

S-Oil (010950)

앞으로 1년간, 3가지 투자매력이 이어진다!

2026년 하반기, OSP 마이너스 구간 진입

2026년 하반기, 원유 조달비용이 낮아진다. 종전으로, 이란은 8년만에 원유수출 제한이 없어질 뿐만 아니라, OPEC을 탈퇴한 UAE도 원유 수출에 적극 나서게 되면서, 중동산 원유의 수출 경쟁이 심해진다. 특히, 2가지 효과를 기대할 수 있다. ① Dubai원유 가격이 WTI 및 Brent 원유보다 낮아진다. 제일 싸진다는 의미이다. ② 중동산 원유 OSP(Official Selling Price Differentials)가 마이너스(-) 구간에 진입한다. 사우디 원유 의존도가 95%인 S-Oil(주)은 OSP $\Delta 1\$$ 하락하면, 연간 4,000 ~ 5,000억원 이익이 늘어난다.

2027년 초, 샤힌프로젝트 가동 성과

2026년 4분기부터 샤힌 프로젝트 설비(싼 heavy Oil과 나프타로, 에틸렌 180만톤을 생산)에서 이익 효과를 기대할 수 있다. 샤힌 프로젝트는 아시아 경쟁 NCC업체 보다 $\Delta 20 \sim \Delta 30\%$ 정도 생산 원가가 낮게 설계되어 있기 때문이다. 수직 계열화된 주요 NCC설비의 1톤당 에틸렌 원가는 250\$ 수준인 반면, 샤힌프로젝트는 170\$ 정도로 낮다. ① 저가의 Heavy Oil과 더불어, 자체 나프타로 운송비용을 절감할 수 있다. ② 2개의 LNG 발전소가 동시에 가동되어, 톤당 에너지 비용도 절감할 수 있다. 참고로, 2026년 6월 제품가격을 적용하면, 연간 영업이익 3,000억원이 가능하다.

2027년 주당 배당금 1만원 가능(!)

2027년 고배당으로 회귀할 것이다. 종전에도 불구하고, 실적 강세가 이어지는 반면, 설비투자가 마무리되기 때문이다. 연간 영업이익 규모는 2025년 2,356억원에서 2026년 4.3조원(유가상승+정제마진 개선), 2027년 3.1조원(OSP하락+샤힌프로젝트) 등이다. 샤힌프로젝트 약 10조원 투자가 마무리되면서, 2027년부터 Capex는 5,000억원으로 낮아진다. 배당성향도 20%에서 40 ~ 50%으로 높아져, 주당 배당금 8,000 ~ 1만원도 가능해 보인다. 배당수익률 10%!



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 175,000원 (M)
직전 목표주가 175,000원
현재주가 (06/29) 103,700원
상승여력 69%

시가총액	116,748억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	547억원
60일 평균 거래량	479,091주
52주 고/저	141,300원 / 57,800원
외인지분율	79.75%
배당수익률	0.40%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	(3.4) (5.5) 78.2
상대	(2.5) (38.8) (35.1)
절대 (달러환산)	(5.0) (6.9) 57.9

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	123,731	53.7	38.4	118,454	4.5
영업이익	9,224	흑전	-25.1	9,059	1.8
세전계속사업이익	7,715	흑전	-22.2	7,523	2.6
지배순이익	5,849	흑전	-18.9	6,848	-14.6
영업이익률 (%)	7.5	흑전	-6.3 %pt	7.6	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.7	흑전	-3.4 %pt	5.8	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

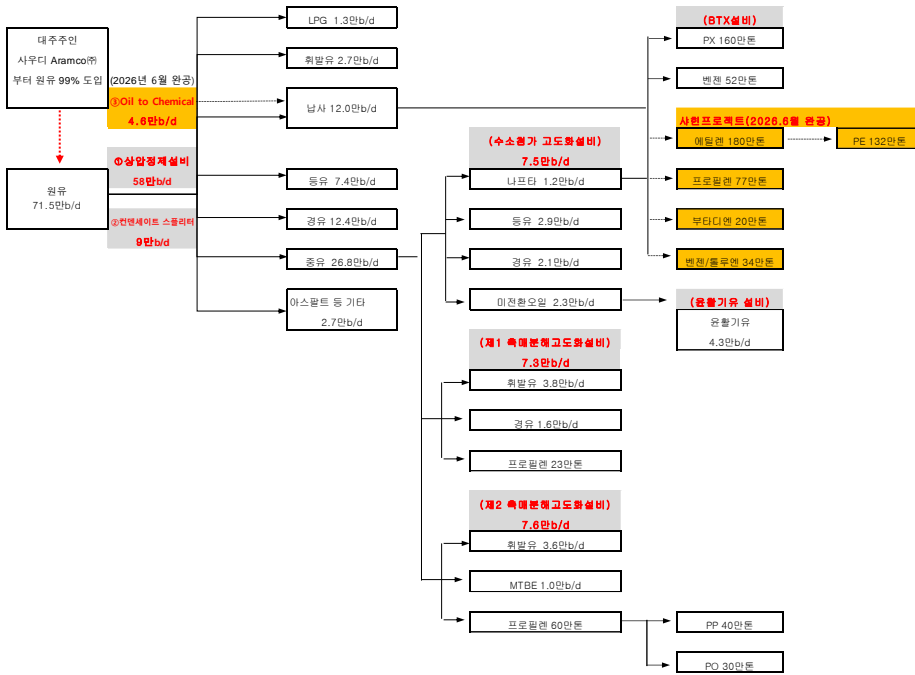
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	366,370	342,470	428,614	404,964
영업이익	4,222	2,356	42,579	31,156
지배순이익	-1,930	1,770	29,057	23,672
PER	-38.6	40.6	4.0	5.0
PBR	0.9	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.6	12.8	3.0	3.0
ROE	-2.2	2.0	28.2	18.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

