IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

S-Oil (010950)

같은 한 배럴, 윤활이 만드는 13배의 이익

매수 (유지)

목표주가 (유지)	210,000원
현재가 (11/2)	130,000원

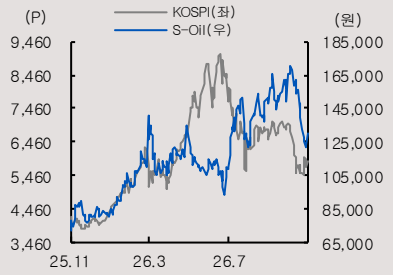
KOSPI (11/2)	5,859.08pt
시가총액	14,931십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	170,600원
최저가	71,800원
60일 일평균거래대금	58십억원
외국인 지분율	80.6%
배당수익률 (2026F)	0.9%

주주구성	
Aramco Downstream	63.43%
국민연금공단	9.94%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	9%	27%
절대기준	-22%	-3%	81%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	210,000	210,000	-
EPS(26)	29,077	22,683	▲
EPS(27)	22,501	21,046	▲

S-Oil 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

3분기 영업이익, 높아진 시장 기대치를 크게 상회

S-Oil의 올해 3분기 영업이익은 1조 4,067억원으로 전 분기 대비 45.8% 증가했으며, 최근 높아진 시장 기대치(1조 1,910억원)를 18.1% 상회했다. 전 사업부문의 실적이 개선된 가운데 윤활부문의 이익 증가가 특히 두드러졌다. 내수 최고가격제 시행과 재고 관련 손실(294억원)에도 수익성이 개선됐다는 점에서, 제품 공급 부족이 실제 이익 증가로 연결된 분기로 판단한다.

1) 정유부문 영업이익은 6,904억원으로 전 분기 대비 29.7% 증가했다. 글로벌 정유설비의 가동 차질과 낮은 제품 재고로 수출 정제마진이 높은 수준을 유지했다. 2) 윤활부문 영업이익은 7,427억원으로 전 분기 대비 55.5% 증가하며 분기 최대 실적을 경신했다. 중동의 생산 차질과 물류 제약이 장기화되면서 Group III 중심의 공급 부족이 이어졌기 때문이다. 윤활부문은 전사 영업이익의 52.8%를 차지했으며, 전 분기 대비 이익 증가분의 약 60%를 담당했다. 3) 석유화학부문은 전 분기 대비 적자가 축소되었다. 휘발유 혼합용 수요 확대로 인한 방향족 스프레드 개선에 기인한다.

