

S-Oil (010950)

2025년 하반기가 더 기대되는 이유는?

2024년 4분기 예상 영업이익 2,403억원 흑전

2024년 4분기 예상 실적은 '매출액 8.5조원, 영업이익 2,403억원(영업이익률 2.8%), 지배주주 순손실 △2,833억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △4,149억원에서 흑자전환 하지만, 원달러 급등으로 △5,500억원대 영업의 환손실이 우려된다. 정제마진 개선(전분기 0.4\$→2.3\$)과 국제유가 횡보(2024년 9월 73.5\$→12월 73.3\$/배럴)로 정유부문 회복이 클 것이다. 부문별 추정치는 '정유 부문 1,670억원(재고이익 400억원 반영, 전분기 △5,737억원), 석화부문 △472억원(전분기 50억원), 윤활유 1,205억원(전분기 1,538억원)' 등이다.

2025년 글로벌 증설 감소로 실적 회복 가능

타이트한 정유설비 수급상황으로 인해, 2025년 예상 실적은 '매출액 30.4조원, 영업이익 9,584억원(전년 4,401억원), 지배주주 순이익 9,857억원' 등으로 회복될 전망이다. 정유 영업이익은 3,414억원(전년 △2,477억원)으로 흑자전환이 예상된다. 글로벌 정유설비 증설 규모가 2024년 100만b/d에서 2025년 16만b/d로 줄어든다. 특히, 2025년 중국 대형설비인 Yulong 43만 b/d 설비는 원유공급망 차질로 양산 시기가 늦어질 전망이다. 반면, 윤활유 영업이익은 5,163억원(전년 5,757억원)으로 둔화될 전망이다. 2.8만b/d(인도 IOC 0.8만b/d, ExxonMobil 2.0만b/d) 규모의 신규증설이 대기하고 있기 때문이다.

2025년 하반기부터 주가 재평가 시작 예상

2025년 주가는 하반기에 접어들면서 재평가를 기대할 수 있다. 2025년 상반기는 안정적인 정제마진 속에 국제유가 약세로 재고손실 위험에 노출되어 있다. OPEC+ 220만b/d 증산 계획과 미국 트럼프의 Shale 오일 300만b/d 투자 때문이다. 하반기부터 샤한 프로젝트 가치(약 10조원 투자비)가 선반영되기 시작할 것이다. 2026년 상반기 Chemical 설비 완공(Ethylene 180만톤/프로필렌 77만톤/PE 132만톤/벤젠 28만톤/부타디엔 20만톤)으로 기업가치 레벨업을 기대할 수 있다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 90,000원 (M)

현재주가 (1/2) 54,800원

상승여력 64%

시가총액	63,212억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	168,891주
52주 고/저	83,500원 / 53,600원
외인지분율	75.19%
배당수익률	2.44%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5 인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	(4.4) (9.1) (20.1)
상대	(2.1) (3.0) (11.1)
절대 (달러환산)	(8.6) (18.2) (29.2)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	85,065	-13.5	-3.8	86,922	-2.1
영업이익	2,403	흑전	흑전	1,716	40.0
세전계속사업이익	-3,734	적전	적지	1,503	-348.5
지배순이익	-2,833	적전	적지	991	-385.8
영업이익률 (%)	2.8	흑전	흑전	2.0	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	-3.3	적전	적지	1.1	-4.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	424,460	357,267	362,265	304,219
영업이익	34,052	13,546	4,401	9,584
지배순이익	21,044	9,488	-3,447	9,857
PER	5.1	9.0	-18.9	6.3
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.6	6.0	11.0	7.6
ROE	27.2	10.8	-3.9	11.0

자료: 유안타증권

표 1. S-Oil(주)의 실적 추정치 : 2023년 영업이익 1.4조원 → [2024년 3분기 △4.149억원 → 4분기 예상 2,403억원(e) → 2024년 연간 예상 0.4조원(e) → 2025년 1.0조원(e)]

