

# S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**82,000**

하향

현재주가

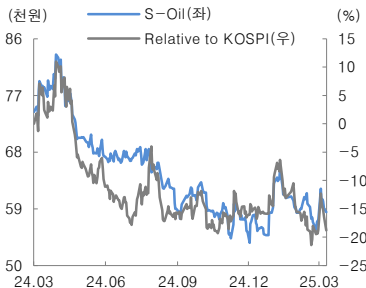
(25.03.17)

**58,500**

정유업종

|             |                                        |
|-------------|----------------------------------------|
| KOSPI       | 2610.69                                |
| 시가총액        | 6,739십억원                               |
| 시가총액비중      | 0.31%                                  |
| 자본금(보통주)    | 281십억원                                 |
| 52주 최고/최저   | 83,500원 / 53,600원                      |
| 120일 평균거래대금 | 111억원                                  |
| 외국인지분율      | 74.91%                                 |
| 주요주주        | Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43% |
|             | 국민연금공단 7.30%                           |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률    | -3.9 | 3.2  | -2.0 | -26.2 |
| 상대수익률    | -4.0 | -2.9 | -3.3 | -24.6 |



## 이익 추정치 하향조정

- 1Q25 예상 OP 1,962억원(QoQ -38%)으로 컨센서스(2,967억원) 하회 전망
- 정유부문 정제마진 하락(QoQ -49.4%), 윤활기유 스프레드 하락에 기인
- 1Q25 이후 분기별 마진 U자형 흐름 전망. 트레이딩 관점의 접근 유효

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 82,000원으로 -8.9% 하향 조정

목표주가 25E BPS 75,272원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 25년 ROE 예상치 기준 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

### 1Q25 Preview: 예상 OP 1,962억원(QoQ -24.8%), 컨센서스 하회 전망

**[정유부문]** 예상 OP 1,060억원으로 QoQ -38.7% 감익 전망. 투입유가 상승 및 휘발유 가격 하락(1Q25 84.2달러/배럴, QoQ -0.8달러)으로 동사의 추정 정제마진 하락(1Q25E 1.04달러/배럴, QoQ -49.4%). 단, 유가 상승(Dubai 기준 76.5달러/배럴, QoQ +3.9%)으로 전분기에 이어 재고평가이익(218억원) 발생 추정.

**[화학부문]** 예상 OP -210억원으로 QoQ 적자축소. 주요 제품 스프레드 부진 지속. 1Q25 평균 P-X 마진 QoQ +17.6% 개선되었으나, 186.4달러/톤으로 통상적 BEP(250~280달러) 수준 하회. **[윤활기유]** 예상 OP 1,112억원(OPM 12.9%)으로 QoQ -4.1% 전망. 그룹2,3 판가 소폭 하락(각각 QoQ -0.5%, -1.1%)한 가운데, 원가상승(HSFO QoQ +7.9%하며 스프레드 축소.

### 25년 연간 정제마진 U자형 흐름 전망

25년 분기별 정제마진 2~3분기 조정 후 반등흐름 예상. 25년도 글로벌 정제설비 증설 110만 B/D, 폐쇄물량 78.5만 B/D로 연간 수급 개선 여부는 불확실. 2Q25 이후 난방용 수요 감소, 단고테 프로젝트 가동률 상승에 따른 공급 증가로 석유제품 수급 전분기대비 완화 전망.

단, 유가 하락세 진정에 따라 주가 하방 경직성 확보. 1) 3월 5일 이후 중국 정부의 전략비축용 석유 매입 시작, 2) OPEC+의 증산 속도 조절 가능성 상승(현재 우랄 원유가격 러시아 재정균형 유가 77달러 수준하회)하며 큰 폭의 유가 하락은 제한적. 현재 동사의 PBR 밸류에이션 0.78배 수준으로 밴드 최하단에 위치해 악재보다는 호재에 민감하게 반응할 구간. 북미 관세 정책 및 지중해배출규제해역(25년 5월 1일 시행 예정) 등 수급 변수 요소 다수 상존. 트레이딩 관점의 접근 전략 여전히 유효

