2026.05.12

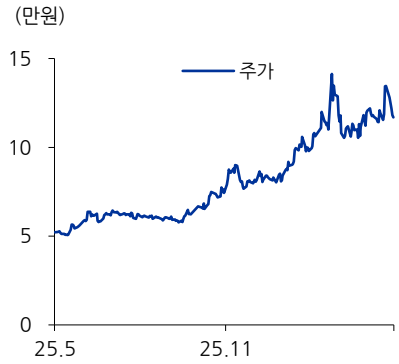
(010950)

S-Oil

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

안정적인 원유 수급 능력

투자의견	BUY(유지)
목표주가	126,000 원(유지)
현재주가	110,900 원(5/11)



- **[투자의견]** S-OIL에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 126,000원을 유지. 최고가격제 환급에 대한 불확실성이 해소될 경우 실적, DPS 상향 가능하며 목표주가도 추가 조정 예정
- **[1Q26 Review]** 매출액 8.9조원(+1.7%qoq, -0.5%yoy), 영업이익 1.2조원(+231%qoq, 흑전yoy)으로 당사 추정과 시장 컨센서스를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈 기록

  사업부별 영업이익 기준, 정유(1조390억원, +455%qoq, 흑전yoy): 2월말 중동 전쟁 발발·호르무즈 봉쇄로 두바이 유가가 3월 평균 129달러/배럴까지 급등. 재고평가이익이 5,248억원 인식됐으며, 등유/항공유 스프레드도 큰 폭 상승해 실적 개선. CDU 가동률은 정기보수 영향으로 85%(-10%pqoq)를 기록했으며 최고가격제 기회손실 2,600억원(19일)이 반영되었음에도 상당히 호실적이었다고 평가

  석유화학(255억원, 흑전qoq, 흑전yoy): 재고 이익(+871억원) 반영으로 흑자 전환했으나 구조적인 이익 체력 회복으로 보기는 어렵다고 판단. PX-납사 스프레드가 263달러/톤(+$18qoq)으로 개선됐으나 PP-프로필렌은 -25달러/톤(-$55qoq)으로 오히려 마진이 악화

  윤활(1,666억원, -18%qoq, +52%yoy): 타이트한 수급에도 원재료 급등으로 LBO-VGO 스프레드 50달러/배럴(-$5.6qoq)로 축소, 2Q26에는 래깅효과 해소와 함께 스프레드 회복 전망
- **[2Q26 Preview]** 매출액 10.1조원(+13%qoq, +26%yoy), 영업이익 5,077억원(-59%qoq, 흑전yoy) 전망. 전쟁 이후 원유 가격이 40% 오르는 동안 아시아 정제유 가격은 60% 이상 급등. 특히, 항공유와 경유의 강세가 지속되었으며 평년대비 양호한 실적 지속될 전망. 다만, 급등했던 OSP(사우디 프리미엄)와 분기 유가 하락, 최고가격제손실(9,000억원) 발생으로 분기 실적 감소는 불가피할 전망. 향후 보전에 따라 실적 상향 조정 가능
- **[투자포인트]**

  샤힌 프로젝트는 6월 말 기계적 완공이 목표이며, 계획 대비 정상 진행 중임을 확인. 현재 EPC 전체 공정 진행률은 96.9%(26년 4월 말 기준)로 TC2C 가열로, 저장탱크 설치가 완료됨. 폴리머 자동화창고 마감 및 지상배관 설치 진행 중이며, 예비 시운전 작업을 착수. 동사는 사우디 얀부를 통해 원유를 안정적으로 수급하고 있어 스팀크래커도 정상 가동 가능할 전망
- 동사는 사우디 아람코와 20년 장기계약을 맺고 있어 호르무즈 해협 봉쇄 리스크가 상대적으로 적다고 판단. 원유 카고는 2025년 평균 10 Cargo/월에서 2026년 3~4월 7.5 Cargo/월(정기보수 반영)를 도입했으며, 2026년 5~6월 10 Cargo/월로 복귀 계획. 안정적인 원료 수급 능력을 바탕으로 연간 CDU 풀가동 계획을 발표해 긍정적

