

S-Oil (010950)

2025년 실적 고비를 넘겨야...

2025년 실적 모멘텀 하락

2025년 유가 하락으로, 실적 모멘텀이 약하다. 예상 실적은 '매출액 31.5조원, 영업이익 33억원(영업이익률 0.0%), 지배주주 순이익 491억원' 등이다. 영업손익은 2022년 3.4조원 고점(우크라이나 전쟁)이후 2023년 1.4조원, 2024년 4,222억원으로 3개년 연속 감소하는 것이다. 2025년 글로벌 신규 정유설비 준증설 완화(2024년 100만b/d→2025년 16만b/d)로 견조한 정제마진이 예상되고 있지만, 국제유가 하락(2024년 80\$→2025년 66\$)에 발목을 잡히는 형세이다. 특히, 2025년 2~3분기가 실적 바닥을 확인할 것으로 보인다.

2분기 유가/환율 하락이 문제, 영업적자 확대 전망

2분기 예상 실적은 '매출액 7.9조원, 영업손실 △2,955억원, 지배주주 순손실 △631억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △215억원 대비 적자폭이 크게 확대되는 것이다. 특히, 정유부문 부진이 두드러질 것이다. 2분기 정제마진은 0.9\$ 상승(1분기 1.4\$ → 2분기 2.3\$, S-Oil(주) 기준)이지만, 두바이 국제유가 △10\$ 하락(1분기 76\$ → 2분기 66\$)으로 △2,800억원 규모의 재고 손실이 예상된다. 여기에, 원/달러 환율 하락(1분기 1452원 → 2분기 1,400원)으로 약 △1,000억원 규모의 영업손실이 우려된다. 부문별 예상 손익을 살펴보면, '정유 △3,817억원, 석화 △649억원, 윤활유 1,510억원' 등이다.

2025년 적정주가 8만원으로 하향

2025년 유가하락에 따른 실적 약세를 반영해, 적정주가를 8만원(기존 9만원)으로 하향조정한다. 특히, 2025년 6월 13일 시작된 이란-이스라엘의 지정학적 분쟁에도 불구하고, 3분기에 공급과잉에 따른 유가 하락 압력이 더 높아질 수 있다. OPEC+ 때문이다. 2025년 4월부터 18개월 동안 220만b/d 증산을 계획했지만, 증산 시기가 빨라지고 있다. 2025년 2분기 40만b/d 증산 후, 3분기에 추가로 79~120만b/d 확대 가능성이 높다. 고비를 지나야 한다.



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가	80,000원 (D)
직전 목표주가	90,000원
현재주가 (6/16)	63,700원
상승여력	26%

시가총액	71,715억원		
총발행주식수	116,604,719주		
60일 평균 거래대금	134억원		
60일 평균 거래량	237,920주		
52주 고/저	68,800원 / 50,400원		
외인지분율	73.34%		
배당수익률	0.23%		
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인		
주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.2	8.0	(6.0)
상대	10.7	(6.0)	(12.0)
절대 (달러환산)	26.0	14.6	(5.4)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	78,867	-17.6	-12.3	84,610	-6.8
영업이익	-2,955	적전	적지	-849	-248.0
세전계속사업이익	-833	적지	적지	-1,473	43.5
지배순이익	-631	적지	적지	-1,049	39.9
영업이익률 (%)	-3.7	적전	적지	-1.0	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	-0.8	적지	적지	-1.2	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	357,267	366,370	315,749	260,645
영업이익	13,546	4,222	33	8,557
지배순이익	9,488	-1,930	491	7,218
PER	9.0	-38.6	151.2	10.0
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.0	11.6	21.4	9.1
ROE	10.8	-2.2	0.6	7.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

표 1. S-Oil주의 실적 추정치 : 2024년 영업이익 0.4조원 → 2025년 1분기 △215억원 → 2분기 예상 △2,955억원(e) → 2025년 연간 예상 33억원(e) → 2026년 8,557조원(e)

