

S-Oil (010950)

Earnings Preview

Company Analysis | 정유화학 | 2026. 7. 13

호실적+환원 증가 가능성, 최근 주가 상승에 반영

2분기 매출액 약 13.8조원, 영업이익 약 1.0조원의 호실적 전망

2분기 매출액 약 13.8조원(YoY 71%, QoQ 54%), 영업이익 약 1.0조원(YoY 흑자전환, QoQ -21%)의 호실적 추정. 동사는 최대주주인 Aramco(63.4% 지분 보유)로부터 원유를 소싱하는 구조로 중동 사태로 심화된 미디엄/헤비유 부족 상황에서 타 정유사 대비 원유 수급 이점활용, 상대적으로 높은 가동률 유지, 낮은 운송비 수혜 판단

4월 중동 사태 초기 원유 공급 30% 감소한 기간에 No.2 CDU 정기보수 진행, 5~6월 평년 수준 원유 확보, 풀가동. 정유부문은 분기말 유가하락에 따른 재고평가손, 정기보수로 전기비 63% 감소하나 여전히 견조한 수익 상황(OPM 3.5%), 화학은 단기 가격 상승으로 1분기 대비 426% 상승한 영업이익 1,341억원, 윤활기유는 공격에 따라 카타르에 위치한 세계 최대 규모의 Shell Perl GTL플랜트 파손으로 라인 가동 중단되고, 이 외에도 바레인 Bapco Energies의 Sitra 정제시설과 UAE Ruwais 복합 단지 타격으로 글로벌 GroupIII 공급량의 약 20~25% 차질, 전기비 171% 증가한 4,519억원(OPM 32.4%) 전망. 산업에 필수적이나 증설이 제한되고 글로벌 설비 충격이 큰 고급 윤활기유(GroupIII)는 '27년까지 강세 시장 이어질 듯

길어진 정유 및 GroupIII 호황, Shaheen 투자 완료로 배당상향 예상

우리는 미국 셸 혁명에 따른 글로벌 라이트원유 비중 증가로 시작된 미디엄/헤비유 수급 타이트 현상을 러-우 사태에 이에 중동 사태가 증폭시키는 것으로 판단. 이는 최대주주인 Aramco와 LTA를 통해 Arab Light(미디엄원유)와 Arab Medium(헤비유)를 안정적으로 수급받는 동사 수혜로 작용할 듯. 또한 GroupIII 공급차질이 '27년까지 이어지며 동사 윤활기유의 높은 수익성 지속 예상

'26년 Shaheen Project 완료에 따라 대규모 CAPEX 집행이 완료됨에 따라 주주환원 개선 가능성 높여. '20년 이전 '업계 최고 수준의 주주환원' 기치와 Shaheen 본격 자금 집행전인 '21~'23년 30% 이상 배당성향 정책, '24~'26년 20% 이상 정책 감안할 때 대규모 투자 완료 및 높은 수익성에 따른 배당성향 증가 기대감 높여

목표주가 140,000원으로 상향하나 최근 주가 상승 Hold로 하향함

예상보다 길어진 호실적 전망으로 PBR에 Premium 부여, '26년 1.5x 적용한 140,000원으로 상향. 기존 대비 상향한 호실적은 '27년까지 이어질 것으로 예상되는 GroupIII 활황 및 '28년 이후 Shaheen 완공에 따른 수익 추가 가능성 때문. 그러나 아시아 정유산업은 EV 확대로 PBR 하향중이며, Premium 부여해도 최근 주가 상승으로 상승여력 15% 미만, Hold로 투자 의견 하향함



Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Hold (하향)

목표주가 (상향)	140,000 원
현재주가	132,100 원
상승여력	6.0 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (7/10)	7,291.91 pt
시가총액	148,722 억원
발행주식수	112,583 천주
52 주 최고가/최저가	141,300 / 57,800 원
90 일 일평균거래대금	539.96 억원
외국인 지분율	79.9%
배당수익률(26.12E)	0.2%
BPS(26.12E)	97,247 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 22.5%
	6개월 -5.7%
	12개월 -29.7%
주주구성	Aramco Overseas (외 6인) 63.4%
	국민연금공단 (외 1인) 9.4%
	김형배 (외 1인) 0.0%

