

S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

77,000

하향

현재주가

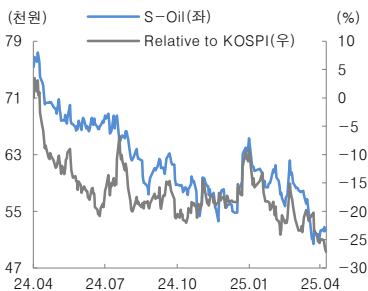
(25.04.25)

52,400

정유업중

KOSPI	2546.3
시가총액	6,044십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	76,000원 / 50,400원
120일 평균거래대금	102억원
외국인지분율	73.81%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-13.7	-9.2	-31.1
상대수익률	-6.9	-14.0	-7.9	-28.8



보릿고개 이후 상저하고 기대

- 정유, 화학, 유통부문 동반 부진으로 1Q25 OP -215억, 컨센서스 하회
- 2Q25 정제마진 하락, 대규모 재고평가손실로 부진한 실적 흐름 불가피
- 단, 북미관세정책 + 드라이빙 시즌 효과로 3Q 이후 마진 예상 외 반등 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 77,000원 하향

목표주가는 25E BPS 72,323원에 Target PBR 1.1배 적용

1Q25 Review: OP -215억원으로 컨센서스(965억원) 하회

정유, 석유화학, 유통부문 동반 부진. 정유부문 OP -568억원으로 QoQ 적자 전환. 25년 1~2월 유가 상승 영향으로 정유부문 재고평가이익(+110억원) 있었으나, 동사의 추정 정제마진 1.06달러/배럴로 QoQ -48.8% 하락하며 적자 전환. 화학부문 OP -745억원으로 QoQ 적자확대. PX-납사 래깅 스프레드 186.4달러/톤으로 QoQ +17.6% 개선되었지만, 여전히 손익분기점 하회. 유통 기류 OP 1,097억원 QoQ -5.3% 실적 기록. 그룹2, 그룹3 판가 전분기와 유사 (QoQ -0.6%)했으나, 일시적 원가 상승 영향으로 스프레드 QoQ -16% 하락.

2Q25 예상 OP -3,355억원: 보릿고개 이후 상저하고 기대

동사의 2Q 정유 부문 예상 OP -3,355억원, 전사차원 영업이익 -2,878억원 부진한 실적흐름 불가피. 미중 관세 정책에 따른 수요 관망세 및 중국 운송용 연료유 수요 감소, 러시아산 원유 수입 증가에 따른 NOC 가동률 상승 등으로 석유제품 수급 완화. 현재 2Q25 예상 정제마진 0.55달러/배럴로 QoQ -48.0% 전망. 또한 OPEC+의 증산 계획에 따른 OSP 하락은 원가 절감에 긍정적이거나 최근 유가하락 감안 시 2Q25 대규모 재고평가손실 불가피.

단, 북미 관세정책에 따른 석유 공급 감소와 25년 3분기 드라이빙 시즌 도래에 따른 수요증가가 맞물릴 경우 25년 연간 정제마진에 변수로 작용 전망. 25년 4월 2일, 미국은 중국(추가 34%), EU(20%) 등 특정 주요 무역 상대국에 대해 더 높은 관세를 부과하는 조치 발표. 석유 및 정제 제품을 포함한 에너지 수입은 금번 관세 부과 대상에서 제외되었으나, 현재 에너지 관련 수입품에 대한 관세 부과 가능성은 여전한 상황. 만약 EU산 석유 제품에 20%의 관세가 부과될 경우 미국 동부해안(PADD1) 지역 수급에 상당한 영향.

24년도 기준 미국은 EU로부터 25.7만B/D의 정제제품 수입. 이 중 70%(18만 B/D)는 PADD1 지역의 휘발유 수입. 이 수입 물량은 해당 지역의 총 휘발유 소비량의 17%를 차지. PADD1 수입 감소분을 대체하기 위한 수단으로 PADD3(걸프연안) 지역의 이송량 증가 가능하지만 1Q Lyondell Basell의 설비 폐쇄(28만B/D) 영향으로 대체 가능 범위는 제한적. 또한 금년 2~3분기 Dangote 정기보수로 유럽산 석유제품 대체 시장 확보로 잉여물량 소화가능할 것으로 전망. 여전히 하반기 실적 반등에 대한 기대감을 유지하는 이유

