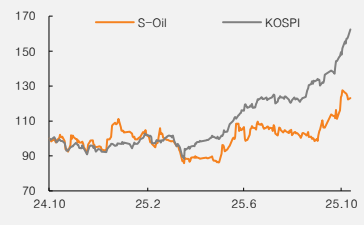


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 88,000원
현재주가(25/11/3)	72,300원
상승여력	21.7%

영업이익(25F, 십억원)	382
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	97
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	-
P/E(25F, x)	35.8
MKT P/E(25F, x)	14.6
KOSPI	4,221.87
시가총액(십억원)	8,140
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	76.1
베타(12M) 일간수익률	0.87
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	74,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.1	38.8	24.4
상대주가	-2.4	-15.9	-25.1



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

S-Oil

정제마진 강세가 온전히 반영될 4분기

목표주가 8.8만원으로 상향. 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 8.2만원에서 8.8만원으로 상향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다. 목표주가 상향은 4분기 및 26년 실적 전망치 상향에 기인한다. 정제마진이 당사의 보수적인 가정보다 빠르게 상승했으며, 이 추세가 난방 수요 시즌까지 이어지면서 당분간 강세를 유지할 것으로 전망한다. 그리고 두바이유 스프레드 공식 상, OSP도 인하 가능성이 높아 마진 개선에 기여할 전망이다.

다만, 유가의 상방은 제한적으로 재고관련이익을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. OPEC+가 26년 증산을 중단했지만 이미 OPEC+ 생산량은 크게 늘어났고, 또한 낮은 유가에도 미국 셰일 생산량이 유지되고 있기 때문이다.

3Q25 Review: 정유 부문의 회복

동사의 3Q25 영업이익은 2,292억원으로 컨센서스(2,354억 원)에 부합했으며, 전분기(-3,440억 원) 대비 흑자전환했다. 흑자전환 요인은 정유 부문의 회복이다. 화학과 윤활유 부문의 실적이 유사한 흐름으로 지속되는 가운데, 정유는 재고관련손실 효과 제거 및 OSP 하락 등이 실적에 기여했다. 본격적인 정제마진 강세는 9월 말부터 시작되었기에 3분기 실적에는 크게 반영되지 않았다. 2분기는 휘발유 마진, 3분기는 경등유 마진이 소폭 더 강했던 것을 감안하면, 사실상 2분기와 3분기의 정제마진은 유사한 수준이었다.

4Q25 Preview: 온기로 반영될 정제마진 강세

동사의 4Q25 영업이익은 5,182억 원으로 전분기 대비 126% 증가할 전망이다. 이는 정유 부문의 실적 개선에 기인한다. 당사 복합정제마진 기준, 4분기에는 배럴당 14.1달러(3Q 10.0달러)로 약 2년 만에 최고치를 달성할 전망이다. 따라서 정유 부문은 3분기 1,155억 원에서 4분기 3,359억 원까지 실적이 개선될 전망이다. 3분기 말 유가가 높게 마무리되어 소폭의 재고관련손실은 기록될 것으로 예상하나, 4분기 정제설비 폐쇄 및 가동 차질, 난방 수요 확대 등의 효과가 더 클 것으로 보인다.

화학 부문은 PX 스프레드 개선, 윤활유 부문은 경유 강세로 인한 VGO 및 윤활유 스프레드 확대에 힘입어 소폭 개선될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,206	35,110	34,207
영업이익 (십억원)	1,355	422	382	722	278
영업이익률 (%)	3.8	1.2	1.1	2.1	0.8
순이익 (십억원)	949	-193	236	437	80
EPS (원)	8,137	-1,656	2,021	3,751	686
ROE (%)	10.8	-2.2	2.7	4.8	0.9
P/E (배)	8.6	-	35.8	19.3	105.4
P/B (배)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
배당수익률 (%)	2.4	0.2	0.6	1.4	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,751.2	36,637.0	34,205.6	35,110.3
	정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,949.6	28,804.4	26,975.8	27,649.6
	화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,046.2	4,702.9	4,224.2	4,568.7
	유탄유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	704.7	755.4	3,129.7	3,005.5	2,892.0
영업이익	합계	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.6	-344.0	229.2	518.2	460.7	381.8	721.7
	정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-441.1	115.5	335.9	-245.4	-46.5	84.8
	화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-19.9	12.1	134.8	-116.9	61.7
	유탄유	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	131.8	133.6	170.2	571.2	545.3	575.2
세전이익		227.2	-40.9	-272.5	-246.4	-67.4	-106.3	81.5	366.2	-332.5	274.1	564.3
순이익(지배)		166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	63.2	283.8	-193.0	235.7	437.3

