



BUY (유지)

목표주가(12M) **80,000원**
현재주가(4.28) **52,100원**

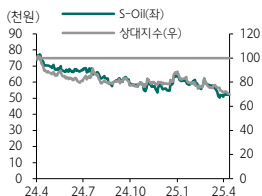
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,548.86
52주 최고/최저(원)	74,000/50,400
시가총액(십억원)	5,865.6
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	164.1
60일 평균 거래대금(십억원)	9.3
외국인지분율(%)	73.81
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	35,509.0	34,647.1
영업이익(십억원)	778.4	1,212.6
순이익(십억원)	351.3	646.0
EPS(원)	3,013	5,540
BPS(원)	77,171	81,536

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	35,835.6	36,216.3
영업이익	1,354.6	422.2	570.0	1,500.5
세전이익	1,131.7	(332.5)	76.8	973.0
순이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5
EPS	8,137	(1,656)	501	6,342
증감율	(54.91)	적전	흑전	1,165.87
PER	8.55	(33.09)	104.59	8.26
PBR	0.90	0.73	0.70	0.66
EV/EBITDA	5.73	10.50	9.73	5.46
ROE	10.83	(2.18)	0.67	8.22
BPS	77,522	74,590	74,832	79,417
DPS	1,700	125	1,750	2,250



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 04월 29일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

단기 실적 모멘텀보다 중장기 성장에 초점

1Q25 영업이익 컨센 대폭 하회

1Q25 영업이익은 -215억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 최근 하향된 컨센(822억원)을 대폭 하회했다. 전 사업부가 전분기 대비 감익되었다. 전사에 걸쳐 재고관련 이익이 120억원 발생했음에도 불구하고, 정제마진 및 PX/BZ/PO 등 주요 석유화학 제품의 마진 약세 영향이 컸다. 정유부문은 정제마진 약세 영향으로 영업이익 -568억원(QoQ -2,296억원)으로 부진했다. 석유화학은 휘발유 블렌딩 수요 약세 등에 따른 영향으로 벤젠/PX와 PO마진이 축소되며 영업이익 -745억원(QoQ -463억원)을 기록했다. 윤활기유는 성수기에도 불구하고 원료가 상승 영향으로 영업이익 1,097억원(QoQ -5%)으로 감익되었다.

2Q25 영업이익 QoQ 감익 전망

2Q25 영업이익은 -752억원(QoQ 적지, YoY 적지)으로 전분기 대비 추가 감익을 예상한다. 윤활기유는 증익 가능하나, 정유/석유화학의 감익 가능성이 아쉽다. 정유부문 영업이익은 -1,081억원(QoQ -513억원)을 추정한다. OPEC+의 예상보다 빠른 감산 완화와 글로벌 관세 전쟁에 따른 수요 불확실성을 감안하면 유가의 강한 반등은 기대하기 어렵기 때문에 재고 관련손실 반영 가능성이 높다. 다만, 성수기 진입에 따른 정제마진의 소폭 개선, 하향된 OSP를 가정하면 감익폭은 제한될 것으로 예측한다. 석유화학 영업이익은 -862억원으로 전분기 대비 소폭 감익을 예상한다. PX/BZ 마진이 여전히 약세를 보이고 있기 때문이다. 다만, 정기보수 효과의 종료로 감익폭은 제한적일 것이다. 윤활기유는 낮은 원료가 투입 영향으로 QoQ +9% 개선된 영업이익 1,191억원을 추정한다.

상반기 실적 모멘텀보다 중장기 성장에 초점을 맞출 때

BUY, TP 8만원을 유지한다. 제한된 글로벌 정제설비 증설과 25년 래 최저치까지 하락할 것으로 예측되는 미국의 석유제품 재고 등을 감안할 때, 중장기적으로 S-Oil은 높은 이익을 지속할 것이다. 실제, 경기 우려에도 불구하고 아시아 정제마진은 7~8\$/bbl의 견조한 수준에서 유지되고 있다. 다만, 상반기는 관세 전쟁과 OPEC+의 급격한 감산 완화 등에 따른 유가/OSP 변동성 때문에 실적 모멘텀은 약하다. 이를 제외하면 실적의 하방은 제한적이기때문에 사한 프로젝트가 완공된 2026년 이후의 성장성을 감안하여 저렴하게 모아갈 필요가 있다. 회사는 2024년 11월 국내 전기료 상승과 사한 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, 사한 내 자가발전 시스템 감안 시 전사 자가발전 비중은 현재 10%에서 2027년 45%로 크게 증가해 중장기 원가 절감 요인으로 작용할 전망이다. 중장기적으로 사한PJ의 상대적 원가 우위 부각, 2027년 Full 가동에 따른 본격적인 외형 성장과 배당 확대, 밸류에이션 재평가를 예상한다.

