

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 80,000원

현재가 (5/30) 54,400원

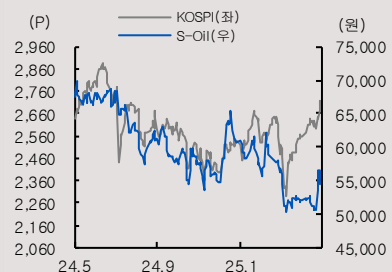
|               |            |
|---------------|------------|
| KOSPI (5/30)  | 2,697.67pt |
| 시가총액          | 6,275십억원   |
| 발행주식수         | 116,605천주  |
| 액면가           | 2,500원     |
| 52주 최고가       | 70,000원    |
| 최저가           | 50,400원    |
| 60일 일평균거래대금   | 10십억원      |
| 외국인 지분율       | 73.4%      |
| 배당수익률 (2025F) | 3.1%       |

|        |          |        |  |
|--------|----------|--------|--|
| 주주구성   |          |        |  |
| Aramco | Overseas | 63.43% |  |
| 국민연금공단 |          | 7.30%  |  |

|      |     |      |      |
|------|-----|------|------|
| 주가상승 | 1M  | 6M   | 12M  |
| 상대기준 | -1% | -14% | -21% |
| 절대기준 | 5%  | -5%  | -19% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 80,000 | 80,000 | -  |
| EPS(25) | 486    | 1,895  | ▼  |
| EPS(26) | 6,906  | 7,701  | ▼  |

## S-Oil 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## S-Oil (010950)

## GTG 투자로 자가발전 비율 40% 돌파 전망

## 올해 하반기 정제마진 개선 전망

올해 상반기를 저점으로 동사의 실적이 반등할 것으로 예상된다. 멕시코와 중국 등 일부 지역에서 신규 정제 설비가 가동되나, 2025년 세계 정제 설비 순증 물량은 동사 추정치 기준 20만 B/D로, 전년 대비 크게 감소할 전망이다. 이는 미국, 유럽, 일본, 중국 등에서 노후화되고 경제성이 낮은 정제 설비의 폐쇄 물량이 급증할 것으로 보이기 때문이다. 반면, 공급 증가가 제한적인 상황에서 아시아 개발도상국의 지속적인 경제 성장으로 인해 2025년 하반기 정제마진이 개선될 가능성이 높다.

## 내년 이후 Capex 투자 급감 전망

동사의 사힌 프로젝트는 2025년 1분기 말 기준 공정률 65.4%를 기록 중이다. TC2C 신기술을 도입한 이 프로젝트는 화학 제품 생산 수율을 높이고, 완공 후 화학 사업 부문의 원가 경쟁력을 지역 내 1st quartile 수준으로 끌어올릴 것으로 전망된다. 한편 2025년 동사의 자본 지출은 4조 원을 초과할 전망이다. 그러나 2026년과 2027년의 자본 지출은 각각 2025년 대비 47%, 11% 수준으로 급감하며 재무 구조 개선이 예상된다.

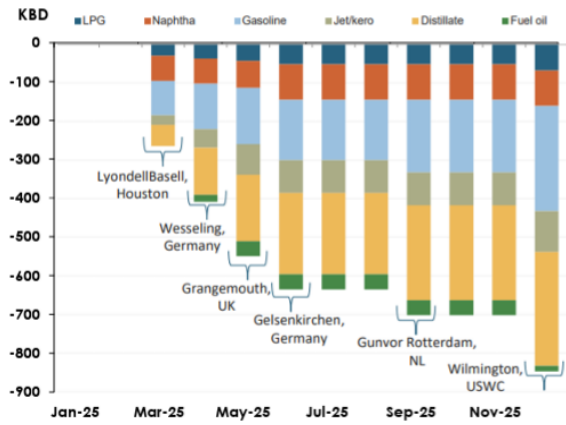
## 신규 자가발전시설 투자

동사는 천연가스를 활용한 신규 자가발전시설 2기 건설에 2,630억 원을 투자할 계획이다. 이 시설에서 생산되는 전력(121MW)은 전량 내부 소비로 사용되며 외부 전력 공급 의존도를 줄이고 비용 절감 효과가 기대된다. 또한, GTG 발전 시설에서 발생하는 배출 가스는 사힌 프로젝트의 스팀 크래커 공정 내 크래킹 히터 연소용 공기로 전량 활용되도록 설계되었다. 현재 건설 중인 사힌 프로젝트에도 2기의 GTG(150MW)가 포함되어 있으며, 총 4기의 GTG 건설이 완료되면 온산 공장의 자가발전 비율이 현재 10%에서 40% 이상으로 상승할 전망이다. 참고로 동사가 밝힌 GTG 프로젝트의 내부수익률은 26.6%로, 투자 회수 기간은 3.4년에 불과하다.

