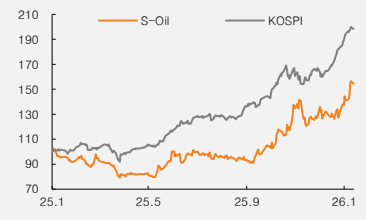


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 120,000원
현재주가(26/1/26)	98,300원
상승여력	22.1%

영업이익(25F,십억원)	288
Consensus 영업이익(25F,십억원)	245
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	34.5
MKT P/E(25F,x)	-
KOSPI	4,949.59
시가총액(십억원)	11,067
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	77.5
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	99,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.9	57.8	61.9
상대주가	0.0	1.9	-17.0



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

010950 · 석유정제

S-Oil

한파로 인한 정제설비 가동률 하락 가능성

투자 의견: 목표주가 12만원으로 상향 및 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 기존 11만원에서 12만원으로 상향하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 수익성(ROE) 개선으로 인한 밸류에이션 회복(12MF PBR 1.35배 → 1.45배)에 기인한다. 수익성이 개선될 것으로 전망하는 이유는 1) OSP가 예상보다 빠르게 하락 중이며, 2) 한파로 인한 등경유 수요가 증가하고 있기 때문이다. 계속되는 지정학적 리스크(이란, 러시아)와 미국 한파로 인한 중부 지역의 정제설비 가동률 하락 가능성까지 고려하면 단기적으로는 상승 압력이 더 클 것으로 예상된다.

4Q25 Review: 컨센서스 무난히 상회

동사의 4Q25 영업이익은 4,245억원으로 최근 들어 상향된 컨센서스(3,813억원)를 약 11% 상회했으며, 전분기 2,292억원 대비 85% 증가했다. 모든 부문의 실적이 개선되었으며, 가장 큰 실적 개선폭을 보인 부문은 정유 부문(2,253억원)이다. 유가 하락으로 인한 재고관련효과(-874억원)에도 불구하고, 정제마진 강세가 두드러졌다. 정제마진 강세는 글로벌 설비 가동 차질(미국 필립스66/엘세군도, 쿠웨이트 알주르, 나이지리아 단고테 등)과 난방유 성수기로 인한 등경유 수요 증가에 기인한다. 유탄유는 피드스탁 가격 하락세, 화학은 PX 스프레드 회복세 지속되며 전분기 대비 수익성이 개선되었다.

1Q26 Preview: 정기보수 및 정제마진 조정으로 인한 감익

동사의 1Q26 영업이익은 3,602억원(이전 추정치 2,754억원에서 상향)으로 전분기 대비 15% 감소할 전망이다. 영업이익 감소는 3월부터 시작되는 정기보수 및 정제마진의 조정에 기인한다. 3월부터 시작되는 정기보수는 정유(#2 CDU, #2 RFCC)와 화학(#1 PX/PP/PO)에 걸쳐 진행될 전망이다. 또한 정제마진도 지정학적 리스크 고조 이후 하락세에 있어, 4분기 대비해서는 낮아질 것으로 보인다. 다만 정유 부문 영업이익은 이전 보고서 대비 상향 조정했는데, 가파른 OSP 하락세 반영 및 글로벌 한파 영향으로 인한 등경유 수요 강세 때문이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,247	31,148	31,953
영업이익 (십억원)	1,355	422	288	1,095	1,362
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.8	3.5	4.3
순이익 (십억원)	949	-193	281	696	895
EPS (원)	8,137	-1,656	2,407	5,966	7,679
ROE (%)	10.8	-2.2	3.2	7.5	9.0
P/E (배)	8.6	-	34.5	16.5	12.8
P/B (배)	0.9	0.7	1.1	1.2	1.1
배당수익률 (%)	2.4	0.2	0.6	1.2	1.5

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	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.6	7,633.8	7,506.3	7,955.2	8,052.7	36,637.0	34,247.0	31,148.1
	정유	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	5,931.6	5,897.4	6,270.7	6,323.6	28,804.4	27,005.4	24,423.2
	화학	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	975.8	973.7	1,051.9	1,042.1	4,702.9	4,234.1	4,043.6
	유탄유	790.5	754.9	704.7	757.2	726.5	635.1	632.6	687.0	3,129.7	3,007.3	2,681.2
영업이익	합계	-21.6	-344.0	229.2	424.5	360.2	181.0	268.8	285.2	460.7	288.1	1,095.2
	정유	-56.8	-441.1	115.5	225.3	204.0	58.0	119.4	143.9	-245.4	-157.1	525.3
	화학	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	-14.0	-8.0	26.4	-9.8	134.8	-136.8	-5.3
	유탄유	109.7	131.8	133.6	207.0	170.2	131.0	122.9	151.1	571.2	582.1	575.2
세전이익		-67.4	-106.3	81.5	321.1	304.0	309.4	137.4	146.9	-332.5	228.9	897.7
순이익(지배)		-44.6	-66.8	63.2	328.9	235.6	239.8	106.5	113.8	-193.0	280.7	695.7

