

S-Oil (010950)

중국 폐쇄 + REPowerEU

투자의견

BUY(유지)

목표주가

80,000 원(유지)

현재주가

62,300 원(7/25)

시가총액

7,014(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 80,000원 유지. 2Q25 매출액 8.0조원(-11%qoq, -16%yoy), 영업손실 3,440억원(적지 qoq, 적전yoy), 당기순손실 668억원(적지qoq, 적지yoy)로 낮아진 눈높이에 부합하는 실적. 상반기 이어진 국제유가 및 환율 변동성 확대(재고손실 -1,830억원, 래깅 -390억원, 환율 -1,740억원)와 OSP 상승으로 정유 영업이익 적자 규모가 -4,411억으로 확대되었기 때문. 이외에 석유화학은 2024년을 끝으로 PX 대규모 증설이 끝났고, PTA 증설 확대로 적자 축소. 윤활유는 OPEC 증산, 글로벌 석유 시장 API 변화로 인해 스프레드 확대되며 마진 개선
- 3Q25 매출액 7.8조원(-4%qoq, -12%yoy), 영업이익 3,384억원(흑전qoq, 흑전yoy) 전망. 2Q 발생했던 국제유가와 환율 변동성이 완화되며 기저효과로 실적 회복 전망. 또한 7월 발표된 중국 Anti-Involution 정책으로 인한 정유/화학 공급 구조조정, 11월까지 유럽 가스 재고 충전률 90%로 상승, REPowerEU 세부안에서 언급한 러시아 PNG 도입 중단 가능성으로 디젤 중심의 수익성 회복 지속될 것이라 판단. 정제마진 강세를 기대하며 매수를 추천함

주가(원,7/25)	62,300
시가총액(십억원)	7,014

발행주식수	112,583천주
52주 최고가	69,200원
최저가	50,000원
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금	188억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%

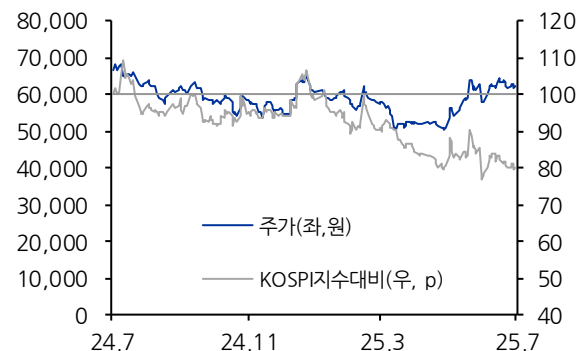
주주구성	
Aramco (외 6인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.8	-23.4	-23.8
절대기준	7.6	2.6	-5.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	80,000	-
영업이익(25)	374	461	▼
영업이익(26)	1,057	1,495	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	32,425	30,492
영업이익	1,355	422	374	1,057
세전손익	1,132	-333	-454	682
당기순이익	949	-193	-323	526
EPS(원)	8,428	-1,715	-2,871	4,660
증감률(%)	-	적전	-	흑전
PER(배)	8.3	-	-	13.3
ROE(%)	10.8	(2.2)	(3.8)	6.1
PBR(배)	0.9	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	11.5	7.9

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]**Q. 2H25, 2026 년 석유 제품 수요 전망**

- 아시아, 중동 수요 견조하게 유지되며, 2025 년 작년 대비 +100 만 b/d 성장 전망
- 두바이유 가격 연초 대비 낮은 70 달러/배럴 수준, 현 수준 유지 시 견조한 수요 지속될 것

Q. 중국 구조조정 규모, 아시아 역내 정유 시장 전망

- 중국은 7 월 중 정유업을 포함한 산업 안정성 강화 방안을 발표할 예정
- 연 4 만 b/d 미만 규모 CDU 설비 등 낙후된 설비의 조기 퇴출을 지시한 것으로 파악
- 2025 년 중국 정제설비 약 40 만 b/d 폐쇄될 것으로 전망, 또한 1 개 설비 추가 폐쇄 검토 중
- 중장기적으로 Teapot Refinery 폐쇄 추세 이어질 것이라 판단

