

# S-Oil (010950)

## 2025년 실적 고비를 넘겨야...

### 2025년 실적 모멘텀 하락

2025년 유가 하락으로, 실적 모멘텀이 약하다. 예상 실적은 '매출액 31.5조원, 영업이익 33억원(영업이익률 0.0%), 지배주주 순이익 491억원' 등이다. 영업손익은 2022년 3.4조원 고점(우크라이나 전쟁)이후 2023년 1.4조원, 2024년 4,222억원으로 3개년 연속 감소하는 것이다. 2025년 글로벌 신규 정유설비 준증설 완화(2024년 100만b/d→2025년 16만b/d)로 견조한 정제마진이 예상되고 있지만, 국제유가 하락(2024년 80\$→2025년 66\$)에 발목을 잡히는 형세이다. 특히, 2025년 2~3분기가 실적 바닥을 확인할 것으로 보인다.

### 2분기 유가/환율 하락이 문제, 영업적자 확대 전망

2분기 예상 실적은 '매출액 7.9조원, 영업손실 △2,955억원, 지배주주 순손실 △631억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △215억원 대비 적자폭이 크게 확대되는 것이다. 특히, 정유부문 부진이 두드러질 것이다. 2분기 정제마진은 0.9\$ 상승(1분기 1.4\$ → 2분기 2.3\$, S-Oil(주) 기준)이지만, 두바이 국제유가 △10\$ 하락(1분기 76\$ → 2분기 66\$)으로 △2,800억원 규모의 재고 손실이 예상된다. 여기에, 원/달러 환율 하락(1분기 1452원 → 2분기 1,400원)으로 약 △1,000억원 규모의 영업손실이 우려된다. 부문별 예상 손익을 살펴보면, '정유 △3,817억원, 석화 △649억원, 윤활유 1,510억원' 등이다.

### 2025년 적정주가 8만원으로 하향

2025년 유가하락에 따른 실적 약세를 반영해, 적정주가를 8만원(기존 9만원)으로 하향조정한다. 특히, 2025년 6월 13일 시작된 이란-이스라엘의 지정학적 분쟁에도 불구하고, 3분기에 공급과잉에 따른 유가 하락 압력이 더 높아질 수 있다. OPEC+ 때문이다. 2025년 4월부터 18개월 동안 220만b/d 증산을 계획했지만, 증산 시기가 빨라지고 있다. 2025년 2분기 40만b/d 증산 후, 3분기에 추가로 79~120만b/d 확대 가능성이 높다. 고비를 지나야 한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

|            | 2Q25E  | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스   | 컨센서스대비   |
|------------|--------|--------|-------|--------|----------|
| 매출액        | 78,867 | -17.6  | -12.3 | 84,610 | -6.8     |
| 영업이익       | -2,955 | 적전     | 적지    | -849   | -248.0   |
| 세전계속사업이익   | -833   | 적지     | 적지    | -1,473 | 43.5     |
| 지배순이익      | -631   | 적지     | 적지    | -1,049 | 39.9     |
| 영업이익률 (%)  | -3.7   | 적전     | 적지    | -1.0   | -2.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | -0.8   | 적지     | 적지    | -1.2   | +0.4 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 357,267 | 366,370 | 315,749 | 260,645 |
| 영업이익      | 13,546  | 4,222   | 33      | 8,557   |
| 지배순이익     | 9,488   | -1,930  | 491     | 7,218   |
| PER       | 9.0     | -38.6   | 151.2   | 10.0    |
| PBR       | 1.0     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |
| EV/EBITDA | 6.0     | 11.6    | 21.4    | 9.1     |
| ROE       | 10.8    | -2.2    | 0.6     | 7.9     |

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

**BUY (M)**
**목표주가 80,000원 (D)**
**직전 목표주가 90,000원**
**현재주가 (6/16) 63,700원**
**상승여력 26%**
**시가총액 71,715억원**
**총발행주식수 116,604,719주**
**60일 평균 거래대금 134억원**
**60일 평균 거래량 237,920주**
**52주 고/저 68,800원 / 50,400원**
**외인지분율 73.34%**
**배당수익률 0.23%**
**주요주주 Aramco Overseas Company BV 외 5인**
**주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월**
**절대 24.2 8.0 (6.0)**
**상대 10.7 (6.0) (12.0)**
**절대 (달러환산) 26.0 14.6 (5.4)**

표 1. S-Oil주의 실적 추정치 : 2024년 영업이익 0.4조원 → [2025년 1분기 △215억원 → 2분기 예상 △2,955억원(e) → 2025년 연간 예상 33억원(e) → 2026년 8,557조원(e)]

