

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 100,000원

현재가 (11/10) 79,000원

| | |
|---------------|------------|
| KOSPI (11/10) | 4,073.24pt |
| 시가총액 | 9,080십억원 |
| 발행주식수 | 116,605천주 |
| 액면가 | 2,500원 |
| 52주 최고가 | 79,000원 |
| 최저가 | 50,400원 |
| 60일 일평균거래대금 | 20십억원 |
| 외국인 지분율 | 76.3% |
| 배당수익률 (2025F) | 1.9% |

| | | | |
|--------|----------|--------|--|
| 주주구성 | | | |
| Aramco | Overseas | 63.43% | |
| 국민연금공단 | | 7.30% | |

| | | | |
|------|-----|-----|------|
| 추가상승 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 5% | -4% | -16% |
| 절대기준 | 18% | 52% | 33% |

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|---------|---------|--------|----|
| 투자 의견 | 매수 | 매수 | - |
| 목표주가 | 100,000 | 92,000 | ▲ |
| EPS(25) | 2,808 | 2,795 | ▲ |
| EPS(26) | 8,004 | 7,675 | ▲ |

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)

역내 디젤 마진, 배럴당 \$30 돌파

역내 정제마진, 등/경유 강세로 20개월래 최고 수준

겨울철을 앞두고 난방 연료 수요가 증가하는 가운데, 아시아 정제마진이 약 20개월 만에 최고 수준으로 상승하며 견조한 흐름을 이어가고 있다. 최근 유가 약세가 지속되는 반면, 중국의 난방 수요 확대가 마진 개선을 뒷받침하고 있다. 또한 우크라이나의 러시아 정유시설 공격과 제재 강화로 인해 유럽의 석유제품 수요가 비러시아 공급처로 이동하면서 아시아산 제품, 특히 디젤에 대한 수요가 크게 확대되고 있다. 이로 인해 유럽 시장에서 아시아 및 중동산 제품의 선호가 높아지고 있으며, 한국과 대만 등 주요 정유사들의 11월 이후 스팟 선적 물량이 감소할 것으로 예상돼 추가적인 공급 긴축 우려가 부각되고 있다.

이러한 수급 불균형 속에 역내 디젤 마진은 배럴당 30달러를 돌파하며 정제마진 상승세를 견인하고 있다.

미국, 원유 터미널 제재로 중국 정유산업 공급망 압박

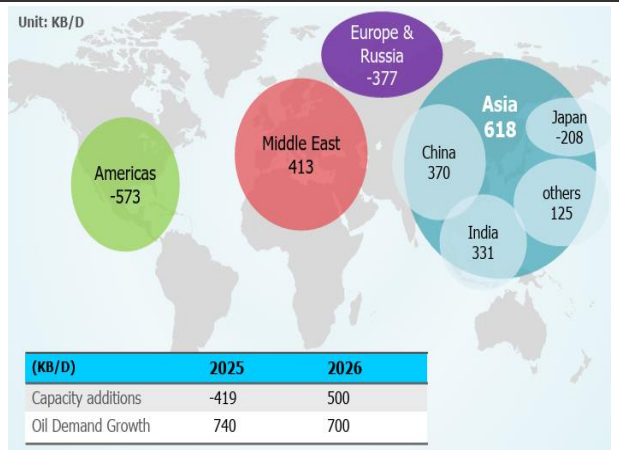
미국은 올해 10월 중국 원유 수입의 약 9%를 처리하는 르자오 스화 원유 터미널을 제재 대상으로 지정하며 중국 정유산업의 공급망에 직접적인 압박을 가했다. 해당 터미널은 산둥성 내 민간 정유사들의 핵심 수입 거점으로, 이번 제재로 인해 원유 하역 및 운송에 차질이 발생하고 있다. 실제로 일부 선박이 르자오항 입항을 회피하고 닝보/저우산 등 대체 항만으로 항로를 전환하면서 물류 혼잡과 운임 상승이 나타나고 있으며, 단기적으로 중국 내 원유 조달 비용 증가가 불가피하다. Sinopec 또한 해당 터미널과 연계된 정유시설 비중이 높아 가동률 저하 가능성이 제기되고 있으며, 중국 정부는 내륙 송유망 전환과 항만 다변화를 통해 대응에 나서고 있다. 이번 조치는 단순한 물류 제약을 넘어 미-중 간 에너지 공급망 경쟁이 본격화되는 신호로 평가되며, 아시아 정제마진과 디젤 수급 불균형 확대 요인으로 작용할 전망이다.

