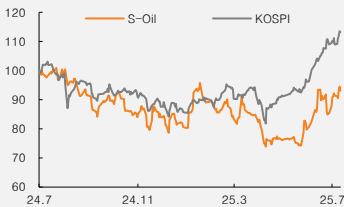


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 82,000원
현재주가(25/7/11)	63,500원
상승여력	29.1%

영업이익(25F, 십억원)	149
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	226
EPS 성장률(25F, %)	적지
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.4
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	11.7
KOSPI	3,175.77
시가총액(십억원)	7,149
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	73.9
벤투(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	68,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.5	0.3	-5.2
상대주가	-0.6	-20.5	-13.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

예정된 부진과 빠른 턀어라운드

투자 의견: 목표주가 8.2만원으로 상향. 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 6.8만원에서 8.2만원으로 상향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향 요인은 실적 개선 및 밸류에이션 상향이다. 25년 영업이익 추정치는 -2,580억원에서 +1,488억원으로 상향 조정하며, 특히 2분기 영업손익 부진까지 감안하면 하반기 실적은 드라마틱하게 개선될 전망이다. 밸류에이션은 유가와 정제마진이 동반 강세를 보였던 24년 1분기 PBR 1.1배를 적용했다(기존 PBR 0.9배).

기존 자료에서는 유가 변동성으로 인해 분할매수를 권고했으나, 이제는 OPEC+의 증산 조기종료 가능성이 높아지며 빠른 턀어라운드가 가능해졌다고 판단한다. 2분기 예정된 부진의 확인과 동시에 불확실성 해소로 주가 상승을 기대한다.

2Q25 Preview: 유가 하락과 환율 효과로 예정된 부진

동사의 2Q25 영업손익은 -3,859억원으로 컨센서스 -1,929억원을 하회할 전망이다. 손익이 가장 부진할 것으로 예상되는 부문은 정유(-4,767억원)로 유가 하락으로 인한 재고관련손실(-2,334억원) 및 환율 하락영향(-2,144억원)이 클 것으로 전망한다. 하지만 동사의 복합정제마진은 약 2달러 수준 상승한 것으로 추정하며, OSP 인상 효과에도 불구하고 업황은 견조했던 것으로 보인다. 환율 효과의 일부를 순이익 단에서 자연해지하는 효과와 향후 유가 상승 국면에서 재고관련손익의 환입 효과를 감안하면, 기업의 펀더멘탈은 나쁘지 않았던 것으로 판단한다. 화학과 윤활기유는 스프레드가 회복되며 실적이 소폭 개선될 전망이다.

하반기 전망: 정제마진 호조에 유가가 올라준다면?

하반기에는 동사 주가에 가장 낙관적인 시나리오인 유가 상승 & 높은 정제마진이 나타날 것으로 예상된다. 국제유가 상승을 예상하는 이유는 1) OPEC+의 증산 조기종료, 2) 미국 셰일 생산량 감소다. OPEC+는 18개월이라는 장기간 증산 일정을 앞당겨 6~7개월 만에 조기 종료할 예정이다. 시장의 우려와는 달리 8월 55만 b/d 증산에도 유가가 크게 하락하지 않았다는 점은 수요가 뒷받침이 되고 있다고 판단한다. 향후 미국 시추기 수 감소로 인한 점진적 생산량 감소와 더불어 유가는 연말까지 상승세를 보일 것으로 전망한다. 그리고 이미 호조를 보이고 있는 정제마진과 더불어 동사 주가의 상승을 견인할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,187	33,479	33,136
영업이익 (십억원)	1,355	422	149	332	311
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.4	1.0	0.9
순이익 (십억원)	949	-193	-70	40	11
EPS (원)	8,137	-1,656	-600	341	95
ROE (%)	10.8	-2.2	-0.8	0.5	0.1
P/E (배)	8.6	-	-	186.2	671.7
P/B (배)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
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	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,181.0	8,249.1	8,766.7	36,637.0	34,187.3	33,478.5
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,480.3	6,588.9	6,974.8	28,804.4	27,116.0	26,180.3
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	979.2	973.9	1,035.6	4,702.9	4,116.7	4,471.3
	유탄유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	721.4	686.3	756.4	3,129.7	2,954.5	2,827.0
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.6	-385.9	155.5	400.8	460.7	148.8	332.2
	정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-476.7	51.2	242.6	-245.4	-239.7	-297.6
	화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-50.2	-36.7	-12.0	134.8	-173.5	17.3
	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	-513.4	219.3	259.8	-332.5	-101.7	53.7
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-379.9	162.3	192.2	-193.0	-70.0	39.8