|                      |  | [국제유가]     |               |        |        |        |        |        |        | 이란원유수출 확대로 억제          |         |         |         | 이란수출 재통제     |         | Covid 수요 급락      |         | 우크라이나 전쟁 유가 강세     |         |         |                        | OPEC 증산 |  |  |  |
|----------------------|--|------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------------|---------|---------|---------|--------------|---------|------------------|---------|--------------------|---------|---------|------------------------|---------|--|--|--|
|                      |  | [정유업황]     |               |        |        |        |        |        |        | 글로벌 수요 회복 및 정유업황 강세 시기 |         |         |         | Covid로 수요 급락 |         | 정유설비 폐쇄 사이클      |         | 타이트한 공급속에 정유사이클 호황 |         |         |                        |         |  |  |  |
|                      |  | [S-Oil 증설] |               |        |        |        |        |        |        | 고도화 설비 투자시기            |         |         |         | 증설 유지시기      |         | 10조원 사천프로젝트 투자시기 |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
|                      |  | 2024       |               |        |        | 2025   |        |        |        | 연간실적                   |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
|                      |  | 1Q24       | 2Q24          | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E  | 2015                   | 2016    | 2017    | 2018    | 2019         | 2020    | 2021             | 2022    | 2023               | 2024    | 2025E   | 2026E                  |         |  |  |  |
| 생산 Capa              |  |            |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
| 상업정제설비               |  | (만배럴/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                   |         |  |  |  |
| 고도화정제설비(FCC+HOU)     |  | (만배럴/일)    | 22.5          | 22.5   | 22.5   | 22.5   | 22.5   | 22.5   | 22.5   | 14.9                   | 14.9    | 14.9    | 20.6    | 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   | 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   | 54.0                   | 54.0    | 54.0    | 54.0    | 54.0         | 54.0    | 54.0             | 54.0    | 54.0               | 54.0    | 54.0    | 54.0                   |         |  |  |  |
| 프로필렌                 |  | (만톤)       | 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                   |         |  |  |  |
| PP                   |  | (만톤)       | 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                   |         |  |  |  |
| PO                   |  | (만톤)       | 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                   |         |  |  |  |
| 윤활기유                 |  | (만배럴/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                    |         |  |  |  |
|                      |  |            | 321.0         | 332.7  | 262.0  | 262.0  |        | 191.3  | 215.7  | 250.0                  | 250.0   |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
| 주요제품 가격              |  |            |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 2026년 상반기 실적 사천프로젝트 완공 |         |  |  |  |
| 휘발유(92RON)           |  | \$/bbl     | 94.6          | 94.0   | 85.4   | 80.3   | 83.0   | 75.3   | 72.0   | 69.5                   | 56.3    | 68.0    | 77.8    | 69.5         | 44.9    | 78.5             | 111.2   | 93.9               | 88.6    | 74.6    | 62.0                   |         |  |  |  |
| 경유(5ppm)             |  | \$/bbl     | 102.9         | 99.1   | 91.8   | 88.3   | 90.2   | 79.5   | 77.0   | 64.8                   | 52.4    | 66.2    | 62.9    | 77.1         | 48.4    | 76.3             | 131.0   | 104.0              | 95.5    | 80.4    | 69.5                   |         |  |  |  |
| 등유                   |  | \$/bbl     | 102.4         | 98.6   | 91.4   | 88.4   | 90.2   | 79.9   | 76.5   | 64.8                   | 52.7    | 64.9    | 65.0    | 77.1         | 44.7    | 75.1             | 126.8   | 104.6              | 96.2    | 80.5    | 69.0                   |         |  |  |  |
| B/C유                 |  | \$/bbl     | 71.6          | 80.2   | 73.3   | 71.4   | 75.1   | 67.7   | 63.0   | 45.3                   | 35.5    | 49.6    | 66.2    | 57.5         | 39.2    | 64.5             | 82.5    | 71.9               | 74.1    | 65.7    | 50.0                   |         |  |  |  |
| 나프타                  |  | \$/bbl     | 73.4          | 72.9   | 72.0   | 70.7   | 71.4   | 61.6   | 57.0   | 45.3                   | 35.5    | 53.7    | 67.3    | 56.9         | 40.4    | 70.8             | 83.1    | 69.1               | 72.2    | 61.5    | 50.0                   |         |  |  |  |
| 두바이유(원재료)            |  | \$/bbl     | 81.5          | 85.1   | 78.3   | 73.7   | 76.1   | 66.0   | 63.0   | 51.9                   | 40.3    | 52.9    | 69.2    | 63.0         | 42.2    | 68.9             | 97.1    | 81.9               | 79.7    | 66.3    | 55.0                   |         |  |  |  |
| 에틸렌                  |  | \$/MT      |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 731                    |         |  |  |  |
| HDPE                 |  | \$/MT      |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 861                    |         |  |  |  |
| 부타디엔                 |  | \$/MT      |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 1,176                  |         |  |  |  |
| 프로필렌                 |  | \$/MT      | 828           | 842    | 844    | 817    | 830    | 766    | 766    | 788                    | 713     | 879     | 1,038   | 883          | 801     | 1,013            | 1,002   | 846                | 833     | 780     | 701                    |         |  |  |  |
| 벤젠                   |  | \$/MT      | 1,013         | 1,074  | 1,015  | 915    | 889    | 739    | 756    | 679                    | 646     | 824     | 822     | 640          | 487     | 917              | 1,038   | 916                | 1,004   | 786     | 751                    |         |  |  |  |
| PX                   |  | \$/MT      | 1,020         | 1,030  | 938    | 836    | 854    | 787    | 786    | 823                    | 778     | 832     | 1,063   | 881          | 560     | 844              | 1,098   | 1,033              | 966     | 797     | 721                    |         |  |  |  |
| PO (프로필렌+550\$)      |  | \$/MT      | 1,386         | 1,378  | 1,392  | 1,394  | 1,367  | 1,380  | 1,316  | 1,138                  | 1,066   | 1,466   | 1,331   | 1,542        | 1,587   | 1,404            | 1,388   | 1,345              | 1,330   | 1,345   | 1,330                  |         |  |  |  |
| PP(병용)               |  | \$/MT      | 924           | 951    | 942    | 929    | 936    | 954    | 916    | 910                    |         |         | 1,638   | 1,403        | 914     | 1,147            | 1,076   | 930                | 937     | 929     | 851                    |         |  |  |  |
| 나프타(원재료)             |  | \$/MT      | 699           | 697    | 676    | 660    | 663    | 571    | 536    | 510                    | 497     | 406     | 500     | 617          | 526     | 383              | 651     | 789                | 654     | 683     | 570                    |         |  |  |  |
| 윤활기유                 |  | \$/bbl     | 139           | 135    | 130    | 120    | 120    | 123    | 119    | 114                    | 84      | 82      | 97      | 111          | 98      | 79               | 134     | 166                | 154     | 131     | 119                    |         |  |  |  |
| 환율                   |  | 원/달러       | 1,329         | 1,370  | 1,358  | 1,359  | 1,452  | 1,400  | 1,370  | 1,350                  | 1,134   | 1,161   | 1,131   | 1,100        | 1,166   | 1,180            | 1,144   | 1,232              | 1,306   | 1,364   | 1,393                  |         |  |  |  |
|                      |  |            |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 1,250                  |         |  |  |  |
| 사업부문별 스프레드           |  |            |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
