S-Oil(010950.KS) 매수(유지)

정제마진 강세 지속

분석의 기본 가정
- 4Q25 평균 유가(Dubai기준) 64$/bbl(QoQ -6$/bbl), 정제마진 QoQ +3$/bbl 가정

3Q25 영업이익 컨센 부합

3Q25 영업이익 2,292억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 컨센(2,354억원) 부합. 전 사업부가 전분기 대비 개선. 정유 영업이익은 1,155억원(QoQ + 5,566억원)으로 전분기 대비 대폭 증익. 이는 전분기 발생한 대규모 재고 손실 환입(QoQ +1,770억원) 및 등/경유 중심의 정제마진 회복 영향. 석유화학 부문 영업이익은 -199억원(QoQ + 150억원)으로 전분기 대비 적자 폭 축소. 이는 PX 스프레드 개선 영향. 견조한 수요로 전분기 수준의 스프레드 유지되며 윤활기유 영업이익은 1,336억원(QoQ +1%)를 기록

4Q25 영업이익 QoQ +58% 전망

4Q25 영업이익은 3,626억원(QoQ +58%, YoY +63%)을 전망. 석유화학/윤활기유는 전분기와 유사한 가운데 정유 실적이 큰 폭으로 개선될 전망. 정유 영업이익은 2,598억원(QoQ +125%)을 추정. 유가 하락에 따른 재고 평가 손실이 발생하나, 정제마진 상승에 따른 마진 효과가 이를 상쇄할 것으로 예상하기 때문. 유가는 QoQ -6$/bbl, 정제마진은 QoQ +3$/bbl 가정. 정제마진 강세를 전망하는 이유는 1) 계절적 성수기로 등/경유 중심 수요는 견조한 가운데, 2) 글로벌 노후 설비 폐쇄 및 가동차질로 공급은 타이트하기 때문

매수 유지. 목표주가 91,000원으로 상향

투자의견 매수 유지, 목표주가는 기존 83,000원에서 91,000원으로 상향. 이는 정제마진 강세를 반영해 2026년 실적 추정치를 9% 상향한 결과. OPEC+가 1Q26 감산 완화 유예를 발표했으나, 현재 글로벌 해상 원유 재고가 2020년 5월 이후 최고 수준이라는 점을 감안하면 2026년 유가 추가 하락 예상. 그에 따라 재고 손실은 발생하겠지만, 이는 마진 강세로 상쇄될 것이라 전망. 정제마진은 유럽/미국의 노후화 설비 폐쇄 및 가동차질에 따른 타이트한 석유제품 수급을 반영하며 강세 지속될 것으로 예상. 2026년에도 수요 증분을 하회하는 정제설비 순증설로 견조한 마진 지속 전망

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	35,727	36,637	33,576	32,030	37,386
영업이익(십억원)	1,355	422	226	1,655	1,849
세전손익(십억원)	1,132	-333	97	1,228	1,507
지배순이익(십억원)	949	-193	74	933	1,146
EPS(원)	8,137	-1,656	633	8,003	9,825
증감율(%)	-54.9	적전	흑전	1,164.9	22.8
ROE(%)	10.8	-2.2	0.8	10.0	11.1
PER(배)	8.6	na	114.3	9.0	7.4
PBR(배)	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	14.7	5.7	4.6

에너지/화학 담당 신홍주
T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(11/03)	72,300원
목표주가(12M, 상향)	91,000원

Key Data (기준일: 2025. 11. 03)

KOSPI(pt)	4221.87
KOSDAQ(pt)	914.55
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	81,397
발행주식수(천주)	116,605
평균거래량(3M,주)	265,560
평균거래대금(3M, 백만원)	17,190
52주 최고/최저	74,900 / 50,400
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(25F,%)	0.2
외국인지분율(%)	76.1
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.4 %
국민연금공단	7.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.1	19.9	38.8	24.4
KOSPI대비 상대수익률	-2.4	-11.4	-15.9	-25.1

