



S-Oil (010950)

2028년까지 견조한 정유 수급 사이클 기대

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 130,000원

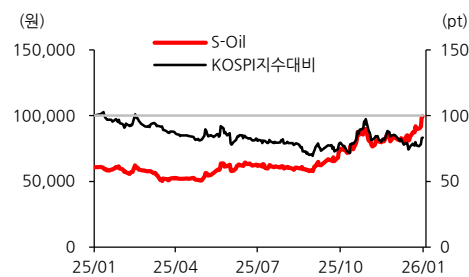
현재 주가(1/26)	98,300원
상승여력	▲32.2%
시가총액	110,669억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	99,500 / 50,400원
90 일 일평균 거래대금	297.76억원
외국인 지분율	77.5%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.9	31.2	57.8	61.9
상대수익률(KOSPI)	0.0	5.7	2.9	-33.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	36,637	34,247	31,153	34,034
영업이익	422	288	1,190	1,381
EBITDA	1,174	1,091	2,040	2,499
지배주주순이익	-193	217	717	928
EPS	-1,720	1,921	6,363	8,239
순차입금	6,001	6,478	7,015	5,396
PER	-31.9	30.2	15.4	11.9
PBR	0.7	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.5	12.1	9.0	6.7
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	-2.2	2.5	7.7	9.2

주가 추이



S-Oil의 4분기 실적은 정제마진 및 윤활유 스프레드가 개선되며 컨센서스를 상회했습니다. 2026~2028년까지 정유 업황은 수요 증가세가 순증설 규모를 웃돌 것으로 기대됩니다. Top-Pick 의견 유지합니다.

4분기: 정유와 윤활기유가 이끈 호실적

동사의 4분기 실적은 매출액 8.8조 원, 영업이익 4,245억 원으로 컨센서스(영업이익 3,813억 원)를 상회했다. 1) 정유 부문 영업이익은 2,253억 원(QoQ +1,098억 원)으로 유가 하락으로 인한 재고평가손실 877억 원에도 정제마진이 대폭 개선(QoQ +\$4.9/b)됐다. 2) 화학 부문은 영업적자가 78억 원(QoQ +121억 원)으로 BZ/PP 스프레드 약세에도 PX 스프레드가 소폭 개선됐으며, 운영 효율화 영향이 컸다. 3) 윤활기유 부문이 영업이익 2,070억 원(QoQ +734억 원)으로 개선 폭이 컸는데, 계절적 비수기에도 원재료(VGO) 가격 하락폭이 컸던 영향이다.

1분기: 정기보수 영향있으나 견조한 상황 지속

동사의 1분기 실적으로 매출액 7.6조 원, 영업이익 3,098억 원을 전망한다. 1) 정유 부문 영업이익을 1,691억 원(QoQ -562억 원)으로 추정한다. 유가 하락에 따른 재고평가손실 775억 원과 정기 보수에 따른 기회비용을 반영했다. 1분기 복합정제마진은 QoQ -\$2.9/b 하락하고 있으나, 래깅 효과로 내부적인 정제마진은 유사한 수준으로 보인다. 2) 화학 부문 영업이익은 81억 원(QoQ +159억 원)으로 1Q26부터 PX 스프레드 개선세가 가파르고, BZ/PP 스프레드도 반등하며 흑자전환할 것으로 기대된다. 정기보수만 없었다면 더 큰 회복도 가능한 수준이다. 3) 윤활기유 부문 영업이익은 1,326억 원(QoQ -744억 원)으로 제품 스프레드는 낮아졌으나, 견조한 수준을 이어갈 것으로 전망한다.