| 석가물정제마진(S-Oil기준)     |  | \$/bbl     | 5.0           | 0.0    | 0.4    | 2.5    | 1.4    | 2.3    | 1.7    | 2.4                    | 5.4     | 3.9     | 4.7     | 2.4          | 1.3     | -1.4             | -0.7    | 10.3               | 5.1     | 2.0     | 1.9                    |         |  |  |  |
| 사우디OSP(50%정유+50%중질유) |  | \$/bbl     | 1.9           | 1.8    | 1.8    | 1.3    | 1.8    | 2.1    | 1.0    | 0.7                    | -1.5    | -1.1    | -0.4    | 0.8          | 1.4     | -0.6             | 1.3     | 5.3                | 2.5     | 1.7     | 1.4                    |         |  |  |  |
| OSP반영후 석가물정제마진       |  | \$/bbl     | 3.1           | -1.8   | -1.4   | 1.2    | -0.4   | 0.2    | 0.7    | 1.7                    | 6.9     | 5.0     | 5.1     | 1.6          | -0.1    | -0.8             | -2.0    | 5.0                | 2.6     | 0.3     | 0.5                    |         |  |  |  |
| 석화마진                 |  | \$/MT      | 296           | 317    | 290    | 239    | 242    | 271    | 299    | 312                    | 289     | 336     | 335     | 426          | 384     | 323              | 332     | 316                | 339     | 286     | 281                    |         |  |  |  |
| 윤활기유 마진              |  | \$/bbl     | 52            | 45     | 47     | 41     | 37     | 49     | 49     | 48                     | 29      | 38      | 39      | 47           | 40      | 35               | 63      | 59                 | 66      | 46      | 46                     |         |  |  |  |
|                      |  |            |               |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         | 51                     |         |  |  |  |
| 매출액                  |  | 억원         | 93,085        | 95,708 | 88,406 | 89,171 | 89,905 | 78,867 | 74,392 | 175,903                | 163,218 | 206,914 | 254,633 | 243,942      | 168,297 | 274,639          | 424,480 | 357,267            | 366,370 | 315,749 | 260,645                |         |  |  |  |
| 정유부문                 |  | 억원         | 74,448        | 74,514 | 68,944 | 70,138 | 70,720 | 62,046 | 57,356 | 140,542                | 124,642 | 164,124 | 201,265 | 190,030      | 126,351 | 201,907          | 340,049 | 282,570            | 288,044 | 246,235 | 203,676                |         |  |  |  |
| 석화부문                 |  | 억원         | 10,968        | 13,065 | 12,016 | 10,900 | 11,280 | 8,683  | 8,660  | 24,963                 | 25,440  | 28,641  | 37,014  | 38,752       | 26,621  | 46,573           | 50,255  | 43,848             | 47,029  | 37,124  | 44,352                 |         |  |  |  |
| 윤활기유부문               |  | 억원         | 7,669         | 8,109  | 7,446  | 8,073  | 7,904  | 8,138  | 8,376  | 13,398                 | 13,136  | 16,149  | 16,354  | 15,160       | 13,325  | 26,158           | 34,155  | 30,849             | 31,297  | 32,388  | 30,593                 |         |  |  |  |
| 영업이익                 |  | 억원         | 4,541         | 1,608  | -1,419 | 2,224  | -215   | -2,955 | 1,293  | 8,176                  | 16,169  | 13,733  | 6,396   | 4,201        | -10,991 | 21,409           | 34,052  | 13,546             | 4,222   | 33      | 8,557                  |         |  |  |  |
| 원유재고평가손 영업이익(E)      |  | 억원         | 4,747         | 795    | -1,468 | 1,544  | -337   | -155   | 2,093  | 11,476                 | 14,866  | 13,183  | 8,196   | 2,291        | -4,071  | 15,441           | 30,791  | 14,552             | 5,618   | 3,911   | 10,957                 |         |  |  |  |
| 정유부문                 |  | 억원         | 2,540         | -950   | -5,737 | 1,448  | -568   | -3,817 | -228   | 2,278                  | 6,991   | 6,273   | 224     | -474         | -17,042 | 9,082            | 23,443  | 3,535              | -2,698  | -4,091  | 4,719                  |         |  |  |  |
| 석화부문                 |  | 억원         | 480           | 1,099  | 50     | -356   | -745   | -649   | 85     | 2,783                  | 5,059   | 3,258   | 3,580   | 2,517        | 1,796   | 2,438            | -498    | 1,906              | 1,273   | -937    | -151                   |         |  |  |  |
| 윤활기유부문               |  | 억원         | 1,557         | 1,457  | 1,538  | 1,130  | 1,097  | 1,510  | 1,436  | 3,111                  | 4,120   | 4,203   | 2,591   | 2,158        | 4,253   | 9,890            | 11,107  | 8,105              | 5,682   | 5,413   | 4,914                  |         |  |  |  |
|                      |  |            | 4분기 성과급 384억원 |        |        |        |        |        |        |                        |         |         |         |              |         |                  |         |                    |         |         |                        |         |  |  |  |
| 영업이익률                |  | %          | 4.9%          | 1.7%   | -4.7%  | 2.5%   | -0.2%  | -3.7%  | 1.7%   | 4.6%                   | 9.9%    | 6.6%    | 2.5%    | 1.7%         | -6.5%   | 7.8%             | 8.0%    | 3.8%               | 1.2%    | 0.0%    | 3.3%                   |         |  |  |  |
| 원유재고평가손 영업이익(E)      |  | %          | 5.1%          | 0.8%   | -1.7%  | 1.7%   | -0.4%  | -0.2%  | 2.8%   | 6.4%                   | 9.0%    | 6.3%    | 3.2%    | 0.9%         | -2.4%   | 5.6%             | 7.3%    | 4.1%               | 1.5%    | 1.2%    | 4.2%                   |         |  |  |  |
| 정유부문                 |  | %          | 3.4%          | -1.3%  | -8.3%  | 2.1%   | -0.8%  | -6.2%  | -0.4%  | 1.6%                   | 5.6%    | 3.8%    | 1.1%    | 0.2%         | -13.5%  | 4.5%             | 6.9%    | 1.3%               | -0.9%   | -1.7%   | 2.3%                   |         |  |  |  |
| 석화부문                 |  | %          | 4.4%          | 8.4%   | 0.4%   | -3.2%  | -6.6%  | -7.5%  | 1.0%   | 11.1%                  | 19.9%   | 11.4%   | 9.7%    | 6.5%         | 6.3%    | 5.2%             | -1.0%   | 4.3%               | 2.7%    | -2.5%   | -0.3%                  |         |  |  |  |
| 윤활기유부문               |  | %          | 20.3%         | 18.0%  | 20.7%  | 14.0%  | 13.9%  | 18.6%  | 17.1%  | 23.2%                  | 31.4%   | 25.0%   | 15.8%   | 14.2%        | 31.9%   | 37.8%            | 32.5%   | 25.3%              | 18.2%   | 16.7%   | 16.1%                  |         |  |  |  |
| 회손손익                 |  | 억원         | -1,755        | -1,522 | 2,021  | -4,157 | 117    | 2,968  | 0      | -1,476                 | -492    | 2,747   | -1,779  | -1,220       | 619     | -2,633           | -965    | -965               | -5,413  | 3,766   | 4,871                  |         |  |  |  |
| 지역주주 손이익             |  | 억원         | 1,662         | -213   | -2,062 | -1,317 | -446   | -631   | 300    | 18,700                 | 12,548  | 8,463   | 2,580   | 654          | -7,961  | 13,785           | 21,044  | 9,488              | -1,930  | 491     | 7,218                  |         |  |  |  |
| 주당순이익                |  | 원/주        |               |        |        |        |        |        |        | 5,494                  | 10,614  | 10,870  | 2,266   | 573          | -7,072  | 12,114           | 18,504  | 8,369              | -1,720  | 377     | 6,339                  |         |  |  |  |
| 주당순자산                |  | 원/주        |               |        |        |        |        |        |        | 46,297                 | 54,901  | 58,775  | 55,561  | 55,823       | 48,810  | 60,024           | 72,869  | 77,629             | 74,692  | 75,004  | 79,404                 |         |  |  |  |
| 주당EBITDA             |  | 원/주        |               |        |        |        |        |        |        | 9,355                  | 16,326  | 14,300  | 8,344   | 8,683        | -4,013  | 23,951           | 34,776  | 17,784             | 10,099  | 7,120   | 16,604                 |         |  |  |  |
| 주당배당                 |  | 원/주        |               |        |        |        |        |        |        | 2,400                  | 6,200   | 5,900   | 750     | 200          | 0       | 3,800            | 5,500   | 1,700              | 125     | 0       | 1,900                  |         |  |  |  |
| 자기자본이익률              |  | %          |               | 125    |        | 0      |        | 0      | 0      | 11.9%                  | 19.3%   | 18.5%   | 4.1%    | 1.0%         | -14.5%  | 20.2%            | 25.4%   | 10.8%              | -2.3%   | 0.5%    | 8.0%                   |         |  |  |  |