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

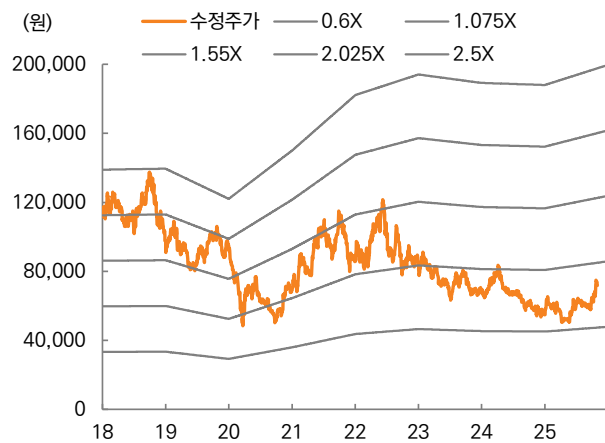
표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	34,209	33,479	34,206	35,110	0.0	4.9
영업이익	290	332	382	722	31.5	117.3
당기순이익(지배)	317	127	236	437	-25.6	244.1

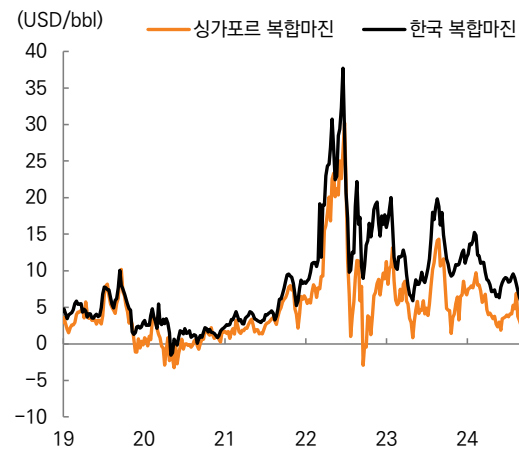
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



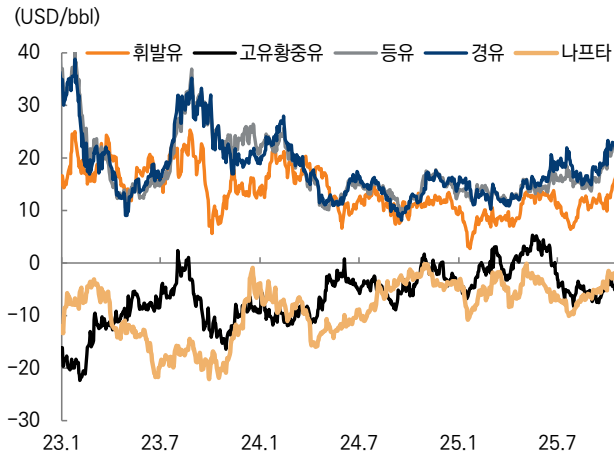
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



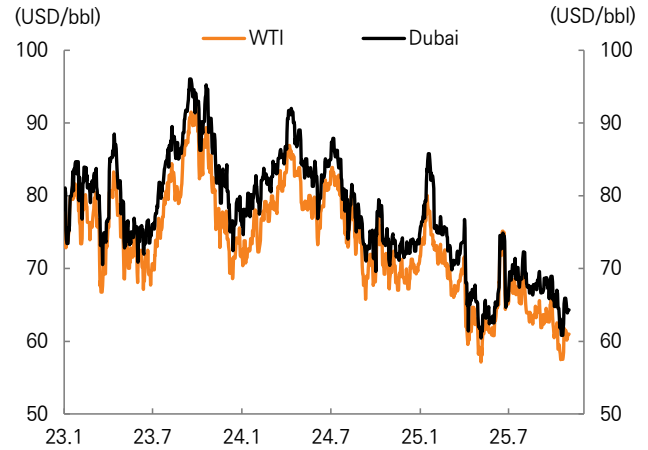
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



