



BUY (유지)

목표주가(12M) **80,000원**
현재주가(7.25) **62,300원**

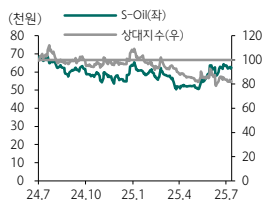
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,196.05
52주 최고/최저(원)	68,500/50,400
시가총액(십억원)	7,013.9
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	316.2
60일 평균 거래대금(십억원)	18.8
외국인지분율(%)	74.13
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	33,105.9	32,419.3
영업이익(십억원)	180.9	968.3
순이익(십억원)	(22.1)	507.6
EPS(원)	(247)	4,354
BPS(원)	74,450	77,989

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,429.1	33,513.6
영업이익	1,354.6	422.2	344.2	1,552.1
세전이익	1,131.7	(332.5)	162.4	1,049.5
순이익	948.8	(193.0)	123.4	797.6
EPS	8,137	(1,656)	1,059	6,840
증감율	(54.91)	적전	흑전	545.89
PER	8.55	(33.09)	58.36	9.04
PBR	0.90	0.73	0.82	0.77
EV/EBITDA	5.73	10.50	11.56	5.31
ROE	10.83	(2.18)	1.41	8.78
BPS	77,522	74,590	75,390	80,474
DPS	1,700	125	1,750	2,250



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

하나증권 리서치센터

2025년 07월 28일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

관세 전쟁 속 미국향 수출 20% 급증

2Q25 영업이익 컨센 대폭 하회

2Q25 영업이익은 -3,439억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센(-2,473억원)을 대폭 하회했다. 석유화학/운할기유 증익에도 불구하고 정유의 적자가 컸다. 정유 영업이익은 -4,411억원을 기록했다. 3월 대비 6월 평균 유가 하락폭은 적었으나, 환율 하락과 높은 OSP 반영에 따른 재고관련손실(-1,833억원), 역래깅 효과(-390억원) 등 총 -5,500억원 가량의 일회성 손실이 발생한 영향이다. 석유화학은 PX, PP/PO 마진 반등으로 적자폭을 축소(OP -346억원, QoQ +398억원)했고, 운할기유도 스프레드 회복으로 QoQ +20% 증익했다.

3Q25 영업이익 QoQ 대폭 개선 전망. 컨센 +76% 상회 예상

3Q25 영업이익은 3,332억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 대폭 개선을 예상된다. 정유 부문의 영업이익이 전분기의 일회성 손실 제거와 정제마진 호조, 낮은 OSP 반영에 힘입어 +2,401억원으로 회복되기 때문이다. 석유화학은 PX 마진 개선과 낮은 원료 투입 영향으로 적자폭의 추가 축소가 예상된다.

관세 전쟁 속 미국향 수출 20% 급증. 외국인의 시각이 달라질 요소

BUY, TP 8만원을 유지한다. 최근 등/경유 강세의 배경은 1) 미국 항공유 수요 강세 2) 미국 바이오디젤/재생디젤 생산량 축소 3) EU의 18차 대러 경제제재 패키지 등 영향에 기인한다. 미국의 정제설비 가동률이 95.5%를 기록 중임에도 불구하고, 등/경유 재고는 드라이빙 시즌 기준 30년 래 최저치까지 하락했다. 미국이 항공유 수요 호조로 항공유 수율을 30년 래 최대치까지 상향하며 등/경유 수율이 축소된 영향이다. 정책 불확실성으로 바이오디젤/재생디젤 생산량이 2년 래 최저치까지 하락하면서 전통 디젤의 수요가 늘어난 점도 영향을 주었다. EU는 이번 18차 대러 경제제재 패키지에서 러시아산 원유를 기반으로 제 3국에서 정제된 항공유/디젤에 대해 금수조치를 내렸다. 시행은 2026년 1월이나, 이미 유럽 등/경유 재고는 18개월 래 최저치로 시황은 강세를 시현 중이다. 미국 휴가 시즌의 항공유 수요 강세, 10월경 등/경유 재고 확보 가능성, 2026년 1월 EU의 대러 제재 패키지 시행 등 적어도 2026년 초까지 등/경유 강세는 지속될 것으로 판단한다. 게다가 중국의 구조조정 의지가 강해지면서, 1990년 이전 가동된 설비 혹은 기준 미달인 20만b/d 이하의 소규모 설비에 대한 폐쇄/업그레이드 명령이 늦어도 12월까지 확인될 것으로 보여 아시아 정제마진 강세는 2026년까지 이어질 것으로 전망한다. 타이트한 수급과 항공유 수요 영향으로 S-Oil의 미국향 수출량은 항공유/휘발유를 중심으로 YoY +20% 가량 급증하며 수출 상대국 2위로 올라섰다. 미국의 에너지 안보를 일부 책임지고 있는 한국에 대한 외국인의 시각이 달라질 수 밖에 없다. 2026년 실적 회복, 2027년 샤인 가동, 2028년 배당 확대로 향후 3년 그림이 긍정적이다. 섹터 내 가장 강력한 실적 모멘텀, 주가 상승을 예상한다. Conviction BUY다.