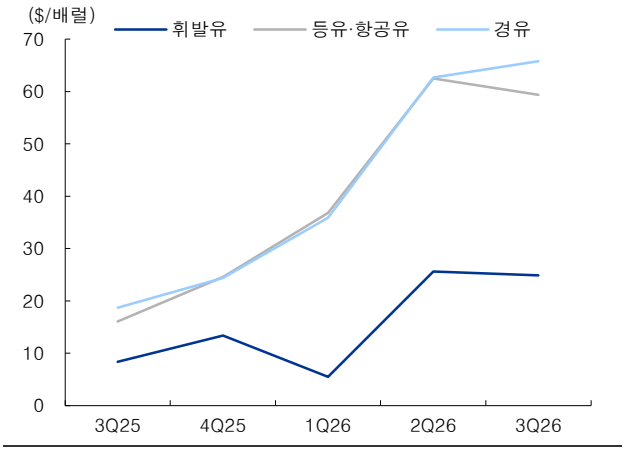
가동률을 반영해도 13배의 격차

윤활부문의 이익 창출력은 생산능력 기준으로 보든 실제 가동률을 반영하든 뚜렷하다. 정유와 윤활부문의 생산능력은 각각 하루 66.9만배럴과 4.47만배럴이다. 여기에 3분기 일수를 적용하면, 생산능력 기준 배럴당 영업이익은 정유 약 1.12만원, 윤활 약 18.06만원으로 윤활이 16.1배 높다. 3분기 가동률을 반영하면 CDU 원유 처리량은 약 4,985만배럴, 윤활기유 생산량은 약 399만배럴로 추산된다. 이 기준의 배럴당 영업이익은 정유 약 1.38만원, 윤활 약 18.62만원으로, 격차는 약 13.4배로 좁혀진다. 정유는 원유 투입량, 윤활은 기유 산출량 기준이라는 차이를 감안한 단순 비교다. 그럼에도 윤활기유 생산량이 CDU 처리량의 약 8%에 불과한데 영업이익은 정유부문보다 7.6% 많았다는 점은 주목할 만하다. 높은 가동률과 단위당 수익성이 함께 작용하면서 윤활부문이 전사 이익의 중심으로 올라선 것이다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	42,393	40,235	40,331
영업이익	422	236	4,724	3,482	3,364
세전이익	-333	173	4,649	3,452	3,443
지배주주순이익	-193	177	3,391	2,624	2,617
EPS(원)	-1,656	1,518	29,077	22,501	22,442
증가율(%)	-120.3	-191.7	1,816.1	-22.6	-0.3
영업이익률(%)	1.2	0.7	11.1	8.7	8.3
순이익률(%)	-0.5	0.5	8.0	6.5	6.5
ROE(%)	-2.2	2.0	32.2	19.7	16.7
PER	-33.1	54.7	4.5	5.8	5.8
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	14.9	3.5	3.8	3.3

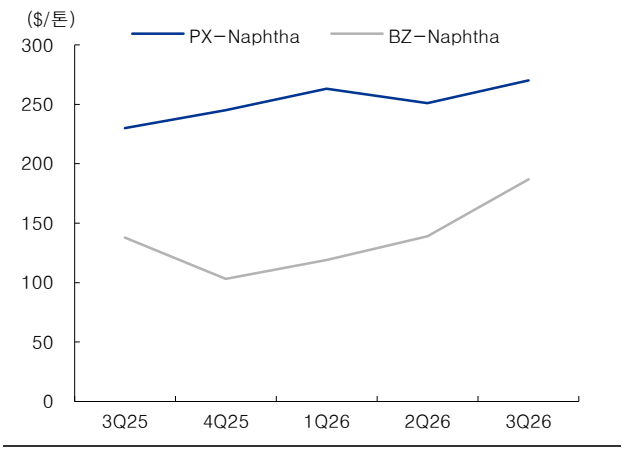
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 역내 주요 석유제품 크랙 추이



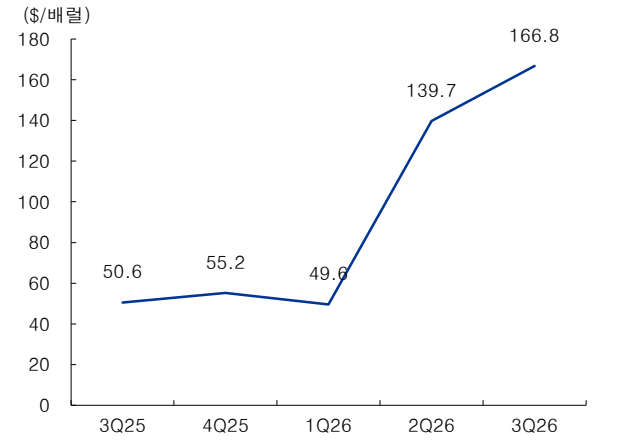
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 2. 역내 주요 방향족 제품 스프레드 추이