시가총액(십억원)	12,485
발행주식수(천주)	112,583
52 주 최고	177,100 원
최저	50,000 원
52 주 일단 Beta	-0.11
60 일 평균 거래대금	1,249 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(25E)	2.7%
주주구성	
AramcoOverseasCompanyBV(외 6 인)	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	9.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-8.1	34.9	112.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	126,000	126,000	-
영업이익(26E)	2,349	4,162	▼
영업이익(27E)	2,191	2,191	-

12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	34,247	37,814	29,325
영업이익	236	2,349	2,191
세전손익	173	2,170	2,010
당기순이익	177	1,660	1,546
EPS(원)	1,572	14,745	13,731
증감률(%)	흑전	838.1	-6.9
PER(배)	52.8	7.5	8.1
ROE(%)	2.0	17.2	14.0
PBR(배)	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	15.0	6.1	6.1

유진투자증권

설명회 Q&A

Q1. 중동 전쟁 이후 원유 수급 변화 및 회사 대응 전략

- 회사는 하루 67 만 b/d 정제설비 보유, 정상 가동 위해 월 평균 10 항차 원유 필요
- 3~4 월 원유 도입량은 월 평균 7.5 항차로 감소했으나, 이는 중동 전쟁 영향이 아닌 정기보수 영향
- 5~6 월은 정상 가동에 필요한 월 평균 10 항차 확보 완료
- 원유 조달
  - · 사우디 얀부항 통한 우회 도입
  - · 울산 저장 사우디산 원유 활용
  - · UAE 푸자이라항 경유 우회 운송
  - · 정부 비축유 임차
  - · 알제르산 Saharan Blend 구매 계약 활용
- 사우디 아람코 및 정부·거래처와 협업 통해 안정적 원유 수급 유지 중
- 회사는 전사 리스크 관리 시스템 가동하며 공급 안정 및 수익성 극대화 대응 지속

Q2. 항공유·등경유 스프레드 강세 배경 및 전망

- 전쟁 이후 항공유 수급이 상대적으로 더 타이트하게 형성
- 유럽은 중동산 항공유 의존도가 높아 호르무즈 해협 봉쇄 영향이 크게 반영
- 중국의 석유제품 수출 금지 영향으로 항공유 공급 추가 감소
- 항공유 스프레드 강세 지속 중이나 변동성 확대 가능성 존재
- 중국은 5 월 50 만톤 규모 제품 수출 허용하며 수출 재개 움직임
- 항공사들도 고유가 영향으로 저수익 노선 운항 축소 등 수요 조정 진행 중
- 중간유분 스프레드는 당분간 강세 지속 전망

Q3. 중동 전쟁 종료 시 정유 업황 전망

- 종전 시 원유 및 정유제품 공급은 순차적 정상화 예상
- 다만 설비·인프라 피해 영향으로 공급 정상화는 연말 수준 예상
- 고유가 영향으로 2026 년 석유 수요 성장률은 기존 예상치 하회 중
- 종전 이후 유가 하락 시 수요 정상화 가능
- 전쟁 기간 중 감소한 재고 재축적 수요 발생하며 양호한 정제마진 지속 가능성 존재

Q4. 중간배당 계획

- FY26 배당 정책은 순이익의 20% 이상 유지 계획
- 상반기 이익 발생으로 중간배당 검토 중
- 다만 유가 하락 시 재고손실 가능성 및 경영환경 변동성 고려해 보수적 접근 예정
- 구체적 중간배당 규모는 하반기 이사회에서 결정 예정

Q5. 국내 석유 가격 상한제 영향 및 보상 논의

- 정부 가격 통제로 내수 판매가격이 국제 유가 상승분을 충분히 반영하지 못하는 상황
- 정유사는 공인회계법인 검증 후 정부 보상위원회 통해 손실 보전 요청 가능
- 다만 현재 손실 산정 기준 및 보상 시점은 미확정 상태
- 손실보상은 정부 통보 확정 시점에 손익 반영 예정

