2026/01/27

S-Oil (010950)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

베네수엘라가 되살린 정제마진 강세 기조

4Q 전 부문에서 양호한 실적 기록

4Q 실적은 연결OP 4,245억원으로 컨센서스보다 양호했고, 당사 추정치 대비 36% 상회했다. 부문별OP는 정유 2,253억원, 윤활기유 2,070억원, 석화 -78억원으로 전 사업부 손익이 yoy, qoq 대비 모두 개선됐다. 양호한 실적의 배경은 ① 등경유 마진 강세, ② OSP 하락으로 정제마진이 예상보다 더 크게 개선됐고, 윤활기유는 ASP가 qoq 소폭 하락했으나, VGO 원가가 더 하락하면서 스프레드가 추가 개선됐다. 석화는 PX 스프레드가 견조하게 유지된 영향이다. 유가 하락에 따른 재고손실 870억원이 반영된 것을 감안하면, 펀더멘털한 정유 손익은 더 좋았던 셈이며, 세전단에서 파생상품이익(헤지수익)이 더해져 외환손실에도 불구하고 세전이익, 순이익도 예상보다 양호했다.

실적 개선과 Capex 부담 축소 반영해 목표주가 127,000원으로 상향

Spot 정제마진은 작년 11월 중순 배럴당 20달러 Peak를 기록한 뒤, 연말까지 하락세를 기록하며 배럴당 11달러 수준에서 마감했다. 장기 평균 정제마진이 10달러 수준인 점을 감안할 때, 오버슈팅 후에 다시 정상 레벨로 안정화되는 흐름으로 볼 수 있었다. 그런데 1월 들어 베네수엘라 대통령 체포, 이란 소요사태 등이 불거지면서 정제마진은 다시 반등 흐름으로 전환된 상태다. 베네수엘라 저가 원유를 적극 활용해 온 중국 티팟 가동률 하락 기대감, 이에 따른 아시아 정제마진 개선 가능성이 반영되는 것이다. 정유설비 신증설이 제한적인 가운데 미국 설비 폐쇄, 단코테 가동 차질이 반영되고 있기 때문에 높은 정제마진이 유지될 것으로 예상된다. 윤활기유의 높은 수익성과 정유 이익 개선으로 2026년 OP는 1.21조원으로 3년 만에 조 단위 레벨로 회복될 전망이다. 실적 개선+샤힌 Capex 마무리로 배당 여력이 확대되는 점을 반영, 타겟 PBR을 기존 1.2X에서 1.6X로 상향한다.

Fig. 1: S-Oil 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	35,727	36,637	34,247	32,896	34,947
영업이익	1,355	422	288	1,210	1,123
세전이익	1,132	-333	226	1,070	923
순이익[지배]	949	-193	217	802	692
EPS(원)	8,137	-1,656	1,860	6,880	5,934
증감률(%)	-54.9	적자전환	흑자전환	269.9	-13.8
PER(배)	8.6	-	44.6	14.3	16.6
PBR	0.9	0.7	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.7	10.5	19.7	12.2	13.5
ROE(%)	10.8	-2.2	2.5	9.2	7.5
배당수익률	2.4	0.2	0.6	2.0	2.5

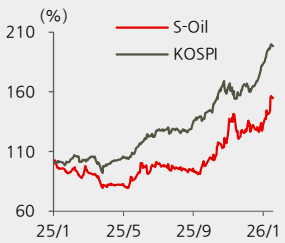
자료: S-Oil, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	127,000원
[상향]	*29.2%*
현재주가	98,300원
2026/01/26	

주식지표

시가총액	11,067십억원
52주최고가	99,500원
52주최저가	50,400원
상장주식수	11,258만주/402만주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
60일평균거래량	35만주
60일평균거래대금	30십억원
외국인지분율	77.5%
자기주식수	없음
주요주주및지분율	
Aramco Overseas Company BV 외	63.4%
국민연금공단	8.3%