[S-Oil 중분]	2024				2025				연간실적															
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E				
	[국재유가]				[정유업황]				[국제유가]				[정유업황]				[정유업황]							
생산 Capa																								
상당정제설비 (만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9			
고도화정제설비(FCC+HOU) (만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5		
Ethylene (만톤)									160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0		
HDPE/LDPE (만톤)									54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0		
부타디엔 (만톤)									22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6		
PX (만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0		
벤젠 (만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0		
프로필렌 (만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0		
PP (만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0	15.0	15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0		
PO (만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
윤활기유 (만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
	321.0	332.7	262.0	262.0	191.3	215.7	250.0	250.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
주요제품 가격									2026년 상반기 사한프로젝트 언급															
휘발유(92RON) \$/bbl	94.6	94.0	85.4	80.3	83.0	75.3	72.0	68.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	88.6	74.6	62.0				
경유(50ppm) \$/bbl	102.9	99.1	91.8	88.3	90.2	79.5	77.0	75.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	80.4	69.5				
등유 \$/bbl	102.4	98.6	91.4	88.4	90.2	79.9	76.5	75.5	64.8	52.4	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	80.5	69.0				
B/C유 \$/bbl	71.6	80.2	73.3	71.4	75.1	67.7	63.0	57.5	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	66.7	50.0				
나프타 \$/bbl	73.4	72.9	72.0	70.7	71.4	61.6	57.0	56.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.2	61.5	50.0				
두바이유(원재료) \$/bbl	81.5	85.1	78.3	73.7	76.1	66.0	63.0	60.0	51.9	40.3	52.9	68.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	66.3	55.0				
에틸렌 S/MT																							731	
HDPE S/MT																								861
부타디엔 S/MT																								1,176
프로필렌 S/MT	828	842	844	817	830	766	766	760	789	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	833	780	701				
벤젠 S/MT	1,013	1,074	1,015	915	889	739	756	760	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,004	786	751				
PX S/MT	1,020	1,030	938	836	854	787	786	760	823	778	832	1,053	881	560	844	1,098	1,038	966	797	721				
P.O (프로필렌+550S) S/MT	1,386	1,378	1,392	1,394	1,367	1,380	1,316	1,316				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,345	1,330				
PP(범용) S/MT	924	951	942	929	936	954	916	910				1,140	1,030	914	1,147	1,076	930	937	929	851				
나프타(원재료) S/MT	699	697	676	660	663	571	536	510	497	406	500	617	585	383	651	789	654	683	570	451				
윤활기유 \$/bbl	139	135	130	120	120	123	119	114	84	82	97	111	98	79	134	166	154	131	119	111				
환율 원/달러	1,329	1,370	1,368	1,369	1,482	1,400	1,370	1,350	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,364	1,393	1,250				
사업부문별 스프레드																								
상가물정제마진(S-Oil기준) \$/bbl	5.0	0.0	0.4	2.5	1.4	2.3	1.7	2.4	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	1.9	1.4				
사우디OSP(50%경질유+50%중질유) \$/bbl	1.9	1.8	1.8	1.3	1.8	2.1	1.0	0.7	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.4	1.0				
OSP반영후 상가물정제마진 \$/bbl	3.1	-1.8	-1.4	1.2	-0.4	0.2	0.7	1.7	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	0.5	0.4				
석화마진 \$/MT	296	317	290	239	242	271	299	312	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	281	335				
윤활기유 마진 \$/bbl	52	45	47	41	37	49	49	48	29	38	39	47	40	35	63	59	66	46	46	51				
예측액	억원	93,085	95,708	88,406	89,171	89,905	78,967	74,392	72,585	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	186,297	274,639	424,460	357,267	366,370	315,749	280,645			
정유부문	억원	74,448	74,514	68,944	70,138	70,720	62,046	57,336	56,113	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	246,235	203,676			
석화부문	억원	10,968	13,065	12,016	10,960	11,280	8,683	8,660	8,501	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	37,124	44,362			
윤활기유부문	억원	7,669	8,109	7,446	8,073	7,904	8,138	8,376	7,970	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,138	34,155	30,849	31,297	32,388	30,593			
영업이익	억원	4,541	1,806	-4,149	2,224	-215	-2,955	1,293	1,910	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,891	21,409	34,052	13,546	4,222	33	8,557			
원유재고평가손실 영업이익(E)	억원	4,747	795	-1,468	1,544	-337	-155	2,083	2,310	11,476	14,668	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	3,911	10,957			
정유부문	억원	2,540	-960	-5,737	1,449	-568	-3,817	-228	169	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-4,444	4,719			
석화부문	억원	480	1,099	50	-356	-745	-649	85	372	2,783	5,059	3,238	3,380	2,517	1,736	2,438	-498	1,906	1,273	-937	-151			
윤활기유부문	억원	1,557	1,457	1,538	1,130	1,097	1,510	1,436	1,370	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,880	11,107	8,105	5,682	5,413	4,914			
영업이익률	%	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-3.7%	1.7%	2.6%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	0.0%	3.3%			
원유재고평가손실 영업이익(E)	%	5.1%	0.8%	-1.7%	1.7%	-0.4%	-0.2%	2.8%	3.2%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	1.2%	4.2%			
정유부문	%	3.4%	-1.3%	-6.3%	2.1%	-0.8%	-6.2%	-0.4%	0.3%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-1.8%	2.3%			
석화부문	%	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-7.5%	1.0%	4.4%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-2.5%	-0.3%			
윤활기유부문	%	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	18.6%	17.1%	17.2%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	16.7%	16.1%			
회손액	억원	-1,755	-1,522	2,021	-4,157	117	2,968	0	681	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619									