| (단위:십억원,배) | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F   | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 매출액        | 35,727 | 36,637 | 35,251 | 32,690  | 35,424 |
| 영업이익       | 1,355  | 422    | 605    | 1,453   | 1,596  |
| 세전이익       | 1,132  | -333   | 62     | 1,060   | 1,220  |
| 지배주주순이익    | 949    | -193   | 57     | 805     | 927    |
| EPS(원)     | 8,137  | -1,656 | 486    | 6,906   | 7,953  |
| 증가율(%)     | -54.9  | -120.3 | -129.3 | 1,322.1 | 15.2   |
| 영업이익률(%)   | 3.8    | 1.2    | 1.7    | 4.4     | 4.5    |
| 순이익률(%)    | 2.7    | -0.5   | 0.2    | 2.5     | 2.6    |
| ROE(%)     | 10.8   | -2.2   | 0.6    | 8.9     | 9.6    |
| PER        | 8.6    | -33.1  | 112.0  | 7.9     | 6.8    |
| PBR        | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.7     | 0.6    |
| EV/EBITDA  | 5.7    | 10.5   | 8.5    | 5.5     | 4.8    |

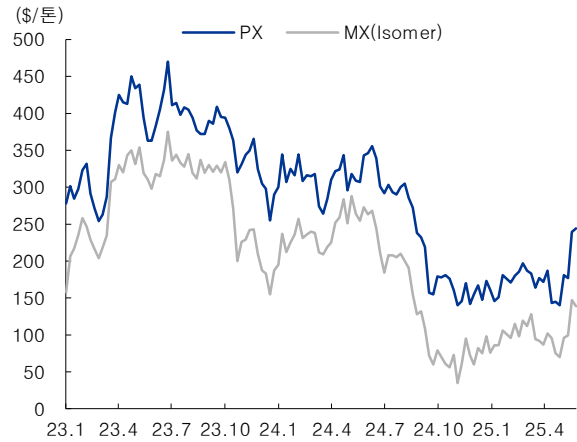
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 2025년 대서양 분지 정제설비 폐쇄 물량(누적)



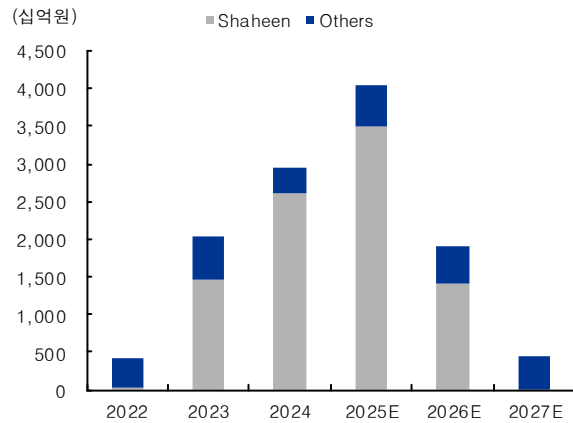
자료: FGE, IBK투자증권

그림 2. PX/MX 스프레드 추이



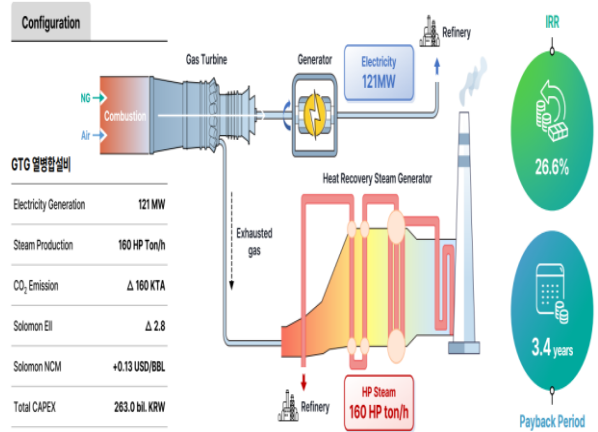
자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 3. S-Oil Capex 추이/전망