주가동향



김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표1. S-Oil 4분기 실적

(십억원, %)	4Q25	4Q24	YoY %	3Q25	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	8,793	8,917	(1.4)	8,415	4.5	8,674	1.4	8,610	2.1
영업이익	424	222	90.9	229	85.2	313	35.7	381	11.3
세전이익	318	(246)	흑자 전환	81	290.2	149	113.0	323	(1.6)
순이익	265	(132)	흑자 전환	63	319.3	112	136.8	161	64.8
지배 순이익	265	(132)	흑자 전환	63	319.3	112	136.8	230	15.3
영업이익률	4.8	2.5		2.7		3.6		4.4	
세전이익률	3.6	(2.8)		1.0		1.7		3.8	
순이익률	3.0	(1.5)		0.8		1.3		2.7	

자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. S-Oil 실적 전망

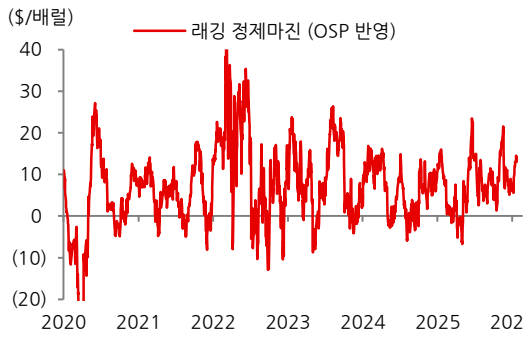
($/배럴,십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	**8,991**	**8,049**	**8,415**	**8,793**	**8,227**	**8,190**	**8,265**	**8,214**	**36,637**	**34,247**	**32,896**
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	6,462	6,458	6,367	6,317	28,804	27,005	25,604
윤활기유	791	755	705	757	721	703	733	667	3,130	3,007	2,825
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,044	1,029	1,164	1,230	4,703	4,234	4,468
매출액 (yoy%)	**(3)**	**(16)**	**(5)**	**(1)**	**(8)**	**2**	**(2)**	**(7)**	**3**	**(7)**	**(4)**
정유	(5)	(16)	(3)	(0)	(9)	3	(5)	(9)	2	(6)	(5)
윤활기유	3	(7)	(5)	(6)	(9)	(7)	4	(12)	1	(4)	(6)
석유화학	3	(21)	(15)	(4)	(7)	(0)	15	16	7	(10)	6
영업이익	**(22)**	**(344)**	**229**	**424**	**358**	**311**	**279**	**262**	**422**	**288**	**1,210**
정유	(57)	(441)	116	225	211	159	115	140	(273)	(157)	624
윤활기유	110	132	134	207	170	164	180	143	568	582	657
석유화학	(75)	(35)	(20)	(8)	(22)	(12)	(16)	(20)	127	(137)	(71)
OPM (%)	**(0.2)**	**(4.3)**	**2.7**	**4.8**	**4.4**	**3.8**	**3.4**	**3.2**	**1.2**	**0.8**	**3.7**
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	3.3	2.5	1.8	2.2	(0.9)	(0.6)	2.4
윤활기유	13.9	17.5	19.0	27.3	23.5	23.4	24.6	21.4	18.2	19.4	23.3
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	(2.1)	(1.2)	(1.4)	(1.7)	2.7	(3.2)	(1.6)
세전이익	(67)	(106)	81	318	302	283	251	234	(333)	226	1,070
순이익	(45)	(67)	63	265	226	25	188	176	(193)	217	802
지배순이익	(45)	(67)	63	265	226	212	188	176	(193)	217	802

자료: S-Oil, BNK투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이

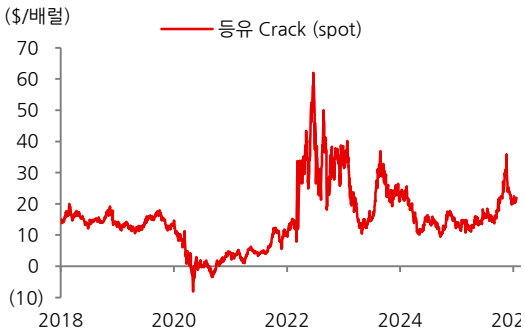
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