Q6. 중동 정제설비 차질 규모 및 전망

- 중동 지역 정제설비 및 물류 인프라 피해 지속
- 설비별 부분 가동·일시 셧다운 등으로 실시간 차질 규모 파악은 제한적
- 주요 석유 전망 기관에 따른 기준 중동 정제설비 차질 규모 전망
  - 4 월 270 만 b/d, 6 월 240 만 b/d, 8 월 160 만 b/d
- 원료 조달 차질 및 인프라 영향 복합 반영된 수치

Q7. 원유 조달처 다변화 영향

- 전쟁 이후 사우디 동서 파이프라인 활용해 얀부항 경유 원유 도입 확대
- Arab Light 비중 상승하며 투입 원유 경질화 진행
- CDU 가동 및 잔사유 생산량 변화로 고도화설비 가동률 일부 조정 가능
- 시장 상황 및 제품 수요 고려해 유연하게 설비 운영 중

Q8. 1Q26 재고 관련 효과

- 총 재고 관련 이익 +6,434 억원
  · 정유 +5,248 억원, 석유화학 +871 억원, 윤활 +315 억원

Q9. 향후 배당 확대 가능성

- FY25~FY26 배당성향: 당기순이익의 20% 이상 유지 계획
- 2026 년 이후 이익 증가 시 배당금 증가 가능. 배당성향도 이익 확대 시 소폭 상향 가능

Q10. 2Q26~하반기 정유 업황 및 가동률 전망

- 4~5 월 제품 재고 매우 낮은 수준 유지 중
- 4 월 평균 스프레드
  · 휘발유 약 25 달러/배럴
  · 등경유 약 70 달러/배럴
- 공급 차질 영향 지속되며 2Q26 및 하반기 정제마진 견조 전망
- 5~6 월 충분한 원유 확보로 정상 가동 가능
- 하반기도 추가 변수 없을 경우 정상 가동 예상
- 연내 추가 대규모 정기보수 계획 없음

Q11. 2Q26~하반기 정유 업황 및 가동률 전망

- TC2C 설비 통해 원유·헤드오일 기반 납사 생산 후 전량 스팀크래커 투입 구조

- 내부 원재료 조달 기반으로 원가운영 안정성 확보 가능

- 프로젝트 일정 변화 없음

  · 1H26 기계적 완공, 2H26 시운전, 2027 년초 상업가동 예정

- 중동 전쟁 영향으로 단기 수익성 변동성은 높은 상황

- 다만 중장기 석유화학 스프레드 개선 전망 유지

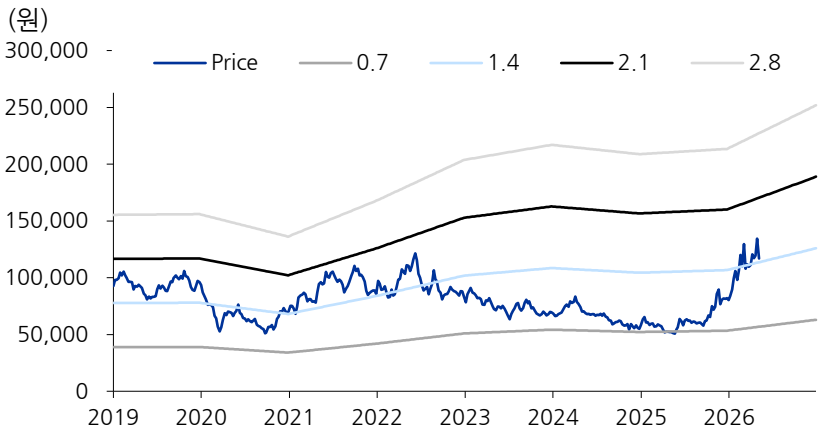
- 장기적으로 손익 기여 확대 기대

연간 실적 변경 내역

	수정전		수정후		변경률	
(단위: 십억원, %)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	38,523	29,067	37,814	29,325	(1.8)	0.9
영업이익	4,162	2,191	2,349	2,191	(43.6)	0.0
영업이익률(%)	10.8	7.5	6.2	7.5	(4.6)	(0.1)
EBITDA	5,223	3,266	3,411	3,266	(34.7)	0.0
EBITDA 이익률(%)	13.6	11.2	9.0	11.1	(4.5)	(0.1)
순이익	3,047	1,546	1,660	1,546	(45.5)	0.0

