



BUY

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(1.31) 61,000원

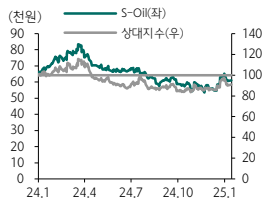
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,517.37
52주 최고/최저(원)	83,500/53,600
시가총액(십억원)	6,867.6
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	188.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.1
외국인지분율(%)	75.27
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	36,423.4	35,257.8
영업이익(십억원)	430.5	1,197.0
순이익(십억원)	(63.4)	720.5
EPS(원)	(544)	6,179
BPS(원)	75,672	80,612

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	37,060.9
영업이익	3,405.2	1,354.6	460.6	1,441.3
세전이익	2,898.5	1,131.7	(294.1)	905.4
순이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1
EPS	18,047	8,137	(1,401)	5,901
증감율	52.66	(54.91)	적전	흑전
PER	4.62	8.55	(39.11)	10.29
PBR	1.15	0.90	0.74	0.76
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.96	6.59
ROE	27.20	10.83	(1.84)	7.64
BPS	72,770	77,522	74,498	79,940
DPS	5,500	1,700	325	1,750



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 02월 03일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

컨센 12% 상회. 중국 Teapot 가동률 5년 래 최저

4Q24 영업이익 컨센 12% 상회

4Q24 영업이익은 2,608억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 최근 상향 조정된 컨센(2,335억원)을 12% 상회했다. 유가 상승에 따른 재고관련이익이 +680억원 반영된 가운데, 정제마진/환율 상승과 긍정적 래깅 효과에 따른 정유 부문 흑자 영향이 컸다. 정유 영업이익은 1,729억원(QoQ +7,466억원)을 기록했으며, 10월 흑자전환 이후 흑자폭이 확대된 점이 긍정적이다. 석유화학은 벤젠/PX 마진 축소 영향으로 영업이익 -281억원(QoQ -331억원)을 기록했다. 윤활기유는 비수기 영향으로 영업이익 1,159억원(QoQ -25%)으로 감익되었다.

1Q25 영업이익 QoQ +31% 개선 전망

1Q25 영업이익은 3,411억원(QoQ +31%, YoY -25%)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 계절적 비수기와 단기 유가 급등에 따른 최근 정제마진 약세는 점진적으로 해소될 것으로 판단한다. 중국 Teapot 가동률이 5년 래 최저치로 저하된 가운데, 중국 중심의 부양책과 성수기 효과 등이 결합되기 때문이다. 유가 QoQ +5\$/bbl, 정제마진 QoQ -0.5\$/bbl을 가정하여 정유 영업이익 2,235억원(QoQ +29%)을 추정한다. 석유화학은 전분기 대비 소폭 개선, 윤활기유는 전분기와 유사한 이익을 추정한다.

샤힌 PJ와 GTG 완공으로 자가발전 비중 10%에서 45%까지 상향 전망

BUY, TP 9.5만원을 유지한다. 2025~27년 업황 개선과 외형/배당 성장 가능성, 역사적 하단까지 하락한 PBR 0.76배를 감안하면 적극 매수가 가능한 시점이다. 2025년부터 한국 정유업체의 상대적 원가 열위 국면 탈피와 중국의 구조조정에 따른 업황 개선을 기대한다. 실제, 중국 산둥성 Teapot 가동률은 최근 46.5%를 기록하며 2020년 3월 이후 약 5년 래 최저치다. 이는 ① 미국의 Dark Fleet에 대한 제재로 이란/러시아의 저렴한 원유 조달에 차질 발생 ② 산둥성 정부의 Teapot의 탈루/탈세에 대한 조사 강화 ③ 2024년 11월 수출 증치세 환급율 13%→9%로 인하 등 영향이다. 중국 전체 설비 1,950만b/d 중 산둥성 Teapot의 규모는 약 320만b/d로 전체의 16%에 해당한다. 2026년 하반기 가동이 예정된 샤힌 프로젝트는 현재 공정률 51.8%로 계획대로 진행 중이며, Capex는 2025년 3.48조원/2026년 1.5조원이다. 이와 별개로, 회사는 2024년 11월 국내 전기료 상승과 샤힌 준공 이후 자체 소비전력 증가 대응을 위해 2026년 말 완공을 목표로 가스터빈 열병합 GTG(Gas Turbine Generator) PJ에 대한 최종투자사결정(Capex 2.6천억원)을 내렸다. GTG 완공, 샤힌 내 자가발전 시스템 감안 시 전사 자가발전 비중은 현재 10%에서 2027년 45%로 크게 증가해 중장기 원가 절감 요인으로 작용할 전망이다. 샤힌 프로젝트의 상대적 원가 우위 부각, 2027년 Full 가동에 따른 본격적인 외형 성장과 배당 확대, 밸류에이션 재평가를 예상한다.

