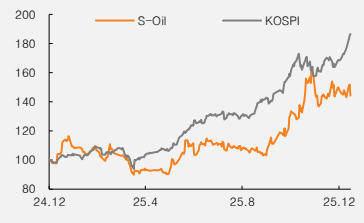


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	110,000원
현재주가(26/1/7)	80,900원
상승여력	36.0%

영업이익(25F,십억원)	313
Consensus 영업이익(25F,십억원)	173
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	35.0
P/E(25F,x)	32.3
MKT P/E(25F,x)	15.5
KOSPI	4,551.06
시가총액(십억원)	9,108
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	76.9
베타(12M) 일간수익률	0.33
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	90,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.5	30.1	37.6
상대주가	-9.5	-12.6	-24.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

S-Oil

26년에도 이어지는 정제마진 강세

투자 의견: 목표주가 11만원 및 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가 11만원과 투자 의견 매수를 유지한다. 4분기 실적 전망치 하향은 러-우 종전 가능성으로 인한 정제마진 하락에 기인한다. 하지만 시장의 기대치가 너무 높았던 터라, 오버슈팅했던 정제마진이 적정 수준으로 수렴한 것으로 판단한다.

26년에 대한 실적 기대감 및 사한 프로젝트 사업 가치 반영을 고려하면 여전히 매수 구간으로 판단한다. 현 정제마진 수준에서도 동사는 충분한 수익성을 갖출 수 있으며, 이를 억제할 순증설은 부족한 상황이다. 26년에는 안정된 유가로 인해 재고관련 손실 우려가 제한적인 상황에서, 꾸준한 호실적을 예상한다.

4Q25 Preview: 전망치를 하향해도 시장 기대치는 무난히 상회 예상

동사의 4Q25 영업이익은 4,489억원(이전 전망치 5,182억원)으로 컨센서스 3,082억원을 약 46% 상회할 전망이다. 러-우 종전이 언급된 이후, 정제마진이 예상보다 급격하게 조정받으며 전망치는 하향 조정했으나, 여전히 시장의 기대치보다는 높은 실적을 기록할 것으로 예상된다. 정유 부문은 영업이익 2,820억원(+144% QoQ)을 기록할 것으로 전망하며, 정제마진 강세를 호실적의 주 요인으로 판단한다. 당사 추정치 기준, 4분기 복합정제마진은 3분기 대비 약 4~5불 개선되었으며, #1 RFCC 정기보수 기회손실 및 일회성 비용들을 충분히 상쇄한 것으로 보인다. 화학과 윤활유 부문도 PX 및 윤활기유 스프레드 확대에 수익성이 각각 소폭 개선되었다.

러시아 정제설비 차질, 1분기에도 지속 예상

26년 1분기 글로벌 정제마진은 1) 부족한 정제설비 순증설, 2) 우크라이나의 드론 공격으로 인한 러시아 석유제품 수출 차질, 3) 미국 동부 강추위로 인한 난방유 수요 증가로 강세가 지속될 것으로 예상된다.

우크라이나의 드론 공격은 전략적으로 진화하고 있기에, 러시아의 공급차질은 당분간 지속될 가능성이 높아보인다. 최근 우크라이나의 드론 공격은 1) 지속적인 교란이 목적이며, 2) 핵심 가공 설비(RFCC 등)를 주요 목표로 하고 있고, 3) 제품 저장탱크와 선적항까지 목표물을 확장하고 있다. 현재 러시아 석유 정제량은 10% 정도 감소했으며, 26년에도 지속적인 피해를 입을 가능성이 높아보인다. 현재 부족한 것은 원유가 아닌 정제설비이기 때문에, 유가와 디커플링된 정제마진의 강세를 예상한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,241	32,344	31,953
영업이익 (십억원)	1,355	422	313	1,127	1,422
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.9	3.5	4.5
순이익 (십억원)	949	-193	300	720	942
EPS (원)	8,137	-1,656	2,569	6,176	8,077
ROE (%)	10.8	-2.2	3.4	7.7	9.4
P/E (배)	8.6	-	32.3	13.1	10.0
P/B (배)	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	2.4	0.2	0.6	1.5	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,786.6	8,259.7	8,017.7	8,013.7	8,052.7	36,637.0	34,241.0	32,343.7
	정유	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,996.7	6,535.7	6,334.7	6,270.7	6,323.6	28,804.4	27,022.9	25,464.7
	화학	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,047.5	1,002.5	1,047.9	1,110.4	1,042.1	4,702.9	4,225.5	4,202.9
	유탄유	790.5	754.9	704.7	742.3	721.4	635.1	632.6	687.0	3,129.7	2,992.4	2,676.2
영업이익	합계	-21.6	-344.0	229.2	448.9	275.4	250.0	301.3	300.2	460.7	312.5	1,126.8
	정유	-56.8	-441.1	115.5	282.0	111.9	93.0	119.4	143.9	-245.4	-100.4	468.2
	화학	-74.5	-34.6	-19.9	-3.3	-6.7	26.0	58.9	5.2	134.8	-132.3	83.4
	유탄유	109.7	131.8	133.6	170.2	170.2	131.0	122.9	151.1	571.2	545.3	575.2
세전이익		-67.4	-106.3	81.5	345.5	219.1	378.3	169.9	161.9	-332.5	253.3	929.2
순이익(지배)		-44.6	-66.8	63.2	347.7	169.8	293.2	131.7	125.4	-193.0	299.6	720.2

