S-Oil (010950)

나만 아쉬운 2분기. 하반기는 이미 정상화

더 많은 리포트 보기

2025년 6월 30일

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
wchun@kbfg.com

연구원 송윤주
yunju.jade.song@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 7.6만원 (상향)

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 7.0만원 → 7.6만원으로 8.6% 상향한다 (Target P/B 1.0배: P/B-ROE Valuation: COE 6.3%, 영구성장률 2.6%, Beta 0.7%, 2025~34년 ROE 6.4%). 목표주가를 상향한 이유는 2025년 2분기부터 정유 증설 종료 및 폐쇄 Cycle이 시작되며 정제마진이 회복되었고, 유가도 미국 Shale BEP인 60$/b에서 지지되는 모습이 확인되고 있기 때문이다. 이에 2025/26년 EPS 추정치를 적자축소/+87%로 상향, 2025~34년 ROE 추정치를 6.1% → 6.4%로 상향했다.

2Q 영업이익 -2,528억원. S-Oil이 특히 유가/환율/OSP 노출도 높기 때문

2Q25 영업이익은 -2,528억원 (OPM -3.3%)으로 적자 확대 추정한다. 이는 외부 요인 (유가/환율/OSP)에 따른 일시적 하락이다. ① 유가&환율 하락 효과 (-2,270억원 추정): 분기 말 유가는 1Q 75.2$/b → 2Q 66.6$/b, 환율도 1Q 1,452원/$ → 2Q 1,398원/$으로 하락하며 재고손실 및 마진 역래깅이 크게 발생했다. ② OSP 급등 (-1,013억원 추정): 3~4월 OSP 상승으로 원가 상승된 영향도 2Q 실적에 반영되었을 것으로 추정된다. OSP는 중동 원유에 대한 Premium/Discount 인데, 국내 도입 Mix 기준 (1~2월 +0.9$/b → 3~4월 +3.4$/b → 5~7월 +1.0$/b)으로 일시 상승해 4~6월 원가가 시장 지표 대비 높았을 것이다.
2Q 외부 요인은 S-Oil 실적에 유독 집중될 예정이다. 국내 경쟁 정유사들은 중동산 원유 도입 비중을 1~3월 69% → 4~5월 57%~55% (추정)로 낮췄지만, S-Oil은 사우디 아람코가 대주주 (지분율 63.5%)이며 대부분 원가가 장기 계약 기반으로 발생하기에 중동산 원유 비중 (85~90% 내외)을 단기에 줄이기 어려웠을 것이기 때문이다.

3Q/4Q25 1,408억원/1,901억원으로 반등 전망. 3월 경쟁사들의 폐쇄로 시황은 2개월째 Mid/Up-Cycle 수준

3Q/4Q25 영업이익은 1,408/1,901억원으로 흑자전환을 전망한다. 정제마진이 3월 경쟁사들의 폐쇄를 기점으로 2개월째 Mid/Up-Cycle 수준이기 때문이다. 윤활유는 일시적 유가 급등에 7월 부진할 수 있겠지만, 영향은 제한적일 것이다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	76,000
Dividend yield* (%)	0.1
Total return (%)	27.0
현재가 (6/30, 원)	59,900
Consensus target price (원)	72,412
시가총액 (조원)	6.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	36.6
거래대금 (3m, 십억원)	17.8
외국인 지분율 (%)	73.2
주요주주 지분율 (%)	Aramco Overseas Company BV 외 5 인 63.4
	국민연금공단 7.3

Stock Price Performance (Total Return 기준)

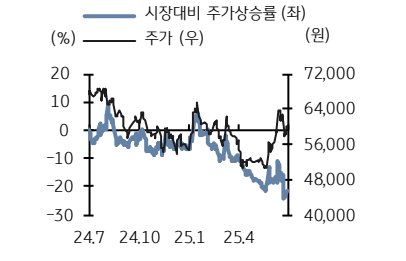
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.1	4.8	9.5	-9.6
시장대비 상대수익률	-3.4	-13.0	-15.6	-19.4

