



S-Oil (010950)

견고한 업황, 수급 안정화가 마지막 허들

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 150,000원

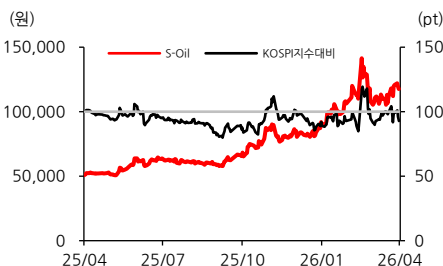
현재 주가(4/16)	118,100원
상승여력	▲27.0%
시가총액	132,960억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	141,300 / 50,600원
90 일 일평균 거래대금	1,100.87억원
외국인 지분율	77.0%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%
김형배 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.0	31.7	72.9	132.0
상대수익률(KOSPI)	-0.1	3.0	6.8	-22.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	36,637	34,247	49,480	46,640
영업이익	422	236	2,389	2,016
EBITDA	1,174	1,043	3,265	3,154
지배주주순이익	-193	177	1,731	1,437
EPS	-1,720	1,560	15,359	12,749
순차입금	6,001	6,065	6,523	4,604
PER	-68.3	75.3	7.7	9.2
PBR	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.6	18.7	6.1	5.7
배당수익률	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	-2.2	2.0	17.8	12.7

주가 추이



S-Oil 의 1 분기 실적은 유가 상승과 견조한 정제마진으로 컨센서스를 크게 상회할 것입니다. 전쟁 이후에도 견조한 업황이 예상됩니다. 다만, 단기 원유 수급이 가장 큰 걸림돌입니다. Top-Pick 의견 유지합니다.

1분기: 유가 상승에 따른 재고평가이익 극대화

동사의 1분기 실적은 매출액 9.4조 원, 영업이익 1.1조 원으로 추정된다. 1) 정유 부문 영업이익은 1.0조 원(QoQ +7,370억 원)으로 예상된다. 유가 상승에 따른 재고평가이익 5,985억 원과 정제마진이 개선된 영향이다. 1Q26 기준 복합 정제마진(Spot)은 \$19/b로 QoQ +4.6/b 상승했다. 2) 화학 부문도 1~2월 PX/BZ 스프레드가 견조했다. 3월에는 공장을 셧다운하며 연초 확보한 수익성을 바탕으로 흑자 전환이 예상된다. 3) 윤활기유 부문은 전쟁 여파로 제품 스프레드의 변동성이 심화되었으나, 분기 평균으로는 소폭 감소에 그친 것으로 예상된다.

단기 불확실성 여전, 핵심은 원유 수급

국내 정유사들은 원유 수급 불안과 내수 가격 상한제 시행으로 인해 단기 불확실성이 높아진 상황이다. 1) 원유 수급 리스크: 분쟁 장기화 시 5월 말부터는 가동률 하락 가능성이 있다. 다만, 동사는 사우디아람코가 모회사라는 점이 원유 조달 안정성 측면에서 긍정적이다. 사우디는 기존 호르무즈 해협을 통한 수출 물량(약 550만b/d) 중 약 300만 b/d를 홍해로 우회시키고 있으나, 운송 기간 연장과 후티 반군 관련 리스크 등 홍해 항로의 불확실성은 여전한 리스크 요인이다. 2) 내수 가격 상한제: 유가 급등에 따른 정부의 가격 억제 정책으로 휘발유 판매 관련 기회손실이 발생하고 있다. 이는 단기 수익성에 부담이나, 향후 유가 안정화 국면에서 보전받을 수 있을 것으로 기대된다.

목표주가 15만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 15만 원으로 상향한다. 12M Fwd BPS에 PBR 1.5배를 적용했다. 전쟁 이전부터도 2026~2028년 글로벌 정유 시장은 수요가 공급을 상회하는タイト한 수급 사이클 진입이 예고되어 있다. 전쟁 종결 후에도 재건 수요에 따른 디젤 강세와 설비 정상화 시차를 고려하면 고마진 기조는 지속될 전망이다. 현재의 물류비 상승분을 상쇄하는 견조한 마진이 유지되고 있어, 단기 수급 불확실성 해소 시 주가 리레이팅이 가속화될 것으로 판단된다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	9,415	13,678	13,936	12,450	36,637	34,247	49,480	46,640
QoQ(%)	1%	-10%	5%	4%	7%	45%	2%	-11%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-1%	5%	70%	66%	42%	3%	-7%	44%	-6%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,788	11,706	11,771	10,407	28,804	27,005	41,673	36,203
QoQ(%)	1%	-11%	7%	4%	12%	50%	1%	-12%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	0%	10%	87%	76%	49%	2%	-6%	54%	-13%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	929	1,157	1,217	1,195	4,703	4,234	4,498	7,387
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	4%	-12%	25%	5%	-2%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-4%	-18%	12%	20%	13%	7%	-10%	6%	64%
3) 운할기유	791	755	705	757	698	815	948	848	3,130	3,007	3,309	3,051
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	7%	-8%	17%	16%	-11%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-6%	-12%	8%	35%	12%	1%	-4%	10%	-8%
영업이익	-22	-344	229	425	1,097	953	127	211	422	288	2,389	2,016
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	11.7%	7.0%	0.9%	1.7%	1.2%	0.8%	4.8%	4.3%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85%	158%	-13%	-87%	66%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	91%	-5203%	-377%	-44%	-50%	-70%	-27%	474%	-10%
1) 정유	-57	-441	116	225	962	934	63	131	-273	-157	2,089	1,246
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	12.4%	8.0%	0.5%	1.3%	-0.9%	-0.6%	5.0%	3.4%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-8	22	-79	-59	-63	127	-137	-178	182
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.4%	-6.8%	-4.8%	-5.2%	2.7%	-3.2%	-4.0%	2.5%
3) 운할기유	110	132	134	207	113	99	123	144	568	582	479	588
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	16.2%	12.1%	13.0%	16.9%	18.2%	19.4%	14.5%	19.3%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