도표 1. S-Oil 1Q25 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q25P	4Q24	1Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,990.5	8,917.1	9,308.5	-3.4	0.8	9,098.1	-1.2
영업이익	-21.5	222.4	454.1	적전	적전	82.2	적전
세전이익	-67.4	-246.4	227.2	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-44.6	-131.7	166.2	적전	적지	24.7	적전
영업이익률	-0.2	2.5	4.9	-5.1	-2.7	0.9	-1.1
세전이익률	-0.7	-2.8	2.4	-3.2	2.0	N/A	N/A
순이익률	-0.5	-1.5	1.8	-2.3	1.0	0.3	-0.8

자료: 하나증권

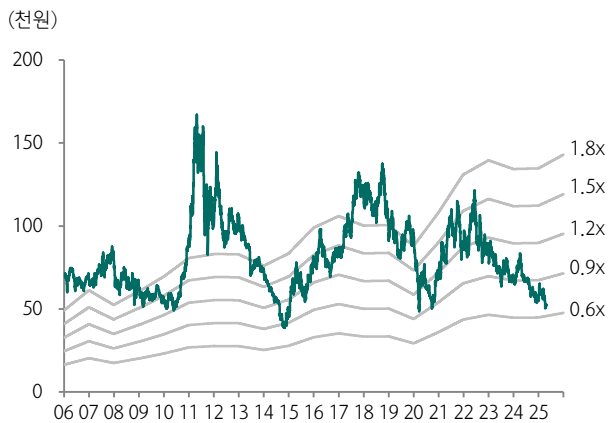
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2025F			2026F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	35,835.6	37,265.4	-3.8	36,216.3	37,693.0	-3.9
영업이익	570.0	685.2	-16.8	1,500.5	1,592.3	-5.8
세전이익	76.8	187.0	-58.9	973.0	1,054.5	-7.7
순이익	58.4	142.1	-58.9	739.5	801.4	-7.7
영업이익률	1.6	1.8	-0.2	4.1	4.2	-0.1
세전이익률	0.2	0.5	-0.3	2.7	2.8	-0.1
순이익률	0.2	0.4	-0.2	2.0	2.1	-0.1

