S-Oil (010950)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

OSP 하락, 정제마진 강세, PX 회복

BUY **TP 134,000원**

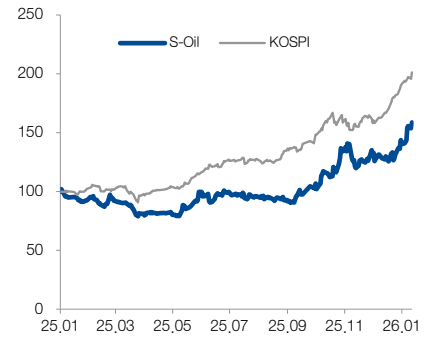
현재주가 (1/27)	101,500원
상승여력	32.0%
시가총액	11,427십억원
발행주식수	112,583천주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	101,500원/50,400원
일평균 거래대금 (60일)	30십억원
외국인 지분율	77.48%
주요주주 지분율	
Aramco Overseas	
CompanyBV 외 5인	63.43%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	23.8	37.0	62.9
상대주가(%p)	0.5	8.9	2.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,177	9,018	107,500
After	1,915	10,288	134,000
Consensus	1,165	7,282	105,794
Cons. 차이	64.4%	41.3%	26.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 미국 한파로 인한 가스 가격 상승 및 등유 수요 증대로 정제마진 강세요인 점증
- 정제설비 증설이 점차 축소되어 '28년 순증은 0에 수렴. 석유 생산은 지속 증가. 협상력은 정제설비 쪽이 높아짐에 따라, OSP는 당분간 하락할 것
- OSP 전망 하향 및 최근 등/경유 강세 반영하여 정제마진 전망치 소폭 상향. 하반기 유가 하향 안정화 기대됨에 따라, 변수가 있을 수 있지만, 높은 정제마진 및 윤활기유 강세, 화학 턴어라운드로 유가 하락 효과 상쇄 전망
- 목표주가는 기존 107,500원에서 134,000원으로 24.7% 상향. 기존 목표주가는 '26년 EBITDA 전망 2.439조원에 Global Peer 평균 EV/EBITDA Multiple 7.9x를 적용하여 산출. 신규 목표주가는 실적 전망치 상향에 따라, EBITDA 2.581조원에 '26년 기준 Global Peer 평균 EV/EBITDA Multiple인 8.4x 적용하여 산출. 긍정적 관점 유지

주요이슈 및 실적전망

- 4Q25 실적은 매출액 8.8조원(+4.5% qoq, -1.4% yoy), 영업이익 4,245억원(+85.2% qoq, +90.9% yoy) 기록하여 컨센서스를 상회하는 호실적 기록
- 최근 정제마진은 미국 한파 영향으로 계절적 난방유 수요가 더욱 강세. 이에 따라, 정제마진은 재차 상승 중
- 회사는 향후 OSP가 마이너스 영역까지 낮아질 수 있다는 가능성을 밝힘. 석유 생산 여력은 지속 높아지고 있지만, 정제설비 순증은 '28년 이후 0에 수렴. 석유제품 수요는 견조한 상황. 이에 따라, 정유사들의 협상력이 높아지며, OSP는 현재 2월 +$0.3/bbl에서 추가 하락 여력 존재하는 것으로 판단. OSP 전망치 하향
- 높은 정제마진 및 PX강세, 등/경유 강세로 인한 윤활기유 강세 등 감안하면, 하반기 유가 하락에도 호실적 이어질 가능성 크다는 판단

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 업황 강세 감안 시 Valuation 부담 크지 않다는 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	35,727	1,355	949	2,074	8,369	-54.8	8.3	0.9	5.7	10.8	2.4
2024	36,637	422	-193	1,174	-1,720	적전	NA	0.7	10.4	-2.2	0.2
2025P	34,247	288	217	1,090	1,915	흑전	43.4	1.1	14.5	2.5	0.4
2026F	32,669	1,785	1,165	2,581	10,288	437.3	9.9	1.2	6.7	12.3	1.8
2027F	31,154	2,004	1,352	2,810	11,940	16.1	8.5	1.1	5.8	12.7	2.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 S-Oil 4분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	4Q25P	4Q24	3Q25	(YoY)	(QoQ)	4Q25	대비	4Q25	대비
매출액	8,792.6	8,917.1	8,415.4	-1.4%	4.5%	8,790.9	0.0%	8,610.2	2.1%
영업이익	424.5	222.4	229.2	90.9%	85.2%	431.4	-1.6%	381.3	11.3%
영업이익률	4.8%	2.5%	2.7%	2.3%p	2.1%p	4.9%	-0.1%p	4.4%	0.4%p
세전이익	317.9	-246.4	81.5	흑전	290.2%	375.9	-15.4%	323.2	-1.6%
지배지분순이익	265.0	-131.7	63.2	흑전	319.3%	293.2	-9.6%	229.8	15.3%