그림 1. S-오일의 생산프로세스 : 2026년 6월, 대형 석화설비인 사한프로젝트(Crude Oil to Chemicals) 완공



주요제품 설명)
 LPG : 부탄, 프로판으로, 난방연료, 자동차 연료로 사용
 휘발유 : 자동차 연료
 납사 : 석유화학 원료로 사용
 등유 : 난방용 또는 항공기 연료로 사용
 경유 : 자동차, 트랙터, 산업용 발전 연료로 사용
 중유 : 발전연료, 선박 연료로 사용

PX : 폴리에스터 섬유의 핵심 원료임
 벤젠 : 전기절연성을 가져서, 주로 IT, 자동차 소재 등에 사용됨
 PP : 딱딱한 플라스틱으로, 장난감, 자동차 범퍼등에 사용
 PO : 인조가죽, 보냉재 등 우레탄 핵심 원료로 사용
 에틸렌 : PE 등의 원료로 사용되는 기초 화학제품
 PE : 포장재, 파이프 등에 사용되는 범용 제품
 부타디엔 : 합성고무 원료로 사용

운활기유 : 자동차 엔진오일 등에 사용되는 점성을 가진 기초 원료

자료: 유안타증권 리서치센터

표 1. S-Oil(주) 실적 추정치 : 2025년 영업이익 0.2조원 → [2026년 1분기 1.2조원 → 2분기 0.9조원(e)] → 2026년 4.3조원(e) → 2027년 3.1조원(e)

