



BUY

목표주가(12M) 95,000원(상향)
현재주가(1.08) 59,200원

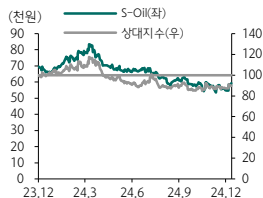
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,521.05
52주 최고/최저(원)	83,500/53,600
시가총액(십억원)	6,664.9
시가총액비중(%)	0.32
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	160.7
60일 평균 거래대금(십억원)	9.3
외국인지분율(%)	75.29
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	36,464.5	34,660.3
영업이익(십억원)	380.8	1,103.5
순이익(십억원)	(13.0)	656.3
EPS(원)	(112)	5,629
BPS(원)	76,060	80,347

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,251.3	35,676.4
영업이익	3,405.2	1,354.6	479.7	1,622.6
세전이익	2,898.5	1,131.7	21.4	1,155.8
순이익	2,104.4	948.8	16.7	878.4
EPS	18,047	8,137	143	7,533
증감율	52.66	(54.91)	(98.24)	5,167.83
PER	4.62	8.55	383.22	7.86
PBR	1.15	0.90	0.72	0.71
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.40	4.89
ROE	27.20	10.83	0.19	9.47
BPS	72,770	77,522	76,042	83,117
DPS	5,500	1,700	325	1,750



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 01월 09일 | 기업분석_Earnings Preview

S-Oil (010950)

컨센 상회 예상. 2025~27년 이익 정상화와 성장 기대

4Q24 영업이익 컨센 57% 상회 전망

4Q24 영업이익은 2,799억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 컨센(1,789억원)을 57% 상회할 전망이다. 정제마진 개선과 환율 상승에 따라 10월부터 정유 부문의 흑자가 확대된 영향이 컸다. 정유 영업이익은 1,820억원(QoQ +7,559억원)을 전망한다. 전분기 발생한 재고관련 손실과 역래깅 효과가 제거된 영향이다. 석유화학은 벤젠/PX 마진 축소 영향으로 영업이익 -258억원(QoQ -308억원)을 예상한다. 윤활기유는 판가 하락으로 영업이익 1,237억원(QoQ -20%)으로 감익이 예상되나 여전히 견조한 흐름을 전망한다.

1Q25 영업이익 QoQ +38% 개선 전망

1Q25 영업이익은 3,863억원(QoQ +38, YoY -15%)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 월 별로 개선된 개선된 이익의 흐름, 현재의 정제마진/환율의 유지 가능성 등을 감안하면 정유 부문 영업이익은 2,687억원(QoQ +48%)으로 개선이 가능하다. 석유화학/윤활기유의 합산 이익은 전분기와 유사한 흐름을 예상한다.

그림자 선단 제재, 캐나다산 원유의 아시아 유입, 그리고 2025~27년 성장

BUY를 유지하고, TP를 기존 8.5만원에서 9.5만원으로 상향한다. 2025~26년 이익 추정치를 상향함에 따른 결과다. 업황 개선과 외형/배당 성장 가능성, 역사적 하단까지 하락한 PBR 0.7배를 감안하면 적극 매수가 필요한 시점이다. 2025년에는 한국 정유업체의 원가 열위 국면 탈피가 기대된다. 2022~24년 3년 간 중국의 정유업체(특히, 산둥성 Teapot)는 러시아/이란/베네수엘라 등으로부터 10~20\$ 저렴한 원유를 그림자 선단(Dark Fleet)을 통해 조달 받았다. 10월부터 미국은 그림자 선단에 대한 제재를 강화하기 시작했고, 1/6일부터 중국은 산둥성 항구의 미국 제재 대상 유조선의 입항을 금지한 것으로 파악된다. 총 그림자 선단의 규모는 669척으로 추정되는데, 미국은 그 중 10~12월까지 35척에 대한 제재를 부과했고, 향후 100척 이상의 유조선에 제재가 부과될 전망이다. 이러한 변화는 중국 산둥성 Teapot의 구조조정을 가속화하는 요인이 될 것이다. 캐나다 원유의 아시아 유입 또한 사우디 OSP 하향을 유발해 아시아 업체 전반의 원가 부담을 경감시키는 요인이다. 2024년 5월부터 캐나다 원유는 아시아로 유입되기 시작했는데, 한국/중국 일부 업체가 이를 Dubai 대비 약5\$ 가량 저렴하게 조달한 것으로 파악된다. 중동 입장에서는 새로운 경쟁자의 등장이며, 이는 아시아향 OSP를 하향할 수 밖에 없는 요인이다. 실제, 2024년 Arab Light OSP는 2\$이나, 2025년 1~2월 평균은 1.2\$로 약 41% 하락한 상태다. 2025년 정유 업황 회복, 2026년 중반 샤힌 프로젝트의 상대적 원가 우위 부각, 2027년 Full 가동에 따른 본격적인 외형 성장과 이에 따른 배당 확대, 밸류에이션 재평가를 예상한다.