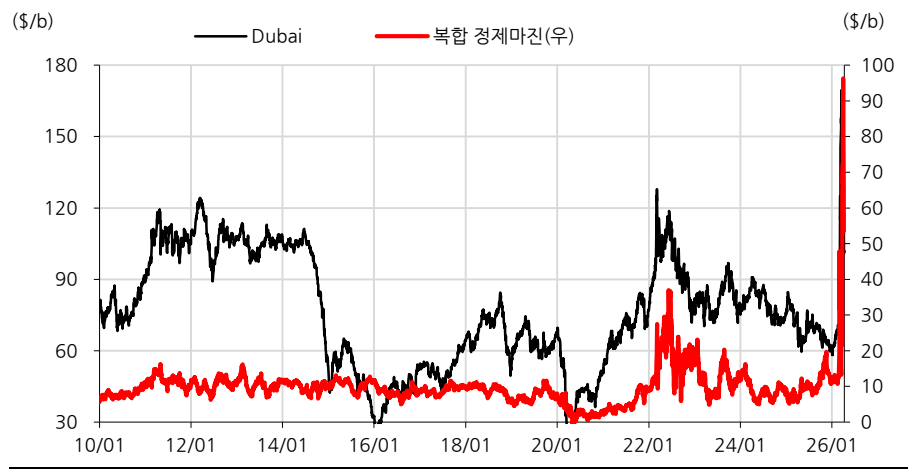
[표1] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	95,725	12M Fwd BPS
Target P/B(배)	1.5	
주당 적정가치	146,459	
목표 주가	150,000	
현재 주가	118,100	
상승 여력	27.0%	

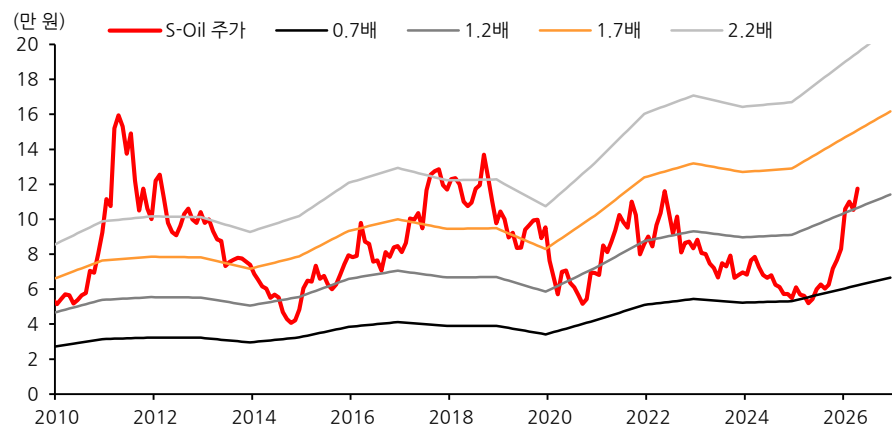
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	34,247	49,480	46,640
매출총이익	2,106	1,226	1,043	3,375	2,945
영업이익	1,355	422	236	2,389	2,016
EBITDA	2,074	1,174	1,043	3,265	3,154
순이자손익	-177	-226	-232	-300	-318
외화관련손익	-60	-593	92	0	0
지분법손익	2	6	4	4	5
세전계속사업손익	1,132	-333	173	2,040	1,694
당기순이익	949	-193	177	1,731	1,437
지배주주순이익	949	-193	177	1,731	1,437
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-6.5	44.5	-5.7
영업이익	-60.2	-68.8	-44.2	914.0	-15.6
EBITDA	-48.9	-43.4	-11.2	213.2	-3.4
순이익	-54.9	적전	흑전	878.0	-17.0
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	3.0	6.8	6.3
영업이익률	3.8	1.2	0.7	4.8	4.3
EBITDA 이익률	5.8	3.2	3.0	6.6	6.8
세전이익률	3.2	-0.9	0.5	4.1	3.6
순이익률	2.7	-0.5	0.5	3.5	3.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	3,942	1,609	2,487
당기순이익	949	-193	177	1,731	1,437
자산상각비	719	752	807	876	1,138
운전자본증감	1,473	829	3,091	-997	-88
매출채권 감소(증가)	-27	180	128	-723	188
재고자산 감소(증가)	209	209	304	-1,811	343
매입채무 증가(감소)	882	751	1,888	1,531	-627
투자현금흐름	-2,066	-3,027	-3,783	-2,031	-532
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-3,906	-2,000	-500
무형자산 감소(증가)	-2	-27	1	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	3	-2	-2	-2
재무현금흐름	193	1,539	-270	411	-39
차입금의 증가(감소)	59	1,810	-165	450	0
자본의 증가(감소)	-373	-189	0	-39	-39
배당금의 지급	-373	-189	0	-39	-39
총현금흐름	1,944	1,135	1,231	2,606	2,575
(-)운전자본증가(감소)	-866	-783	-3,291	997	88
(-)설비투자	2,186	3,042	3,906	2,000	500
(+)자산매각	18	-24	1	-7	-7
Free Cash Flow	642	-1,148	617	-397	1,980
(-)기타투자	-709	-81	75	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	541	-420	1,957
NOPLAT	1,136	306	171	2,027	1,710
(+) Dep	719	752	807	876	1,138
(-)운전자본투자	-866	-783	-3,291	997	88
(-)Capex	2,186	3,042	3,906	2,000	500
OpFCF	535	-1,200	363	-95	2,260