[국제유가]	이런原油수출 확대로 약세	이런수출 재통제	Covid 수요급락	우크라이나 전쟁 유가 강세	OPEC 증산	정유업황		Covid 수요 급락		정유설비 폐쇄 사이클		타이트한 공급속에 정유사이클 호황													
						S-Oil 증산		고도와 설비 투자시기		증설 휴지기		10조원 사린프로젝트 투자 및 완공													
						글로벌 수요회복 및 정유업황 강세 시기	Covid로 수요 급락	정유설비 폐쇄 사이클	타이트한 공급속에 정유사이클 호황																
연간실적	2025				2026				2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E				
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E																	
생산 Capa																									
심양정제설비 (만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9			
고도화정제설비(FCC+HOU) (만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5		
Ethylene (만톤)								45.0															180.0		
HDPE/LDPE (만톤)								33.0																132.0	
부타디엔 (만톤)								5.0																20.0	
PX (만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	
벤젠 (만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	20.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	61.0	82.0	
프로필렌 (만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	39.9	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	101.9	159.6
PP (만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	22.6	22.6	22.6	20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
PO (만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	15.0	15.0	15.0	15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
윤활기유 (만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
주요제품 가격																									
휘발유(95RON) \$/bbl	83.0	76.8	78.4	77.0	93.4	125.0	100.0	92.0	69.5	56.5	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	88.6	78.8	102.6	90.0				
경유(5ppm) \$/bbl	90.2	81.9	87.9	86.7	119.1	160.0	115.0	105.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	86.7	124.8	100.0				
중유 \$/bbl	90.2	81.1	86.2	87.5	119.7	168.0	116.0	106.0	64.8	52.4	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	86.3	127.4	101.0				
B/C유 \$/bbl	75.1	68.7	64.5	56.5	80.6	102.0	80.0	75.0	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	66.2	84.4	75.0				
나프타 \$/bbl	71.4	62.4	63.3	60.3	83.3	106.0	70.0	73.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.2	64.4	82.8	73.0				
두바이유(원자표) \$/bbl	76.1	66.7	69.9	63.6	90.0	98.3	80.0	80.0	61.9	40.3	52.9	68.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	87.3	80.0				
에틸렌 \$/MT																							1,010		
HDPE \$/MT																								1,140	
부타디엔 \$/MT																								1,485	
프로필렌 \$/MT	830	782	756	731	870	1,190	990	1,010	788	719	879	1,036	893	801	1,013	1,032	846	833	770	1,015	1,010				
벤젠 \$/MT	889	747	732	674	850	1,070	910	910	679	646	824	822	640	467	917	1,038	916	1,004	761	935	910				
PX \$/MT	854	806	832	825	1,010	1,180	1,010	1,060	823	778	832	1,053	881	560	844	1,038	1,033	966	829	1,055	1,060				
PO (프로필렌+550S) \$/MT	1,367	1,380	1,312	1,306	1,281	1,420	1,740	1,540				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,341	1,485	1,565				
PP(빙송) \$/MT	936	953	952	841	940	1,230	1,120	1,140				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	937	920	1,123	1,140				
나프타(원자표) \$/MT	663	578	591	562	710	912	760	760	497	406	500	617	526	383	651	789	654	683	588	766	760				
윤활기유 \$/bbl	120	118	124	119	121	210	170	150	84	82	97	111	96	79	134	166	154	131	120	163	130				
환율 원/달러	1,452	1,403	1,387	1,451	1,465	1,500	1,500	1,490	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,232	1,306	1,364	1,423	1,489	1,400				
사업부문별 스프레드																									
심기물정제마진(S-Oil(주)기준) \$/bbl	1.4	4.4	4.4	8.9	15.0	35.0	30.0	20.0	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	4.8	25.0	15.0				
사우디OSP(50%경질유+50%중질유) \$/bbl	1.8	1.9	2.0	1.4	-0.3	10.5	5.0	-0.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.8	3.7	-1.0				
OSP반정추 심기물정제마진 \$/bbl	-0.4	2.5	2.4	7.5	15.3	24.5	25.0	20.5	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	3.0	21.3	16.0				
석화마진 \$/MT	242	272	262	260	259	286	303	294	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	259	285	310				
매출액 억원	89,905	80,485	84,154	87,926	89,427	123,731	108,243	107,213	178,903	163,218	208,914	254,833	243,942	168,297	274,638	424,460	357,287	366,370	342,470	428,614	404,964				
정유부문 억원	70,720	62,599	66,943	69,792	71,013	97,661	85,954	82,270	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	270,054	336,896	281,724				
석화부문 억원	11,280	10,337	10,163	10,561	11,044	13,697	11,558	15,071	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	42,341	51,370	90,425				
윤활기유부문 억원	7,904	7,549	7,047	7,684	7,370	12,373	10,731	9,872	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	30,184	40,346	32,814				
영업이익 억원	-215	-3,440	2,292	3,719	12,311	9,224	8,937	12,107	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,408	34,052	13,546	4,222	2,356	42,579	31,156				
원유재정가별 영업이익(E) 억원	-337	-1,607	2,340	4,593	7,061	5,224	14,937	14,107	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	4,989	41,329	34,156				
정유부문 억원	-568	-4,411	1,155	1,993	10,380	5,512	5,732	8,409	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,686	-1,831	30,043	17,476				
석화부문 억원	-745	-349	-199	-211	255	111	223	671	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,504	1,260	7,051				
윤활기유부문 억원	1,097	1,318	1,336	1,937	1,666	3,601	2,982	3,028	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,880	11,107	8,105	5,682	5,688	11,277	6,629				
영업이익률 %	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.2%	13.8%	7.5%	8.3%	11.3%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	0.7%	9.9%	7.7%				
원유재정가별 영업이익(E) %	-0.4%	-2.0%	2.8%	5.2%	7.9%	4.2%	13.8%	13.2%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	1.5%	9.6%	8.4%				
정유부문 %	-0.8%	-7.0%	1.7%	2.9%	14.6%	5.6%	6.7%	10.2%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-0.7%	8.9%	6.2%				
석화부문 %	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	2.3%	0.8%	1.9%	4.5%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.6%	2.5%	7.8%				
윤활기유부문 %	13.9%	17.5%	19.0%	25.2%	22.6%	29.1%	27.8%	30.7%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	18.8%	28.0%	20.2%				
<																									

표 2. S-Oil(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	2Q26E	2026E	2027E	2Q26E	2026E	2027E	2Q26E	2026E	2027E
매출액	125,380	463,019	406,542	123,731	428,614	404,964	△1.3%	△7.4%	△0.4%
영업이익	13,777	32,058	20,720	9,224	42,579	31,156	△33.0%	32.8%	50.4%
OPM	11.0%	6.9%	5.1%	7.5%	9.9%	7.7%	△3.5%	3.0%	2.6%
세전이익	15,656	31,932	21,892	7,715	38,730	31,223	△50.7%	21.3%	42.6%
지배순이익	11,869	23,904	16,599	5,849	29,057	23,672	△50.7%	21.6%	42.6%

