

2025. 4. 3.

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김원영

Research Associate

wonyoung10.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	70,000원	25.0%
현재주가	56,000원	
시가총액	6.3조원	
Shares (float)	112,582,792주 (36.6%)	
52주 최저/최고	53,600원/83,500원	
60일-평균거래대금	112.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
S-Oil (%)	-1.6	-7.1	-30.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.5	-5.1	-23.5

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	70,000	80,000	-12.5%
2025E EPS	4,785	6,936	-31.0%
2026E EPS	6,081	7,457	-18.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	17
Target price	85,529
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

S-Oil (010950)

1Q25 preview - 유가 및 마진 동반 약세 영향

- 1Q 영업이익은 538억원(-76%QoQ)으로 컨센서스(2,770억원/-81%) 하회 예상. 이는 유가가 상승했던 1월에 집계된 컨센서스 대비 2~3월 유가 및 마진 하락에 기인.
- 2025년 이익 하향을 반영하여 목표주가를 하향(8.0만원→7.0만원). 다만, 20년래 최저치까지 낮아진 밸류에이션 감안하여 BUY 투자의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

1Q25 preview, 시장 기대치 크게 하회: 1Q 영업이익은 538억원(-76%QoQ)으로 컨센서스(2,770억원) 81% 하회 예상. 전월 대비 유가가 크게 상승했던 1월에 집계된 컨센서스 대비 2~3월 유가 및 마진 하락 영향으로 영업이익 크게 하회 불가피.

- **정유 부문:** 영업이익은 -637억원(-2,087억원QoQ) 예상. 두바이 유가는 12월 평균 73.2달러에서 3월 평균 73.1달러로 소폭 하락했으나, 1월에 크게 상승(73.2달러→80.3달러)한 후 2월(80.3달러→78.1달러) 및 3월(78.1달러→73.1달러)에 연속 하락. 또한 스팟 정제마진도 12월 10.8달러에서 3월 8.9달러까지 하락한 점을 감안하면 제품 재고 평가손실 불가피. 즉, 재고 평가손익은 하락하고(-987억원QoQ; +785억원→-202억원), 부정적 레깅 효과도 지속 예상(Flat QoQ; -0.1달러→-0.1달러). 스팟 정제마진(-2.1달러QoQ; 10.9달러→8.8달러)도 주요 제품 수요 둔화로 약세 전환.
- **화학 부문:** 영업이익은 -212억원(+144억원QoQ) 예상. 주요 제품(PP, PO, 벤젠) 스프레드 약세 심화된 가운데 PX 스프레드만이 일부 회복되어 적자 축소 예상.
- **유탄기유 부문:** 영업이익은 1,387억원(+23%QoQ) 예상. 계절적 비수기에도 불구하고 전분기 정기보수 영향 소멸되어 판매량 확대되어 이익 소폭 회복 전망.

View, 라우 종전은 업황에 부정적: 1Q 실적 부진 및 이에 따른 2025년 실적 하향을 반영하여 ROE-P/B Valuation에 적용 중인 Target P/B 하향(1.00배→0.86배; 2010년 이후 평균 P/B - 1.5 STD)하고, 목표주가도 13% 하향(8.0만원→7.0만원). 러시아-우크라이나 간 종전될 경우, 기존 서방 국가의 러시아산 에너지 수입 제재가 완화될 가능성이 높으며, 이는 글로벌 공급증가 및 수익성 하방 압력으로 작용 예상. 7월 하절기 성수기 전까지 미진한 업황 예상되나, 12MF P/B가 0.69배로 20년래 최저치 도달하였기에 BUY 투자의견은 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	36,637	36,014	34,375	33,930
영업이익 (십억원)	422	744	1,081	1,166
순이익 (십억원)	-193	558	709	609
EPS (adj) (원)	-1,656	4,785	6,081	5,222
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	27.1	-14.1
EBITDA margin (%)	3.2	4.2	5.4	5.7
ROE (%)	-2.2	6.2	7.4	6.0
P/E (adj) (배)	n/a	11.7	9.2	10.7
P/B (배)	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	10.5	10.1	7.9	7.3
Dividend yield (%)	0.2	2.1	2.1	2.1

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

표 1. S-Oil: P/B Valuation

(원)	변경 전	변경 후	비고
Target P/B (배)	1.00	0.86	2010년 이후 평균 P/B -1.5 STD
12MF BPS	80,551	80,793	0.3% 상향
주당 적정 가치	80,279	69,725	
목표주가	80,000	70,000	12.5% 하향
현재 주가		56,000	
상승 여력 (%)		25.0	
2025 implied P/E (배)	16.7	14.6	
2026 implied P/E (배)	13.2	11.5	