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	36,637	32,538	33,119	35,281
영업이익 (십억원)	422	57	992	1,408
지배주주순이익 (십억원)	-193	-155	501	833
EPS (원)	-1,656	-1,329	4,295	7,144
증감률 (%)	적전	적지	흑전	66.3
P/E (x)	N/A	N/A	13.9	8.4
EV/EBITDA (x)	10.5	17.2	7.6	6.1
P/B (x)	0.7	0.8	0.8	0.7
ROE (%)	-2.2	-1.8	5.7	8.9
배당수익률 (%)	0.2	0.0	0.6	1.9

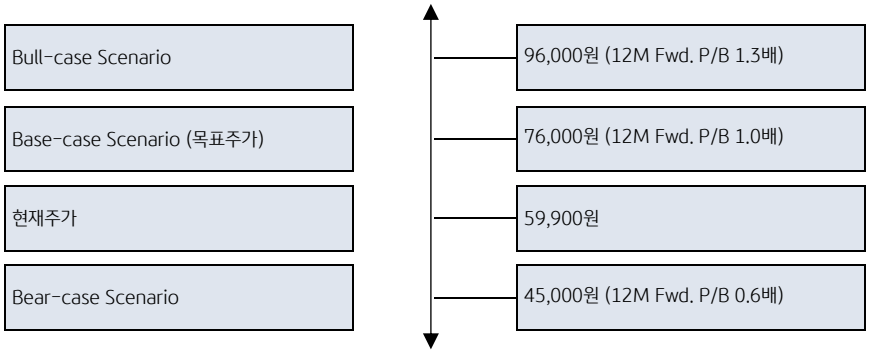
Risk & Total Return (annualized over three years)

Stock Price & Relative Performance



자료: S-Oil, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 수준
2) 2025년-26년 복합 정제마진 8~10달러/배럴 (중)

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 상회
2) 2025년-26년 복합정제마진 10~12달러/배럴(상)

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 하회
2) 2025년-26년 복합 정제마진 6~8달러/배럴 (하)

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	34,427	34,400	32,538	33,119	-5.5	-3.7
영업이익	5	749	57	992	1065.7	32.5
지배주주순이익	-221	268	-155	501	N/A	86.6

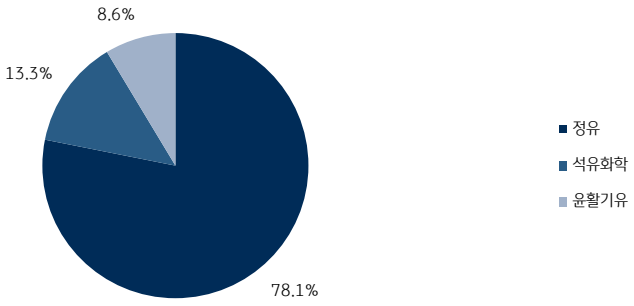
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	32,538	33,119	34,312	33,650	-5.2	-1.6
영업이익	57	992	324	972	-82.5	2.1
지배주주순이익	-155	501	43	503	N/A	-0.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (%, 2025E)



자료: S-Oil, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 75,364원 x multiple 1.0배
(COE 6.3%, ROE 6.4%, 영구성장률 2.6%)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
96,000원 ~ 45,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션
(12M Fwd. Implied) P/B 1.0배

실적민감도 분석

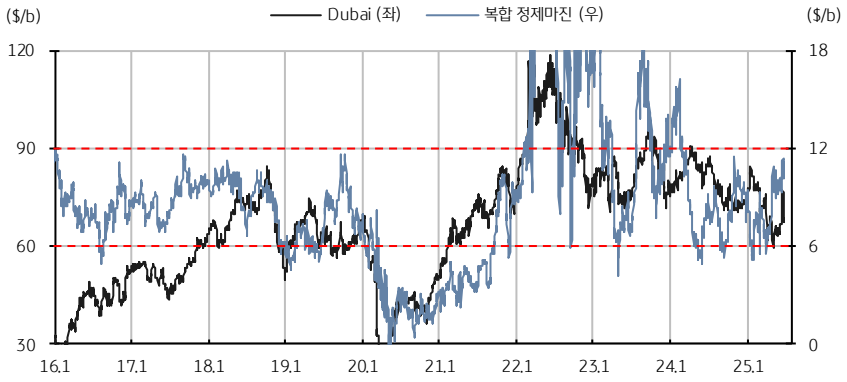
(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
금리 1%p 상승 시	N/A	-17.7
달러원 환율 10원 상승 시	N/A	+1.2