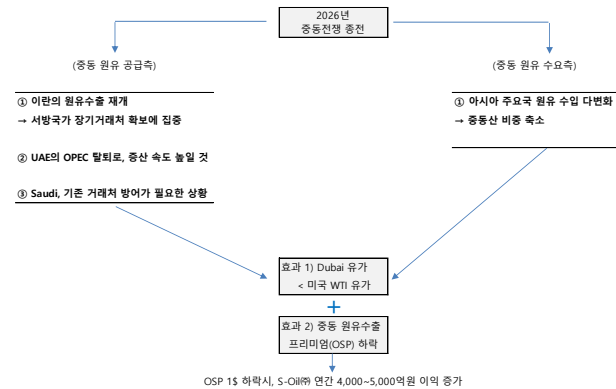
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 정유설비 증설 계획 및 특징 : 2026 ~ 2027년 글로벌 정유 설비 전쟁전보다 타이트 (=중동설비 280 만b/d 파손 + 신규 정유설비 증설 100 만b/d 지연)

지역 구분	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)	2028년 (만b/d)	2029년 (만b/d)	2030년 (만b/d)
아메리카	Phillips66(미국, Rodeo) 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유) 5.0	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q) 26.4 Phillips66(미국, California, 4Q) 13.9 Cineca(멕시코) 34.0	Valero(미국, California, 4월) 17.0			Petrobras(브라질) 11.5	
소 계	7.5	6.3	17.0			11.5	
유럽	Eni(이탈리아, Livorno) 12.0	Shell(독일, Rheinland) 14.7 Gelsenkirchen(독일) 8.0 Grangemouth(중국) 13.1					
소 계	12.0	35.8					
동유럽	Yasky(러시아) 3.0		Novoshkhtinsk(러시아) 5.0 Seydi(우즈베크니스탄) 2.0 Gudabaay(키르기스스탄) 4.0 Danghara(타지스탄) 1.0				
소 계	3.0		12.0				
아프리카	Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0					Sonatrach-Hassi Messoudj(알제리) 10.0 Dangote Oil Refinery 2(나이지리아) 75.0	
소 계	65.0					85.0	
아시아	중국	Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Sinopec Zhenhai(중국) 25.8 CNOOC Dixie 12.0 Petrochina Dalian(중국, 3분기) 41.0 Dalian 2 8.0	40.0 25.8 12.0 41.0 24.8	Huajin Aramco Petrochemical 30.0		Qilu petchem 7.0 Petrochina Dalian(2026년-> 연기) 20.0	Aramco/Sinopec Gulei 32.0
중국 소 계	8.0	24.8	23.0			27.0	32.0
일본	Idemitsu(Yamaguchi, 1Q) 12.0		Changling Petchem(합병) 23.0				
한국							
인도	Visakhapatnam 7.0		Hindustan Petroleum(Rajasthan) 18.0 Numaligarh Refinery 10.0 Indian Oil(Panipat) 20.0 Indian Oil-Koyali 8.1		S-Oil 6.0 Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil-Barauni 7.1 Indian Oil-Barauni 13.1		10.0
말레이시아							
베트남							
인도네시아			Petamina-balikpapan 10.0				
파키스탄							
몽골리아		MGL 3.0					
중동							
아시아 소 계	13.0	27.8	43.1	71.4		27.0	0.0
중동	이란						
쿠웨이트	KIPIC(Ah-Zhour) 61.5						
사우디아라비아							
이라크	Karbala Refinery(3Q) 14.0	Basra refinery 6.5	Maysan Refinery 7.0			Diwaniya refinery 7.0	10.0
요르단							
바레인	Bahrain Petroleum-sitra 11.3					Bahrain Petroleum-sitra 22.5	
UAE							
소 계	64.2	6.5	7.0	40.5		6.5	13.5
글로벌 신규증설 합계	99.7	7.8	45.1	111.9		105.5	28.5
[글로벌 수급]							
글로벌 상암정제 capa(영국)	10,449	10,441	10,486	10,598	10,704	10,715	10,744
Capa 용량	100	8	45	112	106	12	29
자정확률수			605	546			
글로벌 상암정제 capa(유요)	10,449	10,441	9,881	10,541			
글로벌 정제량	8,652	8,760	8,770	8,937	9,017	9,077	9,137
수요 증감	106	108	10	167	60	60	60
글로벌 설비 가동률(유요)	82.8%	83.9%	88.8%	84.3%	84.2%	84.7%	85.0%

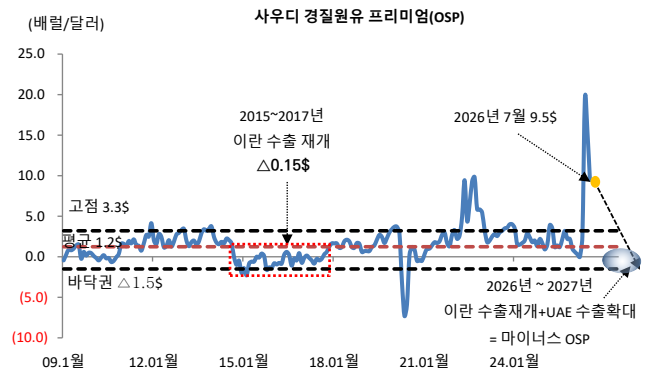
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 2026년 이란 전쟁 종료 후, 2 가지 원유조달 비용 절감 효과 기대



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 사우디 경질원유 수출 프리미엄(OSP) : 2026년 하반기, 마이너스 전환?

