

S-Oil (010950)

26년 분기별 정제마진 방향성에 대한 고민

목표주가 12만원, 투자의견 매수 유지

목표주가 11만원 → 12만원으로 상향하고 매수의견을 유지한다. 실적 추정치 조정과 정제마진 구조적 강세 및 PX 업황 개선으로 인한 멀티플 상향에 근거하며 26~27년 평균 BPS 90,295원에 PBR 1.33배 적용하였다. 26년 영업이익은 1,520조원으로 25년 2,900조원을 훌쩍 넘어설 전망이다. CDU 증설 제한 속 이란/러시아/베네수엘라산 원유 도입 차질은 중국 생산 감소로 이어질 수 있고, 이러한 공급 타이트는 정제마진 구조적 강세 지지하며 이익 증가를 견인하겠다. 화학도 PX 강세로 연간 1천억 흑자 예상된다.

다만, 4월 OPEC+ 증산재개 규모와 미국의 러시아 제재 완화 시 대규모 해상원유 재고 방출, 베네수엘라 원유 시장 유입 등에 따른 유가 급락으로 재고손실 반영될 수 있음은 26년 동사 실적이 예상치를 하회할 수 있는 다운사이드 리스크 중 하나이다.

4Q25 Review: 영업이익 4,245억원(+85%QoQ) vs 컨센서스 3,813억원

4분기 영업이익 4,245억원으로 +85%QoQ 및 컨센서스 3,813억원을 크게 상회했다. 유가 약세로 재고손실 -874억원 반영됐음에도 정제마진 강세로 정유부문 영업이익은 2,253억원(+95%QoQ), 화학은 PX 스프레드 확대로 영업적자를 -78억원까지 줄였다. 윤활유는 VGO 약세에 따른 마진 개선으로 2,070억원(+55%QoQ) 달성했다.

26년 1분기 영업이익은 4,386억원(+3.3%QoQ)으로 최근 시장 컨센서스 3,565억원을 상회할 전망이다. 2월까지 난방용 수요 증가로 등/경유 강세가 이어지는 동시에, 1분기 OSP -2달러 하락해 정유는 2,554억원으로 증익 예상된다. 화학은 PX 마진 300달러 넘어서 만큼 충분히 흑전 가능하겠다. 중국 PX 가동률 25년 내내 상향되며 1월 90% 달하기도 했는데 폴리에스터 가동률 상향이 동반되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 전방에서 수요 흡수가 지지되는 와중에 26년 PX 순증설이 100만톤 내외로 수요 증분 375만톤을 크게 하회하는 만큼 PX 마진의 추가 개선이 지지될 수 있다는 판단이다.

26년 분기별 정제마진 방향성에 대한 고민

EU 18차 제재 발표된 25년 7~8월부터 시작된 등/경유 강세는 11월 평균 30달러로 정점 달한 후 연말연초 다소 안정화되는 듯 했으나, 최근 북반구 한파로 재차 상승하고 있다. 미국은 유럽 LNG 수입의 60%, 천연가스 총 수입에서는 약 30% 차지하는 최대 수입국으로 자리잡고 있어 북미 한파로 인한 천연가스 생산/수출 감소는 유럽 시장에 타격이 불가피하다. 특히 유럽은 4분기 LNG 수입 감소로 연초 기준 천연가스 재고가 전년도 및 5년 평균 대비 -20% 더 낮아 이번 한파에 더욱 취약할 수밖에 없다.

더욱이, 금일(1/26) 기점으로 EU 18차 제재도 시행되어 지금까지 러시아를 대체하는 디젤 수입처로 의존해왔던 터키/인도/중국산 수입 감소도 불가피하다. 이들의 러시아산 원유 의존도를 감안했을 때 25년 유럽이 수입한 디젤 중 약 10~11% 물량의 유입에 차질이 발생할 것으로 예상된다. 여기에 여전히 유럽이 수입하고 있던 러시아산 디젤 8% 물량까지 감안하면 총 18~19% 수준인 만큼 결코 작지 않은 규모이다.

