

S-Oil (010950)

유가 급락 효과 소멸로 상저하고 전망

목표주가 8.2만원 및 투자의견 매수 유지

정제마진은 연초 이후 점진적으로 상승했음에도 불구하고, 유가 급락에 따른 대규모 재고손실로 상반기 동사는 부진한 영업이익을 기록했다. 하반기에도 OPEC+ 증산 기조 강화에 따라 유가 하향 안정화 기조는 이어지겠지만, 2분기처럼 10달러 내외의 급락이 발생할 가능성은 크지 않다. 정제마진도 미국과 유럽에 이은 중국 구조조정 및 유럽의 러시아 제재에 따른 정제품 수급 타이트 등으로 강세 기조는 이어질 것으로 예상된다. 이에 근거해 연간 기준 동사 이익은 뚜렷한 상저하고의 흐름을 전망한다.

역사적으로 동사 주가는 유가와 높은 상관관계를 보여왔는데, 하반기 유가 하향 안정화 지속에 따라 탄력도는 그리 강하지 않겠다. 그럼에도 추가 재고손실 발생은 제한적이고 정제마진도 강보합 이어지는 상황에서 밸류에이션은 PBR 0.84배에 그치는 등 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 이에 투자의견 매수와 목표주가 8.2만원을 유지한다.

2Q25 Review: 영업이익 -3,440억원 (vs 컨센서스 -2,473억원)

2분기 영업손익은 -3,440억원으로 QoQ 적자규모가 확대되었고, 컨센서스 -2,473억원 대비로도 손실 규모가 훨씬 컸다. 환율하락으로 영업이익에서 약 -1,740억원의 효과가 발생했고, 유가도 급락함에 따라 총 -1,833억원의 재고평가손실이 발생한 영향이다.

사업부별로는 정유부문에서 재고손실 효과가 가장 크게 반영되며 -4,411억원 적자를 기록했고, 석유화학은 벤젠 스프레드 악화에도 불구하고, PX/PO/PP 스프레드가 소폭 개선되며 영업적자 규모는 -346억원으로 전분기 -745억원 대비 축소되었다. 윤활유는 VGO 하락 및 성수기 효과로 1,318억원(+20.1%QoQ)의 호실적을 달성하였다.

유가 약세로 주가 탄력도는 강하지 않겠지만, 정제마진 강세 요인은 다분

유가 래깅효과를 제거한 Spot 정제마진은 2분기 평균 8.5달러로 1분기 평균 6.5달러 대비 2달러 상승했다. 지난해 북미와 유럽 중심으로 시작된 소규모 노후설비 가동중단 및 폐쇄 움직임은 25년 들어 더욱 활발해지고 있다. 상반기에만 LYB(미국, 26만b/d), Shell(독일, 15만b/d), Petrolneos(영국, 15만b/d) 등의 설비가 폐쇄되었고, 하반기에는 Phillips(미국, 15만b/d), Exxon(프랑스, 14만b/d) 또한 정제설비 폐쇄를 계획하고 있다.

북미/유럽의 구조조정보다 최근 더욱 고무적인 포인트는 중국 내에서도 CDU 구조조정 움직임이 활발해지고 있다는 점이다. Teapot 가동률은 7월 현재 48% 수준으로 대폭 하향되었고, NOC 역시 75% 내외에 그치고 있다. 실질적인 설비 폐쇄 또한 진행되는 모습인데, 24년 약 21만b/d 규모의 노후설비 퇴출에 이어 25년에는 그 두 배 달하는 41만b/d 설비가 운영을 중단할 예정인 것으로 파악된다.

