

S-Oil (010950)

정제마진 강세 vs 유가 약세 사이의 고민

목표주가 9만원 상향, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 기존 8.2만원에서 9만원으로 상향하고, 매수의견을 유지한다. 해당 목표주가는 25~27년 예상 평균 BPS 77,044원에 글로벌 정유사 PBR 1.16배를 적용해 산출한 값이다. 현재 동사 투자 대부분이 집중되어 있는 사린 프로젝트는 26년 하반기 완공 및 27년 1분기부터 상업가동 시작될 예정인데, 이를 감안해 27년까지의 예상 실적을 목표주가 산정에 함께 반영하였다.

최근 등/경유 중심의 정제마진 강세가 매우 인상적이다. 서방의 러시아 제재 강화와 북미/유럽 등에서 소규모 노후 정제설비 폐쇄 이어짐에 따라 동절기인 연말연초까지는 강세가 이어질 전망이다. 다만, 최근 유럽의 비러시아산 디젤 수입 증가로 재고는 연중 최고치까지 증가했고, 천연가스 재고도 여유로워 현 레벨에서 등/경유의 추가 오버슈팅 가능성은 제한적으로 판단된다. 또한 역사적으로 동사 주가와 높은 상관관계 보여 왔던 유가가 26년에도 약세 지속 예상된다는 점에서 주가 상승 탄력도는 정제마진 상승 폭만큼이나 강하지는 않을 것으로 예상된다.

3Q25 Review: 영업이익 2,292억원(흑자전환) vs 컨센서스 2,354억원

3분기 영업이익은 2,292억원으로 QoQ 흑자전환 및 컨센서스 2,354억원에 부합하는 수준이었다. 전 분기 발생한 유가 하락에 따른 대규모 재고평가손실 소멸과 정제마진 강세로 정유부문에서 흑자로 전환한 영향이다.

부문별로는 정유가 1,155억원을 기록했는데, 재고 효과 없이 대부분 정제마진 상승에 따른 것이다. 석유화학은 BZ/PO/PP 등 주요 제품 스프레드 약세 지속으로 영업적자 지속되었으나, PX 가동률 상승 및 스프레드 소폭 개선으로 적자 규모는 -199억원으로 QoQ 축소되었다. 윤활유는 전 분기와 유사한 1,336억원(+1.4%QoQ)을 달성했다.

정제마진 강세 vs 유가 약세 사이의 고민

지난 7월 EU의 러시아 18차 제재 패키지 발표에 이어 10월 초 영국도 이와 동일한 제재를 확정했고, 10월 말에는 미국도 러-우 중전 합의에 미온적인 러시아를 압박하기 위해 Lukoil, Rosneft 제재를 발표했다. 지금까지는 유럽만 러시아 제재에 적극적으로 나서고 있었으나, 최근 그 외 주요국도 제재에 동참하면서 일부 중국/인도 정유사들은 러시아산 구매 중단 및 중동/남미 등으로 구매처를 다변화하려는 모습을 보이고 있다.

예상 밖이었던 미국의 제재 동참은 최근 등/경유 시장의 혼란을 야기하고 있다. 유럽은 26년 1월 말 시행 예정인 18차 제재 앞두고 중동/미국/인도 등에서 디젤 수입을 대폭 늘리고 있는 반면, 러시아는 일부 정제설비 타격에 따른 가동중단 및 서방 제재 강화로 정제품 수출이 22년 이후 최저치까지 감소하였다. 이처럼 유럽이 Non-Russia 물량을 대거 흡수하면서 글로벌 전체적으로 등/경유 수급이 점점 더 타이트해지는 모습이다.