										(국제유가)	이란원유수출 확대로 억제			이란수출 재통제		Covid 수요급락		우크라이나 전쟁		OPEC의 원유공급조절									
										[정유업형]	글로벌 수요회복 및 정유업형 강세 시기			Covid로 수요 급락		정유설비 폐쇄 사이클		타이트한 공급과잉에 정유사이클 호황											
										[S-Oil 중심]	고도화 설비 투자시기			중성 유지기				10주전 사전프로젝트 투자시기		완공가동									
										연간실적																			
										1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
생산 Capex	상암정제설비	(반배럴/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	66.9	66.9	66.9	66.9		
	고도화정제설비(FCC+HOU)	(반배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5		
	Ethylene	(만톤)																									180.0		
	HDPE/LDPE	(만톤)																									132.0		
	부타디엔	(만톤)																									20.0		
	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	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	54.0	54.0	82.0		
	프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	159.6		
	PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0		
	PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0		
윤활기유	(반배럴/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	4.1	4.1	4.1			
										321.0	332.7	320.0	320.0	250.0	270.0	270.0	270.0												
주요제품 가격																													
휘발유(92RON)	\$/bbl	94.6	94.0	85.4	80.1	76.5	76.0	72.0	69.5	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	88.5	73.5	67.0								
경유(50ppm)	\$/bbl	102.9	99.1	91.8	88.2	85.5	83.0	80.0	78.5	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	81.8	74.5								
등유	\$/bbl	102.4	98.6	91.4	88.3	86.0	82.5	79.5	79.0	64.8	52.7	64.9	85.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	81.8	74.0								
B/C유	\$/bbl	71.6	80.2	73.3	71.3	67.0	63.0	60.0	60.0	45.3	35.5	48.6	66.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	94.1	62.2	55.0								
나프타	\$/bbl	73.4	72.9	72.0	70.6	67.0	62.0	59.0	59.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.2	61.8	55.0								
두바이유(원재료)	\$/bbl	81.5	85.1	78.3	73.6	70.0	66.0	65.0	63.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.6	66.5	60.0								
에틸렌	\$/MT																												
HDPE	\$/MT																												
부타디엔	\$/MT																												
프로필렌	\$/MT	828	842	844	815	775	778	783	767	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	832	776	730								
벤젠	\$/MT	1,013	1,074	1,015	917	965	858	833	817	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,005	943	780								
FX	\$/MT	1,020	1,030	938	840	845	828	803	767	823	778	832	1,053	881	560	844	1,038	1,033	957	811	750								
PO (프로필렌+500S)	\$/MT	1,386	1,378	1,328	1,394	1,365	1,325	1,328	1,333	823	778	832	1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,338	1,326								
PP(원용)	\$/MT	924	951	942	930	925	928	933	917				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	937	926	880								
나프타(원재료)	\$/MT	699	697	676	659	595	568	533	517	497	406	500	617	526	383	651	789	654	683	551	480								
윤활기유	\$/bbl	139	135	130	120	120	116	115	114	84	82	97	111	98	79	134	166	154	131	116	111								
환율	원/달러	1,329	1,370	1,368	1,399	1,385	1,355	1,335	1,300	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,232	1,306	1,364	1,344	1,250								
사입부문의 스프레드																													