Company vs KOSPI composite

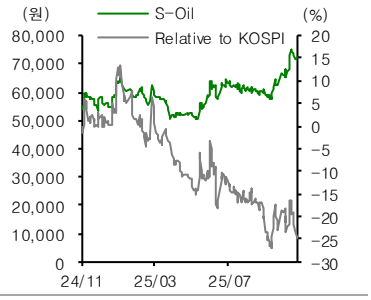
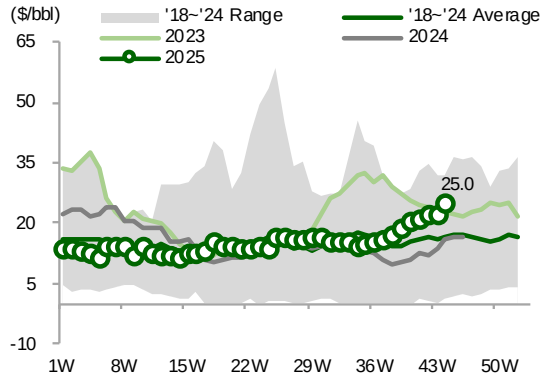


도표 1. S-Oil 사업 부문 별 실적 Breakdown (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**9,308.5**	**9,570.8**	**8,840.6**	**8,917.1**	**8,990.5**	**8,048.5**	**8,415.3**	**8,121.6**	**36,637.0**	**33,575.9**	**32,029.8**
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-10.5%	4.6%	-3.5%			
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-8.9%	2.5%	-8.4%	-4.6%
정유부문	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,401.1	28,804.4	26,427.3	24,766.3
석유화학부문	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,016.3	955.9	4,702.9	4,133.9	4,006.6
윤활기유부문	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	704.7	764.7	3,129.7	3,014.8	3,256.9
영업이익	**454.1**	**160.6**	**-414.9**	**222.4**	**-21.5**	**-344.0**	**229.2**	**362.6**	**422.2**	**226.3**	**1,654.8**
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.5%	1.2%	0.7%	5.2%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	58.2%			
YoY(%)	-11.9%	341.3%	적전	흑전	적전	적전	흑전	63.1%	-68.8%	-46.4%	631.1%
정유부문	**250.4**	**-95.0**	**-573.7**	**172.9**	**-56.8**	**-441.1**	**115.5**	**259.8**	**-245.4**	**-122.6**	**1,155.1**
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	1.7%	4.1%	-0.9%	-0.5%	4.7%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	124.9%			
YoY(%)	-13.8%	적지	적전	흑전	적전	적지	흑전	50.3%	적전	적지	흑전
석유화학부문	**48.0**	**109.9**	**5.0**	**-28.1**	**-74.5**	**-34.6**	**-19.9**	**-22.9**	**134.8**	**-151.9**	**7.3**
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-2.4%	2.9%	-3.7%	0.2%
QoQ(%)	41.6%	128.9%	-95.4%	적전	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	63.8%	34.0%	-89.0%	적전	적전	적전	적전	적지	-29.3%	적전	흑전
윤활기유부문	**155.7**	**145.8**	**153.8**	**115.9**	**109.7**	**131.8**	**133.6**	**125.7**	**571.2**	**500.8**	**492.4**
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	19.0%	16.4%	18.2%	16.6%	15.1%
QoQ(%)	-29.5%	-6.4%	5.5%	-24.6%	-5.3%	20.1%	1.4%	-5.9%			
YoY(%)	-20.5%	-40.9%	4.5%	-47.6%	-29.5%	-9.6%	-13.1%	8.5%	-29.5%	-12.3%	-1.7%
당기순이익	**166.2**	**-21.3**	**-206.2**	**-131.7**	**-44.6**	**-66.8**	**63.2**	**121.9**	**-193.0**	**73.8**	**933.2**
당기순익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.5%	-0.5%	-0.8%	0.8%	1.5%	-0.5%	0.2%	2.9%
QoQ(%)	3.5%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	92.7%			
YoY(%)	-37.4%	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	1164.9%

