S-Oil(010950)

매수(유지)

목표주가: 80,000원(상향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
58	58	62	56

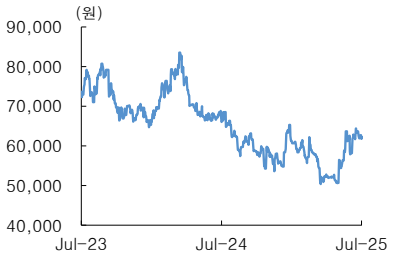
Stock Data

KOSPI(7/25)	3,196
주가(7/25)	62,300
시가총액(십억원)	7,014
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저가(원)	68,500/50,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,038
유동주식비율/외국인지분율(%)	36.6/74.1
주요주주(%) Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.4
국민연금공단	7.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.6	2.6	(5.9)
KOSPI 대비(%p)	4.8	(23.4)	(23.8)

주가추이



자료: FnGuide

2Q25 Review: 이제는 다시 턴어라운드

영업손실 3,440억원으로 컨센서스 하회했지만

2분기 적자는 환율과 유가 하락으로 인해 예상했던 부진이었다. 영업손실은 3,440억원(OPM -4.3%)으로 전분기대비 적자폭이 3천억원 이상 확대되었다. 반대로 영업외에서는 환헷지 이익이 3천억원 반영되며 순이익은 컨센서스를 상회했다. 부문별 영업이익은 정유 -4,411억원(-3,843억원 QoQ), 윤활기유 1,318억원(+20%, OPM 17%), 석유화학 -346억원(+399억원)을 기록했다. 정제마진이 작년 1분기 이후 가장 높은 수준으로 반등했지만 재고관련손실 1,833억원 등 5천억원이 넘는 일회성 손실요인을 만회하기는 어려웠다. 대신 정유 이외 부문은 개선되었다. 윤활기유는 견조한 수요 속에 스프레드가 16% 반등하며 3개 분기만에 영업이익이 증가했다. 화학 역시 PX, PP/PO 시황이 회복된 덕분에 적자폭을 줄일 수 있었다.

중요한 건 정제마진 강세라는 점에서 목표주가 상향

이제는 3분기 턴어라운드에 주목해야 한다. 정제마진은 기대 이상의 등경유 시황 강세로 작년 수준을 크게 상회하고 있다. 특히 미국의 등경유 재고는 지난 20년래 최저치 수준으로 감소했다. 최대한 정제설비를 가동하고 있음에도 항공유 수요 증가를 따라가지 못해 수입량을 늘리고 있다. 현재 등경유 마진은 20달러가 넘는데 난방시즌까지 이러한 강세가 지속될 것이다. 전세계적으로도 증설이 제한적이기 때문에 유가만 지금처럼 안정화된다면 하반기 정제마진 강세가 그대로 실적 개선으로 이어질 전망이다. 2분기 적자와 다르게 실제 영업환경과 이익 체력은 좋아지고 있다는 점에서 올해 이후의 영업이익 추정치를 상향조정했다. 이를 반영해 목표주가 역시 8만원으로 기존 대비 7%(2026F PBR 1.0배 적용) 상향한다.

순수 정유업체로서 하반기 실적 턴어라운드가 가장 확실

주가는 최근 증시 강세에서 소외되며 부진했던 만큼 재평가가 필요하다. 화학업종의 구조조정 기대감과 지주 디스카운트 해소가 부각된 탓에 순수 정유주로서의 투자매력을 살리기 쉽지 않았지만, 하반기 턴어라운드가 가장 확실한 건 결국 S-Oil이다. 화학과 다른 정유산업의 구조적 수급 개선 수혜주로서 매수 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	35,727	1,355	949	8,149	(54.9)	2,074	8.5	5.7	0.9	10.8	2.4
2024A	36,637	422	(193)	(1,659)	NM	1,174	NM	10.5	0.7	(2.2)	0.2
2025F	34,180	155	179	1,550	NM	917	39.9	14.9	0.8	2.0	0.8
2026F	34,813	1,156	706	6,117	294.7	1,978	10.1	6.7	0.8	7.8	3.4
2027F	35,555	1,400	916	7,941	29.8	2,296	7.8	5.6	0.7	9.6	4.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최고운
gowoon@koreainvestment.com
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> S-Oil 목표주가 80,000원으로 7% 상향

(단위: 원, %, 배)

구분	내용	비고
BPS(A)	79,632	2026년 추정치 기준
ROE(B)	8.7	2026~2027년 추정치 평균
자기자본비용(C=D+(E-D)*F)	8.7	
무위험수익률(D)	2.4	국고채 3년 기준
시장기대수익률(E)	9.6	시장 2025F PER 의 역수
베타(F)	0.9	52주 조정베타
적정 PBR(G=B/C)	**1.00**	
목표주가	**80,000**	**기존 75,000원에서 7% 상향**
현재주가	62.300	7/25(금) 종가
상승여력	28.4%	