싱가폴정제마진(S-오퍼기준)	\$/bbl	5.0	0.0	0.4	2.3	2.5	2.0	2.0	3.0	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	1.9	2.4	1.9								
사우디OSP(50%정질유+50%중질유)	\$/bbl	1.9	1.8	1.8	1.3	0.6	0.5	0.5	0.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	0.5	0.0								
OSP반정유-싱가폴정제마진	\$/bbl	3.1	-1.8	-1.4	1.0	1.9	1.5	1.5	2.5	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-2.0	5.0	2.6	0.2	1.8	1.9									
석화마진	\$/MT	296	317	290	242	288	315	327	320	289	336	335	426	384	323	332	316	339	286	313	334								
윤활기유 마진	\$/bbl	52	45	47	41	44	43	45	45	29	38	39	47	40	35	63	59	66	46	44	46								
매출액																													
정유부문	억원	74,448	74,514	68,944	68,247	65,505	60,860	58,072	56,105	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	286,153	240,542	205,835								
석화부문	억원	10,968	13,065	12,016	9,906	10,287	8,846	8,977	8,977	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	45,975	37,087	45,534								
윤활기유부문	억원	7,669	8,109	7,446	6,913	6,860	6,635	6,588	6,507	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	30,137	26,590	25,471								
영업이익																													
원유재고평가합 영업이익(E)	억원	4,541	1,606	-4,149	2,403	2,468	1,575	2,872	2,869	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,062	13,546	4,401	9,684	12,152								
정유부문	억원	4,747	795	-1,468	2,003	2,668	1,825	3,022	2,799	11,476	14,866	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	6,077	10,314	13,452								
석화부문	억원	2,540	-950	-5,737	1,670	1,187	224	1,130	873	2,276	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,477	3,414	4,778								
석화부문	억원	480	1,099	50	-472	-25	22	450	561	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,157	1,008	2,615								
윤활기유부문	억원	1,557	1,457	1,538	1,205	1,306	1,239	1,293	1,235	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,799	5,163	4,759								
영업이익률																													
원유재고평가합 영업이익(E)	%	4.9%	1.7%	-4.7%	2.8%	3.0%	2.1%	3.9%	3.7%	6.4%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	3.2%	4.4%								
정유부문	%	5.1%	0.8%	-1.7%	2.4%	3.2%	2.4%	4.1%	3.9%	4.6%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.6%	7.3%	4.1%	1.7%	3.4%								
석화부문	%	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.4%	1.8%	0.4%	1.9%	1.6%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	1.4%	2.3%								
윤활기유부문	%	4.4%	8.4%	0.4%	-4.8%	-0.2%	0.2%	5.0%	6.2%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	1.0%	4.3%	2.5%	2.7%	5.7%								
외환손익																													
정유부문	억원	-1,755	-1,522	2,021	-5,548	2,808	961	654	1,169	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-3,338	-597	-6,804	5,592	3,056								
지배주주 손이익																													
주당손이익	원/주	1,662	-213	-2,062	-2,833	3,611	1,517	2,252	2,476	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-3,447	9,857	9,448								
주당순자산	원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,610	60,024	72,889	77,629	73,291	81,257	87,571								
주당EBITDA	원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	17,784	10,344	16,149	19,032								
주당배당	원/주		125		100		400		1,300	2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	225	1,700	2,100								
자기자본이익률	%									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	-4.2%	10.7%	9.5%								