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
S-Oil	6,755	N/A	13.9	0.8	0.8	17.2	7.6	-1.8	5.7	0.0	0.6
Valero Energy Corp	56,942	20.2	14.0	1.8	1.7	9.1	7.5	8.7	12.3	3.4	3.5
Phillips 66	65,583	24.1	11.7	1.8	1.7	9.7	7.7	7.3	14.3	4.0	4.1
Reliance Industries Ltd	323,436	25.4	22.3	2.2	2.0	12.6	11.3	8.6	9.1	0.4	0.4

자료: Bloomberg 컨센서스, S-Oil은 KB증권 추정

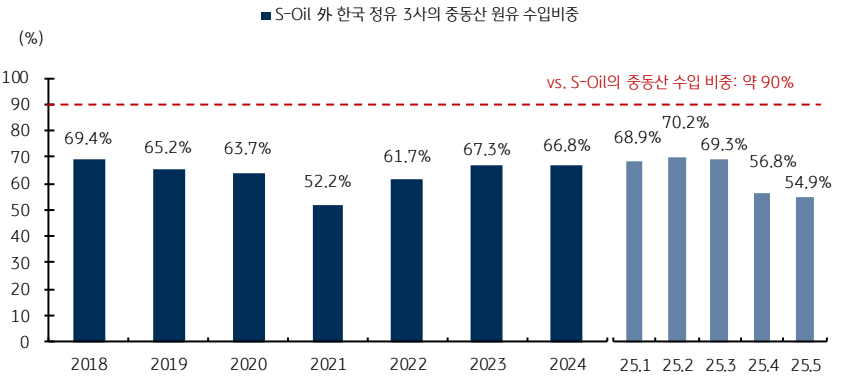
그림 1. 정제마진 및 유가



자료: Petronet, KB증권

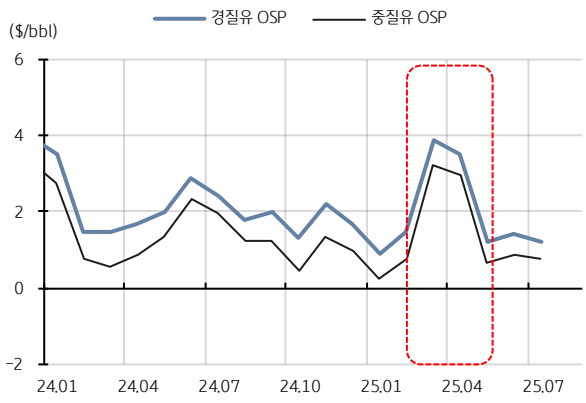
그림 2. 한국 정유사들의 중동산 원유 수입 비중

2025년 3~4월 OSP 급등 영향으로
정유업계 4~5월 중동산 원유 수입 비중 감소
(S-Oil은 중동산 비중 유지했을 것으로 예상)



