



BUY (유지)

목표주가(12M) 110,000원(상향)
현재주가(12.12) 81,600원

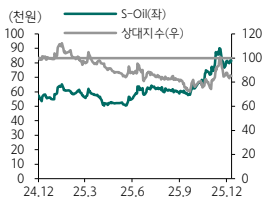
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,167.16
52주 최고/최저(원)	90,000/50,400
시가총액(십억원)	9,186.8
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	377.6
60일 평균 거래대금(십억원)	28.2
외국인지분율(%)	76.98
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	33,862.0	32,104.9
영업이익(십억원)	154.5	1,234.5
순이익(십억원)	68.6	737.9
EPS(원)	588	6,328
BPS(원)	75,088	80,298

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	34,131.5	34,342.9
영업이익	1,354.6	422.2	359.1	2,050.5
세전이익	1,131.7	(332.5)	305.7	1,549.3
순이익	948.8	(193.0)	232.3	1,177.5
EPS	8,137	(1,656)	1,992	10,098
증감율	(54.91)	적전	흑전	406.93
PER	8.55	(33.09)	40.96	8.08
PBR	0.90	0.73	1.07	0.96
EV/EBITDA	5.73	10.50	13.22	5.06
ROE	10.83	(2.18)	2.64	12.55
BPS	77,522	74,590	76,323	84,665
DPS	1,700	125	1,750	2,250



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

하나증권 리서치센터

2025년 12월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

S-Oil (010950)

컨센 대폭 상회 전망. OSP와 PX에 숨겨둔 이익

4Q25 영업이익 컨센 72% 상회 전망

4Q25 영업이익은 4,954억원(QoQ +116%, YoY +90%)으로 컨센(2,886억원)을 72% 상회할 전망이다. 전 사업부 개선을 전망한다. 정유 영업이익은 3,498억원(QoQ +2,342억원)으로 대폭 개선된다. 전분기 대비 유가 하락에 따른 재고관련손실(-2.5천억원)이 발생하나, 정제마진 개선효과(+4.9천억원, +5.5\$/bbl)가 이를 압도하기 때문이다. 석유화학 영업이익은 -61억원(QoQ +147억원)으로 적자 축소를 전망한다. BZ, PO/PP 약세에도 불구하고, 12월 PX마진이 연중 최대치를 기록하며 실적 개선에 기여하기 때문이다. 윤활기유는 유가 하락에 따른 스프레드 개선으로 영업이익 1,516억원(QoQ +14%)을 전망한다.

1Q26 영업이익 추가 개선 전망. 컨센 94% 상회 전망

1Q26 영업이익은 5,399억원(QoQ +9%, YoY 흑전)을 추정한다. 현재 컨센(2,785억원)을 94% 상회할 전망이다. 1) 평균 유가 현재 Dubai유 62\$/bbl 유지에 따른 재고관련손실 제거 2) OSP 인하 QoQ -1.7\$/bbl 반영 3) Spot 정제마진 11\$/bbl로 조정(QoQ -4\$/bbl) 4) PX 마진 QoQ +50\$/톤 개선을 가정했다. 이에 따라, 정유 영업이익은 3,890억원(QoQ +11%)로 개선된다. 로직은 다음과 같다. Spot 정제마진 하락을 가정해도 OSP 인하로 실제 마진 감소는 QoQ -2.3\$에 불과해 영업이익 감소분은 -2.2천억원에 불과하다. 반면, 전분기 발생한 2.5천억원의 재고평가손실은 제거되기에 실질적으로 전분기 대비 이익은 개선된다. 현재 정제마진이 13\$ 중반이라는 점과 OSP의 하락 추세가 지속된다는 점을 감안하면 정유 사업 추정치는 보수적이다. 석유화학 영업이익은 333억원(QoQ +394억원)으로 흑자전환을 예상한다. PX Capa 48만톤/분기에 대해 가동률 90%, 마진 QoQ +50\$/톤 개선을 가정했다.