자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. S-O(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	87,667	363,195	310,817	85,065	362,264	304,219	△3.0%	△0.3%	△2.1%
영업이익	927	4,246	13,275	2,402	4,400	9,584	159.1%	3.6%	△27.8%
OPM	1.1%	1.2%	4.3%	2.8%	1.2%	3.2%	1.8%	0.0%	△1.1%
세전이익	△348	806	12,677	△3,734	△4,595	12,991	△973.0%	△670.1%	2.5%
지배순이익	△256	647	9,610	△2,833	△3,446	9,857	△1006.6%	△632.6%	2.6%

주: 2024.4Q 지배주주 순손익 변동이 큰 것은 원달러 환율 급등 때문. (2024.3Q 말 원달러 환율 1,310 원/달러 → 4Q 말 기준 추정치 1,360 원/달러 ⇒ 변경 후 환율 1,472 원/달러)
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 정유설비 증설 계획 (2024년 11월 수정) : 2023년 164만b/d → 2024년 100만b/d → 2025년 16만b/d

지역 구분	2022년 (만b/d)	2023년 (만b/d)	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)	2028년 (만b/d)
아메리카	Petrobras(브라질) 3.3 GCC(미국) 5.0 Phillips66(미국, Belle Chasse) - 24.7	Exxon Mobil(Beaumont, 미국) 25.0 NLRC(캐나다) 3.5	Phillips66(미국, Rodeo) - 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유) 5.0	Houston Reining(미국, 1Q) - 26.4 Phillips66(미국, California, 4Q) - 13.9 Omecca(멕시코) 34.0	Valero(미국, California, 영호) - 23.6		Petrobras(브라질) 11.5
소 계	- 16.4	28.5	- 7.5	6.3	23.6	-	11.5
유럽	Donges(프랑스) 22.2 Ukratnafta(우크라이나) - 20.1		Eni(이탈리아, Livorno) - 12.0 Shell(독일, Rheinland) - 14.7 Gelsenkirchen(독일) - 8.0 Grangemouth(영국) - 13.1				
소 계	Scrap - 12.0	-	- 12.0	35.8			
동유럽	SOCAR(아제르바이잔) 3.0 ISK Refinery(러시아) 7.0	Uzbekneftegaz(우즈베크스탄) 10.0	Yaysky(러시아) 3.0		Novoshtskinsk(러시아) 5.0 Seydi 투르크메니스탄) 2.0 Ordabany(카자흐스탄) 4.0 Danghara(타지스탄) 1.0		
소 계	10.0	10.0	3.0	-	12.0	-	
아프리카	Trinity Energy(남수단) 2.5 Shell/BP(남아공, Durban) - 17.2 natref Refinery(남아공) - 14.7	Cape Town Refinery(남아공) 11.0	Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0		Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0		
소 계	-	11.0	65.0	-	10.0	-	
아시아	Rongsheng Petrochemical(1,2분기) 20.0 Shenghong Petchem 32.0 local(3Q) - 10.0	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 Daxie 12.0 Petrochina Dalian(중국, 3분기) - 41.0	Huajin Aramco Petrochemical 30.0 CNPC(Karamay) 10.0	Aramco/Sinopec Gulei 32.0	
중국 소계	42.0	67.0	- 8.0	24.8	17.0	32.0	
일본	Enneos(4Q) - 11.2	Enneos(4Q) - 11.9	Idemitsu(Yamaguchi, 1Q) - 12.0				
한국					5-Oil 6.0		
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) 18.0 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 (특별후 제가동) 22.0						
베트남		Petro Vietnam/Gazprom, Netf 4.0					
인도네시아				Petamina-Sellipapan 10.0	Petamina/Rosneft 30.0		
브루나이							
필리핀							
파키스탄	National Refinery 3.0						
몽골리아	Mongolskiu 3.0			MEIL 3.0			
호랑	Caltex-Lytton - 12.3						
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	KNPC-AI-Zhour 61.5		NIOC-Siraf 6.0		NIOC-Abadan - 23.5
이란							
쿠웨이트							
사우디아라비아							
이라크			Karbala Refinery(3Q) 14.0	Basra refinery 6.5			Dhi Qar refinery 10.0
오만	Sohar Bitumen Refinery 3.0	Oman Refinery(Duqm, 1Q) 23.0					
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

자료: 유안타증권 리서치센터

표 4. 2025년 분기별 주요 글로벌 정유설비 증설 계획 : 2025년 중국 Yulong Project 43만b/d 양산 지연, 3분기 Petrochina Dalian △41만b/d 폐쇄

분 기	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 AI-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d Houston Reining(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 Omecca(멕시코) 34만b/d
3분기	Petronas(말레이시아) 22만b/d(제가동) 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 AI-Duqm(오만) 23만b/d		Phillips66(미국) -13.9만b/d

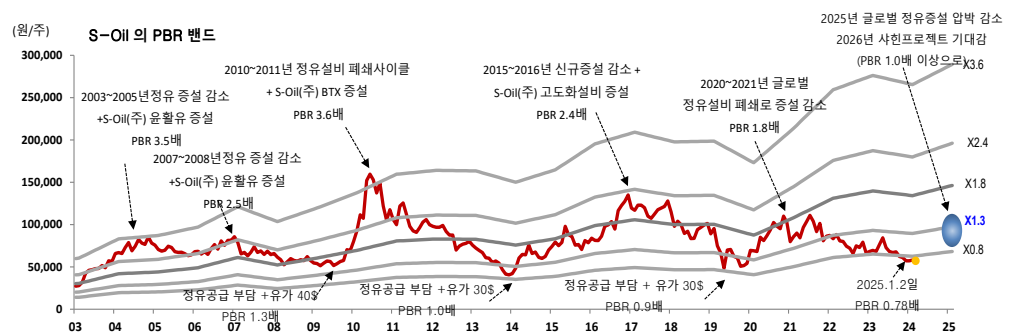
자료: 언론발표, 유안타증권 리서치센터

표5. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 9만원으로 유지 (2026년 사한 프로젝트 10조원 투자에 따른 가치 반영) 연