자료: 한국투자증권

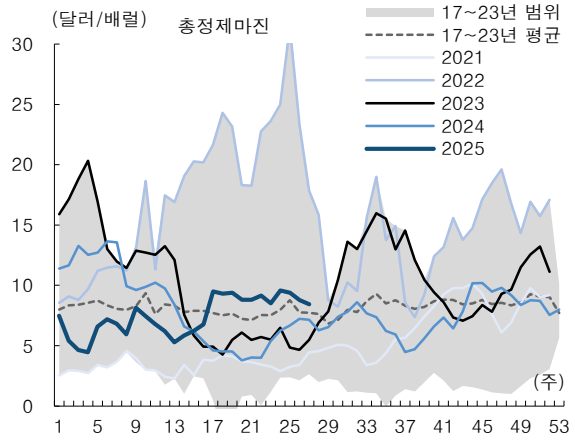
<표 2> 실적 전망 변경 비교

(단위: 십억원, %)

	변경 후			변경 전			변동률		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	34,180	34,813	35,555	34,424	34,414	35,994	(0.7)	1.2	(1.2)
영업이익	155	1,156	1,400	377	1,097	1,292	(58.9)	5.4	8.4
영업이익률(%)	0.5	3.3	3.9	1.1	3.2	3.6	(0.6)	0.1	0.3
세전이익	234	952	1,235	120	849	1,049	95.0	12.1	17.8
순이익	179	706	916	112	606	836	59.9	16.4	9.5
EPS(원)	1,550	6,117	7,941	971	5,269	7,260	59.6	16.1	9.4
BPS(원)	75,615	79,632	84,573	75,136	77,905	82,065	0.6	2.2	3.1
ROE(%)	2.0	7.8	9.6	1.3	6.8	9.0	0.8	1.0	0.6

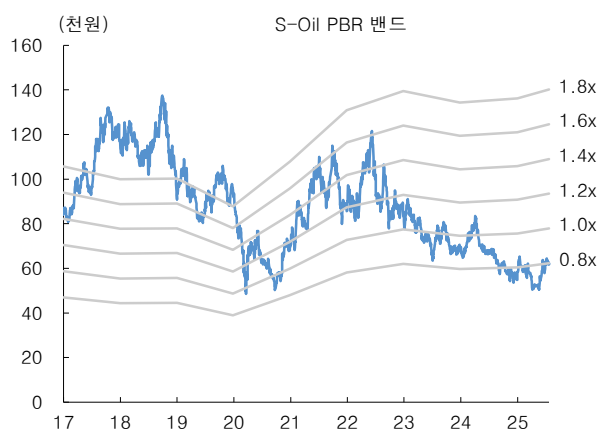
자료: 한국투자증권

[그림 1] 2분기 적자는 환율/유가 하락 등 일회성 영향이 컸고 정제마진은 하반기에도 강세를 유지할 전망



자료: 한국석유공사, 한국투자증권

[그림 2] 2025F PBR 0.8배에 불과해 재평가 필요



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 3> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	(10.5)	(15.9)	8,030
영업이익	161	(415)	222	(22)	(344)	NM	NM	(247)
영업이익률(%)	1.7	(4.7)	2.5	(0.2)	(4.3)	(4.0)	(6.0)	(3.1)
세전이익	(41)	(272)	(246)	(67)	(106)	NM	NM	(271)
순이익	(21)	(206)	(132)	(45)	(67)	NM	NM	(150)