북미/유럽 내 소규모 CDU 폐쇄와 신규 증설 제한으로 글로벌 정제설비 순증설 규모는 타이트한 와중에, EU 18차 제재로 글로벌 디젤 공급플로어가 다시 한번 꼬이면서 26년 연간 기준 정제마진은 25년 평균 대비 상향될 것으로 전망한다. 다만, 한파 및 동절기 영향과 26년 2월까지의 러시아 정제품 수출금지 조치 등에 근거해 분기별로 방향성은 1분기 고점 이후 2~3분기 하향 안정화됐다가 4분기 재차 반등하는 모습을 예상한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

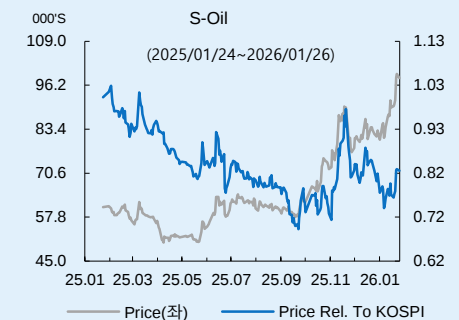
목표주가(12M)	120,000원(상향)
증가(2026.01.26)	98,300원
상승여력	22.1 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	11,067십억원
외국인지분율	77.5%
52주 주가	50,400~99,500원
60일평균거래량	354,532주
60일평균거래대금	29.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.9	31.2	57.8	61.9
상대수익률	0.0	5.7	2.9	-33.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	34,247	31,969	34,718
영업이익(십억원)	422	288	1,520	1,654
순이익(십억원)	-193	259	987	1,151
EPS(원)	-1,656	2,219	8,462	9,868
BPS(원)	74,574	76,990	85,456	95,134
PER(배)		44.3	11.6	10.0
PBR(배)	0.7	1.3	1.2	1.0
ROE(%)	-2.2	2.9	10.4	10.9
배당수익률(%)		0.2	0.4	0.6
EV/EBITDA(배)	10.4	16.2	6.7	6.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

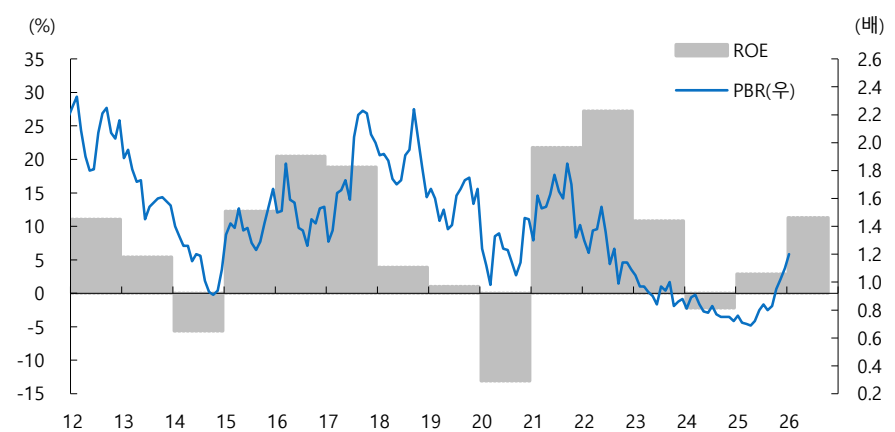
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q25F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,399	7,784	7,940	7,845	36,637	34,247	31,969
영업이익	-22	-344	229	425	439	367	335	379	461	288	1,520
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	5.2%	4.7%	4.2%	4.8%	1.3%	0.8%	4.8%
정유											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,979	6,494	5,982	6,101	6,021	28,804	27,005	24,599
영업이익	-57	-441	116	225	255	177	152	179	-245	-157	763
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	3.9%	3.0%	2.5%	3.0%	-0.9%	-0.6%	3.1%
화학											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,056	1,170	1,101	1,107	1,105	4,703	4,234	4,484
영업이익	-75	-35	-20	-8	22	37	22	24	135	-137	105
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	1.9%	3.4%	2.0%	2.2%	2.9%	-3.2%	2.4%
윤활유											
매출액	791	755	705	757	735	701	732	719	3,130	3,007	2,886
영업이익	110	132	134	207	161	153	161	176	571	582	652
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	21.9%	21.9%	22.0%	24.5%	18.3%	19.4%	22.6%