Q. 사힌 프로젝트 수익성 전망

- 당초 투자 계획한 시기보다 회복 시기 소요될 것으로 판단
- 최근 낮은 스프레드 수준에도 동사 사힌 프로젝트는 충분한 수익성 달성할 것으로 예상
- 동사 스팀크래커는 세계 최고 수준의 에너지 효율성과 원가 경쟁력 확보 중
- 2028 년부터 시장 공급 과잉 현상 해소될 것으로 판단

Q. 2Q25 경유 시장

- 6 월 중순 이후 최근까지 경유 스프레드 20 달러/배럴 이상의 강한 흐름 유지 중
- 유럽 중심으로 정유사 폐쇄에 따른 공급 감소, 경유 재고는 18 개월 내 최저 수준
- 이란-이스라엘 전쟁에 따른 중동 지정학적 리스크로 유럽 내 디젤 물량 제한적
- 향후 유럽 정제설비 폐쇄와 낮은 재고 수준 지속되며 경유 스프레드 강세 지속될 것으로 전망

Q. 미국 상호관세 부과 영향

- 동사 정유, 유통 부문 제품은 관세 대상 제외되어 직접적 영향 없을 것으로 판단
- 오히려 미국 서부 정유사 폐쇄로 1H25 미국 내 정유 제품 수출 전년 대비 약 20% 증가

Q. 2Q25 일회성 손익 악화 요인

- 유가 및 환율 하락, 일시적 OSP 상승 등 일회성 요인으로 영업손실 확대
 - 유가 하락 -2,220 억원(재고 효과 -1,830 억원, 래깅 -390 억원), 환율 하락 -1,740 억원
 - OSP 상승(2Q25 평균 +1.5 달러/배럴) -1,090 억원
- 3Q25 유가 및 환율 안정, OSP 정상 수준 회복하며 펀더멘탈 마진 개선 전망

Q. 글로벌 신규 정제설비 램프업 현황

- 나이지리아 단고테
 - RFCC: 지난 4~5 월, 6 월 중순 예정에 없던 20 만b/d 규모 보수 진행
 - 7/2 부터 10 일간 섰다운 발생. 현재까지 가동을 낮춰서 가동 중
 - 10 월 예정된 40 일간 정기보수 전까지 낮은 수준의 가동을 이어질 것으로 판단
 - 생산 차질은 2H25 휘발유 공급 감소 요인으로 작용 가능
- 멕시코 올메카
 - 34 만b/d 규모 가동 시작되었음에도 전기와 저장 시설 작업 일부 진행 중
 - 당초 시장 알려진 것 대비 지연되며 온스펙 제품의 시장 영향 순차적으로 반영될 것으로 예상
 - 2025 년말까지 CDU 14 만b/d 가동 전망, 2026 년말 가동을 80% 수준 달성할 것으로 전망

Q. 중국 정유사 가동률

- 중국 2Q25 평균 가동률: 중국 전체 76%, NOC 77%, Teapot 53%
- 최근 가동률: NOC 80% 초반, Teapot 50% 수준
- 수출 제품 환급 축소와 이란에 대한 미국 제재 강화가 Teapot 가동률 하락에 영향
- Teapot 정유사들은 향후 지속 폐쇄되거나 낮은 가동률 유지할 것으로 전망

Q. 현재 자가 발전 비중, 사힌프로젝트 완공 시 자가발전 비중 전망

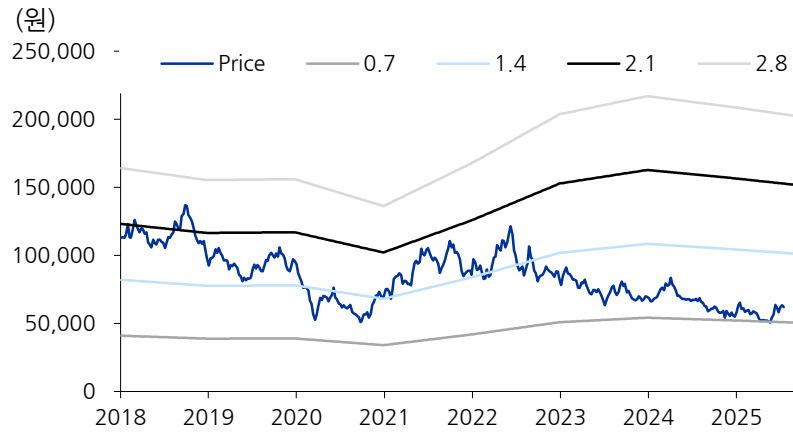
- 현재 온산 공장 자가발전 비중 약 10% 수준
- 2026 년 12 월 GTG 프로젝트, 2027 년 사힌프로젝트 완공 시 각 2 개의 가스터빈 발전기 설치
- 사힌프로젝트 완공 시 온산 공장 자가발전 비중 40% 이상 수준으로 증가할 것이라 판단