구분	기준일 (2025.1월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	17조 6,044억원	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
		▶운할유부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		합 계	1조 9,236	5,714	2조 4,950	7.1x	17조 6,044
		*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)					
(+) 투자자산가치	9,161억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil/토탈운할유	50%+1주	316	**0.5x	158	운할유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡ 운산 30만㎡	1,400	1.0x	1,400	
		전력비축유		2,000	1.0x	2,000	
		기타		569만배럴	배럴당 70\$	5,297	환율 1,300원 적용
		합 계		9,624	0.95x	9,161	
(-) 순차입금	8조 3,585억원						
(+) 총차입금	5조 8,300억원						
(-) 현금성자산	1조 4,800억원						
(+) 탄소배출 부담	4조 85억원	연간 탄소배출량 9,646,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,250원 = 3,014억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 3,014억원 / WACC(7.5%) = 4조 85억원					
보통주 주주가치(A)	10조 1,620억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	90,000원/주						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림1. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2025년 1월 초 PBR 0.78배로, 역사적 바닥권에서 회복 중



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	424,460	357,267	362,265	304,219	276,839
매출원가	382,914	336,209	350,351	288,172	254,230
매출총이익	41,546	21,057	11,914	16,047	22,610
판매비	7,494	7,512	7,513	6,463	10,457
영업이익	34,052	13,546	4,401	9,584	12,152
EBITDA	40,550	20,737	12,062	18,831	22,192
영업외손익	-5,066	-2,229	-8,997	3,407	309
외환관련손익	-3,388	-597	-5,548	5,592	3,056
이자손익	-1,202	-1,805	-603	-2,245	-2,763
관계기업관련손익	-2	23	56	60	16
기타	-475	150	-2,902	0	0
법인세비용차감전순이익	28,985	11,317	-4,596	12,991	12,461
법인세비용	7,942	1,829	-1,149	3,134	3,014
계속사업순이익	21,044	9,488	-3,447	9,857	9,448
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21,044	9,488	-3,447	9,857	9,448
지배지분순이익	21,044	9,488	-3,447	9,857	9,448
포괄순이익	21,126	9,267	-3,439	9,857	9,448
지배지분포괄이익	21,126	9,267	-3,439	9,857	9,448

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	16,515	25,257	5,444	15,683	14,483
당기순이익	21,044	9,488	-3,447	9,857	9,448
감가상각비	6,436	7,115	7,552	9,127	9,930
외환손익	-2,179	-901	3,878	-5,592	-3,056
중속, 관계기업관련손익	2	-23	-56	-60	-16
자산부채의 증감	-21,323	14,731	-2,106	4,476	831
기타현금흐름	12,535	-5,152	-377	-2,126	-2,654
투자활동 현금흐름	-7,732	-20,661	-36,582	-29,788	-13,240
투자자산	-1,418	1,366	37	38	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,988	-21,856	-31,417	-35,417	-16,417
유형자산 감소	299	203	34	0	0
기타현금흐름	-626	-375	-5,236	5,592	3,169
재무활동 현금흐름	-15,141	1,932	15,046	13,880	7,803
단기차입금	-4,146	1,887	11,464	-537	-101
사채 및 장기차입금	-2,099	4,298	4,101	15,000	10,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6,171	-3,727	-1,893	-583	-2,097
기타현금흐름	-2,725	-526	1,374	0	0
연결범위변동 등 기타	7	2	4,800	-494	2,282
현금의 증감	-6,352	6,530	-11,291	-718	11,328
기초 현금	19,455	13,103	19,633	8,341	7,623
기말 현금	13,103	19,633	8,341	7,623	18,951
NOPLAT	34,052	13,546	4,401	9,584	12,152
FCF	10,527	3,401	-25,973	-19,734	-1,934