러시아 제재 장기화에 따른 유럽의 정제품 조달 차질로 휘발유 및 중간유분 재고는 5년 평균치를 모두 하회하고 있을 뿐만 아니라, 6월 기준 연중 최저점까지 감소했다. 특히 당초 수입 의존도가 높았던 중간유분은 미국과 아시아 지역 재고마저 연쇄적으로 감소시키면서 휘발유와 달리 중간유분 재고는 글로벌 전 지역에 걸쳐 5년 평균치 대비 큰 폭 하회하고 있다. 유럽의 18차 제재로 26년부터는 러시아산 원유로 생산된 제3국 정제품 수입도 제한되는데, 이로 인해 중간유분 재고 소진 속도는 더욱 빨라질 수밖에 없다. 유가 약세로 주가 탄력도는 그리 강하지 않겠지만, 글로벌 구조조정과 타이트한 재고로 정제마진 강세 이어지며 이익 체력이 개선되고, 밸류에이션 부담도 낮아 하단은 견고하게 막혀있다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

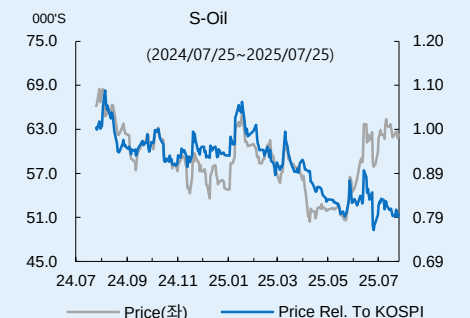
목표주가(12M)	82,000원(유지)
증가(2025.07.25)	62,300원
상승여력	31.6 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	7,183십억원
외국인지분율	74.2%
52주 주가	50,400~68,500원
60일평균거래량	316,226주
60일평균거래대금	18.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	19.6	2.6	-6.2
상대수익률	2.5	-5.8	-23.4	-23.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	33,342	32,476	32,683
영업이익(십억원)	422	161	1,103	1,014
순이익(십억원)	-193	-150	496	453
EPS(원)	-1,656	-1,289	4,254	3,889
BPS(원)	74,574	73,289	77,353	81,053
PER(배)			14.6	16.0
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	-2.2	-1.7	5.6	4.9
배당수익률(%)		0.5	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	10.4	15.2	7.1	6.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

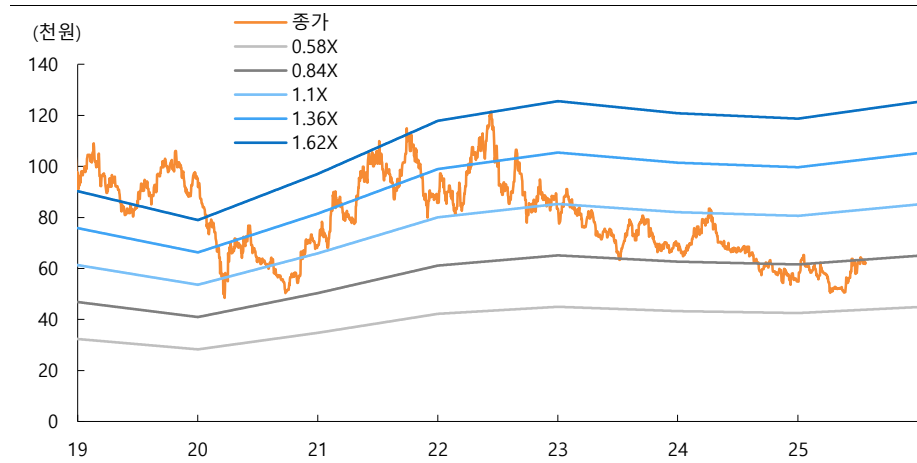
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,016	8,287	35,727	36,637	33,342
영업이익	454	161	-415	261	-22	-344	241	286	1,355	422	161
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-4.3%	3.0%	3.5%	3.8%	1.2%	0.5%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,209	6,465	28,257	28,804	26,006
영업이익	250	-95	-574	173	-57	-441	143	198	353	-245	-157
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	2.3%	3.1%	1.3%	-0.9%	-0.6%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,081	1,066	4,385	4,703	4,309
영업이익	48	110	5.0	-28	-75	-35	-20	-8	191	135	-138
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.3%	-1.9%	-0.8%	4.3%	2.9%	-3.2%
윤활유											
매출액	767	811	745	807	791	755	726	756	3,085	3,130	3,027
영업이익	156	146	154	115.9	110	132	119	96	811	571	456
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	16.3%	12.7%	26.3%	18.3%	15.1%