자료: 삼성증권 추정

표 2. S-Oil: 1Q25 실적 전망

(십억원)	1Q25E	4Q24	1Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	9,110	8,917	9,308	9,070	2.2	-2.1	0.4
영업이익	54	222	454	277	-75.8	-88.2	-80.6
세전이익	-2	-246	227	215	RR	BR	BR
순이익	-2	-132	166	163	RR	BR	BR
지배주주순이익	-2	-132	166	178	RR	BR	BR
이익률 (%)							
영업이익	0.6	2.5	4.9	3.1			
세전이익	-0.0	-2.8	2.4	2.4			
순이익	-0.0	-1.5	1.8	1.8			
지배주주순이익	-0.0	-1.5	1.8	2.0			

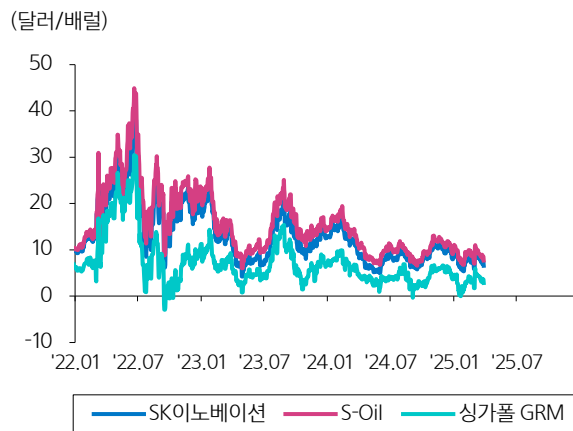
자료: S-Oil, FnGuide, 삼성증권 추정

표 3. S-Oil: 1Q25 사업부별 실적 전망

(십억원)	1Q25E	4Q24	1Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	9,110	8,917	9,308	2.2	-2.1
정유	7,303	7,014	7,445	4.1	-1.9
석유화학	1,021	1,096	1,097	-6.8	-6.9
유탄기유	786	807	767	-2.7	2.5
영업이익	54	222	454	-75.8	-88.2
정유	-64	145	250	BR	BR
석유화학	-21	-36	48	RR	BR
유탄기유	139	113	156	22.8	-10.9
세전이익	-2	-246	227	RR	BR
당기순이익	-2	-132	166	RR	BR
이익률 (%)					
영업이익	0.6	2.5	4.9		
정유	-0.9	2.1	3.4		
석유화학	-2.1	-3.2	4.4		
유탄기유	17.7	14.0	20.3		
세전이익	-0.0	-2.8	2.4		
당기순이익	-0.0	-1.5	1.8		

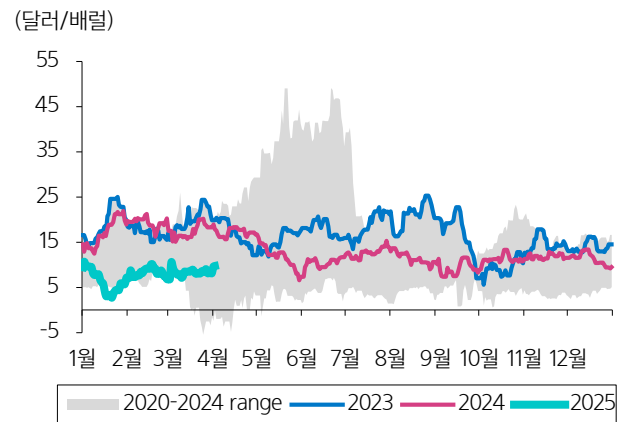
자료: S-Oil, 삼성증권

그림 1. 국내 정유 2사: 종합 마진 추이



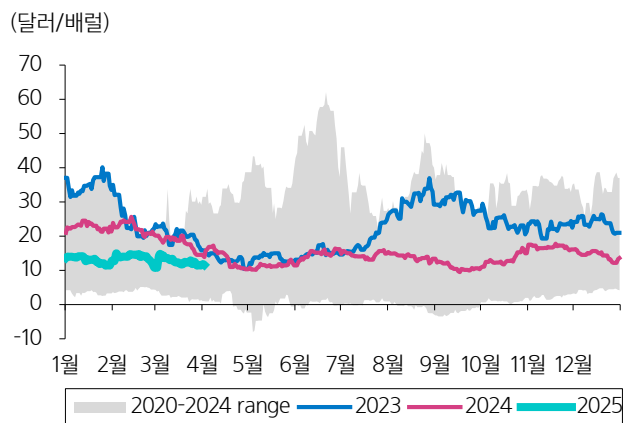
자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

