

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 80,000원

현재가 (7/24) 61,800원

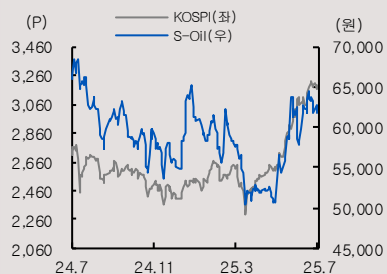
KOSPI (7/24)	3,190.45pt
시가총액	7,125십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	68,500원
최저가	50,400원
60일 일평균거래대금	19십억원
외국인 지분율	74.1%
배당수익률 (2025F)	2.8%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	3%	-19%	-19%
절대기준	5%	2%	-6%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	80,000	-
EPS(25)	1,835	228	▲
EPS(26)	6,983	6,946	▲

### S-Oil 추가추이



본 조시분석자료는 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)

## 반경쟁 정책 추진으로 중국 PX 설비 축소 전망

### 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

S-Oil의 2025년 2분기 영업이익은 -3,440억 원으로, 전 분기 대비 적자가 확대되며 시장 기대치(-2,473억 원)를 하회했다. 이는 화학 및 운할부문의 실적 개선에도 불구하고 정유부문의 부진 때문이다. **1)** 정유부문은 영업이익 -4,411억 원을 기록하며 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 이는 환율 하락으로 수출 경쟁력이 약화되고, 유가 하락으로 인한 재고 손실이 발생했으며, 4~5월 OSP(공식판매가격) 상승으로 래깅 정제마진이 축소된 영향이다. **2)** 화학부문은 영업이익 -346억 원으로 전 분기 대비 실적이 개선되었다. 드라이빙 시즈으로 인한 휘발유 크랙 상승이 PX 등 방향족 제품의 수익성을 높였으며, 화재로 가동이 중단되었던 PX 플랜트의 정상화도 긍정적인 영향을 미쳤다. **3)** 운할부문은 영업이익 1,318억 원으로, 전 분기 대비 20.1% 증가했다. 이는 계절적 수요 회복과 세계 주요 공급사의 정기 보수로 인한 수급 개선에 기인한다.

### 중국 노후 PX 설비 폐쇄 가능성 확대

중국의 반경쟁 정책과 에너지 절약 및 탄소 감축 규제는 석유화학 산업, 특히 PX 생산에 큰 영향을 미치고 있다. 2024년 6월 발표된 구형 화학 설비 단계적 폐지 및 현대화 작업 계획은 30년 이상 가동된 설비를 2029년까지 폐쇄하고, 에너지 소비 등급 기준을 준수하도록 요구한다. 현재 중국의 PX 총 생산능력은 연간 4,367만 톤이며, 이 중 약 90만 톤은 30년 이상, 240만 톤은 20~30년 가동된 설비에서 생산된다. 중국의 정유 증설이 제한되는 상황에서 PX 수급은 점진적 개선이 예상된다.