표 2. S-O(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	78,194	320,389	278,465	78,867	315,749	260,645	0.9%	△1.4%	△6.4%
영업이익	△3,058	3,133	9,309	△2,955	33	8,557	△3.3%	△98.9%	△8.1%
OPM	△3.9%	1.0%	3.3%	△3.7%	0.0%	3.3%	0.2%	△1.0%	△0.1%
세전이익	△910	4,602	11,215	△833	558	9,516	8.4%	△87.9%	△15.1%
지배순이익	△689	3,557	8,506	△631	491	7,218	8.4%	△86.2%	△7.3%

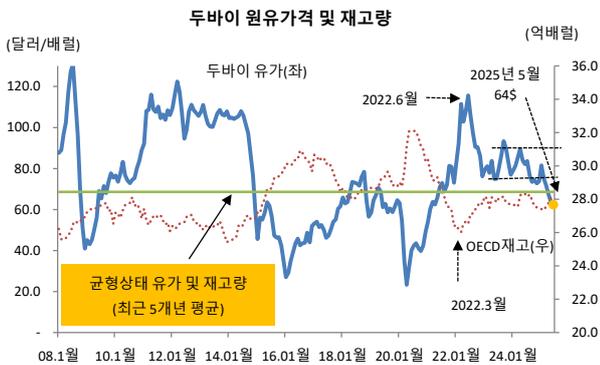
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 원유 수급 특징 및 전망 : 2025년 OPEC+의 +220 만b/d 증산으로 과잉공급 지속

구분 (단위)	2023년	2024년	2025년					주요 변수	2025년				연평균	2026년				연평균
	연평균	연평균	1월	2월	3월	4월	5월		1분기	2분기	3분기	4분기		1분기E	2분기E	3분기E	4분기E	
글로벌 수요량 (만배럴/일)	10,185	10,274	10,144	10,297	10,208	10,230	10,260	[%yoy]	10,216	10,314	10,438	10,443	10,353	10,337	10,457	10,528	10,514	10,459
수요증감	190	89	89	13	43	42	-29	-0.3%	※ 총 수요량 변화(전분기 대비)	-109	97	125	5	-106	120	72	-14	
미국	2,027	2,030	2,074	2,023	1,995	2,000	1,969	-5.3%	※ 전년 동기 대비 증감	48	39	109	118	79	121	143	90	70
EU	1,345	1,351	1,251	1,325	1,328	1,351	1,339	-0.5%		[상반기 수요 강세]								
중국	1,619	1,631	1,616	1,656	1,631	1,667	1,655	0.6%										
인도	527	547	553	567	561	560	590	5.1%										
글로벌 공급량 (만배럴/일)	10,220	10,280	10,250	10,310	10,437	10,420	10,424		③+④+⑤증산	10,332	10,446	10,523	10,517	10,454	10,545	10,542	10,573	10,607
공급증감	222	59	140	75	126	113	158		※ 총공급량 변화(전분기 대비)	-7	114	77	-6	175	28	-3	31	35
OPEC	2,690	2,674	2,678	2,695	2,718	2,698	2,727	[OPEC 7월 쿼터]	※ 전년 동기 대비 증감	113	166	242	178		213	96	50	91
사우디아라비아	954	902	885	885	910	890	900	953	[세부 항목]									
이라크	433	440	430	427	435	430	431	412	① 러시아	0	11	14	-	4	-	3	8	8
UAE	295	293	291	295	295	293	305	317	② OPEC(이란, 베네수엘라 제외)	22	32	50	-	4	-	8	23	23
이란	287	331	340	345	335	340	335		③ 이란 수출	1	3	2	-	6	-	-	-	-
쿠웨이트	259	246	242	243	245	246	249	249	④ 베네수엘라 수출	5	1	9	-3	1	-	-	-	-
나이지리아	124	128	133	138	140	138	142	150	⑤ 미국(해일증산)	12	23	11	2	21	7	9	12	0
리비아	115	109	123	127	124	128	131		(참고) 트럼프1기 증산 규모 : 2017년 52만b/d, 2018년 158만b/d, 2019년 126만b/d									
앙골라	117	116	106	109	108	107	103		⑥ 기타 Non-opec 증산	22	53	34	-5	96	52	64	11	3
알제리	97	91	91	92	91	92	92	94										
베네수엘라	74	83	90	91	90	90	90	28										
콩고	26	24	24	24	23	23	22	17										
가봉	20	22	24	22	24	23	24	7										
적도기니	6	6	5	6	6	5	6											
미국	1,293	1,321	1,314	1,324	1,349	1,359	1,356											
러시아	958	916	897	897	897	905	905	924										
캐나다	576	600	633	609	617	600	589											
수요량-공급량 (만배럴/일)	-35	-6	-106	-13	-229	-189	-164			116	133	85	73	102	208	85	45	94
OECD재고량 (억배럴)	27.9	27.9	27.4	27.4	27.6	27.8	28.1		재고 균형 : 28.5억배럴	27.5	28.0	28.4	28.7	28.1	29.1	29.5	29.7	30.0
두바이유가 (달러/배럴)	82	80	82	75	72	67	64		균형 유가 : 66\$	76	65	63	60	66	57	55	54	53