또한 25년 상반기 LyondellBasell(미국, 26만b/d), Shell(독일, 15만b/d) 등 폐쇄에 이어 하반기 Phillips(미국, 15만b/d), Exxon(프랑스, 14만b/d) 폐쇄도 진행됨에 따라 순증설 규모는 상당히 제한적으로 예상된다. 러시아 제재 강화와 글로벌 순증설 제한, 동절기 등/경유 성수기 효과까지 겹치며 등/경유 마진은 연말연초까지 강세 이어질 전망이다. 다만, OPEC+ 증산 지속으로 26년 유가는 50달러 후반으로 하향 안정화를 예상하는데, 동사 주가는 유가와 높은 상관관계를 갖고 움직여 온 만큼 유가 약세로 주가 탄력도는 그리 강하지 않을 수 있음을 주지할 필요가 있다.

Company Brief

Buy (Maintain)

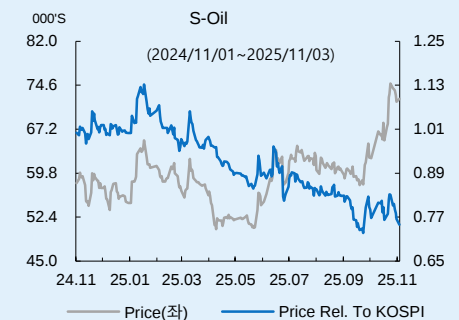
목표주가(12M)	90,000원(상향)
증가(2025.11.03)	72,300원
상승여력	24.5 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	8,140십억원
외국인지분율	76.1%
52주 주가	50,400~74,900원
60일평균거래량	265,560주
60일평균거래대금	17.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.1	19.9	38.8	24.4
상대수익률	-2.9	-15.4	-26.2	-41.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	33,814	31,131	30,801
영업이익(십억원)	422	156	1,127	1,037
순이익(십억원)	-193	-189	495	452
EPS(원)	-1,656	-1,623	4,241	3,873
BPS(원)	74,574	73,147	77,295	80,689
PER(배)			17.0	18.7
PBR(배)	0.7	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	-2.2	-2.2	5.6	4.9
배당수익률(%)		0.2	0.6	1.2
EV/EBITDA(배)	10.4	17.8	8.3	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

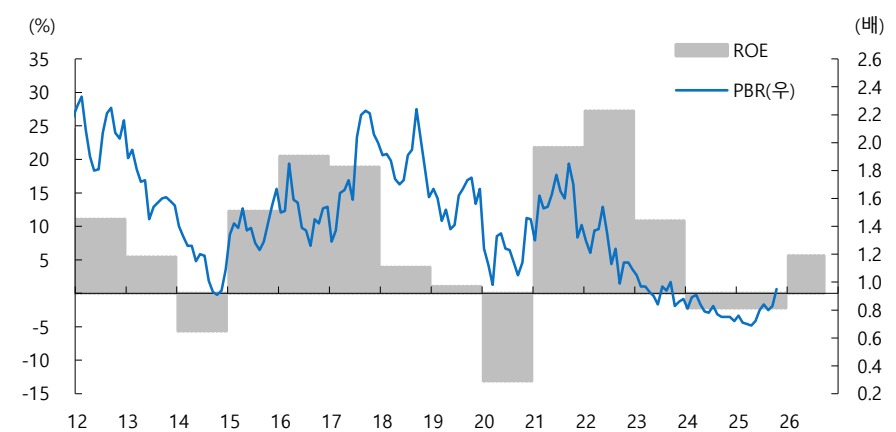
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,415	8,360	36,637	33,814	31,131
영업이익	454	161	-415	261	-22	-344	229	292	461	156	1,127
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.5%	1.3%	0.5%	3.6%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,694	6,506	28,804	26,532	23,851
영업이익	250	-95	-574	173	-57	-441	116	200	-245	-183	655
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.1%	-0.9%	-0.7%	2.7%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,016	1,115	4,703	4,293	4,557
영업이익	48	110	5.0	-28	-75	-35	-20	-5	135	-134	34
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.5%	2.9%	-3.1%	0.8%
윤활유											
매출액	767	811	745	807	791	755	705	739	3,130	2,989	2,723
영업이익	156	146	154	115.9	110	132	134	98	571	473	438
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	19.0%	13.2%	18.3%	15.8%	16.1%

