



S-Oil (010950)

정제마진 반등으로 하반기 회복 기대

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(상향): 81,000원

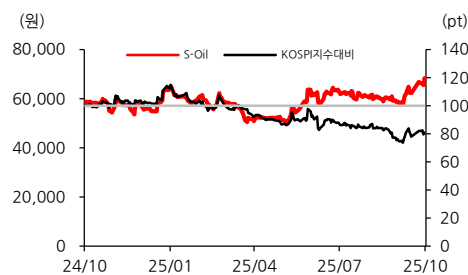
현재 주가(10/17)	65,300원
상승여력	▲24.0%
시가총액	73,517억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	68,300 / 50,400원
90 일 일평균 거래대금	141.29억원
외국인 지분율	75.7%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.1	4.5	27.0	11.1
상대수익률(KOSPI)	1.2	-13.0	-24.7	-32.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	32,852	27,265
영업이익	1,355	422	124	1,318
EBITDA	2,074	1,174	964	2,167
지배주주순이익	949	-193	78	675
EPS	8,369	-1,720	684	5,992
순차입금	3,839	6,001	7,629	7,706
PER	8.3	-31.9	95.5	10.9
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	15.7	7.0
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2
ROE	10.8	-2.2	0.9	7.4

주가 추이



S-Oil의 3분기 실적은 정제마진 개선과 유가 반등 효과로 견조할 전망입니다. 10월 들어 정제마진이 추가로 상승하면서 4분기 영업환경은 더욱 개선될 것으로 예상되지만, 유가 약세에 따른 부담도 존재합니다.

3분기 실적: 영업이익 2,743억 원으로 컨센서스 부합 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 8.1조 원, 영업이익 2,743억 원으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 1) 정유 부문 영업이익은 1,440억 원(QoQ +5,851억 원)으로 흑자전환이 예상된다. 이는 유가 상승으로 인한 재고평가이익 528억 원(QoQ +2,361억 원)과 정제마진 회복 영향 때문이다. 10월 기준 정제마진은 \$13~14/b까지 상승하며, 연초 저점(\$6/b) 대비 2배 이상 올랐다. 최근 우크라이나의 러시아 정유 시설 공격, 겨울철 성수기 진입에 따른 재고 비축 수요 증가로 수급 여건이 개선되고 있다. 2) 화학 부문은 PX 스프레드가 개선됐으나, BZ/PP 스프레드가 약세로 수익성 회복은 제한적일 것으로 추정된다. 3) 유통기류 부문은 스프레드 확대로 수익성이 소폭 증가한 것으로 보인다.

2026년 개선된 영업환경 기대

동사의 2026년 실적으로 매출액 27.3조 원, 영업이익 1.3조 원을 전망한다. 1) 정유 부문은 글로벌 수요 둔화 우려에도 불구하고, 미국/러시아/유럽 등에서 정유설비 폐쇄로 공급 부담이 완화될 것으로 보인다. 정제마진 강세는 2026년 상반기까지 이어질 것으로 예상되지만, 유가 약세가 지속될 경우 하반기 수익성에는 불확실성이 존재한다. 2) 화학 부문은 글로벌 구조조정이 진행될 예정으로, 공급과잉은 지속되겠지만 업황이 추가로 악화되지는 않을 것으로 보인다. 2027년부터 실적에 본격 반영될 사실프젝트에 대한 기대가 높아졌으며, 약 3,000억 원의 영업이익이 추가될 수 있다고 판단한다.

