

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 90,000원

현재가 (10/24) 74,900원

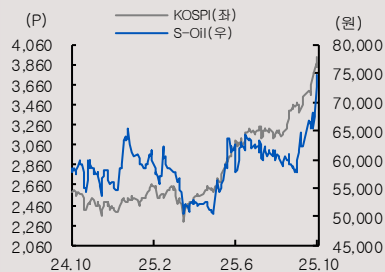
KOSPI (10/24)	3,941.59pt
시가총액	8,615십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	74,900원
최저가	50,400원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	75.8%
배당수익률 (2025F)	2.0%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	10%	-8%	-16%
절대기준	25%	43%	28%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	80,000	▲
EPS(25)	2,494	1,835	▲
EPS(26)	7,081	6,983	▲

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 주가 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)

샤힌 프로젝트, 공정률 85% 달성

올해 3분기 영업이익, 전 분기 대비 대규모 흑자전환 전망

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 2,271억원으로 예상되며, 전 분기 대비 대규모 흑자전환을 이룰 전망이다. 이는 최근 시장 기대치에 부합하는 수준으로, 정유부문의 강력한 회복과 윤활기유부문의 수익성 호조가 주요 요인이다. 화학부문은 벤젠과 폴리프로필렌 등 주요 제품의 스프레드 축소가 예상되나, 정유부문은 정제마진 개선, OSP 하락, 그리고 재고 관련 손실 대폭 감소로 흑자전환을 달성할 것으로 보인다. 윤활기유부문은 계절적 수요 회복으로 스프레드가 개선되며, 전 분기와 유사한 높은 수익성이 전망된다.

TC2C로 완성되는 Post-Refining 전략

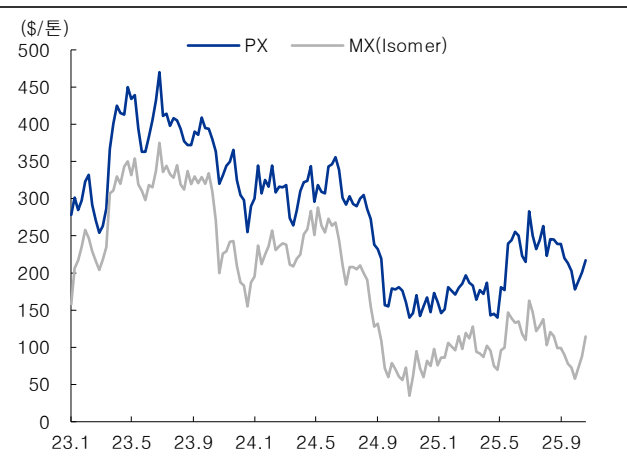
동사의 샤힌 프로젝트는 올해 10월 기준 EPC 공정률 85%를 달성하며 안정적인 진척을 보이고 있다. 총 9조 3,000억원 규모의 이 프로젝트는 울산 온산공장에서 세계 최초로 TC2C 공정을 도입해 원유를 에틸렌 등 고부가가치 석유화학 제품으로 직접 전환하는 혁신적 시도다. 작년 10월 시공 공정률 23%에서 1년 만에 73%로 급증한 것은 공급망 안정화와 현장 관리 효율성 향상의 결과로 평가된다. 특히 TC2C 유닛과 에틸렌 생산 설비의 윤곽이 드러나며, 올해 7월 77.7%였던 공정률이 3개월 만에 7.3%p 상승한 85%에 도달한 점은 초기 지연 리스크를 상쇄하는 긍정적 신호로, 동사의 프로젝트 관리 역량을 재확인한다.

샤힌 프로젝트는 내년 6월 기계적 완공을 목표로 하며, 하반기 본격 가동이 예상된다. 이를 통해 동사의 석유화학 생산능력은 연간 에틸렌 기준 180만톤을 증가하는 등 화학 수출을 기준 40%에서 70%로 대폭 끌어올릴 전망이다. 또한 장기적으로 샤힌 프로젝트는 동사의 정유 중심 포트폴리오를 고부가가치 석유화학 중심으로 전환하는 촉매 역할을 할 전망이다. 프로젝트 완공 후 EBITDA 기여도는 20% 이상 증가해 재무 건전성을 크게 개선할 것으로 보인다.

