



BUY(Maintain)

목표주가: 77,000원

주가(7/9): 63,500원

시가총액: 71,490억원



정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

Stock Data

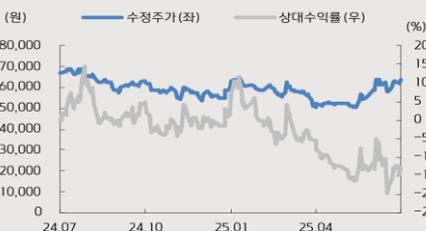
KOSPI(7/9)	3,133.74pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	68,800원	50,400원
등락률	-10.3%	22.4%
수익률	절대	상대
1M	5.1%	-4.2%
6M	-2.1%	-21.2%
1Y	-7.4%	-15.2%

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 지분율	73.8%
배당수익률(2021E)	2.6%
BPS(2021E)	75,024원
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	32,670.7	33,070.1
영업이익	1,354.6	422.2	83.2	793.3
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,115.2	2,205.5
세전이익	1,131.7	-332.5	-154.6	463.2
순이익	948.8	-193.0	-66.1	339.2
지배주주지분순이익	948.8	-193.0	-66.1	339.2
EPS(원)	8,137	-1,656	-567	2,909
증감률(%YoY)	-54.9	적전	적지	흑전
PER(배)	8.6	-33.1	-112.0	21.8
PBR(배)	0.90	0.73	0.86	0.85
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	14.4	8.0
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.3	2.4
ROE(%)	10.8	-2.2	-0.8	3.9
순부채비율(%)	42.5	69.3	101.6	118.5

Price Trend



기업브리프

S-Oil (010950)

하반기를 넘어 2026년까지



정제마진 회복이 지속되고 있습니다. 글로벌 정제설비 순증설의 감소 등 타이 트한 공급환경을 바탕으로 정제마진은 저점대비 2배 수준의 상승을 기록했습 니다. 2Q25 실적은 아쉬지만, 하반기 일시적 요인들이 제거되고, 우호적 정제 마진이 반영돼 펀더멘탈의 개선이 예상됩니다. 우호적 공급환경은 2026년에도 지속될 것으로 예상돼 2026년에도 추가적인 실적 회복이 전망됩니다.

>>> 2Q25 Preview: 유가 변동성 확대

S-Oil의 2Q25 매출액은 7.6조원(-20.2% YoY, -15.1% QoQ), 영업적자 2,722억원(적전 YoY, 적지 QoQ)으로 추정된다. 2Q25 기초대비 기말환율은 88.1원 하락했으며, 1Q25대비 2Q25 유가는 -\$9.1/bbl QoQ를 기록했다. 또한, OSP 역시 4월 \$3.5/bbl에서 6월 \$1.4/bbl로 하락했다. 이를 고 려할 때 부정적 Lagging 효과는 확대됐을 것으로 추정(-\$2.0/bbl QoQ) 되고, 4~5월 상대적으로 높았던 OSP가 반영돼 실제 S-Oil의 정제마진 개 선은 제한적이었을 것으로 예상된다. 또한, 유가 및 환율 하락에 따른 효과 는 -2,174억원이 반영됐을 것으로 추정된다. 2Q25 정제마진의 지속적 개 선에도 불구하고 유가 변동성 확대가 반영, 영업적자는 크게 확대됐을 것으 로 파악된다.

>>> 3Q25 영업이익 1,653억원 예상

3Q25 영업이익은 1,653억원(흑전 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 유가 변동성 확대에 따른 부정적 효과는 3Q25 제거될 것으로 전망되며, 정유, 석유화학 모두 수익성 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 6월말 정 제마진은 \$9.7/bbl로 4월 저점 대비 +\$4.3 개선됐으며, PX Spread는 +12.3% MoM을 기록하는 등 Spread 회복세는 확인되고 있다. 이에 따라, 정유부문 영업이익은 776억원으로 흑자전환 가능할 전망이며, 석유화학 역 시 -190억원으로 적자폭을 축소할 전망이다.