Stock Price

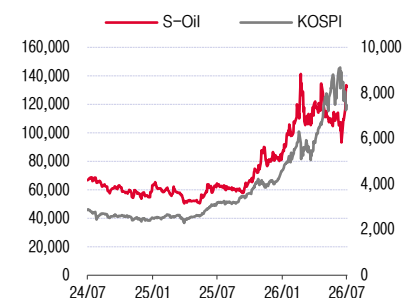


표1 부문별 수익추정(분기)

(십억원. %)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	11,025	9,371	8,023
	화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,352	1,122	1,274
	유탄	791	755	705	757	737	1,395	1,425	1,411
	소계	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	13,772	11,918	10,708
영업이익	정유	(57)	(441)	116	225	1,039	384	442	409
	화학	(75)	(35)	(20)	(8)	26	134	90	65
	유탄	110	132	134	207	167	452	402	378
	소계	(22)	(344)	229	425	1,231	970	934	852
영업이익률	정유	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	3.5%	4.7%	5.1%
	화학	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	9.9%	8.0%	5.1%
	유탄	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	32.4%	28.2%	26.8%
	소계	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	7.0%	7.8%	8.0%
세전이익		(67)	(106)	81	265	991	1,523	508	472
지배주주 순이익		(45)	(67)	63	225	721	583	507	723
YoY									
매출액	정유	-5%		-3%	0%	0%	76%	40%	15%
	화학	3%	-21%	-15%	-4%	-2%	31%	10%	21%
	유탄	3%	-7%	-5%	-6%	-7%	85%	102%	86%
	소계	-3%	-16%	-5%	-1%	-1%	71%	42%	22%
영업이익	정유	적자전환	적자지속	흑자전환	55%	-1929%	흑자전환	283%	82%
	화학	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	-134%	흑자전환	흑자전환	흑자전환
	유탄	-30%	-10%	-13%	83%	52%	243%	201%	83%
	소계	적자전환	적자전환	흑자전환	91%	-5800%	흑자전환	308%	101%
QoQ									
매출액	정유	1%	-11%	7%	4%	2%	55%	-15%	-14%
	화학	3%	-8%	-2%	4%	5%	22%	-17%	14%
	유탄	-2%	-5%	-7%	7%	-3%	89%	2%	-1%
	소계	1%	-10%	5%	4%	2%	54%	-13%	-10%
영업이익	정유	적자전환	적자지속	흑자전환	95%	361%	-63%	15%	-7%
	화학	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	425%	-33%	-28%
	유탄	-3%	20%	1%	55%	-20%	171%	-11%	-6%
	소계	적자전환	적자지속	흑자전환	85%	190%	-21%	-4%	-9%

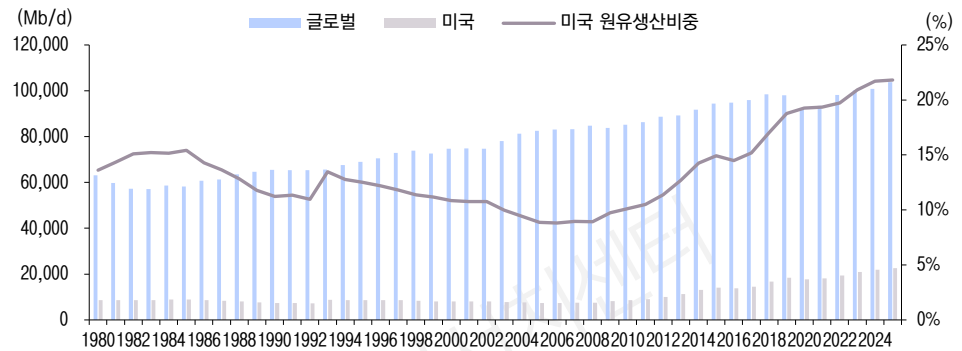
자료: LS증권 리서치센터

표2 부문별 수익추정(연간)

