

S-Oil (010950)

2026년에도 정제마진 강세 지속

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Buy (유지)

목표주가(상향): 110,000원

현재 주가(1/14)	87,200원
상승여력	▲ 26.1%
시가총액	98,172억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	90,000 / 50,400원
90 일 일평균 거래대금	287.14억원
외국인 지분율	77.1%

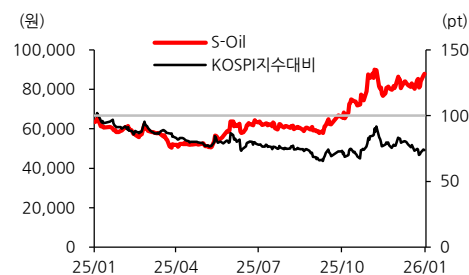
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.9	31.5	37.8	37.5
상대수익률(KOSPI)	-6.5	-1.1	-9.7	-51.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	36,637	33,912	30,986	33,823
영업이익	422	305	1,373	1,418
EBITDA	1,174	1,108	2,223	2,536
지배주주순이익	-193	192	809	883
EPS	-1,720	1,700	7,182	7,837
순차입금	6,001	6,541	6,965	5,395
PER	-31.9	34.1	12.1	11.1
PBR	0.7	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.5	11.9	7.6	6.1
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	-2.2	2.2	8.7	8.7

주가 추이



S-Oil의 4분기 실적은 정제마진이 개선된 영향으로 컨센서스를 대폭 상회한 것으로 추정됩니다. 2026년에도 정제마진은 높은 수준이 유지될 것으로 예상되며, 여전히 밸류에이션은 역사적 저점 수준입니다.

4분기: 정제마진 강세로 컨센서스 상회

동사의 4분기 실적은 매출액 8.5조 원, 영업이익 4,411억 원으로 컨센서스(영업이익 3,124억 원)를 크게 상회한 것으로 추정된다. 1) 정유 부문 영업이익은 2,992억 원(QoQ +1,837억 원)으로 예상된다. 유가 하락으로 인한 재고평가손실 736억 원에도 정제마진이 대폭 개선된 영향이다. 4Q25 기준 복합 정제마진(Spot)은 \$14.4/b로 QoQ +\$4.9/b 증가했다. 2) 화학 부문은 PX/PO 스프레드가 개선됐으나, BZ/PP 등의 약세로 적자 폭 축소는 제한적이며, 3) 운할기유 부문은 원재료 가격 하락으로 스프레드가 개선되며 견조한 수익성을 기록한 것으로 보인다.

2026년에도 견조한 정제마진 지속 전망

2025년 11월 복합 정제마진은 일시적으로 \$20/b까지 치솟으며 역대 최고 수준까지 상승했다. 1) EU의 러시아 제재, 2) 연말 유럽 정제설비 정기보수, 3) 우크라이나의 러시아 정제설비 공격 등으로 인한 단기적인 공급 차질 영향이다. 2026년 1월에는 재차 \$11~13/b로 조정됐으나, 여전히 역사적으로 높은 수준이며 이는 당분간 지속될 것으로 전망한다. 1) 2026년을 마지막으로 순증설 규모는 크게 축소될 것이며, 2) EU의 러시아 제재 역시 유지될 공산이 크며, 3) 중국/인도가 러시아-이란-베네수엘라 등에서 조달해온 저가 원유에 기반한 원가 경쟁력 역시 점차 약화될 것으로 전망하기 때문이다.

목표주가 11만 원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 11만 원으로 상향한다. 12M Fwd BPS에 PBR 1.3배를 적용했으며, 이는 2010년 대 이후 평균 PBR(1.5배) 대비 여전히 낮은 수치다. 2026년 원유 공급 확대에 따른 유가 하락 우려가 상존하지만, 1) 정제마진 강세에 따른 펀더멘털 개선과 2) 글로벌 화학 설비 구조조정 국면에서 사후 프로젝트의 실적 기여 확대 기대가 맞물리면서 여전히 밸류에이션 매력도는 충분하다고 판단한다.