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,308	8,917	8,880	8,991	-3.4	0.8	9,098	8,681	-9	-3.4
영업이익	454	222	196	-22	적전	적전	82	-288	0.0	적지
순이익	166	-132	87	-57	적전	적지	25	-250	적지	적지

자료: S-Oil, FrnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	34,403	35,091	34,740	32,716	1.0	-6.8
판매비와 관리비	791	799	807	808	2.0	1.2
영업이익	709	731	-125	443	적자조정	-39.5
영업이익률	2.1	2.1	-0.4	1.4	적자조정	-0.7
영업외손익	-318	-318	-228	-317	적자유지	적자유지
세전순이익	392	414	-353	126	적자조정	-69.5
지배지분순이익	292	309	-256	110	적자조정	-64.4
순이익률	0.8	0.9	-0.7	0.3	적자조정	-0.5
EPS(지배지분순이익)	2,505	2,646	-2,199	942	적자조정	-64.4

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

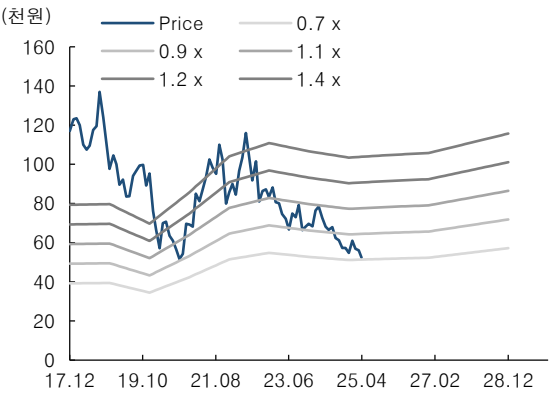
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,740	32,716	33,043
영업이익	1,355	422	-125	443	447
세전순이익	1,132	-333	-353	126	100
총당기순이익	949	-193	-256	110	87
지배지분순이익	949	-193	-256	110	87
EPS	8,137	-1,656	-2,199	942	747
PER	8.6	NA	NA	55.6	70.2
BPS	77,506	74,574	72,323	73,228	73,955
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	10.8	-2.2	-3.0	1.3	1.0

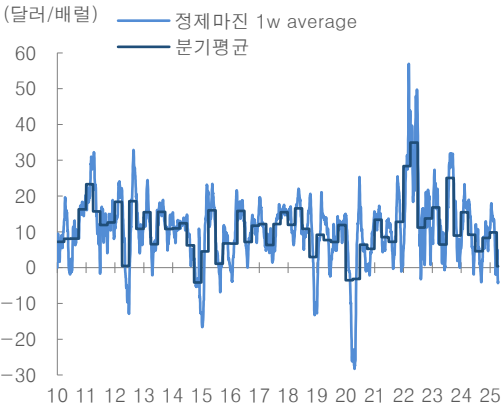
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