자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL 2012년 이후 ROE-PBR 추이



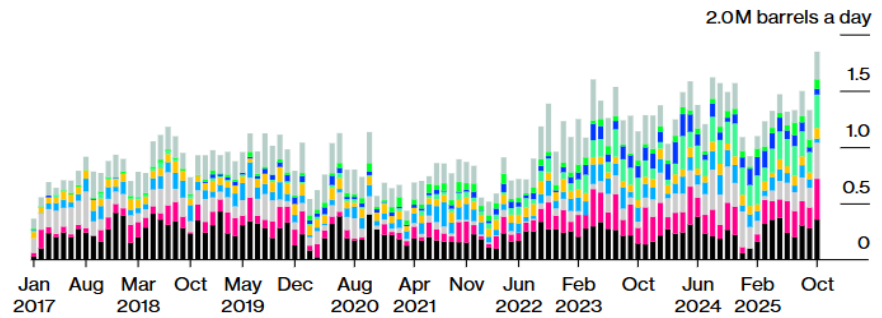
자료: iM증권 리서치본부

그림2. EU 디젤/항공유 수입량 및 국가별 규모 추이

Import Surge

Diesel and jet fuel arrivals to the EU on course for record high

■ Saudi Arabia ■ India ■ United States ■ United Arab Emirates ■ United Kingdom
 ■ Kuwait ■ Turkey ■ Egypt ■ Others



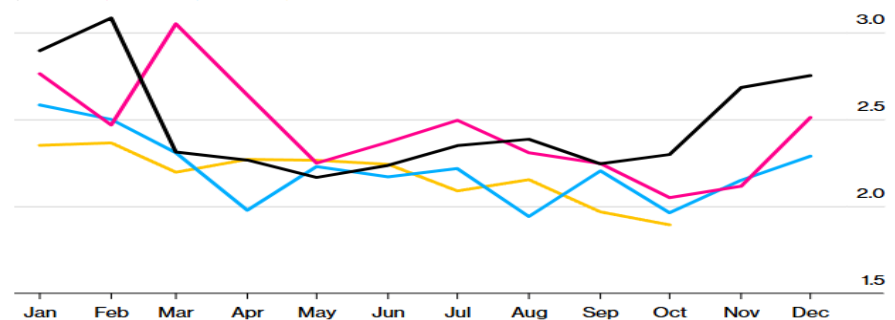
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 러시아 정제품 수출 추이: 25년 10월 수출량, 22년 러-우 전쟁 이후 최저치

Russia's Fuel Trend

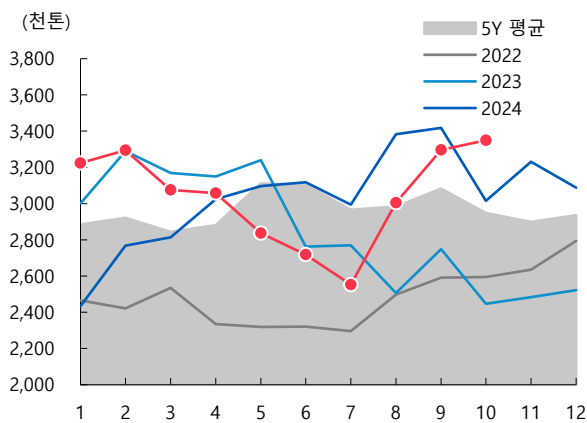
Russian fuel exports hit post-war low as refinery outages and sanctions take toll

