



S-Oil (010950)

우호적인 업황 진입

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 95,000원

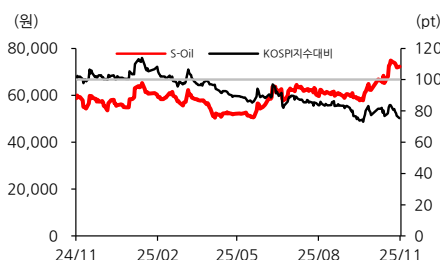
현재 주가(11/3)	72,300원
상승여력	▲31.4%
시가총액	81,397억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	74,900 / 50,400원
90 일 일평균 거래대금	171.32억원
외국인 지분율	76.1%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.1	19.9	38.8	24.4
상대수익률(KOSPI)	-2.9	-15.4	-26.2	-41.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	36,637	33,416	28,682	29,483
영업이익	422	146	912	1,156
EBITDA	1,174	985	1,831	2,306
지배주주순이익	-193	79	511	691
EPS	-1,720	696	4,536	6,132
순차입금	6,001	7,567	8,212	6,898
PER	-31.9	103.8	15.9	11.8
PBR	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	16.1	9.0	6.6
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	-2.2	0.9	5.7	7.2

주가 추이



S-Oil 의 실적은 빠르게 개선되고 있습니다. 정제마진은 2 년 중 최고 수준을 회복했으며, 2026 년에도 높은 수준이 유지될 것으로 전망합니다. 유가 하락 우려보다 업황 개선세에 주목할 시점입니다.

3분기 실적: 영업이익 2,292억 원으로 컨센서스 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 8.4조 원, 영업이익 2,292억 원으로 컨센서스에 부합했다. 1) 정유 부문 영업이익은 1,155억 원(QoQ +5,566억 원)으로 흑자전환했다. 유가 상승에 따른 20억 원 규모의 재고평가이익(QoQ +1,853억 원)과 정제마진 회복이 주요 요인이다. 10월 말 정제마진은 \$15~16/b 수준으로 연초 저점(\$5~6/b) 대비 3배 가까이 상승했다. 이는 우크라이나의 러시아 정유 시설 공격과 겨울철 성수기 진입 영향이다. 2) 화학 부문은 PX 스프레드가 개선됐으나, BZ/PP 스프레드 약세로 수익성 회복은 147억 원 개선되는데 그쳤다. 3) 윤활기유 부문은 스프레드는 수요가 유지되며 전분기 수준을 유지했다.

4분기: 정제마진 회복 효과 본격화

동사의 4분기 실적은 매출액 8.0조 원, 영업이익 2,821억 원으로 전망한다. 1) 정유 부문 영업이익이 1,950억 원(QoQ +795억 원)으로 확대될 것으로 예상된다. 유가 하락에 따른 재고평가손실 737억 원을 제외하면 실질적인 개선폭은 더욱 크다. OSP가 QoQ +\$1/b 증가하지만, 복합정제 마진이 QoQ+\$3/b 확대되는 효과다. 현재의 정제마진 강세(QoQ +\$5/b)가 유지되면 수익성 개선 폭은 더욱 클 수 있다. 2) 화학 부문은 PX/BZ 스프레드가 하락하며 적자가 확대될 것으로 보이며, 3) 윤활기유 부문은 비수기 진입에 따라 소폭의 감익이 예상된다.