자료: 유안타증권

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	92,060	96,478	83,734	72,010	81,060
현금및현금성자산	13,103	19,633	8,341	7,623	18,951
매출채권 및 기타채권	29,644	29,899	25,380	21,432	20,605
재고자산	47,332	46,392	44,123	37,067	35,729
비유동자산	104,072	119,284	143,042	169,175	175,545
유형자산	95,880	111,520	136,133	162,423	168,910
관계기업 등 자본관련 자산	360	409	410	410	410
기타투자자산	1,025	1,268	237	199	192
자산총계	196,131	215,761	226,776	241,185	256,605
유동부채	82,132	92,545	105,509	94,884	95,119
매입채무 및 기타채무	47,521	60,740	56,710	47,726	45,962
단기차입금	19,391	21,425	32,976	32,529	32,446
유동성장기부채	5,898	6,398	8,501	7,397	9,497
비유동부채	29,165	32,840	35,941	51,702	59,535
장기차입금	0	6,997	7,147	7,147	7,147
사채	24,268	21,370	24,757	40,860	48,761
부채총계	111,297	125,386	141,450	146,586	154,654
지배지분	84,835	90,376	85,326	94,600	101,951
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	68,285	73,796	68,456	77,730	85,081
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	84,835	90,376	85,326	94,600	101,951
순차입금	37,257	38,389	65,491	80,672	79,357
총차입금	52,196	58,381	73,946	88,409	98,308

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	18,504	8,369	-3,070	8,697	8,318
BPS	72,869	77,629	73,291	81,257	87,571
EBITDAPS	34,776	17,784	10,344	16,149	19,032
SPS	364,016	306,391	310,677	260,898	237,417
DPS	5,500	1,700	225	1,700	2,100
PER	5.1	9.0	-18.9	6.3	6.6
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.6	6.0	11.0	7.6	6.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	54.6	-15.8	1.4	-16.0	-9.0
영업이익 증가율 (%)	59.0	-60.2	-67.5	117.8	26.8
지배순이익 증가율 (%)	52.7	-54.9	격전	흑전	-4.2
매출총이익률 (%)	9.8	5.9	3.3	5.3	8.2
영업이익률 (%)	8.0	3.8	1.2	3.2	4.4
지배순이익률 (%)	5.0	2.7	-1.0	3.2	3.4
EBITDA 마진 (%)	9.6	5.8	3.3	6.2	8.0
ROIC	22.2	9.3	2.2	4.3	5.2
ROA	11.0	4.6	-1.6	4.2	3.8
ROE	27.2	10.8	-3.9	11.0	9.6
부채비율 (%)	131.2	138.7	165.8	155.0	151.7
순차입금/자기자본 (%)	43.9	42.5	76.8	85.3	77.8
영업이익/금융비용 (배)	22.5	5.7	7.3	4.3	4.4

Key Chart

연간 영업이익의 전망 :

2022년 3.4조원,

2023년 1.4조원,

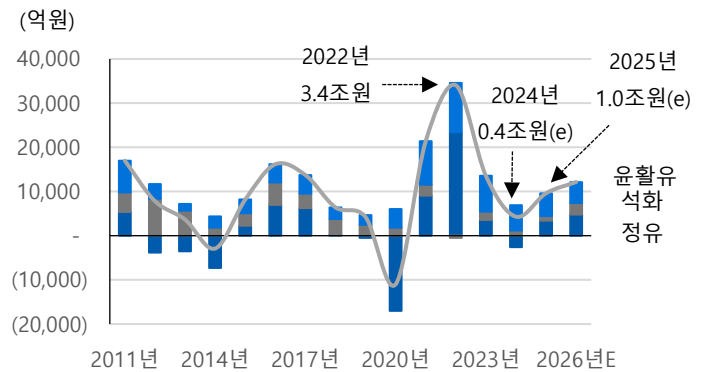
2024년 0.4조원(상반기 6,147억원, 3분기

△4,149억원, 4분기 2,403억원(e)),

2025년 1.0조원 (↑)