표 2. S-Oil(주) 실적 추정 변경 내역

|       | 기존 추정(억원) |         |         | 신규 추정(억원) |         |         | 변화율(%) |        |        |
|-------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|
|       | 2Q25E     | 2025E   | 2026E   | 2Q25E     | 2025E   | 2026E   | 2Q25E  | 2025E  | 2026E  |
| 매출액   | 78,194    | 320,389 | 278,465 | 78,867    | 315,749 | 260,645 | 0.9%   | △1.4%  | △6.4%  |
| 영업이익  | △3,058    | 3,133   | 9,309   | △2,955    | 33      | 8,557   | △3.3%  | △98.9% | △8.1%  |
| OPM   | △3.9%     | 1.0%    | 3.3%    | △3.7%     | 0.0%    | 3.3%    | 0.2%   | △1.0%  | △0.1%  |
| 세전이익  | △910      | 4,602   | 11,215  | △833      | 558     | 9,516   | 8.4%   | △87.9% | △15.1% |
| 지배순이익 | △689      | 3,557   | 8,506   | △631      | 491     | 7,218   | 8.4%   | △86.2% | △7.3%  |

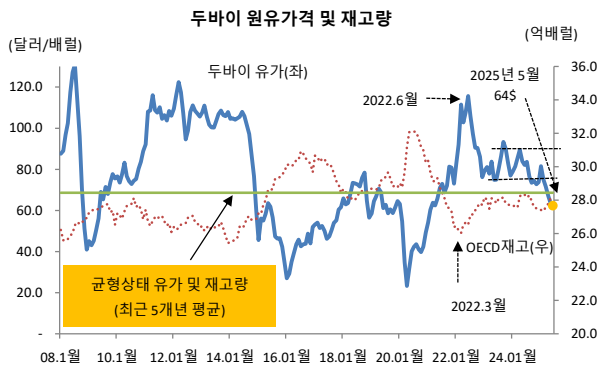
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 원유 수급 특징 및 전망 : 2025년 OPEC+의 +220 만 b/d 증산으로 과잉공급 지속

| 구분<br>(단위)      | 2023년<br>연평균 | 2024년<br>연평균 | 2025년  |        |        |        |        | 주요 변수        | 2025년                                                         |        |        |        |        | 2026년  |        |        |        |        |
|-----------------|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 |              |              | 1월     | 2월     | 3월     | 4월     | 5월     |              | 1분기                                                           | 2분기    | 3분기    | 4분기    | 연평균    | 1분기    | 2분기    | 3분기    | 4분기    | 연평균    |
| 글로벌 수요량 (만배럴/일) | 10,185       | 10,274       | 10,144 | 10,297 | 10,208 | 10,230 | 10,260 | [%yoy]       | 10,216                                                        | 10,314 | 10,438 | 10,443 | 10,353 | 10,337 | 10,457 | 10,528 | 10,514 | 10,459 |
| 수요증감            | 190          | 89           | 89     | 13     | 43     | 42     | 29     | -0.3%        | ※ 중 수요량 변화(전분기 대비)                                            | 109    | 97     | 125    | 5      | -      | 106    | 120    | 72     | 14     |
| 미국              | 2,027        | 2,030        | 2,074  | 2,023  | 1,995  | 2,000  | 1,969  | -5.3%        | ※ 전년동기 대비 증감                                                  | 48     | 39     | 109    | 118    | 79     | 121    | 143    | 90     | 106    |
| EU              | 1,345        | 1,351        | 1,251  | 1,325  | 1,328  | 1,351  | 1,339  | -0.5%        |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 중국              | 1,619        | 1,631        | 1,616  | 1,656  | 1,631  | 1,667  | 1,655  | 0.6%         |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 인도              | 527          | 547          | 553    | 567    | 561    | 560    | 590    | 5.1%         |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 글로벌 공급량 (만배럴/일) | 10,220       | 10,280       | 10,250 | 10,310 | 10,437 | 10,420 | 10,424 |              | ③+④+⑤증산                                                       | 10,332 | 10,446 | 10,523 | 10,517 | 10,454 | 10,545 | 10,542 | 10,573 | 10,607 |
| 공급증감            | 222          | 59           | 140    | 75     | 126    | 113    | 158    |              | ※ 중공급량 변화(전분기 대비)                                             | 7      | 114    | 77     | 6      | 175    | 28     | 3      | 31     | 35     |
| OPEC            | 2,690        | 2,674        | 2,678  | 2,695  | 2,718  | 2,698  | 2,727  | [OPEC 7월 쿼터] | ※ 전년동기 대비 증감                                                  | 113    | 166    | 242    | 178    |        | 213    | 96     | 50     | 91     |
| 사우디아라비아         | 954          | 902          | 885    | 885    | 910    | 890    | 900    | 953          | [세부 항목]                                                       | 0      | 11     | 14     | -      | 4      | -      | 3      | 8      | 8      |
| 이라크             | 433          | 440          | 430    | 427    | 435    | 430    | 431    | 412          | ① 러시아                                                         | 22     | 32     | 50     | -      | 4      | -      | 8      | 23     | 23     |
| UAE             | 295          | 293          | 291    | 295    | 295    | 293    | 305    | 317          | ② OPEC(이란, 베네수엘라 제외)                                          | 1      | 3      | 2      | -      | 6      | -      | -      | -      | -      |
| 이란              | 287          | 331          | 340    | 345    | 335    | 340    | 335    |              | ③ 이란 수출                                                       | 5      | 1      | 9      | 3      | 1      | -      | -      | -      | -      |
| 쿠웨이트            | 259          | 246          | 242    | 243    | 245    | 246    | 249    | 249          | ④ 베네수엘라 수출                                                    | 12     | 23     | 11     | 2      | 21     | 7      | 9      | 12     | 0      |
| 나이지리아           | 124          | 128          | 133    | 138    | 140    | 138    | 142    | 150          | ⑤ 미국(배럴증산)                                                    | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 리비아             | 115          | 109          | 123    | 127    | 124    | 128    | 131    |              | (참고) 트럼프1기 증산 규모 : 2017년 52만b/d, 2018년 158만b/d, 2019년 126만b/d | 22     | 53     | 34     | 5      | 96     | 52     | 64     | 11     | 3      |
| 앙골라             | 117          | 116          | 106    | 109    | 108    | 107    | 103    |              | ⑥ 기타 Non-opec 증산                                              | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 알제리             | 97           | 91           | 91     | 92     | 91     | 92     | 92     | 94           |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 베네수엘라           | 74           | 83           | 90     | 91     | 90     | 90     | 90     |              |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 콩고              | 26           | 24           | 24     | 24     | 23     | 23     | 22     | 28           |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 가봉              | 20           | 22           | 24     | 22     | 24     | 23     | 24     | 17           |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 적도기니            | 6            | 6            | 5      | 6      | 6      | 5      | 6      | 7            |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 미국              | 1,293        | 1,321        | 1,314  | 1,324  | 1,349  | 1,359  | 1,356  |              |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 러시아             | 958          | 916          | 897    | 897    | 897    | 905    | 905    | 924          |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 캐나다             | 576          | 600          | 633    | 609    | 617    | 600    | 589    |              |                                                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 수요량-공급량 (만배럴/일) | - 35         | - 6          | - 106  | - 13   | - 229  | - 189  | - 164  |              |                                                               | - 116  | - 133  | - 85   | - 73   | - 102  | - 208  | - 85   | - 45   | - 94   |
| 수요량-공급량 (억배럴)   | 27.9         | 27.9         | 27.4   | 27.4   | 27.6   | 27.8   | 28.1   |              | 재고 균형 : 28.5억배럴                                               | 27.5   | 28.0   | 28.4   | 28.7   | 28.1   | 29.1   | 29.5   | 29.7   | 30.0   |
| 두바이유가 (달러/배럴)   | 82           | 80           | 82     | 75     | 72     | 67     | 64     |              | 균형 유가 : 66\$                                                  | 76     | 65     | 63     | 60     | 66     | 57     | 55     | 54     | 53     |

