



BUY (유지)

목표주가(12M) **80,000원**
현재주가(5.26) **53,600원**

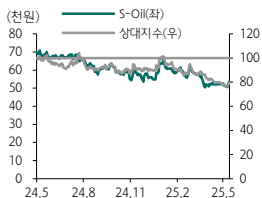
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,644.40
52주 최고/최저(원)	70,000/50,400
시가총액(십억원)	6,034.4
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	171.0
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
외국인지분율(%)	73.26
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	34,648.7	33,836.7
영업이익(십억원)	380.2	1,016.1
순이익(십억원)	77.4	516.9
EPS(원)	663	4,433
BPS(원)	75,051	78,535

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)	101.20	7.99
PBR	0.90	0.73	0.68	0.64
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 05월 27일 | 기업분석_Update

S-Oil (010950)

5년 주기로 바닥이 왔다. Conviction BUY

5년 마다 대바닥을 찍는 주가

S-Oil 주가는 지난 주 금요일(5/23일) 장중 50,000원으로, 2020년 3/23일 종가 48,500원 이후 5년 래 최저가를 기록했다. 그 전 신저점은 2014년 11/5일 38,170원, 2010년 5/27일 49,150원이다. 평균 5년을 주기로 주가가 대바닥을 찍었던 셈이다. 정유업종의 큰 사이클은 결국 유가와 이를 결정하는 경기의 함수이며, 해당 시점은 대부분 유가나 경기의 저점이었다. 유가 약세 시 정제설비 증설도 미뤄져 이후 회복기에 정제마진이 동반 상승하며 Up-Cycle에 힘을 보탠다. 하나증권은 현 수준이 유가의 저점이라 판단한다. 2027년 미국 원유 생산량 Peak Out 전망이 대두되고, WTI 60\$ 이하에서 Capex와 생산량을 줄이겠다는 북미 업체들이 늘고 있으며 미-중 관세 전쟁도 완화 국면을 통과 중이기 때문이다.

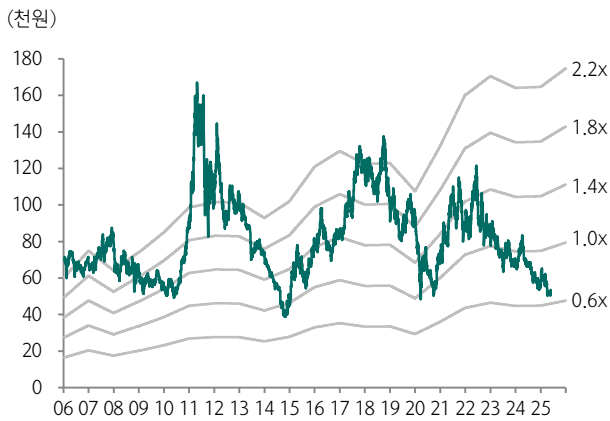
중장기 정제마진 강세와 수출 확대 예상

향후 WTI는 60~70\$를 예상하며, OPEC+의 빠른 감산 완화와 캐나다 원유의 아시아 유입으로 OSP는 안정화되며 원가 부담을 낮춰줄 것이다. 게다가 글로벌 정제설비 순증설은 2023~24년을 Peak로 크게 감소(2025년 YoY -64%, 2027년 이후 전무)해 정제마진 강세를 견인할 것이다. 특히, 글로벌 No.2 미국(M/S 18%)은 정제설비 폐쇄가 예정되어 있는 반면, 트럼프의 전기차 세액공제 조기 폐지로 내연기관의 생명은 2029년까지 연장되어 석유제품 재고가 25년 래 최저치까지 하락할 가능성도 제기된다. 이는 결국 미국의 석유제품 수출 감소 요인이다. No.1 중국(M/S 19%) 또한 정제설비 증설 제한에 따라 최근 석유제품 수출이 급격한 감소세다. 미국/중국의 수출 축소에 따른 반사 수혜는 글로벌 정제설비 규모 No.5이자 Capa의 절반을 수출하는 한국 정유업체의 몫이다. 이미 정제마진은 10\$에 근접해 연중 최대치까지 상승했고, 추가 강세 가능성도 배제할 수 없다.