자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-Oil 12M Forward 기준 PBR 추이



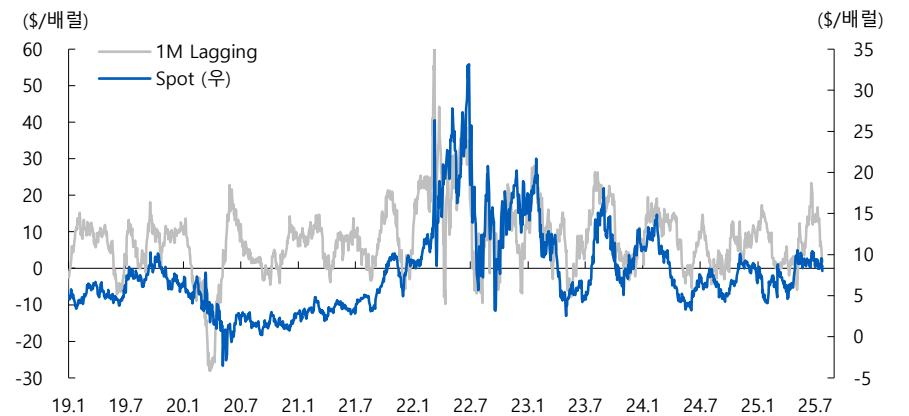
자료: iM증권 리서치본부

표2. 글로벌 정제설비 구조조정 계획

지역	정제설비 위치	업체명	정제설비 폐쇄 or 가동중단 내용	생산규모	발표 시기	실행 시기
북미	미국 (California)	Phillips 66	정유소 폐쇄 완료 및 재생 가능 연료 생산 시설로 전환	12.8만b/d	2024.02	2024.02
	미국 (Houston)	LyondellBasell	CDU 및 휘발유 생산 FCC 점진적 폐쇄	26.4만b/d	2024.11	2025.01
	미국 (Los Angeles)	Phillips 66	정유소 폐쇄	15만b/d	2024.1	2025년 말
	미국 (California)	Valero Energy	정유소 2곳 폐쇄	23.6만b/d	2024.11	-
유럽	독일 (Gelsenkirchen)	BP	CDU 부분적 영구 폐쇄(유닛 5개)	8.6만b/d	2024.03	2025.2Q
	독일 (Wesseling)	Shell	정유소 폐쇄 후 기유 생산설비로 전환	15만b/d	2024.01	2025.2Q
	영국 (Grangemouth)	Petroineos	정유소 폐쇄	14.5만b/d	2023.11	2025.2Q
	프랑스 (Toulouse)	Exxon Mobil	연료 터미널 매각	-	2024.04	2024년 말
	프랑스 (For-sur-Mer)	Exxon Mobil	정유소 및 석유 터미널 매각 완료	14만b/d	2024.1	2025년 말
아시아	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	12만b/d	2024.1	2023.1
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	9만b/d	2024.1	2024.1Q
	일본 (Yamaguchi)	Idemitsu Kosan	정유소 폐쇄 후	12만b/d	2024.01	2024.03
	싱가포르 (Bukom)	Shell	정유소 매각 절차 마무리 단계	-	2024.05	2024.05
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 완전 폐쇄	20만b/d	2024.1	2025년 중반

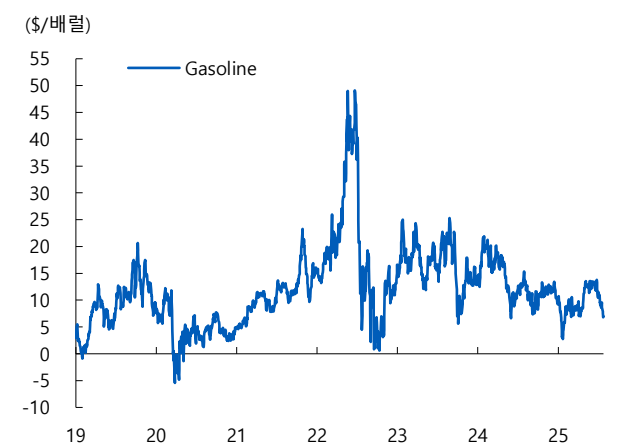
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림2. 복합정제마진 추이