>>> 2H25 개선될 펀더멘탈

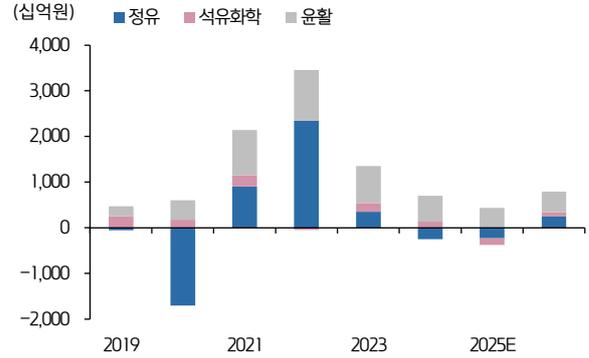
글로벌 정제설비 증설은 2025년 추가 감소, 폐쇄는 확대되며 올해 순증설 은 2024년대비 절반으로 감소할 전망이다. 잉여 CDU Capa 역시 2020년 을 정점으로 지속 하락할 것으로 예상된다. 중국의 수출 역시 내수 수요의 개선, 정제설비 구조조정 영향으로 증가는 제한적일 전망이다. 타이 트한 공 급은 우호적 정제마진을 지속할 수 있는 요인으로 작용, 하반기 S-Oil의 펀더멘탈 개선에 기여할 전망이다. 1H25 유가 변동성은 확대됐지만, 2025 년 연간으로 볼 때 유가 하향안정화는 지속될 것으로 예상된다. 또한, 유가 하향안정화는 향후 수요의 개선으로 이어질 수 있을 전망이다. 제한적 공급 이 지속되는 상황에서 2H25이후 2026년 우호적인 공급환경은 지속될 것 이다. 목표주가 77,000원을 제시하며, 업종 Top-pick 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
매출액(십억원)	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	7,634.6	7,849.4	8,196.2	36,637.1	32,670.7	33,070.1
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	5,906.3	6,051.4	6,375.8	28,804.4	25,405.4	25,595.3
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	996.9	1,098.8	1,144.8	4,702.9	4,368.5	4,711.1
윤활	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	731.5	699.3	675.6	3,129.7	2,896.9	2,763.8
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-20.2%	-11.2%	-8.1%	2.5%	-10.8%	1.2%
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-15.1%	2.8%	4.4%	-	-	-
영업이익(십억원)	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.5	-272.2	165.3	211.6	460.7	83.2	793.3
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.3	-56.8	-335.8	77.6	105.8	-246.0	-209.2	245.6
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-60.6	-19.0	7.2	134.8	-146.9	90.7
윤활	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	124.1	106.8	98.5	571.2	439.1	456.9
YoY(%)	-11.9%	341.1%	적전	흑전	적전	적전	흑전	-18.9%	-66.0%	-81.9%	853.4%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	28.0%	-	-	-
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-3.6%	2.1%	2.6%	1.3%	0.3%	2.4%
정유	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-5.7%	1.3%	1.7%	-0.9%	-0.8%	1.0%
석유화학	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-6.1%	-1.7%	0.6%	2.9%	-3.4%	1.9%
윤활	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.0%	15.3%	14.6%	18.3%	15.2%	16.5%
순이익(십억원)	166.2	-21.3	-206.2	-93.3	-44.5	-250.9	90.9	138.4	-154.6	-66.1	339.2
지배주주	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-250.9	91.0	138.4	-193.1	-66.1	339.2
순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.0%	-0.5%	-3.3%	1.2%	1.7%	-0.4%	-0.2%	1.0%

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)	33,897.1	35,491.0	32,670.7	33,070.1	34,311.6	33,650.3	-4.8%	-1.7%
영업이익(십억원)	398.5	1,125.2	83.2	793.3	324.0	971.6	-74.3%	-18.4%
순이익(지배, 십억원)	97.2	545.2	-66.1	339.2	42.8	503.1	-	-32.6%