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

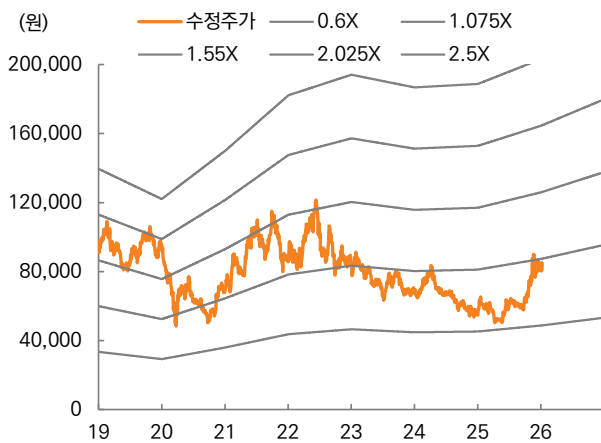
표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	4Q25F	2025F	4Q25F	2025F	4Q25F	2025F
매출액	8,751	34,206	8,787	34,241	0.4	0.1
영업이익	518	382	449	312	-13.4	-18.2
당기순이익(지배)	284	236	348	300	22.5	27.1

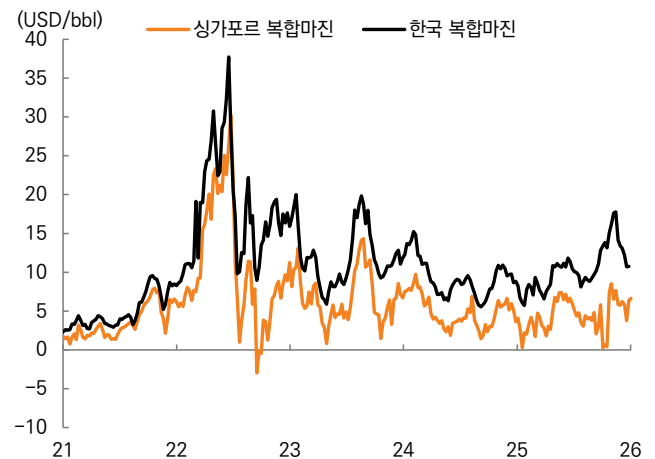
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



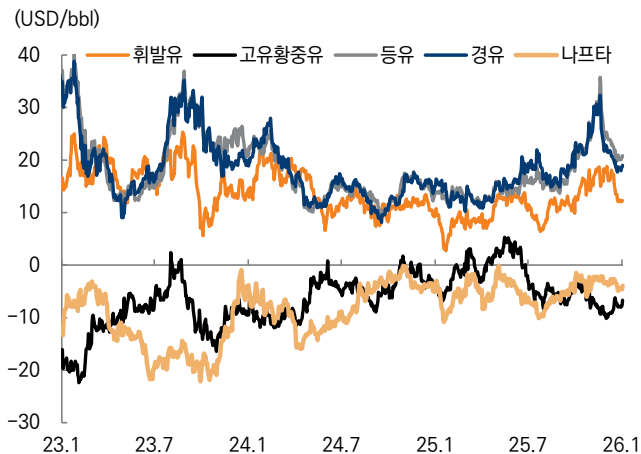
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



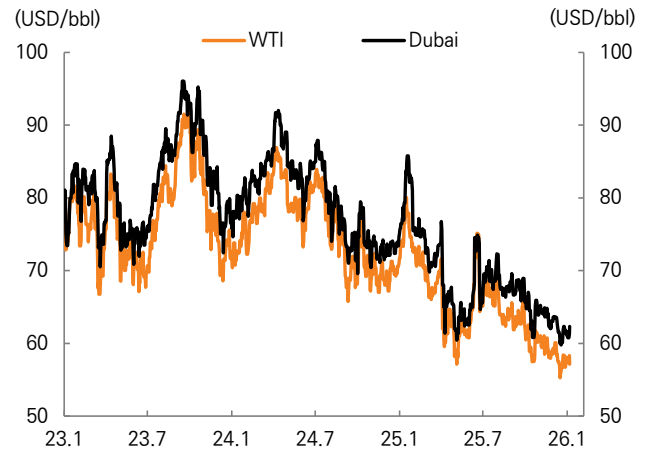
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