■ 2022 ■ 2023 ■ 2024 ■ 2025



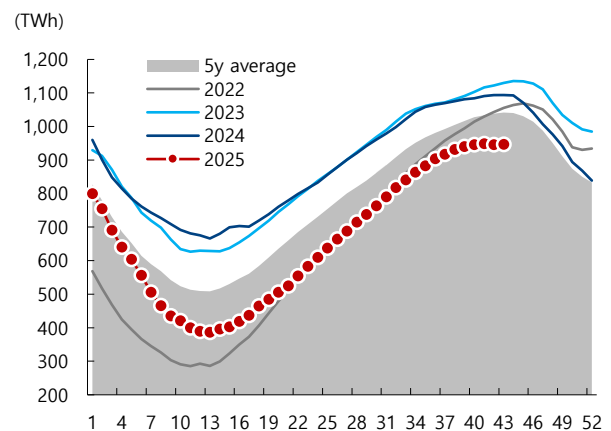
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 유럽 중간유분 재고 추이



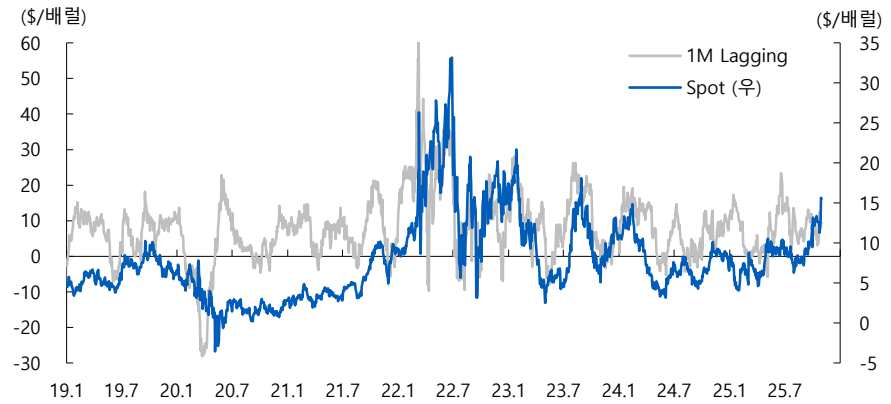
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 유럽 천연가스 재고 추이



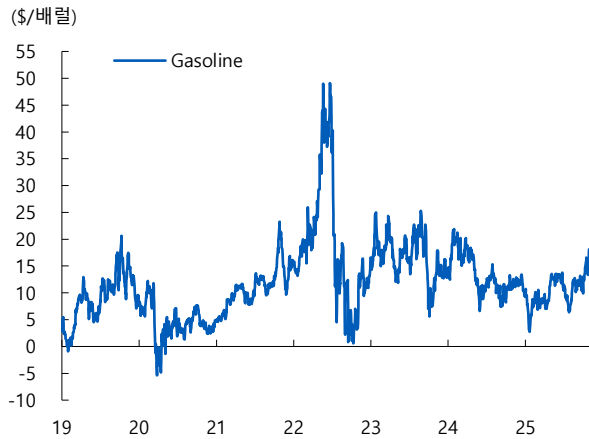
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 복합정제마진 추이



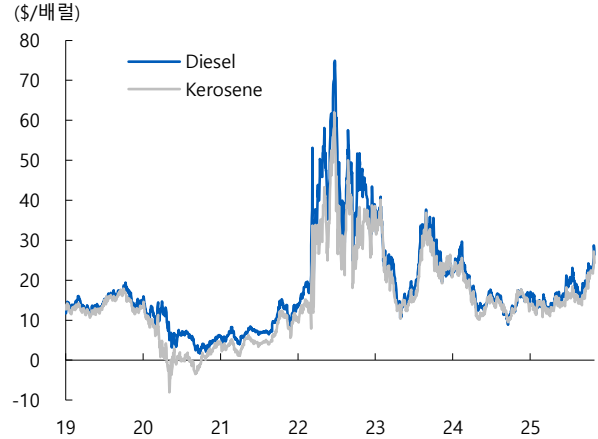
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 등/경유 마진 추이



