

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 92,000원

현재가 (11/3) 72,300원

KOSPI (11/3)	4,221.87pt
시가총액	8,314십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	74,900원
최저가	50,400원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	76.1%
배당수익률 (2025F)	2.1%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		7.30%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-16%	-25%
절대기준	16%	39%	24%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	92,000	90,000	▲
EPS(25)	2,795	2,494	▲
EPS(26)	7,675	7,081	▲

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 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)

등/경유 크랙 급등, 정제마진 회복세 본격화

올해 3분기 영업이익, 전 분기 대비 흑자전환

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 2,292억원으로 전 분기 대비 5,732억원 증가하며 대규모 흑자전환에 성공했다. 전 사업부문의 고른 실적 개선이 주요 요인이다. 1) 정유부문 영업이익은 1,155억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 재고 관련 손실이 축소되었고, 러시아 정제설비 가동 차질로 등/경유 제품 중심의 정제마진이 상승한 영향이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 -199억원으로 전 분기 대비 적자 폭이 축소되었다. 벤젠/PP 스프레드는 하락하였으나, 전방 증설 확대에 따른 수요 증가로 PX 스프레드가 개선된 영향이다. 3) 윤활부문 영업이익은 1,336억원으로 전 분기 대비 1.4% 증가하였다. 성수기 진입에 따른 판매량 확대와 긍정적인 래깅 효과가 실적을 견인했다.

올해 4분기 정유부문 영업이익은 2,838억원으로 전 분기 대비 145.7% 증가할 전망이다. 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생하고 있는 가운데, 난방 연료 성수기 진입으로 등/경유 크랙이 상승할 전망이며, 러시아 정제설비의 드론 공격 피해, 미국 일부 설비 화재 및 역외 설비 폐쇄 확대에 따른 공급 감소가 정제마진을 추가로 견인할 것으로 보이기 때문이다.

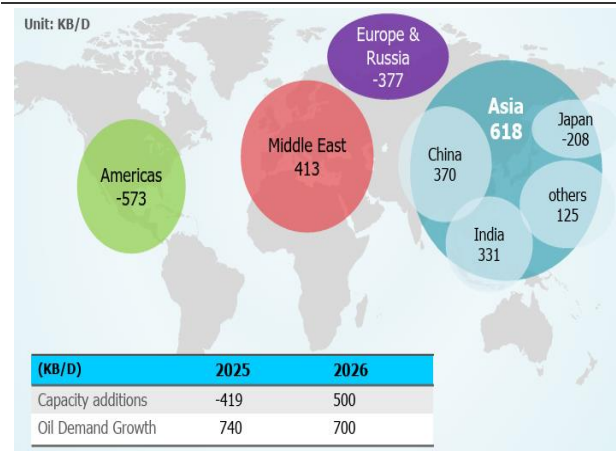
샤한 프로젝트 안정적 진척, TC2C 공정으로 경쟁력 강화

샤한 프로젝트는 올해 10월 22일 기준 진행률 85.6%를 달성하며 안정적인 진척을 보이고 있다. 총 9.3조원 규모의 이 프로젝트는 울산에 세계 최초로 TC2C(Thermal Crude to Chemicals, 4.6만B/D) 공정을 도입하여, 원유를 정제 과정 없이 직접 나프타 및 LPG 등 화학 원료로 전환한다. 이를 통해 기존 공정 대비 화학 원료 수율을 3~4배 높이고, 에너지 소비를 20~30% 절감할 것으로 예상된다. 또한 기존 정유시설의 중질유 및 부산물(연료유 잔사)을 보조 원료로 활용할 수 있어 원가 경쟁력도 강화될 전망이다. 아울러 당사는 샤한 프로젝트의 에너지 효율 제고와 탄소배출 저감을 위해 LNG 자가발전시설을 병행 건설 중에 있다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,178	34,574	37,474
영업이익	1,355	422	272	1,371	1,557
세전이익	1,132	-333	388	1,178	1,386
지배주주순이익	949	-193	326	895	1,053
EPS(원)	8,137	-1,656	2,795	7,675	9,033
증가율(%)	-54.9	-120.3	-268.8	174.6	17.7
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	4.0	4.2
순이익률(%)	2.7	-0.5	1.0	2.6	2.8
ROE(%)	10.8	-2.2	3.7	9.5	10.3
PER	8.6	-33.1	25.9	9.4	8.0
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.7	6.2	5.2

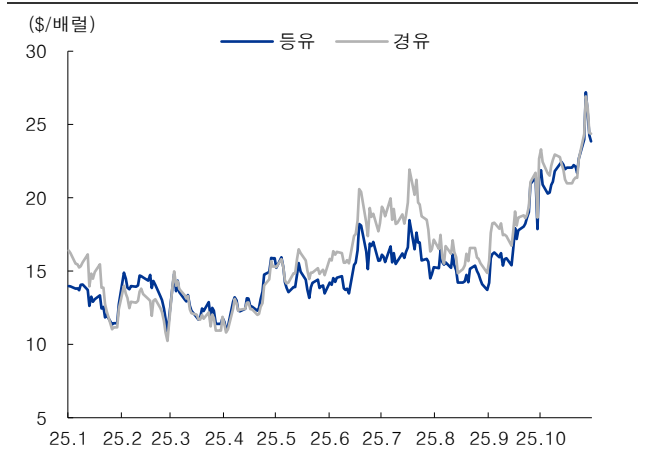
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 세계 정제설비 생산능력/수요 순증 전망