도표 1. S-Oil 4Q24 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q24F	3Q24	4Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,531.3	8,840.6	9,829.9	-13.2	-3.5	8,740.0	-2.4
영업이익	279.9	-414.9	-56.4	흑전	흑전	178.9	56.5
세전이익	107.6	-272.5	73.6	46.2	흑전	N/A	N/A
순이익	78.0	-206.2	160.5	-51.4	흑전	58.7	32.9
영업이익률	3.3	-4.7	-0.6	3.9	8.0	2.0	1.2
세전이익률	1.3	-3.1	0.7	0.5	4.3	N/A	N/A
순이익률	0.9	-2.3	1.6	-0.7	3.2	0.7	0.2

자료: 하나증권

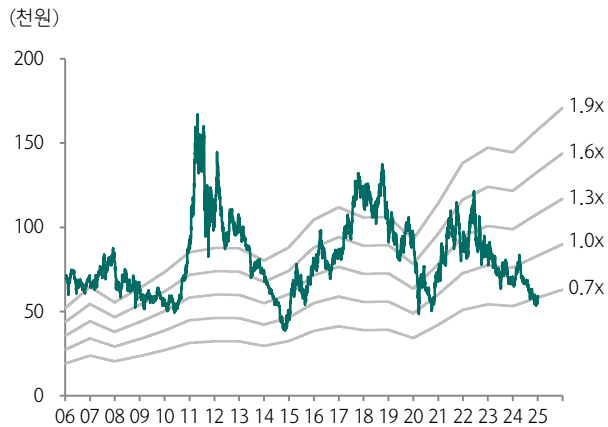
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	36,481.9	37,028.9	-1.5	35,877.4	37,004.8	-3.0
영업이익	462.5	443.9	4.2	1,346.7	1,219.4	10.4
세전이익	32.4	167.5	-80.7	868.0	791.6	9.7
순이익	25.3	134.0	-81.1	659.7	601.6	9.7
영업이익률	1.3	1.2	0.1	3.8	3.3	0.5
세전이익률	0.1	0.5	-0.4	2.4	2.1	0.3
순이익률	0.1	0.4	-0.3	1.8	1.6	0.2