목표주가 95,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 95,000원으로 상향한다. 2026년 BPS에 PBR 1.2배를 적용했다. 그동안 유가 약세 우려가 주가를 누르고 있었으나, OPEC+는 1Q26 증산을 중단하기로 발표하는 등 유가 하락 폭은 제한적일 것으로 보인다. 글로벌 정제 설비 순증설 규모 축소와 러시아 및 일부 지역의 정제 설비 차질에 따라 정제마진 강세는 적어도 1H26까지 이어질 것으로 예상된다. 유럽/미국의 러시아 제재도 국내 업체들의 원가 경쟁력을 높이는 요소이며, 사한 프로젝트에 대한 기대감도 유효하다. 단기 유가 약세보다 개선된 업황에 집중할 필요가 있다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	7,962	7,180	7,042	7,282	7,179	36,637	33,416	28,682	29,483
QoQ(%)	1%	-10%	5%	-5%	-10%	-2%	3%	-1%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-11%	-20%	-13%	-13%	-10%	3%	-9%	-14%	3%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	6,473	5,778	5,641	5,850	5,783	28,804	26,499	23,052	21,268
QoQ(%)	1%	-11%	7%	-3%	-11%	-2%	4%	-1%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	-8%	-18%	-10%	-13%	-11%	2%	-8%	-13%	-8%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	805	765	770	771	759	4,703	3,983	3,065	5,540
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	-21%	-5%	1%	0%	-2%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-27%	-32%	-26%	-24%	-6%	7%	-15%	-23%	81%
3) 윤활기유	791	755	705	683	637	631	661	637	3,130	2,933	2,566	2,674
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	-3%	-7%	-1%	5%	-4%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-15%	-19%	-16%	-6%	-7%	1%	-6%	-13%	4%
영업이익	-22	-344	229	282	214	360	187	151	422	146	912	1,156
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.5%	3.0%	5.1%	2.6%	2.1%	1.2%	0.4%	3.2%	3.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	23%	-24%	68%	-48%	-19%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	27%	-1094%	-205%	-18%	-46%	-70%	-62%	629%	23%
1) 정유	-57	-441	116	195	133	271	93	71	-273	-187	567	549
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.0%	2.3%	4.8%	1.6%	1.2%	-0.9%	-0.7%	2.5%	2.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	69%	-32%	103%	-66%	-24%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	35%	-334%	-161%	-20%	-64%	적전	흑전	-402%	-3%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-37	-36	-35	-32	-41	127	-166	-143	49
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-4.6%	-4.7%	-4.6%	-4.1%	-5.4%	2.7%	-4.2%	-4.7%	0.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-33%	적전	흑전	적전
3) 윤활기유	110	132	134	124	116	124	127	122	568	499	489	559
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	18.1%	18.3%	19.7%	19.2%	19.1%	18.2%	17.0%	19.0%	20.9%
QoQ(%)	-3%	20%	1%	-7%	-6%	7%	2%	-4%				
YoY(%)	-30%	-10%	-13%	10%	6%	-6%	-5%	-2%	-30%	-12%	-2%	14%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[표2] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	79,509	2026년 기준
Target P/B(배)	1.2	
주당 적정가치	95,410	
목표 추가	95,000	
현재 추가	72,300	
상승 여력	31.4%	

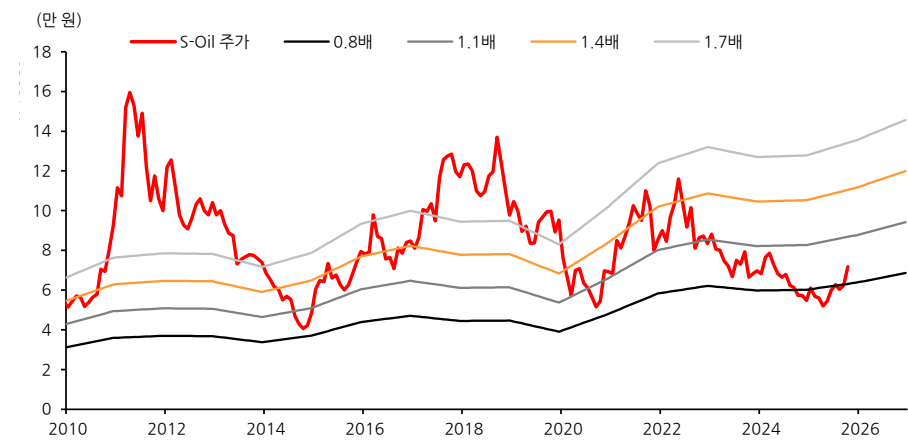
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유가 및 복합 정제마진(Spot) 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S-Oil 12M Forward PBR Band



자료: Wisedfn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	33,416	28,682	29,483
매출총이익	2,106	1,226	926	1,600	1,864
영업이익	1,355	422	146	912	1,156
EBITDA	2,074	1,174	985	1,831	2,306
순이자손익	-177	-226	-116	-223	-237
외화관련손익	-60	-593	0	0	0
지분법손익	2	6	5	6	6
세전계속사업손익	1,132	-333	72	659	891
당기순이익	949	-193	79	511	691
지배주주순이익	949	-193	79	511	691
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-8.8	-14.2	2.8
영업이익	-60.2	-68.8	-65.5	525.7	26.8
EBITDA	-48.9	-43.4	-16.1	85.9	26.0
순이익	-54.9	적전	흑전	547.3	35.2
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	2.8	5.6	6.3
영업이익률	3.8	1.2	0.4	3.2	3.9
EBITDA 이익률	5.8	3.2	2.9	6.4	7.8
세전이익률	3.2	-0.9	0.2	2.3	3.0
순이익률	2.7	-0.5	0.2	1.8	2.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	1,822	1,396	1,856
당기순이익	949	-193	79	511	691
자산상각비	719	752	839	919	1,150
운전자본증감	1,473	829	1,167	-31	18
매출채권 감소(증가)	-27	180	102	224	-57
재고자산 감소(증가)	209	209	183	423	-108
매입채무 증가(감소)	882	751	996	-686	176
투자현금흐름	-2,066	-3,027	-3,687	-2,026	-527
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-3,594	-2,000	-500
무형자산 감소(증가)	-2	-27	-1	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	3	0	-1	-1
재무현금흐름	193	1,539	637	435	-15
차입금의 증가(감소)	59	1,810	692	450	0
자본의 증가(감소)	-373	-189	-15	-15	-15
배당금의 지급	-373	-189	-15	-15	-15
총현금흐름	1,944	1,135	822	1,427	1,838
(-)운전자본증감(감소)	-866	-783	-1,050	31	-18
(-)설비투자	2,186	3,042	3,594	2,000	500
(+)자산매각	18	-24	-1	-4	-4
Free Cash Flow	642	-1,148	-1,723	-608	1,352
(-)기타투자	-709	-81	-25	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	-1,699	-630	1,329
NOPLAT	1,136	306	106	708	897
(+) Dep	719	752	839	919	1,150
(-)운전자본투자	-866	-783	-1,050	31	-18
(-)Capex	2,186	3,042	3,594	2,000	500
OpFCF	535	-1,200	-1,599	-405	1,565