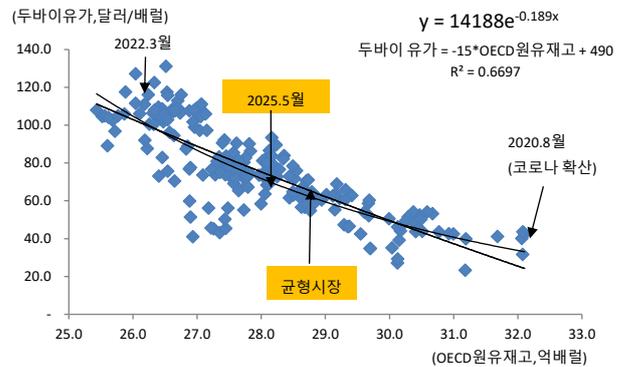
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 1. 두바이 원유가격과 OECD 원유재고량 추이 : 박스권 하향 이탈



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 유가와 원유재고량 상관관계



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

표 4. 글로벌 정유설비 증설 계획 및 특징 (2024년 5월 추정) : 2025년 신규 증설 규모 급감, 2028년부터 중국 신규증설 無

지역 구분	2022년 (만b/d)	2023년 (만b/d)	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)	2028년 (만b/d)	
아메리카	Petroperu(페루) 3.3 GCC(미국) 5.0 Phillips66(미국, Belle Chasse) - 24.7 소 계 - 16.4	Exxon Mobil(Beaumont, 미국) 25.0 NLRC(캐나다) 3.5	Phillips66(미국, Rodeo) - 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유) 5.0 Omecea(멕시코) 34.0	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q) - 26.4 Phillips66(미국, California, 4Q) - 13.9	Valero(미국, California, 린턴) - 23.6			Petrobras(브라질) 11.5
유럽	Donges(프랑스) 22.2 Ukratnafta(우크라이나) - 20.1 소 계 - 2.1		Eni(이탈리아, Livorno) - 12.0	Shell(독일, Rheinland) - 14.7 Gelsenkirchen(독일) - 8.0 Grangemouth(영국) - 13.1 소 계 - 12.0				
동유럽	Scrap - 12.0 SOCAR(아제르바이잔) 3.0 ISK Refinery(러시아) 7.0 소 계 10.0	Uzbekneftegaz(우즈베크스탄) 10.0	Vaysky(러시아) 3.0					Novosibirsk(러시아) 5.0 Soyuznefteprod(러시아) 2.0 Ordabasy(카자흐스탄) 4.0 Dangshara(타지스탄) 1.0
아프리카	Trinity Energy(남수단) 2.5 Shell(남아공, Durban) - 17.2 natref Refinery(남아공) 10.8 소 계 14.7		Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0			Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0		
아시아	중국 Rongsheng Petrochemical(1,2분기) 20.0 Shenghong Petchem 32.0	Sinopec Hainan 10.0 Petrochina PDVSA-Jieyang(1H) 40.0 Hebei Xinhai 17.0		Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Sinopec Zhenhai(중국) 25.8 CNOOC Dahe 12.0 Petrochina Dalian(중국, 3분기) - 41.0 Dalian 2 - 8.0	Huajin Aramco Petrochemical 30.0 CNPC(Karamay) 10.0			Aramco/Sinopec Gule 32.0
일본	ENEOS(4Q) - 11.2	ENEOS(4Q) - 11.9	Idemitsu(Yamaguchi, 1Q) - 12.0					
한국								
인도		Nagarjuna Oil 12.0	Visakhapatnam2 7.0	Indian Oil-Barauni - 7.1 Indian Oil-Barauni 13.1 Indian Oil-Koyali 8.1	Hindustan Petroleum(Rajasthan) 6.0 Numaligarh Refinery 10.0	Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil(Panipat) 10.0	Indian Oil(Panipat) 10.0	
태국					Thai Oil 12.5			
말레이시아	Petronas (복합로 재가동) 22.0							
베트남		Petro Vietnam/Gazprom Neft 4.0						
인도네시아				Petamina Balikpapan 10.0		Petamina/Ponorejo 30.0		
몽골리아								
호주	Caltex-Lytton - 12.9							
아시아 소 계	58.8	71.1	-13.0	51.9	63.5	88.9	10.0	
중동	Scrap - 18.0	NIOC-Abadan 20.0			NIOC-Siraf 6.0 Persian Gulf Star(스물리타) 12.0		NIOC-Abadan - 23.5	
아프리카			KPC-Al-zour 61.5					
아프리카			Karbala Refinery(3Q) 14.0					
이란				Baba Refinery 6.5			Dhi Qar refinery 10.0	
소 계	3.0	43.0	64.2	6.5	40.5	-	- 13.5	
글로벌 신규증설 합계	53.5	163.6	99.7	16.3	102.4	88.9	8.0	
[글로벌 수급]								
글로벌 상암정제 capa(영국)	10,191	10,354	10,454	10,470	10,573	10,661	10,669	
Capa 증감	54	164	100	16	102	89	8	
러시아연수	315	315						
글로벌 상암정제 capa(유류)	9,876	10,354	10,454	10,470	10,573	10,661	10,669	
글로벌 정제량	8,356	8,552	8,552	8,779	8,979	9,159	9,209	
수요 증감	230	196	100	127	100	80	70	
글로벌 설비 가동률(유류)	84.6%	82.6%	82.8%	83.8%	84.0%	84.0%	84.6%	
[아시아 수급]								
아시아 상암정제 capa	3,724.6	3,795.7	3,782.7	3,834.6	3,898.1	3,987.0	3,997.0	
Capa 증감	58.8	71.1	- 13.0	51.9	63.5	88.9	10.0	
아시아 정제량	3,288	3,378	3,468	3,558	3,648	3,738	3,828	
수요 증감	270	90	90	90	90	90	90	
아시아 설비 가동률	88.3%	89.0%	91.7%	92.8%	93.6%	93.7%	95.8%	