자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2012년 이후 ROE-PBR 추이



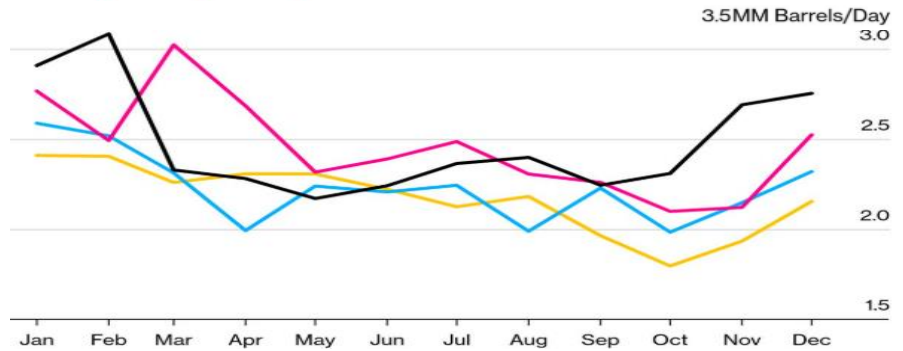
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 2022년 이후 러시아 정제품 수출 추이

Russia's Fuel Flows

Russian oil product exports stuck at war-era seasonal lows

2022 2023 2024 2025



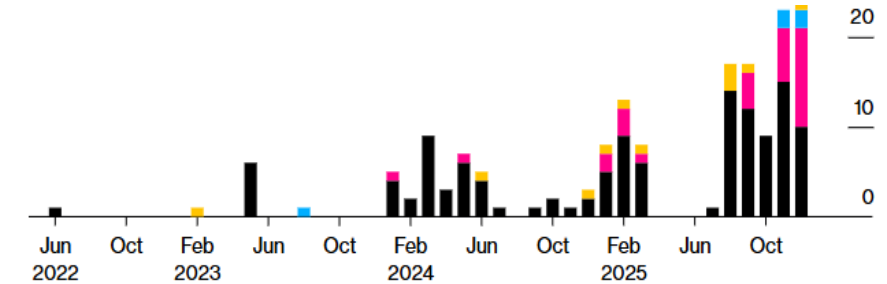
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 2022년 이후 우크라이나의 러시아 에너지 인프라 공격 횟수 추이

Ukrainian Attacks on Russian Energy Assets Rise to a Record

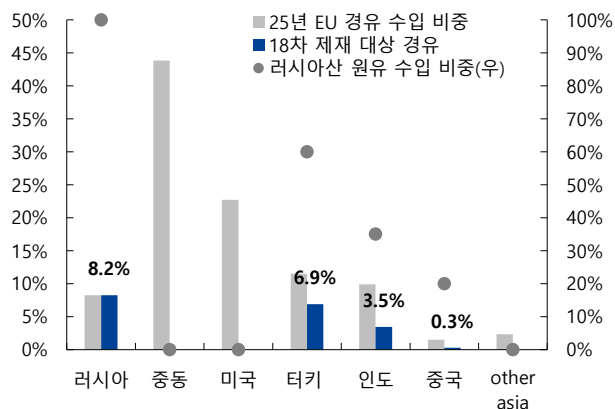
Drones hit energy facilities and tankers at least 24 times in December

Oil- and gas-processing plants Sea infrastructure Tankers Major pipeline infrastructure



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 18차 러시아 제재로 EU 수입에 차질 예상되는 경유 비중