도표 1. S-Oil 2Q25 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q25P	1Q25	2Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,048.5	8,990.5	9,570.8	-15.9	-10.5	8,030.3	0.2
영업이익	-343.9	-21.5	160.6	적전	적지	-247.3	적지
세전이익	-106.3	-67.4	-40.9	적지	적지	N/A	N/A
순이익	-66.8	-44.6	-21.3	적지	적지	-149.9	적지
영업이익률	-4.3	-0.2	1.7	-6.0	-4.0	-3.1	-1.2
세전이익률	-1.3	-0.7	-0.4	-0.9	-0.6	N/A	N/A
순이익률	-0.8	-0.5	-0.2	-0.6	-0.3	-1.9	1.0

자료: 하나증권

도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

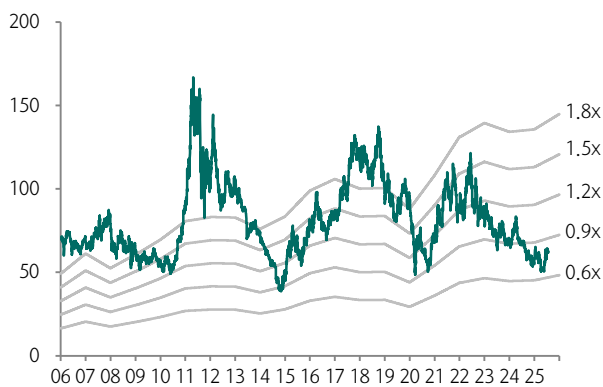
(단위: 십억원, %, %p)

	2025F			2026F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	33,429.1	32,725.5	2.2	33,513.6	32,545.6	3.0
영업이익	344.2	325.0	5.9	1,552.1	1,544.7	0.5
세전이익	162.4	-56.0	흑전	1,049.5	1,044.3	0.5
순이익	123.4	-42.5	흑전	797.6	793.7	0.5
영업이익률	1.0	1.0	0.0	4.6	4.7	-0.1
세전이익률	0.5	-0.2	0.7	3.1	3.2	-0.1
순이익률	0.4	-0.1	0.5	2.4	2.4	-0.1

자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트

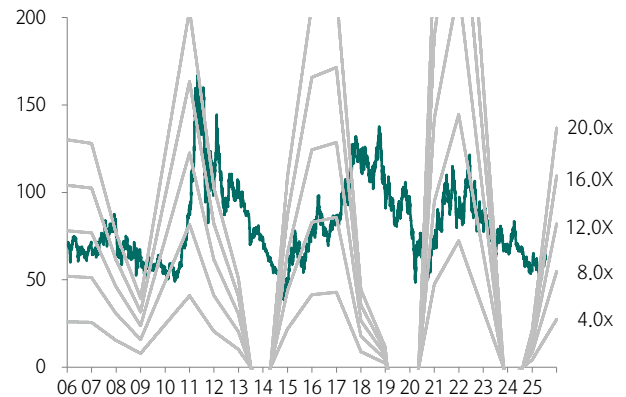
(천원)



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트

(천원)