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경을	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	38,158	38,616	32,425	30,492	(15.0)	(21.0)
영업이익	1,495	2,230	374	1,057	(75.0)	(52.6)
영업이익률(%)	3.9	5.8	1.2	3.5	(2.8)	(2.3)
EBITDA	2,636	3,372	1,389	2,205	(47.3)	(34.6)
EBITDA 이익률(%)	6.9	8.7	4.3	7.2	(2.6)	(1.5)
순이익	869	1,432	-323	525	적전	(63.4)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	7,768	7,618	35,727	36,637	32,425
정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	5,964	5,797	28,257	28,804	25,092
석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,069	1,096	4,385	4,703	4,327
운환유	767	811	745	807	791	755	735	725	3,085	3,130	3,006
영업이익	454	161	(415)	222	(22)	(344)	338	401	1,418	422	374
정유	250	(95)	(574)	173	(57)	(441)	193	230	399	(245)	(75)
석유화학	48	110	5	(28)	(75)	(35)	16	37	204	135	(56)
운환유	156	146	154	116	110	132	130	134	816	571	505
OPM(%)	4.9	1.7	(4.7)	2.5	(0.2)	(4.3)	4.4	5.3	4.0	1.2	1.2
정유	3.4	(1.3)	(8.3)	2.5	(0.8)	(7.0)	3.2	4.0	1.4	(0.9)	(0.3)
석유화학	4.4	8.4	0.4	(2.6)	(6.6)	(3.3)	1.5	3.4	4.6	2.9	(1.3)
운환유	20.3	18.0	20.7	14.4	13.9	17.5	17.7	18.5	26.4	18.3	16.8

자료: S-OIL, 유진투자증권

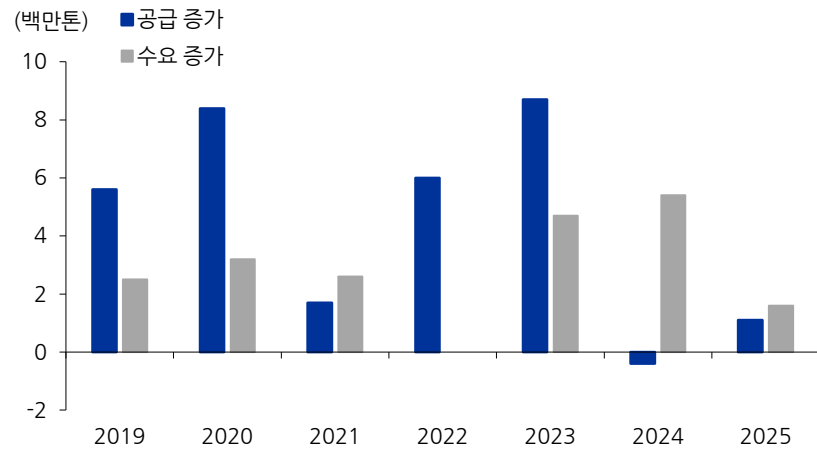
도표 6. 「에너지 다소비 산업 중점영역 에너지효율 벤치마크」 주요 내용 (2023)

