



BUY (유지)

목표주가(12M) 100,000원(상향)
현재주가(11.03) 72,300원

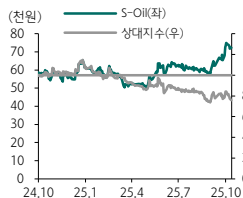
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,221.87
52주 최고/최저(원)	74,900/50,400
시가총액(십억원)	8,139.7
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	265.6
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
외국인지분율(%)	76.08
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	33,453.3	31,355.1
영업이익(십억원)	97.0	1,059.4
순이익(십억원)	102.5	639.9
EPS(원)	879	5,488
BPS(원)	75,196	79,627

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,970.8	33,718.4
영업이익	1,354.6	422.2	373.8	1,851.2
세전이익	1,131.7	(332.5)	321.3	1,350.0
순이익	948.8	(193.0)	244.2	1,026.0
EPS	8,137	(1,656)	2,094	8,799
증감율	(54.91)	적전	흑전	320.20
PER	8.55	(33.09)	34.29	8.16
PBR	0.90	0.73	0.94	0.86
EV/EBITDA	5.73	10.50	12.36	5.15
ROE	10.83	(2.18)	2.77	11.01
BPS	77,522	74,590	76,425	83,468
DPS	1,700	125	1,750	2,250



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 4일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

사야 한다

3Q25 영업이익 컨센 부합

3Q25 영업이익은 2,292억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 컨센(2,354억원)에 부합했다. 정유 사업을 중심으로 전 사업부가 개선됐다. 정유부문 영업이익은 1,155억원(QoQ +5,566억원)으로 대폭 개선되었다. 전분기에 발생한 재고관련손실과 역래깅 효과 등이 제거되고 정제마진 개선에 따른 영향이다. 석유화학은 BZ, PO/PP 약세에도 불구하고 PX의 마진 개선으로 영업이익 -199억원(QoQ +147억원)으로 적자폭이 축소되었다. 윤활기유도 전분기와 유사한 스프레드가 지속되면서 영업이익 1,336억원(QoQ +1%)으로 견조한 흐름이었다.

4Q25 영업이익 QoQ +123% 개선 전망. 컨센 +125% 상회 전망

4Q25 영업이익은 5,101억원(QoQ +123%, YoY +96%)으로 대폭 개선되며 현재 컨센(2,270억원)을 125% 상회할 전망이다. 석유화학/윤활기유는 전분기와 유사한 흐름이나 정제마진의 대폭 개선으로 정유부문의 영업이익이 크게 확대되기 때문이다. 정유부문 영업이익은 3,945억원(QoQ +242%, YoY +128%)으로 개선될 전망이다. 추정치에 반영된 로직은 다음과 같다. 1) 유가 관련 재고평가손실은 반영하지 않았다. 2) 환율은 현재의 환율이 지속된다고 가정했다. 3) 정제마진은 QoQ +3.3\$/bbl 개선을 가정했다. 이 경우, 정유부문 영업이익은 QoQ +2,790억원이 확대된다. 이 논리는 다음과 같다. 정제마진이 1\$/bbl 개선된다는 의미는 도입 원유가가 1\$/bbl 저렴해진다는 말과 같다. 즉, 이론적으로 정제마진 1\$/bbl 개선 시 분기 영업이익 증분 효과는 $\text{Capa } 67\text{만b/d} \times \text{가동률 } 98\%(\text{현재 가동률}) \times 90\text{일(일수)} \times \text{환율 } 1,430\text{원} = 845\text{억원}$ 이다. 정제마진 3.3\$/bbl 개선을 가정했으므로, 정유 영업이익 증분은 앞서 살펴본 +2,790억원과 같다. 3Q25 정제마진 평균은 9.5\$/bbl이며 4Q25 누적 평균은 13.8\$/bbl로 4.3\$/bbl 개선된 상태다. 즉, 하나증권의 4Q25 추정치는 현재 업황 대비 보수적인 추정이다. 석유화학/윤활기유는 전분기와 유사한 실적을 추정한다.