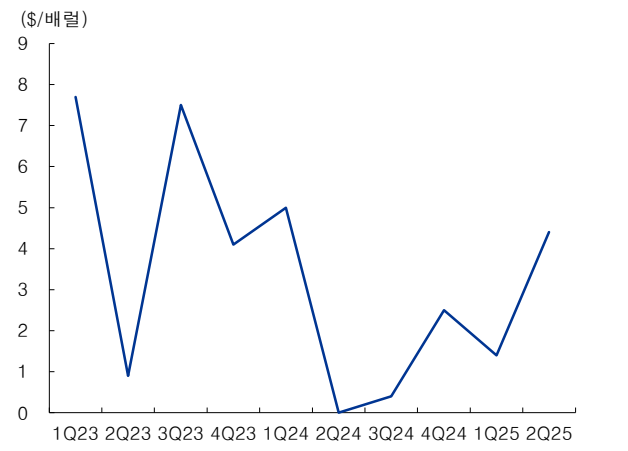
### 올해 이후 세계 CDU 순증 물량 급감

2022년부터 세계 정유 생산능력이 증가하기 시작했다. 특히 2023~2024년에는 중국, 중동, 나이지리아를 중심으로 신규 정제 설비가 대거 가동되며 업황이 2025년 1분기까지 둔화되었다. 그러나 2025년 이후에는 폐쇄 물량 증가로 인해 순증 물량이 20~30만 B/D 수준에 그칠 전망이며, 내후년 이후로는 노후 설비 폐쇄 확대와 에너지 전환 가속화로 순증 물량이 마이너스로 전환될 가능성이 크다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	33,504	32,690	35,424
영업이익	1,355	422	137	1,379	1,576
세전이익	1,132	-333	244	1,071	1,287
지배주주순이익	949	-193	214	814	978
EPS(원)	8,137	-1,656	1,835	6,983	8,391
증가율(%)	-54.9	-120.3	-210.8	280.6	20.2
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.4	4.2	4.4
순이익률(%)	2.7	-0.5	0.6	2.5	2.8
ROE(%)	10.8	-2.2	2.4	8.9	9.9
PER	8.6	-33.1	33.7	8.9	7.4
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.4	5.9	5.0

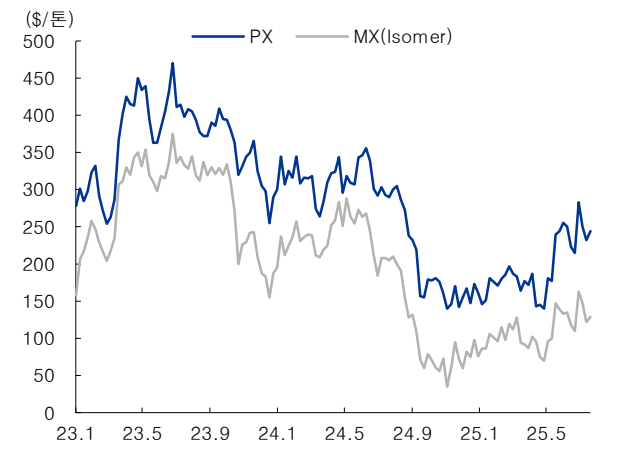
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 아시아 정제마진 추이



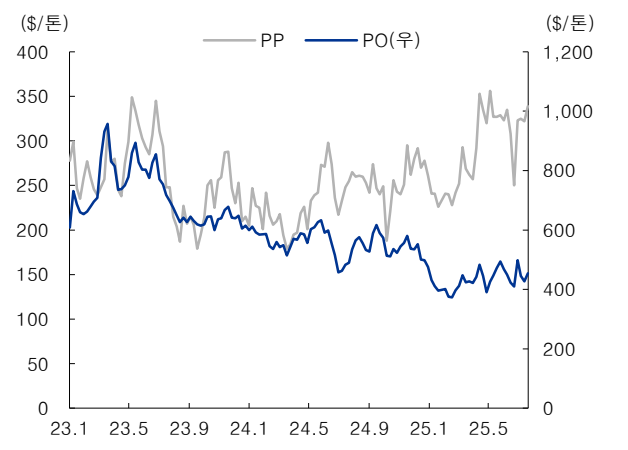
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 2. PX/MX 스프레드 추이



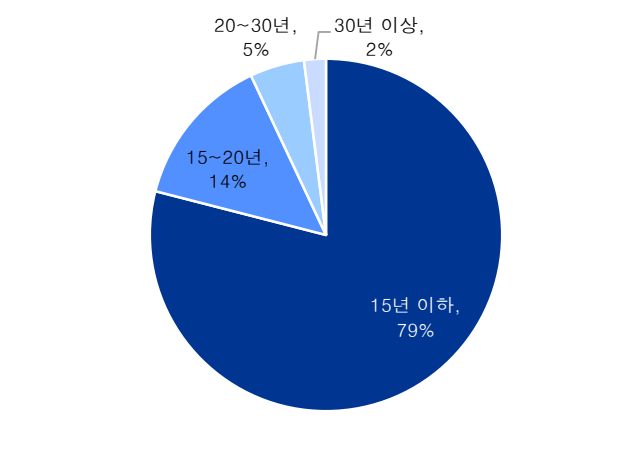
자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 3. PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 4. 중국 PX 생산능력 연령별 Breakdown