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

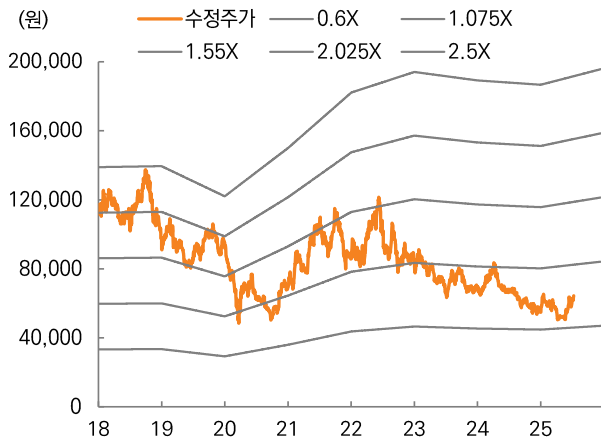
표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	35,196	34,593	34,187	33,479	-2.9	-3.2
영업이익	-258	210	149	332	흑자전환	58.0
당기순이익(지배)	-232	53	-70	40	적자축소	-24.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



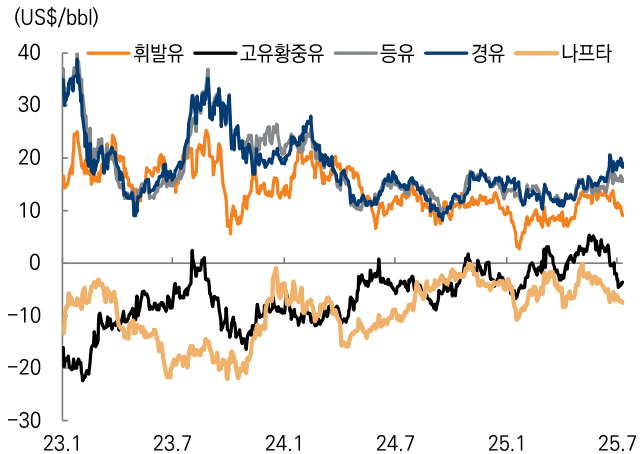
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



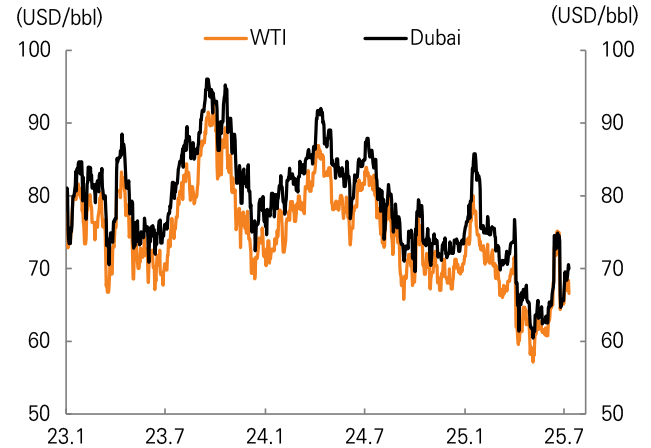
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



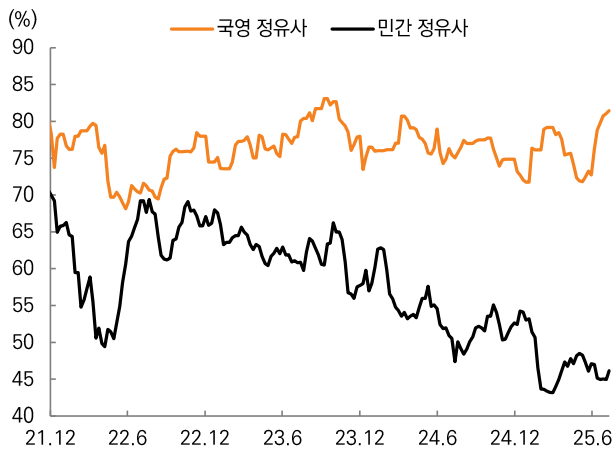
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