추정치 조정 반영하여 TP 상향. 사야할 시점

BUY를 유지하고, TP는 9만원에서 10만원으로 상향한다. 2025~26년 추정치 상향이 근거다. 최근 정제마진 강세에도 불구하고 유가 약세에 대한 우려가 편터먼털 강화 대비 투자 센티먼트 약화의 원인이었다. 하지만, 11/3일 새벽 OPEC+는 12월 증산 규모는 10~11월과 동일하게 유지하나 1Q26에는 증산을 중단하기로 합의했다. 계절적인 수요 약세 국면 진입과 공급과잉 우려를 불식시키기 위한 조치다. 실제, 미국의 원유 생산 BEP가 60\$/bbl 초반임을 감안하면 유가는 현 시점에서 반등 가능하다. 정제마진은 중장기 증설 부재로 2027년 이후까지 레벨을 지속적으로 높여갈 것이다. 단기 공급차질에 따른 일시적 마진 강세론은 중장기 그림에 대한 판단을 흐리게 할 뿐이다. 2026년 영업이익 1.85조원(YoY +395%)으로 대폭 개선을 추정하며, 정유 호조와 사인PI의 성공적 안착 가능성 등을 감안하면 2027~28년의 이익 및 배당 증가 매력도 높다. 큰 그림에서 지금은 시작에 불과하다.

도표 1. S-Oil 3Q25 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q25P	2Q25	3Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,415.4	8,048.5	8,840.6	-4.8	4.6	8,245.7	2.1
영업이익	229.2	-344.0	-414.9	흑전	흑전	235.4	-2.6
세전이익	81.5	-106.3	-272.5	흑전	흑전	109.1	N/A
순이익	63.2	-66.8	-206.2	흑전	흑전	70.7	-10.6
영업이익률	2.7	-4.3	-4.7	7.4	7.0	2.9	-0.1
세전이익률	1.0	-1.3	-3.1	4.1	2.3	N/A	N/A
순이익률	0.8	-0.8	-2.3	3.1	1.6	0.9	-0.1

자료: 하나증권

도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

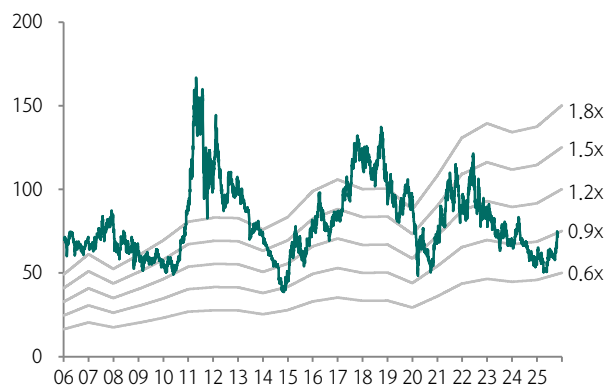
(단위: 십억원, %, %p)

	2025F			2026F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	33,970.8	33,852.3	0.4	33,718.4	32,837.5	2.7
영업이익	373.8	182.4	104.9	1,851.2	1,687.7	9.7
세전이익	321.3	219.4	46.4	1,350.0	1,184.2	14.0
순이익	244.2	166.7	46.5	1,026.0	900.0	14.0
영업이익률	1.1	0.5	0.6	5.5	5.1	0.4
세전이익률	0.9	0.6	0.3	4.0	3.6	0.4
순이익률	0.7	0.5	0.2	3.0	2.7	0.3

자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트

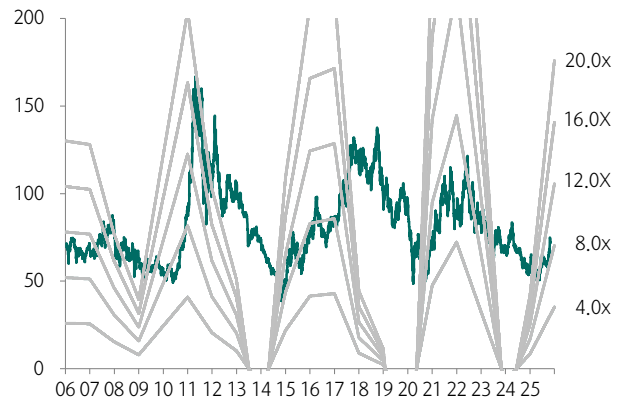
(천원)



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트

(천원)