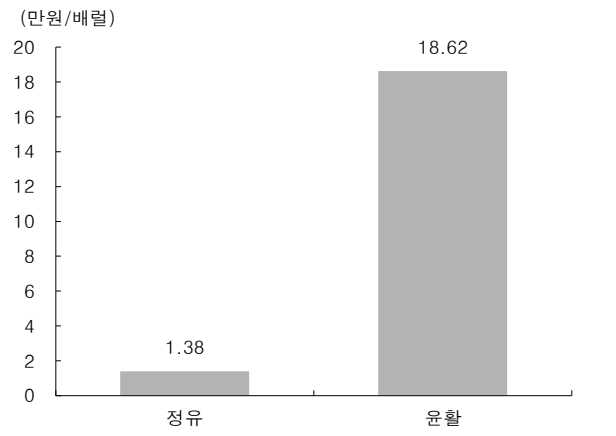
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 3. 역내 윤활기유 스프레드 추이



자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 4. S-Oil 3분기 배럴당 영업이익 비교(가동률 반영)



자료: S-Oil, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,343	11,969	10,138	36,637	34,247	42,393	40,235
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	9,065	7,827	28,804	27,005	33,022	31,138
화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,362	1,107	4,703	4,234	4,586	4,329
윤활	791	755	705	757	737	1,302	1,542	1,203	3,130	3,007	4,784	4,769
영업이익	-22	-344	229	372	1,231	965	1407	1,122	422	236	4,724	3,482
%OP	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.2%	13.8%	8.5%	11.8%	11.1%	1.2%	0.7%	11.1%	8.7%
정유	-57	-441	116	225	1,039	532	690	573	-273	-157	2,835	2,150
화학	-75	-35	-20	-8	26	-45	-26	6	127	-137	-39	74
윤활	110	132	134	207	167	477	743	543	568	582	1,929	1,258

자료: IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	42,393	40,235	40,331
증가율(%)	2.5	-6.5	23.8	-5.1	0.2
매출원가	35,411	33,204	36,722	35,863	36,077
매출총이익	1,226	1,043	5,670	4,372	4,254
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	13.4	10.9	10.5
판관비	804	808	946	890	890
판관비율(%)	2.2	2.4	2.2	2.2	2.2
영업이익	422	236	4,724	3,482	3,364
증가율(%)	-68.8	-44.2	1,905.0	-26.3	-3.4
영업이익률(%)	1.2	0.7	11.1	8.7	8.3
순금융손익	-444	-194	-264	25	111
이자손익	-229	-236	-142	-172	-86
기타	-215	42	-122	197	197
기타영업외손익	-317	128	178	-65	-45
종속/관계기업손익	6	4	10	10	13
세전이익	-333	173	4,649	3,452	3,443
법인세	-139	-4	1,258	829	826
법인세율	41.7	-2.3	27.1	24.0	24.0
계속사업이익	-193	177	3,391	2,624	2,617
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	3,391	2,624	2,617
증가율(%)	-120.3	-191.7	1,816.1	-22.6	-0.3
당기순이익률 (%)	-0.5	0.5	8.0	6.5	6.5
지배주주당기순이익	-193	177	3,391	2,624	2,617
기타포괄이익	40	15	1	0	0
총포괄이익	-153	192	3,392	2,624	2,617
EBITDA	1,174	1,043	5,893	4,621	4,461
증가율(%)	-43.4	-11.2	465.2	-21.6	-3.5
EBITDA마진율(%)	3.2	3.0	13.9	11.5	11.1

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048	8,616	12,345	15,626	18,781
현금및현금성자산	1,946	1,835	3,455	6,760	9,894
유가증권	11	8	0	0	0
매출채권	2,171	2,005	2,507	2,501	2,507
재고자산	4,493	4,164	5,909	5,893	5,907
비유동자산	14,403	17,941	18,988	18,297	17,652
유형자산	13,582	16,990	18,080	17,407	16,775
무형자산	149	150	146	129	115
투자자산	203	188	226	225	225
자산총계	24,451	26,557	31,333	33,923	36,433
유동부채	11,657	12,211	12,666	12,634	12,662
매입채무및기타채무	4,982	6,982	6,340	6,323	6,337
단기차입금	3,355	2,173	2,714	2,707	2,714
유동성장기부채	660	331	530	530	530
비유동부채	4,099	5,459	6,519	6,743	6,969
사채	2,475	3,554	3,265	3,265	3,265
장기차입금	1,316	1,478	2,778	3,003	3,228
부채총계	15,756	17,670	19,185	19,377	19,631
지배주주지분	8,696	8,887	12,147	14,546	16,802
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	44	45	0	0	0
이익잉여금	7,030	7,222	11,479	13,878	16,133
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	12,147	14,546	16,802
비이자부채	7807	9864	9897	9872	9894
총차입금	7,949	7,806	9,288	9,505	9,737
순차입금	5,992	5,964	5,833	2,746	-158