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 4> 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2025F				2026F				연간			
	1Q	2QP	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,991	8,049	8,519	8,623	8,689	8,318	8,920	8,886	35,727	36,637	34,180	34,813
정유	7,072	6,260	6,648	6,730	6,803	6,524	6,927	6,885	28,257	28,804	26,710	27,138
윤활기유	791	755	763	747	769	714	772	772	3,085	3,130	3,055	3,028
석유화학	1,128	1,034	1,107	1,146	1,117	1,081	1,221	1,229	4,385	4,703	4,415	4,647
매출 증가율	*(3.4)*	*(15.9)*	*(3.6)*	*(3.3)*	*(3.4)*	*3.4*	*4.7*	*3.1*	*(15.8)*	*2.5*	*(6.7)*	*1.9*
정유	*(5.0)*	*(16.0)*	*(3.6)*	*(4.0)*	*(3.8)*	*4.2*	*4.2*	*2.3*	*(16.9)*	*1.9*	*(7.3)*	*1.6*
윤활기유	*3.1*	*(6.9)*	*2.5*	*(7.5)*	*(2.7)*	*(5.4)*	*1.2*	*3.4*	*(9.7)*	*1.4*	*(2.4)*	*(0.9)*
석유화학	*2.8*	*(21.0)*	*(7.8)*	*4.6*	*(1.0)*	*4.5*	*10.2*	*7.3*	*(12.8)*	*7.3*	*(6.1)*	*5.3*
영업이익	(22)	(344)	246	275	310	205	321	320	1,355	422	155	1,156
정유	(56.8)	(441)	139	155	189	111	179	175	399	(245)	(204)	655
윤활기유	109.7	132	125	130	130	98	122	119	816	571	497	470
석유화학	(74.5)	(35)	(19)	(10)	(9)	(4)	20	25	204	135	(138)	32
영업이익 증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*23.7*	*NM*	*NM*	*30.7*	*16.3*	*(60.2)*	*(68.8)*	*(63.2)*	*644.8*
정유	*NM*	*NM*	*NM*	*(10.5)*	*NM*	*NM*	*28.6*	*13.1*	*(83.0)*	*NM*	*NM*	*NM*
윤활기유	*(29.5)*	*(9.6)*	*(18.5)*	*12.2*	*18.8*	*(25.5)*	*(3.0)*	*(8.1)*	*(26.6)*	*(30.0)*	*(13.0)*	*(5.5)*
석유화학	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*(33.8)*	*NM*	*NM*
영업이익률	*(0.2)*	*(4.3)*	*2.9*	*3.2*	*3.6*	*2.5*	*3.6*	*3.6*	*3.8*	*1.2*	*0.5*	*3.3*
정유	*(0.8)*	*(7.0)*	*2.1*	*2.3*	*2.8*	*1.7*	*2.6*	*2.5*	*1.4*	*(0.9)*	*(0.8)*	*2.4*
윤활기유	*13.9*	*17.5*	*16.4*	*17.4*	*16.9*	*13.8*	*15.7*	*15.5*	*26.4*	*18.3*	*16.3*	*15.5*
석유화학	*(6.6)*	*(3.3)*	*(1.7)*	*(0.8)*	*(0.8)*	*(0.4)*	*1.7*	*2.1*	*4.6*	*2.9*	*(3.1)*	*0.7*
세전이익	(67)	(106)	193	215	254	155	275	269	1,132	(333)	234	952
증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*42.7*	*24.8*	*(61.0)*	*NM*	*NM*	*306.3*
지배주주순이익	(45)	(67)	137	153	188	115	204	199	949	(193)	179	706
증가율	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*48.6*	*30.0*	*(54.9)*	*NM*	*NM*	*294.0*

자료: S-Oil, 한국투자증권

기업개요

S-Oil은 1976년에 설립된 정유업체로 세계 최대 석유기업인 사우디아람코의 계열사이며 석유류, 윤활기유, 석유화학 제품을 제조 및 판매하고 있음.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**35,727**	**36,637**	**34,180**	**34,813**	**35,555**
매출원가	33,621	35,411	33,235	32,821	33,302
매출총이익	2,106	1,226	946	1,992	2,253
판매관리비	751	804	791	836	853
영업이익	**1,355**	**422**	**155**	**1,156**	**1,400**
영업이익률(%)	*3.8*	*1.2*	*0.5*	*3.3*	*3.9*
EBITDA	2,074	1,174	917	1,978	2,296
EBITDA Margin(%)	*5.8*	*3.2*	*2.7*	*5.7*	*6.5*
영업외수익	(223)	(755)	79	(204)	(165)
금융수익	299	389	487	487	487
금융비용	500	833	716	697	657
기타영업외손익	(24)	(317)	303	0	0
관계기업관련손익	2	6	6	6	6
세전계속사업이익	**1,132**	**(333)**	**234**	**952**	**1,235**
법인세비용	183	(139)	55	246	319
연결당기순이익	949	(193)	179	706	916
지배주주지분순이익	**949**	**(193)**	**179**	**706**	**916**
지배주주순이익률(%)	*2.7*	*(0.5)*	*0.5*	*2.0*	*2.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(15.8)	2.5	(6.7)	1.9	2.1
영업이익 증가율	(60.2)	(68.8)	(63.2)	644.8	21.0
지배주주순이익 증가율	(54.9)	NM	NM	294.0	29.7
EPS 증가율	(54.9)	NM	NM	294.7	29.8
EBITDA 증가율	(48.9)	(43.4)	(21.9)	115.6	16.1