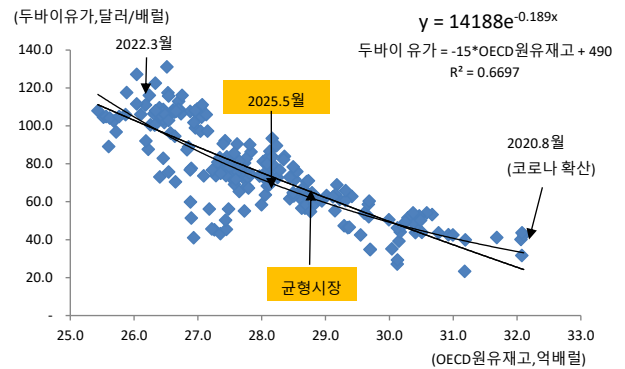
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 1. 두바이 원유가격과 OECD 원유재고량 추이 : 박스권 하향 이탈



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 유가와 원유재고량 상관관계



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

| 지역 구분 | 2022년<br>(만b/d) | 2023년<br>(만b/d) | 2024년<br>(만b/d) | 2025년<br>(만b/d) | 2026년<br>(만b/d) | 2027년<br>(만b/d) | 2028년<br>(만b/d) |
|-------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|-------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|

자료 : 유인타증권 리서치센터

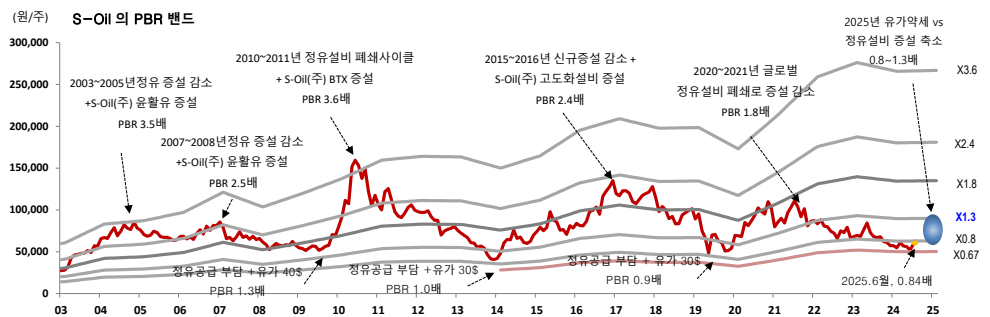
---

표 6. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 2025년 8만원(기존 9만원)

| 구분          | 기준일<br>(2025.6월) | 주요 내역                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                     |                |               |                |              |
|-------------|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|---------------|----------------|--------------|
| (+) 영업자산가치  | 20조 4,788억원      | 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     |
|             |                  | ▶윤활유부문                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 5,458               | 103            | 5,561         | *11.5x         | 6조 3,952     |
|             |                  | ▶사린프로젝트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 2,588               | 3,800          | 6,388         | *4.5x          | 2조 8,744     |
|             |                  | 합 계                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 1조 9,236            | 5,714          | 2조 4,950      | 7.1x           | 20조 4,788    |
|             |                  | *사업부문 EBITDA = 2022~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함<br>*정유부문 EV/EBITDA 배율은 평균 업황 이상(7.5배)에서 평균(6.5배)으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배)<br>*화학부문 EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치(4.5배)를 적용했음(바닥 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)<br>*윤활유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치(11.5배)를 적용했음(바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)<br>*사린프로젝트(에틸렌 180만톤/년)는 2026년 상반기에 완공, EV/EBITDA 배율은 부진 업황에서 적용되는 수치(4.5배)를 적용했음 |                     |                |               |                |              |
| (+) 투자자산가치  | 9,241억원          | 투자자산 구성                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 지분율                 | 순자산            | PBR(배)        | 적정가치(억원)       | 비고           |
|             |                  | S-Oil/토탈유평활유                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 50%+1주              | 316            | **0.5x        | 158            | 유평활유 제품 생산   |
|             |                  | 대한송유관공사                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 8.87%               | 436            | **0.5x        | 218            | 국내 원유수송      |
|             |                  | 잉여부동산                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 서산시 89만㎡<br>온산 30만㎡ | 1,400<br>2,000 | 1.0x<br>1.0x  | 1,400<br>2,000 |              |
|             |                  | 전략비축유                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                     | 569만배럴         | 배럴당 70\$      | 5,377          | 환율 1,300원 적용 |
|             |                  | 기타                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                     | 175            | **0.5x        | 88             |              |
|             |                  | 합 계                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                     | 9,235          | 0.95x         | 9,241          |              |
| (-) 순차입금    | 12조 2,218억원      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                     |                |               |                |              |
| (+) 총차입금    | 10조 1,200억원      | 2024년 말 차입금 7.6조원 + 2025~2026년 차입금 증가액 2.5조원(사린프로젝트 투자비)<br><br>연간 탄소배출량 9,541,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,250원 = 2,986억원 (연간 탄소배출액 시회적 비용)<br>연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 2,986억원 / WACC(7.5%) = 3조 9,648억원                                                                                                                                                                                                          |                     |                |               |                |              |
| (-) 현금성자산   | 1조 8,630억원       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                     |                |               |                |              |
| (+) 탄소배출 부담 | 3조 9,648억원       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                     |                |               |                |              |
| 보통주 주주가치(A) | 9조 1,810억원       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                     |                |               |                |              |
| 발행주식수(B)    | 112,582,792주     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                     |                |               |                |              |
| 보통주 1주당 가치  | 80,000원/주        | * 목표주가 하향 배경(기존 90,000원 → 신규 80,000원) : ① 사린프로젝트 불확실성 가치를 2.8조원으로 반영                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                     |                |               |                |              |
| (직전 가치)     | (90,000원/주)      | ② 2025년 ~ 2026년 차입금 2.5조원 증가로, 재무부담 증가 반영                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                     |                |               |                |              |