추정치와 배수(PBR 1.2배) 조정을 통해 동사의 목표주가를 10만원으로 상향한다.

| (단위:십억원,배) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 35,727 | 36,637 | 34,178 | 34,574 | 37,474 |
| 영업이익 | 1,355 | 422 | 274 | 1,421 | 1,557 |
| 세전이익 | 1,132 | -333 | 390 | 1,228 | 1,387 |
| 지배주주순이익 | 949 | -193 | 327 | 933 | 1,054 |
| EPS(원) | 8,137 | -1,656 | 2,808 | 8,004 | 9,041 |
| 증가율(%) | -54.9 | -120.3 | -269.6 | 185.0 | 13.0 |
| 영업이익률(%) | 3.8 | 1.2 | 0.8 | 4.1 | 4.2 |
| 순이익률(%) | 2.7 | -0.5 | 1.0 | 2.7 | 2.8 |
| ROE(%) | 10.8 | -2.2 | 3.7 | 9.9 | 10.3 |
| PER | 8.6 | -33.1 | 28.1 | 9.9 | 8.7 |
| PBR | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 10.5 | 12.3 | 6.4 | 5.5 |

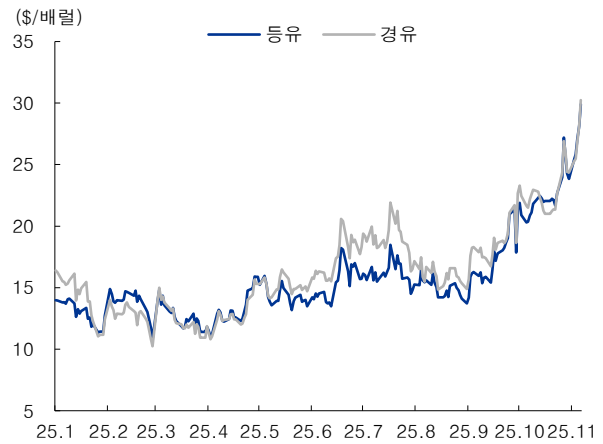
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 정제설비 생산능력/수요 순증 전망



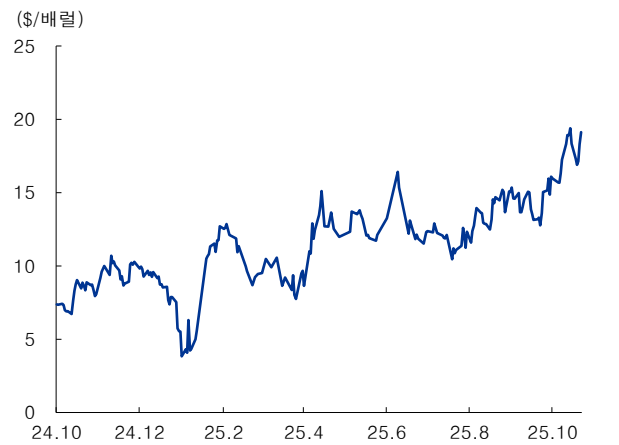
자료: IEA, PIRA, FP, IBK투자증권

그림 2. 역대 등유/경유 크랙 추이



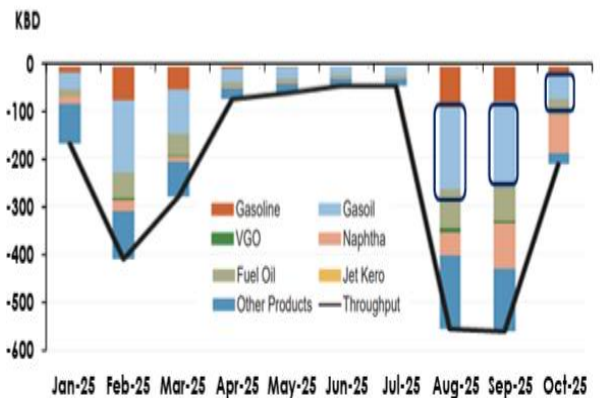
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 3. 아시아 정제마진(3-2-1) 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 4. 러시아 석유제품 제품별 생산 차질 추이(드론 공격 피해)