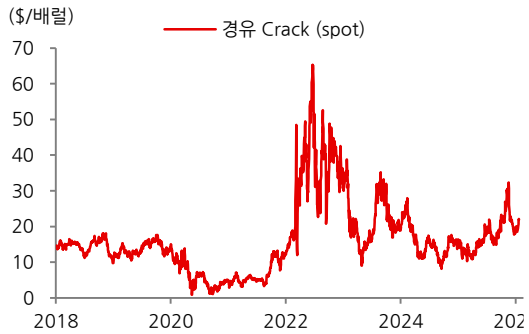
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 등유 Crack 추이



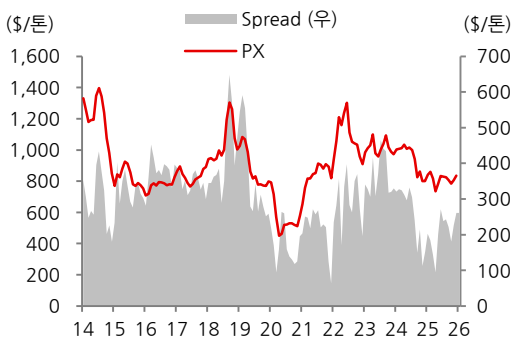
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 경유 Crack 추이



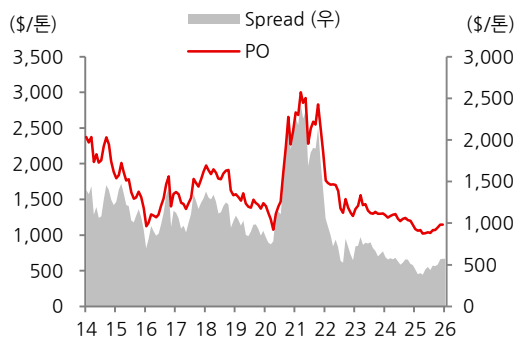
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: PX 가격 및 Spread 추이



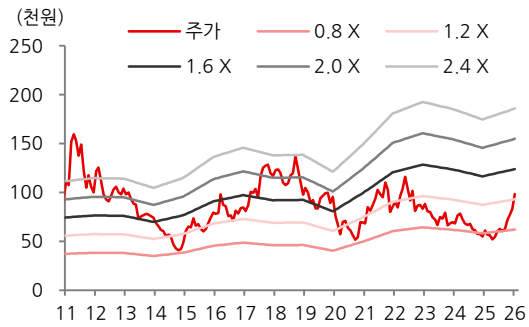
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 7: PO 가격 및 Spread 추이



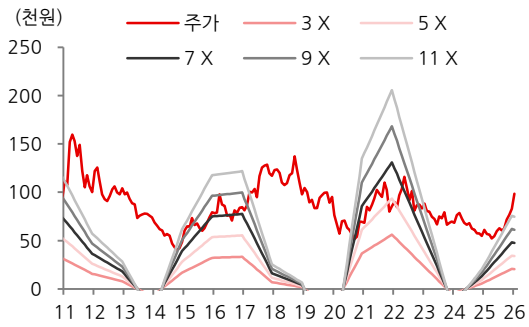
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 8: PBR Band 차트



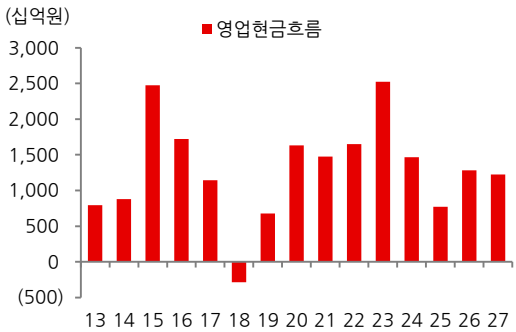
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER Band 차트