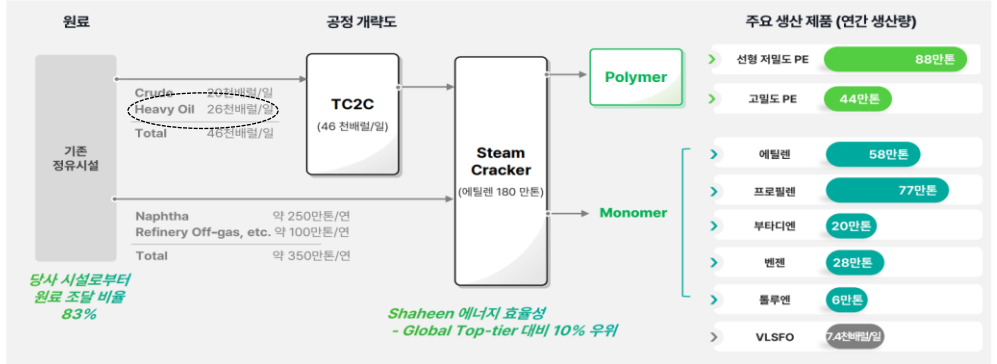


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 2027년 사힌프로젝트 가동 : heavy 원유/나프타 원료로 에틸렌 연간 180만톤(석화제품 480만톤) 생산

사힌 프로젝트 경쟁력

- > Naphtha, Heavy Oil, Off-gas 등 Feedstock의 83%를 기존 정유시설 등 내부에서 조달하여 경쟁력 확보
- > 세계 최고 수준의 에너지 효율성을 통해 경쟁력 있는 설비 가동 예정



자료 : S-Oil

표 4. 사힌 프로젝트 경제성 분석 : 2026년 6월 가격 기준, 연간 영업이익 3,034억원 가능

[2026년 6월 가격 기준]										추정 실적				
개과	외부판매량		[특정]	국제 평가 2026.6월 \$/톤	원료비(나프타, A) S-Oil		고정비(B) \$/톤	생산원가(A+B) \$/톤	톤당 손익 (평가-원가) \$/톤	설비가동율 %	환율 원/달러	매출액 억원	영업이익 억원	영업이익률 %
	만톤/년	만톤/년			\$/톤	\$/톤								
에틸렌	180	48	PE형태로 132만톤 판매	899	721	171	892	7	90%	1450	5,631	42	-0.7%	
프로필렌	77	77		1,008	721	171	892	116	90%	1450	10,129	1,029	10.2%	
부타디엔	20	20		1,460	721	271	992	468	90%	1450	3,811	1,186	31.1%	
BTX	34	34		948	721	171	892	56	90%	1450	4,206	188	4.5%	
LSFO	37	37	≈7,400b/일 톤/년으로 환산	622	721	171	892	270	90%	1450	2,989	-1,366	-45.7%	
HD/LLDPE	132	132		1,174	721	321	1,042	132	90%	1450	20,223	2,039	10.1%	
합계	480	348									46,989	3,034	6.5%	

[과거 10개년 평균 스프레드 기준]									
사힌프로젝트 생산제품	외부판매량 만톤/년	평균 가격 (10개년 평균) \$/톤	평균 나프타 C&F Japan (10개년 평균) \$/톤	평균 스프레드 (평가-나프타) \$/톤	톤당 손익(E) (평가-원가) \$/톤	설비가동율 %	평균 매출액		평균 영업이익 %
							억원	억원	
에틸렌	48	980	570	410	239	90%	5,715	1,315	23.0%
프로필렌	77	880	570	310	139	90%	8,233	1,173	14.3%
부타디엔	20	1,130	570	560	289	90%	2,746	669	24.4%
BTX	34	800	570	230	59	90%	3,305	188	5.7%
LSFO	37	429	570	141	312	90%	1,921	1,458	-75.9%
HD/LLDPE	132	1,080	570	510	189	90%	17,321	2,813	16.2%
합계	348						39,241	4,700	12.0%

[valuation]						
시장 시나리오	영업이익 억원	감가비 억원	EBITDA 억원	FV/EBITDA 배율 배	사입가치 억원	발행주식수 주
[적자시황, opm △1.9%]	746	3,167	2,421	6.5	15,737	112,582,792
[평균업황, opm 12%]	4,700	3,167	7,867	6.5	51,134	112,582,792
[호황, opm 18%]	7,063	3,167	10,230	6.5	66,495	112,582,792