자료: 유안타증권 리서치센터

그림3. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2025년 6월 0.84배 바닥권 수준



자료: 유안타증권 리서치센터

## S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)        | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 매출액            | 357,267 | 366,370 | 315,749 | 260,645 | 300,565 |
| 매출원가           | 336,209 | 354,112 | 308,929 | 242,242 | 274,554 |
| 매출총이익          | 21,057  | 12,259  | 6,820   | 18,403  | 26,011  |
| 판매비            | 7,512   | 8,037   | 6,787   | 9,846   | 11,354  |
| 영업이익           | 13,546  | 4,222   | 33      | 8,557   | 14,658  |
| EBITDA         | 20,737  | 11,741  | 8,281   | 19,361  | 27,466  |
| 영업외손익          | -2,229  | -7,547  | 525     | 959     | -4,263  |
| 외환관련손익         | -597    | -5,930  | 3,649   | 4,871   | 0       |
| 이자손익           | -1,805  | -2,292  | -2,713  | -3,948  | -4,304  |
| 관계기업관련손익       | 23      | 59      | 59      | 36      | 41      |
| 기타             | 150     | 616     | -471    | 0       | 0       |
| 법인세비용차감전순이익    | 11,317  | -3,325  | 558     | 9,516   | 10,395  |
| 법인세비용          | 1,829   | -1,395  | 67      | 2,298   | 2,512   |
| 계속사업순이익        | 9,488   | -1,930  | 491     | 7,218   | 7,883   |
| 중단사업순이익        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 당기순이익          | 9,488   | -1,930  | 491     | 7,218   | 7,883   |
| 지배지분순이익        | 9,488   | -1,930  | 491     | 7,218   | 7,883   |
| 포괄순이익          | 9,267   | -1,526  | 509     | 7,218   | 7,883   |
| 지배지분포괄이익       | 9,267   | -1,526  | 509     | 7,218   | 7,883   |

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

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)         | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 영업활동 현금흐름       | 25,257  | 14,676  | 7,027   | 10,906  | 14,913  |
| 당기순이익           | 9,488   | -1,930  | 491     | 7,218   | 7,883   |
| 감가상각비           | 7,115   | 7,410   | 8,123   | 10,689  | 12,703  |
| 외환손익            | -901    | 3,967   | -3,199  | -4,871  | 0       |
| 중속, 관계기업관련손익    | -23     | -59     | -59     | -36     | -41     |
| 자산부채의 증감        | 14,731  | 8,289   | 4,715   | 1,741   | -1,433  |
| 기타현금흐름          | -5,152  | -3,001  | -3,044  | -3,834  | -4,199  |
| 투자활동 현금흐름       | -20,661 | -30,270 | -30,821 | -11,016 | -8,350  |
| 투자자산            | 1,366   | 32      | 114     | 51      | -49     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -21,856 | -30,419 | -35,417 | -16,417 | -8,300  |
| 유형자산 감소         | 203     | 35      | 0       | 0       | 0       |
| 기타현금흐름          | -375    | 82      | 4,482   | 5,350   | 0       |
| 재무활동 현금흐름       | 1,932   | 15,388  | 12,661  | -1,790  | -12,767 |
| 단기차입금           | 1,887   | 12,037  | -2,822  | -1,440  | -1,539  |
| 사채 및 장기차입금      | 4,298   | 9,635   | 38,309  | 0       | -8,791  |
| 자본              | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 현금배당            | -3,727  | -1,893  | -15     | -350    | -2,438  |
| 기타현금흐름          | -526    | -4,391  | -22,810 | 0       | 0       |
| 연결범위변동 등 기타     | 2       | 32      | 2,527   | 1,688   | 6,037   |
| 현금의 증감          | 6,530   | -174    | -8,606  | -212    | -167    |
| 기초 현금           | 13,103  | 19,633  | 19,458  | 10,853  | 10,641  |
| 기말 현금           | 19,633  | 19,458  | 10,853  | 10,641  | 10,474  |
| NOPLAT          | 13,546  | 4,222   | 33      | 8,557   | 14,658  |
| FCF             | 3,401   | -15,743 | -28,390 | -5,511  | 6,613   |

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)        | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 유동자산           | 96,478  | 100,480 | 74,657  | 68,590  | 73,916  |
| 현금및현금성자산       | 19,633  | 19,458  | 10,853  | 10,641  | 10,474  |
| 매출채권 및 기타채권    | 29,899  | 34,792  | 22,527  | 21,096  | 22,856  |
| 재고자산           | 46,392  | 44,931  | 37,116  | 33,170  | 36,903  |
| 비유동자산          | 119,284 | 144,034 | 172,809 | 178,372 | 173,914 |
| 유형자산           | 111,520 | 135,818 | 163,521 | 169,250 | 164,847 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 409     | 427     | 384     | 384     | 384     |
| 기타투자자산         | 1,268   | 1,603   | 501     | 450     | 499     |
| 자산총계           | 215,761 | 244,514 | 247,466 | 246,962 | 247,829 |
| 유동부채           | 92,545  | 116,567 | 99,454  | 94,281  | 107,260 |
| 매입채무 및 기타채무    | 60,740  | 74,105  | 57,417  | 51,587  | 57,240  |
| 단기차입금          | 21,425  | 33,549  | 30,832  | 29,438  | 27,855  |
| 유동성장기부채        | 6,398   | 6,599   | 3,891   | 5,988   | 14,851  |
| 비유동부채          | 32,840  | 40,991  | 60,240  | 58,041  | 40,485  |
| 장기차입금          | 6,997   | 13,157  | 42,293  | 42,293  | 38,795  |
| 사채             | 21,370  | 24,755  | 38,064  | 35,966  | 21,811  |
| 부채총계           | 125,386 | 157,558 | 159,695 | 152,322 | 147,745 |
| 지배지분           | 90,376  | 86,956  | 87,772  | 94,640  | 100,084 |
| 자본금            | 2,915   | 2,915   | 2,915   | 2,915   | 2,915   |
| 자본잉여금          | 13,315  | 13,315  | 13,315  | 13,315  | 13,315  |
| 이익잉여금          | 73,796  | 70,305  | 70,779  | 77,647  | 83,091  |
| 비지배지분          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 자본총계           | 90,376  | 86,956  | 87,772  | 94,640  | 100,084 |
| 순차입금           | 38,389  | 60,007  | 104,207 | 103,458 | 93,295  |
| 총차입금           | 58,381  | 80,053  | 115,539 | 114,099 | 103,770 |