그림 2. 가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



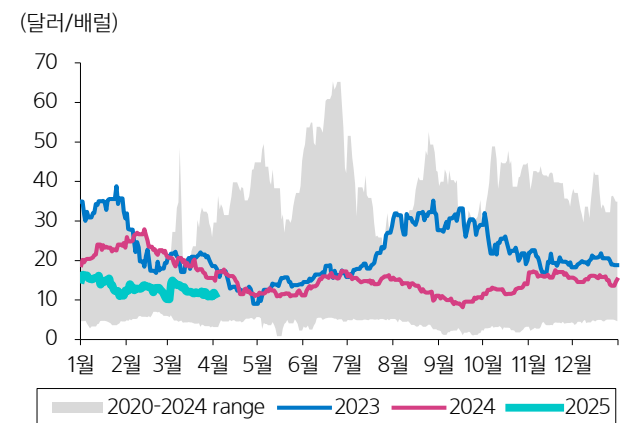
자료: Petronet, 삼성증권

그림 3. 등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



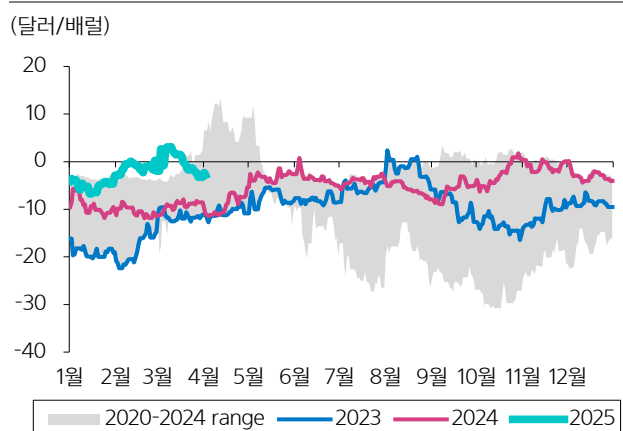
자료: Petronet, 삼성증권

그림 4. 디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



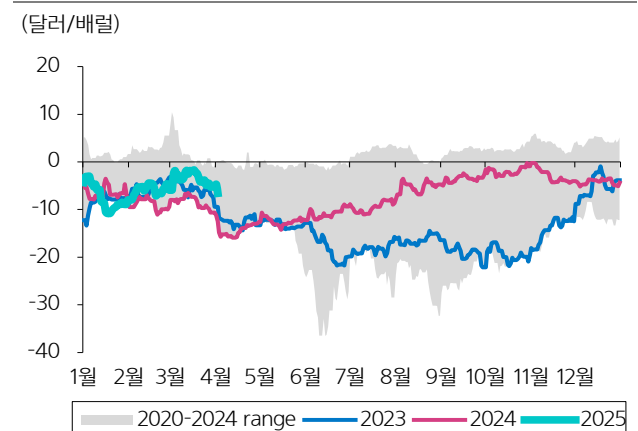
자료: Petronet, 삼성증권

그림 5. HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

그림 6. 나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

표 4. S-Oil: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,420	1,400	1,380	1,306	1,365	1,413	1,339
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	9,110	9,086	9,033	8,785	35,727	36,637	36,014	34,375
성장률 (% q-q)	-5.3	2.8	-7.6	0.9	2.2	-0.3	-0.6	-2.7				
성장률 (% y-y)	2.5	22.4	-1.8	-9.3	-2.1	-5.1	2.2	-1.5	-15.8	2.5	-1.7	-4.5
정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,303	7,333	7,157	6,956	28,257	28,805	28,749	27,197
석유화학	1,097	1,308	1,202	1,096	1,021	992	1,119	1,106	4,385	4,703	4,238	4,312
유탄기유	767	811	745	807	786	760	757	723	3,085	3,130	3,027	2,867
영업이익	454	161	-415	222	54	245	231	214	1,355	422	744	1,081
성장률 (% q-q)	RB	-64.6	BR	RB	-75.8	354.6	-5.4	-7.6				
성장률 (% y-y)	-11.9	341.1	BR	RB	-88.2	52.3	RB	-3.9	-60.2	-68.8	76.1	45.4
정유	250	-95	-574	145	-64	140	65	98	353	-273	238	502
성장률 (% q-q)	RB	BR	RR	RB	BR	RB	-53.7	51.5				
성장률 (% y-y)	-13.8	RR	BR	RB	BR	RB	RB	-32.5	-84.9	BR	RB	110.6
석유화학	48	110	5	-36	-21	-17	-1	-2	191	127	-40	-21
성장률 (% q-q)	41.5	128.8	-95.5	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	64.1	34.0	-89.1	BR	BR	BR	BR	RR	RB	-33.2	BR	RR
유탄기유	156	146	154	113	139	122	168	117	810	568	545	601
성장률 (% q-q)	-29.6	-6.4	5.5	-26.5	22.8	-12.3	37.6	-29.9				
성장률 (% y-y)	-20.5	-40.9	4.5	-48.9	-10.9	-16.5	8.9	3.9	-27.0	-29.9	-4.0	10.2
세전이익	227	-41	-272	-246	-2	323	223	202	1,132	-333	745	947
성장률 (% q-q)	-79.9	BR	RR	RR	RR	RB	-31.0	-9.4				
성장률 (% y-y)	-36.0	RR	BR	BR	BR	RB	RB	RB	-5.4	BR	228.1	RB
순이익	166	-21	-206	-132	-2	242	167	151	949	-193	558	709
성장률 (% q-q)	-82.5	BR	RR	RR	RR	RB	-31.0	-9.4				
성장률 (% y-y)	-37.4	RR	BR	BR	BR	RB	RB	RB	9.0	BR	235.7	RB
