



## BUY(Maintain)

목표주가: 77,000원

주가(7/25): 62,300원

시가총액: 70,139억원



정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(7/25)	3,196.05pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	68,500원
등락률	-9.1%
수익률	23.6%
1M	절대
6M	상대
1Y	7.6%
	4.6%
	-18.5%
	-20.2%

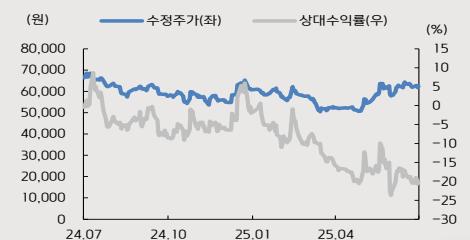
발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	316천주
외국인 지분율	74.1%
배당수익률(2025E)	0.2%
BPS(2025E)	75,074원

주요 주주	Aramco Overseas Company BV 외 5	63.4%
-------	--------------------------------	-------

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,554.8	33,195.6
영업이익	1,354.6	422.2	99.5	1,064.7
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,123.9	2,231.0
세전이익	1,131.7	-332.5	75.5	779.3
순이익	948.8	-193.0	63.8	547.2
지배주주지분순이익	948.8	-193.0	63.8	547.2
EPS(원)	8,137	-1,656	547	4,693
증감률(%YoY)	-54.9	직전	흑전	757.5
PER(배)	8.6	-33.1	113.8	13.3
PBR(배)	0.90	0.73	0.83	0.78
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	13.5	7.2
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.3	3.2
ROE(%)	10.8	-2.2	0.7	6.1
순부채비율(%)	42.5	69.3	91.5	94.8

## Price Trend



## 기업브리프

## S-Oil (010950)

## 일시적 요인 반영, 개선될 하반기



2Q25 컨센서스 하회를 기록했습니다. 특히, 유가/OSP 변동성 확대에 따라 반영된 일시적 영향은 정유 부문의 실적 부진으로 이어졌습니다. 하지만, Spread 개선 효과는 3Q25 본격화될 전망이며, 일시적 요인들은 제거돼 2H25 편더멘탈 개선이 예상됩니다. 한편, 타이트한 공급과 유가 하향안정화에 따른 수요 개선은 지속, 올해를 지나 내년까지도 우호적 업황은 지속될 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q25 Review: 일시적 요인 반영

S-Oil의 2Q25 매출액은 8.0조원(-15.9% YoY, -10.5% QoQ), 영업이익은 -3,440억원(적자 YoY, 적자 QoQ, 적자확대)을 기록하며 시장 눈높이를 하회했다. 재고관련효과는 -1,833억원, Lagging 효과 -390억원, 환율 하락에 따른 영향 -1,740억원 등 총 -5,050억원의 일시적 요인이 반영된 영향이다. 정유 부문 영업이익은 -4,441억원(적자확대 QoQ)을 기록했다. 유가, OSP 하락에 따른 영향과 부정적 Lagging 효과 지속되며 적자폭을 확대했다. 석유화학 영업이익은 -346억원(적자축소 QoQ)을 기록했다. PX, BZ Spread 개선에 따른 이익 개선을 달성했다. 윤활 역시 Spread 개선에 따라 1,318억원(+20.1% QoQ)의 영업이익을 기록했다.