자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 4. S-Oil GTG 프로젝트



자료: S-Oil, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

| (십억원) | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액   | 9,308 | 9,571 | 8,841 | 8,917 | 8,991 | 8,774 | 8,827 | 8,660 | 42,446 | 35,727 | 36,637 | 35,251 |
| 정유    | 7,445 | 7,451 | 6,894 | 7,014 | 7,072 | 6,837 | 6,929 | 6,746 | 34,005 | 28,257 | 28,804 | 27,585 |
| 석유화학  | 1,097 | 1,309 | 1,202 | 1,096 | 1,128 | 1,111 | 1,100 | 1,130 | 5,026  | 4,385  | 4,703  | 4,468  |
| 유회    | 767   | 811   | 745   | 807   | 791   | 826   | 798   | 783   | 3,416  | 3,085  | 3,130  | 3,198  |
| 영업이익  | 454   | 161   | -415  | 222   | -22   | -77   | 368   | 336   | 3,405  | 1,355  | 422    | 605    |
| %OP   | 4.9   | 1.7   | -4.7  | 2.5   | -0.2  | -0.9  | 4.2   | 3.9   | 8.0    | 3.8    | 1.2    | 1.7    |
| 정유    | 250   | -95   | -574  | 145   | -57   | -114  | 195   | 166   | 2,344  | 353    | -273   | 190    |
| 석유화학  | 48    | 110   | 5     | -36   | -75   | -74   | 53    | 68    | -50    | 191    | 127    | -28    |
| 유회    | 156   | 146   | 154   | 113   | 110   | 112   | 120   | 102   | 1,111  | 811    | 568    | 444    |