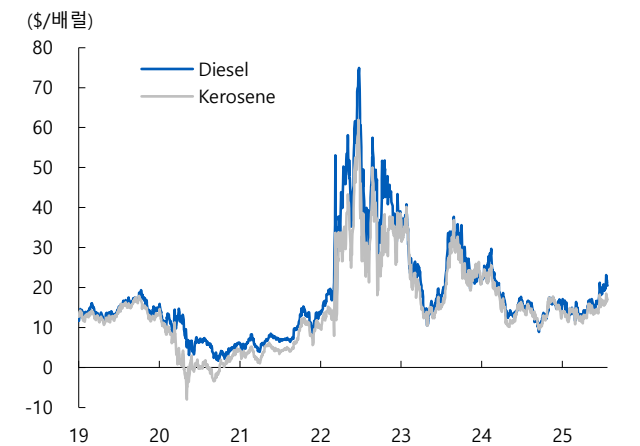
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림3. 휘발유 마진 추이



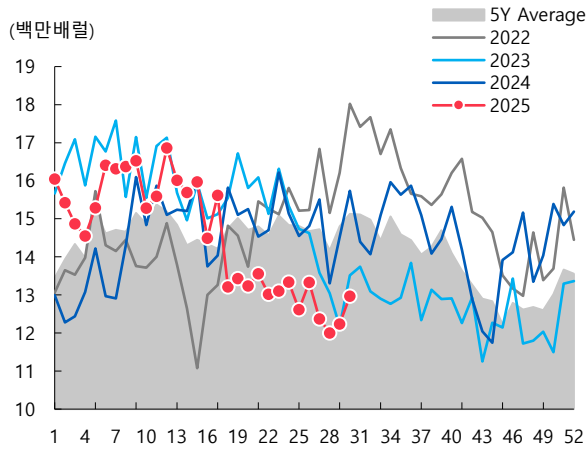
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 등/경유 마진 추이



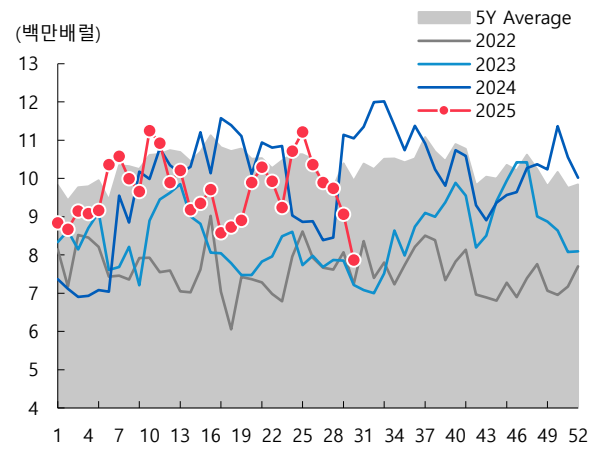
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 싱가포르 경질유분 재고 추이



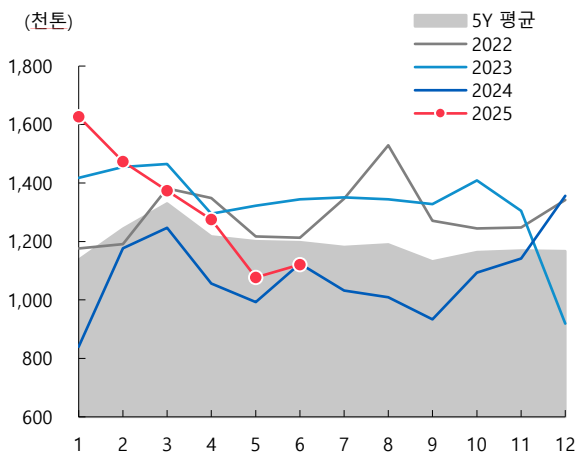
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 싱가포르 중간유분 재고 추이