(단위:십억원배)	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	342	1,086	1,304
지배주주순이익	949	-193	291	826	991
EPS(원)	8,137	-1,656	2,494	7,081	8,500
증가율(%)	-54.9	-120.3	-250.6	184.0	20.0
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.4	4.2	4.4
순이익률(%)	2.7	-0.5	0.9	2.5	2.8
ROE(%)	10.8	-2.2	3.3	8.9	9.9
PER	8.6	-33.1	30.0	10.6	8.8
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	13.4	6.4	5.4

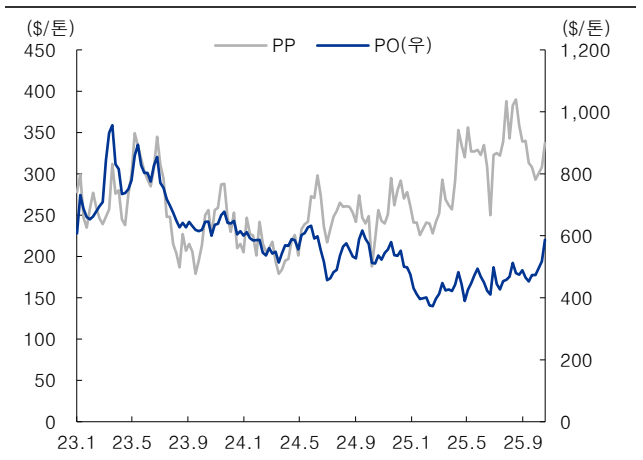
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. PX/MX 스프레드 추이