도표 1. S-Oil 4Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q24P	3Q24	4Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,917.1	8,840.6	9,829.9	-9.3	0.9	8,816.8	1.1
영업이익	260.8	-414.9	-56.4	흑전	흑전	233.5	11.7
세전이익	-208.0	-272.5	73.6	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-102.1	-206.2	160.5	적전	적지	66.8	적전
영업이익률	2.9	-4.7	-0.6	3.5	7.6	2.6	0.3
세전이익률	-2.3	-3.1	0.7	-3.1	0.7	N/A	N/A
순이익률	-1.1	-2.3	1.6	-2.8	1.2	0.8	-1.9

자료: 하나증권

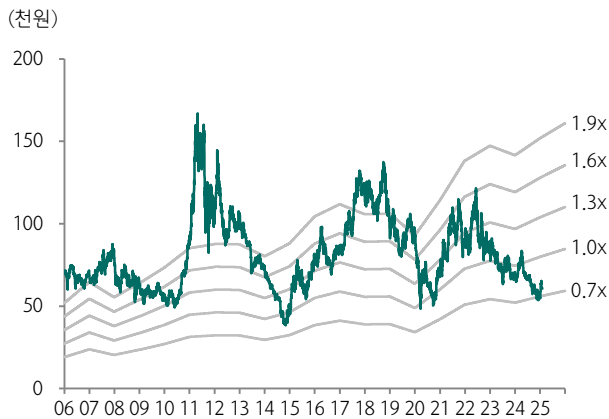
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024P			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	36,637.0	36,251.3	1.1	37,060.9	35,676.4	3.9
영업이익	460.6	479.7	-4.0	1,441.3	1,622.6	-11.2
세전이익	-294.1	21.4	적전	905.4	1,155.8	-21.7
순이익	-163.4	16.7	적전	688.1	878.4	-21.7
영업이익률	1.3	1.3	-0.1	3.9	4.5	-0.7
세전이익률	-0.8	0.1	-0.9	2.4	3.2	-0.8
순이익률	-0.4	0.0	-0.5	1.9	2.5	-0.6