자료: CCFG, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	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>8,049</b>	<b>8,216</b>	<b>8,248</b>	<b>42,446</b>	<b>35,727</b>	<b>36,637</b>	<b>33,504</b>
정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,375	6,375	34,005	28,257	28,804	26,082
석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,044	1,090	5,026	4,385	4,703	4,295
유회	767	811	745	807	791	755	798	783	3,416	3,085	3,130	3,127
<b>영업이익</b>	<b>454</b>	<b>161</b>	<b>-415</b>	<b>222</b>	<b>-22</b>	<b>-344</b>	<b>227</b>	<b>275</b>	<b>3,405</b>	<b>1,355</b>	<b>422</b>	<b>137</b>
%OP	4.9	1.7	-4.7	2.5	-0.2	-4.3	2.8	3.3	8.0	3.8	1.2	0.4
정유	250	-95	-574	145	-57	-441	77	147	2,344	353	-273	-273
석유화학	48	110	5	-36	-75	-35	29	25	-50	191	127	-54
유회	156	146	154	113	110	132	120	102	1,111	811	568	464

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	33,504	32,690	35,424
증가율(%)	-15.8	2.5	-8.6	-2.4	8.4
매출원가	33,621	35,411	32,649	30,616	33,095
매출총이익	2,106	1,226	854	2,074	2,329
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	2.5	6.3	6.6
판매비	751	804	717	695	752
판매비율(%)	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
영업이익	1,355	422	137	1,379	1,576
증가율(%)	-60.2	-68.8	-67.6	907.7	14.3
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.4	4.2	4.4
순금융손익	-201	-444	-182	-252	-257
이자손익	-181	-229	-224	-349	-354
기타	-20	-215	42	97	97
기타영업외손익	-24	-317	268	-65	-45
중속/관계기업손익	2	6	20	10	13
세전이익	1,132	-333	244	1,071	1,287
법인세	183	-139	30	257	309
법인세율	16.2	41.7	12.3	24.0	24.0
계속사업이익	949	-193	214	814	978
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	214	814	978
증가율(%)	-54.9	-120.3	-210.8	280.6	20.2
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.6	2.5	2.8
지배주주당기순이익	949	-193	214	814	978
기타포괄이익	-22	40	2	0	0
총포괄이익	927	-153	216	814	978
EBITDA	2,074	1,174	1,221	2,561	2,739
증가율(%)	-48.9	-43.4	4.0	109.8	6.9
EBITDA마진율(%)	5.8	3.2	3.6	7.8	7.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	-1,656	1,835	6,983	8,391
BPS	77,506	74,574	76,224	81,308	87,800
DPS	1,700	125	1,700	1,700	1,700
밸류에이션(배)					
PER	8.6	-33.1	33.7	8.9	7.4
PBR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.4	5.9	5.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.8	2.5	-8.6	-2.4	8.4
EPS증가율	-54.9	-120.3	-210.8	280.6	20.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	0.2	2.8	2.8	2.8
ROE	10.8	-2.2	2.4	8.9	9.9
ROA	4.6	-0.8	0.9	3.2	3.6
ROIC	7.8	-1.4	1.4	4.8	5.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.7	181.2	183.3	178.1	178.5
순차입금 비율(%)	42.0	68.9	89.9	85.6	64.8
이자보상배율(배)	5.7	1.5	0.5	3.6	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.5	16.4	16.2	16.9	17.6
재고자산회전율	7.6	8.0	7.8	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	7,626	8,123	10,902
현금및현금성자산	1,963	1,946	998	1,724	3,746
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	25,178	26,370	28,509
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	8,888	9,481	10,238
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	7,221	7,814	8,571
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,888	9,481	10,238
비이자부채	6766	7807	7306	7053	7888
총차입금	5,773	7,949	8,984	9,836	10,383
순차입금	3,799	5,992	7,986	8,112	6,637

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	1,652	1,989	1,965
당기순이익	949	-193	214	814	978
비현금성 비용 및 수익	995	1,328	1,050	1,490	1,452
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	-344	-349	-353
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-3,566	-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	474	71	-96
재무활동 현금흐름	193	1,539	967	563	615
차입금의 증가(감소)	700	592	1,722	950	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-507	947	-755	-387	390
기타 및 조정	0	3	-1	0	0
현금의 증가	653	-17	-948	727	2,021
기초현금	1,310	1,963	1,946	998	1,724
기말현금	1,963	1,946	998	1,724	3,746

**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								
해당 사항 없음												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (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