목표주가 13만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 13만 원으로 상향한다. 12M Fwd BPS에 PBR 1.5배를 적용했으며, 2010년 대 이후 평균 PBR 수준이다. 글로벌 정유 제품 수급은 2026~2028년 수요 증가분이 공급 증가분을 상회하는 사이클에 진입했으며, 이는 정제마진의 하방을 지지할 전망이다. 또한 글로벌 화학 설비 구조조정 가속화로 2026년 화학 제품 스프레드 개선이 예상됨에 따라, 야한 프로젝트에 대한 기대감도 유효하다. 밸류에이션 매력에 여전히 높다고 판단하며 Top-Pick 의견을 유지한다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	7,642	7,535	7,991	7,985	36,637	34,247	31,153	34,034
QoQ(%)	1%	-10%	5%	4%	-13%	-1%	6%	0%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-1%	-15%	-6%	-5%	-9%	3%	-7%	-9%	9%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	6,979	6,135	5,962	6,359	6,372	28,804	27,005	24,828	24,869
QoQ(%)	1%	-11%	7%	4%	-12%	-3%	7%	0%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	0%	-13%	-5%	-5%	-9%	2%	-6%	-8%	0%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	804	882	909	913	4,703	4,234	3,507	6,272
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	4%	-24%	10%	3%	0%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-4%	-29%	-15%	-11%	-14%	7%	-10%	-17%	79%
3) 윤활기유	791	755	705	757	703	692	723	701	3,130	3,007	2,818	2,893
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	7%	-7%	-2%	5%	-3%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-6%	-11%	-8%	3%	-7%	1%	-4%	-6%	3%
영업이익	-22	-344	229	425	310	255	372	253	422	288	1,190	1,381
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	4.1%	3.4%	4.7%	3.2%	1.2%	0.8%	3.8%	4.1%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85%	-27%	-18%	45%	-32%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	91%	-1541%	-174%	62%	-40%	-70%	-27%	354%	6%
1) 정유	-57	-441	116	225	169	89	196	102	-273	-157	556	639
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	2.8%	1.5%	3.1%	1.6%	-0.9%	-0.6%	2.2%	2.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95%	-25%	-47%	119%	-48%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	55%	-398%	-120%	69%	-55%	적전	적지	흑전	15%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-8	8	23	29	17	127	-137	77	143
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	1.0%	2.6%	3.2%	1.8%	2.7%	-3.2%	2.2%	2.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-33%	적전	흑전	85%
3) 윤활기유	110	132	134	207	133	143	147	135	568	582	557	598
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	18.9%	20.7%	20.3%	19.3%	18.2%	19.4%	19.8%	20.7%
QoQ(%)	-3%	20%	1%	55%	-36%	8%	3%	-8%				
YoY(%)	-30%	-10%	-13%	83%	21%	8%	10%	-35%	-30%	2%	-4%	7%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

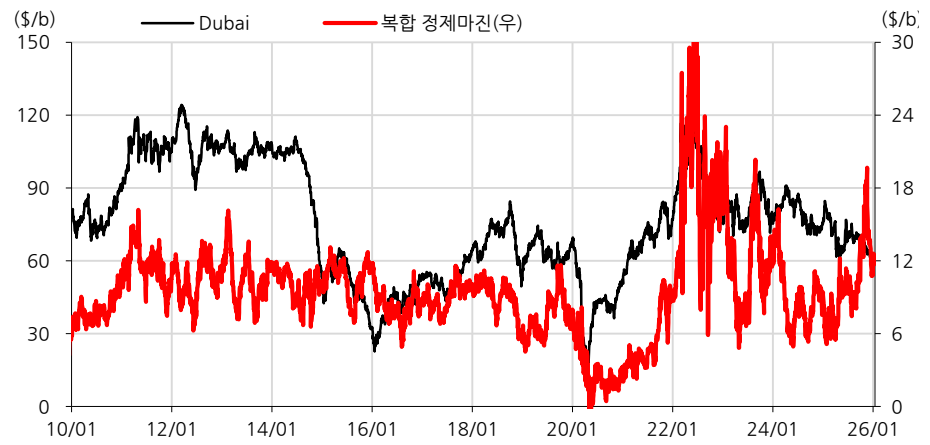
[표1] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	83,761	12M Fwd BPS
Target P/B(배)	1.5	
주당 적정가치	125,641	
목표 추가	130,000	
현재 추가	98,300	
상승 여력	32.2%	