[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,458	7,757	7,570	7,833	7,827	36,637	33,912	30,986	33,823
QoQ(%)	1%	-10%	5%	1%	-8%	-2%	3%	0%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-5%	-14%	-6%	-7%	-7%	3%	-7%	-9%	9%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	6,901	6,245	6,068	6,274	6,286	28,804	26,927	24,873	24,822
QoQ(%)	1%	-11%	7%	3%	-10%	-3%	3%	0%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	-2%	-12%	-3%	-6%	-9%	2%	-7%	-8%	0%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	849	868	870	896	900	4,703	4,027	3,535	6,324
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	-16%	2%	0%	3%	0%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-23%	-23%	-16%	-12%	6%	7%	-14%	-12%	79%
3) 윤활기유	791	755	705	707	643	632	663	641	3,130	2,957	2,578	2,677
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	0%	-9%	-2%	5%	-3%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-12%	-19%	-16%	-6%	-9%	1%	-6%	-13%	4%
영업이익	-22	-344	229	441	342	312	413	306	422	305	1,373	1,418
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	5.2%	4.4%	4.1%	5.3%	3.9%	1.2%	0.9%	4.4%	4.2%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	92%	-22%	-9%	32%	-26%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	98%	-1692%	-191%	80%	-31%	-70%	-22%	393%	-5%
1) 정유	-57	-441	116	299	209	164	265	169	-273	-83	808	722
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	4.3%	3.4%	2.7%	4.2%	2.7%	-0.9%	-0.3%	3.2%	2.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	159%	-30%	-22%	62%	-36%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	106%	-469%	-137%	130%	-44%	적전	적지	흑전	-11%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-15	7	13	10	2	127	-144	32	81
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-1.7%	0.8%	1.5%	1.1%	0.2%	2.7%	-3.6%	0.9%	1.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-33%	적전	흑전	151%
3) 윤활기유	110	132	134	157	126	135	137	135	568	532	533	615
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	22.1%	19.5%	21.3%	20.7%	21.1%	18.2%	18.0%	20.7%	23.0%
QoQ(%)	-3%	20%	1%	17%	-20%	7%	2%	-2%				
YoY(%)	-30%	-10%	-13%	39%	14%	2%	3%	-14%	-30%	-6%	0%	15%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

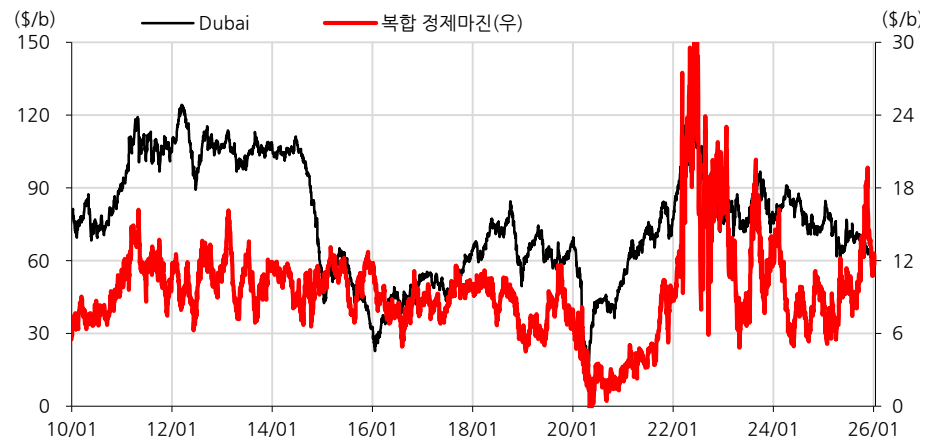
[표2] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	84,273	12M Fwd BPS
Target P/B(배)	1.3	
주당 적정가치	109,554	
목표 추가	110,000	
현재 추가	87,200	
상승 여력	26.1%	

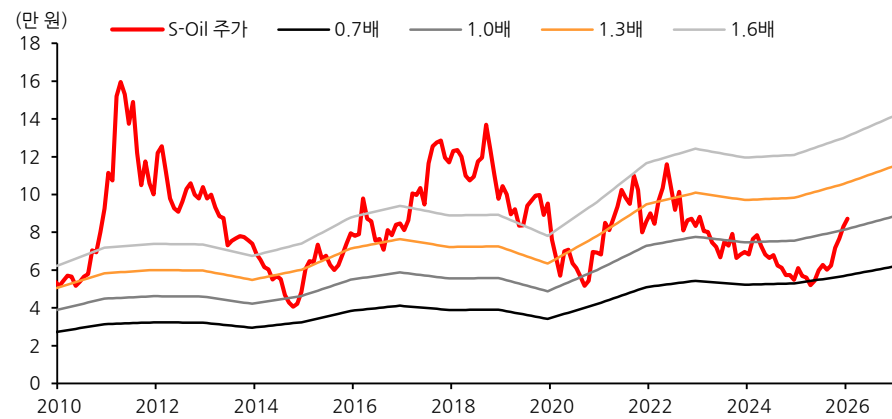
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유가 및 복합 정제마진(Spot) 추이