자료: FGE, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 9,308 | 9,571 | 8,841 | 8,917 | 8,991 | 8,049 | 8,415 | 8,724 | 42,446 | 35,727 | 36,637 | 34,178 |
| 정유 | 7,445 | 7,451 | 6,894 | 7,014 | 7,072 | 6,260 | 6,694 | 6,761 | 34,005 | 28,257 | 28,804 | 26,788 |
| 석유화학 | 1,097 | 1,309 | 1,202 | 1,096 | 1,128 | 1,034 | 1,016 | 1,132 | 5,026 | 4,385 | 4,703 | 4,310 |
| 유회 | 767 | 811 | 745 | 807 | 791 | 755 | 705 | 831 | 3,416 | 3,085 | 3,130 | 3,081 |
| 영업이익 | 454 | 161 | -415 | 222 | -22 | -344 | 229 | 410 | 3,405 | 1,355 | 422 | 274 |
| %OP | 4.9 | 1.7 | -4.7 | 2.5 | -0.2 | -4.3 | 2.7 | 4.7 | 8.0 | 3.8 | 1.2 | 0.8 |
| 정유 | 250 | -95 | -574 | 145 | -57 | -441 | 116 | 286 | 2,344 | 353 | -273 | -97 |
| 석유화학 | 48 | 110 | 5 | -36 | -75 | -35 | -20 | -2 | -50 | 191 | 127 | -131 |
| 유회 | 156 | 146 | 154 | 113 | 110 | 132 | 134 | 127 | 1,111 | 811 | 568 | 502 |

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 35,727 | 36,637 | 34,178 | 34,574 | 37,474 |
| 증가율(%) | -15.8 | 2.5 | -6.7 | 1.2 | 8.4 |
| 매출원가 | 33,621 | 35,411 | 33,146 | 32,382 | 35,080 |
| 매출총이익 | 2,106 | 1,226 | 1,033 | 2,192 | 2,393 |
| 매출총이익률 (%) | 5.9 | 3.3 | 3.0 | 6.3 | 6.4 |
| 판매비 | 751 | 804 | 759 | 771 | 837 |
| 판매비율(%) | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 영업이익 | 1,355 | 422 | 274 | 1,421 | 1,557 |
| 증가율(%) | -60.2 | -68.8 | -35.1 | 418.7 | 9.6 |
| 영업이익률(%) | 3.8 | 1.2 | 0.8 | 4.1 | 4.2 |
| 순금융손익 | -201 | -444 | 199 | -138 | -138 |
| 이자손익 | -181 | -229 | -41 | -335 | -335 |
| 기타 | -20 | -215 | 240 | 197 | 197 |
| 기타영업외손익 | -24 | -317 | 99 | -65 | -45 |
| 중속/관계기업손익 | 2 | 6 | -182 | 10 | 13 |
| 세전이익 | 1,132 | -333 | 390 | 1,228 | 1,387 |
| 법인세 | 183 | -139 | 63 | 295 | 333 |
| 법인세율 | 16.2 | 41.7 | 16.2 | 24.0 | 24.0 |
| 계속사업이익 | 949 | -193 | 327 | 933 | 1,054 |
| 중단사업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 949 | -193 | 327 | 933 | 1,054 |
| 증가율(%) | -54.9 | -120.3 | -269.6 | 185.0 | 13.0 |
| 당기순이익률 (%) | 2.7 | -0.5 | 1.0 | 2.7 | 2.8 |
| 지배주주당기순이익 | 949 | -193 | 327 | 933 | 1,054 |
| 기타포괄이익 | -22 | 40 | -3 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 927 | -153 | 324 | 933 | 1,054 |
| EBITDA | 2,074 | 1,174 | 1,342 | 2,578 | 2,695 |
| 증가율(%) | -48.9 | -43.4 | 14.3 | 92.1 | 4.6 |
| EBITDA마진율(%) | 5.8 | 3.2 | 3.9 | 7.5 | 7.2 |