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 5. 2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2025년 3분기 Petrochina Dalian △41 만 b/d 폐쇄

분기	글로벌 주요 정유설비(상암정제설비) 증설			
	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	ZPC(중국) 20만b/d	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d Houston Refining(미국, 1Q) -26.4만b/d
2분기	Donges(프랑스) 22.2만b/d	Abadan(이란) 23만b/d		Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d Omecea(멕시코) 34만b/d
3분기	Petronas(말레이시아) 22만b/d(재가동) HPCL(인도) 12.5만b/d 중국 local -10만b/d Abadan(이란) -23.5만b/d	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	Petrochina Dalian(중국) 폐쇄 -41만b/d
4분기	Shenghong(중국) 32만b/d ENEOS(일본) -11.2만b/d	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d		Phillips66(미국) -13.9만b/d (벤수)우크라이나 종전 -> 러시아 수출 80만b/d

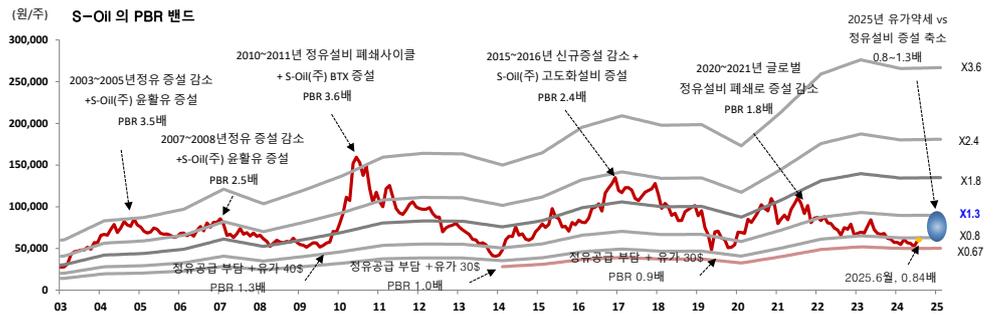
자료 : 유안타증권 리서치센터

표 6. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 2025년 8만원(기준 9만원)

구분	기준일 (2025.6월)	주요 내역					
(+ 영업자산가치)	20조 4,788억원	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	*6.5x	8조 737
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	*4.5x	3조 1,356
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		▶사린프로젝트	2,588	3,800	6,388	*4.5x	2조 8,744
		합계	1조 9,236	5,714	2조 4,950	7.1x	20조 4,788
*사업부문 EBITDA = 2022~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 EV/EBITDA 배율은 평균 업황 이상(7.5배)에서 평균(6.5배)으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배) *화학부문 EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치(4.5배)를 적용했음(바닥 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *윤활유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치(11.5배)를 적용했음(바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배) *사린프로젝트(에틸렌 180단톤/년)는 2026년 상반기에 완공, EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치(4.5배)를 적용했음							
(+ 투자자산가치)	9,241억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil/토탈윤활유	50%+1주	316	**0.5x	158	윤활유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 80만㎡ 온산 30만㎡	1,400	1.0x	1,400	
		전력비축유		2,000	1.0x	2,000	
		기타		569만배럴	배럴당 70\$	5,377	환율 1,300원 적용
				175	**0.5x	88	
합계		9,235	0.95x	9,241			
(-) 순차입금	12조 2,218억원						
(+) 총차입금	10조 1,200억원	2024년 말 차입금 7.6조원 + 2025~2026년 차입금 증가액 2.5조원(사린프로젝트 투자비)					
(-) 현금성자산	1조 8,630억원						
(+) 탄소배출 부담	3조 9,648억원	연간 탄소배출량 9,541,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,250원 = 2,986억원 (연간 탄소배출량 시회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 2,986억원 / WACC(7.5%) = 3조 9,648억원					
보통주 주주가치(A)	9조 1,810억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	80,000원/주	* 목표주가 하향 배경(기준 90,000원 → 신규 80,000원): ① 사린프로젝트 불확실성 가치를 2.8조원으로 반영					
(직전 가치)	(90,000원/주)	② 2025년 ~ 2026년 차입금 2.5조원 증가로, 재무부담 증가 반영					