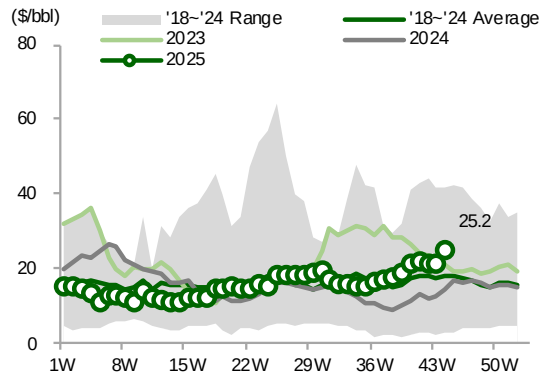
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 등유 마진 추이



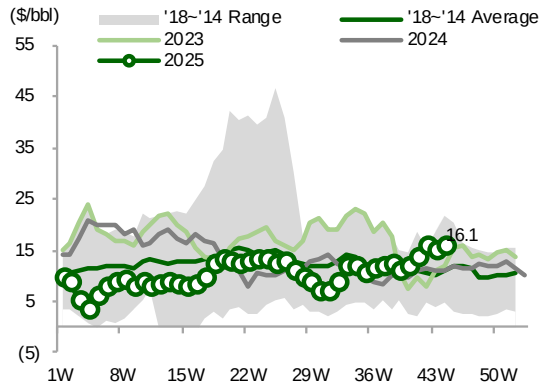
자료 : EIA, 신영증권 리서치센터

도표 3. 경유 마진 추이



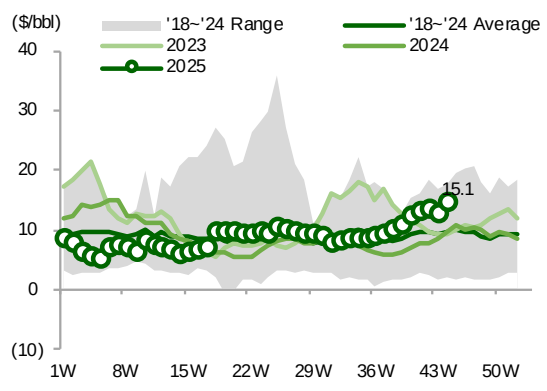
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 휘발유 마진 추이



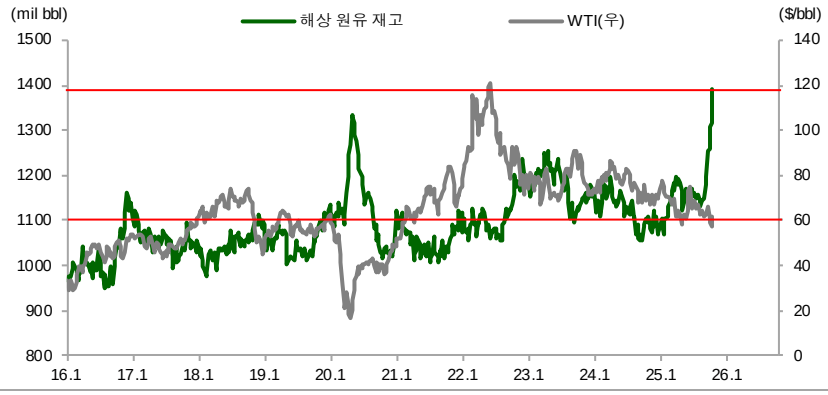
자료 : EIA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 복합정제마진 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 글로벌 해상원유재고 및 WTI 추이