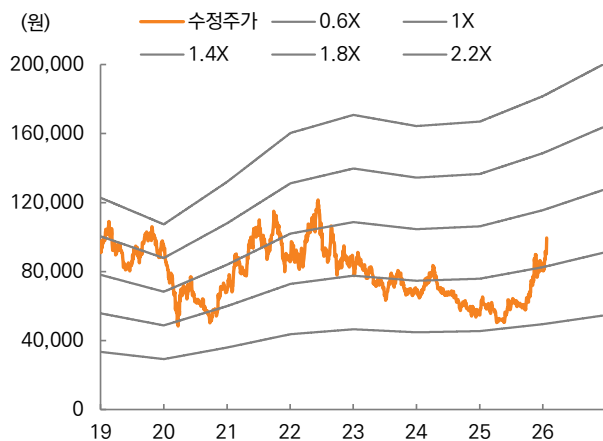
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

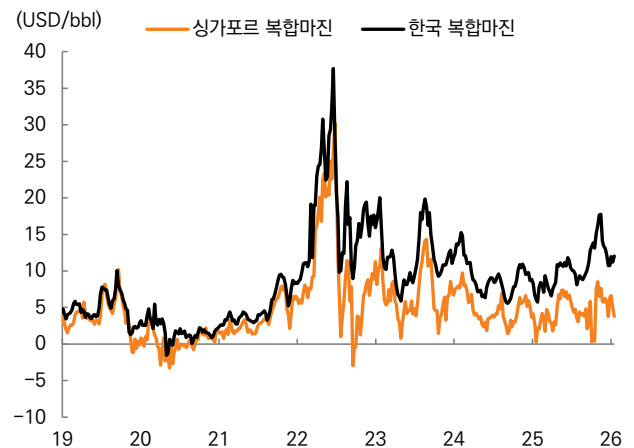
	변경전		변경후		조정 비율	
	1Q26F	2026F	1Q26F	2026F	1Q26F	2026F
매출액	8,260	32,344	7,634	31,148	-7.6	-3.7
영업이익	275	1,127	360	1,095	30.8	-2.8
당기순이익(지배)	170	720	236	696	38.7	-3.4

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



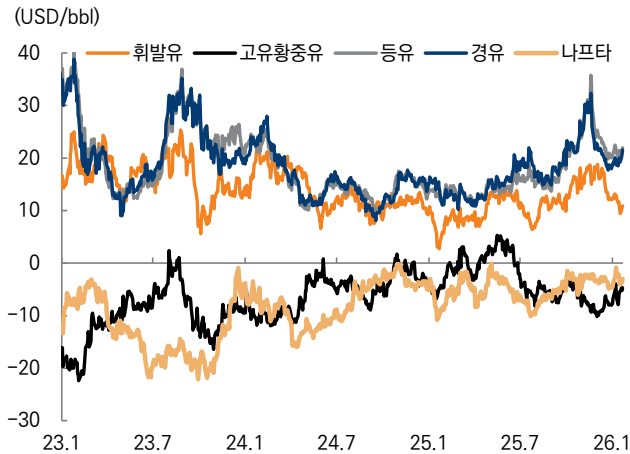
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



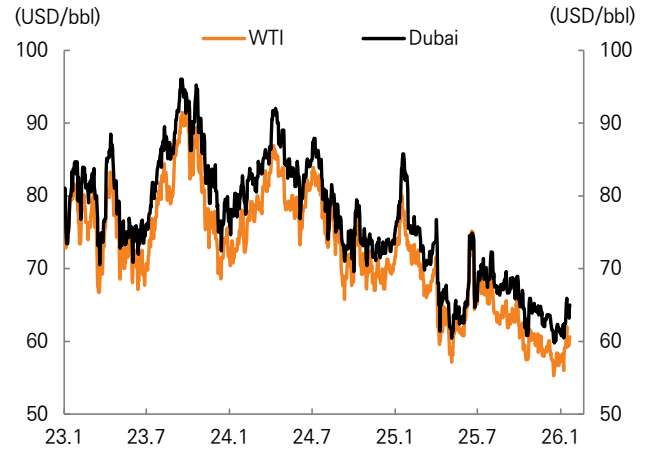
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