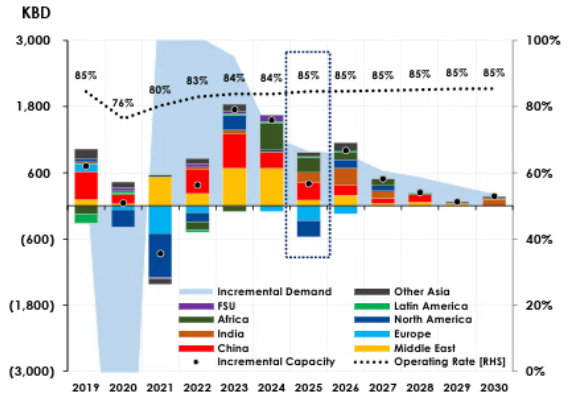
자료: Petronet, KB증권 추정

그림 3. 3~4월 OSP 급등



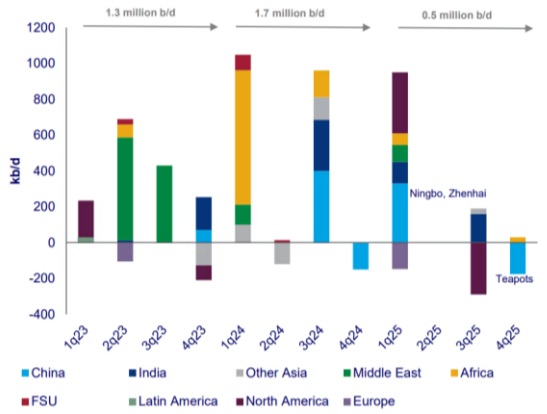
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 정유 순증설 계획 (2023~24년 Peak)



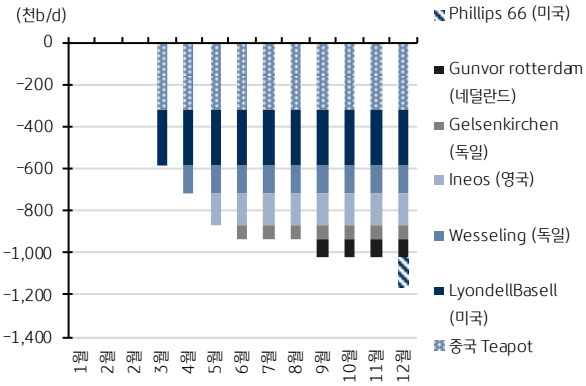
자료: Thai Oil (2024.08.~2025.04. 취합), KB증권

그림 5. 정유 설비 증설/폐쇄 계획 (2Q25부터 수급 안정화)



자료: WoodMackenzie (2024.12.), KB증권

그림 6. 정유 설비 폐쇄 계획 (2025년 월별)



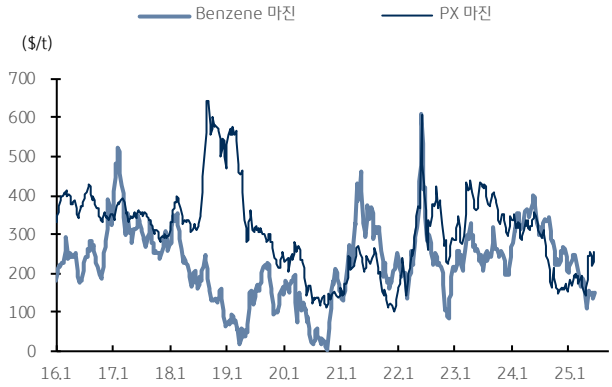
자료: FACTs (2024.12), Energy Aspect (2025.04), KB증권

그림 7. 미국/중국 정유 가동률 (6월 27일)

자료: EIA, KB증권

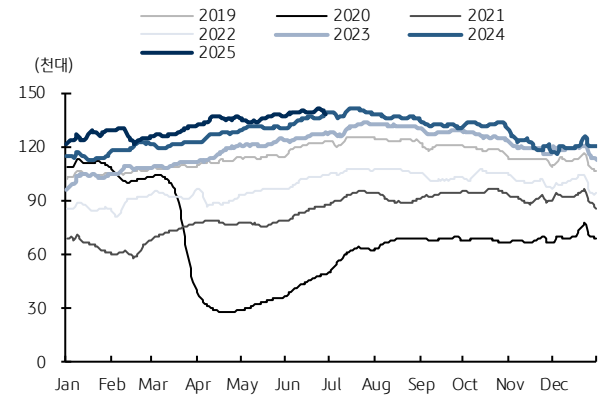
주: 중국 정유사 가동률은 KB증권 추정

그림 8. BZ/PX 마진 추이



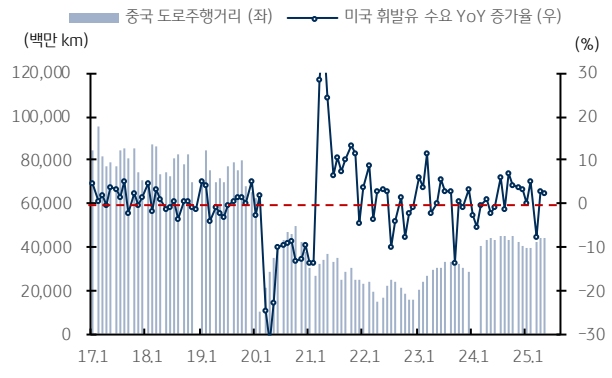
자료: Bloomberg, KB증권

그림 9. 항공 운항편수 추이 (7D 이동평균)