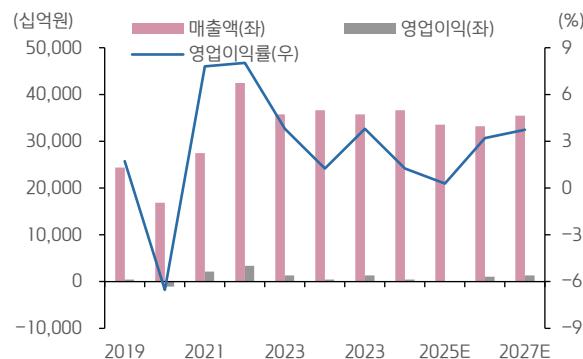
## &gt;&gt;&gt; 3Q25 영업이익 2,014 억원 예상

3Q25 영업이익은 2,014 억원(흑전 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 2Q25 발생했던 부정적 요인들은 제거되고, 하향안정화된 유가에 따른 Spread 개선 효과가 본격화되기 때문이다. 정유 부문 영업이익은 1,079억 원(흑전 QoQ)으로 예상된다. Spread 개선 효과는 +\$7/bbl QoQ를 가정했다. 2Q25 발생했던 재고관련손실(정유 -1,750억원)역시 제거될 것으로 예상돼 뚜렷한 이익개선이 가능할 전망이다. 석유화학 영업이익은 -90억원(적자축소 QoQ)이 예상된다. PP-Naphtha Spread는 연초 \$91/톤에서 7 월평균 \$149/톤까지 개선됐으며, PO Spread 역시 연초대비 +15% 개선됐다. PX, BZ Spread 뿐 아니라, 석유화학 전반에 걸친 Spread 개선에 따라 적자는 축소될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 저점 수준의 주가, 2026년에도 우호적 수급환경

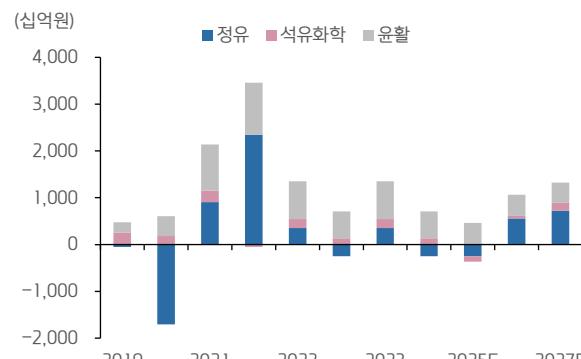
정제마진은 타이트한 공급을 바탕으로 하단이 지지될 전망이다. 중국의 정제설비 구조조정은 지속 중이며, 최근 그 강도 역시 강화되고 있다. 중국의 Teapot 중심의 가동률 하락과, 내수 중심 전환에 따라 순수출 규모 역시 제한적이다. 구조조정 지속은 가동률 상향을 제한하는 요인이고, 향후 수출 역시 제한될 전망이다. 정제설비 순증설 역시 올해 20만B/D 이후 저점 수준이 지속될 전망이다. 하향 안정화된 유가는 수요 개선으로 이어질 수 있고, 올해를 지나 내년까지도 우호적 수급은 지속될 전망이다. 투자의견 및 목표주가 모두 유지한다.

## S-Oil 연간 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

## S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

## S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>9,308.5</b>	<b>9,570.8</b>	<b>8,840.6</b>	<b>8,917.1</b>	<b>8,990.5</b>	<b>8,048.5</b>	<b>8,189.8</b>	<b>8,326.0</b>	<b>36,637.1</b>	<b>33,554.8</b>	<b>33,195.6</b>
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,466.9	6,537.3	28,804.4	26,336.1	25,584.3
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,043.8	1,073.6	4,702.9	4,279.0	4,735.8
윤활	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	679.2	715.1	3,129.7	2,939.7	2,875.5
YoY(%)	2.5	22.4	-1.8	-9.3	-3.4	-15.9	-7.4	-6.6	2.5	-8.4	-1.1
QoQ(%)	-5.3	2.8	-7.6	0.9	0.8	-10.5	1.8	1.7	-	-	-
<b>영업이익(십억원)</b>	<b>454.1</b>	<b>160.7</b>	<b>-414.9</b>	<b>260.1</b>	<b>-21.6</b>	<b>-343.9</b>	<b>201.4</b>	<b>263.6</b>	<b>460.0</b>	<b>99.5</b>	<b>1,064.7</b>
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.3	-56.8	-441.1	107.9	137.9	-246.0	-252.1	559.5
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-9.0	5.4	134.8	-112.7	54.4
윤활	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	131.8	102.4	120.4	571.2	464.3	450.8
YoY(%)	-13.8	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	-20.0	적전	적지	흑전
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	27.8	-	-	-
<b>영업이익률(%)</b>	<b>4.9</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.7</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.3</b>	<b>3.2</b>
정유	3.4	-1.3	-8.3	2.5	-0.8	-7.0	1.7	2.1	-0.9	-1.0	2.2
석유화학	4.4	8.4	0.4	-2.6	-6.6	-3.3	-0.9	0.5	2.9	-2.6	1.1
윤활	20.3	18.0	20.7	14.4	13.9	17.5	15.1	16.8	18.3	15.8	15.7
<b>순이익(십억원)</b>	<b>166.2</b>	<b>-21.3</b>	<b>-206.1</b>	<b>-94.0</b>	<b>-44.6</b>	<b>-66.7</b>	<b>164.1</b>	<b>11.0</b>	<b>-155.2</b>	<b>63.8</b>	<b>547.2</b>
지배주주	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	164.1	11.0	-193.1	63.8	547.2
순이익률(%)	1.8	-0.2	-2.3	-1.1	-0.5	-0.8	2.0	0.1	-0.4	0.2	1.6