목표주가 81,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 81,000원으로 상향한다. 12M Fwd BPS에 PBR 1.0배를 적용했다. 전반적으로 유가 약세에 대한 우려가 주가를 누르고 있으나, 1) 정제 마진 강세와 2) 개선되는 정유 부문 수급 개선, 3) 사실프젝트에 대한 기대감으로 과거 하단 수준의 밸류에이션까지는 충분히 회복할 수 있다고 판단한다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,052	7,762	35,727	36,637	32,852	27,265
QoQ(%)	-5%	3%	-8%	1%	1%	-10%	0%	-4%				
YoY(%)	3%	22%	-2%	-9%	-3%	-16%	-9%	-13%	-16%	3%	-10%	-17%
1) 정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,408	6,204	28,257	28,804	25,944	21,226
QoQ(%)	-4%	0%	-7%	2%	1%	-11%	2%	-3%				
YoY(%)	2%	24%	-4%	-10%	-5%	-16%	-7%	-12%	-17%	2%	-10%	-18%
2) 석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	891	811	4,385	4,703	3,864	3,246
QoQ(%)	-10%	19%	-8%	-9%	3%	-8%	-14%	-9%				
YoY(%)	6%	30%	7%	-10%	3%	-21%	-26%	-26%	-13%	7%	-18%	-16%
3) 윤활기유	767	811	745	807	791	755	753	747	3,085	3,130	3,045	2,793
QoQ(%)	-8%	6%	-8%	8%	-2%	-5%	0%	-1%				
YoY(%)	1%	0%	10%	-3%	3%	-7%	1%	-7%	-10%	1%	-3%	-8%
영업이익	454	161	-415	222	-22	-344	274	215	1,355	422	124	1,318
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-4.3%	3.4%	2.8%	3.8%	1.2%	0.4%	4.8%
QoQ(%)	흑전	-65%	적전	흑전	적전	적지	흑전	-21%				
YoY(%)	-12%	341%	적전	흑전	적전	적전	흑전	-3%	-53%	-70%	-67%	1178%
1) 정유	250	-95	-574	145	-57	-441	144	82	353	-273	-271	672
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-7.0%	2.2%	1.3%	1.3%	-0.9%	-1.0%	3.2%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-43%				
YoY(%)	-14%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	-43%	-85%	적전	흑전	-348%
2) 석유화학	48	110	5	-36	-75	-35	-18	-19	191	127	-146	0
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-2.3%	4.3%	2.7%	-3.8%	0.0%
QoQ(%)	42%	129%	-95%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	64%	34%	-89%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	-33%	적전	흑전
3) 윤활기유	156	146	154	113	110	132	148	152	811	568	541	646
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	17.5%	19.7%	20.3%	26.3%	18.2%	17.8%	23.1%
QoQ(%)	-30%	-6%	5%	-27%	-3%	20%	13%	2%				
YoY(%)	-20%	-41%	4%	-49%	-30%	-10%	-4%	34%	-27%	-30%	-5%	19%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

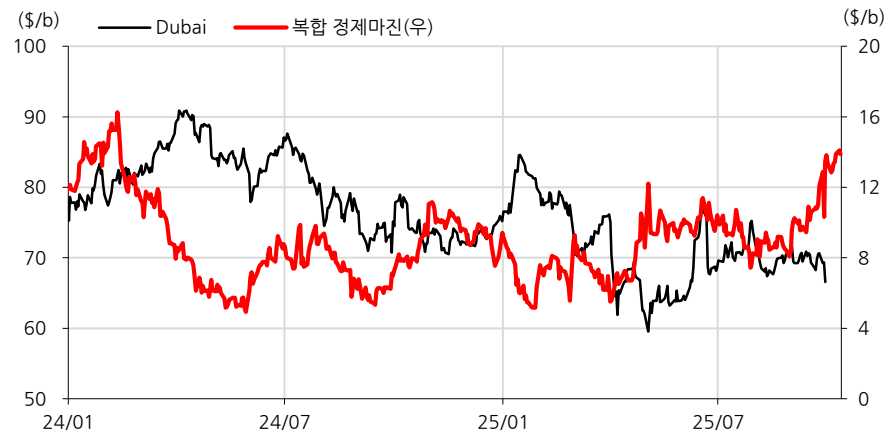
[표2] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	80,903	12M Fwd BPS
Target P/B(배)	1.0	
주당 적정가치	80,903	
목표 추가	81,000	
현재 추가	68,300	
상승 여력	18.6%	

