



S-Oil (010950)

불확실성을 상쇄하는 원유 수급 안정성 확인

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 150,000원

현재 주가(5/11)	110,900원
상승여력	▲35.3%
시가총액	124,854억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	141,300 / 50,600원
90 일 일평균 거래대금	1,237.06억원
외국인 지분율	77.6%

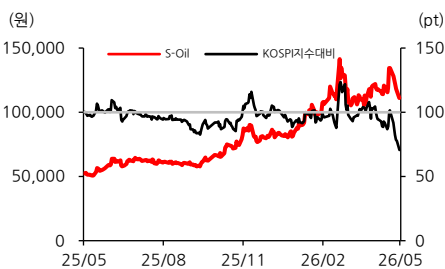
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%
김형배 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.1	3.3	34.9	112.9
상대수익률(KOSPI)	-41.6	-42.8	-55.6	-90.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	36,637	34,247	49,126	46,643
영업이익	422	236	3,621	2,747
EBITDA	1,174	1,043	4,493	3,897
지배주주순이익	-193	177	2,506	1,877
EPS	-1,720	1,560	22,249	16,660
순차입금	6,001	6,065	5,869	3,488
PER	-64.5	71.1	5.0	6.7
PBR	1.5	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.9	18.0	4.1	4.2
배당수익률	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	-2.2	2.0	24.8	15.3

주가 추이



1분기: 재고평가이익 효과로 실적 반등

동사의 1분기 실적은 매출액 8.9조 원, 영업이익 1.2조 원으로 컨센서에 부합했다. 1) 정유 부문 영업이익은 1.0조 원(QoQ +8,137억 원)으로 크게 회복되었다. 유가 상승에 따른 재고평가이익(약 5,125억 원)과 중동 분쟁 이후 정제마진 개선(QoQ +\$4.6/bbl)된 영향이다. 2) 석유화학 부문 영업이익은 255억 원(QoQ +333억 원)으로 재고평가이익 871억 원을 제외하면 제품 스프레드 약제로 대규모 적자가 지속됐다. 3) 유틸리티 부문 영업이익은 1,666억 원(QoQ -404억 원)으로 중동 전쟁 이후 원재료 가격이 급등하며 수익성이 악화됐다.

2분기: 정유 부문 견조한 이익 지속

동사의 2분기 실적으로 매출액 13.7조 원, 영업이익 1.3조 원을 전망한다. 1) 정유 부문 영업이익은 1.2조 원(QoQ +1,369억 원)으로 추정한다. 3월 이후 상승한 유가 수준을 감안하여 1,592억 원의 재고평가이익과 대폭 개선된 정제마진(QoQ +\$23/b)이 긍정적이다. 다만, 국내 석유최고가가격제 시행에 따른 기회비용 발생 가능성은 변수다. 2) 석유화학 부문은 790억 원의 적자를 기록할 것으로 예상된다. 1분기 실적을 지지했던 재고 관련 이익이 소멸되고, PX 스프레드 악화가 지속되고 있기 때문이다. 3) 반면, 유틸리티 부문 영업이익은 2,452억 원(QoQ +786억 원)으로 크게 개선될 것으로 보인다. 중동 전쟁이 장기화로 인해 경유 수급이 타이트해지며, 유틸리티 부문 원재료 부족 및 제품 가격 상승이 수익성 개선을 이끌 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 15만 원 유지

동사는 중동산 원유 도입 비중이 약 90%로 전쟁 발발 초기 수급 우려가 가장 컸다. 그러나, 모회사인 사우디아람코는 송유관을 통해 300만 b/d 이상을 안부 터미널로 우회 수출하는 것으로 보인다. 일일 66만 배럴의 생산 능력을 보유한 동사는 모회사의 지원 아래 안정적인 가동률을 유지할 것으로 기대된다. 또한, 글로벌 정유 수급은 전쟁 이전부터 타이트한 상황이었으며, 분쟁 여파로 공급 감소 속도가 가팔라졌다. 석유최고가가격제와 높아진 OSP에 따른 불확실성이 있으나, 높아진 정제마진으로 상쇄 가능할 것으로 판단한다. 실적 전망치 상향에도 불구하고 저평가 국면이라 판단하며, 업종 내 Top-Pick 의견을 유지한다.