(단위: 십억원, %)

| 구분  | 1Q24  | 4Q24  | 직전추정  | 당사추정  | 1Q25(F) |       |           | 2Q25  |     |      |
|-----|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----|------|
|     |       |       |       |       | YoY     | QoQ   | Consensus | 당사추정  | YoY | QoQ  |
| 매출액 | 9,308 | 8,917 | 8,897 | 8,880 | -4.6    | -0.4  | 9,144     | 8,689 | -9  | -2.2 |
| OP  | 454   | 261   | 284   | 196   | -56.8   | -24.8 | 297       | 136   | 0.0 | -30  |
| 순이익 | 166   | -102  | 153   | 87    | -47.6   | 흑전    | 186       | 42    | 흑전  | -51  |

자료: S-Oil, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 35,727 | 36,637 | 34,403 | 35,091 | 35,091 |
| 영업이익    | 1,355  | 461    | 709    | 731    | 731    |
| 세전순이익   | 1,132  | -294   | 392    | 414    | 720    |
| 총당기순이익  | 949    | -163   | 292    | 309    | 537    |
| 지배지분순이익 | 949    | -163   | 292    | 309    | 537    |
| EPS     | 8,137  | -1,401 | 2,505  | 2,646  | 4,602  |
| PER     | 8.6    | NA     | 25.3   | 23.9   | 13.8   |
| BPS     | 77,506 | 74,435 | 75,272 | 76,254 | 79,194 |
| PBR     | 0.9    | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| ROE     | 10.8   | -1.8   | 3.3    | 3.5    | 5.9    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