자료: Flighttader24, KB증권

그림 10. 중국 도로 주행거리 (5월)



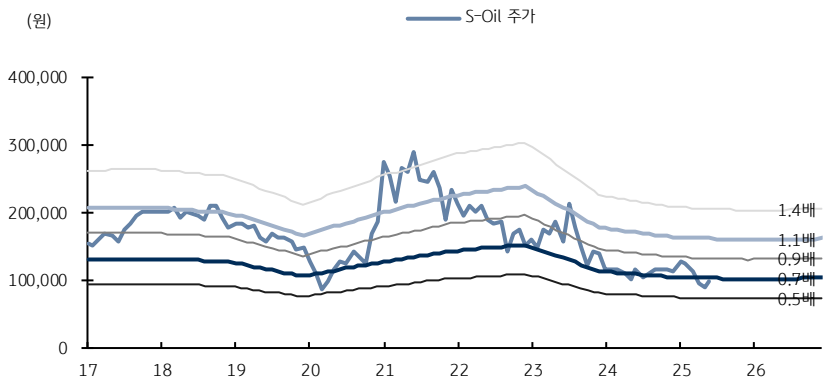
자료: Bloomberg, NBS, KB증권

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,308.5**	**9,570.8**	**8,840.6**	**8,917.1**	**8,990.5**	**7,600.8**	**7,761.0**	**8,186.1**	**35,726.7**	**36,637.0**	**32,538.5**	**33,118.6**
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	5,898.5	6,088.8	6,365.1	28,257.2	28,804.4	25,424.5	25,471.0
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	986.2	1,043.4	1,156.1	4,384.7	4,702.9	4,313.7	4,566.7
윤활기유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	716.1	628.8	664.9	3,084.9	3,129.7	2,800.3	2,731.0
영업이익	**454.1**	**160.6**	**-414.9**	**222.4**	**-21.5**	**-252.8**	**140.8**	**190.1**	**1,354.6**	**422.2**	**56.6**	**992.1**
정유	250.4	-95.0	-573.7	144.9	-56.8	-312.5	70.5	90.8	353.4	-273.4	-207.9	336.5
** 재고평가손익 ($/b)*	*20.6*	*81.1*	*-286.1*	*-38.1*	*12.2*	*-167.2*	*4.9*	*26.6*	*-219.1*	*-116.4*	*-123.4*	*56.2*
석유화학	48.0	109.9	5.0	-35.6	-74.5	-66.6	-23.1	2.6	190.6	127.3	-161.6	84.3
윤활기유	155.7	145.8	153.8	113.0	109.7	126.3	93.3	96.7	810.5	568.3	426.0	438.2
영업이익률	**4.9**	**1.7**	**-4.7**	**2.5**	**-0.2**	**-3.3**	**1.8**	**2.3**	**3.8**	**1.2**	**0.2**	**3.0**
정유	3.4	-1.3	-8.3	2.1	-0.8	-5.3	1.2	1.4	1.3	-0.9	-0.8	1.3
석유화학	4.4	8.4	0.4	-3.2	-6.6	-6.8	-2.2	0.2	4.3	2.7	-3.7	1.8
윤활기유	20.3	18.0	20.7	14.0	13.9	17.6	14.8	14.5	26.3	18.2	15.2	16.0
당기순이익	**166.2**	**-21.3**	**-206.2**	**-131.7**	**-44.6**	**-236.5**	**47.5**	**78.6**	**948.8**	**-193.0**	**-155.0**	**500.8**
지배주주순이익	**166.2**	**-21.3**	**-206.2**	**-131.7**	**-44.6**	**-236.5**	**47.5**	**78.6**	**948.8**	**-193.0**	**-155.0**	**500.8**