[표1] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	13,678	14,055	12,450	36,637	34,247	49,126	46,643
QoQ(%)	1%	-10%	5%	4%	2%	53%	3%	-11%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-1%	-1%	70%	67%	42%	3%	-7%	43%	-5%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	11,706	11,890	10,407	28,804	27,005	41,105	36,206
QoQ(%)	1%	-11%	7%	4%	2%	65%	2%	-12%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	0%	0%	87%	78%	49%	2%	-6%	52%	-12%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,157	1,217	1,195	4,703	4,234	4,673	7,387
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	4%	5%	5%	5%	-2%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-4%	-2%	12%	20%	13%	7%	-10%	10%	58%
3) 윤활기유	791	755	705	757	737	815	948	848	3,130	3,007	3,348	3,051
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	7%	-3%	11%	16%	-11%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-6%	-7%	8%	35%	12%	1%	-4%	11%	-9%
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	1,342	575	473	422	288	3,621	2,747
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	9.8%	4.1%	3.8%	1.2%	0.8%	7.4%	5.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85%	190%	9%	-57%	-18%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	91%	-5826%	-490%	151%	11%	-70%	-27%	776%	-20%
1) 정유	-57	-441	116	225	1,039	1,176	426	329	-273	-157	2,971	1,862
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	10.0%	3.6%	3.2%	-0.9%	-0.6%	7.2%	5.1%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-8	26	-79	-36	-38	127	-137	-127	210
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-6.8%	-3.0%	-3.2%	2.7%	-3.2%	-2.7%	2.8%
3) 윤활기유	110	132	134	207	167	245	185	181	568	582	778	675
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	30.1%	19.5%	21.4%	18.2%	19.4%	23.2%	22.1%

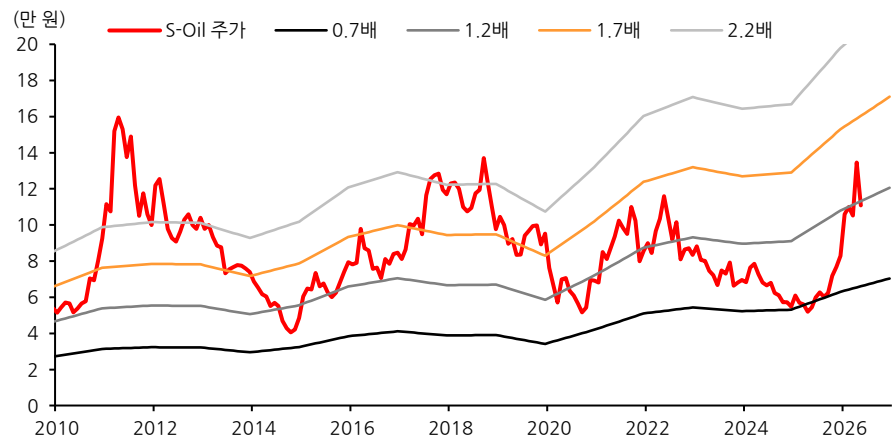
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[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	49,126	46,643
매출총이익	2,106	1,226	1,043	4,600	3,676
영업이익	1,355	422	236	3,621	2,747
EBITDA	2,074	1,174	1,043	4,493	3,897
순이자손익	-177	-226	-232	-300	-318
외화관련손익	-60	-593	92	0	0
지분법손익	2	6	4	4	5
세전계속사업손익	1,132	-333	173	3,168	2,373
당기순이익	949	-193	177	2,506	1,877
지배주주순이익	949	-193	177	2,506	1,877
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-6.5	43.4	-5.1
영업이익	-60.2	-68.8	-44.2	1,436.9	-24.1
EBITDA	-48.9	-43.4	-11.2	330.9	-13.3
순이익	-54.9	적전	흑전	1,316.3	-25.1
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	3.0	9.4	7.9
영업이익률	3.8	1.2	0.7	7.4	5.9
EBITDA 이익률	5.8	3.2	3.0	9.1	8.4
세전이익률	3.2	-0.9	0.5	6.4	5.1
순이익률	2.7	-0.5	0.5	5.1	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	3,942	2,381	2,950
당기순이익	949	-193	177	2,506	1,877
자산상각비	719	752	807	871	1,150
운전자본증감	1,473	829	3,091	-997	-77
매출채권 감소(증가)	-27	180	128	-723	166
재고자산 감소(증가)	209	209	304	-1,811	302
매입채무 증가(감소)	882	751	1,888	1,531	-552
투자현금흐름	-2,066	-3,027	-3,783	-2,149	-532
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-3,906	-2,118	-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	3,378	3,027
(-)운전자본증가(감소)	-866	-783	-3,291	997	77
(-)설비투자	2,186	3,042	3,906	2,118	500
(+)자산매각	18	-24	1	-7	-7
Free Cash Flow	642	-1,148	617	256	2,443
(-)기타투자	-709	-81	75	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	541	234	2,420
NOPLAT	1,136	306	171	2,864	2,173
(+) Dep	719	752	807	871	1,150
(-)운전자본투자	-866	-783	-3,291	997	77
(-)Capex	2,186	3,042	3,906	2,118	500
OpFCF	535	-1,200	363	621	2,745