지배주주순이익	166	-21	-206	-132	-2	242	167	151	949	-193	558	709
이익률 (%)												
영업이익	4.9	1.7	-4.7	2.5	0.6	2.7	2.6	2.4	3.8	1.2	2.1	3.1
정유	3.4	-1.3	-8.3	2.1	-0.9	1.9	0.9	1.4	1.3	-0.9	0.8	1.8
석유화학	4.4	8.4	0.4	-3.2	-2.1	-1.7	-0.1	-0.1	4.3	2.7	-0.9	-0.5
유탄기유	20.3	18.0	20.7	14.0	17.7	16.0	22.1	16.2	26.3	18.2	18.0	21.0
세전이익	2.4	-0.4	-3.1	-2.8	-0.0	3.6	2.5	2.3	3.2	-0.9	2.1	2.8
순이익	1.8	-0.2	-2.3	-1.5	-0.0	2.7	1.8	1.7	2.7	-0.5	1.5	2.1

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	36,014	34,375	33,930
매출원가	33,621	35,411	34,480	32,540	32,019
매출총이익	2,106	1,226	1,533	1,835	1,910
(매출총이익률, %)	5.9	3.3	4.3	5.3	5.6
판매 및 일반관리비	751	804	790	754	744
영업이익	1,355	422	744	1,081	1,166
(영업이익률, %)	3.8	1.2	2.1	3.1	3.4
영업외손익	-223	-755	2	-134	-353
금융수익	299	389	906	582	271
금융비용	500	833	592	484	442
지분법손익	2	6	6	6	6
기타	-24	-317	-318	-239	-187
세전이익	1,132	-333	745	947	814
법인세	183	-139	188	238	205
(법인세율, %)	16.2	41.9	25.2	25.2	25.2
계속사업이익	949	-193	558	709	609
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	949	-193	558	709	609
(순이익률, %)	2.7	-0.5	1.5	2.1	1.8
지배주주순이익	949	-193	558	709	609
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,174	1,500	1,860	1,922
(EBITDA 이익률, %)	5.8	3.2	4.2	5.4	5.7
EPS (지배주주)	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222
EPS (연결기준)	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222
수정 EPS (원)*	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	2,526	1,468	2,050	2,043	1,790
당기순이익	949	-193	558	709	609
현금유출입이없는 비용 및 수익	995	1,328	1,471	1,386	1,229
유형자산 감가상각비	711	741	746	770	748
무형자산 상각비	8	11	10	9	8
기타	276	576	715	608	473
영업활동 자산부채 변동	1,473	829	200	179	150
투자활동에서의 현금흐름	-2,066	-3,027	-4,689	-1,528	-930
유형자산 증감	-2,165	-3,038	-4,150	-1,150	-650
장단기금융자산의 증감	151	-57	2	5	1
기타	-52	68	-541	-383	-282
재무활동에서의 현금흐름	193	1,539	1,316	1,858	1,860
차입금의 증가(감소)	618	2,167	1,339	1,997	1,999
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-373	-189	-23	-140	-140
기타	-53	-439	-0	0	-0
현금증감	653	-17	-1,285	2,381	2,726
기초현금	1,310	1,963	1,946	661	3,042
기말현금	1,963	1,946	661	3,042	5,768
Gross cash flow	1,944	1,135	2,029	2,095	1,837
Free cash flow	340	-1,574	-2,100	893	1,140