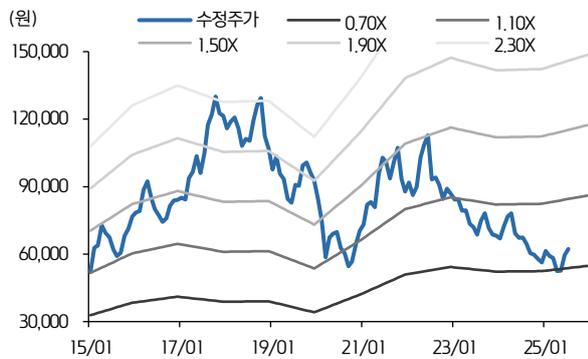
자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

S-Oil 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E BPS (원)	73,477	
Target P/B (배)	1.05	최근 3개년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	77,151	2025E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	77,000	
현재주가 (원)	63,500	7/9 증가 기준
Upside (%)	21.3	7/9 증가 기준

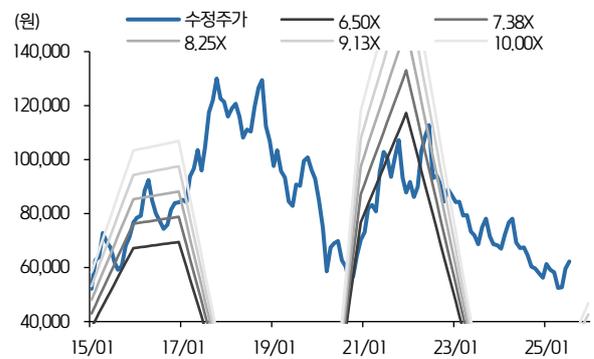
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

S-Oil P/B Band Chart



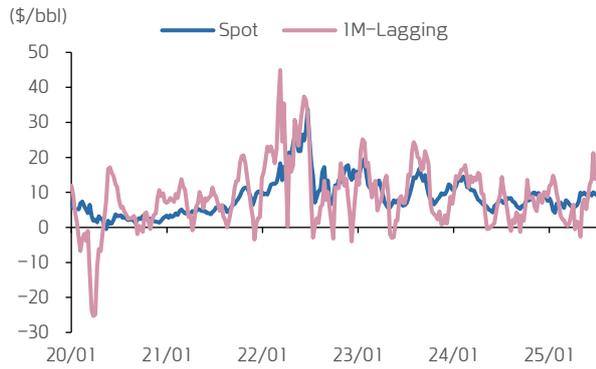
자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

S-Oil P/E Band Chart



자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

복합 정제마진 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

휘발유 가격 및 마진 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

등유 가격 및 마진 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

경유 가격 및 마진 추이



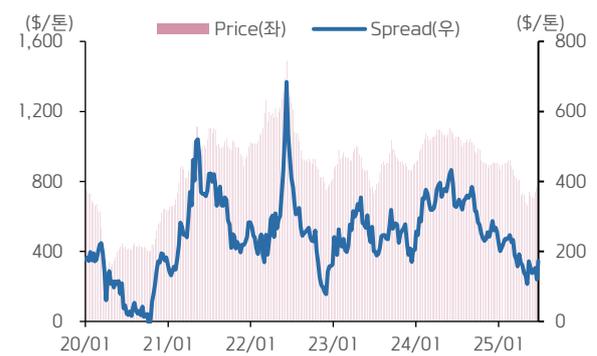
자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

PX 가격 및 Spread 추이



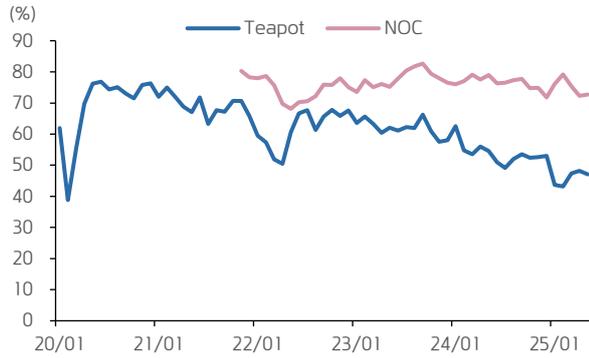
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