표 1. S-Oil 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

|          | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25E   | 2Q25E   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2023     | 2024E    | 2025E    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액      | 9,308.5 | 9,570.8 | 8,840.6 | 8,917.1 | 8,880.4 | 8,688.5 | 8,515.3 | 8,318.5 | 35,726.7 | 36,637.0 | 34,402.8 |
| 정유       | 7,444.8 | 7,451.4 | 6,894.4 | 7,013.8 | 6,862.5 | 6,572.9 | 6,376.6 | 6,243.0 | 28,257.2 | 28,804.4 | 26,054.9 |
| 석유화학     | 1,096.8 | 1,308.5 | 1,201.6 | 1,096.0 | 1,153.0 | 1,253.4 | 1,289.6 | 1,245.3 | 4,384.7  | 4,702.9  | 4,941.3  |
| 유회기유     | 766.9   | 810.9   | 744.6   | 807.3   | 865.0   | 862.3   | 849.1   | 830.2   | 3,085.4  | 3,129.7  | 3,406.6  |
| 영업이익     | 454.1   | 160.7   | -414.9  | 260.8   | 196.2   | 136.1   | 118.0   | 259.0   | 1,354.6  | 460.6    | 709.4    |
| 영업이익률(%) | 4.9%    | 1.7%    | -4.7%   | 2.9%    | 2.2%    | 1.6%    | 1.4%    | 3.1%    | 3.8%     | 1.3%     | 2.1%     |
| 정유       | 250.4   | -95.0   | -573.7  | 172.9   | 106.0   | 35.9    | 20.7    | 161.4   | 353.5    | -245.4   | 324.1    |
| 영업이익률(%) | 3.4%    | -1.3%   | -8.3%   | 2.5%    | 1.5%    | 0.5%    | 0.3%    | 2.6%    | 1.3%     | -0.9%    | 1.2%     |
| 석유화학     | 48.0    | 109.9   | 5.0     | -28.1   | -21.0   | -10.3   | -12.2   | -10.7   | 190.6    | 134.8    | -54.1    |
| 영업이익률(%) | 4.4%    | 8.4%    | 0.4%    | -2.6%   | -1.8%   | -0.8%   | -0.9%   | -0.9%   | 4.3%     | 2.9%     | -1.1%    |
| 유회기유     | 155.7   | 145.8   | 153.8   | 115.9   | 111.2   | 110.5   | 109.5   | 108.3   | 810.5    | 571.2    | 439.4    |
| 영업이익률(%) | 20.3%   | 18.0%   | 20.7%   | 14.4%   | 12.9%   | 12.8%   | 12.9%   | 13.0%   | 26.3%    | 18.3%    | 12.9%    |
| 세전이익     | 227.2   | -40.9   | -272.5  | -208.0  | 56.7    | 53.1    | 127.0   | 154.3   | 1,131.7  | -294.1   | 391.1    |
| 지배주주순이익  | 166.2   | -21.3   | -206.2  | -102.1  | 42.3    | 39.6    | 94.7    | 115.0   | 948.9    | -163.4   | 291.6    |
| % YoY    |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |          |
| 매출액      | 2.5     | 22.4    | -1.8    | -9.3    | -4.6    | -9.2    | -3.7    | -6.7    | -15.8    | 2.5      | -6.1     |
| 정유       | 2.3     | 24.2    | -4.2    | -9.9    | -7.8    | -11.8   | -7.5    | -11.0   | -16.9    | 1.9      | -9.5     |
| 석유화학     | 5.6     | 29.7    | 6.8     | -9.6    | 5.1     | -4.2    | 7.3     | 13.6    | -12.8    | 7.3      | 5.1      |
| 유회기유     | 0.6     | 0.0     | 10.1    | -3.5    | 12.8    | 6.3     | 14.0    | 2.8     | -9.7     | 1.4      | 8.8      |
| 영업이익     | -11.9   | 341.1   | 적전      | 흑전      | -56.8   | -15.3   | 흑전      | -0.7    | -60.2    | -66.0    | 54.0     |
| 정유       | -13.8   | 적지      | 적전      | 흑전      | -57.6   | 흑전      | 흑전      | -6.6    | -84.9    | 적전       | 흑전       |
| 석유화학     | 63.8    | 34.0    | -89.0   | 적전      | 적전      | 적전      | 적전      | 적지      | 흑전       | -29.3    | 적전       |
| 유회기유     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | -27.0    | -29.5    | -23.1    |
| 세전이익     | -36.0   | 적지      | 적전      | 적전      | -75.0   | 흑전      | 흑전      | 흑전      | -61.0    | 적전       | 흑전       |
| 지배주주순이익  | -37.4   | 적지      | 적전      | 적전      | -74.6   | 흑전      | 흑전      | 흑전      | -54.9    | 적전       | 흑전       |
| % QoQ    |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |          |
| 매출액      | -5.3    | 2.8     | -7.6    | 0.9     | -0.4    | -2.2    | -2.0    | -2.3    |          |          |          |
| 정유       | -4.3    | 0.1     | -7.5    | 1.7     | -2.2    | -4.2    | -3.0    | -2.1    |          |          |          |
| 석유화학     | -9.5    | 19.3    | -8.2    | -8.8    | 5.2     | 8.7     | 2.9     | -3.4    |          |          |          |
| 유회기유     | -8.3    | 5.7     | -8.2    | 8.4     | 7.1     | -0.3    | -1.5    | -2.2    |          |          |          |
| 영업이익     | 흑전      | -64.6   | 적전      | 흑전      | -24.8   | -30.6   | -13.3   | 119.6   |          |          |          |
| 정유       | 흑전      | 적전      | 적지      | 흑전      | -38.7   | -66.1   | -42.5   | 680.6   |          |          |          |
| 석유화학     | 41.5    | 129.0   | -95.5   | 적전      | 적지      | 적지      | 적지      | 적지      |          |          |          |
| 유회기유     | -29.5   | -6.4    | 5.5     | -24.6   | -4.1    | -0.6    | -1.0    | -1.1    |          |          |          |
| 세전이익     | 208.6   | 적전      | 적지      | 적지      | 흑전      | -6.3    | 138.9   | 21.5    |          |          |          |
| 지배주주순이익  | 3.5     | 적전      | 적지      | 적지      | 흑전      | -6.3    | 138.9   | 21.5    |          |          |          |