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,516.4	35,727.2	36,637.0	33,970.8	33,718.4
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-10.5%	4.6%	1.2%				
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-4.5%	-15.8%	2.5%	-7.3%	-0.7%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,730.2	28,257.2	28,804.4	26,756.4	26,503.8
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,063.3	4,384.7	4,702.9	4,241.4	4,284.2
유탄기유부문	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	704.7	722.8	3,085.4	3,129.7	2,973.0	2,930.4
영업이익	454.1	160.6	-414.9	260.8	-21.5	-343.9	229.2	510.1	1,354.6	460.6	373.8	1,851.2
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-4.3%	2.7%	6.0%	3.8%	1.3%	1.1%	5.5%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	122.5%				
YoY(%)	-12.0%	341.3%	적전	흑전	적전	적전	흑전	95.6%	-60.3%	-66.0%	-18.8%	395.2%
정유부문	250.4	-95.0	-573.7	172.9	-56.8	-441.1	115.5	394.5	353.4	-245.4	12.2	1,378.3
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	1.7%	5.9%	1.3%	-0.9%	0.0%	5.2%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	241.6%				
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	128.2%	-84.9%	적전	흑전	11,216.8%
석유화학부문	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-19.9	-16.4	190.6	134.8	-145.4	-27.0
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-1.5%	4.3%	2.9%	-3.4%	-0.6%
QoQ(%)	41.6%	128.9%	-95.4%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	63.8%	34.0%	-89.0%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	-29.3%	적전	적지
유탄기유부문	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	131.8	133.6	131.9	810.5	571.1	507.1	500.0
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	19.0%	18.3%	26.3%	18.2%	17.1%	17.1%
QoQ(%)	-29.6%	-6.4%	5.5%	-24.6%	-5.4%	20.2%	1.4%	-1.2%				
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.5%	-29.5%	-9.6%	-13.1%	13.8%	-27.0%	-29.5%	-11.2%	-1.4%
당기순이익	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	63.2	292.3	948.8	-193.0	244.2	1,026.0
당기순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.5%	-0.5%	-0.8%	0.8%	3.4%	2.7%	-0.5%	0.7%	3.0%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	362.6%				
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-54.9%	적전	흑전	320.2%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,970.8	33,718.4	34,586.9
매출원가	33,620.9	35,411.2	32,810.8	31,058.4	31,823.7
매출총이익	2,105.8	1,225.8	1,160.0	2,660.0	2,763.2
판매비	751.2	803.7	786.1	808.8	845.4
영업이익	1,354.6	422.2	373.8	1,851.2	1,917.8
금융손익	(201.2)	(443.8)	(193.2)	(341.8)	(311.7)
종속/관계기업손익	2.3	5.9	5.9	5.9	5.9
기타영업외손익	(24.0)	(316.8)	134.7	(165.3)	(165.3)
세전이익	1,131.7	(332.5)	321.3	1,350.0	1,446.8
법인세	182.9	(139.5)	77.1	324.0	347.2
계속사업이익	948.8	(193.0)	244.2	1,026.0	1,099.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	948.8	(193.0)	244.2	1,026.0	1,099.6
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	948.8	(193.0)	244.2	1,026.0	1,099.6
지배주주지분포괄이익	926.7	(152.6)	244.2	1,026.0	1,099.6
NOPAT	1,135.7	245.1	284.1	1,406.9	1,457.6
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,262.2	2,802.8	2,868.5
성장성(%)					
매출액증가율	(15.83)	2.55	(7.28)	(0.74)	2.58
NOPAT증가율	(54.06)	(78.42)	15.91	395.21	3.60
EBITDA증가율	(48.86)	(43.38)	7.50	122.06	2.34
영업이익증가율	(60.22)	(68.83)	(11.46)	395.24	3.60
(지배주주)순이익증가율	(54.91)	적전	흑전	320.15	7.17
EPS증가율	(54.91)	적전	흑전	320.20	7.17
수익성(%)					
매출총이익률	5.89	3.35	3.41	7.89	7.99
EBITDA이익률	5.80	3.20	3.72	8.31	8.29
영업이익률	3.79	1.15	1.10	5.49	5.54
계속사업이익률	2.66	(0.53)	0.72	3.04	3.18

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	(1,656)	2,094	8,799	9,430
BPS	77,522	74,590	76,425	83,468	89,436
CFPS	16,672	9,731	11,978	24,076	24,639
EBITDAPS	17,784	10,069	10,825	24,037	24,601
SPS	306,391	314,199	291,333	289,168	296,617
DPS	1,700	125	1,750	2,250	3,500
주가지표(배)					
PER	8.55	(33.09)	34.29	8.16	7.61
PBR	0.90	0.73	0.94	0.86	0.80
PCFR	4.17	5.63	5.99	2.98	2.91
EV/EBITDA	5.73	10.50	12.36	5.15	4.68
PSR	0.23	0.17	0.25	0.25	0.24
재무비율(%)					
ROE	10.83	(2.18)	2.77	11.01	10.91
ROA	4.61	(0.84)	0.95	3.63	3.73
ROIC	7.98	1.53	1.54	7.19	7.46
부채비율	138.74	181.19	204.92	201.34	183.89
순부채비율	42.48	69.01	82.48	63.42	49.62
이자보상배율(배)	5.72	1.49	1.03	4.50	4.70