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,656	1,518	29,077	22,501	22,442
BPS	74,574	76,218	104,176	124,749	144,095
DPS	125	330	1,130	2,300	2,300
밸류에이션(배)					
PER	-33.1	54.7	4.5	5.8	5.8
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	14.9	3.5	3.8	3.3
성장성지표(%)					
매출증가율	2.5	-6.5	23.8	-5.1	0.2
EPS증가율	-120.3	-191.7	1,816.1	-22.6	-0.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.4	0.9	1.8	1.8
ROE	-2.2	2.0	32.2	19.7	16.7
ROA	-0.8	0.7	11.7	8.0	7.4
ROIC	-1.4	1.2	21.3	15.1	15.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	181.2	198.8	157.9	133.2	116.8
순차입금 비율(%)	68.9	67.1	48.0	18.9	-0.9
이자보상배율(배)	1.5	0.9	33.3	11.6	11.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.4	16.4	18.8	16.1	16.1
재고자산회전율	8.0	7.9	8.4	6.8	6.8
총자산회전율	1.6	1.3	1.5	1.2	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,468	3,942	2,014	3,627	3,543
당기순이익	-193	177	3,391	2,624	2,617
비현금성 비용 및 수익	1,328	1,054	1,958	1,169	1,017
유형자산감가상각비	741	791	1,150	1,123	1,082
무형자산상각비	11	16	19	16	15
운전자본변동	829	3,091	-2,943	6	-5
매출채권등의 감소	180	128	-471	7	-6
재고자산의 감소	209	304	-2,085	16	-14
매입채무등의 증가	751	1,888	-869	-17	15
기타 영업현금흐름	-496	-380	-392	-172	-86
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,783	-1,815	-415	-420
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,042	-3,906	-2,112	-450	-450
유형자산의 감소	3	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-27	1	1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	3	24	0	0
기타	39	119	271	35	30
재무활동 현금흐름	1,539	-270	1,419	93	12
차입금의 증가(감소)	592	243	1,291	225	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	947	-513	128	-132	-213
기타 및 조정	3	0	2	0	-1
현금의 증가	-17	-111	1,620	3,305	3,134
기초현금	1,963	1,946	1,835	3,455	6,760
기말현금	1,946	1,835	3,455	6,760	9,894

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

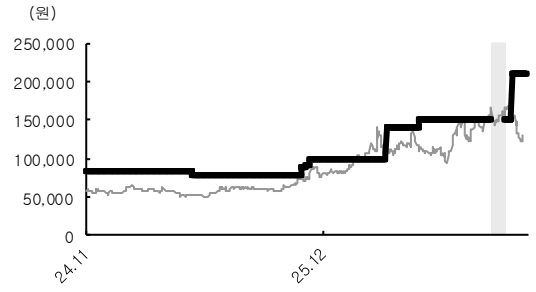
투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

S-Oil



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.10.07	매수	85,000	-30.98	-23.18
2025.03.31	매수	83,000	-36.69	-31.69
2025.04.29	매수	80,000	-24.78	-6.38
2025.10.27	매수	90,000	-18.98	-17.89
2025.11.04	매수	92,000	-17.23	-14.13
2025.11.11	매수	100,000	-5.03	41.30
2026.03.18	매수	140,000	-17.03	-3.93
2026.05.12	매수	150,000	-11.74	13.73
2026.10.14	매수	210,000	-34.49	-24.10
2026.11.02	매수	210,000		