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

## S-Oil 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	34,670.7	35,070.1	33,554.8	33,195.6	33,105.9	32,419.3	+1.4%	+2.4%
영업이익(십억원)	113.2	793.3	99.4	1,064.7	180.9	968.3	-45.0%	+10.0%
순이익(지배, 십억원)	72.1	339.2	63.7	546.8	-28.7	507.7	-	+7.7%

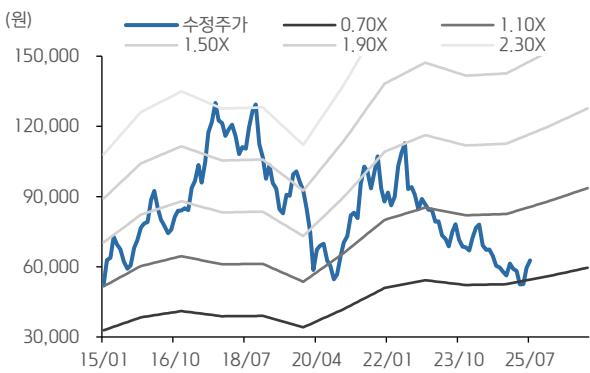
자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## S-Oil 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E BPS (원)	75,074	
Target P/B (배)	1.0	
적정가치 (원)	77,326	2025E BPS x Target P/B
<b>목표주가 (원)</b>	<b>77,000</b>	
현재주가 (원)	62,300	7/25 종가 기준
Upside (%)	23.6	7/25 종가 기준

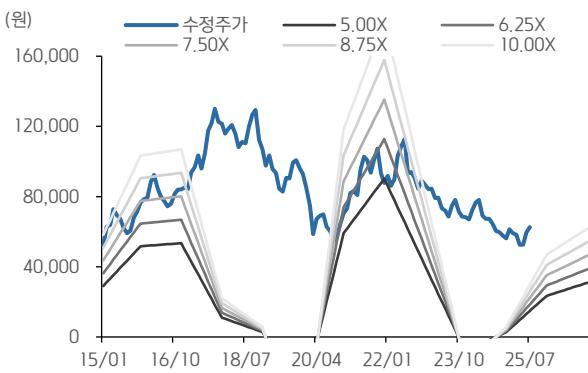
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

## S-Oil P/B Band Chart



자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## S-Oil P/E Band Chart



자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	35,726.7	36,637.0	33,554.8	33,195.6	35,507.5
매출원가	33,620.9	35,411.2	32,753.8	31,423.8	33,421.6
매출총이익	2,105.7	1,225.9	801.1	1,771.8	2,085.9
판관비	751.2	803.7	701.5	707.1	759.2
<b>영업이익</b>	1,354.6	422.2	99.5	1,064.7	1,326.7
<b>EBITDA</b>	2,073.7	1,174.1	1,123.9	2,231.0	2,503.2
<b>영업외손익</b>	-222.9	-754.7	-24.1	-285.4	-292.0
이자수익	56.3	53.4	56.2	58.6	61.9
이자비용	236.9	282.7	381.1	401.8	406.8
외환관련이익	851.2	834.0	1,013.5	899.5	915.7
외환관련손실	910.8	1,426.9	1,344.0	1,227.3	1,332.7
종속 및 관계기업손익	2.3	5.9	5.9	6.1	6.1
기타	15.0	61.6	625.4	379.5	463.8
<b>법인세차감점이익</b>	1,131.7	-332.5	75.5	779.3	1,034.6
법인세비용	182.9	-139.5	11.6	232.2	314.7
<b>계속사업순손익</b>	948.8	-193.0	63.8	547.2	719.9
<b>당기순이익</b>	948.8	-193.0	63.8	547.2	719.9
<b>지배주주순이익</b>	948.8	-193.0	63.8	547.2	719.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-15.8	2.5	-8.4	-1.1	7.0
영업이익 증감율	-60.2	-68.8	-76.4	970.1	24.6
EBITDA 증감율	-48.9	-43.4	-4.3	98.5	12.2
지배주주순이익 증감율	-54.9	-120.3	-133.1	757.7	31.6
EPS 증감율	-54.9	적전	흑전	757.5	31.6
매출총이익율(%)	5.9	3.3	2.4	5.3	5.9
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.3	3.2	3.7
EBITDA Margin(%)	5.8	3.2	3.3	6.7	7.0
지배주주순이익률(%)	2.7	-0.5	0.2	1.6	2.0

