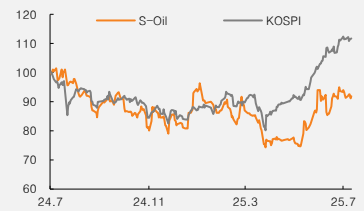


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	82,000원
현재주가(25/7/25)	62,300원
상승여력	31.6%

영업이익(25F, 십억원)	290
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	181
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.7
P/E(25F, x)	22.9
MKT P/E(25F, x)	11.7
KOSPI	3,196.05
시가총액(십억원)	7,014
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	74.1
벤투(12M) 일간수익률	0.92
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	68,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.6	2.6	-5.9
상대주가	4.6	-18.5	-20.2



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

S-Oil

이제는 손에 잡히는 하반기 턴어라운드

목표주가 8.2만원 및 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가 8.2만원 및 매수 의견을 유지한다. 2분기 실적은 유가 하락 및 환차손으로 인해 예정된 부진이었으며, 하반기 실적을 기대할 시점이라고 판단한다. 하반기 정제마진 강세를 전망하는 이유는 정제설비 준증설이 12월 인도 프로젝트(65만 b/d)를 제외하면 거의 없다고 봐도 무방할 정도로, 최근 석유제품 수요 강세도 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 다만 OPEC+가 빠르게 감산 물량을 시장에 되돌리고 있는 상황이기에, 유가 변동성이 있을 수 있다. 하지만 9월 OPEC+ 증산 종료, 10월 셰일 생산량 감소가 나타난다면 유가는 점진적으로 상승할 전망이다.

2Q25 Review: 예상된 부진, 그리고 환헤지가 상당부분 만회

동사의 2Q25 영업손익은 -3,440억원으로 컨센서스인 -2,470억원을 하회했다. 당사 전망대로 정유 부문의 부진(-4,411억원) 영향이 컸으며, 재고관련손익 및 환차손, OSP 상승이 주된 요인이다. 2분기 일회성 요인은 재고관련손익 -1,830억원, 유가 하락에 따른 래깅효과 -390억원, 환차손 -1,740억원이다. 앞서 당사 프리뷰 자료에서 예상했던 영업손실의 대부분은 유가 및 환율 하락으로 인한 일시적 현상이었다. 그리고 영업외손익에서 환차익(헤지)으로 약 3,071억원이 메워져 당기순손익은 -668억원으로 손실 폭이 크지 않았다.

하반기 전망: 수면 위로 드러날 정제마진 강세

점차 유가 상승 및 환율 하락세 안정을 통해 실적에도 정제마진의 강세가 드러날 것으로 예상된다. 유가는 OPEC+의 증산 조기 종료 및 미국 셰일 생산량 감소가 9~10월부터 가시화되며 점진적인 상승을 전망한다. 따라서 환율 안정화와 동시에 실적이 개선되며 정제마진 강세가 두드러질 것으로 예상된다.

하반기 정제마진의 강세는 경등유가 견인할 전망이다. 현재 경등유 마진은 20달러를 상회할 정도로 강세를 기록 중이며, 요인은 1) 유럽/미국 경등유 낮은 재고, 2) 저유가로 인한 수송유 수요 증가, 3) 유럽 정제설비 폐쇄 영향 등이다. 하반기에도 경등유 가격 강세가 지속될 것으로 보이며, 난방 시즌까지 낮은 재고가 이어질 경우 추가 마진 상승도 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,209	33,479	33,136
영업이익 (십억원)	1,355	422	290	332	311
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.8	1.0	0.9
순이익 (십억원)	949	-193	317	127	98
EPS (원)	8,137	-1,656	2,718	1,090	843
ROE (%)	10.8	-2.2	3.6	1.4	1.1
P/E (배)	8.6	-	22.9	57.2	73.9
P/B (배)	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	2.4	0.2	0.8	0.3	0.3