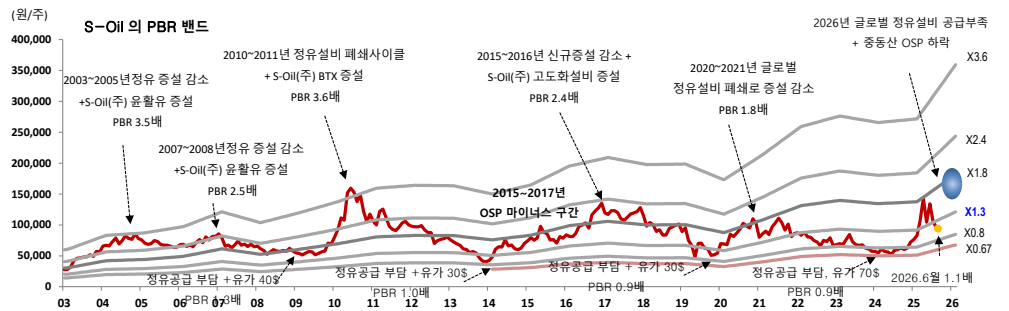
자료: 유안타증권 리서치센터

표 5. Sum-of-parts 로 계산된 S-O(주) 적정주가 : 2026년 17.5만원(기존 유지)

구분	기준일 (2026.7월)	주요 내역					
		사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
(+ 영업자산가치)	23조 3,826억원	정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	9.5x	11조 8,000
		화학부문	5,225	1,743	6,968	6.5x	4조 5,292
		윤활유부문	5,458	103	5,561	11.5x	6조 3,952
		시한프로젝트	3,911	3,167	7,078	*6.5x	4조 6,006
		합계	2조 2,815	8,881	3조 1,695	7.4x	27조 3,249
		*사업부문 EBITDA = 2022 ~ 2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문 EV/EBITDA 배율은 초호조 업황인 적용되는 9.5배를 적용(비락 4.5배, 평균 6.5배, 호황 9.0배) *화학부문 EV/EBITDA 배율은 업황 회복을 가정해 6.5배를 적용했음(비락 4.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *윤활유부문 EV/EBITDA 배율은 호황 업황에서 적용되는 수치(11.5배)를 적용했음(비락 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배) *시한프로젝트(에틸렌 180만톤/년)는 2026년 상반기에 완공, EV/EBITDA 배율은 평균업황 적용되는 수치(6.5배)를 적용했음					
(+ 투자자산가치)	8,659억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-O/토탈윤활유	50%+1주	320	**1.0x	320	윤활유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	634	**0.5x	317	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡	1,539	1.0x	1,539	
		전략채권		569만배럴	배럴당 70\$	5,775	한울 1,450원 적용
		기타		390	**0.5x	195	
합계		8,659	0.94x	8,147			
(-) 순차입금	8조 4,038억원	2026년 초 차입금 7.8조원 - 2026년 차입금 감소액 0.5조원					
(+) 총차입금	7조 3,000억원	연간 탄소배출량 14,541,000톤 X 10\$/톤 X 환율 1,450원 = 2,108억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 2,108억원 / WACC(7.5%) = 2조 8,038억원					
(-) 현금성자산	1조 7,000억원						
(+) 탄소배출 부담	2조 8,038억원						
보통주 주주가치(A)	19조 7,359억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	175,000원/주	*목표주가 변동 없음					
(직전 가치)	(175,000원/주)						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 5. S-O(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2026년 6월 1.1배로 평균 이하



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	366,370	342,470	428,614	404,964	344,428
매출원가	354,112	332,037	379,001	359,763	309,632
매출총이익	12,259	10,433	49,613	45,201	34,796
판매비	8,037	8,076	7,034	14,044	11,945
영업이익	4,222	2,356	42,579	31,156	22,851
EBITDA	11,741	10,426	51,132	43,106	34,866
영업외손익	-7,547	-624	-3,849	67	-669
외환관련손익	-5,930	921	963	2,943	1,682
이자손익	-2,292	-2,359	-2,453	-2,917	-2,496
관계기업관련손익	59	35	49	41	146
기타	616	779	-2,408	0	0
법인세비용차감전순손익	-3,325	1,732	38,730	31,223	22,182
법인세비용	-1,395	-37	9,673	7,551	5,351
계속사업순손익	-1,930	1,770	29,057	23,672	16,831
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,930	1,770	29,057	23,672	16,831
지배지분순이익	-1,930	1,770	29,057	23,672	16,831
포괄순이익	-1,526	1,919	29,040	23,672	16,831
지배지분포괄이익	-1,526	1,919	29,040	23,672	16,831