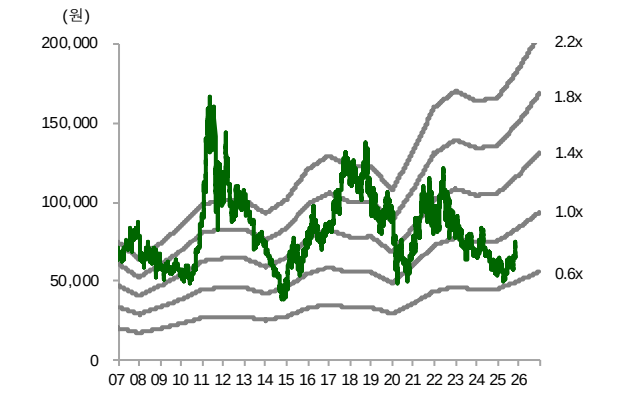
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. S-Oil Valuation

	12M Forward	비고
BPS(원)	82,448	
Target PBR (배)	1.1	2015년 이후 Cycle 회복기 평균 PBR
목표주가(원)	**91,000**	
현재주가(원)	72,300	11/3 종가 기준
Upside(%)	**26%**	

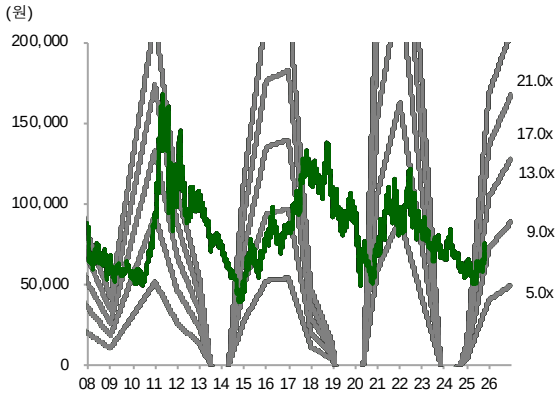
자료: 신영증권 리서치센터

도표 8. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 9. S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