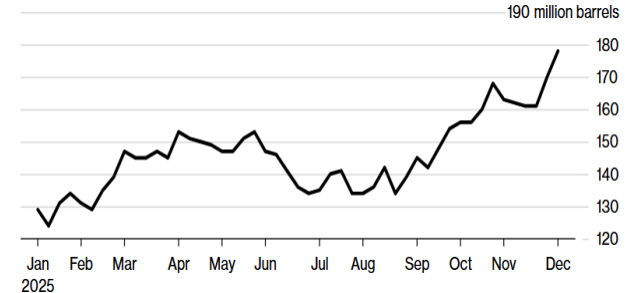
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: Other Asia 지역의 러시아산 원유 수입은 0%로 임의 가정하였음

그림5. 하역되지 않고 바다에 떠 있는 러시아산 원유 추이

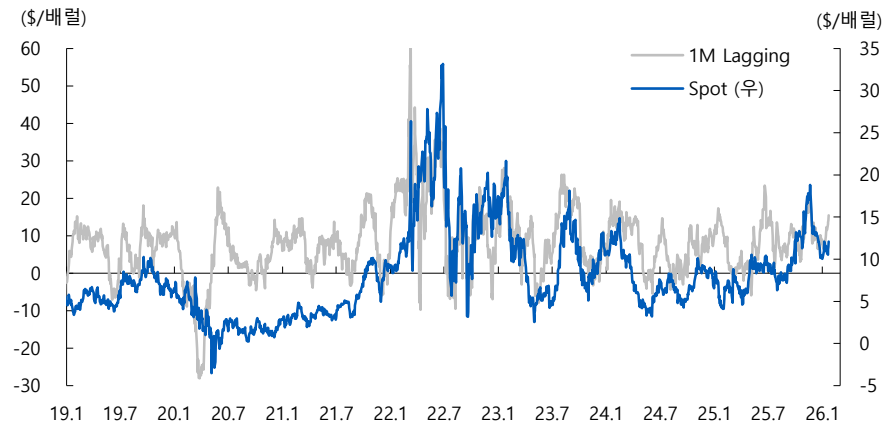
Russian Oil at Sea

Nearly 180 million barrels of Russian crude is sitting in tankers, up by 28% since the end of August



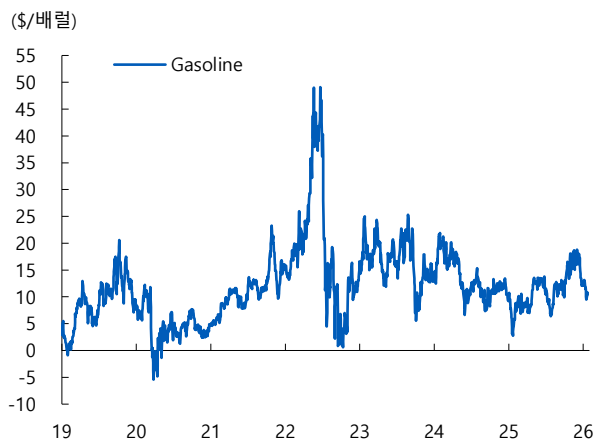
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 복합정제마진 추이



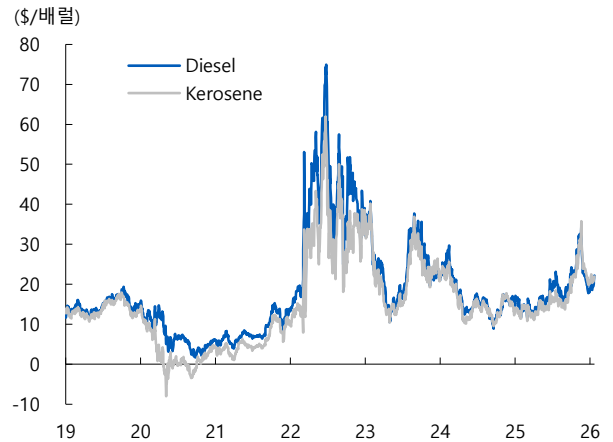
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 등/경유 마진 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