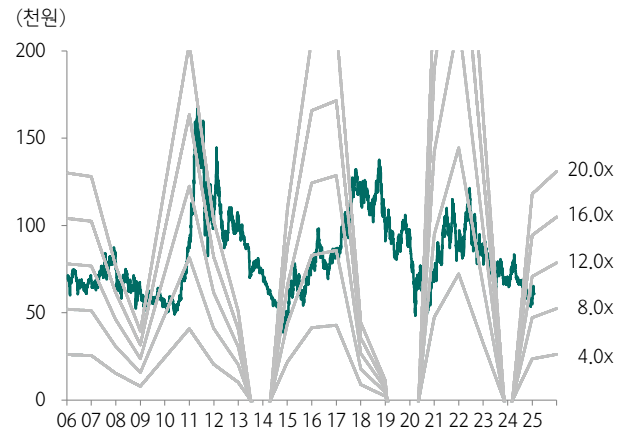
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY2022	FY2023	FY2024P	FY2025F
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	9,275.7	9,050.1	9,405.3	9,329.8	42,446.0	35,727.2	36,637.0	37,060.9
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	4.0%	-2.4%	3.9%	-0.8%				
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-0.4%	-5.4%	6.4%	4.6%	54.6%	-15.8%	2.5%	1.2%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,198.6	6,990.1	7,367.0	7,243.0	34,004.9	28,257.2	28,804.4	28,798.7
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,357.9	1,334.7	1,306.7	1,344.8	5,025.5	4,384.7	4,702.9	5,344.1
윤활기유부문	766.9	810.9	744.6	807.3	719.2	725.4	731.6	742.0	3,415.5	3,085.4	3,129.7	2,918.1
영업이익	454.1	160.6	-414.9	260.8	341.1	358.9	362.6	378.8	3,408.2	1,354.6	460.6	1,441.3
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	3.7%	4.0%	3.9%	4.1%	8.0%	3.8%	1.3%	3.9%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	30.8%	5.2%	1.0%	4.5%				
YoY(%)	-12.0%	341.3%	적전	흑전	-24.9%	123.4%	흑전	45.3%	59.2%	-60.3%	-66.0%	212.9%
정유부문	250.4	-95.0	-573.7	172.9	223.5	236.3	229.2	236.7	2,346.6	353.4	-245.4	925.7
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	3.1%	3.4%	3.1%	3.3%	6.9%	1.3%	-0.9%	3.2%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	29.3%	5.7%	-3.0%	3.3%				
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	-10.7%	흑전	흑전	36.9%	158.4%	-84.9%	적전	흑전
석유화학부문	48.0	109.9	5.0	-28.1	7.3	11.7	21.9	27.9	-48.8	190.6	134.8	68.9
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	0.5%	0.9%	1.7%	2.1%	-1.0%	4.3%	2.9%	1.3%
QoQ(%)	41.6%	128.9%	-95.4%	적전	흑전	60.4%	86.7%	27.6%				
YoY(%)	63.8%	34.0%	-89.0%	적전	-84.8%	-89.3%	337.8%	흑전	적전	흑전	-29.3%	-48.9%
윤활기유부문	155.7	145.8	153.8	115.9	110.3	110.9	111.5	114.1	1,110.5	810.5	571.1	446.8
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	15.3%	15.3%	15.2%	15.4%	32.5%	26.3%	18.2%	15.3%
QoQ(%)	-29.6%	-6.4%	5.5%	-24.6%	-4.9%	0.5%	0.5%	2.4%				
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.5%	-29.1%	-23.9%	-27.5%	-1.6%	12.3%	-27.0%	-29.5%	-21.8%
당기순이익	166.2	-21.3	-206.2	-102.1	169.7	183.5	173.5	161.3	2,104.4	948.8	-163.4	688.1
당기순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.1%	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	5.0%	2.7%	-0.4%	1.9%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	적지	흑전	8.2%	-5.4%	-7.0%				
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	적전	2.1%	흑전	흑전	흑전	52.7%	-54.9%	적전	흑전

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	37,060.9	37,486.4
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,272.6	34,785.4	35,042.9
매출총이익	4,154.6	2,105.8	1,364.4	2,275.5	2,443.5
판매비	749.4	751.2	903.9	834.2	867.4
영업이익	3,405.2	1,354.6	460.6	1,441.3	1,576.1
금융손익	(324.1)	(201.2)	(596.6)	(377.9)	(412.6)
종속/관계기업손익	(0.2)	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	(160.4)	(160.4)	(160.4)
세전이익	2,898.5	1,131.7	(294.1)	905.4	1,005.5
법인세	794.2	182.9	(130.7)	217.3	241.3
계속사업이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1	764.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1	764.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1	764.2
지배주주지분포괄이익	2,112.6	926.7	(163.4)	688.1	764.2
NOPAT	2,472.2	1,135.7	255.8	1,095.4	1,197.8
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,266.1	2,325.9	2,524.3
성장성(%)					
매출액증가율	54.55	(15.83)	2.55	1.16	1.15
NOPAT증가율	57.31	(54.06)	(77.48)	328.23	9.35
EBITDA증가율	45.20	(48.86)	(38.94)	83.71	8.53
영업이익증가율	59.05	(60.22)	(66.00)	212.92	9.35
(지배주주)순이익증가율	52.66	(54.91)	적전	흑전	11.06
EPS증가율	52.66	(54.91)	적전	흑전	11.05
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	5.89	3.72	6.14	6.52
EBITDA이익률	9.55	5.80	3.46	6.28	6.73
영업이익률	8.02	3.79	1.26	3.89	4.20
계속사업이익률	4.96	2.66	(0.45)	1.86	2.04