자료: S-Oil, IBK투자증권

## S-Oil (010950)

## 포괄손익계산서

| (십억원)        | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F   | 2027F  |
|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 매출액          | 35,727 | 36,637 | 35,251 | 32,690  | 35,424 |
| 증가율(%)       | -15.8  | 2.5    | -3.8   | -7.3    | 8.4    |
| 매출원가         | 33,621 | 35,411 | 33,891 | 30,541  | 33,075 |
| 매출총이익        | 2,106  | 1,226  | 1,360  | 2,149   | 2,349  |
| 매출총이익률 (%)   | 5.9    | 3.3    | 3.9    | 6.6     | 6.6    |
| 판매비          | 751    | 804    | 755    | 695     | 752    |
| 판매비율(%)      | 2.1    | 2.2    | 2.1    | 2.1     | 2.1    |
| 영업이익         | 1,355  | 422    | 605    | 1,453   | 1,596  |
| 증가율(%)       | -60.2  | -68.8  | 43.4   | 140.1   | 9.8    |
| 영업이익률(%)     | 3.8    | 1.2    | 1.7    | 4.4     | 4.5    |
| 순금융손익        | -201   | -444   | -439   | -459    | -464   |
| 이자손익         | -181   | -229   | -226   | -356    | -361   |
| 기타           | -20    | -215   | -213   | -103    | -103   |
| 기타영업외손익      | -24    | -317   | -111   | 55      | 75     |
| 종속/관계기업손익    | 2      | 6      | 7      | 10      | 13     |
| 세전이익         | 1,132  | -333   | 62     | 1,060   | 1,220  |
| 법인세          | 183    | -139   | 6      | 254     | 293    |
| 법인세율         | 16.2   | 41.7   | 9.7    | 24.0    | 24.0   |
| 계속사업이익       | 949    | -193   | 57     | 805     | 927    |
| 중단사업손익       | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 당기순이익        | 949    | -193   | 57     | 805     | 927    |
| 증가율(%)       | -54.9  | -120.3 | -129.3 | 1,322.1 | 15.2   |
| 당기순이익률 (%)   | 2.7    | -0.5   | 0.2    | 2.5     | 2.6    |
| 지배주주당기순이익    | 949    | -193   | 57     | 805     | 927    |
| 기타포괄이익       | -22    | 40     | 2      | 0       | 0      |
| 총포괄이익        | 927    | -153   | 58     | 805     | 927    |
| EBITDA       | 2,074  | 1,174  | 1,689  | 2,636   | 2,759  |
| 증가율(%)       | -48.9  | -43.4  | 43.9   | 56.0    | 4.7    |
| EBITDA마진율(%) | 5.8    | 3.2    | 4.8    | 8.1     | 7.8    |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F   | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 주당지표(원)    |        |        |        |         |        |
| EPS        | 8,137  | -1,656 | 486    | 6,906   | 7,953  |
| BPS        | 77,506 | 74,574 | 74,875 | 79,882  | 85,937 |
| DPS        | 1,700  | 125    | 1,700  | 1,700   | 1,700  |
| 밸류에이션(배)   |        |        |        |         |        |
| PER        | 8.6    | -33.1  | 112.0  | 7.9     | 6.8    |
| PBR        | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.7     | 0.6    |
| EV/EBITDA  | 5.7    | 10.5   | 8.5    | 5.5     | 4.8    |
| 성장성지표(%)   |        |        |        |         |        |
| 매출증가율      | -15.8  | 2.5    | -3.8   | -7.3    | 8.4    |
| EPS증가율     | -54.9  | -120.3 | -129.3 | 1,322.1 | 15.2   |
| 수익성지표(%)   |        |        |        |         |        |
| 배당수익률      | 2.4    | 0.2    | 3.1    | 3.1     | 3.1    |
| ROE        | 10.8   | -2.2   | 0.6    | 8.9     | 9.6    |
| ROA        | 4.6    | -0.8   | 0.2    | 3.1     | 3.4    |
| ROIC       | 7.8    | -1.4   | 0.4    | 4.8     | 5.5    |
| 안정성지표(%)   |        |        |        |         |        |
| 부채비율(%)    | 138.7  | 181.2  | 192.4  | 181.3   | 182.3  |
| 순차입금 비율(%) | 42.0   | 68.9   | 93.2   | 88.9    | 68.4   |
| 이자보상배율(배)  | 5.7    | 1.5    | 2.3    | 3.8     | 3.8    |
| 활동성지표(배)   |        |        |        |         |        |
| 매출채권회전율    | 15.5   | 16.4   | 16.6   | 16.5    | 17.6   |
| 재고자산회전율    | 7.6    | 8.0    | 8.0    | 8.0     | 8.5    |
| 총자산회전율     | 1.7    | 1.6    | 1.4    | 1.3     | 1.3    |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (십억원)     | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산      | 9,648  | 10,048 | 7,942  | 7,957  | 10,685 |
| 현금및현금성자산  | 1,963  | 1,946  | 983    | 1,558  | 3,528  |
| 유가증권      | 11     | 11     | 0      | 0      | 0      |
| 매출채권      | 2,308  | 2,171  | 2,064  | 1,898  | 2,123  |
| 재고자산      | 4,639  | 4,493  | 4,274  | 3,929  | 4,395  |
| 비유동자산     | 11,928 | 14,403 | 17,583 | 18,247 | 17,606 |
| 유형자산      | 11,152 | 13,582 | 16,602 | 17,331 | 16,629 |
| 무형자산      | 116    | 149    | 137    | 126    | 115    |
| 투자자산      | 168    | 203    | 162    | 152    | 165    |
| 자산총계      | 21,576 | 24,451 | 25,525 | 26,203 | 28,291 |
| 유동부채      | 9,255  | 11,657 | 10,397 | 9,577  | 10,685 |
| 매입채무및기타채무 | 3,989  | 4,982  | 5,310  | 4,882  | 5,461  |
| 단기차입금     | 2,142  | 3,355  | 2,953  | 2,715  | 3,037  |
| 유동성장기부채   | 640    | 660    | 220    | 220    | 220    |
| 비유동부채     | 3,284  | 4,099  | 6,398  | 7,312  | 7,586  |
| 사채        | 2,137  | 2,475  | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 700    | 1,316  | 5,951  | 6,901  | 7,126  |
| 부채총계      | 12,539 | 15,756 | 16,795 | 16,889 | 18,271 |
| 지배주주지분    | 9,038  | 8,696  | 8,731  | 9,315  | 10,021 |
| 자본금       | 292    | 292    | 292    | 292    | 292    |
| 자본잉여금     | 1,332  | 1,332  | 1,332  | 1,332  | 1,332  |
| 자본조정등     | -2     | -2     | -2     | -2     | -2     |
| 기타포괄이익누계액 | 37     | 44     | 46     | 46     | 46     |
| 이익잉여금     | 7,380  | 7,030  | 7,064  | 7,648  | 8,354  |
| 비지배주주지분   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계      | 9,038  | 8,696  | 8,731  | 9,315  | 10,021 |
| 비이자부채     | 6766   | 7807   | 7671   | 7053   | 7888   |
| 총차입금      | 5,773  | 7,949  | 9,124  | 9,836  | 10,383 |
| 순차입금      | 3,799  | 5,992  | 8,141  | 8,278  | 6,854  |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 2,526  | 1,468  | 2,093  | 2,109  | 1,994 |
| 당기순이익           | 949    | -193   | 57     | 805    | 927   |
| 비현금성 비용 및 수익    | 995    | 1,328  | 1,700  | 1,576  | 1,539 |
| 유형자산감가상각비       | 711    | 741    | 1,071  | 1,171  | 1,152 |
| 무형자산상각비         | 8      | 11     | 13     | 12     | 11    |
| 운전자본변동          | 1,473  | 829    | 683    | 83     | -112  |
| 매출채권등의 감소       | -27    | 180    | 120    | 166    | -225  |
| 재고자산의 감소        | 209    | 209    | 147    | 344    | -465  |
| 매입채무등의 증가       | 882    | 751    | 287    | -428   | 578   |
| 기타 영업현금흐름       | -891   | -496   | -347   | -355   | -360  |
| 투자활동 현금흐름       | -2,066 | -3,027 | -4,112 | -1,764 | -559  |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -2,186 | -3,042 | -4,051 | -1,900 | -450  |
| 유형자산의 감소        | 20     | 3      | 0      | 0      | 0     |
| 무형자산의 감소(증가)    | -2     | -27    | 0      | 0      | 0     |
| 투자자산의 감소(증가)    | 137    | 0      | 5      | 10     | -13   |
| 기타              | -35    | 39     | -66    | 126    | -96   |
| 재무활동 현금흐름       | 193    | 1,539  | 1,056  | 231    | 535   |
| 차입금의 증가(감소)     | 700    | 592    | 1,722  | 950    | 225   |
| 자본의 증가          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 기타              | -507   | 947    | -666   | -719   | 310   |
| 기타 및 조정         | 0      | 3      | 0      | -1     | 0     |
| 현금의 증가          | 653    | -17    | -963   | 575    | 1,970 |
| 기초현금            | 1,310  | 1,963  | 1,946  | 983    | 1,558 |
| 기말현금            | 1,963  | 1,946  | 983    | 1,558  | 3,528 |