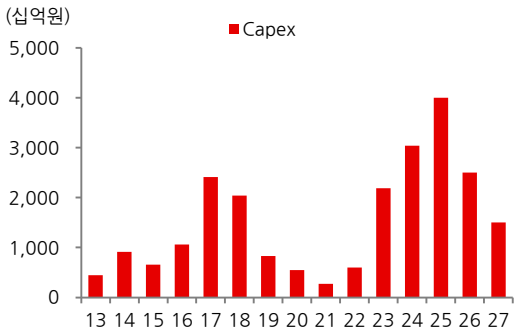
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



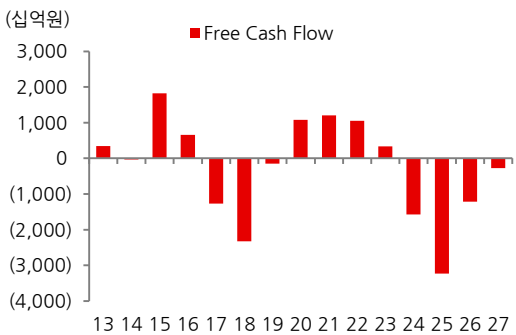
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



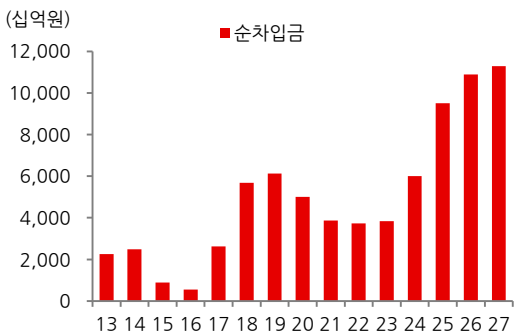
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	9,065	9,735	10,538
현금성자산	1,963	1,946	1,491	2,460	2,809
매출채권	2,308	2,171	2,029	1,949	2,071
재고자산	4,639	4,493	4,200	4,034	4,286
비유동자산	11,928	14,403	17,719	19,605	20,561
투자자산	168	203	196	192	198
유형자산	11,152	13,582	16,914	18,812	19,770
무형자산	116	149	139	130	122
자산총계	**21,576**	**24,451**	**26,784**	**29,340**	**31,099**
유동부채	9,255	11,657	11,208	10,976	11,454
매입채무	3,989	4,982	4,657	4,473	4,752
단기차입금	2,142	3,355	3,355	3,355	3,355
비유동부채	3,284	4,099	7,088	9,382	10,091
사채및장기차입금	2,837	3,791	6,791	9,091	9,791
부채총계	**12,539**	**15,756**	**18,296**	**20,359**	**21,546**
지배기업지분	9,038	8,696	8,487	8,981	9,553
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	6,822	7,316	7,888
자본총계	**9,038**	**8,696**	**8,487**	**8,981**	**9,553**
총차입금	5,838	8,005	11,052	13,400	14,153
순차입금	3,839	6,001	9,506	10,887	11,287

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**35,727**	**36,637**	**34,247**	**32,896**	**34,947**
매출원가	33,621	35,411	33,158	30,862	32,958
매출총이익	2,106	1,226	1,088	2,034	1,988
매출총이익률	5.9	3.3	3.2	6.2	5.7
판매비와관리비	751	804	800	824	866
판관비율	2.1	2.2	2.3	2.5	2.5
영업이익	**1,355**	**422**	**288**	**1,210**	**1,123**
영업이익률	3.8	1.2	0.8	3.7	3.2
EBITDA	2,074	1,174	966	1,820	1,672
영업외손익	-223	-755	-62	-141	-200
금융이자손익	-181	-229	-342	-445	-491
외화관련손익	-21	-215	143	139	0
기타영업외손익	-21	-311	137	165	291
세전이익	**1,132**	**-333**	**226**	**1,070**	**923**
세전이익률	3.2	-0.9	0.7	3.3	2.6
법인세비용	183	-139	9	267	231
법인세율	16.2	41.7	4.0	25.0	25.0
계속사업이익	949	-193	217	802	692
당기순이익	**949**	**-193**	**217**	**802**	**692**
당기순이익률	2.7	-0.5	0.6	2.4	2.0
지배기업순이익	949	-193	217	802	692
총포괄손익	927	-153	217	802	692