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,616	11,143	12,531
현금성자산	1,999	2,005	1,873	1,865	3,783
매출채권	2,990	3,479	2,554	3,277	3,089
재고자산	4,639	4,493	4,164	5,976	5,633
비유동자산	11,928	14,403	17,941	19,099	18,496
투자자산	661	673	802	829	857
유형자산	11,152	13,582	16,990	18,130	17,506
무형자산	116	149	150	141	132
자산총계	21,576	24,451	26,557	30,242	31,026
유동부채	9,255	11,657	12,211	13,749	13,131
매입채무	6,074	7,410	9,385	10,915	10,289
유동성이자부채	2,847	4,071	2,635	2,635	2,635
비유동부채	3,284	4,099	5,459	5,913	5,918
비유동이자부채	2,991	3,934	5,303	5,753	5,753
부채총계	12,539	15,756	17,670	19,663	19,049
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,222	8,914	10,312
자본조정	35	42	43	43	43
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,887	10,579	11,978

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	1,560	15,359	12,749
BPS	77,506	74,574	76,218	90,729	102,720
DPS	1,700	125	330	330	330
CFPS	16,672	9,731	10,555	22,352	22,085
ROA(%)	4.6	-0.8	0.7	6.1	4.7
ROE(%)	10.8	-2.2	2.0	17.8	12.7
ROIC(%)	9.1	2.2	1.2	12.8	10.2
Multiples(x, %)					
PER	8.3	-68.7	75.7	7.7	9.3
PBR	0.9	1.6	1.5	1.3	1.1
PSR	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	4.2	12.1	11.2	5.3	5.3
EV/EBITDA	5.7	16.6	18.8	6.1	5.7
배당수익률	2.4	0.1	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	198.8	185.9	159.0
Net debt/Equity	42.5	69.0	68.2	61.7	38.4
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	581.7	199.8	146.0
유동비율	104.2	86.2	70.6	81.0	95.4
이자보상배율(배)	5.7	1.5	0.9	6.7	5.4
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	84.7	86.3	78.0
현금+투자자산	17.3	15.5	15.3	13.7	22.0
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	47.2	44.2	41.2
자기자본	60.8	52.1	52.8	55.8	58.8

[Compliance Notice]

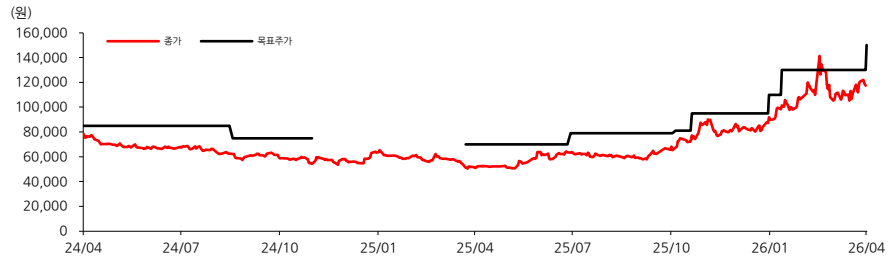
(공표일:2026년 04월 17일)

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 3 자에게 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]

일 시	2016.08.12	2024.04.29	2024.07.29	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		85,000	85,000	75,000	이용욱	70,000
일 시	2025.04.29	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000	79,000
일 시	2025.09.26	2025.10.20	2025.10.31	2025.11.04	2025.11.28	2025.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	81,000	81,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2025.12.26	2026.01.15	2026.01.27	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	95,000	110,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2026.04.17					
투자의견	Buy					
목표가격	150,000					

[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	-13.16	-5.26
2026.01.15	Buy	110,000	-14.73	-9.55
2026.01.27	Buy	130,000	-13.98	8.69
2026.04.17	Buy	150,000		

[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 추정에 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:2026년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%