(십억원, %)		2024	2025	2026E	2027E
매출액	정유	28,804	27,005	35,521	33,271
	화학	4,703	4,234	4,853	7,832
	유탄	3,130	3,007	4,968	5,125
	소계	36,637	34,247	45,341	46,228
영업이익	정유	(273)	(157)	2,274	1,432
	화학	127	(137)	315	405
	유탄	568	582	1,399	1,426
	소계	422	288	3,987	3,263
영업이익률	정유	-0.9%	-0.6%	6.4%	4.3%
	화학	2.7%	-3.2%	6.5%	5.2%
	유탄	18.2%	19.4%	28.2%	27.8%
	소계	1.2%	0.8%	8.8%	7.1%
세전이익		(333)	173	3,495	1,939
지배주주 순이익		(193)	177	2,534	1,444
YoY					
매출액	정유	306%	-6%	32%	-6%
	화학	326%	-10%	15%	61%
	유탄	325%	-4%	65%	3%
	소계	310%	-7%	32%	2%
영업이익	정유	-126%	적자지속	흑자전환	-37%
	화학	399%	적자전환	흑자전환	29%
	유탄	241%	2%	140%	2%
	소계	-66%	-32%	1283%	-18%

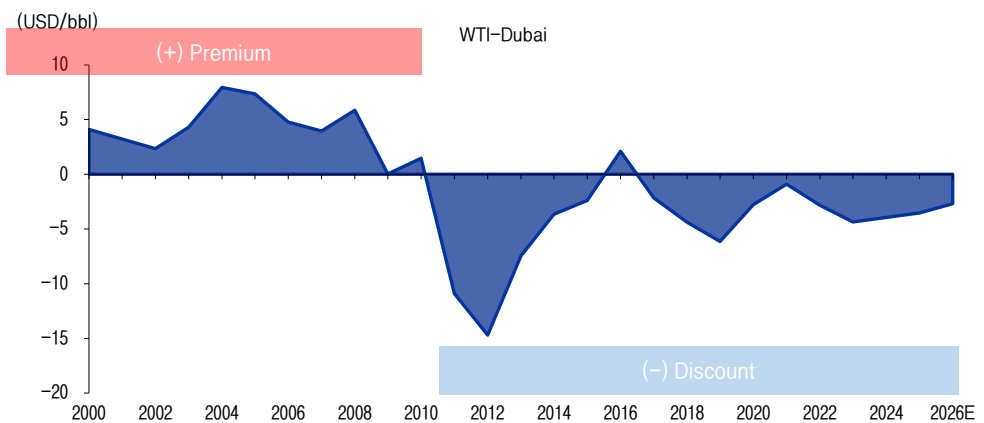
자료: LS증권 리서치센터

그림1 쉘 혁명, 글로벌 원유시장에서 구조적인 라이트유 비중 증가 요인



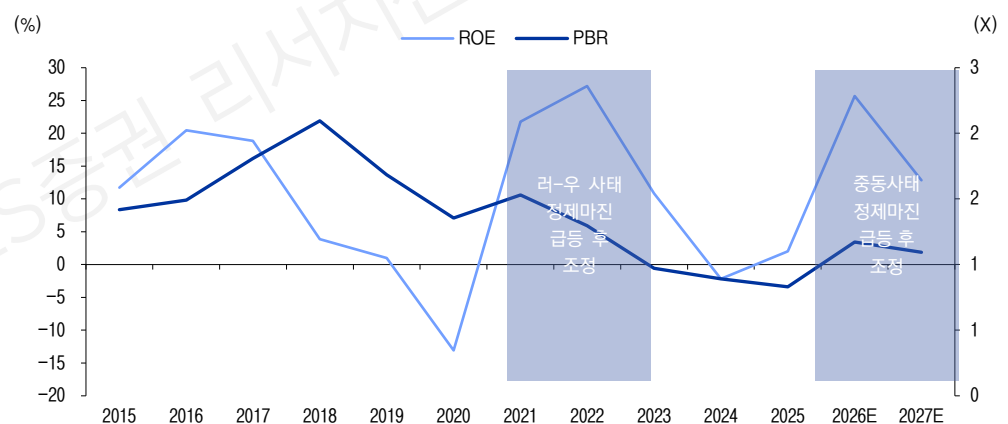
자료: Bloomberg, LS증권

그림2 WTI: Light 유종 공급 증가로 Dubai 대비 Premium에서 Discount로 변화



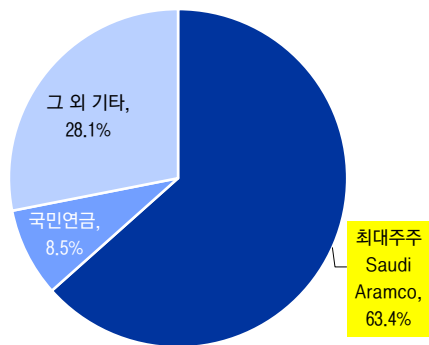
자료: Bloomberg, LS증권

그림3 ROE vs PER



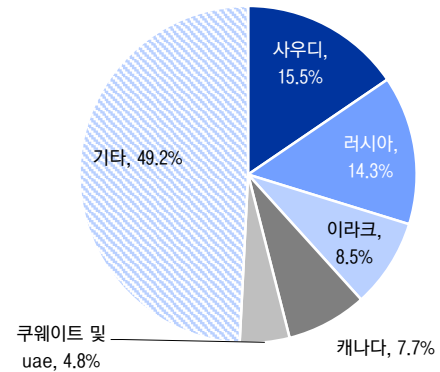
자료: Bloomberg, LS증권

그림4 S-Oil 주주구성



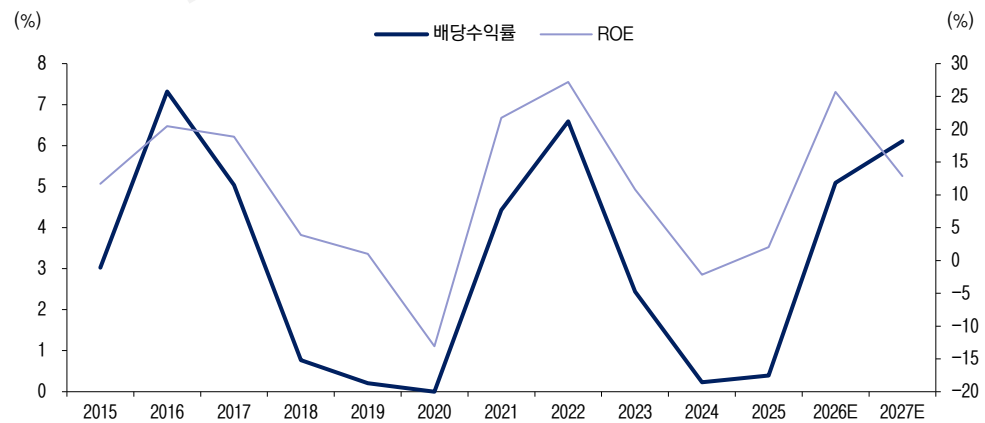
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림5 글로벌 미디엄/헤비유 생산국별 비중