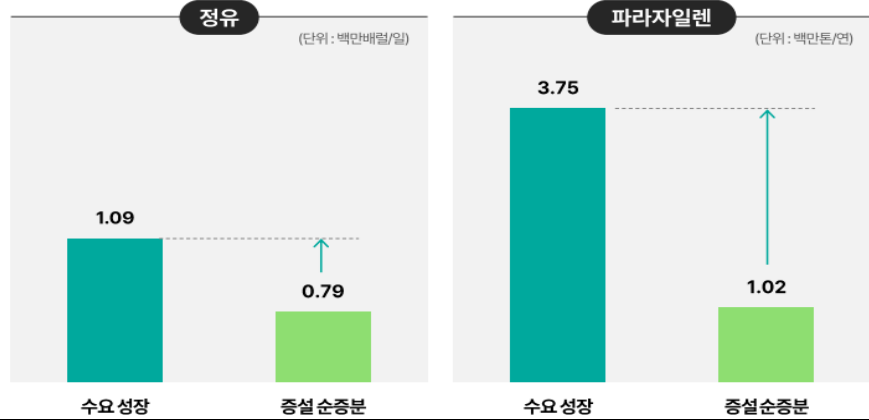
표2. 글로벌 정제설비 구조조정 계획

지역	정제설비 위치	업체명	정제설비 폐쇄 or 가동중단 내용	생산규모	발표 시기	실행 시기
북미	미국 (California)	Phillips 66	정유소 폐쇄 완료 및 재생 가능 연료 생산 시설로 전환	12.8만b/d	2024.02	2024.02
	미국 (Houston)	LyondellBasell	CDU 및 휘발유 생산 FCC 점진적 폐쇄	26.4만b/d	2024.11	2025.01
	미국 (Los Angeles)	Phillips 66	정유소 폐쇄	15만b/d	2024.1	2025.12
	미국 (California)	Valero Energy	정유소 2곳 폐쇄	23.6만b/d	2024.11	2026.04
유럽	독일 (Gelsenkirchen)	BP	CDU 부분적 영구 폐쇄(유닛 5개)	8.6만b/d	2024.03	2025.2Q
	독일 (Wesseling)	Shell	정유소 폐쇄 후 가유 생산설비로 전환	15만b/d	2024.01	2025.2Q
	영국 (Grangemouth)	Petroineos	정유소 폐쇄	14.5만b/d	2023.11	2025.2Q
	프랑스 (Toulouse)	Exxon Mobil	연료 터미널 매각	-	2024.04	2024년 말
	프랑스 (For-sur-Mer)	Exxon Mobil	정유소 및 석유 터미널 매각 완료	14만b/d	2024.1	2025년 말
아시아	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	12만b/d	2024.1	2023.1
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	9만b/d	2024.1	2024.1Q
	일본 (Yamaguchi)	Idemitsu Kosan	정유소 폐쇄 후	12만b/d	2024.01	2024.03
	싱가포르 (Bukom)	Shell	정유소 매각 절차 마무리 단계	-	2024.05	2024.05
	중국 (Dalian)	PetroChina	정유소 완전 폐쇄	20만b/d	2024.1	2025년 중반