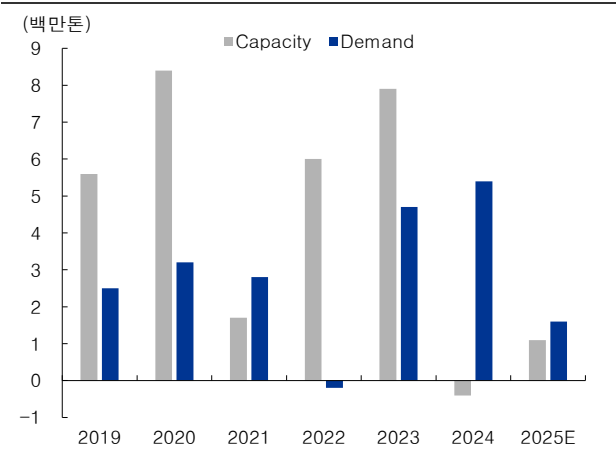
자료: IEA, PIRA, FP, IBK투자증권

그림 2. 역대 등유/경유 크랙 추이



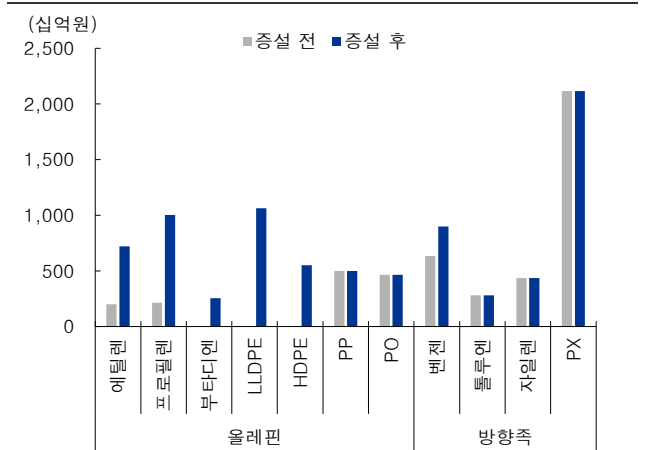
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 3. 세계 PX 생산능력/수요 순증 추이/전망



자료: CMA, TO, IBK투자증권

그림 4. 사힌 프로젝트 전/후 S-Oil 석유화학부문 매출액 비교



자료: S-Oil, 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	803	3,416	3,085	3,130	3,081
영업이익	454	161	-415	222	-22	-344	229	408	3,405	1,355	422	272
%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	284	2,344	353	-273	-99
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	33,148	32,432	35,080
매출총이익	2,106	1,226	1,031	2,142	2,393
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	3.0	6.2	6.4
판매비	751	804	759	771	837
판매비율(%)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
영업이익	1,355	422	272	1,371	1,557
증가율(%)	-60.2	-68.8	-35.6	404.1	13.6
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.8	4.0	4.2
순금융손익	-201	-444	199	-138	-139
이자손익	-181	-229	-41	-335	-336
기타	-20	-215	240	197	197
기타영업외손익	-24	-317	99	-65	-45
중속/관계기업손익	2	6	-182	10	13
세전이익	1,132	-333	388	1,178	1,386
법인세	183	-139	62	283	333
법인세율	16.2	41.7	16.0	24.0	24.0
계속사업이익	949	-193	326	895	1,053
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	326	895	1,053
증가율(%)	-54.9	-120.3	-268.8	174.6	17.7
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	1.0	2.6	2.8
지배주주당기순이익	949	-193	326	895	1,053
기타포괄이익	-22	40	-3	0	0
총포괄이익	927	-153	323	895	1,053
EBITDA	2,074	1,174	1,340	2,528	2,695
증가율(%)	-48.9	-43.4	14.1	88.7	6.6
EBITDA마진율(%)	5.8	3.2	3.9	7.3	7.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	-1,656	2,795	7,675	9,033
BPS	77,506	74,574	77,339	83,515	91,049
DPS	0	0	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	8.6	-33.1	25.9	9.4	8.0
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.7	6.2	5.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.8	2.5	-6.7	1.2	8.4
EPS증가율	-54.9	-120.3	-268.8	174.6	17.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	2.1	2.1	2.1
ROE	10.8	-2.2	3.7	9.5	10.3
ROA	4.6	-0.8	1.3	3.2	3.6
ROIC	7.8	-1.4	2.2	5.5	6.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.7	181.2	200.4	191.0	190.3
순차입금 비율(%)	42.0	68.9	82.1	76.5	54.8
이자보상배율(배)	5.7	1.5	3.0	3.5	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	9,417	9,952	13,038
현금및현금성자산	1,963	1,946	1,795	2,594	4,806
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	27,086	28,340	30,816
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	9,018	9,738	10,617
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	7,356	8,076	8,955
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	9,018	9,738	10,617
비이자부채	6766	7807	8871	8563	9579
총차입금	5,773	7,949	9,197	10,039	10,620
순차입금	3,799	5,992	7,402	7,445	5,813

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	2,297	1,928	1,968
당기순이익	949	-193	326	895	1,053
비현금성 비용 및 수익	995	1,328	947	1,350	1,309
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	-335
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	-1	0
현금의 증가	653	-17	-151	799	2,212
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,795	2,594
기말현금	1,963	1,946	1,795	2,594	4,806

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								

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -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

S-Oil	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.04.28	매수	105,000	-31.46	-23.14
	2024.04.03	매수	115,000	-38.10	-27.39
	2024.07.03	매수	100,000	-35.88	-31.20
	2024.10.07	매수	85,000	-30.98	-23.18
	2025.03.31	매수	83,000	-36.69	-31.69
	2025.04.29	매수	80,000	-24.78	-6.38
	2025.10.27	매수	90,000	-18.98	-17.89
	2025.11.04	매수	92,000		