역사적 최저치까지 하락한 밸류에이션. 1차 타겟 PBR 1배

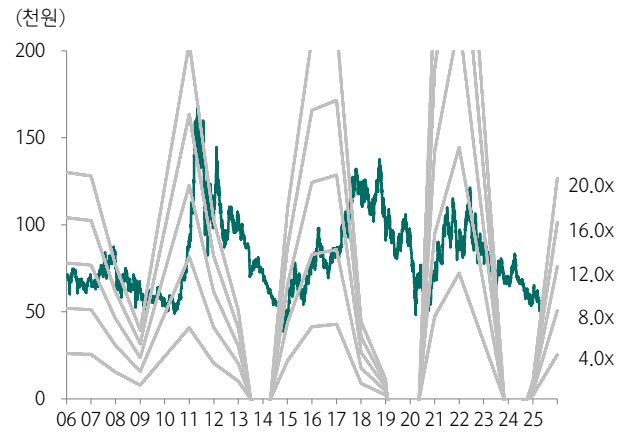
BUY, TP 8만원을 유지한다. 주가는 과거 저점과 유사한 수준(5만원 전후)이나, Valuation은 역사적 최저치인 12M Fwd PBR 0.68배다. 2014년, 2020년 유가 급락기에도 PBR 1배가 마지막 노선이었다는 점을 감안하면 1) 전기차 침투율 확대에 따른 구조적 업황 부진 우려 2) 부채 확대, 배당 축소를 동반한 대규모 투자인 사인PI에 대한 우려 모두를 반영한 De-rating 상태다. 하지만, ① 트럼프의 정책이 최근 전기차 세액공제 조기 폐지에 따른 내연기관의 생명 연장, IRA 세액공제 45Q/45Z 기존 대로 유지, EPA 화력발전소의 온실가스 배출 제한 철폐 추진 등으로 전통 에너지업체에 유리한 방향으로 설정되고 있다는 점 ② 현 석유화학 시장에서 사인PI는 유의미한 실적 시현이 가능하다는 점을 감안할 때, 지난 5년 간 이뤄진 밸류에이션 디스카운트 해소는 머지 않았다. 2025년 영업이익 5.7천억에서 2026년 1.5조원으로 YoY +163% 대폭 증익되며 스스로를 증명할 것이다. 수 십년 간 Bottom을 지지했던 PBR 1배인 약 8만원이 이제는 1차 목표주가다. 섹터 Top-Pick 제시한다.

도표 1. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

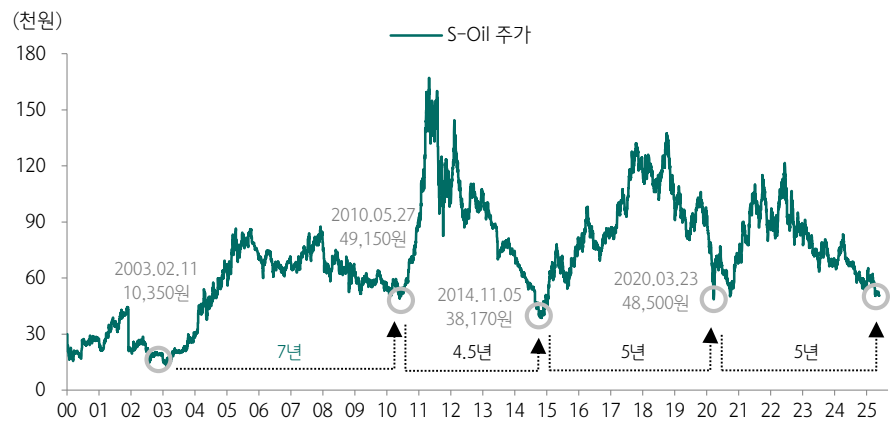
도표 2. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 1. S-Oil 주가 추이

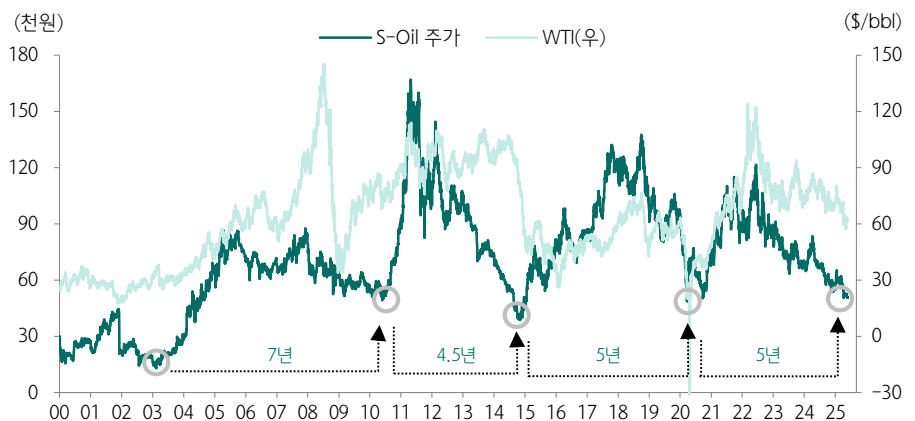
S-Oil 주가 추이
평균 5년 주기로 바닥 형성



자료: 하나증권

도표 2. S-Oil 주가와 WTI 유가 추이 비교

S-Oil 주가 WTI 추이 비교



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
유평기유부문	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
유평기유부문	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)	101.20	7.99	7.59
PBR	0.90	0.73	0.68	0.64	0.61
PCFR	4.17	5.63	4.04	2.41	2.38
EV/EBITDA	5.73	10.50	9.73	5.46	5.15
PSR	0.23	0.17	0.16	0.16	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

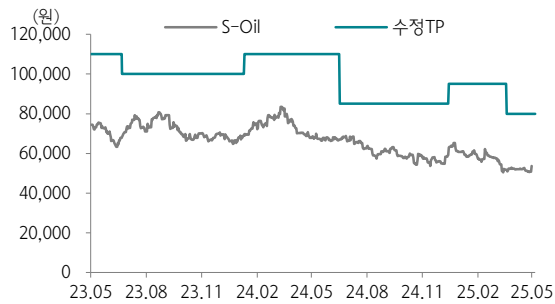
자료: 하나증권

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 5월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 5월 27일 현재 해당회사의 유가증권 을 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 26일