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**21,576**	**24,451**	**24,394**	**24,710**	**25,288**
유동자산	9,648	10,048	9,032	9,269	9,467
현금성자산	1,963	1,946	1,713	1,745	1,782
매출채권및기타채권	2,990	3,479	3,143	3,132	3,128
재고자산	4,639	4,493	4,055	4,130	4,218
비유동자산	11,928	14,403	15,362	15,440	15,821
투자자산	168	203	189	193	197
유형자산	11,152	13,582	14,698	14,799	15,095
무형자산	116	149	139	141	144
부채총계	**12,539**	**15,756**	**15,579**	**15,426**	**15,428**
유동부채	9,255	11,657	11,422	11,549	11,705
매입채무및기타채무	6,074	7,410	6,884	7,012	7,161
단기차입금및단기사채	2,142	3,355	3,552	3,445	3,386
유동성장기부채	640	660	716	815	866
비유동부채	3,284	4,099	4,157	3,877	3,723
사채	2,137	2,475	2,526	2,225	2,050
장기차입금및금융부채	854	1,459	1,477	1,495	1,513
자본총계	**9,038**	**8,696**	**8,815**	**9,284**	**9,860**
지배주주지분	9,038	8,696	8,815	9,284	9,860
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	7,380	7,030	7,150	7,618	8,195
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	3,839	6,001	6,551	6,079	5,793

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**2,526**	**1,468**	**1,226**	**1,603**	**1,897**
당기순이익	949	(193)	179	706	916
유형자산감가상각비	711	741	751	810	885
무형자산상각비	8	11	12	12	12
자산부채변동	1,473	829	291	81	90
기타	(615)	80	(7)	(6)	(6)
투자활동현금흐름	**(2,066)**	**(3,027)**	**(1,713)**	**(1,033)**	**(1,346)**
유형자산투자	(2,186)	(3,042)	(1,870)	(914)	(1,184)
유형자산매각	20	3	3	3	3
투자자산순증	87	30	20	3	2
무형자산순증	(2)	(27)	(2)	(14)	(15)
기타	15	9	136	(111)	(152)
재무활동현금흐름	**193**	**1,539**	**254**	**(537)**	**(513)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	649	1,810	313	(300)	(174)
배당금지급	(373)	(189)	(15)	(60)	(238)
기타	(83)	(82)	(44)	(177)	(101)
기타현금흐름	0	3	0	0	0
현금의증가	**653**	**(17)**	**(233)**	**32**	**37**
FCF	595	(1,400)	(557)	872	761

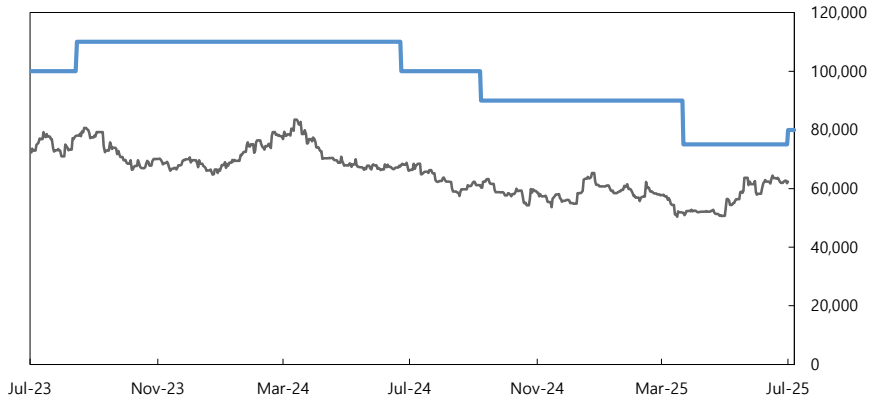
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,149	(1,659)	1,550	6,117	7,941
BPS	77,522	74,590	75,615	79,632	84,573
DPS	1,700	125	525	2,100	3,000
수익성(%)					
ROA	4.6	(0.8)	0.7	2.9	3.7
ROE	10.8	(2.2)	2.0	7.8	9.6
배당수익률	2.4	0.2	0.8	3.4	4.9
배당성향	20.9	NM	33.3	33.7	37.1
안정성					
부채비율(x)	138.7	181.2	176.7	166.2	156.5
차입금/자본총계비율(%)	64.6	92.1	94.4	86.4	79.6
이자보상배율(x)	5.7	1.5	0.5	3.5	4.3
순차입금/EBITDA(x)	1.9	5.1	7.1	3.1	2.5
Valuation(x)					
PER	8.5	NM	39.9	10.1	7.8
최고	11.3	NM	43.2	10.9	8.4
최저	7.6	NM	32.3	8.2	6.3
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
최고	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
최저	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.7	10.5	14.9	6.7	5.6

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
S-Oil(010950)	2022.10.14	매수	120,000원	-33.2	-20.9
	2023.07.25	매수	100,000원	-25.0	-20.8
	2023.09.08	매수	110,000원	-35.2	-24.1
	2024.07.17	매수	100,000원	-36.4	-31.2
	2024.10.02	매수	90,000원	-35.3	-27.4
	2025.04.15	매수	75,000원	-23.7	-14.1
	2025.07.28	매수	80,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 7월 28일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.9%	22.1%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.