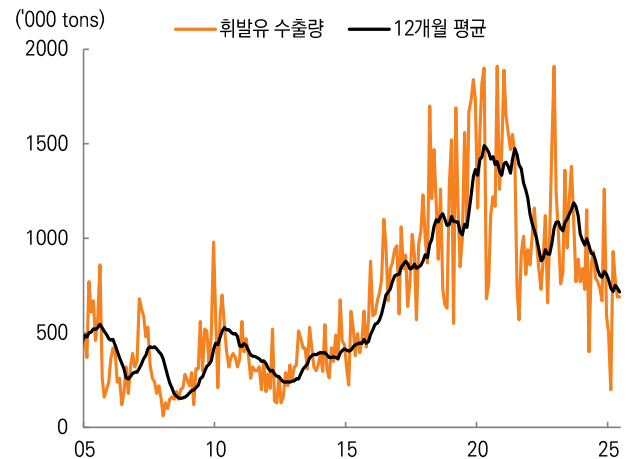
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 중국 국영/민간 정유사 가동률 추이



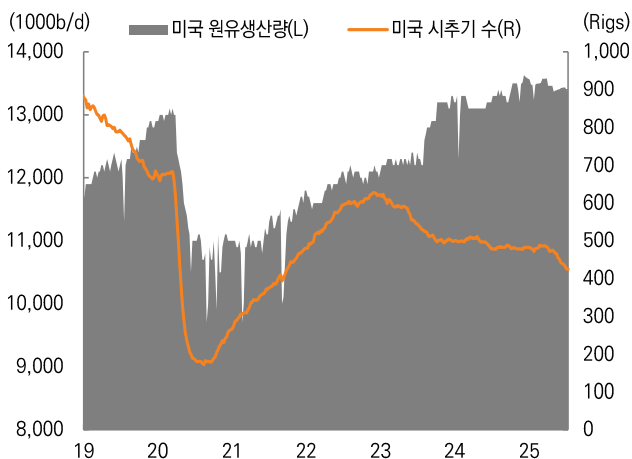
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 휘발유 수출량 추이



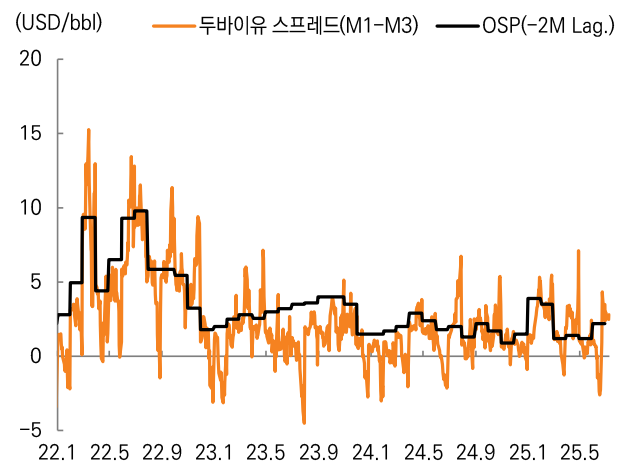
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 원유생산량 및 시추기 수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 두바이유 스프레드와 OSP 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637	34,187	33,479	33,136
매출원가	35,411	33,243	32,351	32,029
매출총이익	1,226	944	1,128	1,107
판매비와관리비	804	795	795	795
조정영업이익	422	149	332	311
영업이익	422	149	332	311
비영업손익	-755	-251	-278	-296
금융손익	-229	-334	-352	-369
관계기업등 투자손익	6	1	0	0
세전계속사업손익	-333	-102	54	15
계속사업법인세비용	-139	-32	14	4
계속사업이익	-193	-70	40	11
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	-70	40	11
지배주주	-193	-70	40	11
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	-68	40	11
지배주주	-153	-68	40	11
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	983	1,256	1,265
FCF	-1,574	-3,182	-647	136
EBITDA 마진율 (%)	3.2	2.9	3.8	3.8
영업이익률 (%)	1.2	0.4	1.0	0.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	-0.2	0.1	0.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	8,149	7,842	7,606
현금 및 현금성자산	1,946	278	296	75
매출채권 및 기타채권	3,479	3,389	3,249	3,243
재고자산	4,493	4,354	4,174	4,166
기타유동자산	130	128	123	122
비유동자산	14,403	16,967	18,039	18,284
관계기업투자등	43	42	40	40
유형자산	13,582	16,024	17,111	17,368
무형자산	149	138	126	116
자산총계	24,451	25,116	25,881	25,890
유동부채	11,657	10,080	10,800	10,786
매입채무 및 기타채무	6,827	6,016	5,768	5,757
단기금융부채	4,071	3,341	4,339	4,339
기타유동부채	759	723	693	690
비유동부채	4,099	6,392	6,385	6,385
장기금융부채	3,934	6,229	6,229	6,229
기타비유동부채	165	163	156	156
부채총계	15,756	16,471	17,184	17,171
지배주주지분	8,696	8,645	8,696	8,719
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	6,946	6,997	7,020
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,645	8,696	8,719