자료: 유안타증권 리서치센터

그림3. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2025년 6월 0.84배 바닥권 수준



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	315,749	260,645	300,565
매출원가	336,209	354,112	308,929	242,242	274,554
매출충이익	21,057	12,259	6,820	18,403	26,011
판매비	7,512	8,037	6,787	9,846	11,354
영업이익	13,546	4,222	33	8,557	14,658
EBITDA	20,737	11,741	8,281	19,361	27,466
영업외손익	-2,229	-7,547	525	959	-4,263
외환관련손익	-597	-5,930	3,649	4,871	0
이자손익	-1,805	-2,292	-2,713	-3,948	-4,304
관계기업관련손익	23	59	59	36	41
기타	150	616	-471	0	0
법인세비용차감전순손익	11,317	-3,325	558	9,516	10,395
법인세비용	1,829	-1,395	67	2,298	2,512
계속사업순손익	9,488	-1,930	491	7,218	7,883
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,488	-1,930	491	7,218	7,883
지배지분순이익	9,488	-1,930	491	7,218	7,883
포괄순이익	9,267	-1,526	509	7,218	7,883
지배지분포괄이익	9,267	-1,526	509	7,218	7,883

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	25,257	14,676	7,027	10,906	14,913
당기순이익	9,488	-1,930	491	7,218	7,883
감가상각비	7,115	7,410	8,123	10,689	12,703
외환손익	-901	3,967	-3,199	-4,871	0
중속, 관계기업관련손익	-23	-59	-59	-36	-41
자산부채의 증감	14,731	8,289	4,715	1,741	-1,433
기타현금흐름	-5,152	-3,001	-3,044	-3,834	-4,199
투자활동 현금흐름	-20,661	-30,270	-30,821	-11,016	-8,350
투자자산	1,366	32	114	51	-49
유형자산 증가 (CAPEX)	-21,856	-30,419	-35,417	-16,417	-8,300
유형자산 감소	203	35	0	0	0
기타현금흐름	-375	82	4,482	5,350	0
재무활동 현금흐름	1,932	15,388	12,661	-1,790	-12,767
단기차입금	1,887	12,037	-2,822	-1,440	-1,539
사채 및 장기차입금	4,298	9,635	38,309	0	-8,791
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,727	-1,893	-15	-350	-2,438
기타현금흐름	-526	-4,391	-22,810	0	0
연결범위변동 등 기타	2	32	2,527	1,688	6,037
현금의 증감	6,530	-174	-8,606	-212	-167
기초 현금	13,103	19,633	19,458	10,853	10,641
기말 현금	19,633	19,458	10,853	10,641	10,474
NOPLAT	13,546	4,222	33	8,557	14,658
FCF	3,401	-15,743	-28,390	-5,511	6,613

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	96,478	100,480	74,657	68,590	73,916
현금및현금성자산	19,633	19,458	10,853	10,641	10,474
매출채권 및 기타채권	29,899	34,792	22,527	21,096	22,856
재고자산	46,392	44,931	37,116	33,170	36,903
비유동자산	119,284	144,034	172,809	178,372	173,914
유형자산	111,520	135,818	163,521	169,250	164,847
관계기업 등 지분관련 자산	409	427	384	384	384
기타투자자산	1,268	1,603	501	450	499
자산총계	215,761	244,514	247,466	246,962	247,829
유동부채	92,545	116,567	99,454	94,281	107,260
매입채무 및 기타채무	60,740	74,105	57,417	51,587	57,240
단기차입금	21,425	33,549	30,832	29,438	27,855
유동성장기부채	6,398	6,599	3,891	5,988	14,851
비유동부채	32,840	40,991	60,240	58,041	40,485
장기차입금	6,997	13,157	42,293	42,293	38,795
사채	21,370	24,755	38,064	35,966	21,811
부채총계	125,386	157,558	159,695	152,322	147,745
지배지분	90,376	86,956	87,772	94,640	100,084
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	73,796	70,305	70,779	77,647	83,091
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	90,376	86,956	87,772	94,640	100,084
순차입금	38,389	60,007	104,207	103,458	93,295
총차입금	58,381	80,053	115,539	114,099	103,770