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,048.5	8,175.8	8,214.3	35,727.2	36,637.0	33,429.1	33,513.6
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-10.5%	1.6%	0.5%				
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-15.9%	-7.5%	-7.9%	-15.8%	2.5%	-8.8%	0.3%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,491.8	6,462.9	28,257.2	28,804.4	26,286.5	26,320.5
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,009.3	1,058.8	4,384.7	4,702.9	4,229.8	4,289.1
유탄기유부문	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	674.8	692.6	3,085.4	3,129.7	2,912.8	2,904.0
영업이익	454.1	160.6	-414.9	260.8	-21.5	-343.9	333.2	376.5	1,354.6	460.6	344.2	1,552.1
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-4.3%	4.1%	4.6%	3.8%	1.3%	1.0%	4.6%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	13.0%				
YoY(%)	-12.0%	341.3%	적전	흑전	적전	적전	흑전	44.4%	-60.3%	-66.0%	-25.3%	350.9%
정유부문	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-441.1	240.1	250.2	353.4	-245.4	-7.6	997.6
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	3.7%	3.9%	1.3%	-0.9%	0.0%	3.8%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	4.2%				
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	44.7%	-84.9%	적전	적지	흑전
석유화학부문	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-14.1	14.1	190.6	134.8	-109.1	94.4
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.4%	-1.4%	1.3%	4.3%	2.9%	-2.6%	2.2%
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	131.8	107.2	112.2	810.5	571.1	460.9	460.1
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	15.9%	16.2%	26.3%	18.2%	15.8%	15.8%
QoQ(%)	-29.6%	-6.4%	5.5%	-24.6%	-5.4%	20.2%	-18.7%	4.6%				
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.5%	-29.5%	-9.6%	-30.3%	-3.2%	-27.0%	-29.5%	-19.3%	-0.2%
당기순이익	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	253.0	-18.2	948.8	-193.0	123.4	797.6
당기순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.5%	-0.5%	-0.8%	3.1%	-0.2%	2.7%	-0.5%	0.4%	2.4%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전				
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	-54.9%	적전	흑전	546.1%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,429.1	33,513.6	34,589.8
매출원가	33,620.9	35,411.2	32,307.2	31,156.0	32,123.2
매출총이익	2,105.8	1,225.8	1,121.9	2,357.6	2,466.6
판매비	751.2	803.7	777.7	805.6	845.4
영업이익	1,354.6	422.2	344.2	1,552.1	1,621.2
금융손익	(201.2)	(443.8)	(322.4)	(343.2)	(318.9)
종속/관계기업손익	2.3	5.9	5.9	5.9	5.9
기타영업외손익	(24.0)	(316.8)	134.7	(165.3)	(165.3)
세전이익	1,131.7	(332.5)	162.4	1,049.5	1,143.0
법인세	182.9	(139.5)	39.0	251.9	274.3
계속사업이익	948.8	(193.0)	123.4	797.6	868.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	948.8	(193.0)	123.4	797.6	868.6
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	948.8	(193.0)	123.4	797.6	868.6
지배주주지분포괄이익	926.7	(152.6)	123.4	797.6	868.6
NOPAT	1,135.7	245.1	261.6	1,179.6	1,232.1
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,232.6	2,503.7	2,571.9
성장성(%)					
매출액증가율	(15.83)	2.55	(8.76)	0.25	3.21
NOPAT증가율	(54.06)	(78.42)	6.73	350.92	4.45
EBITDA증가율	(48.86)	(43.38)	4.98	103.12	2.72
영업이익증가율	(60.22)	(68.83)	(18.47)	350.93	4.45
(지배주주)순이익증가율	(54.91)	적전	흑전	546.35	8.90
EPS증가율	(54.91)	적전	흑전	545.89	8.90
수익성(%)					
매출총이익률	5.89	3.35	3.36	7.03	7.13
EBITDA이익률	5.80	3.20	3.69	7.47	7.44
영업이익률	3.79	1.15	1.03	4.63	4.69
계속사업이익률	2.66	(0.53)	0.37	2.38	2.51