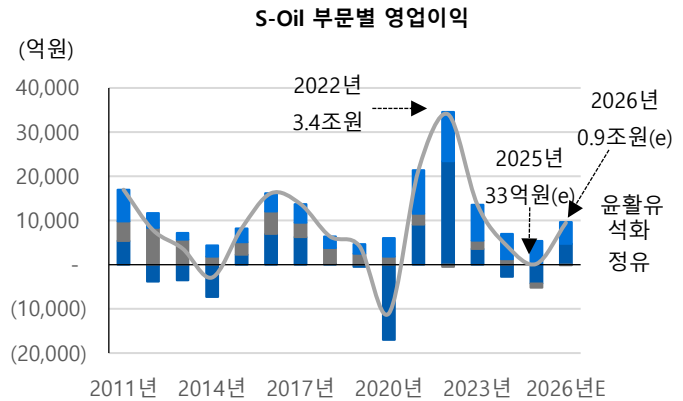
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)                    | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| EPS                        | 8,369   | -1,720  | 421     | 6,346   | 6,936   |
| BPS                        | 77,629  | 74,692  | 75,392  | 81,291  | 85,968  |
| EBITDAPS                   | 17,784  | 10,069  | 7,102   | 16,604  | 23,555  |
| SPS                        | 306,391 | 314,199 | 270,786 | 223,529 | 257,764 |
| DPS                        | 1,700   | 125     | 0       | 1,900   | 2,100   |
| PER                        | 9.0     | -38.6   | 151.2   | 10.0    | 9.2     |
| PBR                        | 1.0     | 0.9     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |
| EV/EBITDA                  | 6.0     | 11.6    | 21.4    | 9.1     | 6.1     |
| PSR                        | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.3     | 0.2     |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |          |       |
|-----------------|-------|-------|-------|----------|-------|
| 결산(12월)         | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F    | 2027F |
| 매출액 증가율 (%)     | -15.8 | 2.5   | -13.8 | -17.5    | 15.3  |
| 영업이익 증가율 (%)    | -60.2 | -68.8 | -99.2 | 25,869.2 | 71.3  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | -54.9 | 적전    | 흑전    | 1,371.5  | 9.2   |
| 매출총이익률 (%)      | 5.9   | 3.3   | 2.2   | 7.1      | 8.7   |
| 영업이익률 (%)       | 3.8   | 1.2   | 0.0   | 3.3      | 4.9   |
| 지배순이익률 (%)      | 2.7   | -0.5  | 0.2   | 2.8      | 2.6   |
| EBITDA 마진 (%)   | 5.8   | 3.2   | 2.6   | 7.4      | 9.1   |
| ROIC            | 9.3   | 1.8   | -0.1  | 3.8      | 6.7   |
| ROA             | 4.6   | -0.8  | 0.2   | 2.9      | 3.2   |
| ROE             | 10.8  | -2.2  | 0.6   | 7.9      | 8.1   |
| 부채비율 (%)        | 138.7 | 181.2 | 181.9 | 160.9    | 147.6 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 42.5  | 69.0  | 118.7 | 109.3    | 93.2  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 5.7   | 1.5   | 0.0   | 2.2      | 3.4   |

## Key Chart

### 연간 영업이익 전망 :

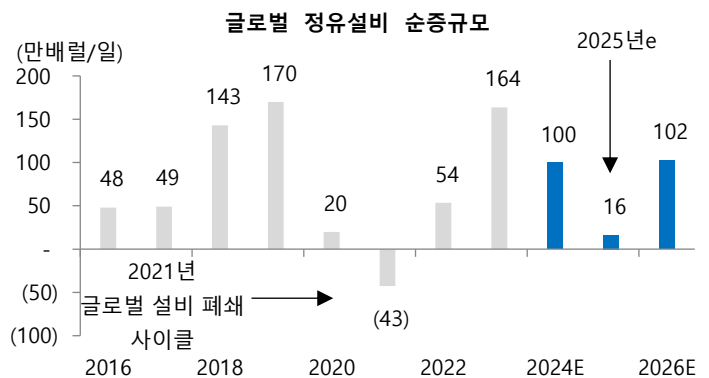
2022년 3.4조원,  
2023년 1.4조원,  
2024년 0.4조원,  
2025년 33억원(↓)  
2026년 0.9조원



자료: 유안타증권 리서치센터

### 2025년 정유설비 증설 압박 小 :

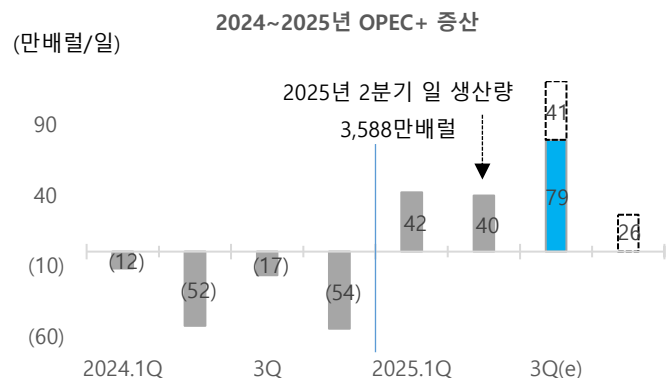
2023년 164만b/d  
2024년 100만b/d  
2025년 16만b/d(↓)  
2026년 102만b/d