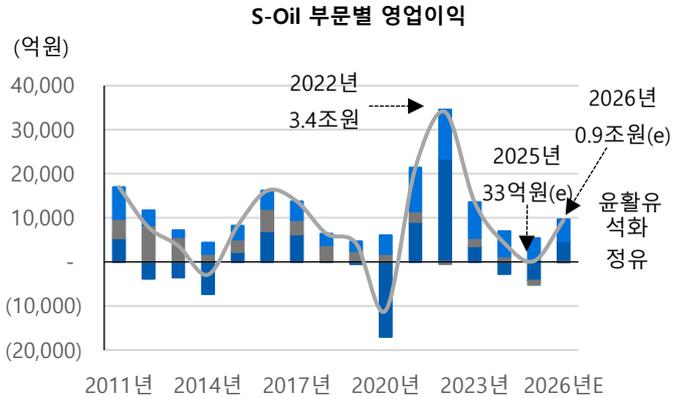
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,369	-1,720	421	6,346	6,936
BPS	77,629	74,692	75,392	81,291	85,968
EBITDAPS	17,784	10,069	7,102	16,604	23,555
SPS	306,391	314,199	270,786	223,529	257,764
DPS	1,700	125	0	1,900	2,100
PER	9.0	-38.6	151.2	10.0	9.2
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.0	11.6	21.4	9.1	6.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-15.8	2.5	-13.8	-17.5	15.3
영업이익 증가율 (%)	-60.2	-68.8	-99.2	25,869.2	71.3
지배순이익 증가율 (%)	-54.9	적전	흑전	1,371.5	9.2
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	2.2	7.1	8.7
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.0	3.3	4.9
지배순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.2	2.8	2.6
EBITDA 마진 (%)	5.8	3.2	2.6	7.4	9.1
ROIC	9.3	1.8	-0.1	3.8	6.7
ROA	4.6	-0.8	0.2	2.9	3.2
ROE	10.8	-2.2	0.6	7.9	8.1
부채비율 (%)	138.7	181.2	181.9	160.9	147.6
순차입금/자기자본 (%)	42.5	69.0	118.7	109.3	93.2
영업이익/금융비용 (배)	5.7	1.5	0.0	2.2	3.4

Key Chart

연간 영업이익의 전망 :

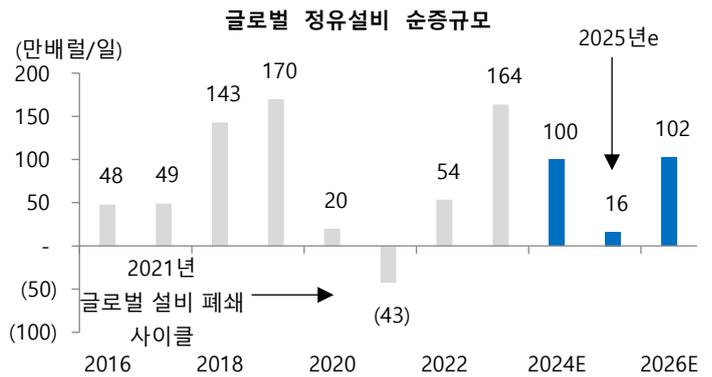
2022년 3.4조원,
 2023년 1.4조원,
 2024년 0.4조원,
 2025년 33억원(↓)
 2026년 0.9조원



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 정유설비 증설 압박 小 :

2023년 164만b/d
 2024년 100만b/d
 2025년 16만b/d(↓)
 2026년 102만b/d



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 유가하락 압력 지속 :

OPEC중산 추가 규모
 1분기 42만b/d
 2분기 40만b/d
 3분기 79~120만b/d
 4분기 0~26만b/d



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터



유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	23위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+3점
E (Environment)	-3점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+4점

ESG 평가 기업	S-Oil
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	010950 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
S-Oil	-3	1	1	-1
8 SK 이노베이션		2	3	1
9 LG 화학		2	1	-1
12 SK 아이이테크놀로지		4	3	-1
18 롯데케미칼		2	1	-1
18 SKC		-4	3	3
33 한화솔루션		2	-1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 S-Oil 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

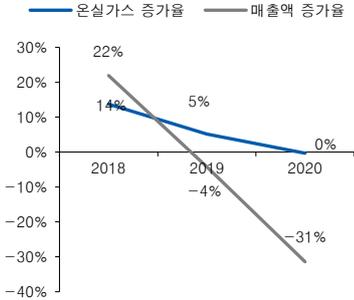
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 적장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