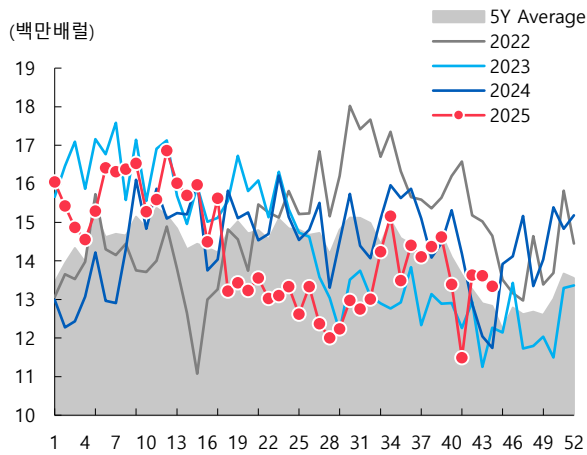
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

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	2025년 말
	미국 (California)	Valero Energy	정유소 2곳 폐쇄	23.6만b/d	2024.11	-
유럽	독일 (Gelsenkirchen)	BP	CDU 부분적 영구 폐쇄(유닛 5개)	8.6만b/d	2024.03	2025.2Q
	독일 (Wesseling)	Shell	정유소 폐쇄 후 기유 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

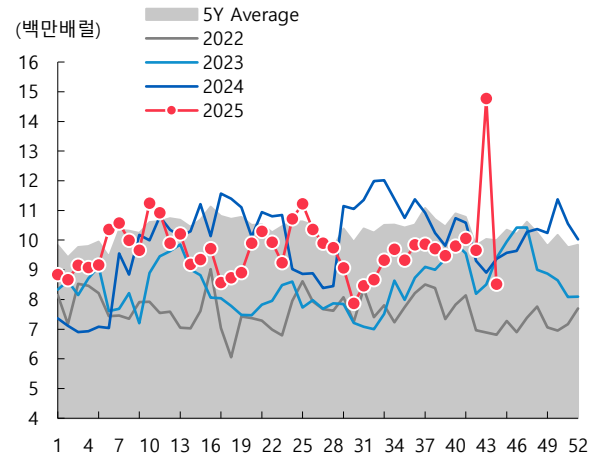
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림9. 싱가포르 경질유분 재고 추이



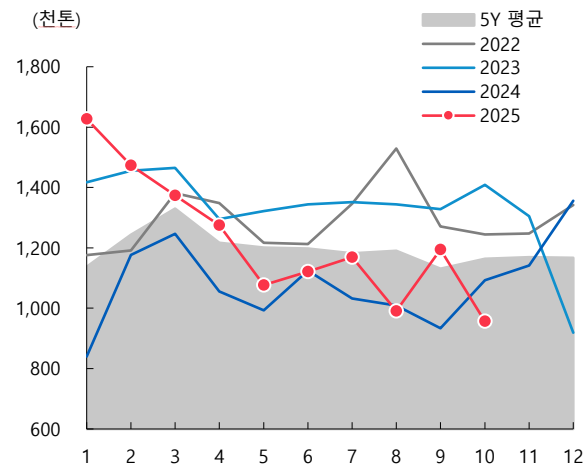
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 싱가포르 중간유분 재고 추이



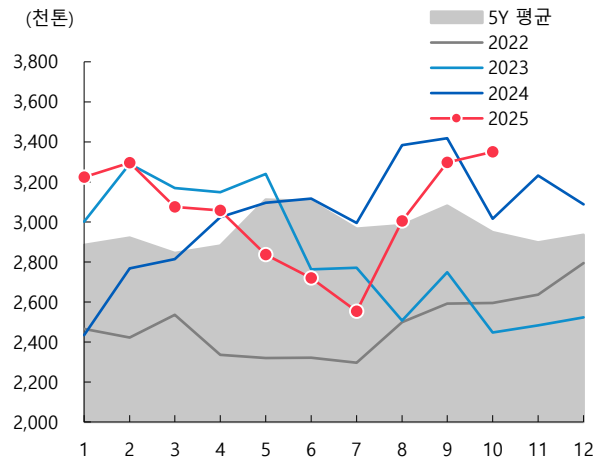
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 휘발유 재고 추이



