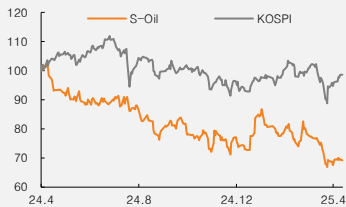


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 64,000원
현재주가(25/4/28)	52,100원
상승여력	22.8%

영업이익(25F, 십억원)	-258
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	778
EPS 성장률(25F, %)	적지
MKT EPS 성장률(25F, %)	26.7
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	9.2
KOSPI	2,548.86
시가총액(십억원)	5,866
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	73.8
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	74,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-9.1 -10.8 -29.6
상대주가	-8.7 -8.6 -26.6



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

기대감보다 우려가 더 큰 구간

목표주가 6.4만원으로 하향. 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 7.9만원에서 6.4만원으로 하향 조정하며, 매수 의견은 유지한다. 이번 관세 영향으로 인한 유가 하락세를 실적 전망치에 반영해 하향 조정했으며, 향후 12MF ROE도 마이너스 수준으로 부정적이기에 과거 최저점이었던 COVID-19 수준의 PBR 0.87배를 적용했다. 현재 주가는 나아질 기대감보다는 불확실한 우려를 더 반영하고 있는 상황이다. 정제설비의 수급 밸런스는 하반기로 갈수록 점차 나아질 것으로 예상하며, 윤활유 마진도 개선될 것으로 예상된다.

1Q25 Review: 부진한 1분기 실적

동사의 1Q25 영업손익은 -216억원으로 컨센서스인 +822억원을 하회했다. 전반적으로 모든 부문이 전분기 대비 부진했다. 정유 부문(-568억원)은 휘발유(\$11.4→\$7.7) 및 경등유(\$14.7→\$13.1) 마진의 약세로 전분기 대비 적자전환했다. 화학 부문(-745억원)은 PO/BZ 스프레드 부진으로 실적이 감소했다. 윤활유 부문(+1,097억원)도 원재료(VGO)의 가격 상승으로 인해 마진이 축소(\$53.6→\$43.5)되며 정기보수가 있었던 4분기와 유사한 수준의 영업이익 규모를 기록했다.

2Q25 Preview: 아직 반영되지 않은 관세 영향

동사의 2Q25 영업손익은 -2,539억원으로 전분기(-216억원) 대비 적자 폭이 확대될 전망이다. 적자 규모 확대 요인은 유가 하락이다. 본격적으로 유가가 하락했던 시점은 4월 초였기에, 아직 트럼프 정부의 관세 부과로 인한 수요 우려가 1분기 실적에는 반영되지 않았다. 현재 유가가 하락한만큼 수요가 감소했다고 판단하지는 않지만, 수급 밸런스는 여전히 불확실성이 남아있다. 1) OPEC+가 감산 쿼타를 지키지 않은 국가들에 대한 페널티로 증산 가속화를 고려하고 있고, 2) 아직 미-중 관세 전쟁이 지속되고 있기 때문이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	35,196	34,593	34,326
영업이익 (십억원)	1,355	422	-258	210	352
영업이익률 (%)	3.8	1.2	-0.7	0.6	1.0
순이익 (십억원)	949	-193	-232	53	199
EPS (원)	8,137	-1,656	-1,990	454	1,709
ROE (%)	10.8	-2.2	-2.7	0.6	2.3
P/E (배)	8.6	-	-	114.8	30.5
P/B (배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	2.4	0.2	-	-	-

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

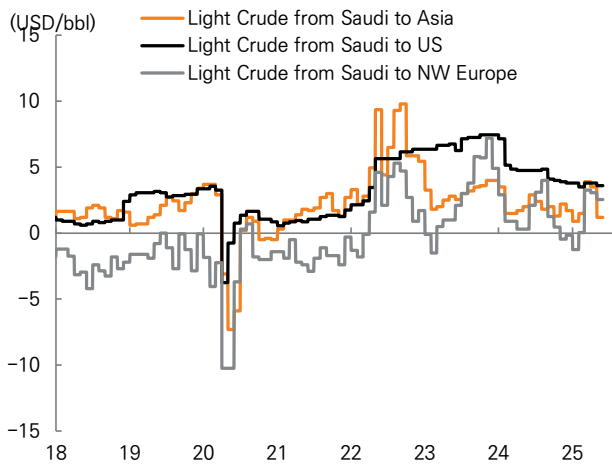
표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,649.9	8,689.9	8,865.4	36,637.0	35,195.6	34,593.4
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,822.1	6,879.7	6,983.2	28,804.4	27,757.1	27,077.4
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,084.3	1,067.2	1,086.0	4,702.9	4,365.5	4,574.8
	유탄유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	743.4	743.0	796.2	3,129.7	3,073.0	2,941.1
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.6	-253.9	-19.2	37.1	460.7	-257.6	210.2
	정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-354.2	-138.4	-143.4	-245.4	-692.8	-461.9
	화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-40.7	-21.8	10.3	134.8	-126.8	59.7
	유탄유	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	141.0	141.0	170.2	571.2	562.0	612.4
세전이익		227.2	-40.9	-272.5	-246.4	-67.4	-309.2	118.1	-62.1	-332.5	-320.6	71.5
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-228.8	87.4	-46.0	-193.0	-232.0	52.9