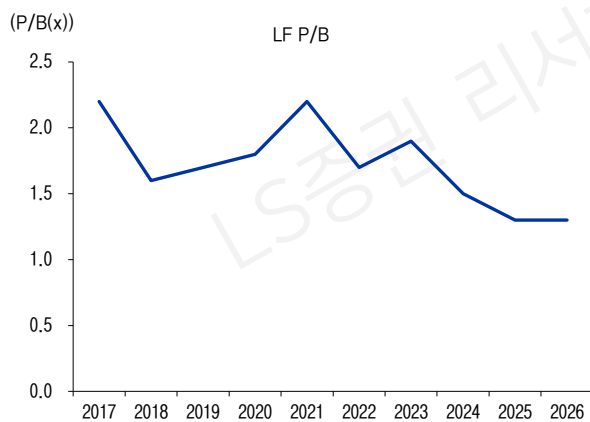
자료: Britannica, EIA, LS증권 리서치센터

그림6 ROE vs 배당수익률, 번만큼 환원



자료: Bloomberg, LS증권

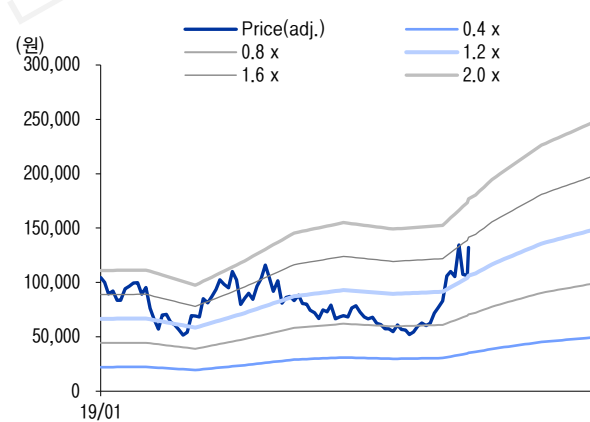
그림7 아시아 정유사 평균 PBR 추이: 하락세



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

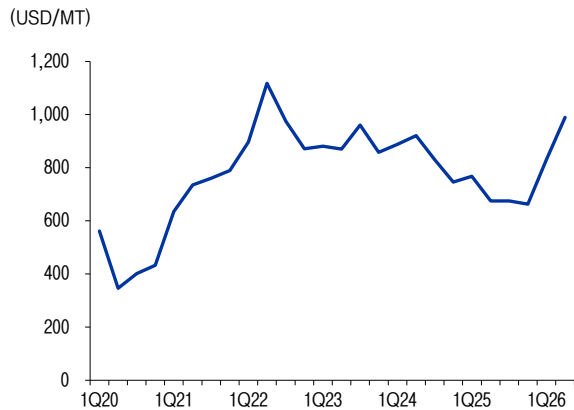
주: GICS Oil & Gas Refining & Marketing 기준, 신흥국 포함, LF(Latest Forecast)

그림8 S-Oil PBR Band



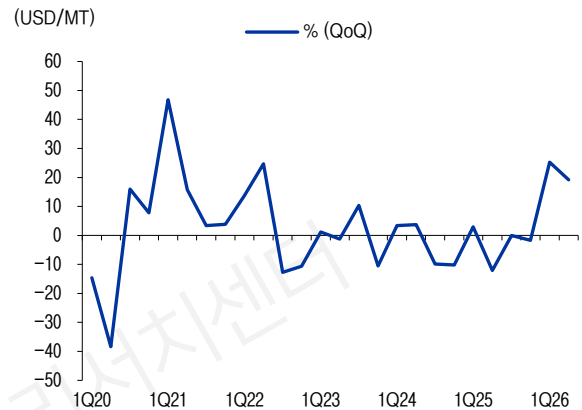
자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

그림9 분기별 톨루엔 가격



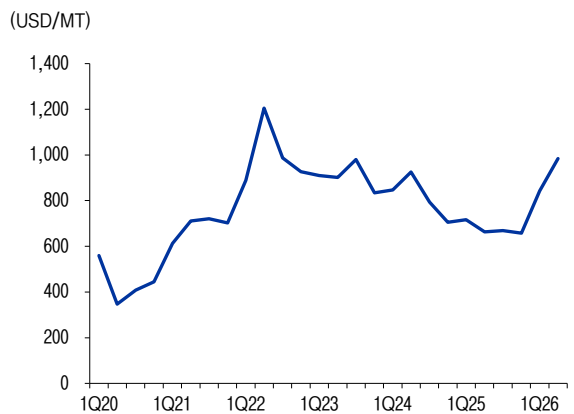
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: Korea FOB