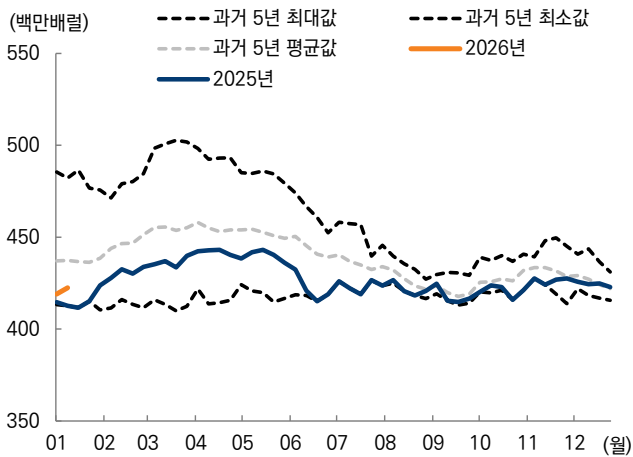
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



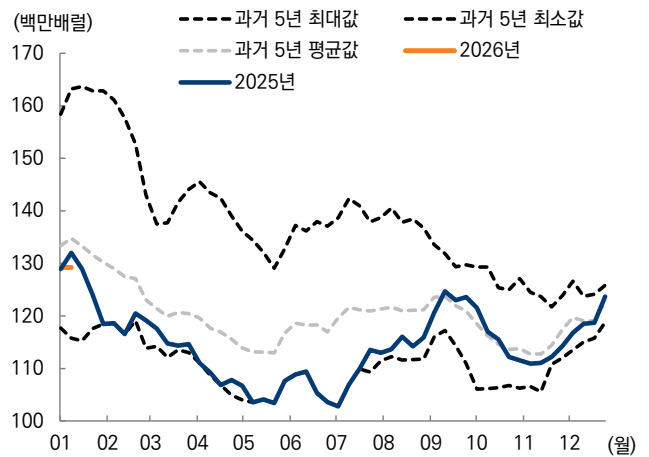
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



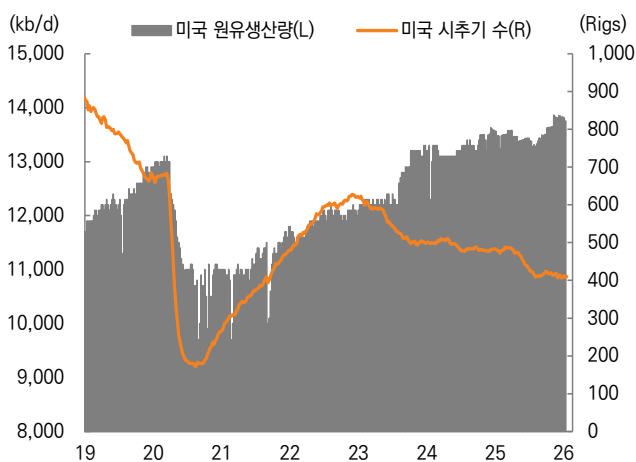
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