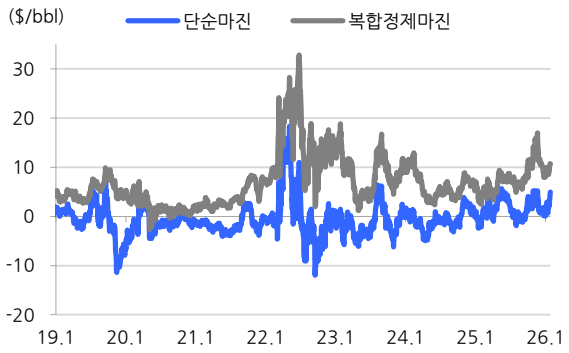
자료: S-Oil, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 S-Oil 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2025P					2026F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	34,247.0	34,245.3	0.0%	34,059.2	0.6%	32,669.2	32,032.2	2.0%	31,824.3	2.7%
영업이익	288.2	295.1	-2.3%	245.1	17.6%	1,784.7	1,635.7	9.1%	1,411.3	26.5%
영업이익률	0.8%	0.9%	0.0%p	0.7%	0.1%p	5.5%	5.1%	0.4%p	4.4%	1.0%p
지배지분순이익	216.9	245.1	-11.5%	135.8	59.7%	1,165.3	1,022.3	14.0%	849.1	37.2%

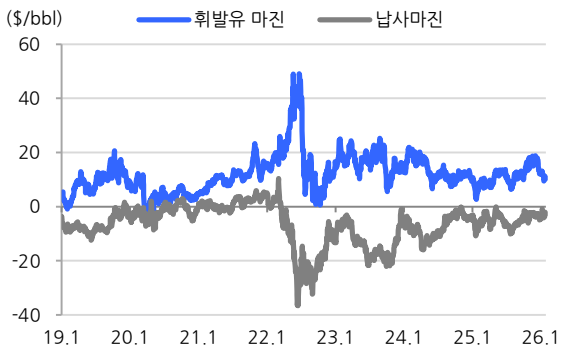
자료: S-Oil, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 복합정제마진



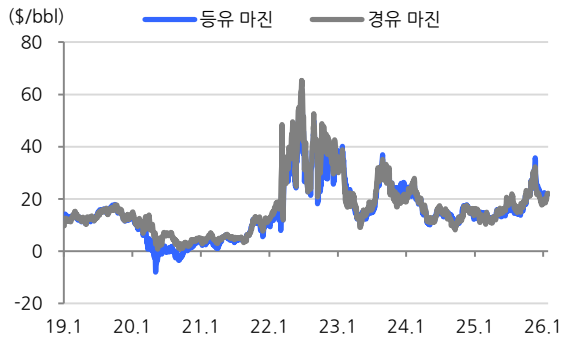
자료 : Petronet, 현대차증권

〈그림2〉 Gasoline / Naphtha 마진



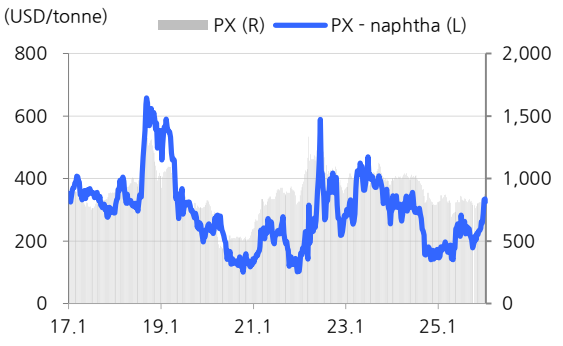
자료 : Petronet, 현대차증권

〈그림3〉 Kero / Diesel 마진



자료 : Petronet, 현대차증권

〈그림4〉 PX Spread



자료 : Cischem, 현대차증권

〈표3〉 S-Oil Valuation Table (단위: 십억원)

	2026F	비고
EBITDA	2,581	2026 년 전망치 기준
영업가치(A)	21,683	Target Multiple 주요 아시아 정유사 '26 년 실적 기준 평균 8.4x
순차입금(C)	6,036	2026 년 전망치
적정 시가총액(D)	15,647	
보통주 주식수(천주)	112,583	
우선주 주식수(천주)	4,022	
자사주 보유(천주)	0	
보통주 적정주가(원)	134,189	목표주가: 134,000 원