자료: Platts, iM증권 리서치본부

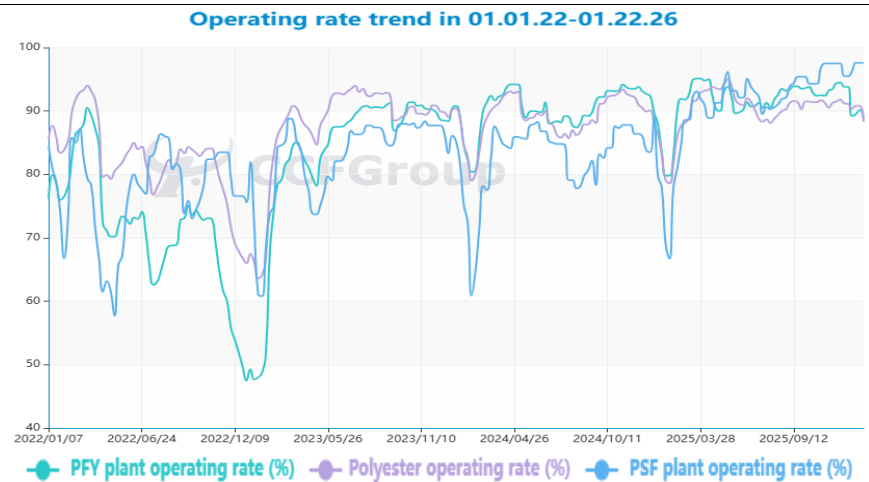
그림9. 글로벌 CDU 및 PX 수요 vs 순증설 증분 비교

2026년 글로벌 수요 성장 및 설비 증설 전망



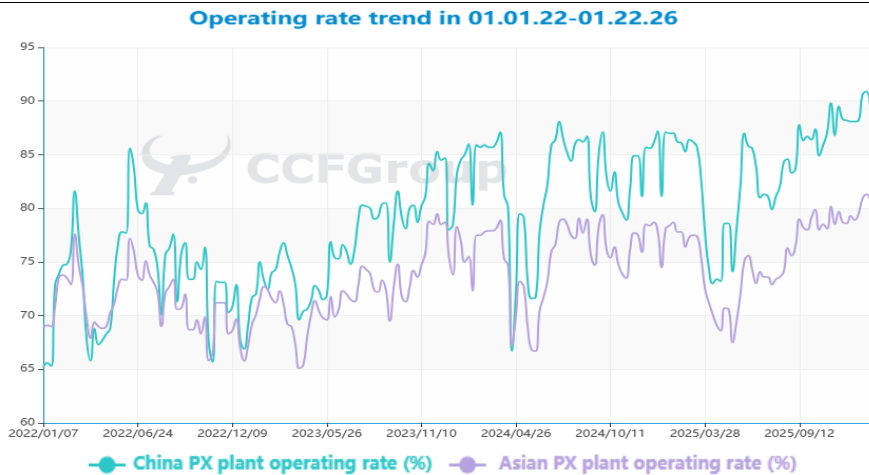
자료: S-Oil 자료 재인용(FACTS, EIA, OPEC, S&P, WM), iM증권 리서치본부