그림10 전분기 대비 톨루엔 가격 증감율



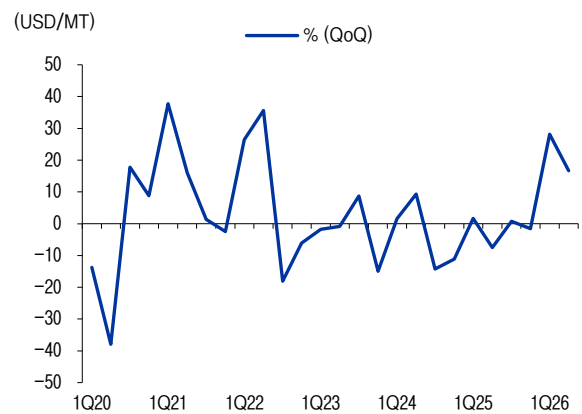
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: Korea FOB

그림11 분기별 자일렌 가격



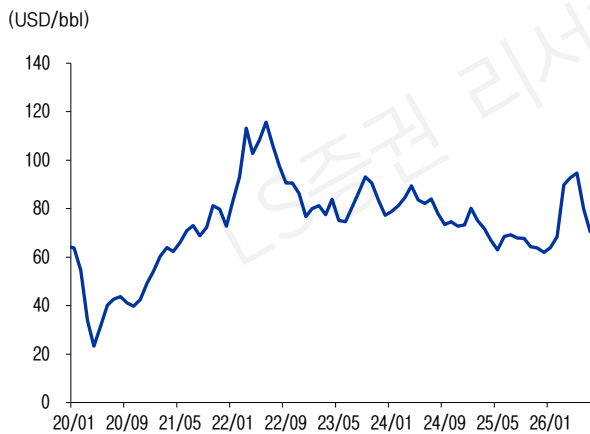
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: Korea FOB

그림12 전분기 대비 자일렌 가격 증감율



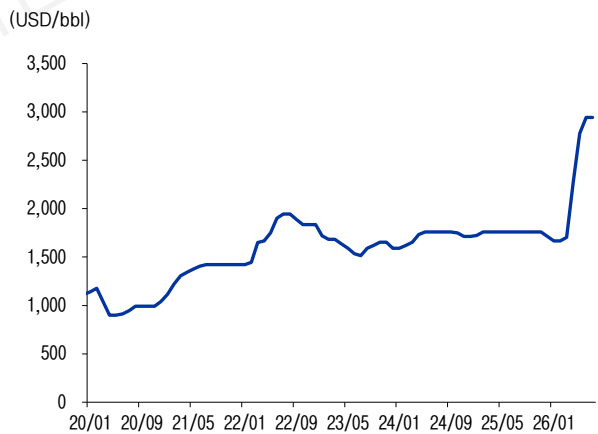
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: Korea FOB

그림13 두바이 원유 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림14 엑스모빌 윤활기유(Base Oil) 가격 추이



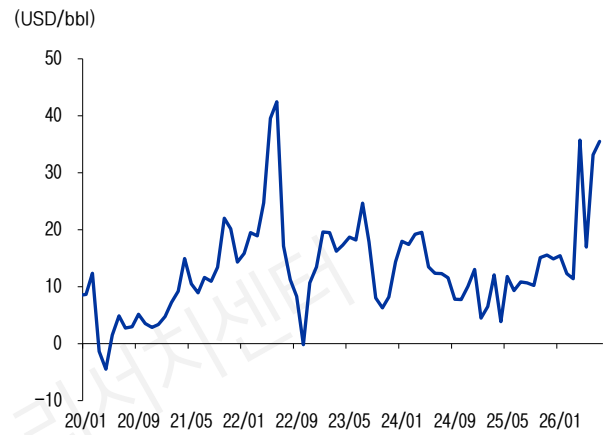
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림15 디젤-두바이유 Crack(Singapore)