S-Oil(010950.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**35,727**	**36,637**	**33,576**	**32,030**	**37,386**
증가율(%)	-15.8	2.5	-8.4	-4.6	16.7
매출원가	**33,621**	**35,411**	**32,611**	**29,670**	**34,715**
원가율(%)	94.1	96.7	97.1	92.6	92.9
매출총이익	**2,106**	**1,226**	**965**	**2,359**	**2,672**
매출총이익률(%)	5.9	3.3	2.9	7.4	7.1
판매비와 관리비 등	**751**	**804**	**739**	**705**	**822**
판관비율(%)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
영업이익	**1,355**	**422**	**226**	**1,655**	**1,849**
증가율(%)	-60.2	-68.9	-46.4	632.3	11.7
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.7	5.2	4.9
EBITDA	**2,074**	**1,174**	**1,041**	**2,611**	**2,879**
EBITDA마진(%)	5.8	3.2	3.1	8.2	7.7
순금융손익	**-201**	**-444**	**-203**	**-263**	**-208**
이자손익	-181	-229	-235	-225	-178
외화관련손익	-21	-215	32	-39	-31
기타영업외손익	**-24**	**-317**	**68**	**-169**	**-139**
종속및관계기업 관련손익	**2**	**6**	**6**	**6**	**6**
법인세차감전계속사업이익	**1,132**	**-333**	**97**	**1,228**	**1,507**
계속사업손익법인세비용	**183**	**-139**	**23**	**295**	**362**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**949**	**-193**	**74**	**933**	**1,146**
증가율(%)	-54.9	적전	흑전	1,160.8	22.8
순이익률(%)	2.7	-0.5	0.2	2.9	3.1
지배주주지분 당기순이익	949	-193	74	933	1,146
증가율(%)	-54.9	적전	흑전	1,160.8	22.8
기타포괄이익	**-22**	**40**	**50**	**50**	**50**
총포괄이익	**927**	**-153**	**124**	**983**	**1,196**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**9,648**	**10,048**	**8,223**	**8,686**	**10,210**
현금및현금성자산	1,963	1,946	1,299	2,021	2,652
매출채권 및 기타채권	2,990	3,479	2,987	2,910	3,178
재고자산	4,639	4,493	3,861	3,683	4,299
비유동자산	**11,928**	**14,403**	**17,495**	**18,544**	**18,521**
유형자산	11,152	13,582	16,678	17,732	17,711
무형자산	116	149	138	128	120
투자자산	168	203	209	215	221
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**21,576**	**24,451**	**25,718**	**27,231**	**28,731**
유동부채	**9,255**	**11,657**	**12,028**	**12,279**	**13,574**
단기차입금	2,142	3,355	3,605	3,605	3,605
매입채무및기타채무	6,074	7,410	7,530	7,781	9,075
유동성장기부채	640	660	660	660	660
비유동부채	**3,284**	**4,099**	**4,885**	**5,178**	**4,202**
사채	2,137	2,475	2,775	2,775	2,275
장기차입금	700	1,316	1,816	2,116	1,616
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**12,539**	**15,756**	**16,913**	**17,457**	**17,777**
지배주주지분	**9,038**	**8,696**	**8,805**	**9,773**	**10,954**
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타포괄이익누계액	37	44	94	144	194
이익잉여금	7,380	7,030	7,090	8,008	9,139
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**9,038**	**8,696**	**8,805**	**9,773**	**10,954**
총차입금	**5,838**	**8,005**	**9,056**	**9,358**	**8,359**
순차입금	**3,839**	**6,001**	**7,703**	**7,286**	**5,647**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**2,526**	**1,468**	**2,130**	**2,421**	**2,634**
당기순이익	**949**	**-193**	**74**	**933**	**1,146**
현금유출이없는비용및수익	**995**	**1,328**	**1,035**	**1,509**	**1,594**
유형자산감가상각비	711	741	803	947	1,021
무형자산상각비	8	11	11	10	8
영업활동관련자산부채변동	**1,473**	**829**	**1,280**	**499**	**434**
매출채권의감소(증가)	-27	180	492	77	-268
재고자산의감소(증가)	209	209	632	178	-616
매입채무의증가(감소)	882	751	120	250	1,294
투자활동으로인한현금흐름	**-2,066**	**-3,027**	**-3,859**	**-1,962**	**-973**
투자자산의 감소(증가)	-27	-29	0	0	0
유형자산의 감소	20	3	0	0	0
CAPEX	-2,186	-3,042	-3,900	-2,000	-1,000
단기금융자산의감소(증가)	148	-23	5	2	-9
재무활동으로인한현금흐름	**193**	**1,539**	**953**	**203**	**-1,097**
장기차입금의증가(감소)	700	592	500	300	-500
사채의증가(감소)	349	997	300	0	-500
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**3**	**129**	**59**	**66**
현금의 증가	**653**	**-17**	**-647**	**721**	**631**
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,299	2,021
기말현금	1,963	1,946	1,299	2,021	2,652

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	8,137	-1,656	633	8,003	9,825
BPS	77,522	74,590	75,526	83,832	93,960
DPS	1,700	125	125	125	125
Multiples (배)					
PER	8.6	na	114.3	9.0	7.4
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	14.7	5.7	4.6

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-54.9%	적전	흑전	1164.9%	22.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-48.9%	-43.4%	-11.3%	150.8%	10.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	10.8%	-2.2%	0.8%	10.0%	11.1%
ROE(지배순이익 기준)	10.8%	-2.2%	0.8%	10.0%	11.1%
ROIC	8.9%	0.9%	1.0%	7.6%	8.6%
WACC	6.1%	4.7%	4.9%	4.8%	5.0%
안전성(%)					
부채비율	138.7%	181.2%	192.1%	178.6%	162.3%
순차입금비율	42.5%	69.0%	87.5%	74.6%	51.6%
이자보상배율	5.7	1.5	0.8	5.9	7.4

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
S-Oil	-	-	-	-	-	-	-	-

S-Oil : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-04	매수	91000		
2025-04-29	매수	83000	-26.74	-9.76
2025-03-26	매수	96000	-44.64	-39.69