자료: S-Oil, KB증권 추정

그림 11. S-Oil 12개월 선행 P/B 추이



자료: S-Oil, KB증권 추정

표 2. P/B-ROE Valuation: 목표주가 76,000원으로 상향

(배, 원)	수정 전 (2025년 4월 28일)	수정 후 (2025년 6월 30일)	비고
(A) 자기자본비용 (COE)	**6.3%**	**6.3%**	**A=a+(b x c)**
(a)무위험수익률	2.6%	2.6%	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
(b)시장위험 프리미엄	5.2%	5.2%	WMI500 Total Return - 1년 만기 통안채 Total Return
(c)베타	0.71	0.71	KOSPI 대비 52주 기준 Adjusted 베타
(B) ROE	**6.1%**	**6.4%**	**2025~34년 10개년 가중평균 ROE**
(C) 영구성장률	2.6%	2.6%	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
(D) Target P/B	**0.95**	**1.01**	**D=(B-C)/(A-C)**
(E) 12M FWD BVPS	73,409	75,364	
(F) 목표주가(원)	**70,000**	**76,000**	**F=D x E**
현재주가(원)		59,900	
상승여력		26.9%	

자료: S-Oil, KB증권 추정

표 3. S-Oil ROE 추정

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	24.4%	11.0%	5.4%	-5.6%	12.3%	20.5%	18.8%	3.9%	1.0%	-13.1%	21.8%	27.2%
	2023	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**	**2031E**	**2032E**	**2033E**	**2034E**
ROE	10.8%	-2.2%	-1.8%	5.7%	8.9%	8.1%	7.9%	7.8%	7.5%	7.3%	7.0%	6.8%
할인계수			1.00	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.75	0.73	0.70
가중평균 ROE (2025~34년)			**6.4%**									

자료: S-Oil, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	35,727	36,637	32,538	33,119	35,281
매출원가	33,621	35,411	31,782	31,415	33,115
매출총이익	2,106	1,226	757	1,704	2,166
판매비와관리비	751	804	700	712	758
영업이익	1,355	422	57	992	1,408
EBITDA	2,074	1,174	933	2,079	2,459
영업외손익	-223	-755	-270	-366	-367
이자수익	56	53	29	51	71
이자비용	237	283	255	421	442
지분법손익	2	6	4	4	4
기타영업외손익	-45	-531	-47	0	0
세전이익	1,132	-333	-213	626	1,041
법인세비용	183	-139	-58	125	208
당기순이익	949	-193	-155	501	833
지배주주순이익	949	-193	-155	501	833
수정순이익	949	-193	-155	501	833

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-15.8	2.6	-11.2	1.8	6.5
영업이익 성장률	-60.2	-68.8	-86.6	1,654.1	41.9
EBITDA 성장률	-48.9	-43.4	-20.6	122.9	18.3
지배기업순이익 성장률	-54.9	적전	적지	흑전	66.3
매출총이익률	5.9	3.4	2.3	5.1	6.1
영업이익률	3.8	1.2	0.2	3.0	4.0
EBITDA이익률	5.8	3.2	2.9	6.3	7.0
세전이익률	3.2	-0.9	-0.7	1.9	3.0
지배기업순이익률	2.7	-0.5	-0.5	1.5	2.4

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,526	1,468	96	1,670	1,904
당기순이익	949	-193	-155	501	833
유무형자산상각비	719	752	876	1,087	1,051
기타비현금손익 조정	276	576	80	121	204
운전자본증감	1,473	829	-620	86	25
매출채권감소 (증가)	-27	180	102	-99	-23
재고자산감소 (증가)	209	209	112	-204	-47
매입채무증가 (감소)	882	751	-245	453	109
기타운전자본증감	410	-310	-589	-64	-15
기타영업현금흐름	-891	-496	-85	-125	-208
투자활동 현금흐름	-2,066	-3,027	-3,417	-1,364	-1,015
유형자산투자감소 (증가)	-2,165	-3,038	-3,408	-1,350	-1,012
무형자산투자감소 (증가)	-2	-27	0	0	0
투자자산감소 (증가)	87	30	-14	-14	-3
기타투자현금흐름	14	9	5	0	0
재무활동 현금흐름	193	1,539	2,708	-2	-380
금융부채 증감	649	1,810	2,724	0	-250
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-373	-189	0	-6	-134
기타재무현금흐름	-83	-82	-16	4	4
기타현금흐름	0	3	0	0	0
현금의 증가 (감소)	653	-17	-613	304	509
기말현금	1,963	1,946	1,333	1,637	2,146
잉여현금흐름 (FCF)	360	-1,571	-3,312	320	892
순현금흐름	-115	-2,197	-3,197	304	759
순현금 (순차입금)	-3,777	-5,974	-9,171	-8,868	-8,108

