리 3분기 재고자산평가손실은 260억 원만 반영될 것으로 추정. 반면, 유럽 중심으로 등경유 스프레드 강세 이어지고 있고, OSP도 QoQ -\$1.4/b 하락하며 실질적인 정제마진 개선 효과로 큰 폭의 실적 반등을 전망. 석유화학 부문도 PX 스프레드 개선되고, BZ 스프레드도 하락세 멈추며 적자 축소 예상

투자의견 BUY, 목표주가 79,000원 유지

- 중국의 공급 개혁으로 중국 소규모/노후화 정제설비들이 폐쇄/축소되며 우호적인 수급 환경 전망. 등경유 스프레드도 강세 유지될 것으로 전망. 유럽의 경유 재고는 18개월 최저 수준이며, 유럽 내 정제 설비 감소와 유럽향 중동 디젤 물량도 제한적. 한편, 3분기에는 수송용 연료의 성수기에 진입하고, 저유가 흐름과 관세 불확실성도 완화되며 석유 수요 전망치는 상향 조정되는 중. 여전히 OPEC의 증산 및 트럼프의 압박 등으로 유가 하락에 대한 우려 상존하고 있으나, 펀더멘털 개선에 주목할 시기

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	7,930	7,713	35,727	36,637	32,682	27,733
QoQ(%)	-5%	3%	-8%	1%	1%	-10%	-1%	-3%				
YoY(%)	3%	22%	-2%	-9%	-3%	-16%	-10%	-14%	-16%	3%	-11%	-15%
1) 정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,288	6,144	28,257	28,804	25,764	21,467
QoQ(%)	-4%	0%	-7%	2%	1%	-11%	0%	-2%				
YoY(%)	2%	24%	-4%	-10%	-5%	-16%	-9%	-12%	-17%	2%	-11%	-17%
2) 석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	879	804	4,385	4,703	3,844	3,217
QoQ(%)	-10%	19%	-8%	-9%	3%	-8%	-15%	-9%				
YoY(%)	6%	30%	7%	-10%	3%	-21%	-27%	-27%	-13%	7%	-18%	-16%
3) 윤활기유	767	811	745	807	791	755	763	765	3,085	3,130	3,074	3,049
QoQ(%)	-8%	6%	-8%	8%	-2%	-5%	1%	0%				
YoY(%)	1%	0%	10%	-3%	3%	-7%	2%	-5%	-10%	1%	-2%	-1%
영업이익	454	161	-415	222	-22	-344	319	313	1,355	422	266	1,133
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-4.3%	4.0%	4.1%	3.8%	1.2%	0.8%	4.1%
QoQ(%)	흑전	-65%	적전	흑전	적전	적지	흑전	-2%				
YoY(%)	-12%	341%	적전	흑전	적전	적전	흑전	41%	-53%	-70%	-29%	401%
1) 정유	250	-95	-574	145	-57	-441	217	220	353	-273	-60.7	768
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-7.0%	3.5%	3.6%	1.3%	-0.9%	-0.2%	3.6%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	2%				
YoY(%)	-14%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	52%	-85%	적전	흑전	-1365%
2) 석유화학	48	110	5	-36	-75	-35	-24	-31	191	127	-165	-134
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-3.3%	-2.8%	-3.9%	4.3%	2.7%	-4.3%	-4.2%
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	132	126	124	811	568	492	499
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	17.5%	16.5%	16.2%	26.3%	18.2%	16.0%	16.4%
QoQ(%)	-30%	-6%	5%	-27%	-3%	20%	-4%	-2%				
YoY(%)	-20%	-41%	4%	-49%	-30%	-10%	-18%	10%	-27%	-30%	-13%	2%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

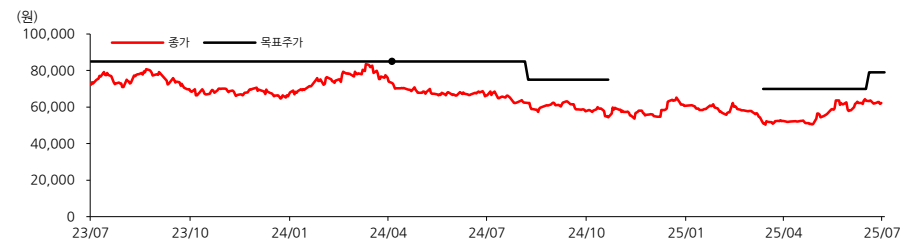
(공표일: 2025년 7월 28일)

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.

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-에 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	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
일시	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
일시	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	70,000	79,000	79,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	-20.23	-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 추정치에 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%