자료: 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	**8,991**	**8,049**	**8,415**	**8,793**	**8,943**	**10,107**	**9,842**	**8,922**	**34,247**	**37,814**	**29,325**
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	8,101	7,799	6,930	27,005	29,931	21,350
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,143	1,206	1,243	4,234	4,697	4,805
윤활유	791	755	705	757	737	863	837	749	3,007	3,186	3,170
영업이익	**(22)**	**(344)**	**229**	**372**	**1,231**	**508**	**436**	**174**	**236**	**2,349**	**2,191**
정유	(57)	(441)	116	225	1,039	372	234	(78)	(157)	1,567	931
석유화학	(75)	(35)	(20)	(8)	26	1	11	34	(137)	72	515
윤활유	110	132	134	207	167	135	190	218	582	710	745
OPM(%)	**(0.2)**	**(4.3)**	**2.7**	**4.2**	**13.8**	**5.0**	**4.4**	**2.0**	**0.7**	**6.2**	**7.5**
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	14.6	4.6	3.0	(1.1)	(0.6)	5.2	4.4
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	2.3	0.1	0.9	2.7	(3.2)	1.5	10.7
윤활유	13.9	17.5	19.0	27.3	22.6	15.6	22.7	29.1	19.4	22.3	23.5

자료: S-Oil, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	24,451	26,557	30,056	28,520	28,975
유동자산	10,048	8,616	9,879	8,290	8,524
현금성자산	2,005	1,873	1,744	1,977	2,135
매출채권	3,479	2,554	3,331	2,583	2,614
재고자산	4,493	4,164	4,780	3,707	3,751
비유동자산	14,403	17,941	20,177	20,230	20,451
투자자산	673	802	885	687	695
유형자산	13,582	16,990	19,156	19,419	19,643
기타	149	150	136	124	113
부채총계	15,756	17,670	19,593	16,862	16,598
유동부채	11,657	12,211	12,099	9,366	9,101
매입채무	7,410	9,385	9,272	7,191	7,277
유동성이자부채	4,071	2,635	2,635	1,984	1,633
기타	175	191	191	191	191
비유동부채	4,099	5,459	7,495	7,496	7,497
비유동이자부채	3,934	5,303	7,338	7,338	7,338
기타	165	156	157	158	160
자본총계	8,696	8,887	10,462	11,658	12,377
지배지분	8,696	8,887	10,462	11,658	12,377
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,222	8,843	10,039	10,758
기타	42	43	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	10,462	11,658	12,377
총차입금	8,005	7,938	9,973	9,322	8,971
순차입금	6,001	6,065	8,228	7,345	6,836