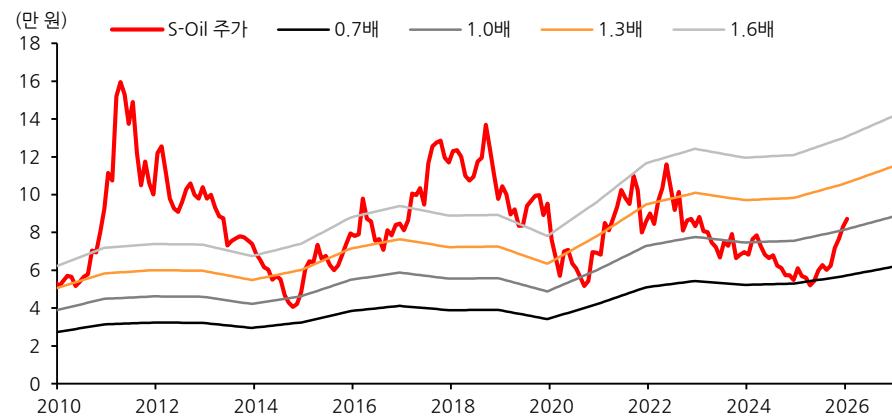
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	2025P	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	34,247	31,153	34,034
매출총이익	2,106	1,226	1,070	1,904	2,160
영업이익	1,355	422	288	1,190	1,381
EBITDA	2,074	1,174	1,091	2,040	2,499
순이자손익	-177	-226	-54	-183	-195
외화관련손익	-60	-593	0	0	0
지분법손익	2	6	5	5	5
세전계속사업손익	1,132	-333	226	860	1,114
당기순이익	949	-193	217	717	928
지배주주순이익	949	-193	217	717	928
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-6.5	-9.0	9.2
영업이익	-60.2	-68.8	-31.7	313.0	16.0
EBITDA	-48.9	-43.4	-7.1	86.9	22.5
순이익	-54.9	적전	흑전	230.6	29.5
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	3.1	6.1	6.3
영업이익률	3.8	1.2	0.8	3.8	4.1
EBITDA 이익률	5.8	3.2	3.2	6.5	7.3
세전이익률	3.2	-0.9	0.7	2.8	3.3
순이익률	2.7	-0.5	0.6	2.3	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	2,905	1,500	2,157
당기순이익	949	-193	217	717	928
자산상각비	719	752	803	849	1,119
운전자본증감	1,473	829	1,923	-64	112
매출채권 감소(증가)	-27	180	101	206	-189
재고자산 감소(증가)	209	209	5	410	-375
매입채무 증가(감소)	882	751	1,764	-708	647
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	1,261	1,564	2,045
(-)운전자본증감(감소)	-866	-783	-2,133	64	-112
(-)설비투자	2,186	3,042	3,614	2,000	500
(+)자산매각	18	-24	2	0	0
Free Cash Flow	642	-1,148	-217	-500	1,657
(-)기타투자	-709	-81	262	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	-478	-522	1,634
NOPLAT	1,136	306	277	992	1,151
(+) Dep	719	752	803	849	1,119
(-)운전자본투자	-866	-783	-2,133	64	-112
(-)Capex	2,186	3,042	3,614	2,000	500
OpFCF	535	-1,200	-400	-222	1,882

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,594	7,909	10,111
현금성자산	1,999	2,005	1,416	1,329	2,948
매출채권	2,990	3,479	2,247	2,040	2,229
재고자산	4,639	4,493	4,464	4,054	4,429
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	26,070	26,563	28,175
유동부채	9,255	11,657	12,044	11,383	12,078
매입채무	6,074	7,410	7,708	7,000	7,648
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	17,157	16,949	17,648
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,247	7,950	8,863
자본조정	35	42	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,912	9,615	10,528

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	1,921	6,363	8,239
BPS	77,506	74,574	76,433	82,456	90,286
DPS	1,700	125	130	130	130
CFPS	16,672	9,731	10,816	13,413	17,535
ROA(%)	4.6	-0.8	0.9	2.7	3.4
ROE(%)	10.8	-2.2	2.5	7.7	9.2
ROIC(%)	9.1	2.2	1.9	6.2	7.1
Multiples(x, %)					
PER	8.3	-31.9	30.2	15.4	11.9
PBR	0.9	0.7	0.8	1.2	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3
PCR	4.2	5.6	5.4	7.3	5.6
EV/EBITDA	5.7	10.5	12.1	9.0	6.7
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	192.5	176.3	167.6
Net debt/Equity	42.5	69.0	72.7	73.0	51.3
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	593.7	343.9	215.9
유동비율	104.2	86.2	71.4	69.5	83.7
이자보상배율(배)	5.7	1.5	4.2	5.3	5.9
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	87.8	88.9	81.0
현금+투자자산	17.3	15.5	12.2	11.1	19.0
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	47.0	46.5	44.2
자기자본	60.8	52.1	53.0	53.5	55.8

[Compliance Notice]

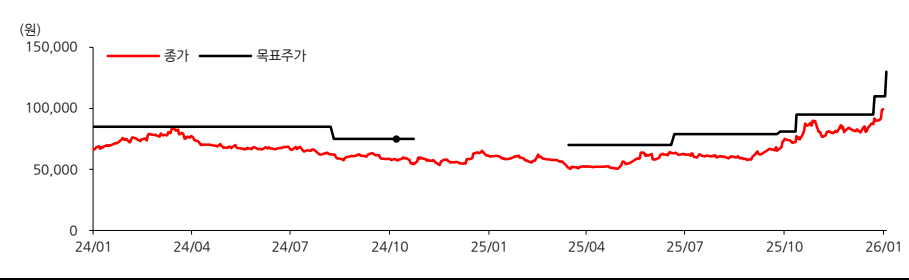
(공표일: 2026년 01월 27일)

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	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29	2024.07.29	2024.09.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	75,000
일시	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	70,000	70,000	70,000	79,000	79,000
일시	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.20	2025.10.31	2025.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	79,000	79,000	81,000	81,000	95,000
일시	2025.11.28	2025.12.02	2025.12.26	2026.01.15	2026.01.27	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	95,000	95,000	95,000	110,000	130,000	

[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	-15.99	-9.55
2026.01.27	Buy	130,000		

[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 12월 31일)

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