

## 예상대로 하반기 실적 턴어라운드에 성공

## 3Q 전 부문의 qoq 실적 개선 예상

3Q 연결OP 2,548억원으로 컨센서스에 부합하며, yoy, qoq 흑전할 전망이다. 상반기 전사OP 적자의 원인이었던 정유 부문이 실적 턴어라운드에 성공하고, 윤활기유와 석화 부문도 스프레드 개선으로 qoq 실적이 개선될 것으로 예상된다. 정유 부문은 ① 3Q 등경유 중심 가격 강세로 래깅 마진이 +1.4달러 qoq 개선됐고, ② 원가 측면에서는 OSP가 1.4달러 qoq 하락했으며, ③ 기밀 유가 반등으로 재고이익이 300억원 가량 반영돼 OP 1,065억원을 기록했을 것으로 추정된다. 윤활기유는 타이트한 수급으로 2Q에 이어 3Q에도 스프레드가 추가 개선돼 OP 1,616억원을 기록할 전망 (23.4Q 이후 최대OP)이다. 석화 부문도 PX 스프레드가 3Q에 개선되며 적자 폭이 꽤 축소될 전망이다. PX 스프레드는 2Q 톤당 189달러에서 3Q 234달러로 20% 가량 개선했는데, 역내 정기보수와 PTA 계절적 성수기가 맞물린 영향이다.

## OPEC+ 증산은 부담이나, 실적 + 샤큰이 기대 요인

국제유가는 OPEC+ 증산으로 하방 압력이 지속되는 중이다. 두바이 유가 기준으로 6~9월까지는 배럴당 평균 70달러가 유지됐으나 10월 들어 가격 낙폭이 확대됐고, WTI 유가는 8월부터 계단식 하락을 보이고 있다. OPEC+는 8~9월에 각각 55만b/d 증산을 진행한 데 이어 10월에도 14만b/d 증산을 진행 중이며, 11월 추가 증산 여부도 10/5일에 결정될 예정이다. 물론 정제마진은 유가와 방향성을 달리 할 수 있지만, 유가 변동에 따라 발생하는 재고손익과 기승전 유가에 연동되어 온 주가의 장기 경험을 감안할 때 우호적인 상황은 아니다. 다만 어찌됐든 실적은 상반기 적자에서 하반기 흑자로 턴어라운드가 예상되고, 2026년 하반기 샤큰 프로젝트 가동 기대감도 있기 때문에 박스권 트레이딩 전략은 가능하다고 판단된다.

Fig. 1: S-Oil 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	35,727	36,637	33,798	33,645	34,731
영업이익	1,355	422	144	842	872
세전이익	1,132	-333	79	688	672
순이익[지배]	949	-193	78	516	504
EPS(원)	8,137	-1,656	667	4,427	4,323
증감률(%)	-54.9	적자전환	흑자전환	563.7	-2.3
PER(배)	8.6	-	93.3	14.1	14.4
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	20.5	12.7	13.4
ROE(%)	10.8	-2.2	0.9	6.1	5.8
배당수익률	2.4	0.2	0.3	1.6	1.9

자료: S-Oil, BNK 투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	80,000원
[유지]	28.4%
현재주가	62,300원
2025/10/02	

주식지표	
시가총액	7,014십억원
52주최고가	65,300원
52주최저가	50,400원
상장주식수	11,258만주/402만주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
60일평균거래량	21만주
60일평균거래대금	13십억원
외국인지분율	75.2%
자기주식수	없음
주요주주및지분율	
Aramco Overseas	63.4%
Company BV 외	
국민연금공단	7.3%



## 김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr  
(02)3215-1592

BNK 투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표1. S-Oil 3분기 실적 전망

(십억원, %)	3Q25F	3Q24	YoY %	2Q25	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	8,322	8,841	(5.9)	8,049	3.4	8,158	2.0
영업이익	255	(415)	흑자 전환	(344)	흑자 전환	259	(1.6)
세전이익	44	(272)	흑자 전환	(106)	흑자 전환	150	(70.3)
순이익	33	(206)	흑자 전환	(67)	흑자 전환	137	(75.7)
지배순이익	33	(206)	흑자 전환	(67)	흑자 전환	132	(74.8)
영업이익률	3.1	(4.7)		(4.3)		3.2	
세전이익률	0.5	(3.1)		(1.3)		1.8	
지배순이익률	0.4	(2.3)		(0.8)		1.6	