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	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,048.5	8,403.4	8,766.7	36,637.0	34,209.1	33,478.5
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,637.1	6,974.8	28,804.4	26,943.8	26,180.3
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,036.5	1,035.6	4,702.9	4,233.8	4,471.3
	유탄유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	729.8	756.4	3,129.7	3,031.5	2,827.0
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.6	-344.0	290.1	365.8	460.7	290.3	332.2
	정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-441.1	161.2	207.6	-245.4	-129.1	-297.6
	화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-22.2	-12.0	134.8	-143.3	17.3
	유탄유	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	131.8	151.1	170.2	571.2	562.8	612.4
세전이익		227.2	-40.9	-272.5	-246.4	-67.4	-106.3	353.9	224.8	-332.5	405.0	171.8
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	261.9	166.3	-193.0	316.9	127.1

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

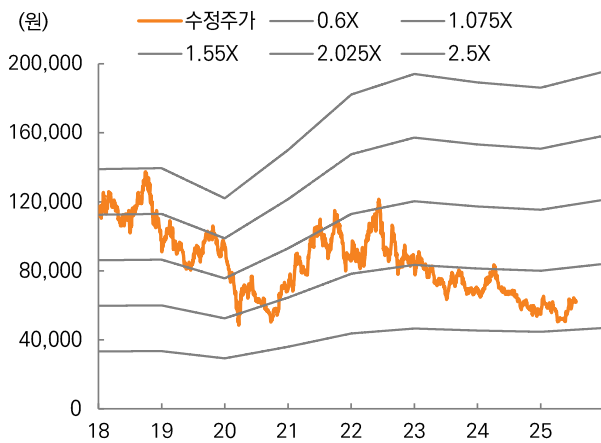
표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	34,187	33,479	34,209	33,479	0.1	0.0
영업이익	149	332	290	332	95.1	0.0
당기순이익(지배)	-70	40	317	127	흑자전환	219.6

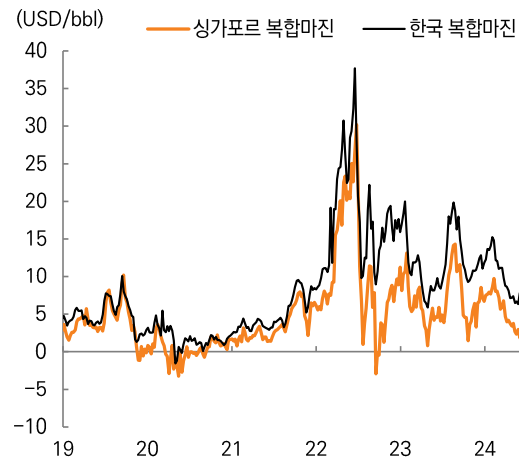
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



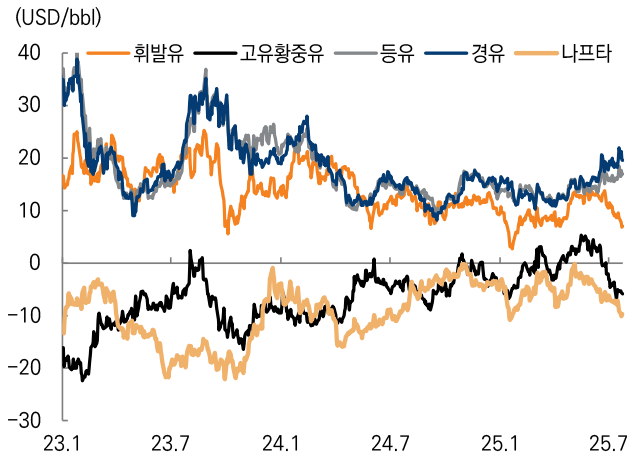
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