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	37,814	29,325	29,677
증가율(%)	2.5	(6.5)	10.4	(22.4)	1.2
매출원가	35,411	33,204	34,508	26,148	27,155
매출총이익	1,226	1,043	3,306	3,177	2,523
판매 및 일반관리비	804	808	957	986	998
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	422	236	2,349	2,191	1,525
증가율(%)	(68.8)	(44.2)	896.9	(6.7)	(30.4)
EBITDA	1,174	1,043	3,411	3,266	2,610
증가율(%)	(43.4)	(11.2)	227.1	(4.3)	(20.1)
영업외손익	(755)	(62)	(179)	(181)	(177)
이자수익	57	43	48	49	50
이자비용	283	276	285	291	293
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(529)	170	58	61	66
세전순이익	(333)	173	2,170	2,010	1,348
증가율(%)	적전	흑전	1,152.8	(7.4)	(32.9)
법인세비용	(139)	(4)	510	464	315
당기순이익	(193)	177	1,660	1,546	1,034
증가율(%)	적전	흑전	838.1	(6.9)	(33.1)
지배주주지분	(193)	177	1,660	1,546	1,034
증가율(%)	적전	흑전	838.1	(6.9)	(33.1)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(1,715)	1,572	14,745	13,731	9,181
증가율(%)	적전	흑전	838.1	(6.9)	(33.1)
수정EPS(원)	(1,715)	1,572	14,638	13,634	9,087
증가율(%)	적전	흑전	831.3	(6.9)	(33.3)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	1,468	3,942	3,138	2,525	2,124
당기순이익	(193)	177	1,660	1,546	1,034
자산상각비	752	807	1,062	1,075	1,086
기타비현금성손익	426	(259)	1,921	165	(6)
운전자본증감	829	3,091	(1,504)	(261)	11
매출채권감소(증가)	180	128	(777)	748	(31)
재고자산감소(증가)	209	304	(615)	1,073	(44)
매입채무증가(감소)	751	1,888	(112)	(2,082)	86
기타	(310)	772	0	0	0
투자현금	(3,027)	(3,783)	(3,228)	(1,291)	(1,300)
단기투자자산감소	3	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(15)	35	(1)
설비투자	(3,042)	(3,906)	(3,211)	(1,324)	(1,296)
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산처분	(27)	1	(3)	(3)	(3)
재무현금	1,539	(270)	(39)	(1,001)	(666)
차입금증가	1,810	(165)	0	(651)	(351)
자본증가	(189)	(0)	(39)	(350)	(315)
배당금지급	(189)	(0)	39	350	315
현금 증감	(17)	(111)	(129)	232	158
기초현금	1,963	1,946	1,835	1,706	1,938
기말현금	1,946	1,835	1,706	1,938	2,096
Gross Cash flow	1,135	1,231	4,642	2,785	2,114
Gross Investment	2,201	689	4,733	1,552	1,289
Free Cash Flow	(1,067)	541	(90)	1,233	824

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,715)	1,572	14,745	13,731	9,181
BPS	74,574	76,218	89,725	99,982	106,145
DPS	125	330	3,000	2,700	2,600
밸류에이션(배,%)					
PER	-	52.8	7.5	8.1	12.1
PBR	0.7	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	10.5	15.0	6.1	6.1	7.5
배당수익율	0.2	0.4	2.7	2.4	2.3
PCR	5.6	7.9	2.8	4.6	6.1
수익성(%)					
영업이익율	1.2	0.7	6.2	7.5	5.1
EBITDA이익율	3.2	3.0	9.0	11.1	8.8
순이익율	(0.5)	0.5	4.4	5.3	3.5
ROE	(2.2)	2.0	17.2	14.0	8.6
ROIC	2.2	1.2	10.8	9.0	6.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	69.0	68.2	78.6	63.0	55.2
유동비율	86.2	70.6	81.7	88.5	93.7
이자보상배율	1.5	0.9	8.2	7.5	5.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.6	1.3	1.3	1.0	1.0
매출채권회전율	11.3	11.4	12.9	9.9	11.4
재고자산회전율	8.0	7.9	8.5	6.9	8.0
매입채무회전율	5.4	4.1	4.1	3.6	4.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

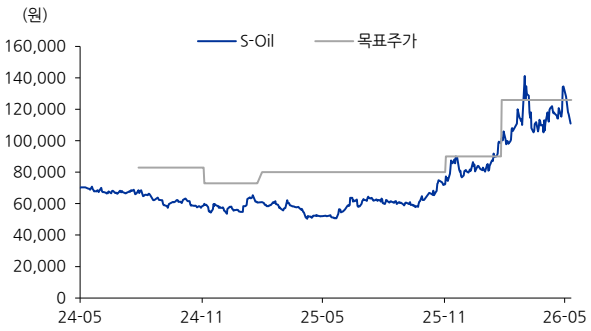
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-07-29	Buy	83,000	1년	-25.7	-17.5
2024-11-05	Buy	73,000	1년	-20.1	-10.5
2025-01-31	Buy	80,000	1년	-25.7	-6.4
2025-07-28	Buy	80,000	1년	-21.1	-6.4
2025-11-04	Buy	90,000	1년	-6.4	10.6
2026-01-27	Buy	126,000	1년	-9.6	12.1
2026-05-12	Buy	126,000	1년		

S-Oil(010950.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현