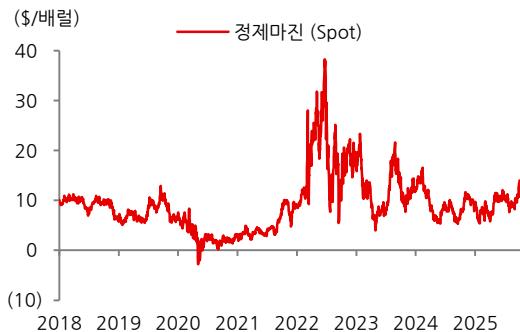
자료: Dataguide, BNK 투자증권 추정

표2. S-Oil 실적 전망

(\$/배럴,십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,322	8,437	36,637	33,798	33,645
정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,485	6,612	28,804	26,428	26,064
운활기유	767	811	745	807	791	755	773	755	3,130	3,073	3,059
석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,065	1,070	4,703	4,296	4,522
매출액 (yoym%)	3	22	(2)	(9)	(3)	(16)	(6)	(5)	3	(8)	(0)
정유	2	24	(4)	(10)	(5)	(16)	(6)	(6)	2	(8)	(1)
운활기유	1	0	10	(3)	3	(7)	4	(6)	1	(2)	(0)
석유화학	6	30	7	(10)	3	(21)	(11)	(2)	7	(9)	5
영업이익	454	161	(415)	222	(22)	(344)	255	255	422	144	842
정유	250	(95)	(574)	145	(57)	(441)	106	114	(273)	(278)	309
운활기유	156	146	154	113	110	132	162	158	568	561	595
석유화학	48	110	5	(36)	(75)	(35)	(13)	(17)	127	(139)	(63)
OPM (%)	4.9	1.7	(4.7)	2.5	(0.2)	(4.3)	3.1	3.0	1.2	0.4	2.5
정유	3.4	(1.3)	(8.3)	2.1	(0.8)	(7.0)	1.6	1.7	(0.9)	(1.1)	1.2
운활기유	20.3	18.0	20.7	14.0	13.9	17.5	20.9	20.9	18.2	18.2	19.5
석유화학	4.4	8.4	0.4	(3.2)	(6.6)	(3.3)	(1.2)	(1.6)	2.7	(3.2)	(1.4)
세전이익	227	(41)	(272)	(246)	(67)	(106)	44	208	(333)	79	688
순이익	166	(21)	(206)	(132)	(45)	(67)	33	156	(193)	78	516
지배순이익	166	(21)	(206)	(132)	(45)	(67)	33	156	(193)	78	516

자료: S-Oil, BNK 투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이



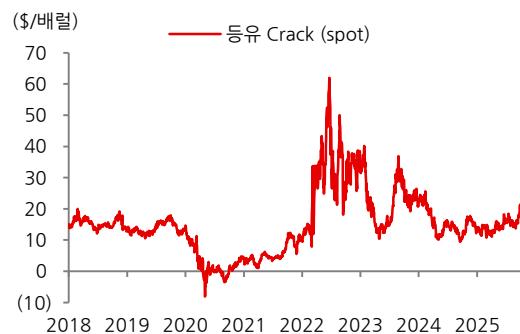
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



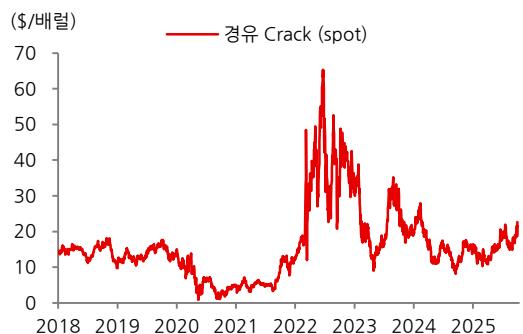
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 등유 Crack 추이