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**2,526**	**1,468**	**771**	**1,284**	**1,225**
당기순이익	949	-193	217	802	692
비현금비용	1,465	1,773	1,076	1,377	1,343
감가상각비	719	752	677	610	550
비현금수익	-469	-445	-197	-201	-79
자산및부채의증감	1,473	829	19	11	-16
매출채권감소	-27	180	142	80	-121
재고자산감소	209	209	293	166	-251
매입채무증가	882	751	-325	-184	279
법인세환급(납부)	-695	-191	-9	-267	-231
투자활동현금흐름	**-2,066**	**-3,027**	**-3,847**	**-2,355**	**-1,509**
유형자산증가	-2,186	-3,042	-4,000	-2,500	-1,500
유형자산감소	20	3	0	0	0
무형자산순감	-2	-27	0	0	0
재무활동현금흐름	**193**	**1,539**	**2,621**	**2,039**	**633**
차입금증가	618	2,167	3,046	2,348	753
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-373	-189	-15	-58	-233
현금의증가	653	-17	-455	969	349
기말현금	1,963	1,946	1,491	2,460	2,809
잉여현금흐름(FCF)	340	-1,574	-3,229	-1,216	-275

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	8,137	-1,656	1,860	6,880	5,934
BPS	77,522	74,590	72,804	77,037	81,942
CFPS	16,672	9,731	9,391	16,964	16,773
DPS	1,700	125	500	2,000	2,500
PER (배)	8.6	-	44.6	14.3	16.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	0.7	1.1	1.3	1.2
PCR	4.2	5.6	8.8	5.8	5.9
EV/EBITDA	5.7	10.5	19.7	12.2	13.5
배당성향 (%)	20.2	-7.3	26.0	28.1	40.7
배당수익률	2.4	0.2	0.6	2.0	2.5
매출액증가율	-15.8	2.5	-6.5	-3.9	6.2
영업이익증가율	-60.2	-68.8	-31.7	319.9	-7.2
순이익증가율	-54.9	0.0	0.0	269.9	-13.7
EPS증가율	-54.9	0.0	0.0	269.9	-13.7
부채비율 (%)	138.7	181.2	215.6	226.7	225.5
차입금비율	64.6	92.1	130.2	149.2	148.1
순차입금/자기자본	42.5	69.0	112.0	121.2	118.2
ROA (%)	4.6	-0.8	0.8	2.9	2.3
ROE	10.8	-2.2	2.5	9.2	7.5
ROIC	9.0	1.8	1.7	4.8	4.2

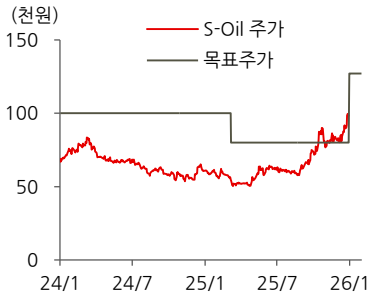
자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/01/26 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
S-Oil (010950)	23/01/10	매수	120,000원	*-31.5*	*-24.1*
	23/04/27	매수	120,000원	*-39.8*	*-37.0*
	23/07/06	매수	100,000원	*-28.2*	*-19.3*
	24/01/11	매수	100,000원	*-27.1*	*-19.6*
	24/04/05	매수	100,000원	*-21.7*	*-17.0*
	24/04/26	매수	100,000원	*-31.5*	*-26.8*
	24/07/02	매수	100,000원	*-32.6*	*-31.2*
	24/07/26	매수	100,000원	*-37.1*	*-31.5*
	24/10/08	매수	100,000원	*-42.1*	*-36.0*
	25/01/14	매수	100,000원	*-40.8*	*-34.7*
	25/04/04	매수	80,000원	*-31.4*	*-20.4*
	25/07/02	매수	80,000원	*-23.5*	*-19.0*
	25/10/02	매수	80,000원	*1.1*	*24.4*
	26/01/27	매수	127,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31 기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.