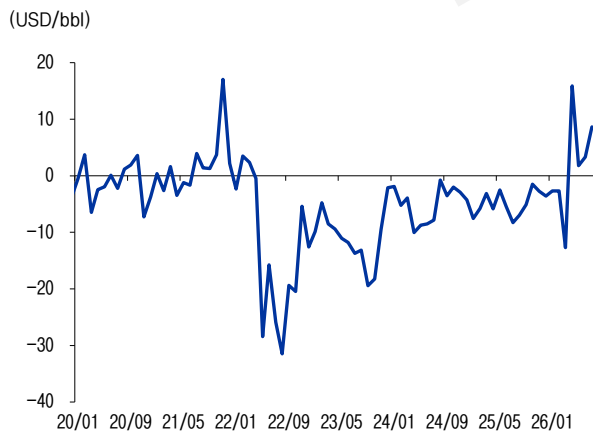
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림16 휘발유-두바이유 Crack(Singapore)



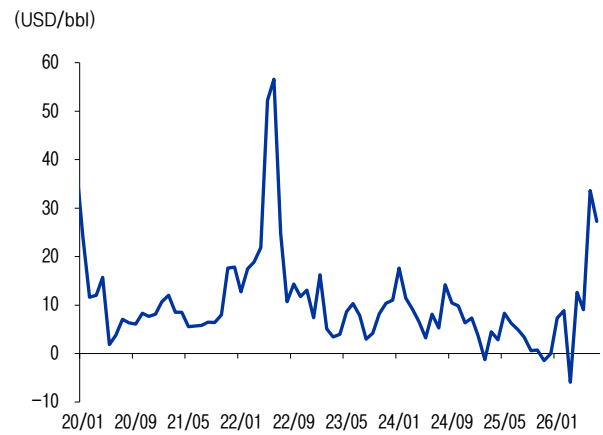
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림17 납사-두바이유 Crack(Singapore)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림18 LSFO-두바이유 Crack(Singapore)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

S-Oil (010950)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,048	8,616	9,327	8,823	9,836
현금 및 현금성자산	1,946	1,835	2,456	1,351	3,098
매출채권 및 기타채권	3,479	2,554	3,174	2,774	2,496
재고자산	4,493	4,164	3,627	4,623	4,161
기타유동자산	130	63	70	76	81
비유동자산	14,403	17,941	17,665	17,542	16,939
관계기업투자등	43	41	44	48	51
유형자산	13,582	16,990	16,726	16,612	16,017
무형자산	779	911	895	881	871
자산총계	24,451	26,557	26,993	26,364	26,775
유동부채	11,657	12,211	10,644	8,414	7,649
매입채무 및 기타채무	7,410	9,385	7,818	5,588	4,823
단기금융부채	4,015	2,504	2,504	2,504	2,504
기타유동부채	308	427	427	427	427
비유동부채	4,099	5,459	5,009	4,759	4,759
장기금융부채	3,791	5,032	4,582	4,332	4,332
기타비유동부채	308	427	427	427	427
부채총계	15,756	17,670	15,653	13,173	12,408
지배주주지분	8,696	8,887	11,339	13,191	14,367
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,073	7,264	9,716	11,568	12,744
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	11,339	13,191	14,367