OSP와 PX를 놓치는 우를 범하지 말자. 이를 반영해 TP 상향

BUY 유지, TP는 10만원→11만원으로 조정한다. 2026년 영업이익을 기존 1.8조원에서 2조원으로 11% 상향한 영향이다. OSP 인하와 PX 개선을 반영했다. 하나증권의 영업이익 추정치는 시장 컨센 1.2조원을 +64% 상회한다. 향후 컨센서스는 정제마진 개선 및 OSP 하향, PX 마진 개선을 반영해 빠르게 상향될 것으로 판단하며, 그 이전에 매수가 유효하다. 유가 약세 우려가 여전히 상존하나 OPEC+의 1Q26 증산 중단 합의 및 거시 경제 개선에 따라 IEA/EIA/OPEC 등은 2026년 원유 공급과잉 규모를 축소 발표하거나, 유가 저점을 상향 제시하고 있다. 유가가 약세를 보인다고 하더라도 그 하락폭은 크지 않을 것이며, 오히려 타이트한 수급에 따른 시장 마진 개선 및 OSP 하락으로 귀결될 것이다. 최근 미국 천연가스/에탄 급등에 따른 미국 폴리에틸렌 가격 대폭 상향 등을 감안하면 사인PI의 가치가 2026년에는 기업가치에 반영될 수 있다. 이후에는 배당 성향의 상향 가능성도 충분하다. 여전히 가지고 있는 카드가 많다. 2026년 섹터 전체 Top Pick으로 제시한다.

도표 1. S-Oil 4Q25 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q25F	3Q25	4Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,677.1	8,415.4	8,917.1	-2.7	3.1	8,423.9	3.0
영업이익	495.4	229.2	222.4	122.8	116.1	288.6	71.7
세전이익	397.8	81.5	-246.4	흑전	388.1	239.0	N/A
순이익	280.4	63.2	-131.7	흑전	343.7	149.0	88.2
영업이익률	5.7	2.7	2.5	3.2	3.0	3.4	2.3
세전이익률	4.6	1.0	-2.8	7.3	3.6	N/A	N/A
순이익률	3.2	0.8	-1.5	4.7	2.5	1.8	1.5

자료: 하나증권

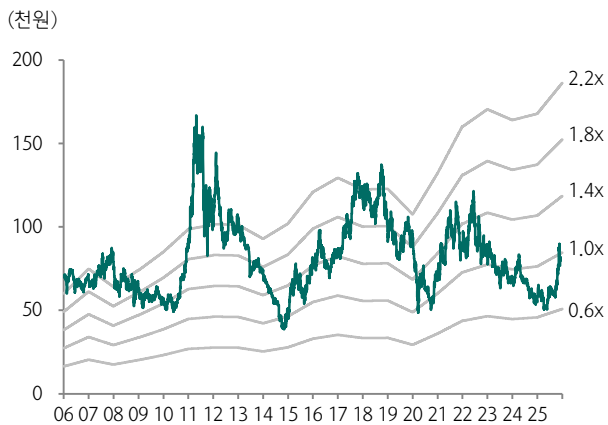
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2025F			2026F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	34,131.5	33,970.8	0.5	34,342.9	33,718.4	1.9
영업이익	359.1	373.8	-3.9	2,050.5	1,851.2	10.8
세전이익	305.7	321.3	-4.9	1,549.3	1,350.0	14.8
순이익	232.3	244.2	-4.9	1,177.5	1,026.0	14.8
영업이익률	1.1	1.1	-0.0	6.0	5.5	0.5
세전이익률	0.9	0.9	-0.1	4.5	4.0	0.5
순이익률	0.7	0.7	-0.0	3.4	3.0	0.4