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,525.7	1,467.6	521.2	1,735.3	1,283.6
당기순이익	948.8	-193.0	63.8	547.2	719.9
비현금항목의 가감	995.2	1,327.8	1,077.5	1,540.6	1,702.6
유형자산감가상각비	711.5	741.0	1,008.6	1,152.5	1,165.4
무형자산감가상각비	7.7	11.0	15.7	13.8	11.2
지분법평가손익	-2.3	-5.9	-5.9	-6.1	-6.1
기타	278.3	581.7	59.1	380.4	532.1
영업활동자산부채증감	1,473.1	828.9	-291.1	215.4	-486.7
매출채권및기타채권의감소	-27.3	179.7	602.3	-10.9	-178.7
재고자산의감소	209.3	208.6	204.2	99.4	-320.2
매입채무및기타채무의증가	881.6	751.1	-1,161.6	177.9	85.6
기타	409.5	-310.5	64.0	-51.0	-73.4
기타현금흐름	-891.4	-496.1	-329.0	-567.9	-652.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-2,066.1	-3,027.0	-2,752.7	-2,713.2	-1,211.8
유형자산의 취득	-2,185.6	-3,041.9	-2,767.4	-2,744.2	-1,233.2
유형자산의 처분	20.3	3.5	27.7	27.4	12.3
무형자산의 순취득	-2.5	-27.3	-0.9	-0.8	0.0
투자자산의감소(증가)	-26.8	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4
단기금융자산의감소(증가)	135.1	3.6	-1.4	-1.2	-0.9
기타	-6.6	36.6	-9.4	6.9	11.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	193.2	1,538.8	1,938.6	827.3	-169.5
차입금의 증가(감소)	649.1	1,810.1	2,034.5	924.1	-64.4
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-372.7	-189.3	-14.6	-14.6	-23.4
기타	-83.2	-82.0	-81.3	-82.2	-81.7
기타현금흐름	0.2	3.2	350.2	259.6	203.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	653.0	-17.4	57.4	109.0	105.6
기초현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	2,003.2	2,112.2
기말현금 및 현금성자산	1,963.3	1,945.8	2,003.2	2,112.2	2,217.8

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	9,647.8	10,048.0	9,302.3	9,325.0	9,931.5
현금 및 현금성자산	1,963.3	1,945.8	2,003.2	2,112.2	2,217.8
단기금융자산	32.2	28.6	30.0	31.2	32.1
매출채권 및 기타채권	2,989.9	3,479.2	2,876.9	2,887.8	3,066.4
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,288.8	4,189.4	4,509.6
기타유동자산	23.2	101.3	103.4	104.4	105.6
<b>비유동자산</b>	11,928.4	14,403.4	16,148.9	17,729.6	17,788.4
투자자산	167.7	175.1	182.4	189.8	197.2
유형자산	11,152.0	13,581.8	15,340.6	16,932.3	17,000.2
무형자산	115.6	148.8	133.9	120.9	109.7
기타비유동자산	493.1	497.7	492.0	486.6	481.3
<b>자산총계</b>	21,576.1	24,451.4	25,451.3	27,054.6	27,719.8
<b>유동부채</b>	9,254.5	11,656.7	11,512.6	12,118.2	11,879.3
매입채무 및 기타채무	6,074.0	7,410.5	6,248.9	6,426.8	6,512.4
단기금융부채	2,845.3	4,068.7	5,084.5	5,530.1	5,204.0
기타유동부채	335.2	177.5	179.2	161.3	162.9
<b>비유동부채</b>	3,284.0	4,099.1	5,184.7	5,633.8	5,914.6
장기금융부채	2,990.6	3,934.0	4,955.4	5,436.7	5,701.4
기타비유동부채	293.4	165.1	229.3	197.1	213.2
<b>부채총계</b>	12,538.6	15,755.8	16,697.3	17,752.1	17,793.9
<b>지배자분</b>	9,037.6	8,695.6	8,754.0	9,302.5	9,926.0
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	36.8	44.0	53.2	78.0	94.9
이익잉여금	7,379.6	7,030.5	7,079.6	7,603.4	8,209.9
비자매지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	9,037.6	8,695.6	8,754.0	9,302.5	9,925.9