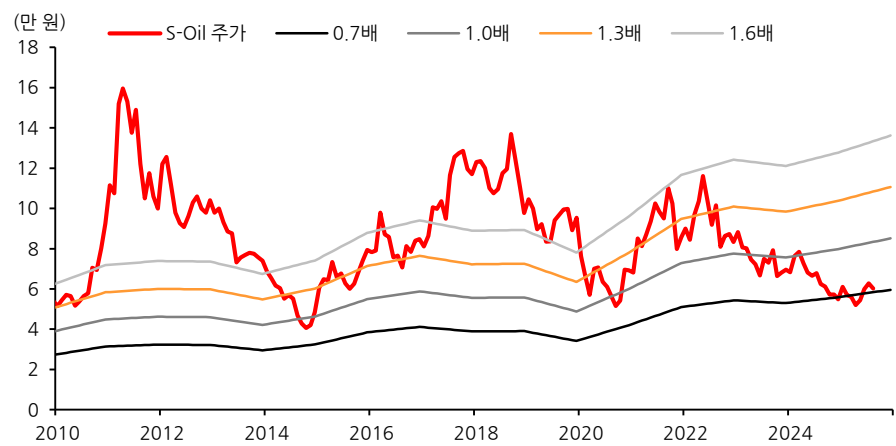
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유가 및 복합 정제마진(Spot) 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S-Oil 12m forward PBR Band



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	36,637	32,852	27,265
매출총이익	4,155	2,106	1,226	891	1,954
영업이익	3,405	1,355	422	124	1,318
EBITDA	4,055	2,074	1,174	964	2,167
순이자손익	-118	-177	-226	-116	-123
외화관련손익	-339	-60	-593	0	0
지분법손익	0	2	6	5	4
세전계속사업손익	2,899	1,132	-333	127	1,074
당기순이익	2,104	949	-193	78	675
지배주주순이익	2,104	949	-193	78	675
증가율(%)					
매출액	54.6	-15.8	2.5	-10.3	-17.0
영업이익	59.0	-60.2	-68.8	-70.6	960.4
EBITDA	45.2	-48.9	-43.4	-17.9	124.9
순이익	52.7	-54.9	적전	흑전	770.2
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	5.9	3.3	2.7	7.2
영업이익률	8.0	3.8	1.2	0.4	4.8
EBITDA 이익률	9.6	5.8	3.2	2.9	7.9
세전이익률	6.8	3.2	-0.9	0.4	3.9
순이익률	5.0	2.7	-0.5	0.2	2.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	2,526	1,468	1,810	1,464
당기순이익	2,104	949	-193	78	675
자산상각비	650	719	752	839	849
운전자본증감	-2,132	1,473	829	1,157	-58
매출채권 감소(증가)	-386	-27	180	159	377
재고자산 감소(증가)	-1,338	209	209	291	714
매입채무 증가(감소)	221	882	751	820	-1,157
투자현금흐름	-773	-2,066	-3,027	-3,737	-1,527
유형자산처분(취득)	-569	-2,165	-3,038	-3,644	-1,500
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-27	-1	-4
투자자산 감소(증가)	-2	0	3	0	-1
재무현금흐름	-1,514	193	1,539	637	435
차입금의 증가(감소)	-819	59	1,810	692	450
자본의 증가(감소)	-617	-373	-189	-15	-15
배당금의 지급	-617	-373	-189	-15	-15
총현금흐름	4,104	1,944	1,135	821	1,523
(-)운전자본증감(감소)	1,315	-866	-783	-1,040	58
(-)설비투자	599	2,186	3,042	3,644	1,500
(+)자산매각	29	18	-24	-1	-4
Free Cash Flow	2,220	642	-1,148	-1,785	-39
(-)기타투자	1,020	-709	-81	-25	23
잉여현금	1,201	1,351	-1,067	-1,760	-63
NOPLAT	2,472	1,136	306	76	828
(+) Dep	650	719	752	839	849
(-)운전자본투자	1,315	-866	-783	-1,040	58
(-)Capex	599	2,186	3,042	3,644	1,500
OpFCF	1,209	535	-1,200	-1,689	119