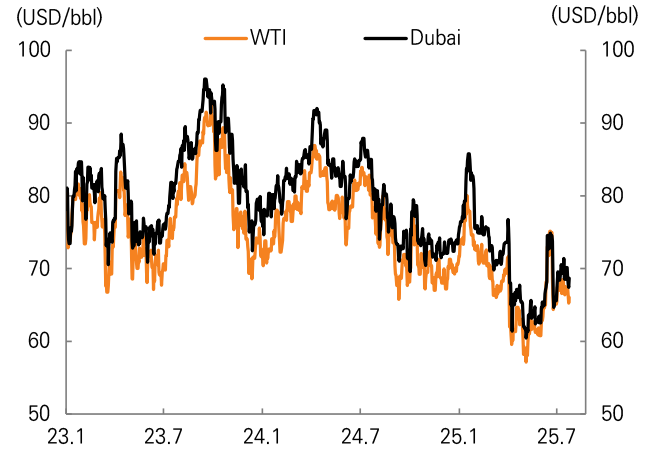
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



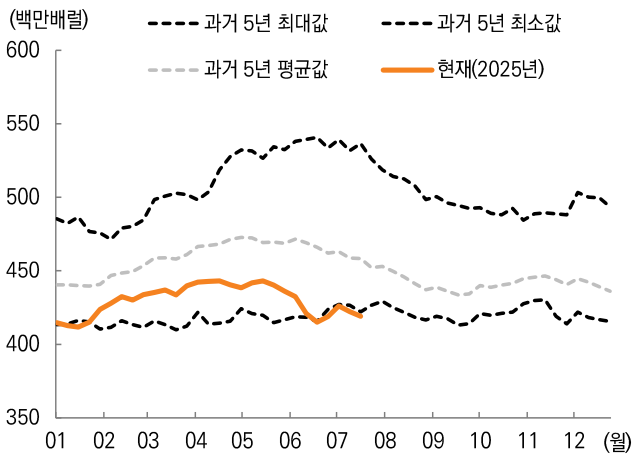
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



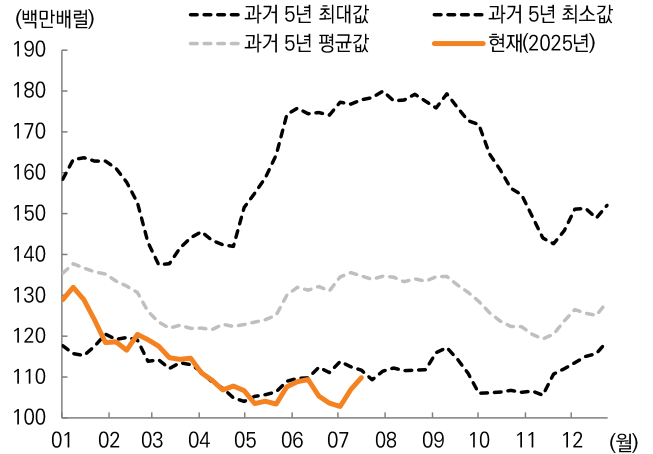
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



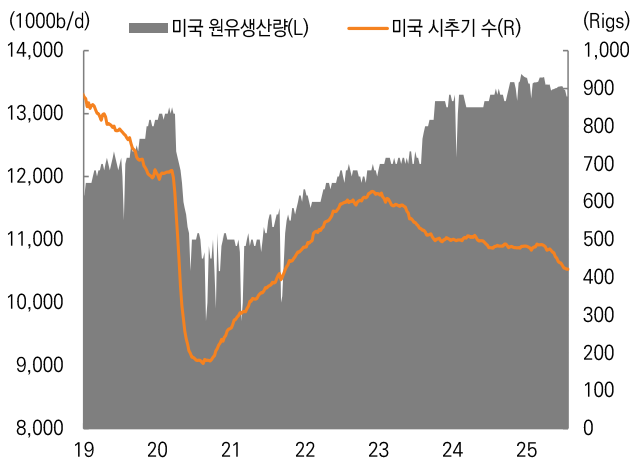
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