자료: S-Oil, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 매출액         | 35,727    | 36,637 | 34,403 | 35,091 | 35,091 |
| 매출원가        | 33,621    | 35,384 | 32,903 | 33,561 | 33,561 |
| 매출총이익       | 2,106     | 1,253  | 1,500  | 1,530  | 1,530  |
| 판매비와관리비     | 751       | 793    | 791    | 799    | 799    |
| 영업이익        | 1,355     | 461    | 709    | 731    | 731    |
| 영업이익률       | 3.8       | 1.3    | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| EBITDA      | 2,074     | 1,381  | 1,715  | 1,815  | 1,884  |
| 영업외손익       | -223      | -755   | -318   | -318   | -12    |
| 관계기업손익      | 2         | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 금융수익        | 299       | 280    | 299    | 299    | 259    |
| 외환관련이익      | 608       | 323    | 373    | 373    | 373    |
| 금융비용        | -500      | -895   | -715   | -715   | -368   |
| 외환관련손실      | 263       | 572    | 368    | 368    | 368    |
| 기타          | -24       | -144   | 92     | 92     | 92     |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,132     | -294   | 392    | 414    | 720    |
| 법인세비용       | -183      | 131    | -100   | -105   | -183   |
| 계속사업순손익     | 949       | -163   | 292    | 309    | 537    |
| 중단사업순손익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 949       | -163   | 292    | 309    | 537    |
| 당기순이익률      | 2.7       | -0.4   | 0.8    | 0.9    | 1.5    |
| 비지배자분순이익    | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 지배자분순이익     | 949       | -163   | 292    | 309    | 537    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익      | -2        | -2     | -2     | -2     | -2     |
| 포괄순이익       | 927       | -186   | 270    | 286    | 515    |
| 비지배자분포괄이익   | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 지배자분포괄이익    | 927       | -186   | 270    | 286    | 515    |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023A        | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| EPS          | 8,137        | -1,401  | 2,505   | 2,646   | 4,602   |
| PER          | 8.6          | NA      | 25.3    | 23.9    | 13.8    |
| BPS          | 77,506       | 74,435  | 75,272  | 76,254  | 79,194  |
| PBR          | 0.9          | 0.7     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |
| EBITDAPS     | 17,784       | 11,840  | 14,710  | 15,563  | 16,159  |
| EV/EBITDA    | 5.7          | 9.3     | 8.0     | 7.9     | 8.1     |
| SPS          | 306,391      | 314,199 | 295,038 | 300,938 | 300,938 |
| PSR          | 0.2          | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| CFPS         | 16,672       | 11,796  | 16,606  | 17,458  | 18,055  |
| DPS          | 1,700        | 1,700   | 1,700   | 1,700   | 1,700   |

| 재무비율     | (단위: 원 배, %) |       |       |       |       |
|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023A        | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성      |              |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | -15.8        | 2.5   | -6.1  | 2.0   | 0.0   |
| 영업이익 증가율 | -60.2        | -66.0 | 54.0  | 3.1   | 0.0   |
| 순이익 증가율  | -54.9        | 적전    | 흑전    | 5.6   | 73.9  |
| 수익성      |              |       |       |       |       |
| ROIC     | 8.5          | 1.7   | 3.2   | 3.2   | 3.1   |
| ROA      | 6.6          | 2.0   | 3.0   | 3.1   | 3.1   |
| ROE      | 10.8         | -1.8  | 3.3   | 3.5   | 5.9   |
| 안정성      |              |       |       |       |       |
| 부채비율     | 138.7        | 169.8 | 171.6 | 170.2 | 163.9 |
| 순차입금비율   | 42.5         | 74.6  | 79.4  | 85.6  | 91.7  |
| 이자보상배율   | 5.7          | 1.4   | 2.0   | 2.1   | 0.0   |