그림10. 중국 폴리에스터 생산설비 가동률 추이



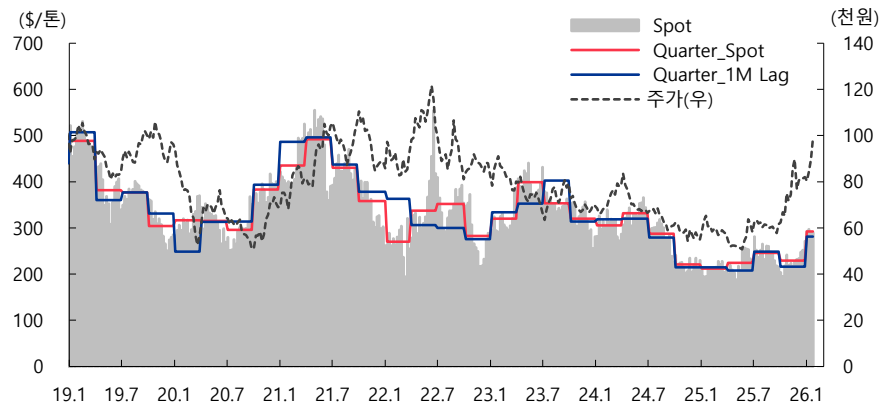
자료: CCFGroup, iM증권 리서치본부

그림11. 중국 및 아시아 PX 생산설비 가동률 추이



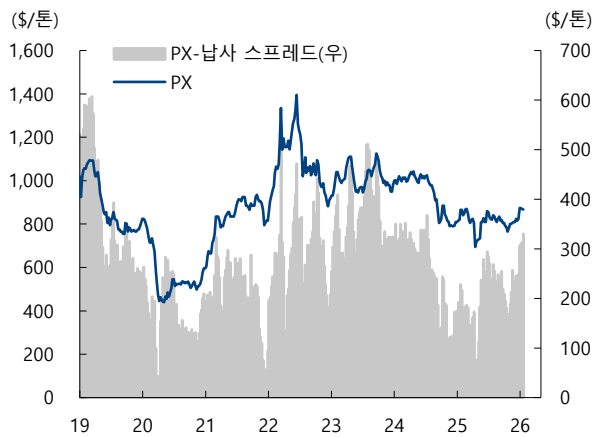
자료: CCFGroup, iM증권 리서치본부

그림12. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



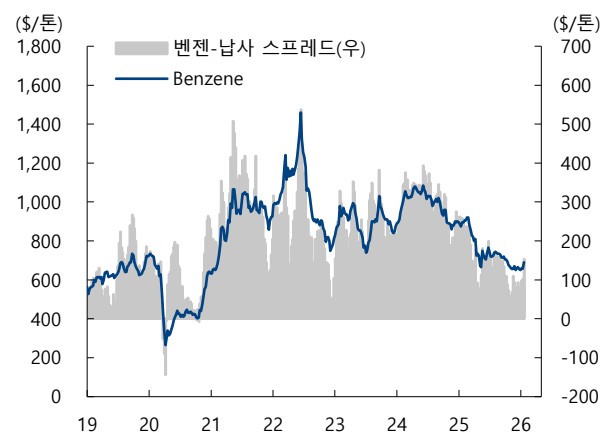
자료: iM증권 리서치본부

그림13. PX 가격 및 스프레드 추이



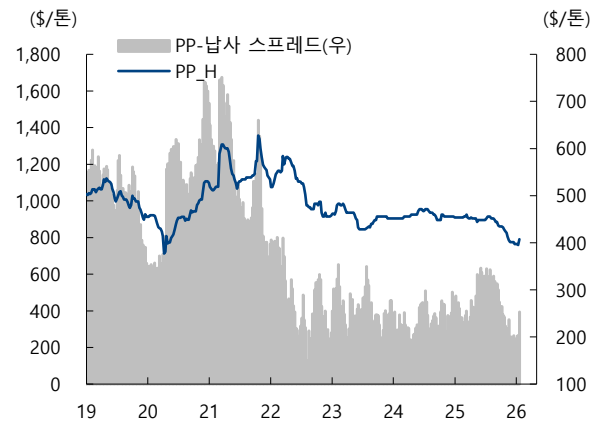
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림14. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



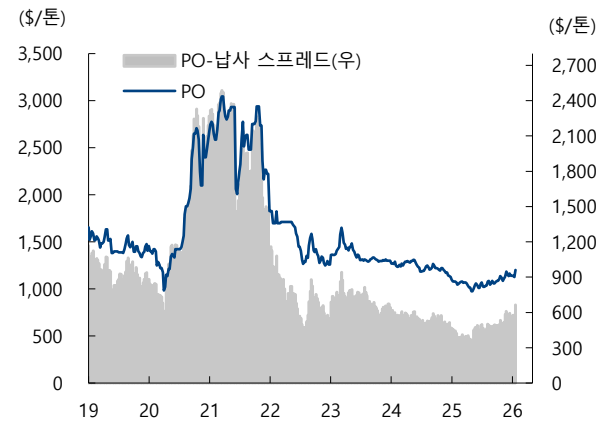
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림15. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림16. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