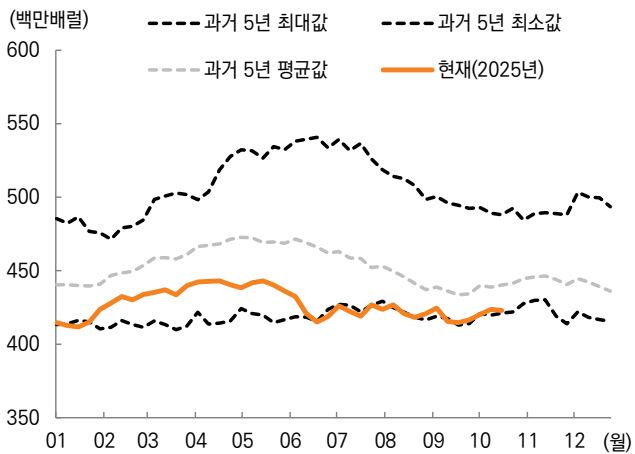
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



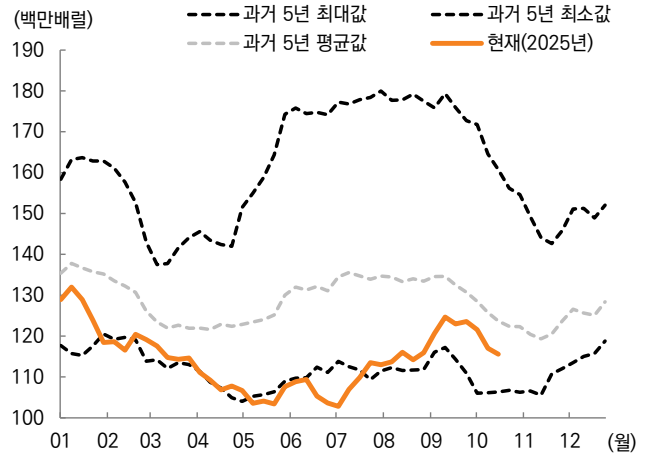
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



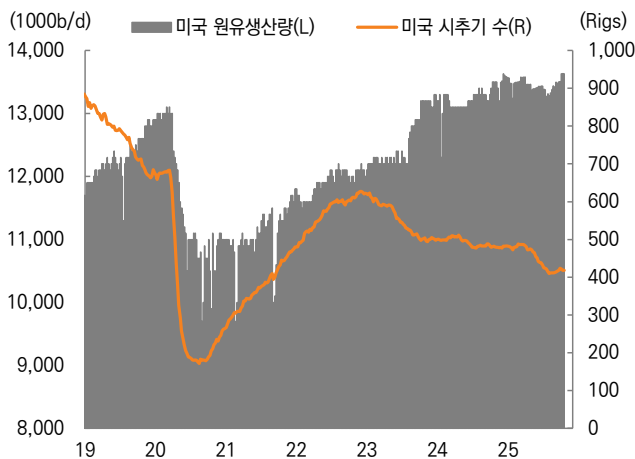
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