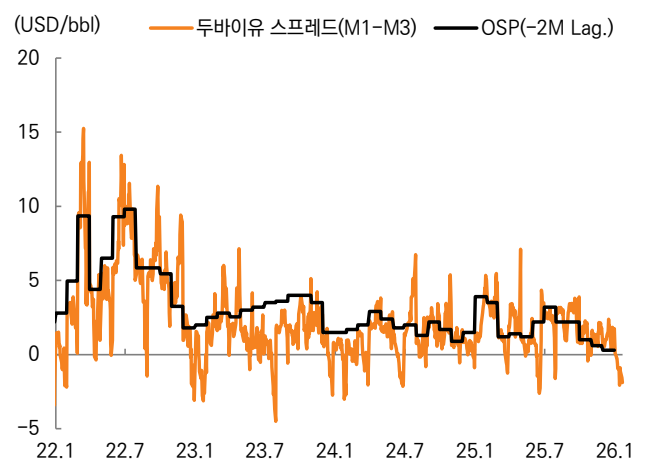
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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	34,247	31,148	31,953
매출원가	35,411	33,165	29,259	29,798
매출총이익	1,226	1,082	1,889	2,155
판매비와관리비	804	794	794	794
조정영업이익	422	288	1,095	1,362
영업이익	422	288	1,095	1,362
비영업손익	-755	-59	-197	-207
금융손익	-229	-296	-331	-340
관계기업등 투자손익	6	4	0	0
세전계속사업손익	-333	229	898	1,155
계속사업법인세비용	-139	-52	202	260
계속사업이익	-193	281	696	895
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	281	696	895
지배주주	-193	281	696	895
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	279	696	895
지배주주	-153	279	696	895
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	1,096	1,966	2,262
FCF	-1,574	-3,471	-41	937
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.2	6.3	7.1
영업이익률 (%)	1.2	0.8	3.5	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	0.8	2.2	2.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	7,985	7,301	7,720
현금 및 현금성자산	1,946	34	19	453
매출채권 및 기타채권	3,479	3,358	3,076	3,069
재고자산	4,493	4,464	4,089	4,080
기타유동자산	130	129	117	118
비유동자산	14,403	17,442	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	25,427	25,863	26,581
유동부채	11,657	11,754	11,660	11,646
매입채무 및 기타채무	6,827	6,285	5,756	5,744
단기금융부채	4,071	4,746	5,241	5,241
기타유동부채	759	723	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	16,420	16,311	16,297
지배주주지분	8,696	9,007	9,551	10,284
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,311	7,855	8,588
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	9,007	9,551	10,284

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,468	64	1,959	2,137
당기순이익	-193	281	696	895
비현금수익비용가감	1,328	1,235	1,405	1,500
유형자산감가상각비	741	791	854	885
무형자산상각비	11	16	17	15
기타	576	428	534	600
영업활동으로인한자산및부채의변동	829	-884	61	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	180	108	174	4
재고자산 감소(증가)	209	5	376	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	751	1,208	-529	-12
법인세납부	-191	8	-202	-260
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	12	-503
장단기금융부채의 증가(감소)	2,167	1,243	495	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-151	-163
기타재무활동	-439	301	-332	-340
현금의 증가	-17	-1,912	-15	434
기초현금	1,963	1,946	34	19
기말현금	1,946	34	19	453

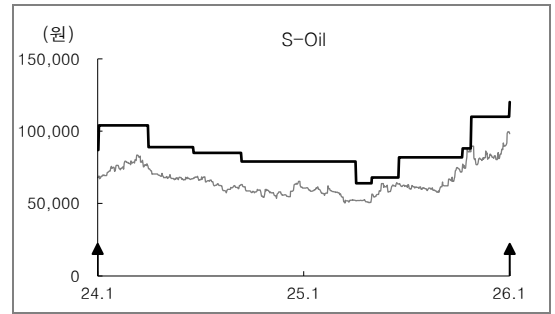
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	34.5	16.5	12.8
P/CF (x)	5.6	6.4	5.5	4.8
P/B (x)	0.7	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	10.5	17.1	10.6	9.1
EPS (원)	-1,656	2,407	5,966	7,679
CFPS (원)	9,731	12,999	18,012	20,545
BPS (원)	74,590	77,261	81,929	88,209
DPS (원)	125	500	1,200	1,500
배당성향 (%)	-7.3	20.1	19.4	18.9
배당수익률 (%)	0.2	0.6	1.4	1.8
매출액증가율 (%)	2.5	-6.5	-9.0	2.6
EBITDA증가율 (%)	-43.4	-6.7	79.5	15.0
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	-31.7	280.0	24.3
EPS증가율 (%)	적전	흑전	147.8	28.7
매출채권 회전율 (회)	16.4	16.2	15.7	16.9
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.6	7.3	7.8
매입채무 회전율 (회)	7.9	5.9	4.9	5.2
ROA (%)	-0.8	1.1	2.7	3.4
ROE (%)	-2.2	3.2	7.5	9.0
ROIC (%)	1.8	2.2	4.5	5.5
부채비율 (%)	181.2	182.3	170.8	158.5
유동비율 (%)	86.2	67.9	62.6	66.3
순차입금/자기자본 (%)	69.0	101.7	101.3	89.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	1.0	3.3	4.0

투자조건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자조건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2026.01.26	매수	120,000	-	-
2025.11.19	매수	110,000	-23.40	-9.55
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

투자조건 분류 및 적용기준

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 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자조건 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자조건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 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.