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,137	-1,656	547	4,693	6,174
BPS	77,506	74,574	75,074	79,778	85,125
CFPS	16,672	9,731	9,788	17,905	20,775
DPS	1,700	125	125	200	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8.6	-33.1	113.8	13.3	10.1
PER(최고)	11.3	-51.0	122.3		
PER(최저)	7.6	-32.3	91.4		
PBR	0.90	0.73	0.83	0.78	0.73
PBR(최고)	1.19	1.13	0.89		
PBR(최저)	0.80	0.72	0.67		
PSR	0.23	0.17	0.22	0.22	0.20
PCFR	4.2	5.6	6.4	3.5	3.0
EV/EBITDA	5.7	10.5	13.5	7.2	6.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	20.2	-7.3	22.0	4.1	15.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.4	0.2	0.2	0.3	1.6
ROA	4.6	-0.8	0.7	2.1	2.6
ROE	10.8	-2.2	0.7	6.1	7.5
ROIC	8.9	0.9	0.9	4.1	5.2
매출채권회전율	12.0	11.3	10.6	11.5	11.9
재고자산회전율	7.6	8.0	7.6	7.8	8.2
부채비율	138.7	181.2	190.7	190.8	179.3
순차입금비율	42.5	69.3	91.5	94.8	87.2
이자보상배율	5.7	1.5	0.3	2.6	3.3
총차입금	5,835.9	8,002.7	10,039.9	10,966.8	10,905.3
순차입금	3,840.5	6,028.3	8,006.7	8,823.4	8,655.4
NOPLAT	2,073.7	1,174.1	1,123.9	2,231.0	2,503.2
FCF	1,147.1	-1,366.8	-1,859.7	-620.1	408.0

## Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

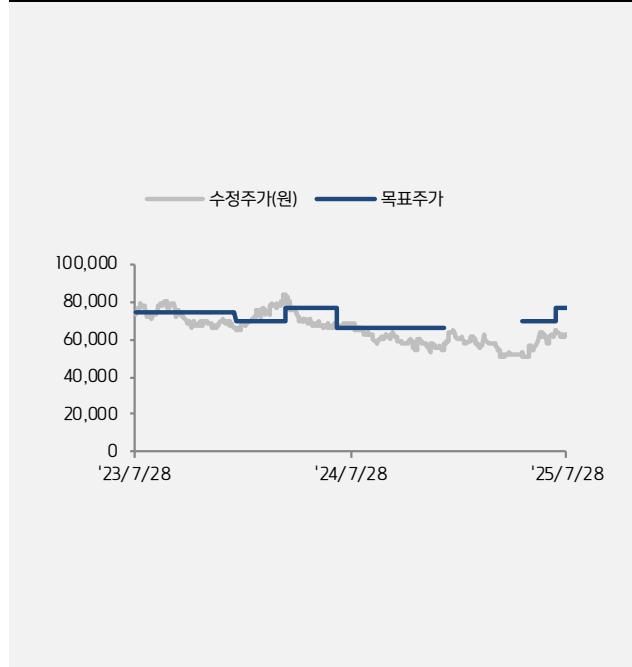
## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
S-Oil (010950)	2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	1.58	9.05	
	2023-10-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	-2.61	9.05	
	2024-01-15	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	-4.18	-1.43	
	2024-02-05	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	5.09	19.29	
	2024-04-09	Marketperform (Maintain)	77,000원	6개월	-8.35	7.40	
	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	66,000원	6개월	-7.80	4.24	
담당자변경	2025-05-15	Buy(Reinitiate)	70,000원	6개월	-17.59	-9.00	
	2025-07-10	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-18.15	-16.36	
	2025-07-21	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-18.48	-16.36	
	2025-07-28	Buy(Maintain)	77,000원	6개월			

## 목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10%~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10%~+10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10%~+20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10%~+10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%