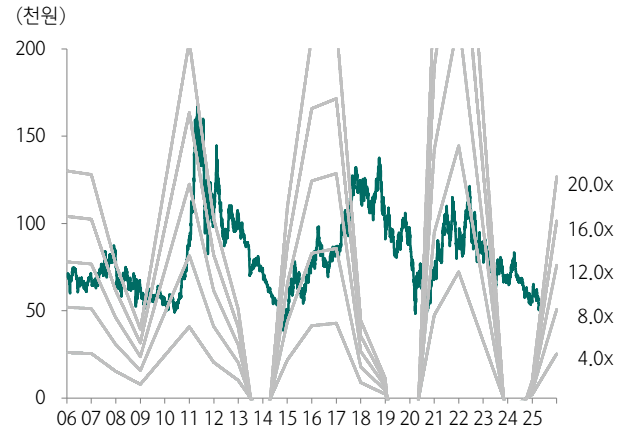
자료: 하나증권

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	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,787.6	9,125.2	8,932.3	35,727.2	36,637.0	35,835.6	36,216.3
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-2.3%	3.8%	-2.1%				
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-8.2%	3.2%	0.2%	-15.8%	2.5%	-2.2%	1.1%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,856.3	7,232.0	7,013.2	28,257.2	28,804.4	28,173.5	28,388.4
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,177.7	1,132.2	1,158.1	4,384.7	4,702.9	4,596.0	4,656.5
유탄기유부문	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	753.5	761.0	761.1	3,085.4	3,129.7	3,066.1	3,171.4
영업이익	454.1	160.6	-414.9	222.4	-21.5	-75.2	326.9	339.8	1,354.6	460.6	570.0	1,500.5
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-0.9%	3.6%	3.8%	3.8%	1.3%	1.6%	4.1%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	4.0%				
YoY(%)	-12.0%	341.3%	적전	흑전	적전	적전	흑전	30.3%	-60.3%	-66.0%	23.8%	163.3%
정유부문	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-108.1	211.2	202.5	353.4	-245.4	248.9	850.5
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-1.6%	2.9%	2.9%	1.3%	-0.9%	0.9%	3.0%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-4.1%				
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	17.1%	-84.9%	적전	흑전	241.7%
석유화학부문	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-86.2	-6.3	14.4	190.6	134.8	-152.5	139.3
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-7.3%	-0.6%	1.2%	4.3%	2.9%	-3.3%	3.0%
QoQ(%)	41.6%	128.9%	-95.4%	적전	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	63.8%	34.0%	-89.0%	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	-29.3%	적전	흑전
유탄기유부문	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	119.1	121.9	122.9	810.5	571.1	473.6	510.7
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	15.8%	16.0%	16.2%	26.3%	18.2%	15.4%	16.1%
QoQ(%)	-29.6%	-6.4%	5.5%	-24.6%	-5.4%	8.5%	2.4%	0.8%				
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.5%	-29.5%	-18.3%	-20.7%	6.0%	-27.0%	-29.5%	-17.1%	7.8%
당기순이익	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-128.7	118.7	113.0	948.8	-193.0	58.4	739.5
당기순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.5%	-0.5%	-1.5%	1.3%	1.3%	2.7%	-0.5%	0.2%	2.0%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-4.8%				
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-54.9%	적전	흑전	1,166.5%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	35,835.6	36,216.3	37,229.2
매출원가	33,620.9	35,411.2	34,450.5	33,868.2	34,810.5
매출총이익	2,105.8	1,225.8	1,385.1	2,348.1	2,418.7
판매비	751.2	803.7	815.1	847.6	886.4
영업이익	1,354.6	422.2	570.0	1,500.5	1,532.2
금융손익	(201.2)	(443.8)	(333.8)	(368.2)	(348.3)
종속/관계기업손익	2.3	5.9	5.9	5.9	5.9
기타영업외손익	(24.0)	(316.8)	(165.3)	(165.3)	(165.3)
세전이익	1,131.7	(332.5)	76.8	973.0	1,024.5
법인세	182.9	(139.5)	18.4	233.5	245.9
계속사업이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5	778.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5	778.6
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5	778.6
지배주주지분포괄이익	926.7	(152.6)	58.4	739.5	778.6
NOPAT	1,135.7	245.1	433.2	1,140.4	1,164.5
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,458.4	2,452.2	2,482.9
성장성(%)					
매출액증가율	(15.83)	2.55	(2.19)	1.06	2.80
NOPAT증가율	(54.06)	(78.42)	76.74	163.25	2.11
EBITDA증가율	(48.86)	(43.38)	24.21	68.14	1.25
영업이익증가율	(60.22)	(68.83)	35.01	163.25	2.11
(지배주주)순이익증가율	(54.91)	적전	흑전	1,166.27	5.29
EPS증가율	(54.91)	적전	흑전	1,165.87	5.28
수익성(%)					
매출총이익률	5.89	3.35	3.87	6.48	6.50
EBITDA이익률	5.80	3.20	4.07	6.77	6.67
영업이익률	3.79	1.15	1.59	4.14	4.12
계속사업이익률	2.66	(0.53)	0.16	2.04	2.09

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	(1,656)	501	6,342	6,677
BPS	77,522	74,590	74,832	79,417	82,632
CFPS	16,672	9,731	12,546	21,068	21,332
EBITDAPS	17,784	10,069	12,507	21,030	21,293
SPS	306,391	314,199	307,325	310,591	319,277
DPS	1,700	125	1,750	2,250	3,500
주가지표(배)					
PER	8.55	(33.09)	104.59	8.26	7.85
PBR	0.90	0.73	0.70	0.66	0.63
PCFR	4.17	5.63	4.18	2.49	2.46
EV/EBITDA	5.73	10.50	9.73	5.46	5.15
PSR	0.23	0.17	0.17	0.17	0.16
재무비율(%)					
ROE	10.83	(2.18)	0.67	8.22	8.24
ROA	4.61	(0.84)	0.23	2.65	2.70
ROIC	7.98	1.53	2.32	5.67	5.77
부채비율	138.74	181.19	209.39	211.74	199.36
순부채비율	42.48	69.01	93.35	79.43	69.94
이자보상배율(배)	5.72	1.49	1.57	3.65	3.76