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	36,637	34,247	45,341	46,228	41,605
매출원가	35,411	33,204	40,314	41,914	38,485
매출총이익	1,226	1,043	5,027	4,314	3,120
판매비 및 관리비	804	808	1,040	1,050	944
영업이익	422	236	3,987	3,263	2,177
(EBITDA)	1,174	1,043	4,767	3,951	2,783
금융손익	389	483	509	476	508
이자비용	833	678	588	579	579
관계기업등 투자손익	6	4	4	4	4
기타영업외손익	-317	128	252	239	231
세전계속사업이익	-333	173	4,165	3,404	2,339
계속사업법인세비용	-139	-4	1,145	868	597
계속사업이익	-193	177	3,019	2,536	1,743
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	3,019	2,536	1,743
지배주주	-193	177	3,019	2,536	1,743
총포괄이익	-153	192	3,034	2,551	1,758
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	11.1	9.3	7.5
영업이익률 (%)	1.2	0.7	8.8	7.1	5.2
EBITDA 마진률 (%)	1.2	0.7	8.8	7.1	5.2
당기순이익률 (%)	-0.5	0.5	6.7	5.5	4.2
ROA (%)	-0.8	0.7	11.3	9.5	6.6
ROE (%)	-2.2	2.0	29.9	20.7	12.6
ROIC (%)	0.9	1.5	18.7	13.9	8.7

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	1,468	3,942	1,511	190	2,349
당기순이익(손실)	-193	177	3,019	2,536	1,743
비현금수익비용가감	1,773	1,624	2,469	2,091	1,738
유형자산감가상각비	741	791	764	674	595
무형자산상각비	8	11	16	16	13
기타현금수익비용	1,024	822	1,690	1,401	1,130
영업활동 자산부채변동	829	3,091	-2,200	-2,946	87
매출채권 감소(증가)	-27	180	128	-620	400
재고자산 감소(증가)	209	209	304	537	-996
매입채무 증가(감소)	1,233	594	2,458	-2,110	-2,347
기타자산, 부채변동	-191	0	-1,145	-868	-597
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,783	-388	-448	112
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,906	-500	-560	0
무형자산 감소(증가)	-2	-27	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	10	0	0	0
기타투자활동	13	113	112	112	112
재무활동 현금흐름	1,539	-270	-593	-937	-803
차입금의 증가(감소)	2,450	495	-450	-250	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-39	-582	-699
기타재무활동	-722	-765	-105	-105	-105
현금의 증가	-17	-111	621	-1,105	1,747
기초현금	1,963	1,946	1,835	2,456	1,351
기말현금	1,946	1,835	2,456	1,351	3,098

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	-33.1	54.7	5.1	6.1	8.8
P/B	0.7	1.1	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.5	14.9	4.2	5.3	6.9
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	2.3	0.2	0.2	3.8	4.5
성장성 (%)					
매출액	2.5	-6.5	32.4	2.0	-10.0
영업이익	-68.8	-44.2	1,592.2	-18.2	-33.3
세전이익	-61.0	-129.4	-152.1	2,304.3	-18.3
당기순이익	적전	흑전	1,606.3	-16.0	-31.3
EPS	적전	흑전	1,606.3	-16.0	-31.3
안정성 (%)					
부채비율	181.2	198.8	138.0	99.9	86.4
유동비율	86.2	70.6	87.6	104.9	128.6
순차입금/자기자본(x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3
영업이익/금융비용(x)	0.8	0.3	5.9	5.6	3.8
총차입금 (십억원)	8,003	7,909	7,459	7,209	7,209
순차입금 (십억원)	3,742	3,840	6,028	6,044	4,972
주당지표 (원)					
EPS	-1,656	1,518	25,894	21,746	14,946
BPS	74,574	76,218	97,247	113,129	123,210
CFPS	9,731	10,555	42,997	35,816	25,679
DPS	125	330	5,000	6,000	5,000

자료: S-Oil, LS증권 리서치센터

S-Oil 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
160,000			2025.05.28	신규	정경희									
140,000			2025.05.28	Hold	48,000원									
120,000			2026.03.03	Buy	127,000원									
100,000			2026.06.29	Buy	133,000원									
80,000			2026.07.13	Hold	140,000원									
60,000														
40,000														
20,000														
0														
	24/07	25/01	25/07	26/01	26/07									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	9.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		투자의견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		합계		100.0%	