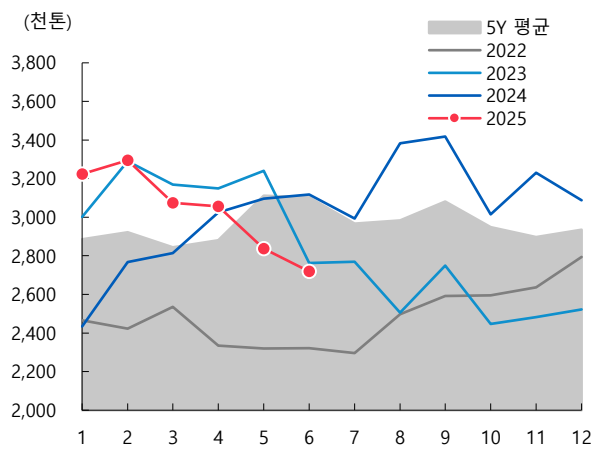
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 유럽 휘발유 재고 추이



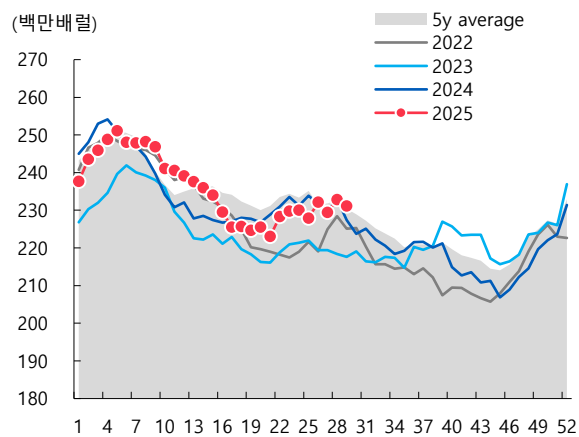
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 중간유분 재고 추이



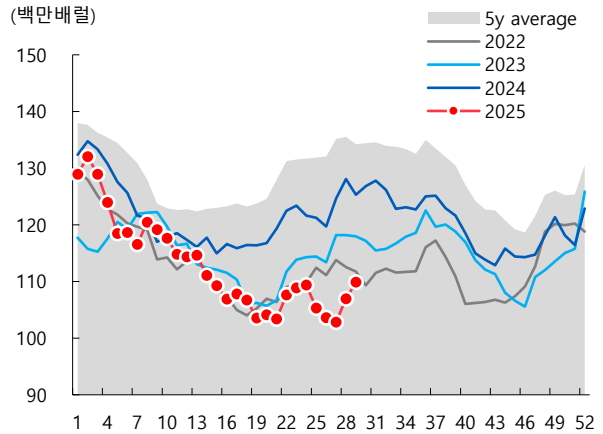
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 휘발유 재고 추이



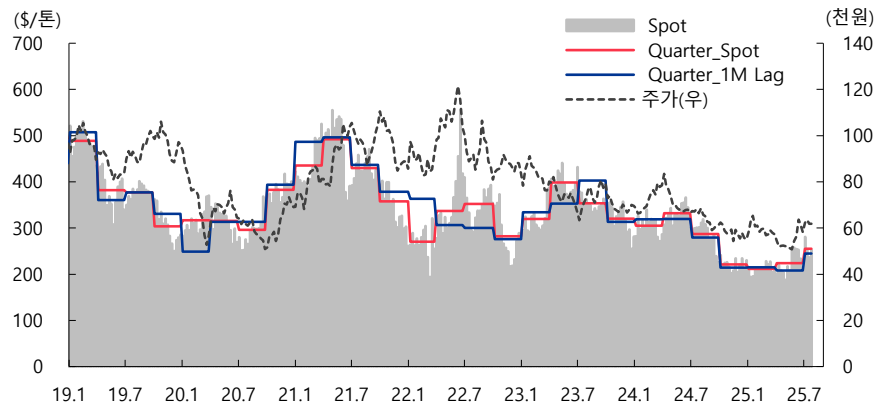
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 중간유분 재고 추이