BZ 가격 및 Spread 추이



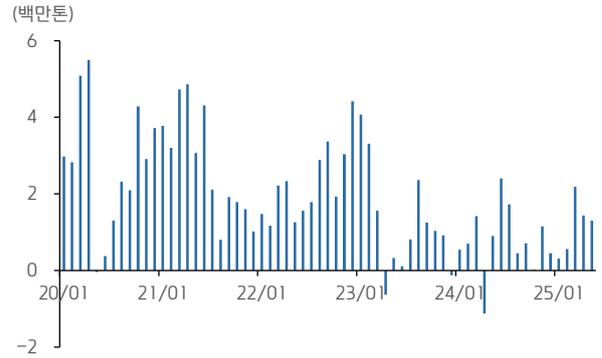
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

중국 정제설비 가동률 추이



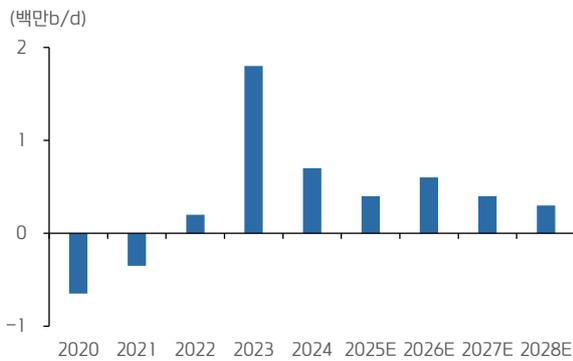
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

중국 정제품 순수출 추이



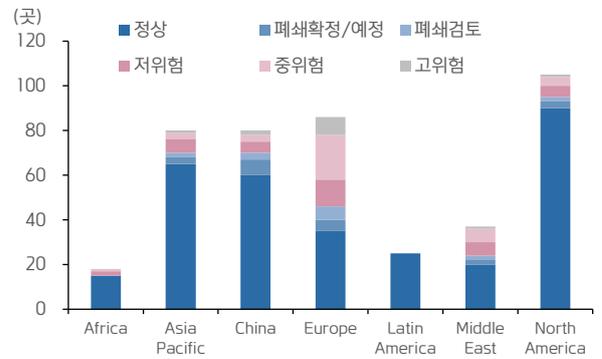
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