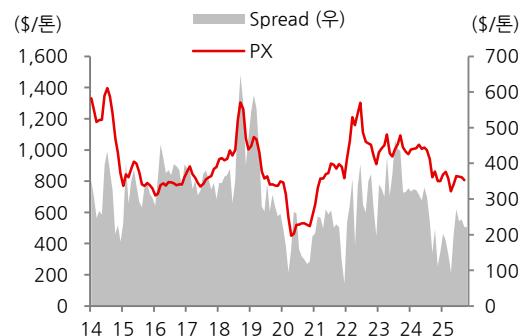
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 경유 Crack 추이



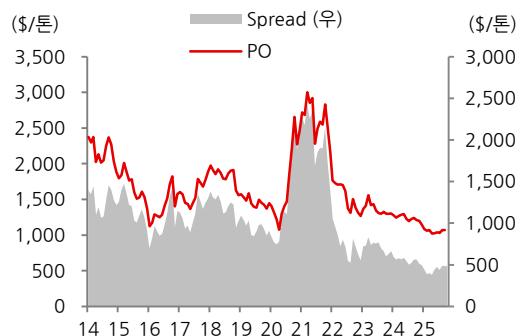
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: PX 가격 및 Spread 추이



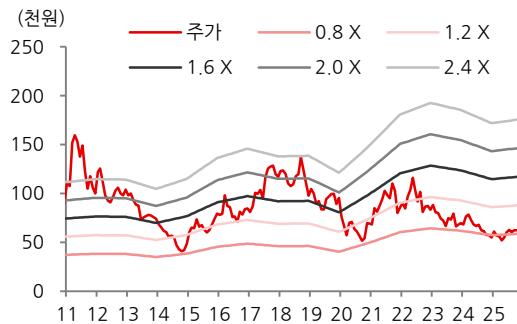
자료: cisc hem, BNK투자증권

Fig. 7: PO 가격 및 Spread 추이



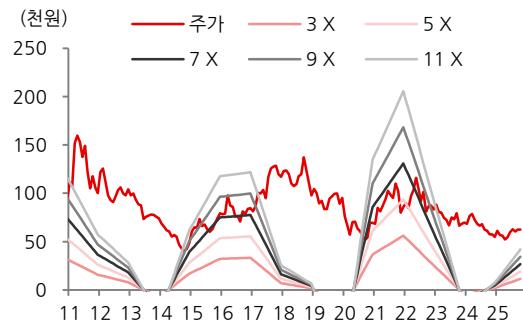
자료: cisc hem, BNK투자증권

Fig. 8: PBR Band 차트



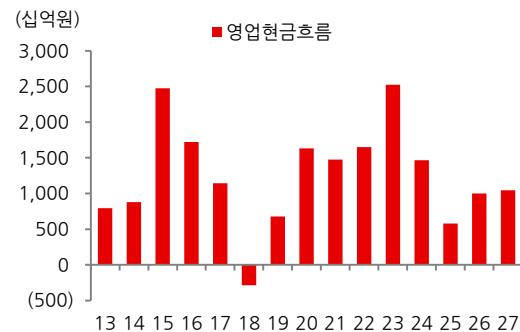
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER Band 차트



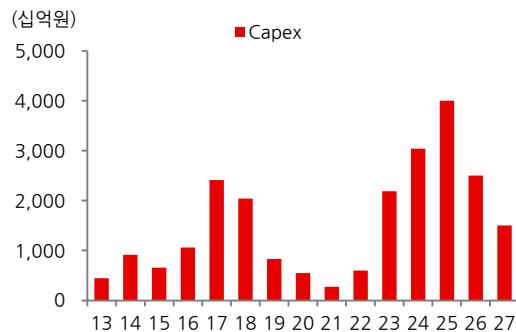
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