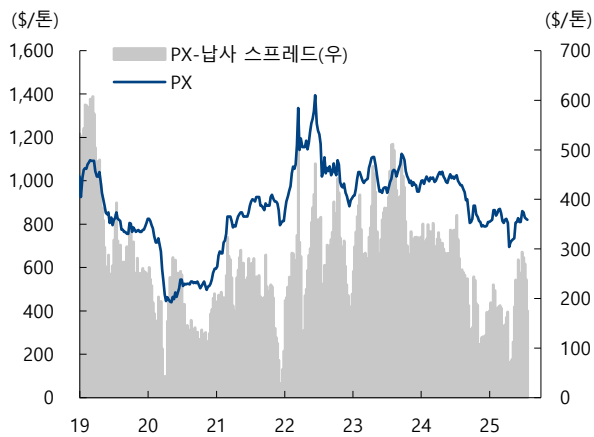
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



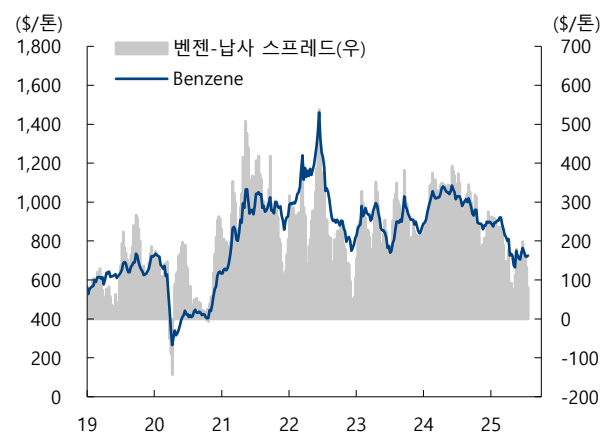
자료: iM증권 리서치본부

그림12. PX 가격 및 스프레드 추이



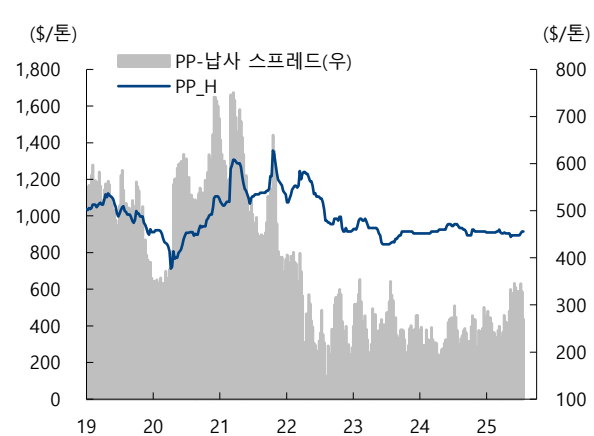
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림13. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



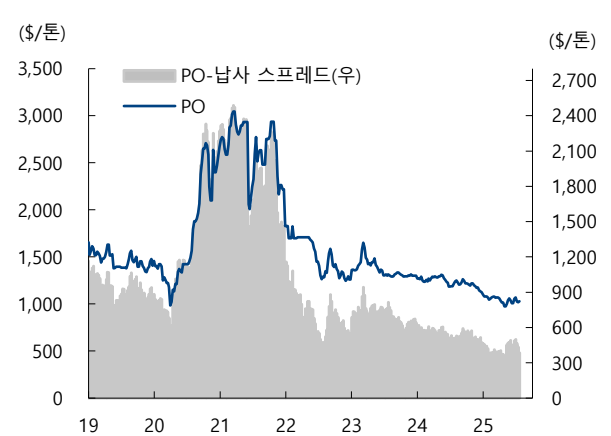
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림14. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림15. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