자료: S-Oil, 현대차증권

〈표 4〉 주요 아시아 정유사 Peer Valuation Table (단위: 백만$, X, %)

	FY	매출액	영업이익	순이익	EBITDA	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
IDEMITSU KOSAN CO LTD	23	60,387	2,399	1,583	3,150	6.5	0.8	5.9	13.4
	24	60,332	1,065	683	1,755	39.1	0.9	14.3	2.3
	25F	51,393	491	508	1,418	21.3	0.9	12.6	4.3
	26F	50,288	1,293	1,016	2,154	9.9	0.8	8.3	9.2
	27F	50,708	1,367	1,021	2,139	9.4	0.8	8.3	9.0
FORMOSA PETROCHEMICAL CORP	23	22,863	494	702	1,011	35.1	2.3	22.5	6.7
	24	20,146	-20	320	379	49.7	1.6	24.0	2.0
	25F	18,940	704	692	1,082	22.9	1.5	12.8	6.8
	26F	20,424	639	672	1,131	23.2	1.6	12.2	6.7
	27F	21,122	735	875	1,195	17.9	1.7	11.6	8.9
THAI OIL PCL	23	13,493	778	559	1,002	6.2	0.8	7.8	12.1
	24	13,246	425	283	655	6.3	0.5	8.8	8.8
	25F	12,759	501	429	714	7.2	0.5	8.6	7.2
	26F	12,862	596	398	895	7.6	0.5	6.8	6.8
	27F	13,681	657	419	960	7.2	0.5	6.4	6.8
INDIAN OIL CORP LTD	23	93,807	7,217	5,042	9,134	6	1	5	26
	24	89,688	2,547	1,609	4,532	16	1	7	7
	25F	80,676	4,709	2,930	6,313	8.1	1.1	6.2	14.5
	26F	83,653	4,614	2,805	6,440	8.5	1.0	6.1	12.6
	27F	87,209	4,359	2,739	6,435	8.7	0.9	6.1	11.1

자료 : Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,247	32,669	31,154
증가율 (%)	-15.8	2.5	-6.5	-4.6	-4.6
매출원가	33,621	35,411	33,177	30,136	28,436
매출원가율 (%)	94.1	96.7	96.9	92.2	91.3
매출총이익	2,106	1,226	1,070	2,533	2,718
매출이익률 (%)	5.9	3.3	3.1	7.8	8.7
증가율 (%)	-49.3	-41.8	-12.7	136.7	7.3
판매관리비	751	804	781	748	714
판관비율(%)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
EBITDA	2,074	1,174	1,090	2,581	2,810
EBITDA 이익률 (%)	5.8	3.2	3.2	7.9	9.0
증가율 (%)	-48.9	-43.4	-7.2	136.8	8.9
영업이익	1,355	422	288	1,785	2,004
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.8	5.5	6.4
증가율 (%)	-60.2	-68.9	-31.8	519.8	12.3
영업외손익	-225	-761	-66	-232	-218
금융수익	299	389	443	28	44
금융비용	500	833	555	260	262
기타영업외손익	-24	-317	46	0	0
종속/관계기업관련손익	2	6	4	0	0
세전계속사업이익	1,132	-333	226	1,553	1,786
세전계속사업이익률	3.2	-0.9	0.7	4.8	5.7
증가율 (%)	-61.0	적전	흑전	587.2	15.0
법인세비용	183	-139	9	387	434
계속사업이익	949	-193	217	1,165	1,352
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	949	-193	217	1,165	1,352
당기순이익률 (%)	2.7	-0.5	0.6	3.6	4.3
증가율 (%)	-54.9	적전	흑전	436.9	16.1
지배주주지분 순이익	949	-193	217	1,165	1,352
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	40	-1	0	0
총포괄이익	927	-153	215	1,165	1,352