투자지표					
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	(1,401)	5,901	6,553
BPS	72,770	77,522	74,498	79,940	84,737
CFPS	35,198	16,672	10,193	19,282	20,983
EBITDAPS	34,776	17,784	10,858	19,947	21,648
SPS	364,016	306,391	314,198	317,833	321,483
DPS	5,500	1,700	325	1,750	2,250
주가지표(배)					
PER	4.62	8.55	(39.11)	10.29	9.26
PBR	1.15	0.90	0.74	0.76	0.72
PCFR	2.37	4.17	5.38	3.15	2.89
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.96	6.59	5.81
PSR	0.23	0.23	0.17	0.19	0.19
재무비율(%)					
ROE	27.20	10.83	(1.84)	7.64	7.96
ROA	10.99	4.61	(0.75)	2.90	2.92
ROIC	19.14	7.98	1.62	5.93	5.94
부채비율	131.19	138.74	156.08	171.42	174.10
순부채비율	43.92	42.48	72.37	89.28	77.70
이자보상배율(배)	22.53	5.72	1.73	4.49	4.25

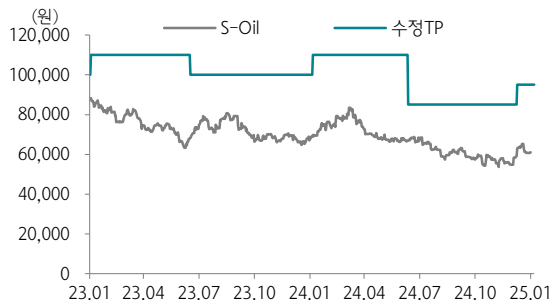
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	9,206.0	9,647.8	8,147.9	8,009.8	9,240.9
금융자산	1,493.9	1,999.2	304.4	75.6	1,227.4
현금성자산	1,310.3	1,963.3	267.6	38.3	1,189.8
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,366.3	2,393.7	2,417.7
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,757.4	4,812.4	4,860.5
기타유동자산	675.3	701.9	719.8	728.1	735.3
비유동자산	10,407.2	11,928.4	14,092.2	17,285.1	17,837.0
투자자산	138.5	167.7	169.4	170.3	171.0
금융자산	102.5	126.8	127.5	127.8	128.1
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,320.9	16,519.0	17,075.6
무형자산	106.4	115.6	108.8	102.8	97.5
기타비유동자산	574.3	493.1	493.1	493.0	492.9
자산총계	19,613.1	21,576.1	22,240.0	25,294.8	27,078.0
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,513.6	10,130.3	10,850.5
금융부채	2,608.7	2,847.5	2,849.1	2,855.8	2,863.2
매입채무	3,172.4	3,989.5	4,189.0	4,566.0	5,022.6
기타유동부채	2,432.1	2,417.5	2,475.5	2,708.5	2,964.7
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,041.5	5,845.0	6,348.5
금융부채	2,610.9	2,990.6	3,740.6	5,540.6	6,040.6
기타비유동부채	305.6	293.4	300.9	304.4	307.9
부채총계	11,129.7	12,538.6	13,555.1	15,975.3	17,199.0
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	8,684.9	9,319.5	9,878.9
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	36.8	36.8	36.8
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,026.9	7,661.6	8,220.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,684.9	9,319.5	9,878.9
순금융부채	3,725.7	3,838.9	6,285.3	8,320.8	7,676.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,023.5	1,893.3	2,064.2
당기순이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1	764.2
조정	1,679.4	103.8	1,257.6	1,032.1	1,095.6
감가상각비	649.9	719.2	805.5	884.6	948.2
외환거래손익	148.1	(34.5)	454.4	149.8	149.8
지분법손익	0.2	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타	881.2	(578.6)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(2,132.3)	1,473.1	(70.7)	173.1	204.4
투자활동 현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(3,422.3)	(4,225.4)	(1,648.0)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(2.5)	0.6	1.5	1.6
자본증가(감소)	(568.8)	(2,185.6)	(2,967.6)	(4,076.7)	(1,499.5)
기타	(200.2)	122.0	(455.3)	(150.2)	(150.1)
재무활동 현금흐름	(1,514.1)	245.8	562.4	1,753.2	302.6
금융부채증가(감소)	(624.5)	618.5	751.7	1,806.7	507.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(272.5)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.0
배당지급	(617.1)	(372.6)	(189.3)	(53.4)	(204.8)
현금의 증감	(635.9)	705.4	(1,747.6)	(229.3)	1,151.5
Unlevered CFO	4,104.3	1,944.1	1,188.5	2,248.4	2,446.8
Free Cash Flow	1,052.7	340.1	(1,944.1)	(2,183.4)	564.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.9	BUY	95,000		
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 2월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.18%	6.36%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 31일