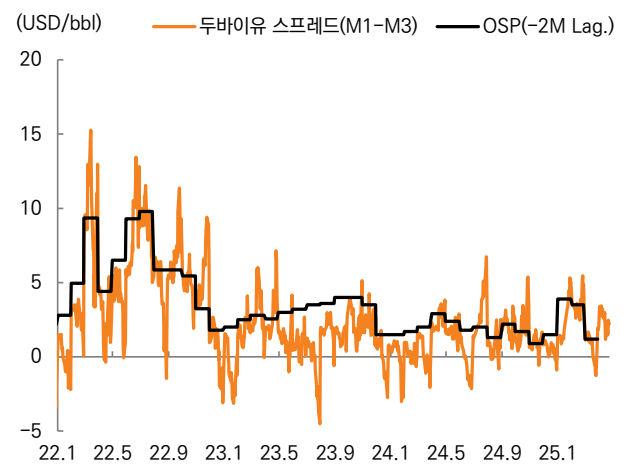
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지역별 Light Crude OSP 추이



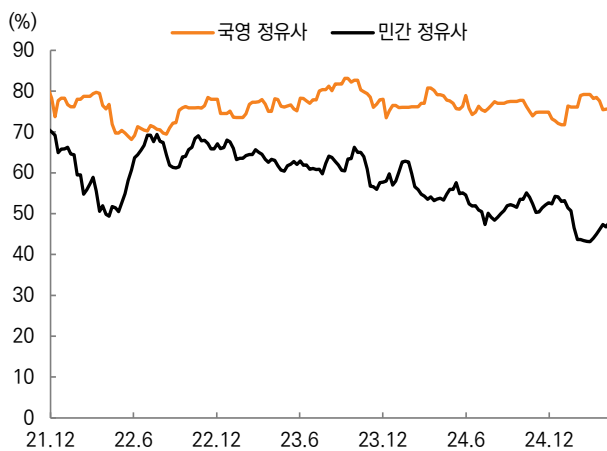
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 두바이유 스프레드 vs. OSP 추이



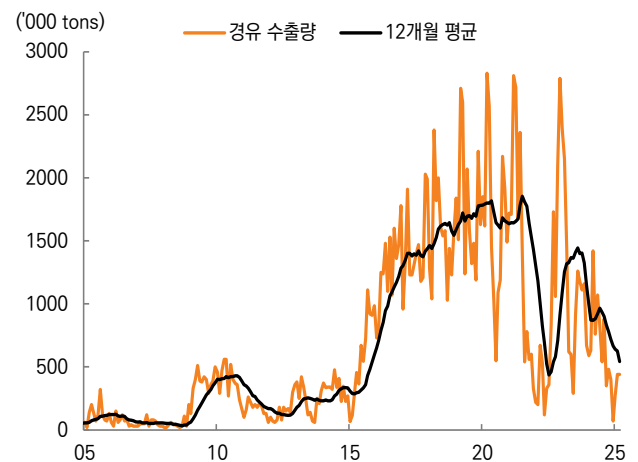
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 국영/민간 정유사 가동률 추이



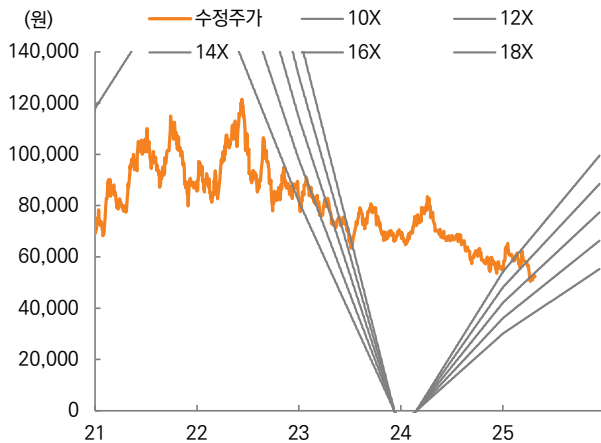
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 경유 수출량 추이