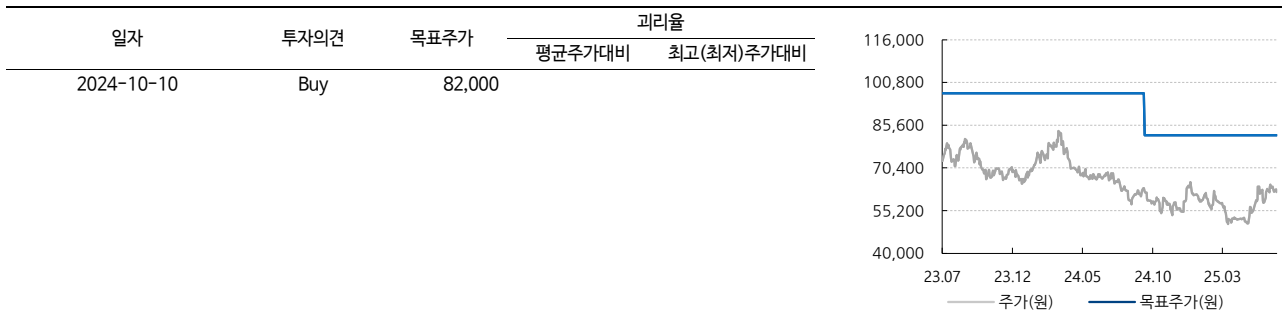
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,048	8,184	8,407	9,212	매출액	36,637	33,342	32,476	32,683
현금 및 현금성자산	1,946	1,245	1,643	2,404	증가율(%)	2.5	-9.0	-2.6	0.6
단기금융자산	29	29	30	31	매출원가	35,411	32,504	30,722	31,010
매출채권	3,511	2,794	2,722	2,739	매출충이익	1,226	838	1,755	1,674
재고자산	4,493	4,045	3,940	3,966	판매비와관리비	804	677	651	659
비유동자산	14,403	16,071	16,622	16,521	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	13,582	15,257	15,814	15,715	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	149	135	123	116	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,451	24,255	25,029	25,733	영업이익	422	161	1,103	1,014
유동부채	11,657	11,110	11,260	11,533	증가율(%)	-68.8	-61.8	584.3	-8.1
매입채무	4,982	4,534	4,416	4,444	영업이익률(%)	1.2	0.5	3.4	3.1
단기차입금	3,355	2,855	2,655	2,355	이자수익	53	35	45	66
유동성장기부채	660	660	660	660	이자비용	283	240	239	230
비유동부채	4,099	4,599	4,749	4,749	지분법이익(손실)	6	6	6	6
사채	2,475	2,475	2,475	2,475	기타영업외손익	-317	-80	-122	-118
장기차입금	1,316	1,816	1,966	1,966	세전계속사업이익	-333	-211	697	637
부채총계	15,756	15,709	16,009	16,282	법인세비용	-139	-61	200	183
지배주주지분	8,696	8,546	9,020	9,451	세전계속이익률(%)	-0.9	-0.6	2.1	1.9
자본금	292	292	292	292	당기순이익	-193	-150	496	453
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	-0.5	-0.5	1.5	1.4
이익잉여금	7,030	6,840	7,274	7,665	지배주주귀속 순이익	-193	-150	496	453
기타자본항목	42	83	123	163	기타포괄이익	40	40	40	40
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-153	-110	536	494
자본총계	8,696	8,546	9,020	9,451	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,468	1,369	1,451	1,439	주당지표(원)				
당기순이익	-193	-150	496	453	EPS	-1,656	-1,289	4,254	3,889
유형자산감가상각비	741	724	743	749	BPS	74,574	73,289	77,353	81,053
무형자산상각비	11	17	15	12	CFPS	4,793	5,071	10,753	10,421
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6	DPS	-	350	550	550
투자활동 현금흐름	-3,027	-2,367	-1,267	-619	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,038	-2,400	-1,300	-650	PER			14.6	16.0
무형자산의 처분(취득)	-27	-3	-3	-5	PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	-2	-	-	-	PCR	11.4	12.3	5.8	6.0
재무활동 현금흐름	1,539	-97	-172	-444	EV/EBITDA	10.4	15.2	7.1	6.9
단기금융부채의증감	221	-500	-200	-300	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,589	500	150	-	ROE	-2.2	-1.7	5.6	4.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.2	2.7	5.7	5.4
배당금지급	-7	-7	-7	-7	부채비율	181.2	183.8	177.5	172.3
현금및현금성자산의증감	-17	-701	398	761	순부채비율	67.1	76.4	67.4	53.1
기초현금및현금성자산	1,963	1,946	1,245	1,643	매출채권회전율(x)	11.2	10.6	11.8	12.0
기말현금및현금성자산	1,946	1,245	1,643	2,404	재고자산회전율(x)	8.0	7.8	8.1	8.3

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%