분류	중점 영역	지표	단위	벤치마크(권장)	최저 요건(미충족 시 퇴출)
기존 영역의 기준치 상향	Coal to Methanol	단위제품당 종합에너지 소모량	kgce/톤	1,250~1,550 *	1,500~2,000 *
	Coal to EG	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,000	1,300
	탄산나트륨	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	160~365 *	200~420 *
	합금철 제련 (페로실리콘)	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,770	1,850
신규 영역	면, 화학섬유 및 혼방 직물	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/백 m	28	36
	니트 직물 및 실	단위제품당 종합 에너지 소모량	tce/톤	1.0	1.3
	화장지 원단	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	450~510 *	520~560 *
	탄산나트륨 (트로나법)	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	360~410 *	390~490 *
	EG	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	375	470
	요소	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	138~150 *	165~170 *
	이산화타타늄	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	800~1,000 *	950~1300 *
	PVC	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	(탄화칼슘법-범용) 193 (탄화칼슘법-페이스트) 450 (에틸렌법-범용) 620 (에틸렌법-페이스트) 950	(탄화칼슘법-범용) 270 (탄화칼슘법-페이스트) 480 (에틸렌법-범용) 635 (에틸렌법-페이스트) 1,100
	PTA	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	80	180
	비스코스 단섬유	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	800	950
	타이어	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	(올스틸 레이디얼) 235 (하프스틸 레이디얼) 290	(올스틸 레이디얼) 340 (세미스틸 레이디얼) 430
	메탈실리콘	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	(목탄 환원) 2,500 (석유 코크스 및 석탄 환원) 2,700 (석탄 환원) 2,800	(목탄 환원) 3,300 (석유 코크스 및 석탄 환원) 3,500 (석탄 환원) 3,600

자료: NDRC, 유진투자증권

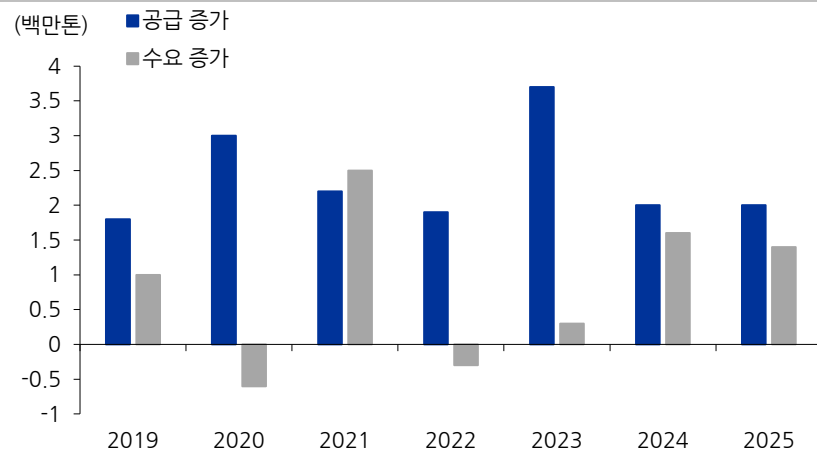
*: 원료, 공정, 규격 등에 따라 상이

도표 7. PX 대규모 증설 효과 마무리되며 업황 개선 전망



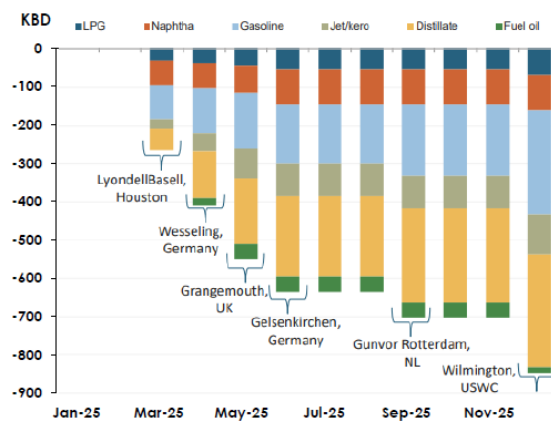
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 8. 벤젠 2023 년 대규모 증설 효과는 지나가는 중



자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 9. 세계 원유 정제 설비 폐쇄 규모 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	21,576	24,451	25,180	26,534	25,651
유동자산	9,648	10,048	8,705	8,002	7,388
현금성자산	1,999	2,005	1,730	1,438	1,176
매출채권	2,990	3,479	2,863	2,692	2,546
재고자산	4,639	4,493	4,041	3,800	3,595
비유동자산	11,928	14,403	16,476	18,532	18,263
투자자산	661	673	595	560	530
유형자산	11,152	13,582	15,716	17,793	17,540
기타	116	149	164	179	193
부채총계	12,539	15,756	16,869	17,697	16,284
유동부채	9,255	11,657	10,213	9,858	9,554
매입채무	6,074	7,410	5,967	5,611	5,308
유동성이자부채	2,847	4,071	4,071	4,071	4,071
기타	333	175	175	175	175
비유동부채	3,284	4,099	6,655	7,840	6,730
비유동이자부채	2,991	3,934	6,489	7,672	6,561
기타	293	165	166	168	169
자본총계	9,038	8,696	8,312	8,836	9,367
자배지분	9,038	8,696	8,312	8,836	9,367
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	6,693	7,217	7,748
기타	35	42	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,312	8,836	9,367
총차입금	5,838	8,005	10,560	11,743	10,632
순차입금	3,839	6,001	8,831	10,305	9,457