글로벌 정제설비 순증설 추이 및 전망



자료: OPEC, Thai Oil, 키움증권 리서치센터

지역별 정제설비 폐쇄위험 현황



자료: WoodMac, 키움증권 리서치센터

글로벌 정제설비 잉여 Capa 추이 및 전망



자료: OPEC, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	32,670.7	33,070.1
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,411.2	31,876.1	31,558.3
매출총이익	4,154.6	2,105.7	1,225.9	794.6	1,511.9
판관비	749.4	751.2	803.7	711.4	718.6
영업이익	3,405.2	1,354.6	422.2	83.2	793.3
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,174.1	1,115.2	2,205.5
영업외손익	-506.6	-222.9	-754.7	-237.8	-330.1
이자수익	31.0	56.3	53.4	36.9	41.6
이자비용	151.1	236.9	282.7	381.1	435.4
외환관련이익	1,355.4	851.2	834.0	1,013.5	899.5
외환관련손실	1,694.2	910.8	1,426.9	1,344.0	1,227.3
종속 및 관계기업손익	-0.2	2.3	5.9	5.4	5.8
기타	-47.5	15.0	61.6	431.5	385.7
법인세차감전이익	2,898.5	1,131.7	-332.5	-154.6	463.2
법인세비용	794.2	182.9	-139.5	-88.5	124.0
계속사업손익	2,104.4	948.8	-193.0	-66.1	339.2
당기순이익	2,104.4	948.8	-193.0	-66.1	339.2
지배주주순이익	2,104.4	948.8	-193.0	-66.1	339.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	54.6	-15.8	2.5	-10.8	1.2
영업이익 증감율	59.1	-60.2	-68.8	-80.3	853.5
EBITDA 증감율	45.2	-48.9	-43.4	-5.0	97.8
지배주주순이익 증감율	52.7	-54.9	-120.3	-65.8	-613.2
EPS 증감율	52.7	-54.9	적전	적지	흑전
매출총이익율(%)	9.8	5.9	3.3	2.4	4.6
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.2	0.3	2.4
EBITDA Margin(%)	9.6	5.8	3.2	3.4	6.7
지배주주순이익률(%)	5.0	2.7	-0.5	-0.2	1.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,467.6	434.5	1,581.8
당기순이익	2,104.4	948.8	-193.0	-66.1	339.2
비현금항목의 가감	1,999.9	995.2	1,327.8	1,004.8	1,729.3
유형자산감가상각비	643.6	711.5	741.0	1,016.2	1,398.4
무형자산감가상각비	6.2	7.7	11.0	15.7	13.8
지분법평가손익	-0.2	-2.3	-5.9	-5.4	-5.8
기타	1,350.3	278.3	581.7	-21.7	322.9
영업활동자산부채증감	-2,132.3	1,473.1	828.9	-256.0	23.6
매출채권및기타채권의감소	-386.2	-27.3	179.7	678.1	-75.8
재고자산의감소	-1,337.5	209.3	208.6	317.2	2.3
매입채무및기타채무의증가	221.3	881.6	751.1	-1,259.0	260.8
기타	-629.9	409.5	-310.5	7.7	-163.7
기타현금흐름	-320.5	-891.4	-496.1	-248.2	-510.3
투자활동 현금흐름	-773.2	-2,066.1	-3,027.0	-3,357.2	-3,348.5
유형자산의 취득	-598.8	-2,185.6	-3,041.9	-3,378.0	-3,386.0
유형자산의 처분	29.9	20.3	3.5	33.8	33.9
무형자산의 순취득	-0.8	-2.5	-27.3	-0.9	-0.8
투자자산의감소(증가)	-4.5	-26.8	-1.5	-1.3	-1.3
단기금융자산의감소(증가)	-141.2	135.1	3.6	-1.4	-1.2
기타	-57.8	-6.6	36.6	-9.4	6.9
재무활동 현금흐름	-1,514.1	193.2	1,538.8	1,938.6	1,688.4
차입금의 증가(감소)	-818.6	649.1	1,810.1	2,034.5	1,841.5
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	-617.1	-372.7	-189.3	-14.6	-70.9
기타	-78.4	-83.2	-82.0	-81.3	-82.2
기타현금흐름	0.7	0.2	3.2	344.1	261.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-635.2	653.0	-17.4	-639.9	183.5
기초현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,305.9
기말현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,305.9	1,489.5