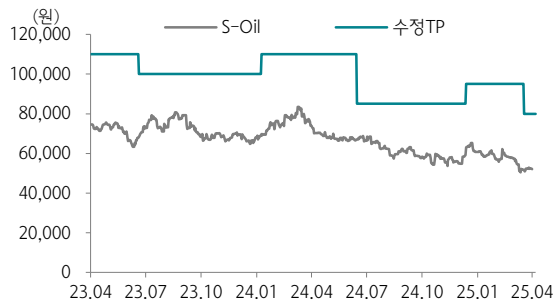
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,647.8	10,048.0	9,535.7	10,909.6	11,089.4
금융자산	1,999.2	2,004.5	1,667.2	2,962.8	2,921.7
현금성자산	1,963.3	1,945.8	1,609.7	2,904.8	2,862.1
매출채권	2,307.5	2,171.0	2,123.5	2,144.7	2,204.7
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,394.8	4,438.7	4,562.9
기타유동자산	701.9	1,379.4	1,350.2	1,363.4	1,400.1
비유동자산	11,928.4	14,403.4	17,454.6	17,952.7	17,749.5
투자자산	167.7	203.0	200.7	201.7	204.6
금융자산	126.8	160.3	158.9	159.5	161.2
유형자산	11,152.0	13,581.8	16,645.1	17,150.9	16,952.6
무형자산	115.6	148.8	139.0	130.2	122.4
기타비유동자산	493.1	469.8	469.8	469.9	469.9
자산총계	21,576.1	24,451.4	26,990.4	28,862.3	28,838.9
유동부채	9,254.5	11,656.7	12,371.0	13,206.5	12,803.7
금융부채	2,847.5	4,071.3	4,076.9	4,083.1	3,425.1
매입채무	3,989.5	4,981.6	5,430.0	5,973.0	6,140.0
기타유동부채	2,417.5	2,603.8	2,864.1	3,150.4	3,238.6
비유동부채	3,284.0	4,099.1	5,895.5	6,397.2	6,401.8
금융부채	2,990.6	3,934.0	5,734.0	6,234.0	6,234.0
기타비유동부채	293.4	165.1	161.5	163.2	167.8
부채총계	12,538.6	15,755.8	18,266.5	19,603.8	19,205.5
지배주주지분	9,037.6	8,695.6	8,723.9	9,258.5	9,633.4
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	36.8	44.0	44.0	44.0	44.0
이익잉여금	7,379.6	7,030.5	7,058.7	7,593.4	7,968.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,723.9	9,258.5	9,633.4
순금융부채	3,838.9	6,000.7	8,143.8	7,354.3	6,737.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,525.7	1,467.6	1,521.3	2,112.5	1,851.3
당기순이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5	778.6
조정	103.8	831.7	1,078.7	1,141.9	1,141.0
감가상각비	719.2	752.0	888.4	951.6	950.7
외환거래손익	(34.5)	552.6	196.2	196.2	196.2
지분법손익	(2.3)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
기타	(578.6)	(467.0)	0.0	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	1,473.1	828.9	384.2	231.1	(68.3)
투자활동 현금흐름	(2,066.1)	(3,027.0)	(4,128.7)	(1,640.6)	(939.4)
투자자산감소(증가)	(2.5)	(31.8)	8.2	4.9	3.0
자본증가(감소)	(2,185.6)	(3,041.9)	(3,941.9)	(1,448.7)	(744.6)
기타	122.0	46.7	(195.0)	(196.8)	(197.8)
재무활동 현금흐름	245.8	1,977.9	1,775.5	301.4	(1,061.7)
금융부채증가(감소)	618.5	2,167.2	1,805.6	506.2	(658.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.0	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(372.6)	(189.3)	(30.2)	(204.8)	(403.7)
현금의 증감	705.4	418.5	(823.8)	1,295.0	(42.7)
Unlevered CFO	1,944.1	1,134.7	1,462.9	2,456.7	2,487.4
Free Cash Flow	340.1	(1,574.3)	(2,420.6)	663.8	1,106.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.15	BUY	80,000		
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
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%

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 4월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 4월 29일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	94.95%	5.05%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 26일