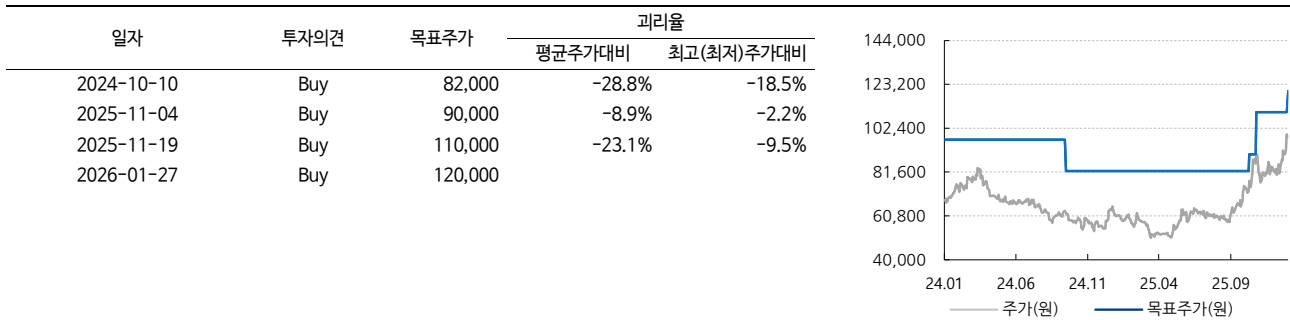
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,048	8,997	9,787	10,619	매출액	36,637	34,247	31,969	34,718
현금 및 현금성자산	1,946	1,917	3,733	3,877	증가율(%)	2.5	-6.5	-6.7	8.6
단기금융자산	29	29	30	30	매출원가	35,411	33,263	29,807	32,364
매출채권	3,511	2,869	2,270	2,636	매출총이익	1,226	984	2,161	2,354
재고자산	4,493	4,110	3,676	3,993	판매비와관리비	804	695	641	700
비유동자산	14,403	17,608	18,959	18,796	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	13,582	16,732	18,088	17,927	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	149	135	123	116	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,451	26,605	28,745	29,415	영업이익	422	288	1,520	1,654
유동부채	11,657	11,878	12,731	12,772	증가율(%)	-68.8	-31.7	427.5	8.8
매입채무	4,982	5,137	4,795	4,166	영업이익률(%)	1.2	0.8	4.8	4.8
단기차입금	3,355	2,173	2,673	2,573	이자수익	53	62	113	117
유동성장기부채	660	660	660	660	이자비용	283	255	279	261
비유동부채	4,099	5,750	6,050	5,550	지분법이익(손실)	6	6	6	6
사채	2,475	2,475	2,475	2,475	기타영업외손익	-317	55	-67	-36
장기차입금	1,316	2,227	2,527	2,027	세전계속사업이익	-333	270	1,286	1,499
부채총계	15,756	17,628	18,781	18,322	법인세비용	-139	11	299	349
지배주주지분	8,696	8,977	9,965	11,093	세전계속이익률(%)	-0.9	0.8	4.0	4.3
자본금	292	292	292	292	당기순이익	-193	259	987	1,151
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	-0.5	0.8	3.1	3.3
이익잉여금	7,030	7,272	8,219	9,307	지배주주귀속 순이익	-193	259	987	1,151
기타자본항목	42	83	123	163	기타포괄이익	40	40	40	40
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-153	299	1,027	1,191
자본총계	8,696	8,977	9,965	11,093	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,468	3,097	2,847	1,100	주당지표 (원)				
당기순이익	-193	259	987	1,151	EPS	-1,656	2,219	8,462	9,868
유형자산감가상각비	741	724	794	811	BPS	74,574	76,990	85,456	95,134
무형자산감가상각비	11	17	15	12	CFPS	4,793	8,579	15,398	16,929
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6	DPS	-	150	350	550
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,855	-2,117	-619	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,038	-3,875	-2,150	-650	PER		44.3	11.6	10.0
무형자산의 처분(취득)	-27	-3	-3	-5	PBR	0.7	1.3	1.2	1.0
금융상품의 증감	-2	-13	-	-	PCR	11.4	11.5	6.4	5.8
재무활동 현금흐름	1,539	-368	701	-722	EV/EBITDA	10.4	16.2	6.7	6.0
단기금융부채의증감	221	-1,182	500	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,589	911	300	-500	ROE	-2.2	2.9	10.4	10.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.2	3.0	7.3	7.1
배당금지급	-7	-7	-7	-7	부채비율	181.2	196.4	188.5	165.2
현금및현금성자산의증감	-17	-29	1,816	144	순부채비율	67.1	62.3	45.9	34.5
기초현금및현금성자산	1,963	1,946	1,917	3,733	매출채권회전율(x)	11.2	10.7	12.4	14.2
기말현금및현금성자산	1,946	1,917	3,733	3,877	재고자산회전율(x)	8.0	8.0	8.2	9.1

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-