그림 1. S-Oil Fwd PBR 밴드 추이



자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

그림 2. 국내 정유기업 정제마진 추이



자료: Petronet, , 대신증권 Research Center

표 1. S-Oil 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,681.1	8,634.0	8,434.5	35,726.7	36,637.0	34,740.1
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,537.1	6,480.6	6,344.8	28,257.2	28,804.4	26,434.5
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,263.5	1,286.5	1,242.1	4,384.7	4,702.9	4,920.0
유탄기유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	880.5	867.0	847.6	3,085.4	3,129.7	3,385.6
영업이익	454.1	160.7	-415.0	222.4	-21.5	-287.8	43.0	141.1	1,354.6	422.2	-125.3
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-3.3%	0.5%	1.7%	3.8%	1.2%	-0.4%
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-335.5	6.0	96.5	353.5	-245.4	-289.8
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-5.1%	0.1%	1.5%	1.3%	-0.9%	-1.1%
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-63.9	-71.1	-62.2	190.6	134.8	-271.7
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-5.1%	-5.5%	-5.0%	4.3%	2.9%	-5.5%
유탄기유	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	111.6	108.0	106.9	810.5	571.2	436.2
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	12.7%	12.5%	12.6%	26.3%	18.3%	12.9%
세전이익	227.2	-40.9	-272.5	-246.4	-67.4	-370.7	52.1	31.8	1,131.7	-332.5	-354.2
지배주주순이익	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-274.8	38.6	23.6	948.9	-193.1	-257.2
% YOY											
매출액	2.5	22.4	-1.8	-9.3	-3.4	-9.3	-2.3	-5.4	-15.8	2.5	-5.2
정유	2.3	24.2	-4.2	-9.9	-5.0	-12.3	-6.0	-9.5	-16.9	1.9	-8.2
석유화학	5.6	29.7	6.8	-9.6	2.8	-3.4	7.1	13.3	-12.8	7.3	4.6
유탄기유	0.6	0.0	10.1	-3.5	3.1	8.6	16.4	5.0	-9.7	1.4	8.2
영업이익	-11.9	341.1	적전	흑전	적전	적전	흑전	-36.6	-60.2	-68.8	적전
정유	-13.8	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	-44.2	-84.9	적전	적지
석유화학	63.8	34.0	-89.0	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	-29.3	적전
유탄기유	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-27.0	-29.5	-23.6
세전이익	-36.0	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-61.0	적전	적지
지배주주순이익	-37.4	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-54.9	적전	적지
% QoQ											
매출액	-5.3	2.8	-7.6	0.9	0.8	-3.4	-0.5	-2.3			
정유	-4.3	0.1	-7.5	1.7	0.8	-7.6	-0.9	-2.1			
석유화학	-9.5	19.3	-8.2	-8.8	2.9	12.0	1.8	-3.5			
유탄기유	-8.3	5.7	-8.2	8.4	-2.1	11.4	-1.5	-2.2			
영업이익	흑전	-64.6	적전	흑전	적전	적지	흑전	228.5			
정유	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	1,503.3			
석유화학	41.5	129.0	-95.5	적전	적지	적지	적지	적지			
유탄기유	-29.5	-6.4	5.5	-24.6	-5.3	1.8	-3.2	-1.1			
세전이익	208.6	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-38.9			
지배주주순이익	3.5	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-38.9			

자료: S-Oil, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,740	32,716	33,043
매출원가	33,621	35,411	34,059	31,465	31,779
매출총이익	2,106	1,226	682	1,251	1,264
판매비와관리비	751	804	807	808	816
영업이익	1,355	422	-125	443	447
영업이익률	3.8	1.2	-0.4	1.4	1.4
EBITDA	2,074	1,174	739	1,410	1,507
영업외손익	-223	-755	-228	-317	-347
관계기업손익	2	6	6	6	6
금융수익	299	369	324	345	345
외환관련이익	608	498	402	421	421
금융비용	-500	-833	-715	-769	-800
외환관련손실	263	550	364	388	388
기타	-24	-317	158	102	102
법인세비용차감전순이익	1,132	-333	-353	126	100
법인세비용	-183	139	97	-16	-13
계속사업순이익	949	-193	-256	110	87
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	-256	110	87
당기순이익률	2.7	-0.5	-0.7	0.3	0.3
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	949	-193	-256	110	87
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	4	4	4	4
포괄순이익	927	-153	-216	150	127
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	927	-153	-216	150	127

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,137	-1,656	-2,199	942	747
PER	8.6	NA	NA	55.6	70.2
BPS	77,506	74,574	72,323	73,228	73,955
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	17,784	10,069	6,334	12,096	12,924
EV/EBITDA	5.7	10.5	17.9	10.0	10.0
SPS	306,391	314,199	297,931	280,571	283,377
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	16,672	9,731	8,819	14,332	15,161
DPS	1,700	125	125	125	125

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-15.8	2.5	-5.2	-5.8	1.0
영업이익 증가율	-60.2	-68.8	적전	흑전	1.0
순이익 증가율	-54.9	적전	적지	흑전	-20.8
수익성					
ROIC	8.5	1.7	-0.6	2.3	2.3
ROA	6.6	1.8	-0.5	1.7	1.7
ROE	10.8	-2.2	-3.0	1.3	1.0
안정성					
부채비율	138.7	181.2	206.5	210.8	219.2
순차입금비율	42.5	69.0	85.2	93.6	105.0
이자보상배율	5.7	1.5	-0.4	1.2	1.1