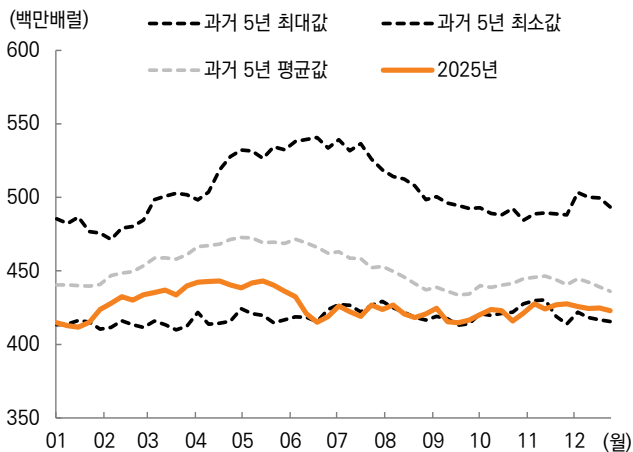
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



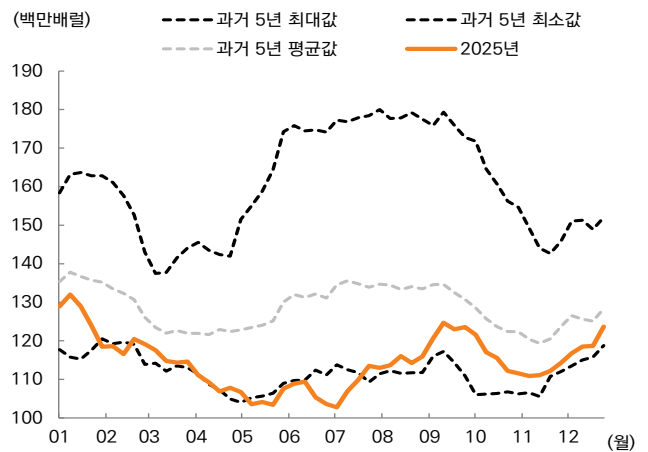
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



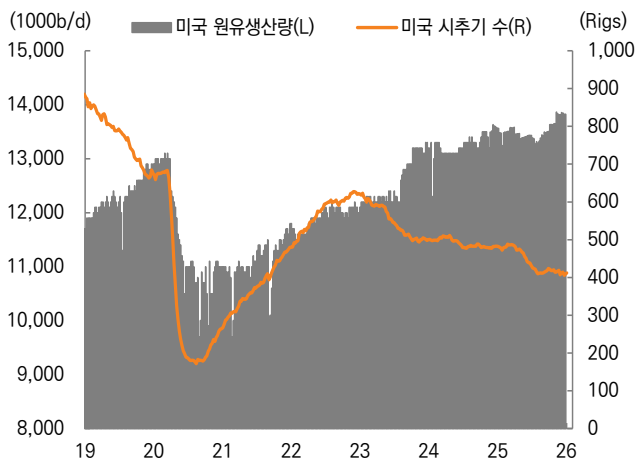
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