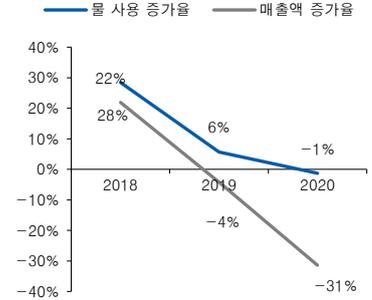
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

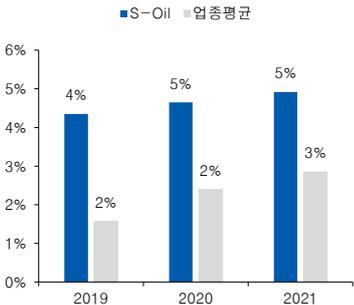
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

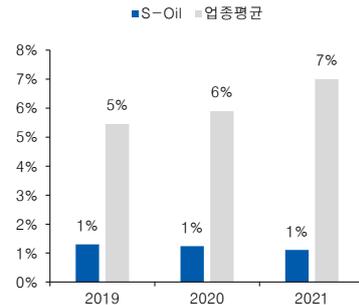
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



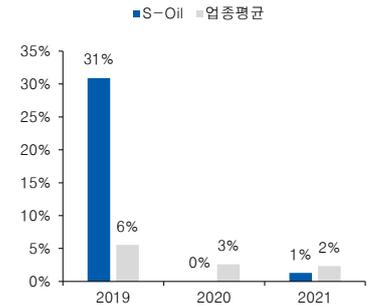
주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

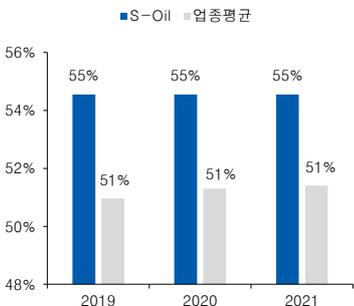
기부금 및 당기순이익 추이



주: 2020년 당기순손실 발생
 ▶ 기부금/당기순손실 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

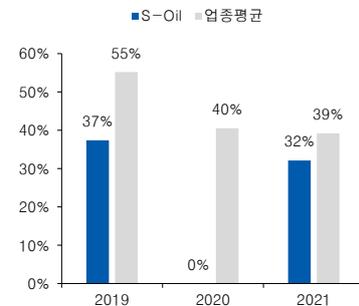
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



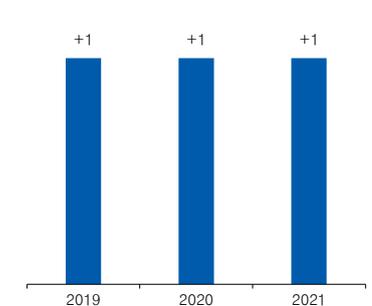
주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익 추이



주: 2020년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

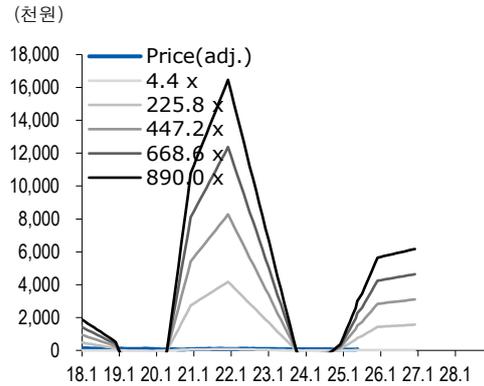
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



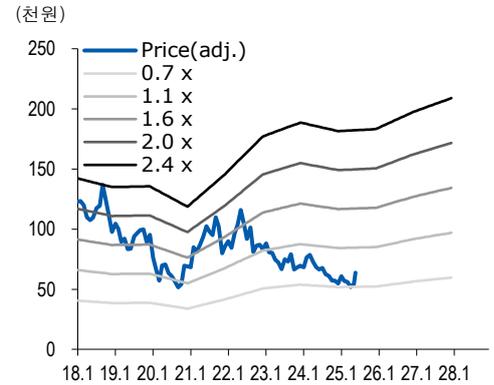
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

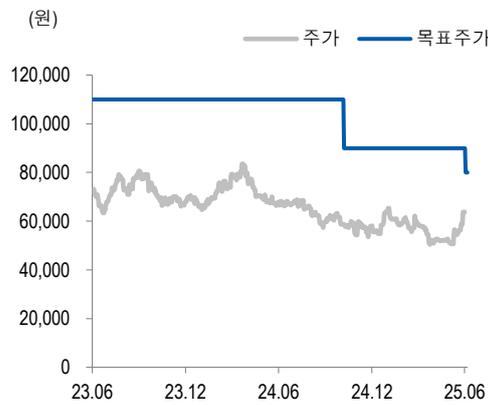
P/E band chart



P/B band chart



S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-06-17	BUY	80,000	1년		
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-06-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.