자료: 유안타증권 리서치센터

### 2025년 유가하락 압력 지속 :

OPEC중산 추가 규모  
1분기 42만b/d  
2분기 40만b/d  
3분기 79~120만b/d  
4분기 0~26만b/d



자료: EIA, 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

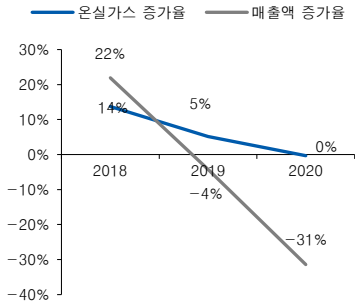
|    |                                                                                                         |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| +4 | ESG 외부평가기관 수상 내역                                                                                        |
| +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<br>한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음<br>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, 적장내 갑질 등 최근 이슈 반영 | -2 ~ +2 | -       | -             | -             |

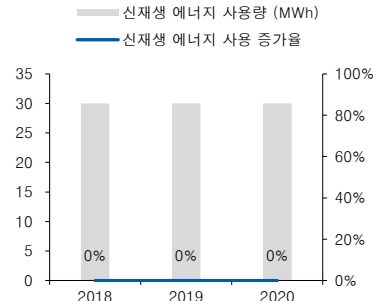
## Environment

## 온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



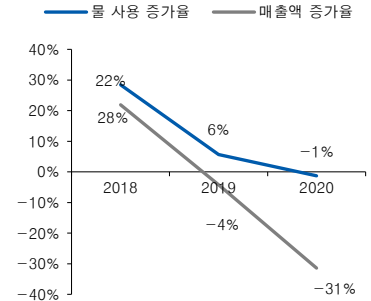
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준  
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

## 신재생 에너지 사용량 &amp; 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준  
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

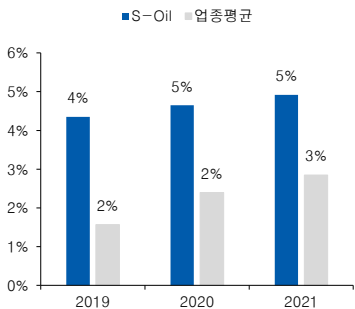
## 물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

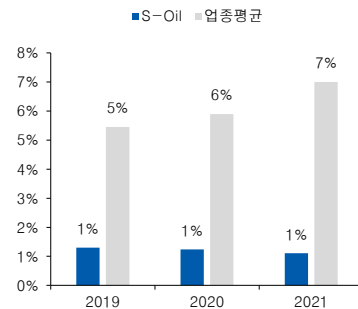
## Social

## 여성임원비율 vs. 업종 평균



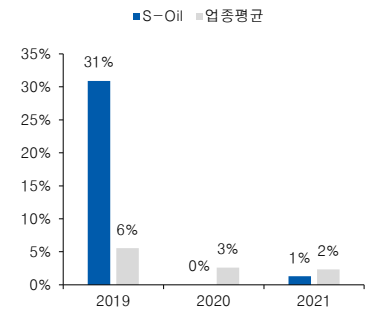
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## 계약직 비율 vs. 업종 평균



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

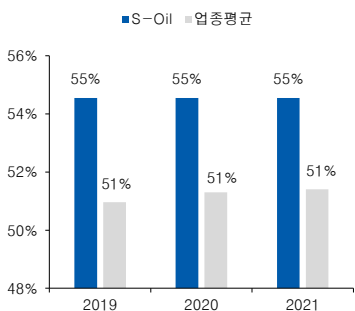
## 기부금 및 당기순이익의 추이



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

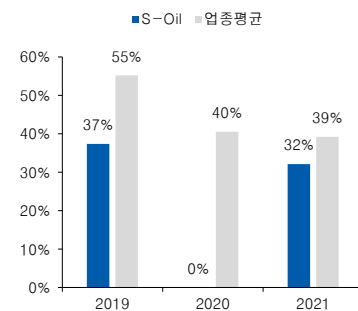
## Governance

## 사외이사 비율 vs. 업종 평균



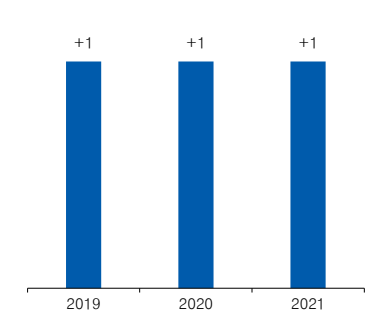
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영  
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

## 배당액 및 당기순이익의 추이



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

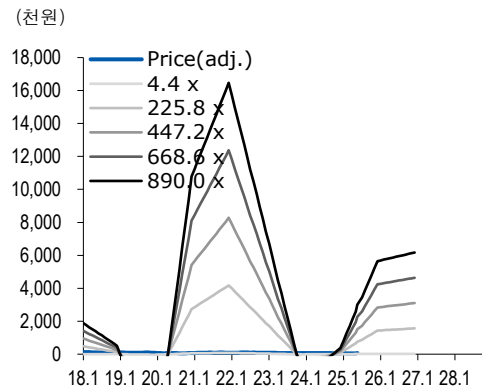
## 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



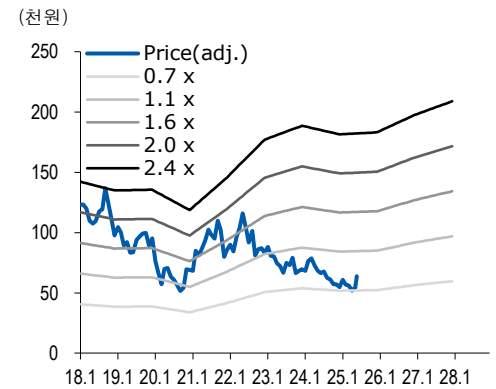
주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1  
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

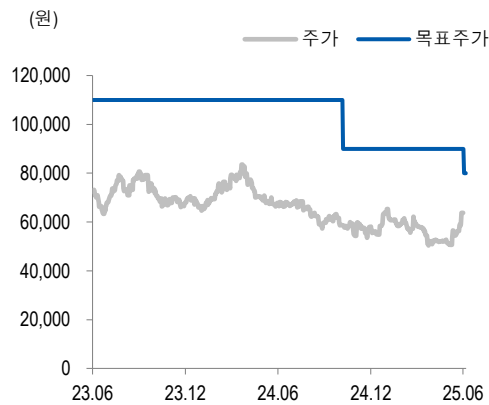
P/E band chart



P/B band chart



S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견    | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-------------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |             |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2025-06-17 | BUY         | 80,000     | 1년           |            |                 |
| 2024-10-22 | BUY         | 90,000     | 1년           | -36.71     | -27.44          |
| 2024-06-09 | 1년 경과<br>이후 |            | 1년           | -41.52     | -37.45          |
| 2023-06-09 | BUY         | 110,000    | 1년           | -34.57     | -24.09          |

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)        | 93.6       |
| Hold(중립)       | 6.4        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2025-06-17

※ 해외 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 투자의사결정은 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.