2026년 1.2조원

S-Oil 부문별 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil(주)의 정제마진(GRM-변동비) :

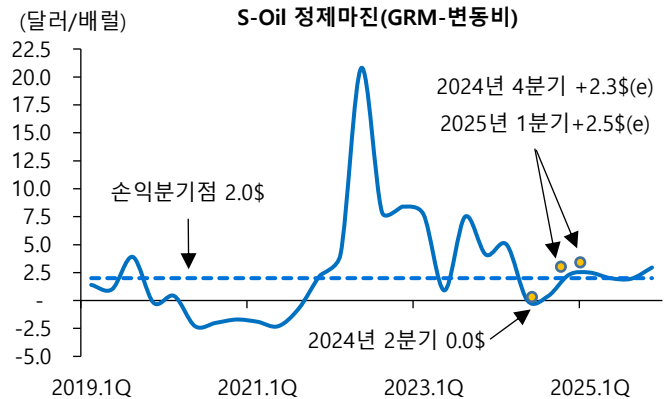
2022년 10.3\$,

2023년 5.1\$

2024년 1.9\$(상반기 2.5\$, 3분기 0.4\$, 4분기 2.3\$(e))

2025년 2.4\$ (↑)

S-Oil 정제마진(GRM-변동비)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 정유설비 순증설 :

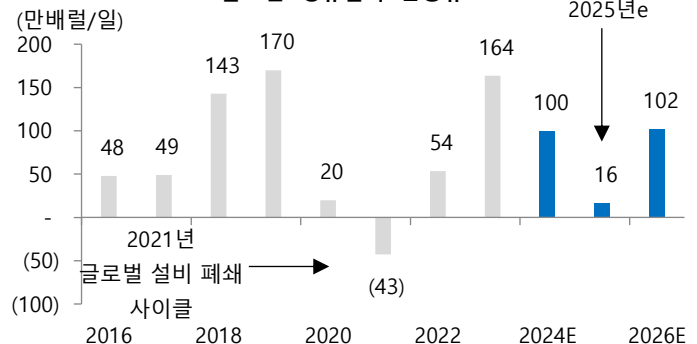
2023년 164만b/d

2024년 100만b/d

2025년 16만b/d (↓)

2026년 102만b/d

글로벌 정유설비 순증규모



자료: 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

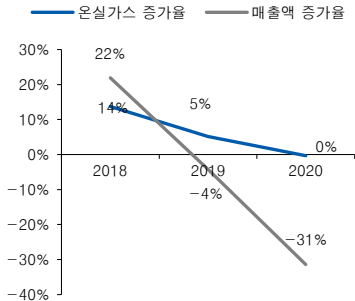
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
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, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

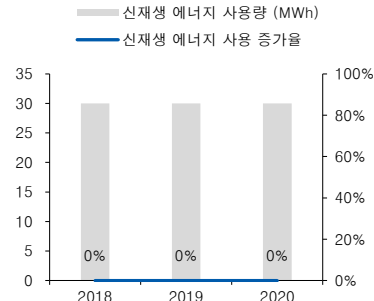
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



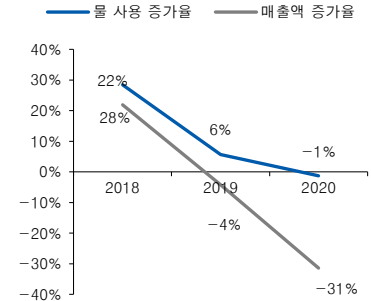
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

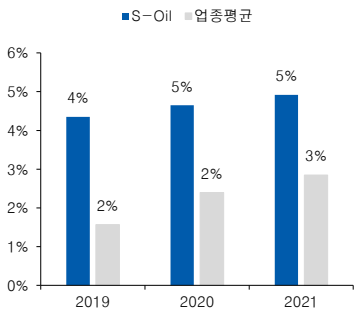
물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