투자지표

| (12월 결산) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 8,137 | -1,656 | 2,808 | 8,004 | 9,041 |
| BPS | 77,506 | 74,574 | 77,353 | 83,857 | 91,399 |
| DPS | 1,700 | 125 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 밸류에이션(배) | | | | | |
| PER | 8.6 | -33.1 | 28.1 | 9.9 | 8.7 |
| PBR | 0.9 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 5.7 | 10.5 | 12.3 | 6.4 | 5.5 |
| 성장성지표(%) | | | | | |
| 매출증가율 | -15.8 | 2.5 | -6.7 | 1.2 | 8.4 |
| EPS증가율 | -54.9 | -120.3 | -269.6 | 185.0 | 13.0 |
| 수익성지표(%) | | | | | |
| 배당수익률 | 2.4 | 0.2 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| ROE | 10.8 | -2.2 | 3.7 | 9.9 | 10.3 |
| ROA | 4.6 | -0.8 | 1.3 | 3.4 | 3.6 |
| ROIC | 7.8 | -1.4 | 2.2 | 5.7 | 6.4 |
| 안정성지표(%) | | | | | |
| 부채비율(%) | 138.7 | 181.2 | 200.3 | 190.2 | 189.5 |
| 순차입금 비율(%) | 42.0 | 68.9 | 82.1 | 75.7 | 54.2 |
| 이자보상배율(배) | 5.7 | 1.5 | 3.0 | 3.6 | 3.6 |
| 활동성지표(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 15.5 | 16.4 | 15.8 | 16.3 | 16.9 |
| 재고자산회전율 | 7.6 | 8.0 | 7.5 | 7.6 | 7.9 |
| 총자산회전율 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.3 |

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,648 | 10,048 | 9,419 | 9,991 | 13,079 |
| 현금및현금성자산 | 1,963 | 1,946 | 1,796 | 2,634 | 4,847 |
| 유가증권 | 11 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권 | 2,308 | 2,171 | 2,164 | 2,089 | 2,337 |
| 재고자산 | 4,639 | 4,493 | 4,628 | 4,467 | 4,998 |
| 비유동자산 | 11,928 | 14,403 | 17,669 | 18,389 | 17,778 |
| 유형자산 | 11,152 | 13,582 | 16,664 | 17,421 | 16,744 |
| 무형자산 | 116 | 149 | 146 | 133 | 121 |
| 투자자산 | 168 | 203 | 146 | 142 | 155 |
| 자산총계 | 21,576 | 24,451 | 27,088 | 28,380 | 30,857 |
| 유동부채 | 9,255 | 11,657 | 11,923 | 11,522 | 12,845 |
| 매입채무및기타채무 | 3,989 | 4,982 | 6,278 | 6,060 | 6,779 |
| 단기차입금 | 2,142 | 3,355 | 3,098 | 2,990 | 3,346 |
| 유동성장기부채 | 640 | 660 | 386 | 386 | 386 |
| 비유동부채 | 3,284 | 4,099 | 6,145 | 7,080 | 7,355 |
| 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 | 18,068 | 18,602 | 20,199 |
| 지배주주지분 | 9,038 | 8,696 | 9,020 | 9,778 | 10,658 |
| 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 | 7,358 | 8,116 | 8,996 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 9,038 | 8,696 | 9,020 | 9,778 | 10,658 |
| 비이자부채 | 6766 | 7807 | 8871 | 8563 | 9579 |
| 총차입금 | 5,773 | 7,949 | 9,197 | 10,039 | 10,620 |
| 순차입금 | 3,799 | 5,992 | 7,401 | 7,405 | 5,773 |

현금흐름표

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 2,526 | 1,468 | 2,298 | 1,966 | 1,969 |
| 당기순이익 | 949 | -193 | 327 | 933 | 1,054 |
| 비현금성 비용 및 수익 | 995 | 1,328 | 947 | 1,350 | 1,308 |
| 유형자산감가상각비 | 711 | 741 | 1,053 | 1,143 | 1,127 |
| 무형자산상각비 | 8 | 11 | 15 | 13 | 12 |
| 운전자본변동 | 1,473 | 829 | 1,232 | 18 | -59 |
| 매출채권등의 감소 | -27 | 180 | -18 | 75 | -248 |
| 재고자산의 감소 | 209 | 209 | -138 | 161 | -531 |
| 매입채무등의 증가 | 882 | 751 | 1,505 | -218 | 720 |
| 기타 영업현금흐름 | -891 | -496 | -208 | -335 | -334 |
| 투자활동 현금흐름 | -2,066 | -3,027 | -4,187 | -1,815 | -592 |
| 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 | -5 | 4 | -12 |
| 기타 | -35 | 39 | -143 | 81 | -130 |
| 재무활동 현금흐름 | 193 | 1,539 | 1,740 | 687 | 836 |
| 차입금의 증가(감소) | 700 | 592 | 1,291 | 950 | 225 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -507 | 947 | 449 | -263 | 611 |
| 기타 및 조정 | 0 | 3 | -1 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | 653 | -17 | -150 | 838 | 2,213 |
| 기초현금 | 1,310 | 1,963 | 1,946 | 1,796 | 2,634 |
| 기말현금 | 1,963 | 1,946 | 1,796 | 2,634 | 4,847 |

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