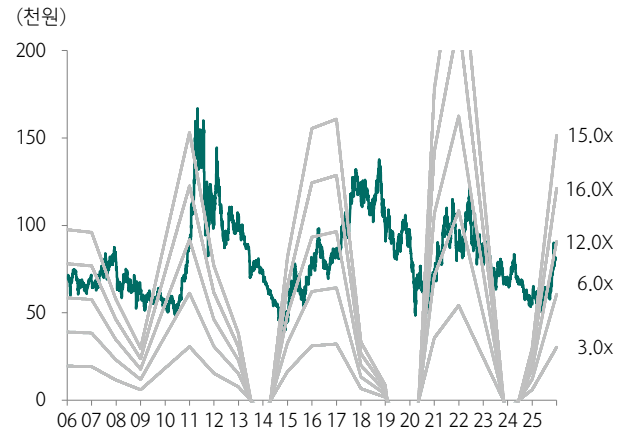
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,677.1	8,476.3	8,401.2	8,754.9	8,710.5	36,637.0	34,131.5	34,342.9	35,402.6
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	3.1%	-2.3%	-0.9%	4.2%	-0.5%				
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-2.7%	-5.7%	4.4%	4.0%	0.4%	2.5%	-6.8%	0.6%	3.1%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,862.8	6,680.3	6,586.5	6,965.6	6,872.0	28,804.4	26,889.1	27,104.3	27,925.4
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,030.4	1,069.7	1,069.9	1,036.2	1,071.8	4,702.9	4,208.4	4,247.6	4,270.7
유탄기유부문	790.5	754.9	704.7	783.9	726.3	744.9	753.1	766.7	3,129.7	3,034.0	2,991.0	3,206.4
영업이익	-21.5	-343.9	229.2	495.3	539.9	548.9	479.0	482.7	460.6	359.1	2,050.5	2,097.3
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	5.7%	6.4%	6.5%	5.5%	5.5%	1.3%	1.1%	6.0%	5.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	116.1%	9.0%	1.7%	-12.7%	0.8%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	89.9%	흑전	흑전	109.0%	-2.6%	-66.0%	-22.0%	471.1%	2.3%
정유부문	-56.8	-441.1	115.5	349.8	389.0	388.1	316.7	318.5	-245.4	-32.6	1,412.2	1,394.5
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	5.1%	5.8%	5.9%	4.5%	4.6%	-0.9%	-0.1%	5.2%	5.0%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	202.8%	11.2%	-0.2%	-18.4%	0.5%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	102.3%	흑전	흑전	174.2%	-9.0%	적전	적지	흑전	-1.3%
석유화학부문	-74.5	-34.6	-19.9	-6.1	33.3	39.5	41.5	43.1	134.8	-135.1	157.4	173.9
영업이익률(%)	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-0.6%	3.1%	3.7%	4.0%	4.0%	2.9%	-3.2%	3.7%	4.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	18.8%	5.0%	3.9%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-29.3%	적전	흑전	10.5%
유탄기유부문	109.7	131.8	133.6	151.6	117.7	121.3	120.8	121.1	571.1	526.7	480.9	528.9
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	19.3%	16.2%	16.3%	16.0%	15.8%	18.2%	17.4%	16.1%	16.5%
QoQ(%)	-5.4%	20.2%	1.4%	13.5%	-22.4%	3.1%	-0.4%	0.2%				
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	30.8%	7.2%	-8.0%	-9.6%	-20.1%	-29.5%	-7.8%	-8.7%	10.0%
당기순이익	-44.6	-66.8	63.2	280.4	358.7	367.8	241.5	209.5	-193.0	232.3	1,177.5	1,238.6
당기순이익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	3.2%	4.2%	4.4%	2.8%	2.4%	-0.5%	0.7%	3.4%	3.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	343.7%	27.9%	2.5%	-34.3%	-13.3%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	282.1%	-25.3%	적전	흑전	406.9%	5.2%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	34,131.5	34,342.9	35,402.6
매출원가	33,620.9	35,411.2	32,983.8	31,473.9	32,447.2
매출총이익	2,105.8	1,225.8	1,147.7	2,869.0	2,955.4
판매비	751.2	803.7	788.6	818.5	858.0
영업이익	1,354.6	422.2	359.1	2,050.5	2,097.3
금융손익	(201.2)	(443.8)	(194.0)	(341.8)	(308.2)
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)	305.7	1,549.3	1,629.7
법인세	182.9	(139.5)	73.4	371.8	391.1
계속사업이익	948.8	(193.0)	232.3	1,177.5	1,238.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	948.8	(193.0)	232.3	1,177.5	1,238.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	948.8	(193.0)	232.3	1,177.5	1,238.6
지배주주지분포괄이익	926.7	(152.6)	232.3	1,177.5	1,238.6
NOPAT	1,135.7	245.1	272.9	1,558.4	1,594.0
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,247.4	3,002.1	3,048.0
성장성(%)					
매출액증가율	(15.83)	2.55	(6.84)	0.62	3.09
NOPAT증가율	(54.06)	(78.42)	11.34	471.05	2.28
EBITDA증가율	(48.86)	(43.38)	6.24	140.67	1.53
영업이익증가율	(60.22)	(68.83)	(14.95)	471.01	2.28
(지배주주)순이익증가율	(54.91)	적전	흑전	406.89	5.19
EPS증가율	(54.91)	적전	흑전	406.93	5.19
수익성(%)					
매출총이익률	5.89	3.35	3.36	8.35	8.35
EBITDA이익률	5.80	3.20	3.65	8.74	8.61
영업이익률	3.79	1.15	1.05	5.97	5.92
계속사업이익률	2.66	(0.53)	0.68	3.43	3.50