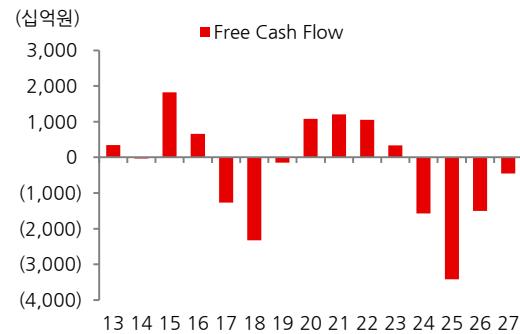
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



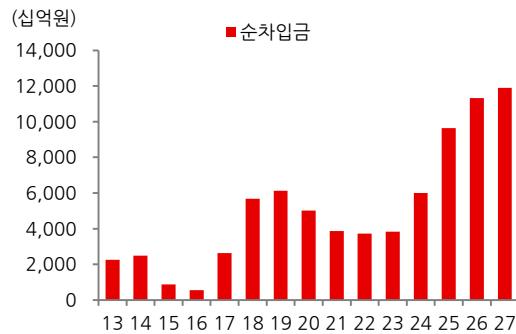
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

### 재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	8,831	9,467	9,880
현금성자산	1,963	1,946	1,357	2,027	2,199
매출채권	2,308	2,171	2,003	1,994	2,058
재고자산	4,639	4,493	4,145	4,126	4,259
비유동자산	11,928	14,403	17,718	19,607	20,560
투자자산	168	203	195	194	198
유형자산	11,152	13,582	16,914	18,812	19,770
무형자산	116	149	139	130	122
<b>자산총계</b>	<b>21,576</b>	<b>24,451</b>	<b>26,549</b>	<b>29,074</b>	<b>30,440</b>
유동부채	9,255	11,657	11,115	11,133	11,409
매입채무	3,989	4,982	4,596	4,575	4,723
단기차입금	2,142	3,355	3,355	3,355	3,355
비유동부채	3,284	4,099	7,086	9,386	10,091
사채및장기차입금	2,837	3,791	6,791	9,091	9,791
<b>부채총계</b>	<b>12,539</b>	<b>15,756</b>	<b>18,201</b>	<b>20,518</b>	<b>21,500</b>
지배기업지분	9,038	8,696	8,348	8,556	8,940
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	6,683	6,891	7,275
<b>자본총계</b>	<b>9,038</b>	<b>8,696</b>	<b>8,348</b>	<b>8,556</b>	<b>8,940</b>
총차입금	5,838	8,005	11,051	13,401	14,152
순차입금	3,839	6,001	9,640	11,320	11,898

### 포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>35,727</b>	<b>36,637</b>	<b>33,798</b>	<b>33,645</b>	<b>34,731</b>
매출원가	33,621	35,411	32,852	31,976	32,991
매출총이익	2,106	1,226	947	1,669	1,740
매출총이익률	5.9	3.3	2.8	5.0	5.0
판매비와관리비	751	804	802	827	868
판관비율	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5
<b>영업이익</b>	<b>1,355</b>	<b>422</b>	<b>144</b>	<b>842</b>	<b>872</b>
영업이익률	3.8	1.2	0.4	2.5	2.5
EBITDA	2,074	1,174	822	1,453	1,422
영업외손익	-223	-755	-65	-154	-200
금융이자손익	-181	-229	-344	-453	-505
외화관련손익	-21	-215	202	126	0
기타영업외손익	-21	-311	77	173	305
<b>세전이익</b>	<b>1,132</b>	<b>-333</b>	<b>79</b>	<b>688</b>	<b>672</b>
세전이익률	3.2	-0.9	0.2	2.0	1.9
법인세비용	183	-139	1	172	168
법인세율	16.2	41.7	1.3	25.0	25.0
계속사업이익	949	-193	78	516	504
<b>당기순이익</b>	<b>949</b>	<b>-193</b>	<b>78</b>	<b>516</b>	<b>504</b>
당기순이익률	2.7	-0.5	0.2	1.5	1.5
지배기업순이익	949	-193	78	516	504
<b>총포괄손익</b>	<b>927</b>	<b>-153</b>	<b>78</b>	<b>516</b>	<b>504</b>

