

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 140,000원

현재가 (3/17) 106,500원

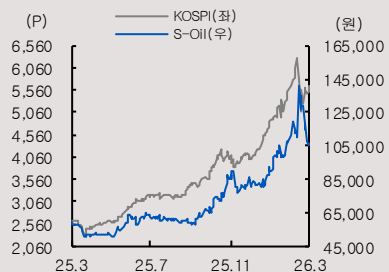
KOSPI (3/17)	5,640.48pt
시가총액	12,206십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	141,300원
최저가	50,400원
60일 일평균거래대금	98십억원
외국인 지분율	75.6%
배당수익률 (2025F)	0.4%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		8.31%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	10%	-16%
절대기준	0%	81%	82%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	100,000	▲
EPS(25)	1,854	2,808	▼
EPS(26)	14,003	8,004	▲

S-Oil 추가추이



본 조사분석자료는 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)

사우디 직계 정제설비의 구조적 프리미엄

왕가의 혈통, S-Oil의 원유 조달 경쟁력 재부각

최근 중동의 지정학적 리스크 확대는 역내 석유화학 업체들의 원료 조달 취약성을 재차 부각시키고 있다. 반면, S-Oil은 최대 주주인 사우디 아람코의 막강한 지정학적 인프라와 공급망 백업을 통해 차별화된 원유 조달 방어력을 확보하고 있다.

사우디 아람코는 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 수출 차질을 우회하기 위해, 사우디 동부 유전 지대와 홍해 연안의 양부 항구를 연결하는 동서 파이프라인의 가동률을 최근 최대치인 하루 700만배럴까지 끌어올렸다. 비록 양부 항구의 명목상 선적 능력이 하루 450만배럴(실질 능력 400만배럴) 수준이어서 호르무즈 해협을 통해 수출되던 하루 550만배럴의 원유를 온전히 대체할 수는 없으나, 아람코는 63.4%의 지분을 보유한 핵심 자회사 S-Oil에 원유를 우선 공급할 가능성이 크다. 이는 지정학적 위기 상황에서 비통합 순수 화학 업체들이 감수해야 하는 조달 리스크와 대규모 정제 설비를 갖춘 산유국 국영 기업의 직계 자회사가 누리는 조달 안정성 사이의 괴리를 보여주는 사례다. 동사의 이러한 구조적 프리미엄은 향후 사힌 프로젝트 가동 시 석유 화학부문 이익률을 강화하는 요인으로 작용할 가능성이 크다.

1분기 실적, 유가 상승과 제품 스프레드 개선이 동시에 반영 전망

동사의 올해 1분기 영업이익은 7,939억원으로 전 분기 대비 87.0% 증가하며, 최근 높아진 시장 기대치(4,064억원)를 크게 상회할 전망이다. 수출주에 우호적인 환율 효과가 본격화된 가운데, 작년 12월 대비 올해 3월 평균 스팟 유가의 반등으로 재고 관련 이익의 급증이 예상된다. 또한, 지정학적 이슈로 등유/경유 크랙과 벤젠/PX 스프레드가 동반 상승한 점도 실적 개선의 또다른 요인이다.

참고로 현재 3월 평균 두바이 스팟 유가는 작년 12월 평균 대비 배럴당 50달러가량 높은 수준이며, 동사의 분기 재고평가손익 민감도는 통상 유가 1달러 변동당 약 150억~200억원 수준으로 추정된다.

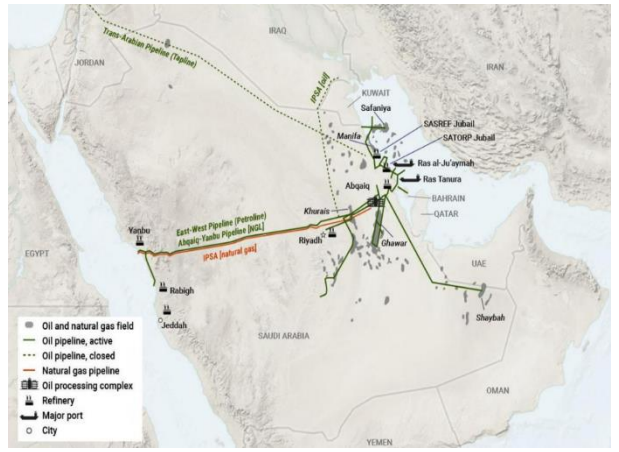
(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,247	35,199	33,640
영업이익	1,355	422	288	2,306	2,457
세전이익	1,132	-333	224	2,148	2,338
지배주주순이익	949	-193	216	1,633	1,777
EPS(원)	8,137	-1,656	1,854	14,003	15,241
증가율(%)	-54.9	-120.3	-212.0	655.2	8.8
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	6.6	7.3
순이익률(%)	2.7	-0.5	0.6	4.6	5.3
ROE(%)	10.8	-2.2	2.5	16.8	15.7
PER	8.6	-33.1	44.8	7.6	7.0
PBR	0.9	0.7	1.1	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.4	5.4	4.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