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,616	11,796	13,711
현금성자산	1,999	2,005	1,873	2,518	4,900
매출채권	2,990	3,479	2,554	3,277	3,111
재고자산	4,639	4,493	4,164	5,976	5,674
비유동자산	11,928	14,403	17,941	19,221	18,607
투자자산	661	673	802	829	857
유형자산	11,152	13,582	16,990	18,252	17,617
무형자산	116	149	150	141	132
자산총계	21,576	24,451	26,557	31,018	32,317
유동부채	9,255	11,657	12,211	13,749	13,205
매입채무	6,074	7,410	9,385	10,915	10,363
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	19,124
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,222	9,689	11,528
자본조정	35	42	43	43	43
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,887	11,355	13,194

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	1,560	22,249	16,660
BPS	77,506	74,574	76,218	97,381	113,148
DPS	1,700	125	330	330	330
CFPS	16,672	9,731	10,555	28,968	25,957
ROA(%)	4.6	-0.8	0.7	8.7	5.9
ROE(%)	10.8	-2.2	2.0	24.8	15.3
ROIC(%)	9.1	2.2	1.2	18.0	12.9
Multiples(x, %)					
PER	8.3	-64.5	71.1	5.0	6.7
PBR	0.9	1.5	1.5	1.1	1.0
PSR	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	4.2	11.4	10.5	3.8	4.3
EV/EBITDA	5.7	15.9	18.0	4.1	4.2
배당수익률	2.4	0.1	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	198.8	173.2	144.9
Net debt/Equity	42.5	69.0	68.2	51.7	26.4
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	581.7	130.6	89.5
유동비율	104.2	86.2	70.6	85.8	103.8
이자보상배율(배)	5.7	1.5	0.9	10.2	7.3
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	84.7	83.6	74.2
현금+투자자산	17.3	15.5	15.3	16.4	25.8
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	47.2	42.5	38.9
자기자본	60.8	52.1	52.8	57.5	61.1

[Compliance Notice]

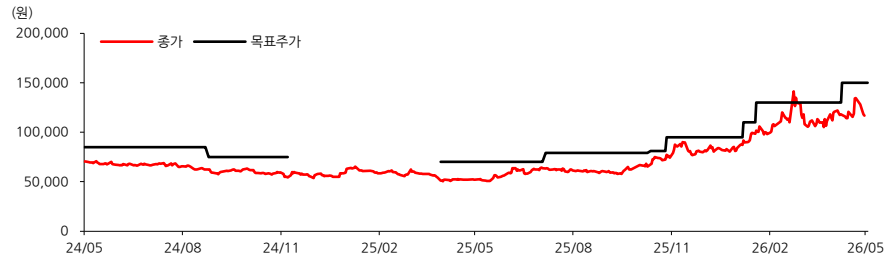
(공표일:2026년 5월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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	2024.07.29	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		85,000	75,000	이용욱	70,000	70,000
일 시	2025.06.27	2025.07.14	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	70,000	79,000	79,000	79,000	79,000	79,000
일 시	2025.10.20	2025.10.31	2025.11.04	2025.11.28	2025.12.02	2025.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	81,000	81,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2026.01.15	2026.01.27	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.27	2026.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	130,000	130,000	130,000	130,000	150,000
일 시	2026.04.24	2026.05.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	150,000	150,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	-13.89	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%