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	(1,656)	1,059	6,840	7,449
BPS	77,522	74,590	75,390	80,474	84,461
CFPS	16,672	9,731	10,609	21,510	22,095
EBITDAPS	17,784	10,069	10,571	21,471	22,057
SPS	306,391	314,199	286,687	287,412	296,642
DPS	1,700	125	1,750	2,250	3,500
주가지표(배)					
PER	8.55	(33.09)	58.36	9.04	8.30
PBR	0.90	0.73	0.82	0.77	0.73
PCFR	4.17	5.63	5.83	2.87	2.80
EV/EBITDA	5.73	10.50	11.56	5.31	4.86
PSR	0.23	0.17	0.22	0.22	0.21
재무비율(%)					
ROE	10.83	(2.18)	1.41	8.78	9.04
ROA	4.61	(0.84)	0.48	2.85	2.99
ROIC	7.98	1.53	1.43	6.08	6.35
부채비율	138.74	181.19	207.71	208.83	195.31
순부채비율	42.48	69.01	82.98	67.50	56.38
이자보상배율(배)	5.72	1.49	0.95	3.78	3.97

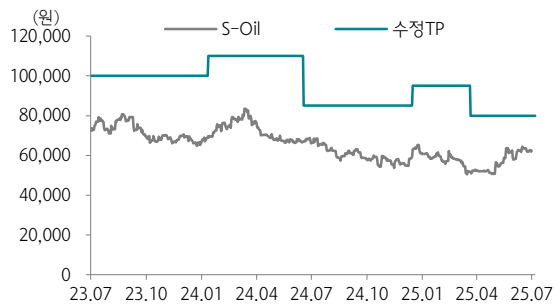
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,647.8	10,048.0	9,861.5	11,400.3	11,761.2
금융자산	1,999.2	2,004.5	2,518.2	3,984.1	4,108.3
현금성자산	1,963.3	1,945.8	2,464.7	3,930.0	4,052.4
매출채권	2,307.5	2,171.0	1,980.9	2,000.7	2,065.0
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,099.7	4,140.6	4,273.6
기타유동자산	701.9	1,379.4	1,262.7	1,274.9	1,314.3
비유동자산	11,928.4	14,403.4	17,183.1	17,573.0	17,317.2
투자자산	167.7	203.0	193.9	194.8	197.9
금융자산	126.8	160.3	154.9	155.4	157.3
유형자산	11,152.0	13,581.8	16,380.4	16,778.1	16,527.0
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	27,044.6	28,973.3	29,078.3
유동부채	9,254.5	11,656.7	12,371.0	13,206.5	12,841.8
금융부채	2,847.5	4,071.3	4,076.9	4,083.1	3,425.4
매입채무	3,989.5	4,981.6	5,430.0	5,973.0	6,164.8
기타유동부채	2,417.5	2,603.8	2,864.1	3,150.4	3,251.6
비유동부채	3,284.0	4,099.1	5,884.6	6,385.0	6,389.9
금융부채	2,990.6	3,934.0	5,734.0	6,234.0	6,234.0
기타비유동부채	293.4	165.1	150.6	151.0	155.9
부채총계	12,538.6	15,755.8	18,255.6	19,591.6	19,231.7
지배주주지분	9,037.6	8,695.6	8,788.9	9,381.7	9,846.6
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	7,123.8	7,716.6	8,181.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,788.9	9,381.7	9,846.6
순금융부채	3,838.9	6,000.7	7,292.7	6,333.0	5,551.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,525.7	1,467.6	1,658.2	2,173.1	1,943.2
당기순이익	948.8	(193.0)	123.4	797.6	868.6
조정	103.8	831.7	778.8	1,141.9	1,141.0
감가상각비	719.2	752.0	888.4	951.6	950.7
외환거래손익	(34.5)	552.6	(103.8)	196.2	196.2
지분법손익	(2.3)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
기타	(578.6)	(467.0)	0.1	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	1,473.1	828.9	756.0	233.6	(66.4)
투자활동 현금흐름	(2,066.1)	(3,027.0)	(3,553.3)	(1,532.4)	(887.0)
투자자산감소(증가)	(2.5)	(31.8)	15.0	4.9	2.8
자본증가(감소)	(2,185.6)	(3,041.9)	(3,677.2)	(1,340.5)	(691.8)
기타	122.0	46.7	108.9	(196.8)	(198.0)
재무활동 현금흐름	245.8	1,977.9	1,775.5	301.4	(1,061.4)
금융부채증가(감소)	618.5	2,167.2	1,805.6	506.2	(657.7)
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	31.1	1,465.4	122.4
Unlevered CFO	1,944.1	1,134.7	1,237.1	2,508.2	2,576.4
Free Cash Flow	340.1	(1,574.3)	(2,019.0)	832.6	1,251.4

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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.48%	4.52%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 25일