사헌 프로젝트, 전체 EPC 진행률 95% 달성

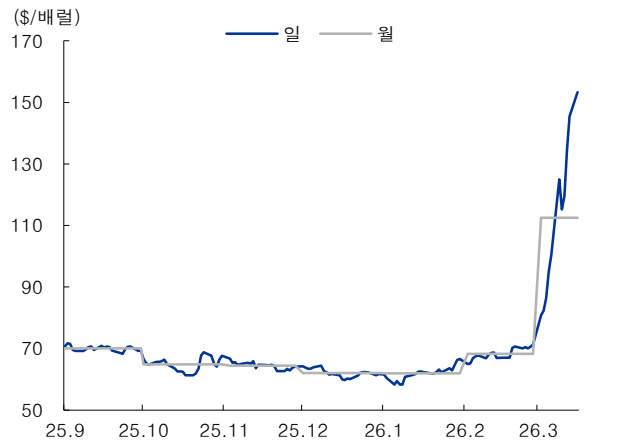
사헌 프로젝트는 올해 3월 기준 설계 97.1%, 구매 99.7%, 건설 89.8%로 전체 EPC 진행률 95.0%를 기록하며 계획대로 순항 중이다. 이미 착공 및 조달 관련 리스크는 대부분 해소된 상태다. 이제 핵심 관건은 올해 6월 기계적 완공과 12월 시운전 및 상업 가동의 안정적 이행 여부로 이동했다고 판단된다. 현재 예산 또한 승인 범위 내에서 철저히 관리되고 있는 것으로 추정되며, 동사는 품질 관리, 프리커미셔닝, 고객사 확보 작업을 병행되고 있다. 이 점에서 사헌 프로젝트는 단순한 건설 단계를 넘어 실질적인 상업화 직전 구간에 진입한 것으로 평가된다. 동사는 과거 아시아 금융위기, 글로벌 금융위기 등 침체기마다 벅커-C 크래킹 센터(1997년), 방향족 콤플렉스(1997년/2011년), RUC/ODC(2018년) 등 선제적 대규모 투자를 통해 영업이익의 질적 진화를 지속하였다. 사헌 프로젝트 역시 이러한 위기 속 투자 전략을 통해 지속 성장을 견인할 것으로 예상된다.

그림 1. 사우디 원유/가스 인프라 현황



자료: EIA, IBK투자증권

그림 2. Dubai 스팟 유가 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	9,925	8,445	8,399	8,430	35,727	36,637	34,247	35,199
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,937	6,571	6,571	6,571	28,257	28,804	27,005	27,650
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,175	1,030	1,012	1,056	4,385	4,703	4,234	4,274
유회	791	755	705	757	812	844	816	803	3,085	3,130	3,007	3,275
영업이익	-22	-344	229	425	794	398	464	650	1,355	422	288	2,306
%OP	-0.2	-4.3	2.7	4.8	8.0	4.7	5.5	7.7	3.8	1.2	0.8	6.6
정유	-57	-441	116	225	745	325	344	503	353	-273	-157	1,917
석유화학	-75	-35	-20	-8	-66	-54	-3	24	191	127	-137	-99
유회	110	132	134	207	115	128	123	123	811	568	582	488