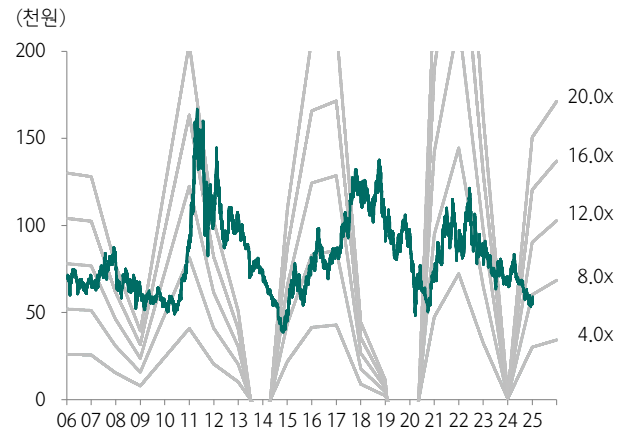
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,531.4	8,929.6	8,714.1	9,051.2	8,981.6	42,446.0	35,727.2	36,251.3	35,676.4
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	-3.5%	4.7%	-2.4%	3.9%	-0.8%				
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-13.2%	-4.1%	-9.0%	2.4%	5.3%	54.6%	-15.8%	1.5%	-1.6%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	6,676.6	6,852.6	6,654.0	7,012.9	6,894.8	34,004.9	28,257.2	28,467.2	27,414.2
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,140.1	1,357.9	1,334.7	1,306.7	1,344.8	5,025.5	4,384.7	4,747.0	5,344.1
유탄기유부문	766.9	810.9	744.6	714.7	719.2	725.4	731.6	742.0	3,415.5	3,085.4	3,037.1	2,918.1
영업이익	454.1	160.6	-414.9	279.9	386.3	403.0	409.0	424.3	3,408.2	1,354.6	479.7	1,622.6
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	3.3%	4.3%	4.6%	4.5%	4.7%	8.0%	3.8%	1.3%	4.5%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	38.0%	4.3%	1.5%	3.7%				
YoY(%)	-12.0%	341.3%	적전	흑전	-14.9%	150.9%	흑전	51.6%	59.2%	-60.3%	-64.6%	238.2%
정유부문	250.4	-95.0	-573.7	182.0	268.7	280.4	275.6	282.2	2,346.6	353.4	-236.3	1,107.0
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.7%	3.9%	4.2%	3.9%	4.1%	6.9%	1.3%	-0.8%	4.0%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	47.7%	4.3%	-1.7%	2.4%				
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	7.3%	흑전	흑전	55.1%	158.4%	-84.9%	적전	흑전
석유화학부문	48.0	109.9	5.0	-25.8	7.3	11.7	21.9	27.9	-48.8	190.6	137.1	68.9
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.3%	0.5%	0.9%	1.7%	2.1%	-1.0%	4.3%	2.9%	1.3%
QoQ(%)	41.6%	128.9%	-95.4%	적전	흑전	60.4%	86.7%	27.6%				
YoY(%)	63.8%	34.0%	-89.0%	적전	-84.8%	-89.3%	337.8%	흑전	적전	흑전	-28.1%	-49.8%
유탄기유부문	155.7	145.8	153.8	123.7	110.3	110.9	111.5	114.1	1,110.5	810.5	578.9	446.8
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	17.3%	15.3%	15.3%	15.2%	15.4%	32.5%	26.3%	19.1%	15.3%
QoQ(%)	-29.6%	-6.4%	5.5%	-19.6%	-10.8%	0.5%	0.5%	2.4%				
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-44.0%	-29.1%	-23.9%	-27.5%	-7.7%	12.3%	-27.0%	-28.6%	-22.8%
당기순이익	166.2	-21.3	-206.2	78.0	251.9	263.2	219.8	143.5	2,104.4	948.8	16.7	878.4
당기순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	0.9%	2.8%	3.0%	2.4%	1.6%	5.0%	2.7%	0.0%	2.5%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	흑전	222.8%	4.5%	-16.5%	-34.7%				
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	-51.4%	51.6%	흑전	흑전	83.9%	52.7%	-54.9%	-98.2%	5152.0%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,251.3	35,676.4	36,088.8
매출원가	38,291.4	33,620.9	34,873.7	33,241.2	33,485.8
매출총이익	4,154.6	2,105.8	1,377.6	2,435.2	2,603.0
판매비	749.4	751.2	897.9	812.6	845.6
영업이익	3,405.2	1,354.6	479.7	1,622.6	1,757.4
금융손익	(324.1)	(201.2)	(200.2)	(308.7)	(284.9)
종속/관계기업손익	(0.2)	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	(182.3)	(24.0)	(260.4)	(160.4)	(160.4)
세전이익	2,898.5	1,131.7	21.4	1,155.8	1,314.4
법인세	794.2	182.9	4.7	277.4	315.4
계속사업이익	2,104.4	948.8	16.7	878.4	998.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,104.4	948.8	16.7	878.4	998.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,104.4	948.8	16.7	878.4	998.9
지배주주지분포괄이익	2,112.6	926.7	16.7	878.4	998.9
NOPAT	2,472.2	1,135.7	374.2	1,233.2	1,335.6
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,285.2	2,507.2	2,705.6
성장성(%)					
매출액증가율	54.55	(15.83)	1.47	(1.59)	1.16
NOPAT증가율	57.31	(54.06)	(67.05)	229.56	8.30
EBITDA증가율	45.20	(48.86)	(38.02)	95.08	7.91
영업이익증가율	59.05	(60.22)	(64.59)	238.25	8.31
(지배주주)순이익증가율	52.66	(54.91)	(98.24)	5,159.88	13.72
EPS증가율	52.66	(54.91)	(98.24)	5,167.83	13.73
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	5.89	3.80	6.83	7.21
EBITDA이익률	9.55	5.80	3.55	7.03	7.50
영업이익률	8.02	3.79	1.32	4.55	4.87
계속사업이익률	4.96	2.66	0.05	2.46	2.77

투자지표						
		2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)						
EPS		18,047	8,137	143	7,533	8,567
BPS		72,770	77,522	76,042	83,117	89,928
CFPS		35,198	16,672	9,500	20,837	22,538
EBITDAPS		34,776	17,784	11,022	21,502	23,203
SPS		364,016	306,391	310,890	305,960	309,497
DPS		5,500	1,700	325	1,750	2,250
주가지표(배)						
PER		4.62	8.55	383.22	7.86	6.91
PBR		1.15	0.90	0.72	0.71	0.66
PCFR		2.37	4.17	5.77	2.84	2.63
EV/EBITDA		3.29	5.73	9.40	4.89	4.06
PSR		0.23	0.23	0.18	0.19	0.19
재무비율(%)						
ROE		27.20	10.83	0.19	9.47	9.90
ROA		10.99	4.61	0.08	3.90	4.12
ROIC		19.14	7.98	2.40	7.27	7.67
부채비율		131.19	138.74	143.78	142.24	138.24
순부채비율		43.92	42.48	64.98	56.11	39.60
이자보상배율(배)		22.53	5.72	1.90	6.16	6.45