자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S-Oil 12m forward PBR Band



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	33,912	30,986	33,823
매출총이익	2,106	1,226	1,079	2,083	2,193
영업이익	1,355	422	305	1,373	1,418
EBITDA	2,074	1,174	1,108	2,223	2,536
순이자손익	-177	-226	-54	-183	-195
외화관련손익	-60	-593	0	0	0
지분법손익	2	6	5	5	5
세전계속사업손익	1,132	-333	217	1,043	1,138
당기순이익	949	-193	192	809	883
지배주주순이익	949	-193	192	809	883
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-7.4	-8.6	9.2
영업이익	-60.2	-68.8	-27.8	350.5	3.2
EBITDA	-48.9	-43.4	-5.7	100.6	14.1
순이익	-54.9	적전	흑전	321.6	9.1
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	3.2	6.7	6.5
영업이익률	3.8	1.2	0.9	4.4	4.2
EBITDA 이익률	5.8	3.2	3.3	7.2	7.5
세전이익률	3.2	-0.9	0.6	3.4	3.4
순이익률	2.7	-0.5	0.6	2.6	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	2,842	1,612	2,109
당기순이익	949	-193	192	809	883
자산상각비	719	752	803	849	1,119
운전자본증감	1,473	829	1,885	-44	110
매출채권 감소(증가)	-27	180	187	161	-183
재고자산 감소(증가)	209	209	175	320	-364
매입채무 증가(감소)	882	751	1,471	-553	628
투자현금흐름	-2,066	-3,027	-3,666	-2,024	-525
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-3,613	-2,000	-500
무형자산 감소(증가)	-2	-27	2	0	0
투자자산 감소(증가)	0	3	-3	-2	-2
재무현금흐름	193	1,539	189	435	-15
차입금의 증가(감소)	59	1,810	271	450	0
자본의 증가(감소)	-373	-189	-15	-15	-15
배당금의 지급	373	189	15	15	15
총현금흐름	1,944	1,135	1,236	1,656	1,999
(-)운전자본증가(감소)	-866	-783	-2,095	44	-110
(-)설비투자	2,186	3,042	3,614	2,000	500
(+)자산매각	18	-24	2	0	0
Free Cash Flow	642	-1,148	-280	-388	1,609
(-)기타투자	-709	-81	262	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	-541	-410	1,586
NOPLAT	1,136	306	269	1,065	1,100
(+) Dep	719	752	803	849	1,119
(-)운전자본투자	-866	-783	-2,095	44	-110
(-)Capex	2,186	3,042	3,614	2,000	500
OpFCF	535	-1,200	-446	-129	1,828

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,275	7,838	9,975
현금성자산	1,999	2,005	1,353	1,378	2,949
매출채권	2,990	3,479	2,161	2,000	2,183
재고자산	4,639	4,493	4,294	3,974	4,338
비유동자산	11,928	14,403	17,476	18,654	18,064
투자자산	661	673	719	746	775
유형자산	11,152	13,582	16,610	17,771	17,162
무형자산	116	149	147	137	127
자산총계	21,576	24,451	25,751	26,492	28,040
유동부채	9,255	11,657	11,751	11,244	11,921
매입채무	6,074	7,410	7,415	6,862	7,490
유동성이자부채	2,847	4,071	3,191	3,191	3,191
비유동부채	3,284	4,099	5,113	5,566	5,569
비유동이자부채	2,991	3,934	4,702	5,152	5,152
부채총계	12,539	15,756	16,864	16,810	17,490
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,222	8,017	8,884
자본조정	35	42	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,887	9,682	10,550

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	1,700	7,182	7,837
BPS	77,506	74,574	76,219	83,033	90,473
DPS	1,700	125	130	130	130
CFPS	16,672	9,731	10,602	14,204	17,146
ROA(%)	4.6	-0.8	0.8	3.1	3.2
ROE(%)	10.8	-2.2	2.2	8.7	8.7
ROIC(%)	9.1	2.2	1.8	6.7	6.8
Multiples(x, %)					
PER	8.3	-31.9	34.1	12.1	11.1
PBR	0.9	0.7	0.8	1.1	1.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
PCR	4.2	5.6	5.5	6.1	5.1
EV/EBITDA	5.7	10.5	11.9	7.6	6.1
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	189.7	173.6	165.8
Net debt/Equity	42.5	69.0	73.6	71.9	51.1
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	590.4	313.4	212.7
유동비율	104.2	86.2	70.4	69.7	83.7
이자보상배율(배)	5.7	1.5	4.5	6.1	6.0
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	88.1	88.7	81.0
현금+투자자산	17.3	15.5	11.9	11.3	19.0
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	47.0	46.3	44.2
자기자본	60.8	52.1	53.0	53.7	55.8

[Compliance Notice]

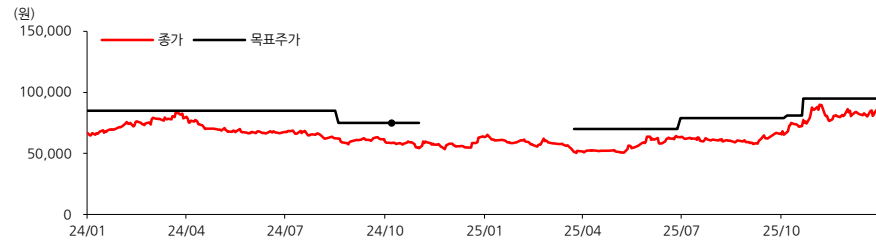
(공표일: 2026년 01월 15일)

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]

일 시	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
일 시	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
일 시	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
일 시	2025.11.04	2025.11.28	2025.12.02	2025.12.26	2026.01.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	95,000	95,000	95,000	95,000	110,000	

[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	-13.26	-5.26
2026.01.15	Buy	110,000		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%