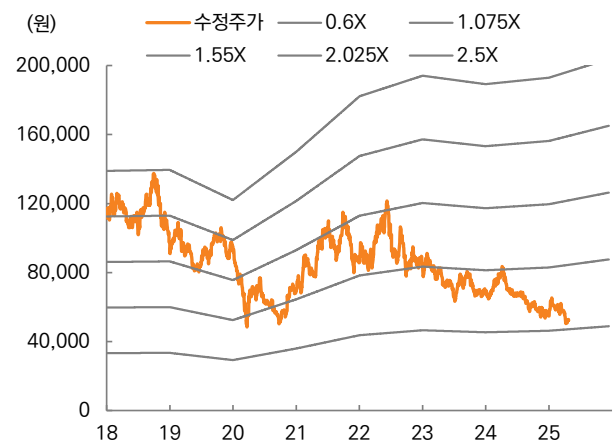
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 12MF PER 밴드 차트



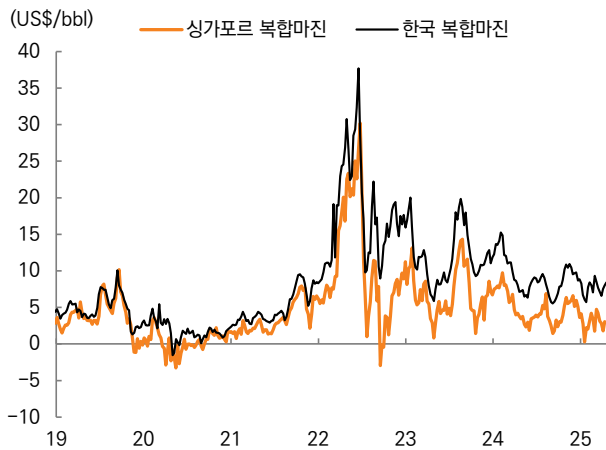
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



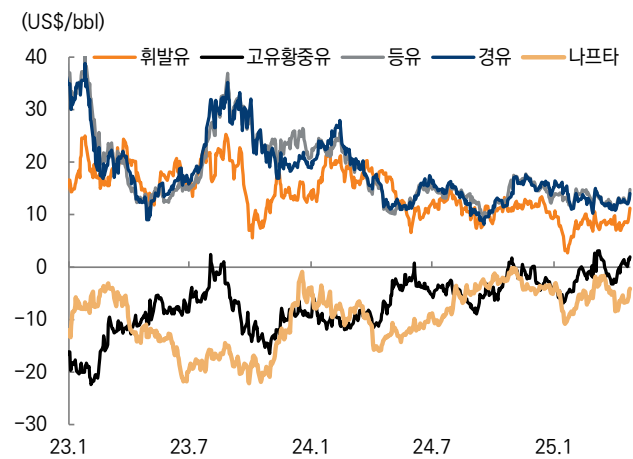
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



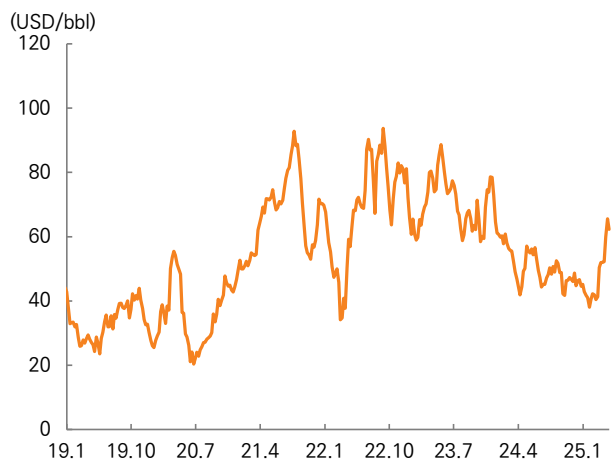
자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아시아 석유제품별 마진 추이