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명 | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상<br>보유여부 | 유가증권<br>발행관련 | 계열사<br>관계여부 | 공개매수<br>사무취급 | IPO | 회사채<br>지급보증 | 중대한<br>이해관계 | M&A<br>관련 |
|-----|-----|---------------|-----|-----|--------------|--------------|-------------|--------------|-----|-------------|-------------|-----------|
|     |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |              |              |             |              |     |             |             |           |

## 투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

| 종목 투자 의견 (절대수익률 기준) |                         |             |               |
|---------------------|-------------------------|-------------|---------------|
| 매수 15% 이상           | Trading Buy (중립) 0%~15% | 중립 -15%~0%  | 축소 -15% 이상 하락 |
| 업종 투자 의견 (상대수익률 기준) |                         |             |               |
| 비중확대 +10% ~         | 중립 -10% ~ +10%          | 비중축소 ~ -10% |               |

## 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

| 투자등급 구분          | 건수  | 비율(%) |
|------------------|-----|-------|
| 매수               | 127 | 90.7  |
| Trading Buy (중립) | 8   | 5.7   |
| 중립               | 5   | 3.6   |
| 매도               | 0   | 0     |

## 최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

| S-Oil | 추천일자       | 투자 의견 | 목표가(원)  | 과리율(%) |        |
|-------|------------|-------|---------|--------|--------|
|       |            |       |         | 평균     | 최고/최저  |
|       |            |       |         |        |        |
|       | 2023.04.28 | 매수    | 105,000 | -31.46 | -23.14 |
|       | 2024.04.03 | 매수    | 115,000 | -38.10 | -27.39 |
|       | 2024.07.03 | 매수    | 100,000 | -35.88 | -31.20 |
|       | 2024.10.07 | 매수    | 85,000  | -30.98 | -23.18 |
|       | 2025.03.31 | 매수    | 83,000  | -36.69 | -31.69 |
|       | 2025.04.29 | 매수    | 80,000  | -34.24 | -29.38 |
|       | 2025.06.02 | 매수    | 80,000  |        |        |