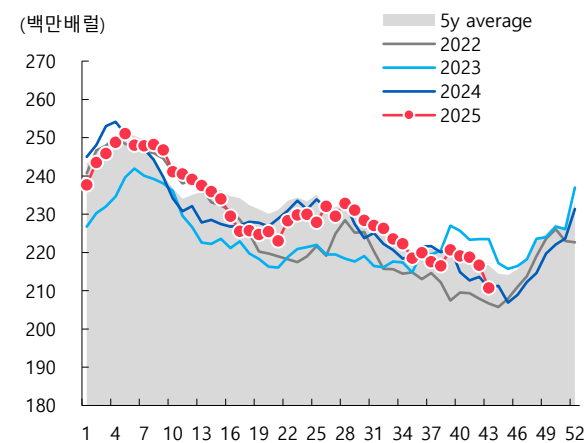
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 중간유분 재고 추이



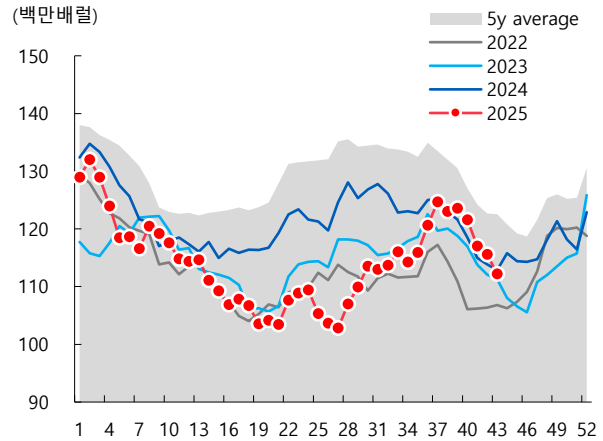
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 미국 휘발유 재고 추이



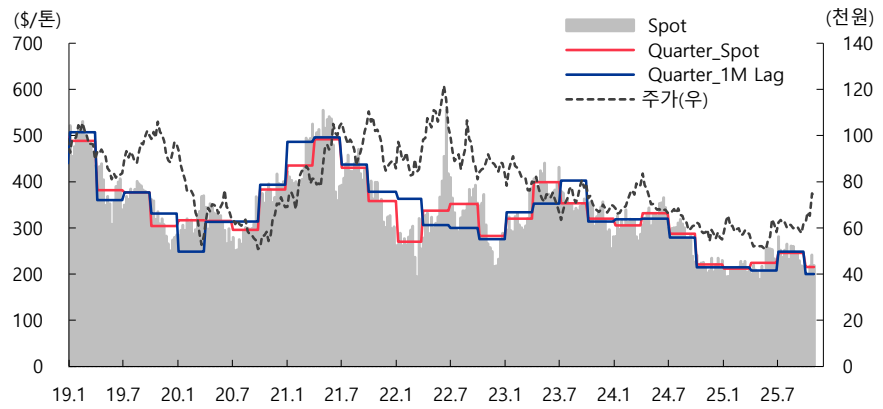
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 미국 중간유분 재고 추이



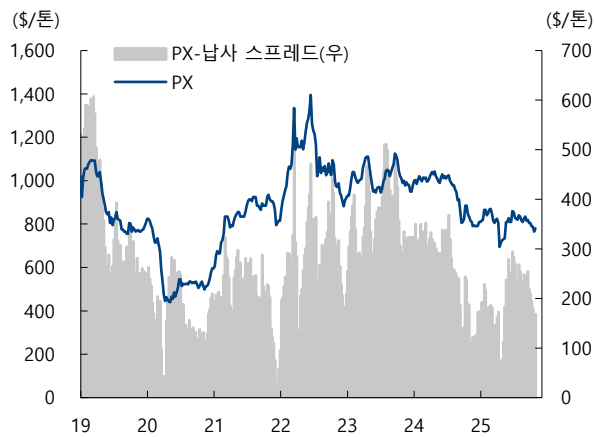
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