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,247	35,199	33,640
증가율(%)	-15.8	2.5	-6.5	2.8	-4.4
매출원가	33,621	35,411	33,186	32,094	30,416
매출총이익	2,106	1,226	1,061	3,105	3,224
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	3.1	8.8	9.6
판매비	751	804	773	799	767
판매비율(%)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
영업이익	1,355	422	288	2,306	2,457
증가율(%)	-60.2	-68.8	-31.7	700.0	6.6
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	6.6	7.3
순금융손익	-201	-444	40	-102	-86
이자손익	-181	-229	-39	-299	-283
기타	-20	-215	79	197	197
기타영업외손익	-24	-317	-110	-65	-45
중속/관계기업손익	2	6	7	10	13
세전이익	1,132	-333	224	2,148	2,338
법인세	183	-139	8	516	561
법인세율	16.2	41.7	3.6	24.0	24.0
계속사업이익	949	-193	216	1,633	1,777
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	216	1,633	1,777
증가율(%)	-54.9	-120.3	-212.0	655.2	8.8
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.6	4.6	5.3
지배주주당기순이익	949	-193	216	1,633	1,777
기타포괄이익	-22	40	-1	0	0
총포괄이익	927	-153	215	1,633	1,777
EBITDA	2,074	1,174	1,320	3,424	3,564
증가율(%)	-48.9	-43.4	12.4	159.4	4.1
EBITDA마진율(%)	5.8	3.2	3.9	9.7	10.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	-1,656	1,854	14,003	15,241
BPS	77,506	74,574	76,415	90,088	103,830
DPS	1,700	125	330	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	8.6	-33.1	44.8	7.6	7.0
PBR	0.9	0.7	1.1	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.4	5.4	4.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.8	2.5	-6.5	2.8	-4.4
EPS증가율	-54.9	-120.3	-212.0	655.2	8.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.4	0.2	0.4	1.4	1.4
ROE	10.8	-2.2	2.5	16.8	15.7
ROA	4.6	-0.8	0.9	6.0	6.0
ROIC	7.8	-1.4	1.5	10.3	11.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.7	181.2	195.6	171.3	150.7
순차입금 비율(%)	42.0	68.9	76.1	59.3	32.8
이자보상배율(배)	5.7	1.5	3.3	6.3	6.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.5	16.4	16.5	18.1	17.6
재고자산회전율	7.6	8.0	7.6	8.0	7.8
총자산회전율	1.7	1.6	1.3	1.3	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	8,774	9,962	12,476
현금및현금성자산	1,963	1,946	1,612	3,095	5,591
유가증권	11	11	0	0	0
매출채권	2,308	2,171	1,988	1,906	1,912
재고자산	4,639	4,493	4,468	4,283	4,295
비유동자산	11,928	14,403	17,568	18,537	17,882
유형자산	11,152	13,582	16,580	17,591	16,947
무형자산	116	149	146	131	118
투자자산	168	203	154	150	150
자산총계	21,576	24,451	26,342	28,499	30,358
유동부채	9,255	11,657	11,927	11,450	11,481
매입채무및기타채무	3,989	4,982	6,518	6,249	6,266
단기차입금	2,142	3,355	2,966	2,844	2,852
유동성장기부채	640	660	351	351	351
비유동부채	3,284	4,099	5,504	6,544	6,770
사채	2,137	2,475	3,094	3,094	3,094
장기차입금	700	1,316	1,979	3,036	3,261
부채총계	12,539	15,756	17,432	17,995	18,251
지배주주지분	9,038	8,696	8,910	10,505	12,107
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	43	43	43
이익잉여금	7,380	7,030	7,247	8,841	10,443
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,910	10,505	12,107
비이자부채	6766	7807	9042	8669	8693
총차입금	5,773	7,949	8,390	9,326	9,558
순차입금	3,799	5,992	6,778	6,230	3,967

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	2,854	2,607	2,720
당기순이익	949	-193	216	1,633	1,777
비현금성 비용 및 수익	995	1,328	1,279	1,276	1,226
유형자산감가상각비	711	741	1,015	1,104	1,094
무형자산상각비	8	11	17	14	13
운전자본변동	1,473	829	1,677	-3	0
매출채권등의 감소	-27	180	188	82	-5
재고자산의 감소	209	209	1	184	-12
매입채무등의 증가	882	751	1,442	-269	17
기타 영업현금흐름	-891	-496	-318	-299	-283
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-3,907	-2,026	-422
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,186	-3,042	-3,811	-2,115	-450
유형자산의 감소	20	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-27	2	0	0
투자자산의 감소(증가)	137	0	-2	5	0
기타	-35	39	-96	84	28
재무활동 현금흐름	193	1,539	720	903	198
차입금의 증가(감소)	700	592	717	1,058	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-507	947	3	-155	-27
기타 및 조정	0	3	0	-1	0
현금의 증가	653	-17	-333	1,483	2,496
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,612	3,095
기말현금	1,963	1,946	1,612	3,095	5,591

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								

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 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