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	41	1,353	1,336
당기순이익	-193	-70	40	11
비현금수익비용가감	1,328	1,197	1,290	1,327
유형자산감가상각비	741	822	913	944
무형자산상각비	11	12	11	10
기타	576	363	366	373
영업활동으로인한자산및부채의변동	829	-1,055	38	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	180	81	87	4
재고자산 감소(증가)	209	67	179	8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	751	94	-211	-10
법인세납부	-191	87	-14	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,027	-3,149	-1,995	-1,200
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,223	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	2	5	0
기타투자활동	95	72	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,539	1,411	658	-358
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	1,565	998	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	-15	12	12
기타재무활동	-439	-139	-352	-370
현금의 증가	-17	-1,668	18	-221
기초현금	1,963	1,946	278	296
기말현금	1,946	278	296	75

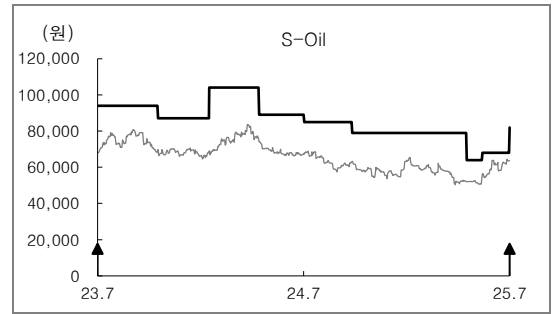
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	186.2	671.7
P/CF (x)	5.6	6.6	5.6	5.5
P/B (x)	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	10.5	16.8	14.0	14.0
EPS (원)	-1,656	-600	341	95
CFPS (원)	9,731	9,669	11,403	11,476
BPS (원)	74,590	74,157	74,597	74,790
DPS (원)	125	-100	-100	-100
배당성향 (%)	-7.3	16.1	-28.3	-102.1
배당수익률 (%)	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
매출액증가율 (%)	2.5	-6.7	-2.1	-1.0
EBITDA증가율 (%)	-43.4	-16.3	27.8	0.7
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	-64.7	123.1	-6.4
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	-72.3
매출채권 회전율 (회)	16.4	16.0	16.3	16.4
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.7	7.9	7.9
매입채무 회전율 (회)	7.9	6.6	6.5	6.5
ROA (%)	-0.8	-0.3	0.2	0.0
ROE (%)	-2.2	-0.8	0.5	0.1
ROIC (%)	1.8	0.6	1.3	1.2
부채비율 (%)	181.2	190.5	197.6	196.9
유동비율 (%)	86.2	80.8	72.6	70.5
순차입금/자기자본 (%)	69.0	106.8	117.5	119.7
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	0.4	0.9	0.8

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2025.07.14	매수	82,000	-	-
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.