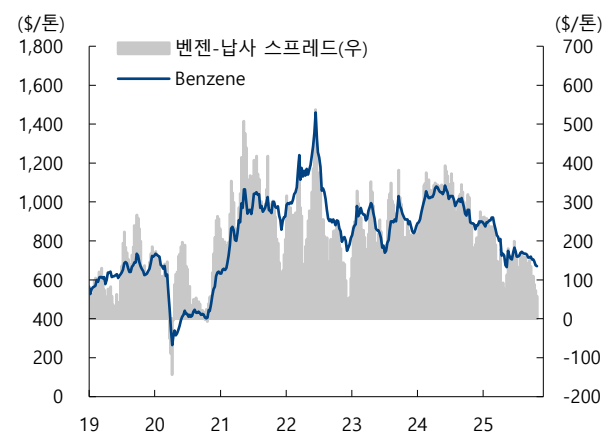
자료: iM증권 리서치본부

그림16. PX 가격 및 스프레드 추이



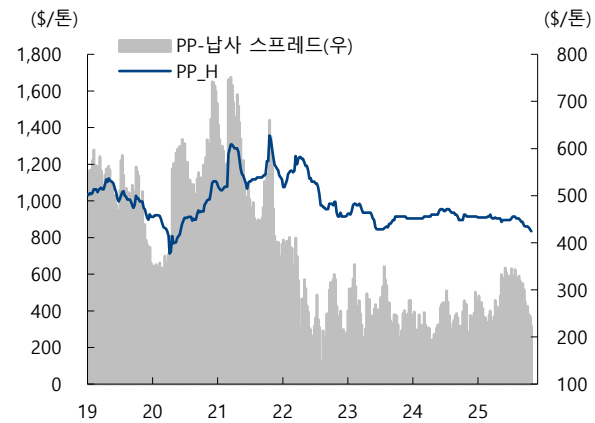
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림17. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



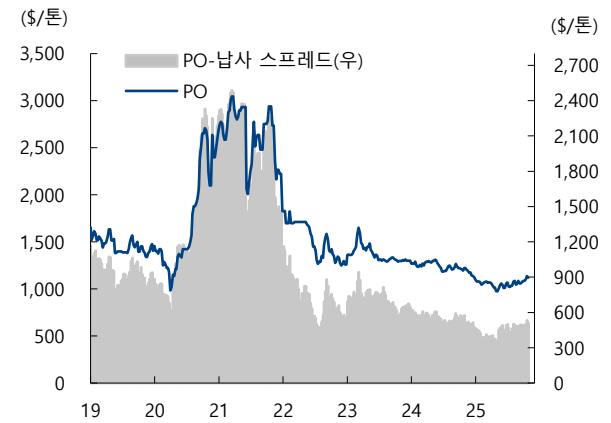
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림18. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림19. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