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	7,844	7,024	8,526
현금성자산	1,999	2,005	729	535	1,849
매출채권	2,990	3,479	2,274	2,051	2,108
재고자산	4,639	4,493	4,306	3,883	3,991
비유동자산	11,928	14,403	17,316	18,429	17,811
투자자산	661	673	721	749	778
유형자산	11,152	13,582	16,445	17,537	16,898
무형자산	116	149	150	143	136
자산총계	21,576	24,451	25,160	25,453	26,337
유동부채	9,255	11,657	11,020	10,364	10,570
매입채무	6,074	7,410	6,980	6,294	6,470
유동성이자부채	2,847	4,071	3,314	3,314	3,314
비유동부채	3,284	4,099	5,365	5,818	5,820
비유동이자부채	2,991	3,934	4,983	5,433	5,433
부채총계	12,539	15,756	16,386	16,181	16,390
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,109	7,606	8,282
자본조정	35	42	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,775	9,271	9,947

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	696	4,536	6,132
BPS	77,506	74,574	75,250	79,509	85,304
DPS	1,700	125	130	130	130
CFPS	16,672	9,731	7,049	12,238	15,761
ROA(%)	4.6	-0.8	0.3	2.0	2.7
ROE(%)	10.8	-2.2	0.9	5.7	7.2
ROIC(%)	9.1	2.2	0.7	4.2	5.2
Multiples(x, %)					
PER	8.3	-31.9	103.8	15.9	11.8
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	4.2	5.6	10.3	5.9	4.6
EV/EBITDA	5.7	10.5	16.1	9.0	6.6
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	186.7	174.5	164.8
Net debt/Equity	42.5	69.0	86.2	88.6	69.3
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	768.2	448.5	299.1
유동비율	104.2	86.2	71.2	67.8	80.7
이자보상배율(배)	5.7	1.5	1.0	3.3	4.0
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	91.8	93.1	86.5
현금+투자자산	17.3	15.5	8.2	6.9	13.5
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	48.6	48.5	46.8
자기자본	60.8	52.1	51.4	51.5	53.2

[Compliance Notice]

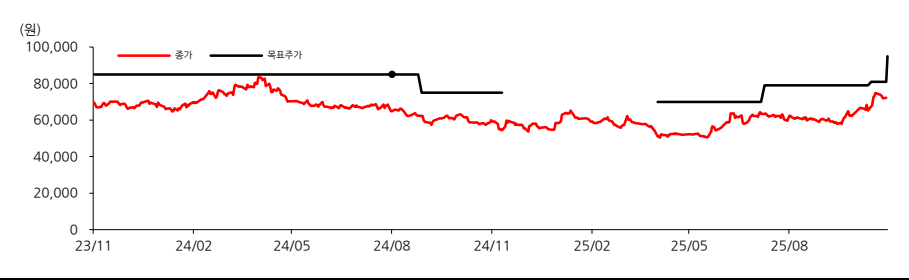
(공표일: 2025년 11월 04일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[S-Oil 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29	2024.07.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일시	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29	2025.06.27	2025.07.14
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	이용욱	70,000	70,000	70,000	79,000
일시	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.20	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	79,000	79,000	79,000	81,000	81,000
일시	2025.11.04					
투자의견	Buy					
목표가격	95,000					

[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	-22.15	-13.54
2025.10.20	Buy	81,000	-10.79	-7.53
2025.11.04	Buy	95,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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%