

**Company Update**

Analyst 이동욱  
 02) 6915-5671  
 treestump@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	80,000원
현재가 (7/9)	63,500원

KOSPI (7/9)	3,133.74pt
시가총액	7,314십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	68,800원
최저가	50,400원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	73.9%
배당수익률 (2025F)	2.7%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-19%	-13%
절대기준	8%	1%	-5%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	80,000	-
EPS(25)	228	486	▼
EPS(26)	6,946	6,906	▲



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# S-Oil (010950)

## Last Man Standing

### 올해 하반기 정제마진, 상반기 대비 개선 전망

S-Oil의 올해 2분기 영업이익은 -2,120억원으로, 전 분기 대비 적자가 확대되며 시장 기대치를 하회할 전망이다. 화학 및 운할부문의 실적 개선에도 불구하고, 환율 하락으로 수출주에 불리한 영향이 나타났고, 유가 하락으로 인해 정유부문에서 재고 관련 손실이 발생할 전망이며, 4~5월 OSP(공식판매가격) 상승으로 래깅 정제마진이 축소된 점도 실적에 부정적으로 작용하였기 때문이다.

그러나 올해 하반기 정제마진은 상반기 대비 개선될 것으로 전망된다. 이는 역내 및 역외 석유제품 재고 감소, 드라이빙 시즌 도래로 인한 가솔린 크랙 반등, 나이지리아 단고테 정제설비의 정기보수 진행, 중국 티팟 설비의 저위 가동, 그리고 역내 및 역외 정제설비 폐쇄 확대 등으로 정유 수급이 개선되고 있기 때문이다.

### 샤한 프로젝트, 내년 상반기 가동으로 시장 재편 가속화 예상

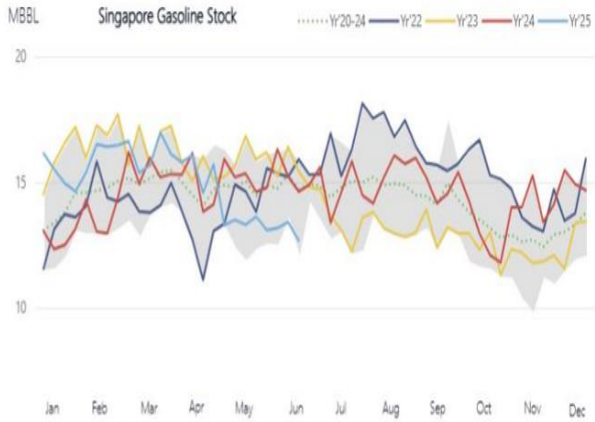
현재 동사의 샤한 프로젝트는 공정률이 70% 상회하며, 내년 상반기 준공 후 램프업 단계를 거칠 것으로 보인다. FID(최종투자결정) 당시 대비 올레핀 및 폴리올레핀 업황이 둔화되면서 계획했던 수익성에는 미치지 못할 가능성이 크다. 그럼에도 불구하고, 원유 통합 설비의 경제성, 부산물의 원재료 투입 등을 통해 역내 스팀 크래커(에탄 크래커 제외) 중 변동마진이 가장 클 것으로 전망된다.

한편, 동사의 프로필렌 다운스트림의 추가 증설 발표가 제한적이고, 에틸렌 생산능력 대비 PE 유도체 증설 규모가 작아, 에틸렌, 프로필렌, 부타디엔, 벤젠 등 기초유분의 외부 판매량은 가동률 100% 기준으로 240~250만 톤에 달하며, 기존 대비 약 150% 증가할 것으로 예상된다. 이는 경상권 기초유분 생산 업체들의 구조조정을 유발할 가능성이 클 전망이다. 반면, C2~C9 등 기초유분을 활용하는 다운스트림 업체들은 지역 내 공급 확대에 따라 저가 원재료 투입 효과를 누릴 것으로 보인다. 투자자들은 현실화되고 있는 동사의 프로젝트 가동으로 인한 영향을 고려할 필요가 있다.