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	2,526	1,468	2,888	2,941	801
당기순이익	949	(193)	(323)	525	706
자산상각비	719	752	1,015	1,148	1,133
기타비현금성손익	(130)	426	2,571	1,212	(1,086)
운전자본증감	1,473	829	(375)	56	48
매출채권감소(증가)	(27)	180	617	171	146
재고자산감소(증가)	209	209	452	241	206
매입채무증가(감소)	882	751	(1,443)	(356)	(304)
기타	409	(310)	0	0	0
투자현금	(2,066)	(3,027)	(3,148)	(3,233)	(889)
단기투자자산감소	(0)	3	0	0	0
장기투자증권감소	(3)	0	16	7	6
설비투자	(2,186)	(3,042)	(3,136)	(3,211)	(865)
유형자산처분	20	3	0	0	0
무형자산처분	(2)	(27)	(28)	(29)	(30)
재무현금	193	1,539	(15)	0	(175)
차입금증가	649	1,810	0	0	0
자본증가	(373)	(189)	(15)	0	(175)
배당금지급	(373)	(189)	15	0	175
현금 증감	653	(17)	(275)	(292)	(262)
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,671	1,379
기말현금	1,963	1,946	1,671	1,379	1,117
Gross Cash flow	1,944	1,135	3,263	2,885	754
Gross Investment	593	2,201	3,523	3,177	841
Free Cash Flow	1,351	(1,067)	(260)	(292)	(88)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	32,425	30,492	28,841
증가율(%)	(15.8)	2.5	(11.5)	(6.0)	(5.4)
매출원가	33,621	35,411	31,251	28,612	26,701
매출총이익	2,106	1,226	1,174	1,881	2,140
판매 및 일반관리비	751	804	800	824	848
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,355	422	374	1,057	1,292
증가율(%)	(60.2)	(68.8)	(11.4)	182.7	22.2
EBITDA	2,074	1,174	1,389	2,205	2,425
증가율(%)	(48.9)	(43.4)	18.3	58.8	10.0
영업외손익	(223)	(755)	(828)	(375)	(371)
이자수익	60	57	54	51	46
이자비용	237	283	396	351	344
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(46)	(529)	(486)	(75)	(73)
세전순이익	1,132	(333)	(454)	682	921
증가율(%)	(61.0)	적전	적지	흑전	35.0
법인세비용	183	(139)	(131)	158	215
당기순이익	949	(193)	(323)	525	706
증가율(%)	(54.9)	적전	적지	흑전	34.6
지배주주지분	949	(193)	(323)	525	706
증가율(%)	(54.9)	적전	적지	흑전	34.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	8,428	(1,715)	(2,871)	4,660	6,271
증가율(%)	(54.9)	적전	적지	흑전	34.6
수정EPS(원)	8,428	(1,715)	(2,871)	4,606	6,199
증가율(%)	(54.9)	적전	적지	흑전	34.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,428	(1,715)	(2,871)	4,660	6,271
BPS	77,506	74,574	71,282	75,781	80,335
DPS	1,700	125	0	1,500	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	8.3	-	-	13.3	9.9
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.5	7.9	6.8
배당수익률	2.4	0.2	-	2.4	3.2
PCR	4.2	5.6	2.2	2.5	9.6
수익성(%)					
영업이익률	3.8	1.2	1.2	3.5	4.5
EBITDA이익률	5.8	3.2	4.3	7.2	8.4
순이익률	2.7	(0.5)	(1.0)	1.7	2.4
ROE	10.8	(2.2)	(3.8)	6.1	7.8
ROIC	9.1	2.2	1.7	4.5	5.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	42.5	69.0	106.2	116.6	101.0
유동비율	104.2	86.2	85.2	81.2	77.3
이자보상배율	5.7	1.5	0.9	3.0	3.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
매출채권회전율	12.0	11.3	10.2	11.0	11.0
재고자산회전율	7.6	8.0	7.6	7.8	7.8
매입채무회전율	6.6	5.4	4.8	5.3	5.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