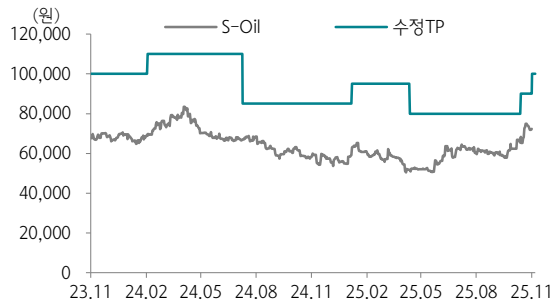
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,647.8	10,048.0	9,923.5	11,681.1	12,214.1
금융자산	1,999.2	2,004.5	2,462.1	4,145.5	4,485.6
현금성자산	1,963.3	1,945.8	2,407.6	4,090.5	4,429.2
매출채권	2,307.5	2,171.0	2,013.0	2,033.1	2,085.5
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,166.1	4,207.7	4,316.1
기타유동자산	701.9	1,379.4	1,282.3	1,294.8	1,326.9
비유동자산	11,928.4	14,403.4	17,244.2	17,642.3	17,385.9
투자자산	167.7	203.0	195.4	196.4	198.9
금융자산	126.8	160.3	155.8	156.4	157.8
유형자산	11,152.0	13,581.8	16,440.0	16,845.9	16,594.7
무형자산	115.6	148.8	139.0	130.2	122.4
기타비유동자산	493.1	469.8	469.8	469.8	469.9
자산총계	21,576.1	24,451.4	27,167.8	29,323.4	29,600.0
유동부채	9,254.5	11,656.7	12,371.0	13,206.5	12,783.4
금융부채	2,847.5	4,071.3	4,076.9	4,083.1	3,425.0
매입채무	3,989.5	4,981.6	5,430.0	5,973.0	6,126.8
기타유동부채	2,417.5	2,603.8	2,864.1	3,150.4	3,231.6
비유동부채	3,284.0	4,099.1	5,887.1	6,386.0	6,389.9
금융부채	2,990.6	3,934.0	5,734.0	6,234.0	6,234.0
기타비유동부채	293.4	165.1	153.1	152.0	155.9
부채총계	12,538.6	15,755.8	18,258.1	19,592.5	19,173.3
지배주주지분	9,037.6	8,695.6	8,909.7	9,730.9	10,426.7
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	36.8	44.0	44.0	44.0	44.0
이익잉여금	7,379.6	7,030.5	7,244.5	8,065.7	8,761.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,909.7	9,730.9	10,426.7
순금융부채	3,838.9	6,000.7	7,348.9	6,171.6	5,173.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,525.7	1,467.6	1,695.2	2,399.2	2,185.1
당기순이익	948.8	(193.0)	244.2	1,026.0	1,099.6
조정	103.8	831.7	778.7	1,142.0	1,141.0
감가상각비	719.2	752.0	888.4	951.6	950.7
외환거래손익	(34.5)	552.6	(103.8)	196.2	196.2
지분법손익	(2.3)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
기타	(578.6)	(467.0)	0.0	0.1	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	1,473.1	828.9	672.3	231.2	(55.5)
투자활동 현금흐름	(2,066.1)	(3,027.0)	(3,615.3)	(1,540.6)	(886.0)
투자자산감소(증가)	(2.5)	(31.8)	13.5	4.9	3.4
자본증가(감소)	(2,185.6)	(3,041.9)	(3,736.8)	(1,348.7)	(691.7)
기타	122.0	46.7	108.0	(196.8)	(197.7)
재무활동 현금흐름	245.8	1,977.9	1,775.5	301.4	(1,061.9)
금융부채증가(감소)	618.5	2,167.2	1,805.6	506.2	(658.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.0	0.1	0.0	(0.1)
배당지급	(372.6)	(189.3)	(30.2)	(204.8)	(403.7)
현금의 증감	705.4	418.5	(25.9)	1,683.0	338.6
Unlevered CFO	1,944.1	1,134.7	1,396.7	2,807.4	2,873.0
Free Cash Flow	340.1	(1,574.3)	(2,041.5)	1,050.4	1,493.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	100,000		
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 11월 4일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 01일