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 유동자산        | 9,648     | 9,291  | 8,930  | 8,419  | 7,561  |
| 현금및현금성자산    | 1,963     | 1,429  | 1,502  | 858    | 0      |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,990     | 3,049  | 2,904  | 2,949  | 2,949  |
| 재고자산        | 4,639     | 4,757  | 4,467  | 4,557  | 4,557  |
| 기타유동자산      | 55        | 55     | 55     | 55     | 55     |
| 비유동자산       | 11,928    | 14,129 | 14,909 | 15,611 | 16,244 |
| 유형자산        | 11,152    | 13,354 | 14,134 | 14,835 | 15,467 |
| 관계기업투자금     | 41        | 49     | 58     | 66     | 75     |
| 기타비유동자산     | 735       | 726    | 717    | 709    | 702    |
| 자산총계        | 21,576    | 23,420 | 23,838 | 24,029 | 23,805 |
| 유동부채        | 9,255     | 9,356  | 9,107  | 9,184  | 9,184  |
| 매입채무 및 기타채무 | 6,074     | 6,176  | 5,926  | 6,003  | 6,003  |
| 차입금         | 2,142     | 2,142  | 2,142  | 2,142  | 2,142  |
| 유동성채무       | 640       | 640    | 640    | 640    | 640    |
| 기타유동부채      | 398       | 398    | 398    | 398    | 398    |
| 비유동부채       | 3,284     | 5,384  | 5,954  | 5,954  | 5,954  |
| 차입금         | 2,837     | 4,937  | 5,507  | 5,507  | 5,507  |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 447       | 447    | 447    | 447    | 447    |
| 부채총계        | 12,539    | 14,741 | 15,061 | 15,138 | 15,138 |
| 자배지분        | 9,038     | 8,679  | 8,777  | 8,892  | 9,234  |
| 자본금         | 292       | 292    | 292    | 292    | 292    |
| 자본잉여금       | 1,332     | 1,332  | 1,332  | 1,332  | 1,332  |
| 이익잉여금       | 7,380     | 7,018  | 7,112  | 7,223  | 7,561  |
| 기타지분변동      | 35        | 38     | 42     | 46     | 50     |
| 비자배지분       | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계        | 9,038     | 8,679  | 8,777  | 8,892  | 9,234  |
| 순차입금        | 3,839     | 6,473  | 6,970  | 7,615  | 8,472  |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름 | 2,526     | 1,562  | 2,125  | 1,977  | 2,332  |
| 당기순이익     | 949       | -163   | 292    | 309    | 537    |
| 비현금항목의 가감 | 995       | 1,539  | 1,644  | 1,727  | 1,569  |
| 감가상각비     | 719       | 920    | 1,006  | 1,083  | 1,153  |
| 외환손익      | -35       | 510    | 272    | 272    | 272    |
| 지분법평가손익   | -2        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타        | 313       | 108    | 367    | 372    | 144    |
| 자산부채의 증감  | 1,473     | 334    | 594    | 353    | 409    |
| 기타현금흐름    | -891      | -147   | -406   | -411   | -183   |
| 투자활동 현금흐름 | -2,066    | -3,107 | -1,771 | -1,771 | -1,771 |
| 투자자산      | 87        | -5     | -6     | -6     | -6     |
| 유형자산      | -2,165    | -3,116 | -1,780 | -1,780 | -1,780 |
| 기타        | 12        | 14     | 14     | 14     | 14     |
| 재무활동 현금흐름 | 193       | 1,819  | 289    | -281   | -281   |
| 단기차입금     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 사채        | 0         | 1,000  | 870    | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 649       | 1,100  | -300   | 0      | 0      |
| 유상증자      | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당      | -373      | -198   | -198   | -198   | -198   |
| 기타        | -83       | -83    | -83    | -83    | -83    |
| 현금의 증감    | 653       | -534   | 73     | -645   | 279    |
| 기초 현금     | 1,310     | 1,963  | 1,429  | 1,502  | 858    |
| 기말 현금     | 1,963     | 1,429  | 1,502  | 858    | 1,137  |
| NOPLAT    | 1,136     | 256    | 529    | 545    | 545    |
| FCF       | -333      | -1,960 | -265   | -171   | -102   |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250316)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중) | Underperform(매도) |
|----|---------|------------------|------------------|
| 비율 | 92.1%   | 7.9%             | 0.0%             |

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상