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	10,048	7,617	6,920
현금성자산	1,494	1,999	2,005	668	1,041
매출채권	2,964	2,990	3,479	2,217	1,840
재고자산	4,733	4,639	4,493	4,198	3,484
비유동자산	10,407	11,928	14,403	17,366	18,048
투자자산	713	661	673	721	749
유형자산	9,588	11,152	13,582	16,495	17,157
무형자산	106	116	149	150	143
자산총계	19,613	21,576	24,451	24,983	24,969
유동부채	8,213	9,255	11,657	10,845	9,717
매입채무	4,752	6,074	7,410	6,805	5,648
유동성이자부채	2,609	2,847	4,071	3,314	3,314
비유동부채	2,917	3,284	4,099	5,365	5,818
비유동이자부채	2,611	2,991	3,934	4,983	5,433
부채총계	11,130	12,539	15,756	16,210	15,535
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,030	7,108	7,768
자본조정	32	35	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,483	9,038	8,696	8,773	9,434

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	18,504	8,369	-1,720	684	5,992
BPS	72,754	77,506	74,574	75,238	80,903
DPS	5,500	1,700	125	130	130
CFPS	35,198	16,672	9,731	7,037	13,057
ROA(%)	11.0	4.6	-0.8	0.3	2.7
ROE(%)	27.2	10.8	-2.2	0.9	7.4
ROIC(%)	21.6	9.1	2.2	0.5	5.0
Multiples(x, %)					
PER	4.5	8.3	-31.9	95.5	10.9
PBR	1.1	0.9	0.7	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
PCR	2.4	4.2	5.6	9.3	5.0
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	15.7	7.0
배당수익률	6.6	2.4	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	131.2	138.7	181.2	184.8	164.7
Net debt/Equity	43.9	42.5	69.0	87.0	81.7
Net debt/EBITDA	91.9	185.1	511.1	791.7	355.6
유동비율	112.1	104.2	86.2	70.2	71.2
이자보상배율(배)	22.5	5.7	1.5	0.9	8.6
자산구조(%)					
투하자본	84.6	82.7	84.5	92.2	90.5
현금+투자자산	15.4	17.3	15.5	7.8	9.5
자본구조(%)					
차입금	38.1	39.2	47.9	48.6	48.1
자기자본	61.9	60.8	52.1	51.4	51.9

[Compliance Notice]

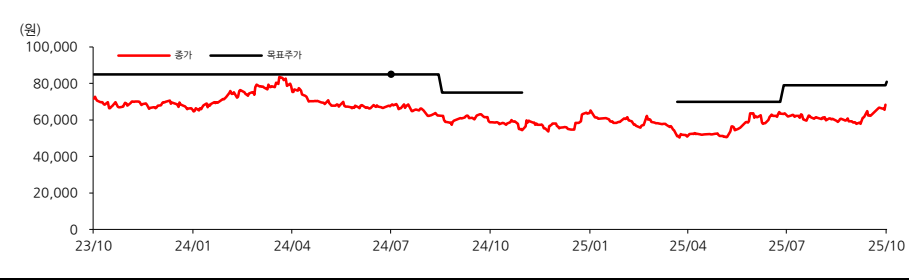
(공표일: 2025년 10월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-Oil 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.10.31	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일시	2024.07.29	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	75,000	이용욱	70,000	70,000	70,000
일시	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	79,000	79,000	79,000	79,000	81,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.29	Buy	85,000	-23.71	-19.41
2024.09.02	Buy	75,000	-21.53	-12.93
2025.04.07	Buy	70,000	-20.23	-8.00
2025.07.14	Buy	79,000	-22.23	-13.54
2025.10.20	Buy	81,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%