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	10,428	10,112	9,974
현금및현금성자산	1,963	1,946	2,678	2,730	2,532
매출채권 및 기타채권	2,990	3,479	3,367	3,247	3,266
재고자산	4,639	4,493	4,260	4,012	4,052
기타유동자산	55	130	123	123	123
비유동자산	11,928	14,403	15,419	16,426	17,555
유형자산	11,152	13,582	14,524	15,361	16,105
관계기업투자금	41	43	49	55	60
기타비유동자산	735	779	846	1,010	1,390
자산총계	21,576	24,451	25,847	26,538	27,528
유동부채	9,255	11,657	12,260	12,846	13,752
매입채무 및 기타채무	6,074	7,410	7,153	6,877	6,922
차입금	2,142	3,355	4,216	5,077	5,938
유동성채무	640	660	660	660	660
기타유동부채	398	231	231	231	231
비유동부채	3,284	4,099	5,153	5,153	5,153
차입금	2,837	3,791	4,845	4,845	4,845
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	447	308	308	308	308
부채총계	12,539	15,756	17,413	17,999	18,905
자배지분	9,038	8,696	8,433	8,539	8,624
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	6,759	6,855	6,927
기타지분변동	35	42	51	61	73
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,433	8,539	8,624
순차입금	3,839	6,001	7,184	7,993	9,052

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	599	1,104	1,065
당기순이익	949	-193	-256	110	87
비현금항목의 가감	995	1,328	1,285	1,561	1,681
감가상각비	719	752	864	968	1,060
외환손익	-35	553	285	314	314
지분법평가손익	-2	-6	-6	-6	-6
기타	313	29	141	285	312
자산부채의 증감	1,473	829	-223	-217	-325
기타현금흐름	-891	-496	-206	-350	-377
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-1,870	-1,966	-2,180
투자자산	87	30	-83	-178	-393
유형자산	-2,165	-3,038	-1,797	-1,797	-1,797
기타	12	-18	9	9	9
재무활동 현금흐름	193	1,539	1,819	765	765
단기차입금	190	861	861	861	861
사채	349	997	870	0	0
장기차입금	700	592	184	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-373	-189	-15	-15	-15
기타	-673	-722	-82	-82	-82
현금의 증감	653	-17	732	53	-198
기초 현금	1,310	1,963	1,946	2,678	2,730
기말 현금	1,963	1,946	2,678	2,730	2,532
NOPLAT	1,136	245	-91	385	389
FCF	-333	-2,072	-1,027	-447	-351

[Compliance Notice]

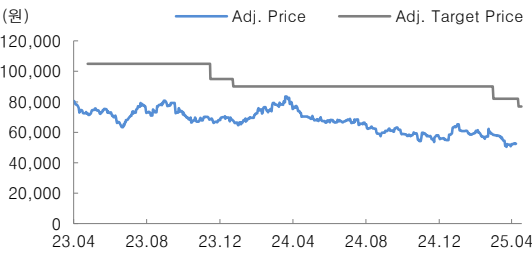
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



제시일자	25.04.29	25.03.18	25.01.29	25.01.24	25.01.14	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	77,000	82,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균%)		(33.88)	(34.34)	(33.21)	(33.21)	(33.43)
과리율(최대/최소%)		(28.90)	(30.89)	(23.89)	(23.89)	(23.89)
제시일자	24.11.05	24.09.30	24.07.29	24.07.09	24.06.21	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균%)	(32.08)	(31.46)	(30.16)	(25.07)	(20.34)	(19.74)
과리율(최대/최소%)	(23.89)	(23.89)	(23.89)	(23.56)	(7.22)	(7.22)
제시일자	24.04.29	24.03.29	24.02.05	24.01.09	23.12.02	23.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	95,000	105,000
과리율(평균%)	(18.06)	(17.92)	(19.89)	(25.86)	(28.13)	(34.10)
과리율(최대/최소%)	(7.22)	(7.22)	(11.78)	(23.33)	(25.68)	(33.14)
제시일자	23.10.31	23.10.04	23.07.31	23.06.26	23.05.11	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	
과리율(평균%)	(30.72)	(30.32)	(30.10)	(32.32)	(30.11)	
과리율(최대/최소%)	(23.14)	(23.14)	(23.14)	(28.00)	(28.00)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250426)

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