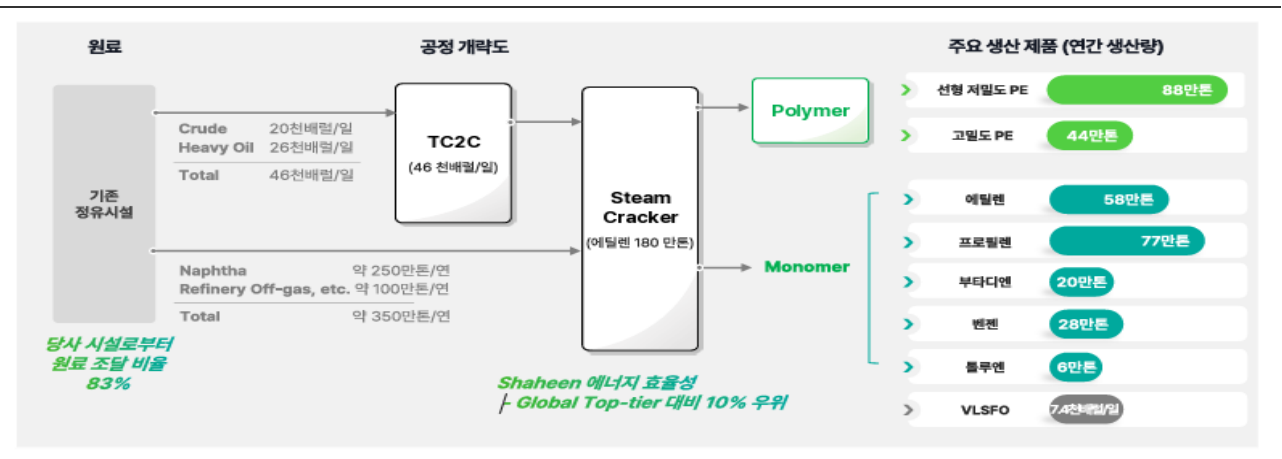
자료: 씨스켈, IBK투자증권

그림 2. PP/PO 스프레드 추이



자료: 씨스켈, IBK투자증권

그림 3. S-Oil 사힌 프로젝트 Overview



자료: S-Oil, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,216	8,248	42,446	35,727	36,637	33,504
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
영업이익	454	161	-415	222	-22	-344	227	275	3,405	1,355	422	137
%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	32,623	30,582	33,057
매출총이익	2,106	1,226	881	2,108	2,367
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	2.6	6.4	6.7
판매비	751	804	744	729	791
판매비율(%)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
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	99	-237	-240
이자손익	-181	-229	-42	-334	-337
기타	-20	-215	141	97	97
기타영업외손익	-24	-317	99	-65	-45
중속/관계기업손익	2	6	7	10	13
세전이익	1,132	-333	342	1,086	1,304
법인세	183	-139	51	261	313
법인세율	16.2	41.7	14.9	24.0	24.0
계속사업이익	949	-193	291	826	991
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	291	826	991
증가율(%)	-54.9	-120.3	-250.6	184.0	20.0
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.9	2.5	2.8
지배주주당기순이익	949	-193	291	826	991
기타포괄이익	-22	40	-3	0	0
총포괄이익	927	-153	288	826	991
EBITDA	2,074	1,174	1,205	2,535	2,715
증가율(%)	-48.9	-43.4	2.6	110.5	7.1
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	2,494	7,081	8,500
BPS	77,506	74,574	77,039	82,620	89,621
DPS	1,700	125	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	8.6	-33.1	30.0	10.6	8.8
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	13.4	6.4	5.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.8	2.5	-8.6	-2.4	8.4
EPS증가율	-54.9	-120.3	-250.6	184.0	20.0
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	0.2	2.0	2.0	2.0
ROE	10.8	-2.2	3.3	8.9	9.9
ROA	4.6	-0.8	1.1	3.1	3.4
ROIC	7.8	-1.4	1.9	5.0	6.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.7	181.2	193.9	186.6	186.5
순차입금 비율(%)	42.0	68.9	83.1	78.7	57.5
이자보상배율(배)	5.7	1.5	1.5	3.6	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.5	16.4	15.9	16.3	16.9
재고자산회전율	7.6	8.0	7.6	7.6	7.9
총자산회전율	1.7	1.6	1.3	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	8,767	9,254	12,204
현금및현금성자산	1,963	1,946	1,560	2,297	4,423
유가증권	11	11	0	0	0
매출채권	2,308	2,171	2,046	1,975	2,209
재고자산	4,639	4,493	4,376	4,224	4,724
비유동자산	11,928	14,403	17,632	18,353	17,738
유형자산	11,152	13,582	16,664	17,421	16,744
무형자산	116	149	146	133	121
투자자산	168	203	140	137	148
자산총계	21,576	24,451	26,399	27,607	29,942
유동부채	9,255	11,657	11,294	10,916	12,163
매입채무및기타채무	3,989	4,982	5,936	5,730	6,408
단기차입금	2,142	3,355	2,929	2,828	3,162
유동성장기부채	640	660	386	386	386
비유동부채	3,284	4,099	6,122	7,057	7,329
사채	2,137	2,475	3,154	3,154	3,154
장기차입금	700	1,316	2,559	3,509	3,734
부채총계	12,539	15,756	17,416	17,973	19,492
지배주주지분	9,038	8,696	8,983	9,634	10,450
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	41	41	41
이익잉여금	7,380	7,030	7,321	7,972	8,788
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,983	9,634	10,450
비이자부채	6766	7807	8388	8096	9056
총차입금	5,773	7,949	9,028	9,877	10,436
순차입금	3,799	5,992	7,468	7,579	6,013

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	2,200	1,957	2,009
당기순이익	949	-193	291	826	991
비현금성 비용 및 수익	995	1,328	858	1,449	1,411
유형자산감가상각비	711	741	1,053	1,143	1,127
무형자산상각비	8	11	15	13	12
운전자본변동	1,473	829	1,260	17	-56
매출채권등의 감소	-27	180	100	71	-234
재고자산의 감소	209	209	114	152	-500
매입채무등의 증가	882	751	1,163	-206	679
기타 영업현금흐름	-891	-496	-209	-335	-337
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-4,105	-1,818	-582
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,186	-3,042	-4,040	-1,900	-450
유형자산의 감소	20	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-27	1	0	0
투자자산의 감소(증가)	137	0	1	3	-12
기타	-35	39	-67	79	-120
재무활동 현금흐름	193	1,539	1,520	599	698
차입금의 증가(감소)	700	592	1,291	950	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-507	947	229	-351	473
기타 및 조정	0	3	-1	-1	1
현금의 증가	653	-17	-386	737	2,126
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,560	2,297
기말현금	1,963	1,946	1,560	2,297	4,423

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								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