### 현금흐름표

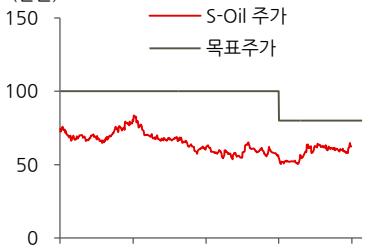
(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,526</b>	<b>1,468</b>	<b>577</b>	<b>1,002</b>	<b>1,045</b>
당기순이익	949	-193	78	516	504
비현금비용	1,465	1,773	1,067	1,282	1,281
감가상각비	719	752	677	610	550
비현금수익	-469	-445	-255	-180	-65
자산및부채의증감	1,473	829	23	1	-9
매출채권감소	-27	180	168	9	-64
재고자산감소	209	209	348	19	-133
매입채무증가	882	751	-386	-21	148
법인세환급(납부)	-695	-191	-1	-172	-168
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-2,066</b>	<b>-3,027</b>	<b>-3,786</b>	<b>-2,373</b>	<b>-1,505</b>
유형자산증가	-2,186	-3,042	-4,000	-2,500	-1,500
유형자산감소	20	3	0	0	0
무형자산순감	-2	-27	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>193</b>	<b>1,539</b>	<b>2,621</b>	<b>2,041</b>	<b>632</b>
차입금증가	618	2,167	3,046	2,350	752
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-373	-189	-14	-23	-113
현금의증가	653	-17	-589	670	172
기말현금	1,963	1,946	1,357	2,027	2,199
잉여현금흐름(FCF)	340	-1,574	-3,423	-1,498	-455

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

### 주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	8,137	-1,656	667	4,427	4,323
BPS	77,522	74,590	71,612	73,393	76,686
CFPS	16,672	9,731	7,638	13,875	14,745
DPS	1,700	125	200	1,000	1,200
PER (배)	8.6	-	93.3	14.1	14.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
PCR	4.2	5.6	8.2	4.5	4.2
EV/EBITDA	5.7	10.5	20.5	12.7	13.4
배당성향 (%)	20.2	-7.3	28.9	21.8	26.8
배당수익률	2.4	0.2	0.3	1.6	1.9
매출액증가율	-15.8	2.5	-7.7	-0.5	3.2
영업이익증가율	-60.2	-68.8	-65.9	484.6	3.6
순이익증가율	-54.9	0.0	0.0	563.3	-2.3
EPS증가율	-54.9	0.0	0.0	563.3	-2.3
부채비율 (%)	138.7	181.2	218.0	239.8	240.5
차입금비율	64.6	92.1	132.4	156.6	158.3
순차입금/자기자본	42.5	69.0	115.5	132.3	133.1
ROA (%)	4.6	-0.8	0.3	1.9	1.7
ROE	10.8	-2.2	0.9	6.1	5.8
ROIC	9.0	1.8	0.9	3.4	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/10/02 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경				주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)		
종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과라율(%)	(천원)	
S-Oil (010950)	23/01/10	매수	120,000원	-31.5	-24.1	
	23/04/27	매수	120,000원	-39.8	-37.0	
	23/07/06	매수	100,000원	-28.2	-19.3	
	24/01/11	매수	100,000원	-27.1	-19.6	
	24/04/05	매수	100,000원	-21.7	-17.0	
	24/04/26	매수	100,000원	-31.5	-26.8	
	24/07/02	매수	100,000원	-32.6	-31.2	
	24/07/26	매수	100,000원	-37.1	-31.5	
	24/10/08	매수	100,000원	-42.1	-36.0	
	25/01/14	매수	100,000원	-40.8	-34.7	
	25/04/04	매수	80,000원	-31.4	-20.4	
	25/07/02	매수	80,000원	-23.5	-19.0	
	25/10/02	매수	80,000원	-	-	

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2025.09.30 기준) / 매수(Buy) 79.0%, 보유(Hold) 21.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.