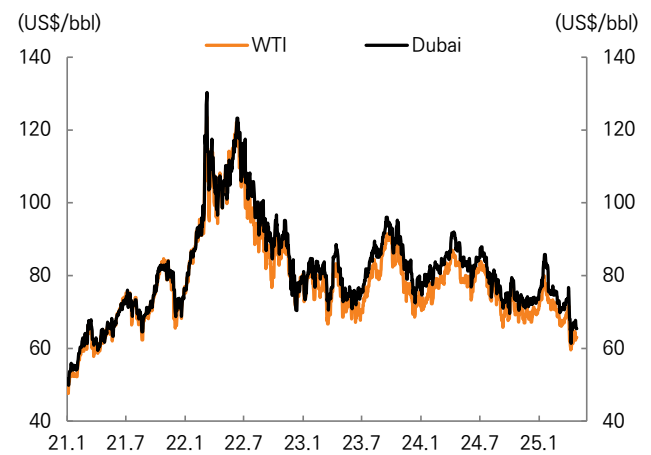
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637	35,196	34,593	34,326
매출원가	35,411	34,650	33,579	33,171
매출총이익	1,226	546	1,014	1,155
판매비와관리비	804	804	804	804
조정영업이익	422	-258	210	352
영업이익	422	-258	210	352
비영업손익	-755	-63	-138	-83
금융손익	-229	-70	-139	-82
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	-333	-321	72	269
계속사업법인세비용	-139	-89	19	70
계속사업이익	-193	-232	53	199
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	-232	53	199
지배주주	-193	-232	53	199
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	-232	53	199
지배주주	-153	-232	53	199
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	693	1,327	1,508
FCF	-1,574	-3,048	-447	542
EBITDA 마진율 (%)	3.2	2.0	3.8	4.4
영업이익률 (%)	1.2	-0.7	0.6	1.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	-0.7	0.2	0.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	8,555	8,646	8,835
현금 및 현금성자산	1,946	567	802	1,006
매출채권 및 기타채권	3,479	3,373	3,312	3,306
재고자산	4,493	4,485	4,405	4,396
기타유동자산	130	130	127	127
비유동자산	14,403	16,940	17,821	17,864
관계기업투자등	43	42	42	42
유형자산	13,582	16,130	17,024	17,076
무형자산	149	137	127	118
자산총계	24,451	25,495	26,467	26,699
유동부채	11,657	10,915	11,791	11,778
매입채무 및 기타채무	6,827	6,114	6,004	5,992
단기금융부채	4,071	4,071	5,070	5,070
기타유동부채	759	730	717	716
비유동부채	4,099	6,098	6,095	6,095
장기금융부채	3,934	5,934	5,934	5,934
기타비유동부채	165	164	161	161
부채총계	15,756	17,013	17,886	17,873
지배주주지분	8,696	8,481	8,581	8,826
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	6,784	6,883	7,129
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,481	8,581	8,826

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	439	1,553	1,742
당기순이익	-193	-232	53	199
비현금수익비용가감	1,328	852	1,274	1,308
유형자산감가상각비	741	938	1,107	1,147
무형자산상각비	11	12	10	9
기타	576	-98	157	152
영업활동으로인한자산및부채의변동	829	-628	17	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	180	98	37	4
재고자산 감소(증가)	209	8	81	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	751	-702	-77	-8
법인세납부	-191	169	-19	-70
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,027	-3,486	-1,998	-1,200
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,487	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	1	2	0
기타투자활동	95	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,539	1,636	679	-338
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	2,000	999	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	-15	46	46
기타재무활동	-439	-349	-366	-384
현금의 증가	-17	-1,379	235	204
기초현금	1,963	1,946	567	802
기말현금	1,946	567	802	1,006

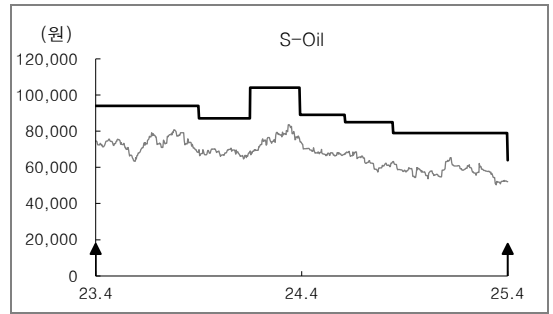
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	114.8	30.5
P/CF (x)	5.6	9.8	4.6	4.0
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	10.5	22.2	12.2	10.6
EPS (원)	-1,656	-1,990	454	1,709
CFPS (원)	9,731	5,318	11,383	12,930
BPS (원)	74,590	72,751	73,603	75,711
DPS (원)	125	-400	-400	-400
배당성향 (%)	-7.3	19.4	-85.1	-22.6
배당수익률 (%)	0.2	-0.7	-0.7	-0.7
매출액증가율 (%)	2.5	-3.9	-1.7	-0.8
EBITDA증가율 (%)	-43.4	-41.0	91.6	13.6
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	적전	흑전	67.2
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	276.7
매출채권 회전율 (회)	16.4	16.6	16.8	16.9
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.8	7.8	7.8
매입채무 회전율 (회)	7.9	7.5	7.9	7.9
ROA (%)	-0.8	-0.9	0.2	0.7
ROE (%)	-2.2	-2.7	0.6	2.3
ROIC (%)	1.8	-1.2	0.8	1.4
부채비율 (%)	181.2	200.6	208.4	202.5
유동비율 (%)	86.2	78.4	73.3	75.0
순차입금/자기자본 (%)	69.0	110.6	118.2	112.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.7	0.6	0.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2025.04.29	매수	64,000	-	-
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85
2023.04.27	매수	94,000	-22.15	-14.15



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.