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,648	10,048	8,559	8,693	9,823
현금성자산	1,963	1,946	1,371	2,118	3,234
단기투자자산	36	59	44	40	39
매출채권	2,308	2,171	2,056	1,855	1,851
재고자산	4,639	4,493	4,449	4,015	4,006
기타유동자산	702	1,379	640	666	693
비유동자산	11,928	14,403	17,329	17,917	17,911
유형자산	11,152	13,582	16,363	16,983	16,993
무형자산	116	149	146	129	113
투자자산	168	203	156	140	140
기타비유동자산	492	469	664	665	665
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	21,576	24,451	25,887	26,609	27,734
유동부채	9,255	11,657	12,046	11,182	11,164
단기차입금	2,142	3,355	2,839	2,839	2,839
매입채무	3,989	4,982	6,764	6,104	6,090
유동성장기부채	640	660	351	351	351
기타유동부채	2,484	2,660	2,092	1,888	1,884
비유동부채	3,284	4,099	4,931	5,389	5,388
사채	2,137	2,475	3,094	3,094	3,094
장기차입금	700	1,316	1,405	1,905	1,905
장기금융부채	0	0	3	3	3
기타비유동부채	447	308	429	387	386
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,539	15,756	16,976	16,570	16,552
지배주주지분	9,038	8,696	8,911	10,039	11,181
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	37	44	43	43	43
이익잉여금	7,380	7,030	7,247	8,375	9,518
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,911	10,039	11,181

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	2,526	1,468	2,855	1,665	2,125
당기순이익	949	-193	217	1,165	1,352
유형자산 상각비	711	741	785	780	791
무형자산 상각비	8	11	17	17	15
외환손익	-90	397	84	0	0
운전자본의 감소(증가)	1,473	829	1,976	-297	-32
기타	-525	-317	-224	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-2,066	-3,027	-3,418	-1,381	-800
투자자산의 감소(증가)	0	-28	51	15	0
유형자산의 감소	20	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,186	-3,042	-3,364	-1,400	-800
기타	100	40	-105	4	0
재무활동으로인한현금흐름	193	1,539	-11	463	-210
차입금의 증가(감소)	700	616	92	500	0
사채의증가(감소)	-290	338	619	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-373	-189	-0	-37	-210
기타	156	774	-722	0	0
기타현금흐름	0	3	-1	0	0
현금의증가(감소)	653	-17	-575	747	1,116
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,371	2,118
기말현금	1,963	1,946	1,371	2,118	3,234

(단위:원, 배, %)

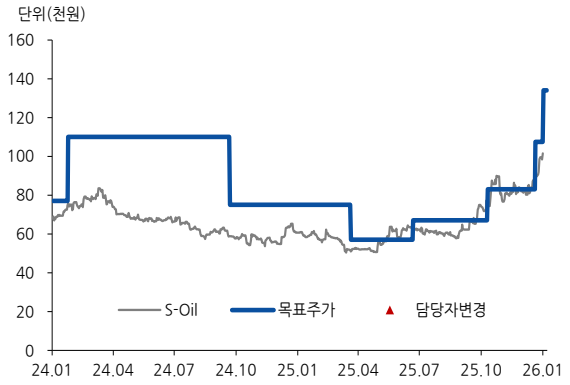
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	8,369	-1,720	1,915	10,288	11,940
EPS(지배순이익 기준)	8,369	-1,720	1,915	10,288	11,940
BPS(자본총계 기준)	77,506	74,574	76,421	86,094	95,891
BPS(지배지분 기준)	77,506	74,574	76,421	86,094	95,891
DPS	1,700	125	320	1,800	2,000
P/E(당기순이익 기준)	8.3	NA	43.4	9.9	8.5
P/E(지배순이익 기준)	8.3	NA	43.4	9.9	8.5
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.7	1.1	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.7	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	5.7	10.4	14.5	6.7	5.8
배당수익률	2.4	0.2	0.4	1.8	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-54.8	적전	흑전	437.3	16.1
EPS(지배순이익 기준)	-54.8	적전	흑전	437.3	16.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.8	-2.2	2.5	12.3	12.7
ROE(지배순이익 기준)	10.8	-2.2	2.5	12.3	12.7
ROA	4.6	-0.8	0.9	4.4	5.0
안정성 (%)					
부채비율	138.7	181.2	190.5	165.1	148.0
순차입금비율	40.8	67.4	70.5	60.1	44.0
이자보상배율	5.7	1.5	4.7	6.9	7.6

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.16	M.PERFORM	81,000	-15.73	-10.12
2024.01.29	M.PERFORM	77,000	-8.87	-2.86
2024.02.20	BUY	110,000	-35.20	-24.09
2024.08.20	AFTER 6M	110,000	-44.42	-42.00
2024.10.18	BUY	75,000	-22.68	-12.93
2025.04.16	M.PERFORM	57,000	-0.18	12.98
2025.07.18	M.PERFORM	67,000	-5.30	15.37
2025.11.06	M.PERFORM	83,000	0.12	10.60
2026.01.16	BUY	107,500	-10.91	-5.58
2026.01.28	BUY	134,000		

▶ 최근 2년간 S-Oil 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.