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,206.0	9,647.8	10,048.0	8,416.2	8,675.5
현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,305.9	1,489.5
단기금융자산	167.2	32.2	28.6	30.0	31.2
매출채권 및 기타채권	2,964.4	2,989.9	3,479.2	2,801.1	2,876.9
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,493.1	4,175.8	4,173.6
기타유동자산	30.9	23.2	101.3	103.4	104.3
비유동자산	10,407.2	11,928.4	14,403.4	16,751.4	18,727.6
투자자산	138.5	167.7	175.1	181.8	189.0
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,581.8	15,943.6	17,931.1
무형자산	106.4	115.6	148.8	133.9	120.9
기타비유동자산	574.3	493.1	497.7	492.1	486.6
자산총계	19,613.1	21,576.1	24,451.4	25,167.6	27,403.1
유동부채	8,213.2	9,254.5	11,656.7	11,415.2	12,539.8
매입채무 및 기타채무	4,752.1	6,074.0	7,410.5	6,151.5	6,412.2
단기금융부채	2,608.4	2,845.3	4,068.7	5,084.5	5,966.2
기타유동부채	852.7	335.2	177.5	179.2	161.4
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,099.1	5,184.7	6,115.1
장기금융부채	2,610.9	2,990.6	3,934.0	4,955.4	5,917.9
기타비유동부채	305.6	293.4	165.1	229.3	197.2
부채총계	11,129.7	12,538.6	15,755.8	16,599.9	18,654.9
지배지분	8,483.5	9,037.6	8,695.6	8,567.7	8,748.2
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	33.8	36.8	44.0	53.2	78.0
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,030.5	6,893.4	7,049.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,695.6	8,567.7	8,748.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	-1,656	-567	2,909
BPS	72,754	77,506	74,574	73,477	75,024
CFPS	35,198	16,672	9,731	8,050	17,739
DPS	5,500	1,700	125	625	1,625
주가배수(배)					
PER	4.6	8.6	-33.1	-112.0	21.8
PER(최고)	6.8	11.3	-51.0		
PER(최저)	4.3	7.6	-32.3		
PBR	1.15	0.90	0.73	0.86	0.85
PBR(최고)	1.69	1.19	1.13		
PBR(최저)	1.07	0.80	0.72		
PSR	0.23	0.23	0.17	0.23	0.22
PCFR	2.4	4.2	5.6	7.9	3.6
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	14.4	8.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	29.4	20.2	-7.3	-106.5	53.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.6	2.4	0.2	1.0	2.6
ROA	11.0	4.6	-0.8	-0.3	1.3
ROE	27.2	10.8	-2.2	-0.8	3.9
ROIC	21.9	8.9	0.9	0.6	3.0
매출채권회전율	14.6	12.0	11.3	10.4	11.6
재고자산회전율	10.3	7.6	8.0	7.5	7.9
부채비율	131.2	138.7	181.2	193.7	213.2
순차입금비율	44.1	42.5	69.3	101.6	118.5
이자보상배율	22.5	5.7	1.5	0.2	1.8
총차입금	5,219.3	5,835.9	8,002.7	10,039.9	11,884.2
순차입금	3,741.8	3,840.5	6,028.3	8,704.0	10,363.5
NOPLAT	4,055.0	2,073.7	1,174.1	1,115.2	2,205.5
FCF	474.8	1,147.1	-1,366.8	-2,470.1	-1,367.9

Compliance Notice

- 당사는 07월 09일 현재 'S-Oil' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

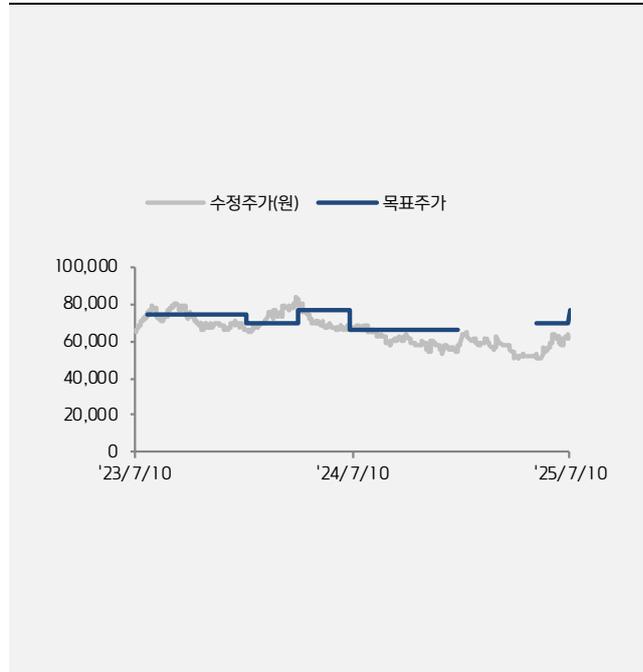
고지사항

- 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 일체의 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					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
담당자변경	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	66,000원	6개월	-7.80	4.24
	2025-05-15	Buy(Renitiate)	70,000원	6개월	-17.74	-9.00
	2025-07-10	Buy(Maintain)	77,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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%