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	14,676	39,423	33,597	29,972	22,338
당기순이익	-1,930	1,770	29,057	23,672	16,831
감가상각비	7,410	7,911	8,404	11,816	11,894
외환손익	3,967	1,209	2,479	-2,943	-1,682
중속, 관계기업관련손익	-59	-35	-49	-41	-146
자산부채의 증감	8,289	30,914	-4,203	251	-2,185
기타현금흐름	-3,001	-2,346	-2,090	-2,783	-2,376
투자활동 현금흐름	-30,270	-37,827	-17,816	-5,325	-6,542
투자자산	32	10	-102	32	76
유형자산 증가 (CAPEX)	-30,419	-39,060	-20,253	-8,300	-8,300
유형자산 감소	35	1	1	0	0
기타현금흐름	82	1,222	2,539	2,943	1,682
재무활동 현금흐름	15,388	-2,696	7,743	-12,352	-14,184
단기차입금	12,037	-11,069	-1,664	-3,561	-2,807
사채 및 장기차입금	9,635	10,393	7,635	-8,791	-11,377
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,893	-1	0	-6,385	-9,878
기타현금흐름	-4,391	-2,019	1,771	6,385	9,878
연결범위변동 등 기타	32	-12	9,625	-4,495	-9,485
현금의 증감	-174	-1,112	33,149	7,800	-7,874
기초 현금	19,633	19,458	18,347	51,495	59,295
기말 현금	19,458	18,347	51,495	59,295	51,421
NOPLAT	4,222	2,407	42,579	31,156	22,851
FCF	-15,743	363	13,344	21,672	14,037

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	100,480	86,156	140,465	141,467	123,479
현금및현금성자산	19,458	18,347	51,495	59,295	51,421
매출채권 및 기타채권	34,792	25,538	30,919	27,721	24,346
재고자산	44,931	41,644	52,815	49,215	42,477
비유동자산	144,034	179,414	190,669	186,988	183,197
유형자산	135,818	169,900	182,211	178,696	175,102
관계기업 등 지분관련 자산	427	407	377	377	377
기타투자자산	1,603	1,469	566	534	458
자산총계	244,514	265,570	331,134	328,455	306,677
유동부채	116,567	122,109	153,787	150,381	130,110
매입채무 및 기타채무	74,105	93,847	112,015	104,479	90,118
단기차입금	33,549	21,731	19,779	16,308	13,716
유동성장기부채	6,599	3,307	8,677	16,368	13,265
비유동부채	40,991	54,587	59,819	43,258	34,797
장기차입금	13,157	14,780	17,747	14,249	14,667
사채	24,755	35,535	37,544	24,560	15,869
부채총계	157,558	176,696	213,605	193,639	164,907
지배지분	86,956	88,874	117,529	134,816	141,770
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	70,305	72,216	100,887	118,175	125,128
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	86,956	88,874	117,529	134,816	141,770
순차입금	60,007	60,646	32,070	11,918	5,608
총차입금	80,053	79,377	85,349	72,997	58,813

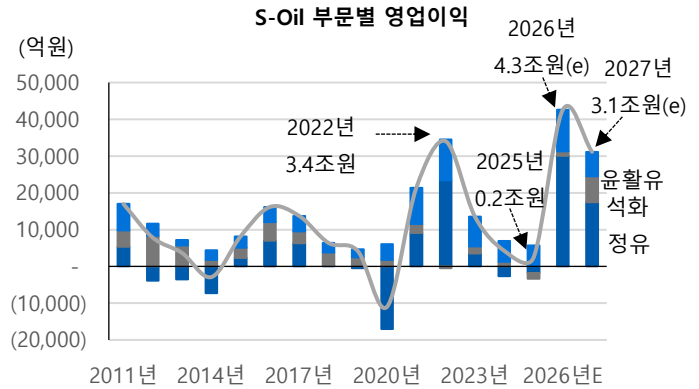
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-1,720	1,560	25,638	20,753	14,676
BPS	74,692	76,339	100,952	115,801	121,774
EBITDAPS	10,069	8,942	43,851	36,968	29,901
SPS	314,199	293,701	367,579	347,296	295,381
DPS	125	330	5,000	8,500	6,500
PER	-38.6	40.6	4.0	5.0	7.1
PBR	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.6	12.8	3.0	3.0	3.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	2.5	-6.5	25.2	-5.5	-14.9
영업이익 증가율 (%)	-68.8	-44.2	1,707.0	-26.8	-26.7
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	1,542.1	-18.5	-28.9
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	11.6	11.2	10.1
영업이익률 (%)	1.2	0.7	9.9	7.7	6.6
지배순이익률 (%)	-0.5	0.5	6.8	5.8	4.9
EBITDA 마진 (%)	3.2	3.0	11.9	10.6	10.1
ROIC	1.8	1.7	22.2	16.2	11.9
ROA	-0.8	0.7	9.7	7.2	5.3
ROE	-2.2	2.0	28.2	18.8	12.2
부채비율 (%)	181.2	198.8	181.7	143.6	116.3
순차입금/자기자본 (%)	69.0	68.2	27.3	8.8	4.0
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.9	17.4	10.7	9.2

Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 레벨 업

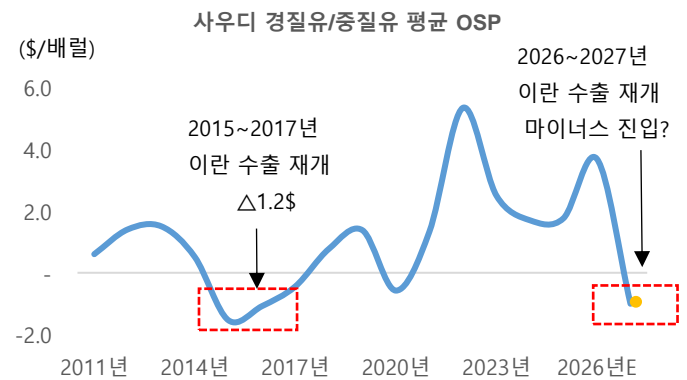
2022년 3.4조원(러우 전쟁)
 2025년 0.2조원
 2026년 4.3조원(e, 이란 전쟁)
 2027년 3.1조원(e, osp효과+사한효과)



자료: 유안타증권 리서치센터

중동산 원유 OSP: 마이너스 진입

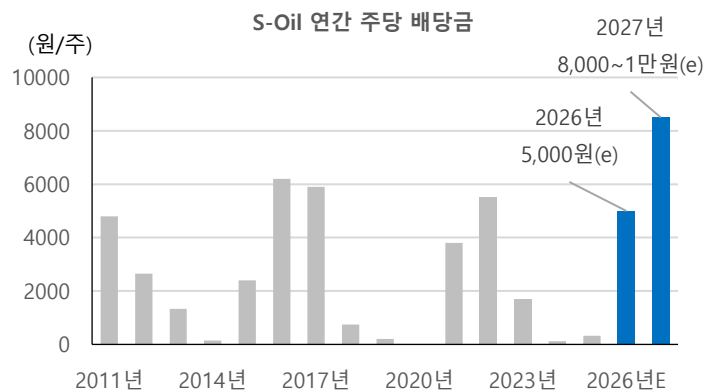
2015 ~ 2017년 $\Delta 0.12\$$
 2026 ~ 2027년 마이너스 진입



자료: 유안타증권 리서치센터

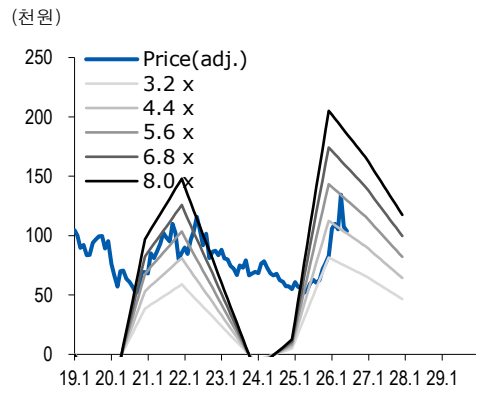
주당 배당금 : 다시 고배당

사한 프로젝트 투자 완료
 2026년 5,000원(e)
 2027년 8,000 ~ 1만원(e)

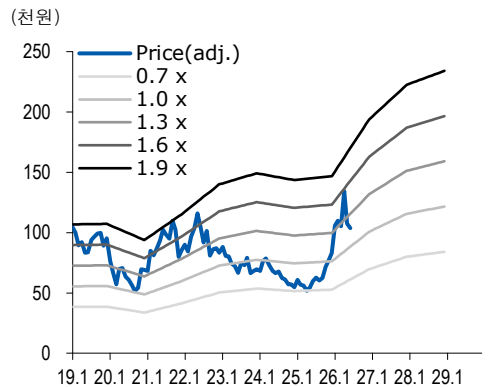


자료: 유안타증권 리서치센터

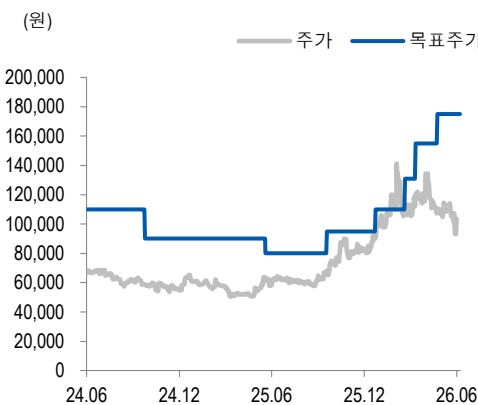
P/E band chart



P/B band chart



S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	175,000	1년		
2026-05-22	BUY	175,000	1년		
2026-04-09	BUY	155,000	1년	-24.09	-13.23
2026-03-19	BUY	131,000	1년	-15.33	-9.85
2026-01-20	BUY	110,000	1년	-0.43	28.45
2025-10-16	BUY	95,000	1년	-14.90	-3.37
2025-06-17	BUY	80,000	1년	-23.32	-16.50
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-07-04	1년 경과 이후		1년	-42.22	-37.45

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.