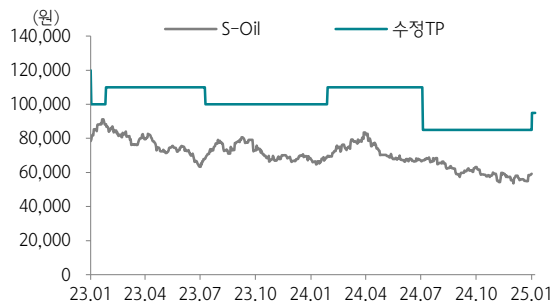
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	9,206.0	9,647.8	7,949.5	8,556.9	9,925.4	
금융자산	1,493.9	1,999.2	188.7	919.1	2,211.3	
현금성자산	1,310.3	1,963.3	152.2	883.2	2,175.0	
매출채권	2,303.6	2,307.5	2,341.4	2,304.3	2,327.3	
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,707.3	4,632.6	4,679.0	
기타유동자산	675.3	701.9	712.1	700.9	707.8	
비유동자산	10,407.2	11,928.4	13,661.4	14,916.3	15,051.5	
투자자산	138.5	167.7	168.7	167.6	168.3	
금융자산	102.5	126.8	127.2	126.7	127.0	
유형자산	9,588.0	11,152.0	12,890.9	14,152.9	14,292.7	
무형자산	106.4	115.6	108.8	102.8	97.5	
기타비유동자산	574.3	493.1	493.0	493.0	493.0	
자산총계	19,613.1	21,576.1	21,610.9	23,473.2	24,976.9	
유동부채	8,213.2	9,254.5	8,707.6	9,349.6	10,055.7	
금융부채	2,608.7	2,847.5	2,208.6	2,215.2	2,222.5	
매입채무	3,172.4	3,989.5	4,048.1	4,452.9	4,898.2	
기타유동부채	2,432.1	2,417.5	2,450.9	2,681.5	2,935.0	
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,038.3	4,433.6	4,437.0	
금융부채	2,610.9	2,990.6	3,740.6	4,140.6	4,140.6	
기타비유동부채	305.6	293.4	297.7	293.0	296.4	
부채총계	11,129.7	12,538.6	12,745.9	13,783.2	14,492.8	
지배주주지분	8,483.5	9,037.6	8,865.0	9,690.0	10,484.1	
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	
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	36.8	36.8	36.8	
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,207.0	8,032.0	8,826.2	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,865.0	9,690.0	10,484.1	
순금융부채	3,725.7	3,838.9	5,760.5	5,436.7	4,151.8	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	849.0	2,222.3	2,298.3
당기순이익	2,104.4	948.8	16.7	878.4	998.9
조정	1,679.4	103.8	873.1	1,032.1	1,095.7
감가상각비	649.9	719.2	805.5	884.6	948.2
외환거래손익	148.1	(34.5)	69.8	149.8	149.8
지분법손익	0.2	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
기타	881.2	(578.6)	0.1	(0.0)	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(2,132.3)	1,473.1	(40.8)	311.8	203.7
투자활동 현금흐름	(773.2)	(2,066.1)	(2,606.6)	(2,286.4)	(1,231.2)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(2.5)	1.3	3.4	1.7
자본증가(감소)	(568.8)	(2,185.6)	(2,537.6)	(2,140.6)	(1,082.7)
기타	(200.2)	122.0	(70.3)	(149.2)	(150.2)
재무활동 현금흐름	(1,514.1)	245.8	(78.2)	353.2	(197.5)
금융부채증가(감소)	(624.5)	618.5	111.1	406.6	7.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(272.5)	(0.1)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(617.1)	(372.6)	(189.3)	(53.4)	(204.8)
현금의 증감	(635.9)	705.4	(1,862.9)	731.0	1,291.8
Unlevered CFO	4,104.3	1,944.1	1,107.7	2,429.7	2,628.1
Free Cash Flow	1,052.7	340.1	(1,688.6)	81.7	1,215.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.9	BUY	95,000		
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%
23.1.9	BUY	100,000	-13.61%	-8.90%
22.8.12	BUY	120,000	-25.99%	-11.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 1월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 1월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 05일