투자지표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	8,137	(1,656)	1,992	10,098	10,622	
BPS	77,522	74,590	76,323	84,665	91,825	
CFPS	16,672	9,731	11,852	25,785	26,178	
EBITDAPS	17,784	10,069	10,698	25,746	26,140	
SPS	306,391	314,199	292,711	294,524	303,612	
DPS	1,700	125	1,750	2,250	3,500	
주가지표(배)						
PER	8.55	(33.09)	40.96	8.08	7.68	
PBR	0.90	0.73	1.07	0.96	0.89	
PCFR	4.17	5.63	6.88	3.16	3.12	
EV/EBITDA	5.73	10.50	13.22	5.06	4.61	
PSR	0.23	0.17	0.28	0.28	0.27	
재무비율(%)						
ROE	10.83	(2.18)	2.64	12.55	12.04	
ROA	4.61	(0.84)	0.90	4.16	4.17	
ROIC	7.98	1.53	1.48	7.94	8.12	
부채비율	138.74	181.19	205.21	198.52	179.57	
순부채비율	42.48	69.01	83.32	61.88	46.51	
이자보상배율(배)	5.72	1.49	0.99	4.99	5.14	

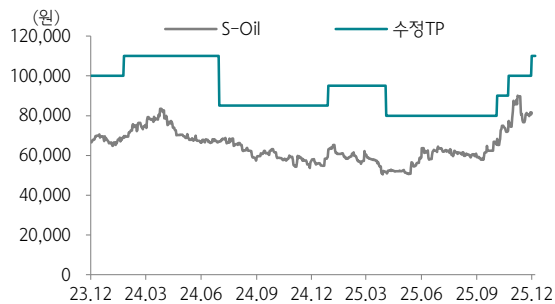
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,647.8	10,048.0	9,894.2	11,780.4	12,483.3
금융자산	1,999.2	2,004.5	2,397.7	4,209.3	4,680.0
현금성자산	1,963.3	1,945.8	2,343.0	4,154.1	4,623.1
매출채권	2,307.5	2,171.0	2,022.5	2,042.8	2,105.8
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,185.8	4,227.7	4,358.1
기타유동자산	701.9	1,379.4	1,288.2	1,300.6	1,339.4
비유동자산	11,928.4	14,403.4	17,262.4	17,685.4	17,445.8
투자자산	167.7	203.0	195.9	196.8	199.9
금융자산	126.8	160.3	156.1	156.6	158.4
유형자산	11,152.0	13,581.8	16,457.7	16,888.5	16,653.7
무형자산	115.6	148.8	139.0	130.2	122.4
기타비유동자산	493.1	469.8	469.8	469.9	469.8
자산총계	21,576.1	24,451.4	27,156.6	29,465.8	29,929.1
유동부채	9,254.5	11,656.7	12,371.0	13,206.5	12,830.2
금융부채	2,847.5	4,071.3	4,076.9	4,083.1	3,425.3
매입채무	3,989.5	4,981.6	5,430.0	5,973.0	6,157.3
기타유동부채	2,417.5	2,603.8	2,864.1	3,150.4	3,247.6
비유동부채	3,284.0	4,099.1	5,887.8	6,388.8	6,393.5
금융부채	2,990.6	3,934.0	5,734.0	6,234.0	6,234.0
기타비유동부채	293.4	165.1	153.8	154.8	159.5
부채총계	12,538.6	15,755.8	18,258.8	19,595.3	19,223.8
지배주주지분	9,037.6	8,695.6	8,897.8	9,870.5	10,705.3
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	7,232.6	8,205.3	9,040.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,897.8	9,870.5	10,705.3
순금융부채	3,838.9	6,000.7	7,413.3	6,107.8	4,979.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,525.7	1,467.6	1,658.5	2,552.5	2,312.4
당기순이익	948.8	(193.0)	232.3	1,177.5	1,238.6
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	647.5	233.0	(67.2)
투자활동 현금흐름	(2,066.1)	(3,027.0)	(3,633.7)	(1,565.6)	(903.1)
투자자산감소(증가)	(2.5)	(31.8)	13.0	4.9	2.9
자본증가(감소)	(2,185.6)	(3,041.9)	(3,754.5)	(1,373.7)	(708.1)
기타	122.0	46.7	107.8	(196.8)	(197.9)
재무활동 현금흐름	245.8	1,977.9	1,775.5	301.4	(1,061.5)
금융부채증가(감소)	618.5	2,167.2	1,805.6	506.2	(657.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.0	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(372.6)	(189.3)	(30.2)	(204.8)	(403.7)
현금의 증감	705.4	418.5	(90.6)	1,811.1	469.0
Unlevered CFO	1,944.1	1,134.7	1,382.0	3,006.7	3,052.5
Free Cash Flow	340.1	(1,574.3)	(2,096.0)	1,178.8	1,604.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.15	BUY	110,000		
25.11.4	BUY	100,000	-18.13%	-10.00%
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 12월 12일 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 12월 12일 현재 해당회사의 유가 증권을 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	95.75%	4.25%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 12월 09일