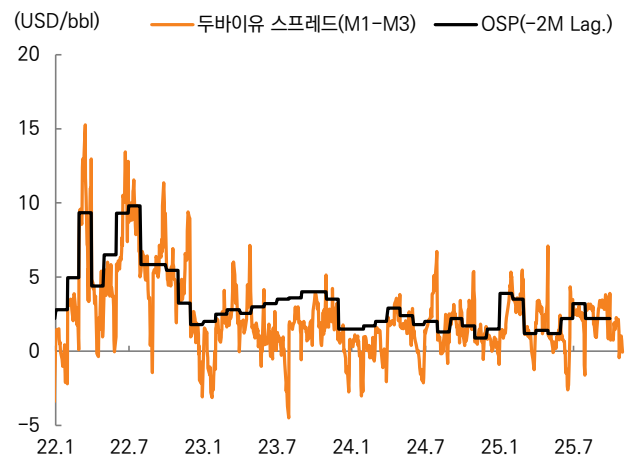
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 원유생산량 및 시추기 수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Aramco 아시아향 OSP 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637	34,206	35,110	34,207
매출원가	35,411	33,033	33,598	33,139
매출총이익	1,226	1,173	1,512	1,068
판매비와관리비	804	790	790	790
조정영업이익	422	382	722	278
영업이익	422	382	722	278
비영업손익	-755	-108	-158	-175
금융손익	-229	-345	-363	-380
관계기업등 투자손익	6	5	0	0
세전계속사업손익	-333	274	564	103
계속사업법인세비용	-139	38	127	23
계속사업이익	-193	236	437	80
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	236	437	80
지배주주	-193	236	437	80
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	232	437	80
지배주주	-153	232	437	80
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	1,209	1,635	1,220
FCF	-1,574	-3,559	-275	205
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.5	4.7	3.6
영업이익률 (%)	1.2	1.1	2.1	0.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	0.7	1.2	0.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	8,602	8,728	8,490
현금 및 현금성자산	1,946	207	406	185
매출채권 및 기타채권	3,479	3,534	3,503	3,496
재고자산	4,493	4,733	4,692	4,683
기타유동자산	130	128	127	126
비유동자산	14,403	17,269	18,355	18,613
관계기업투자등	43	42	42	41
유형자산	13,582	16,353	17,453	17,724
무형자산	149	146	132	119
자산총계	24,451	25,871	27,083	27,103
유동부채	11,657	10,166	11,106	11,092
매입채무 및 기타채무	6,827	6,146	6,092	6,080
단기금융부채	4,071	3,300	4,299	4,299
기타유동부채	759	720	715	713
비유동부채	4,099	6,745	6,743	6,743
장기금융부채	3,934	6,583	6,583	6,583
기타비유동부채	165	162	160	160
부채총계	15,756	16,911	17,849	17,835
지배주주지분	8,696	8,960	9,234	9,268
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,266	7,540	7,574
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,960	9,234	9,268

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	-71	1,725	1,405
당기순이익	-193	236	437	80
비현금수익비용가감	1,328	979	1,366	1,309
유형자산감가상각비	741	813	899	930
무형자산상각비	11	15	14	13
기타	576	151	453	366
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	829	-1,116	11	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	180	-104	20	4
재고자산 감소(증가)	209	-244	41	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	751	1,373	-54	-12
법인세납부	-191	-21	-127	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,027	-3,575	-1,999	-1,200
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,488	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-27	1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	2	1	0
기타투자활동	95	-90	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,539	1,878	474	-427
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	1,877	1,000	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-163	-47
기타재무활동	-439	1	-363	-380
현금의 증가	-17	-1,739	200	-222
기초현금	1,963	1,946	207	406
기말현금	1,946	207	406	185

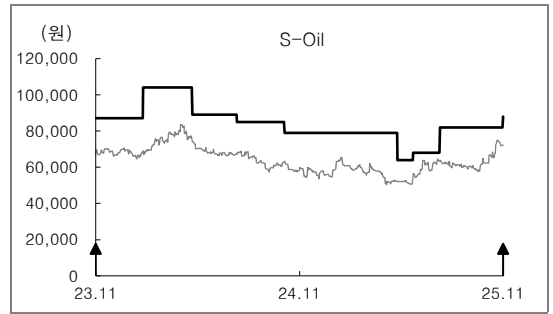
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	35.8	19.3	105.4
P/CF (x)	5.6	6.9	4.7	6.1
P/B (x)	0.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	10.5	14.8	11.5	15.5
EPS (원)	-1,656	2,021	3,751	686
CFPS (원)	9,731	10,413	15,467	11,912
BPS (원)	74,590	76,859	79,211	79,496
DPS (원)	125	400	1,000	400
배당성향 (%)	-7.3	19.1	25.7	56.3
배당수익률 (%)	0.2	0.6	1.5	0.6
매출액증가율 (%)	2.5	-6.6	2.6	-2.6
EBITDA증가율 (%)	-43.4	3.0	35.2	-25.4
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	-9.5	89.0	-61.5
EPS증가율 (%)	적전	흑전	85.6	-81.7
매출채권 회전율 (회)	16.4	15.5	15.7	15.3
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.4	7.5	7.3
매입채무 회전율 (회)	7.9	5.9	5.5	5.4
ROA (%)	-0.8	0.9	1.7	0.3
ROE (%)	-2.2	2.7	4.8	0.9
ROIC (%)	1.8	2.0	2.9	1.1
부채비율 (%)	181.2	188.7	193.3	192.4
유동비율 (%)	86.2	84.6	78.6	76.5
순차입금/자기자본 (%)	69.0	107.3	112.8	114.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	1.1	2.0	0.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2025.11.04	매수	88,000	-	-
2025.07.14	매수	82,000	-23.08	-8.66
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.