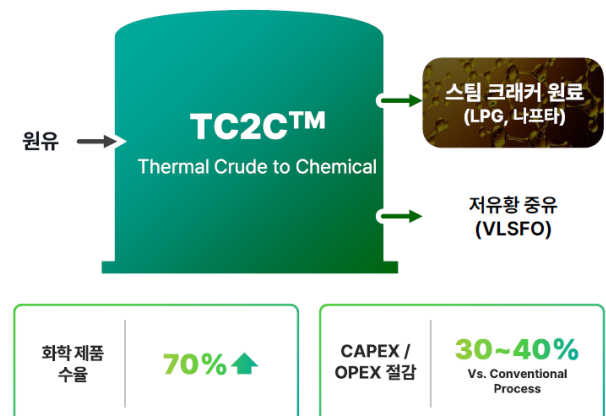
그림 7. 미국 원유생산량 및 시추기 수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사한 프로젝트 경쟁력

TC2C 신기술



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637	34,209	33,479	33,136
매출원가	35,411	33,123	32,351	32,029
매출총이익	1,226	1,086	1,128	1,107
판매비와관리비	804	795	795	795
조정영업이익	422	290	332	311
영업이익	422	290	332	311
비영업손익	-755	115	-160	-178
금융손익	-229	-334	-352	-369
관계기업등 투자손익	6	1	0	0
세전계속사업손익	-333	405	172	133
계속사업법인세비용	-139	88	45	35
계속사업이익	-193	317	127	98
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	317	127	98
지배주주	-193	317	127	98
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	319	127	98
지배주주	-153	319	127	98
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	1,124	1,256	1,265
FCF	-1,574	-2,795	-559	223
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.3	3.8	3.8
영업이익률 (%)	1.2	0.8	1.0	0.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	0.9	0.4	0.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	8,551	8,238	8,054
현금 및 현금성자산	1,946	680	692	523
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	25,518	26,277	26,338
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	9,047	9,092	9,167
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,347	7,393	7,468
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	9,047	9,092	9,167

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	428	1,441	1,423
당기순이익	-193	317	127	98
비현금수익비용가감	1,328	1,317	1,321	1,358
유형자산감가상각비	741	822	913	944
무형자산상각비	11	12	11	10
기타	576	483	397	404
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	-33	-45	-35
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	1,426	565	-393
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	1,565	998	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-82	-23
기타재무활동	-439	-139	-351	-370
현금의 증가	-17	-1,266	12	-169
기초현금	1,963	1,946	680	692
기말현금	1,946	680	692	523

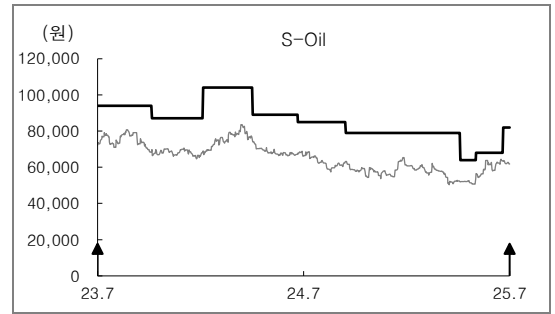
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	22.9	57.2	73.9
P/CF (x)	5.6	4.4	5.0	5.0
P/B (x)	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	10.5	14.2	13.5	13.6
EPS (원)	-1,656	2,718	1,090	843
CFPS (원)	9,731	14,015	12,415	12,488
BPS (원)	74,590	77,599	77,990	78,633
DPS (원)	125	500	200	200
배당성향 (%)	-7.3	17.8	17.7	22.9
배당수익률 (%)	0.2	0.8	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	2.5	-6.6	-2.1	-1.0
EBITDA증가율 (%)	-43.4	-4.2	11.8	0.7
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	-31.2	14.4	-6.4
EPS증가율 (%)	적전	흑전	-59.9	-22.6
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	1.3	0.5	0.4
ROE (%)	-2.2	3.6	1.4	1.1
ROIC (%)	1.8	1.4	1.3	1.2
부채비율 (%)	181.2	182.1	189.0	187.3
유동비율 (%)	86.2	84.8	76.3	74.7
순차입금/자기자본 (%)	69.0	97.6	108.0	109.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	0.9	0.9	0.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

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

투자의견 분류 및 적용기준

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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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.