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	21,576	24,451	26,286	27,234	27,793
유동자산	9,648	10,048	9,087	9,758	10,352
현금 및 현금성자산	1,963	1,946	1,333	1,637	2,146
단기금융자산	32	29	11	11	11
매출채권	2,308	2,171	2,082	2,181	2,204
재고자산	4,639	4,493	4,309	4,513	4,561
기타유동자산	706	1,410	1,352	1,416	1,431
비유동자산	11,928	14,403	17,199	17,477	17,441
투자자산	304	311	298	313	316
유형자산	11,152	13,582	16,163	16,433	16,402
무형자산	116	149	142	135	127
기타비유동자산	357	362	596	596	596
부채총계	12,539	15,756	17,744	18,197	18,056
유동부채	9,255	11,657	10,050	10,503	10,613
매입채무	3,989	4,982	4,778	5,231	5,341
단기금융부채	2,782	4,015	3,286	3,286	3,286
기타유동부채	2,483	2,660	1,986	1,986	1,986
비유동부채	3,284	4,099	7,694	7,694	7,444
장기금융부채	2,991	3,934	7,229	7,229	6,979
기타비유동부채	293	165	464	464	464
자본총계	9,038	8,696	8,542	9,037	9,736
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄손익누계액	37	44	46	46	46
이익잉여금	7,380	7,030	6,875	7,370	8,069
지배지분 계	9,038	8,696	8,542	9,037	9,736
비지배지분	0	0	0	0	0

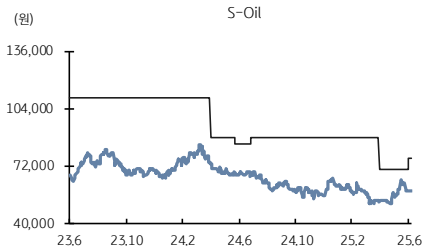
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	8.6	N/A	N/A	13.5	8.1
P/B	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.7	10.5	17.0	7.5	6.0
EV/EBIT	8.7	29.1	280.7	15.7	10.5
배당수익률	2.4	0.2	0.0	0.6	2.0
EPS	8,137	-1,656	-1,329	4,295	7,144
BVPS	77,506	74,574	73,259	77,504	83,499
SPS (주당매출액)	306,391	314,199	279,049	284,024	302,573
DPS (주당배당금)	1,700	125	0	350	1,150
배당성향 (%)	20.9	0.0	0.0	8.2	16.1
수익성지표					
ROE	10.8	-2.2	-1.8	5.7	8.9
ROA	4.6	-0.8	-0.6	1.9	3.0
ROIC	8.3	0.6	0.6	4.8	6.4
안정성지표					
부채비율	138.7	181.2	207.7	201.4	185.5
순차입비율	41.8	68.7	107.4	98.1	83.3
유동비율	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
이자보상배율 (배)	5.7	1.5	0.2	2.4	3.2
활동성지표					
총자산회전율	1.7	1.6	1.3	1.2	1.3
매출채권회전율	15.5	16.4	15.3	15.5	16.1
매입채무회전율	10.0	8.2	6.7	6.6	6.7
재고자산회전율	7.6	8.0	7.4	7.5	7.8

자료: S-Oil, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



S-Oil (010950)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-06-20	Buy	전우제	110,000	-34.31	
24-04-29	Buy	전우제	88,000	-22.00	-17.39
24-06-21	Buy	전우제	84,000	-19.92	-18.10
24-07-26	Buy	전우제	88,000	-32.88	-22.16
25-04-28	Buy	전우제	70,000	-20.29	-9.00
25-06-30	Buy	전우제	76,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.