(단위:십억원배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	33,719	32,690	35,424
영업이익	1,355	422	269	1,379	1,576
세전이익	1,132	-333	24	1,066	1,282
지배주주순이익	949	-193	27	810	974
EPS(원)	8,137	-1,656	228	6,946	8,353
증가율(%)	-54.9	-120.3	-113.7	2,951.9	20.3
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	4.2	4.4
순이익률(%)	2.7	-0.5	0.1	2.5	2.7
ROE(%)	10.8	-2.2	0.3	9.0	10.1
PER	8.6	-33.1	279.0	9.1	7.6
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.4	6.1	5.2

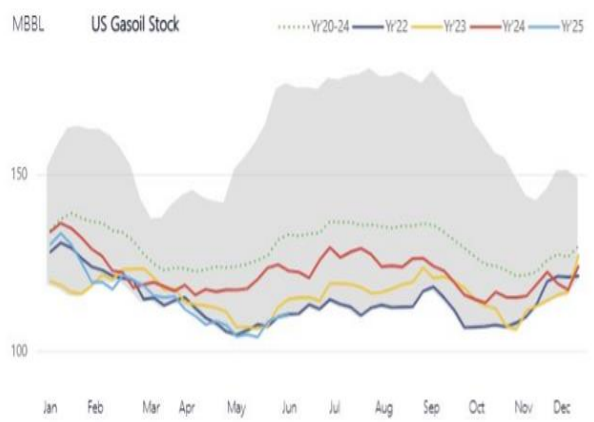
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 싱가포르 Gasoline 재고 추이



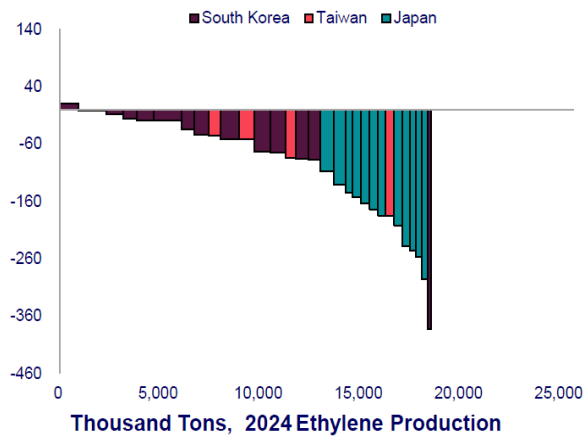
자료: TO, IBK투자증권

그림 2. 미국 Gasoil 재고 추이



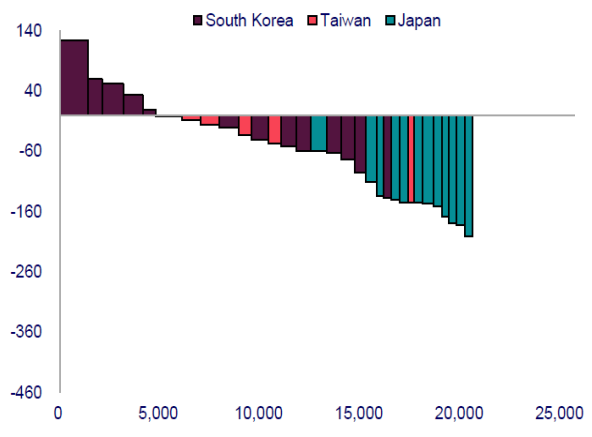
자료: ICIS, IBK투자증권

그림 3. 2024년 동북아시아 에틸렌 마진 추정



자료: APIC 2025, IBK투자증권

그림 4. 2029년 동북아시아 에틸렌 마진 추정



자료: APIC 2025, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
<b>매출액</b>	<b>9,308</b>	<b>9,571</b>	<b>8,841</b>	<b>8,917</b>	<b>8,991</b>	<b>8,264</b>	<b>8,216</b>	<b>8,248</b>	<b>42,446</b>	<b>35,727</b>	<b>36,637</b>	<b>33,719</b>
정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,375	6,375	6,375	34,005	28,257	28,804	26,197
석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,063	1,044	1,090	5,026	4,385	4,703	4,324
유회	767	811	745	807	791	826	798	783	3,416	3,085	3,130	3,198
<b>영업이익</b>	<b>454</b>	<b>161</b>	<b>-415</b>	<b>222</b>	<b>-22</b>	<b>-212</b>	<b>227</b>	<b>275</b>	<b>3,405</b>	<b>1,355</b>	<b>422</b>	<b>269</b>
%OP	4.9	1.7	-4.7	2.5	-0.2	-2.6	2.8	3.3	8.0	3.8	1.2	0.8
정유	250	-95	-574	145	-57	-268	77	147	2,344	353	-273	-100
석유화학	48	110	5	-36	-75	-56	29	25	-50	191	127	-76
유회	156	146	154	113	110	112	120	102	1,111	811	568	444