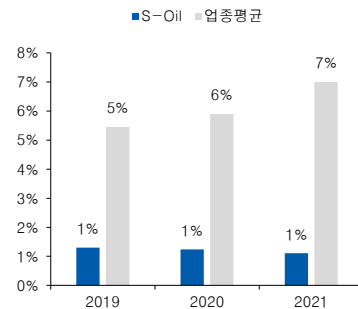
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



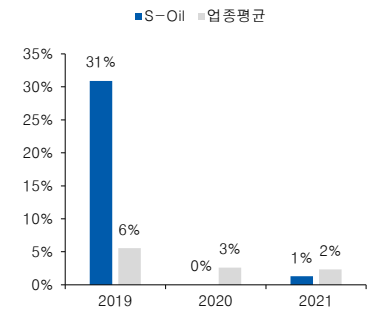
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

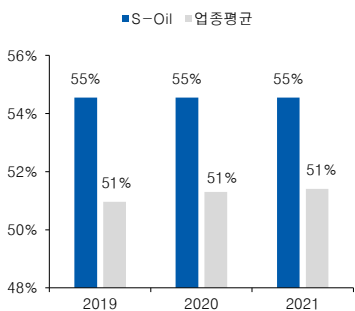
기부금 및 당기순이익의 추이



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

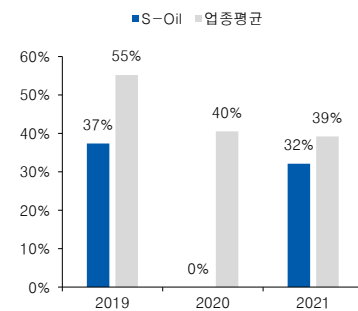
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



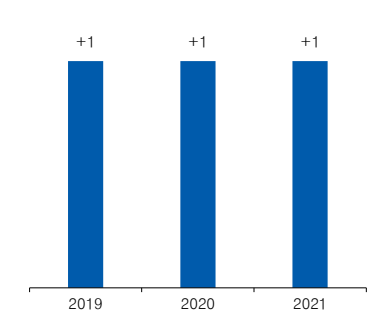
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익의 추이



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

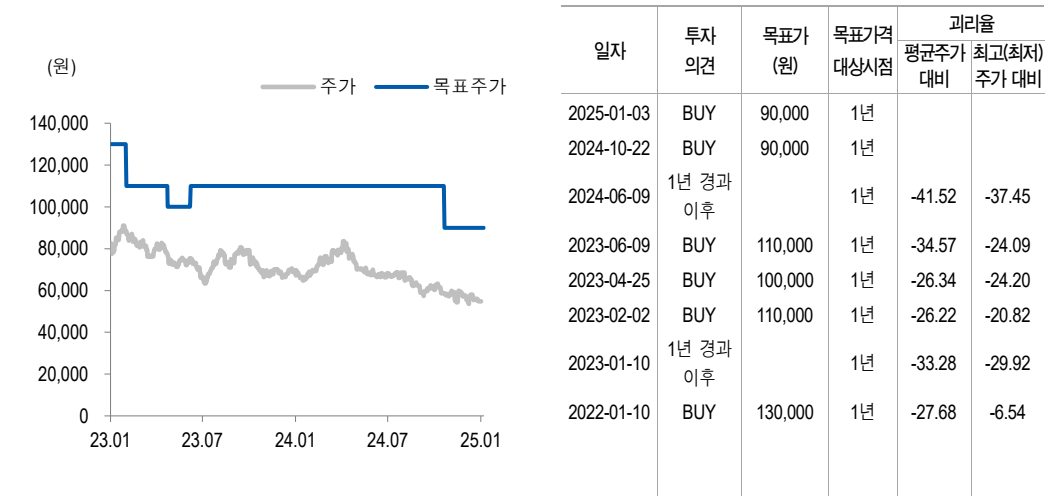
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



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

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



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)	89
Hold(중립)	11
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-02

※해의 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 투자사결정은 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.