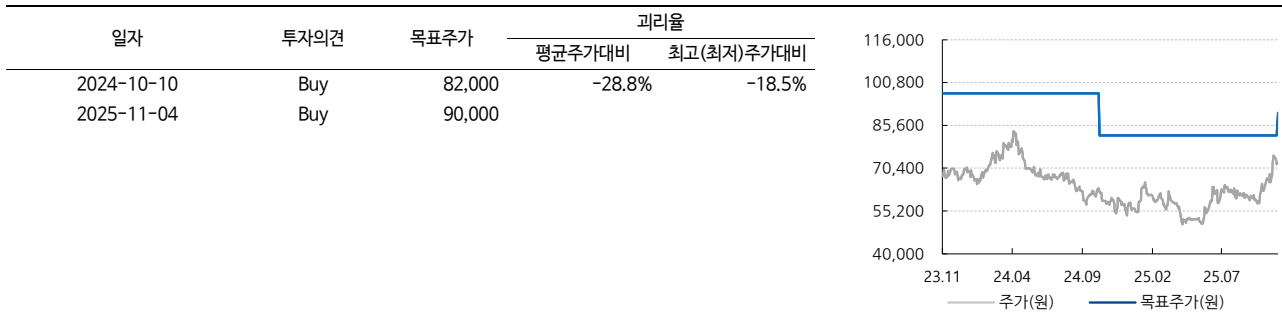
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,048	8,032	8,383	8,074	매출액	36,637	33,814	31,131	30,801
현금 및 현금성자산	1,946	1,429	2,289	2,039	증가율(%)	2.5	-7.7	-7.9	-1.1
단기금융자산	29	29	30	31	매출원가	35,411	32,972	29,380	29,142
매출채권	3,511	2,399	2,211	2,188	매출총이익	1,226	842	1,752	1,659
재고자산	4,493	4,103	3,777	3,737	판매비와관리비	804	686	624	621
비유동자산	14,403	17,733	18,920	18,762	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	13,582	16,857	18,050	17,893	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	149	135	123	116	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,451	25,766	27,303	26,836	영업이익	422	156	1,127	1,037
유동부채	11,657	12,437	12,991	12,628	증가율(%)	-68.8	-63.1	623.7	-8.0
매입채무	4,982	4,598	4,233	4,188	영업이익률(%)	1.2	0.5	3.6	3.4
단기차입금	3,355	4,155	4,655	3,855	이자수익	53	39	63	56
유동성장기부채	660	660	660	660	이자비용	283	285	315	276
비유동부채	4,099	4,799	5,299	4,799	지분법이익(손실)	6	6	6	6
사채	2,475	2,475	2,475	2,475	기타영업외손익	-317	-128	-137	-142
장기차입금	1,316	2,016	2,516	2,016	세전계속사업이익	-333	-254	664	606
부채총계	15,756	17,236	18,290	17,427	법인세비용	-139	-65	169	155
지배주주지분	8,696	8,529	9,013	9,409	세전계속이익률(%)	-0.9	-0.8	2.1	2.0
자본금	292	292	292	292	당기순이익	-193	-189	495	452
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	-0.5	-0.6	1.6	1.5
이익잉여금	7,030	6,824	7,267	7,622	지배주주귀속 순이익	-193	-189	495	452
기타자본항목	42	83	123	163	기타포괄이익	40	40	40	40
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-153	-149	535	492
자본총계	8,696	8,529	9,013	9,409	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,468	1,716	1,553	1,417	주당지표 (원)				
당기순이익	-193	-189	495	452	EPS	-1,656	-1,623	4,241	3,873
유형자산감가상각비	741	724	808	807	BPS	74,574	73,147	77,295	80,689
무형자산감가상각비	11	17	15	12	CFPS	4,793	4,737	11,292	10,898
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6	DPS	-	150	450	850
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,981	-1,967	-619	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,038	-4,000	-2,000	-650	PER			17.0	18.7
무형자산의 처분(취득)	-27	-3	-3	-5	PBR	0.7	1.0	0.9	0.9
금융상품의 증감	-2	-13	-	-	PCR	11.4	15.3	6.4	6.6
재무활동 현금흐름	1,539	1,403	901	-1,433	EV/EBITDA	10.4	17.8	8.3	8.1
단기금융부채의증감	221	800	500	-800	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,589	700	500	-500	ROE	-2.2	-2.2	5.6	4.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.2	2.7	6.3	6.0
배당금지급	-7	-7	-7	-7	부채비율	181.2	202.1	202.9	185.2
현금및현금성자산의증감	-17	-517	861	-250	순부채비율	67.1	92.0	88.6	73.7
기초현금및현금성자산	1,963	1,946	1,429	2,289	매출채권회전율(x)	11.2	11.4	13.5	14.0
기말현금및현금성자산	1,946	1,429	2,289	2,039	재고자산회전율(x)	8.0	7.9	7.9	8.2

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자 의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%