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	33,719	32,690	35,424
증가율(%)	-15.8	2.5	-8.0	-3.1	8.4
매출원가	33,621	35,411	32,728	30,616	33,095
매출총이익	2,106	1,226	991	2,074	2,329
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	2.9	6.3	6.6
판매비	751	804	722	695	752
판매비율(%)	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
영업이익	1,355	422	269	1,379	1,576
증가율(%)	-60.2	-68.8	-36.3	413.0	14.3
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	4.2	4.4
순금융손익	-201	-444	-187	-258	-263
이자손익	-181	-229	-228	-355	-360
기타	-20	-215	41	97	97
기타영업외손익	-24	-317	-65	-65	-45
중속/관계기업손익	2	6	7	10	13
세전이익	1,132	-333	24	1,066	1,282
법인세	183	-139	-3	256	308
법인세율	16.2	41.7	-12.5	24.0	24.0
계속사업이익	949	-193	27	810	974
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	27	810	974
증가율(%)	-54.9	-120.3	-113.7	2,951.9	20.3
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.1	2.5	2.7
지배주주당기순이익	949	-193	27	810	974
기타포괄이익	-22	40	2	0	0
총포괄이익	927	-153	28	810	974
EBITDA	2,074	1,174	1,353	2,561	2,739
증가율(%)	-48.9	-43.4	15.2	89.3	6.9
EBITDA마진율(%)	5.8	3.2	4.0	7.8	7.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	-1,656	228	6,946	8,353
BPS	77,506	74,574	74,617	79,664	86,119
DPS	1,700	125	1,700	1,700	1,700
밸류에이션(배)					
PER	8.6	-33.1	279.0	9.1	7.6
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.4	6.1	5.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.8	2.5	-8.0	-3.1	8.4
EPS증가율	-54.9	-120.3	-113.7	2,951.9	20.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	0.2	2.7	2.7	2.7
ROE	10.8	-2.2	0.3	9.0	10.1
ROA	4.6	-0.8	0.1	3.2	3.6
ROIC	7.8	-1.4	0.2	4.8	5.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.7	181.2	187.2	181.8	181.9
순차입금 비율(%)	42.0	68.9	93.9	89.4	68.0
이자보상배율(배)	5.7	1.5	1.0	3.6	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.5	16.4	16.3	16.9	17.6
재고자산회전율	7.6	8.0	7.9	8.2	8.5
총자산회전율	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	7,439	7,931	10,706
현금및현금성자산	1,963	1,946	810	1,533	3,550
유가증권	11	11	0	0	0
매출채권	2,308	2,171	1,966	1,898	2,123
재고자산	4,639	4,493	4,071	3,929	4,395
비유동자산	11,928	14,403	17,551	18,247	17,606
유형자산	11,152	13,582	16,602	17,331	16,629
무형자산	116	149	137	126	115
투자자산	168	203	156	152	165
자산총계	21,576	24,451	24,990	26,178	28,313
유동부채	9,255	11,657	9,913	9,577	10,685
매입채무및기타채무	3,989	4,982	5,058	4,882	5,461
단기차입금	2,142	3,355	2,813	2,715	3,037
유동성장기부채	640	660	220	220	220
비유동부채	3,284	4,099	6,377	7,312	7,586
사채	2,137	2,475	0	0	0
장기차입금	700	1,316	5,951	6,901	7,126
부채총계	12,539	15,756	16,290	16,889	18,271
지배주주지분	9,038	8,696	8,701	9,289	10,042
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	37	44	46	46	46
이익잉여금	7,380	7,030	7,034	7,622	8,375
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,701	9,289	10,042
비이자부채	6766	7807	7306	7053	7888
총차입금	5,773	7,949	8,984	9,836	10,383
순차입금	3,799	5,992	8,173	8,303	6,833

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	1,812	1,985	1,960
당기순이익	949	-193	27	810	974
비현금성 비용 및 수익	995	1,328	1,401	1,496	1,458
유형자산감가상각비	711	741	1,071	1,171	1,152
무형자산상각비	8	11	13	12	11
운전자본변동	1,473	829	732	34	-112
매출채권등의 감소	-27	180	218	68	-225
재고자산의 감소	209	209	350	141	-465
매입채무등의 증가	882	751	35	-175	578
기타 영업현금흐름	-891	-496	-348	-355	-360
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-3,901	-1,825	-559
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,186	-3,042	-4,051	-1,900	-450
유형자산의 감소	20	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-27	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	137	0	11	4	-13
기타	-35	39	139	71	-96
재무활동 현금흐름	193	1,539	954	563	615
차입금의 증가(감소)	700	592	1,722	950	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-507	947	-768	-387	390
기타 및 조정	0	3	0	-1	1
현금의 증가	653	-17	-1,135	722	2,017
기초현금	1,310	1,963	1,946	810	1,533
기말현금	1,963	1,946	810	1,533	3,550

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