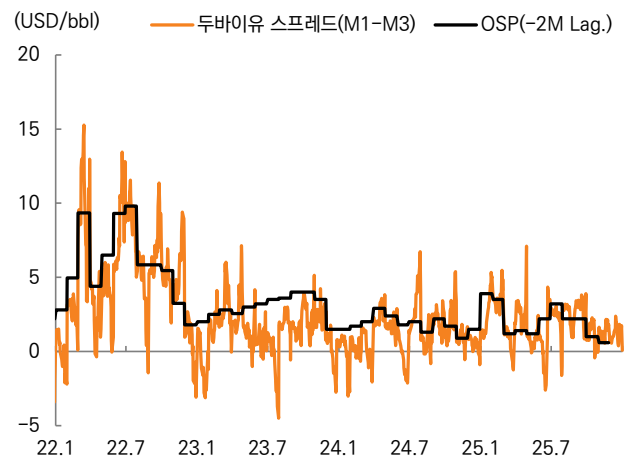
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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	34,241	32,344	31,953
매출원가	35,411	33,134	30,423	29,738
매출총이익	1,226	1,107	1,921	2,215
판매비와관리비	804	794	794	794
조정영업이익	422	313	1,127	1,422
영업이익	422	313	1,127	1,422
비영업손익	-755	-60	-198	-207
금융손익	-229	-296	-331	-340
관계기업등 투자손익	6	4	0	0
세전계속사업손익	-333	253	929	1,215
계속사업법인세비용	-139	-46	209	273
계속사업이익	-193	300	720	942
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	300	720	942
지배주주	-193	300	720	942
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	298	720	942
지배주주	-153	298	720	942
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	1,120	1,998	2,322
FCF	-1,574	-3,452	-17	984
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.3	6.2	7.3
영업이익률 (%)	1.2	0.9	3.5	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	0.9	2.2	2.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	7,999	7,344	7,798
현금 및 현금성자산	1,946	53	62	531
매출채권 및 기타채권	3,479	3,356	3,076	3,069
재고자산	4,493	4,461	4,089	4,080
기타유동자산	130	129	117	118
비유동자산	14,403	17,441	18,562	18,861
관계기업투자등	43	42	39	39
유형자산	13,582	16,529	17,674	17,989
무형자산	149	146	129	114
자산총계	24,451	25,441	25,906	26,659
유동부채	11,657	11,750	11,660	11,646
매입채무 및 기타채무	6,827	6,280	5,756	5,744
단기금융부채	4,071	4,746	5,241	5,241
기타유동부채	759	724	663	661
비유동부채	4,099	4,665	4,651	4,651
장기금융부채	3,934	4,502	4,502	4,502
기타비유동부채	165	163	149	149
부채총계	15,756	16,415	16,311	16,297
지배주주지분	8,696	9,026	9,595	10,362
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,330	7,899	8,666
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	9,026	9,595	10,362

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	83	1,983	2,184
당기순이익	-193	300	720	942
비현금수익비용가감	1,328	1,240	1,412	1,514
유형자산감가상각비	741	791	854	885
무형자산상각비	11	16	17	15
기타	576	433	541	614
영업활동으로인한자산및부채의변동	829	-884	60	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	180	109	173	4
재고자산 감소(증가)	209	8	373	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	751	1,204	-525	-12
법인세납부	-191	2	-209	-273
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,027	-3,550	-1,990	-1,200
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,535	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-27	2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	2	10	0
기타투자활동	95	-19	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,539	1,544	13	-515
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	1,243	495	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-151	-175
기타재무활동	-439	301	-331	-340
현금의 증가	-17	-1,893	9	469
기초현금	1,963	1,946	53	62
기말현금	1,946	53	62	531

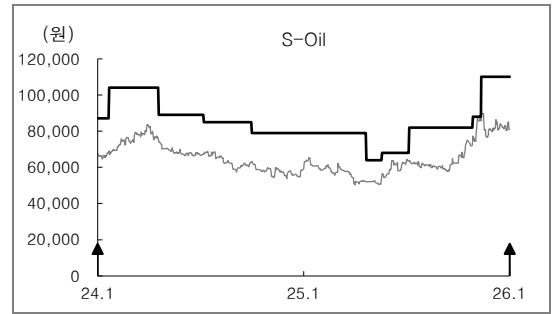
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	32.3	13.1	10.0
P/CF (x)	5.6	6.3	4.4	3.8
P/B (x)	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	10.5	16.7	9.5	7.9
EPS (원)	-1,656	2,569	6,176	8,077
CFPS (원)	9,731	13,208	18,283	21,059
BPS (원)	74,590	77,423	82,300	88,879
DPS (원)	125	500	1,200	1,600
배당성향 (%)	-7.3	18.8	18.8	19.1
배당수익률 (%)	0.2	0.6	1.4	1.9
매출액증가율 (%)	2.5	-6.5	-5.5	-1.2
EBITDA증가율 (%)	-43.4	-4.6	78.4	16.2
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	-26.0	260.5	26.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	140.4	30.8
매출채권 회전율 (회)	16.4	16.2	16.3	16.9
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.6	7.6	7.8
매입채무 회전율 (회)	7.9	5.9	5.1	5.2
ROA (%)	-0.8	1.2	2.8	3.6
ROE (%)	-2.2	3.4	7.7	9.4
ROIC (%)	1.8	2.3	4.6	5.7
부채비율 (%)	181.2	181.9	170.0	157.3
유동비율 (%)	86.2	68.1	63.0	67.0
순차입금/자기자본 (%)	69.0	101.2	100.3	88.4
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	1.1	3.4	4.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2025.11.19	매수	110,000	-	-
2025.11.04	매수	88,000	-6.82	0.00
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.