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,430	10,283	12,764
현금 및 현금등가물	1,963	1,946	661	3,042	5,768
매출채권	2,308	2,171	1,939	1,676	1,503
재고자산	4,639	4,493	4,417	4,216	4,161
기타	738	1,438	1,414	1,349	1,332
비유동자산	11,928	14,403	17,796	18,163	18,056
투자자산	168	203	201	197	195
유형자산	11,152	13,582	16,986	17,366	17,268
무형자산	116	149	139	130	122
기타	493	470	470	470	470
자산총계	21,576	24,451	26,225	28,446	30,820
유동부채	9,255	11,657	10,867	10,525	10,432
매입채무	3,989	4,982	4,897	4,674	4,613
단기차입금	2,142	3,355	3,355	3,355	3,355
기타 유동부채	3,123	3,320	2,615	2,496	2,464
비유동부채	3,284	4,099	6,096	8,089	10,087
사채 및 장기차입금	2,837	3,791	5,791	7,791	9,791
기타 비유동부채	447	308	305	298	296
부채총계	12,539	15,756	16,963	18,614	20,519
지배주주지분	9,038	8,696	9,262	9,832	10,301
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,565	8,134	8,603
기타	35	42	74	74	74
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	9,262	9,832	10,301
순부채	3,839	6,001	8,626	8,245	7,519

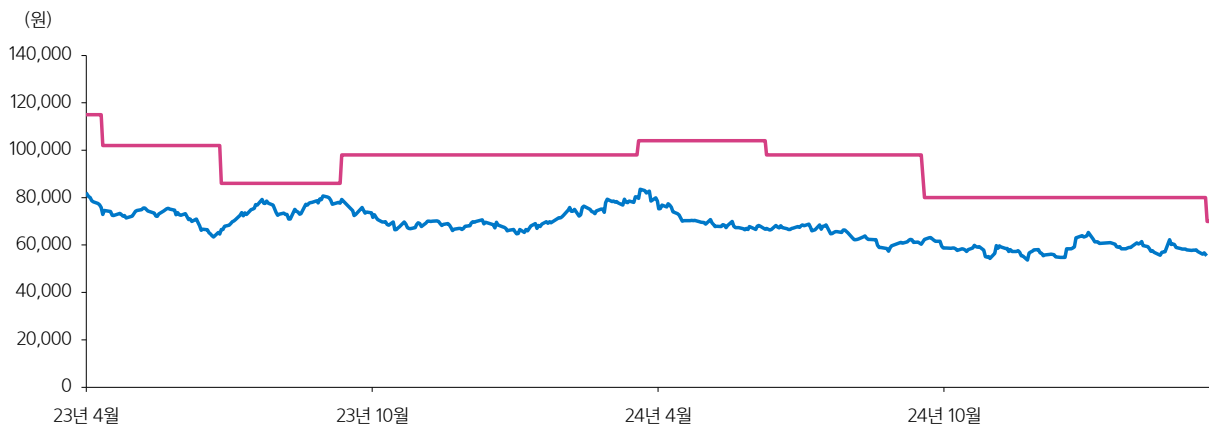
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-15.8	2.5	-1.7	-4.5	-1.3
영업이익	-60.2	-68.8	76.1	45.4	7.9
순이익	-54.9	적전	흑전	27.1	-14.1
수정 EPS**	-54.9	적전	흑전	27.1	-14.1
주당지표					
EPS (지배주주)	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222
EPS (연결기준)	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222
수정 EPS**	8,137	-1,656	4,785	6,081	5,222
BPS	77,629	74,692	79,560	84,450	88,479
DPS (보통주)	1,700	125	1,200	1,200	1,200
Valuations (배)					
P/E***	8.6	n/a	11.7	9.2	10.7
P/B***	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.7	10.5	10.1	7.9	7.3
비율					
ROE (%)	10.8	-2.2	6.2	7.4	6.0
ROA (%)	4.6	-0.8	2.2	2.6	2.1
ROIC (%)	9.0	1.8	3.4	4.5	4.9
배당성향 (%)	20.2	-7.3	24.2	19.1	22.2
배당수익률 (보통주, %)	2.4	0.2	2.1	2.1	2.1
순부채비율 (%)	42.5	69.0	93.1	83.9	73.0
이자보상배율 (배)	5.7	1.5	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 4월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 4월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/10/21	2023/4/27	7/12	9/27	2024/4/4	6/25	10/4	2025/4/3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	115000	102000	86000	98000	104000	98000	80000	70000
과리율 (평균)	-26.87	-29.82	-12.73	-27.68	-31.26	-34.27	-26.70	
과리율 (최대/최소)	-17.48	-25.88	-6.16	-17.96	-19.71	-29.80	-18.38	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.03.31 기준

매수(79%)·중립(21%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA