2026.11.03

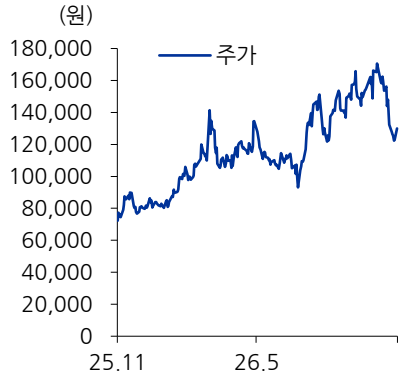
(010950)

S-Oil

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

분기 최대 실적 달성

투자의견	BUY(유지)
목표주가	180,000 원(유지)
현재주가	130,000 원(11/2)



시가총액(십억원)	14,636
발행주식수(천주)	112,583
52 주 최고	177,100 원
최저	70,700 원
52 주 일간 Beta	-0.15
60 일 평균 거래대금	581 억원
외국인 지분율	80.7%
배당수익률(26E)	4.6%
주주구성	
Aramco Downstream Asia Pte Ltd(ADA)(외 4 인)	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-21.8	-3.3	81.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	180,000	180,000	-
영업이익(26E)	4,552	4,394	▲
영업이익(27E)	3,939	3,691	▲

12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	34,247	42,603	37,629
영업이익	236	4,552	3,939
세전손익	173	4,366	3,853
당기순이익	177	3,340	2,963
EPS(원)	1,572	29,667	26,319
증감률(%)	흑전	1,787.5	-11.3
PER(배)	52.8	4.4	4.9
ROE(%)	2.0	31.8	22.3
PBR(배)	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	15.0	3.7	3.6

유진투자증권

[투자의견] 당사는 S-Oil에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원을 유지한다. 배당성향이 올해 20%에서 점진적으로 상승해 과거 50%까지 회복될 것을 고려하면 목표주가까지 상승 여력은 존재한다고 판단한다.

[3Q26 Review] 매출액 12.0조원(+6%qoq, +42%yoy), 영업이익 1.4조원(+46%qoq, +514%yoy)으로 분기 최대 이익을 경신했다. 부문별 영업이익은 정유 6,904억원(영업이익률 7.6%), 석유화학 -264억원(적자 축소), 윤활유 7,427억원(영업이익률 48.1%)이다. 정제마진 강세와 긍정적 래깅효과(+2,680억원)가 부정적 재고 효과(-294억원)와 환율 하락 효과(-2,900억원)를 상쇄했다. 영업외 환차익 +6,097억원 발생으로 세전이익도 2.0조원(+180%qoq)을 달성했다.

[4Q26 Preview] 매출액 10.3조원(-14%qoq, +18%yoy), 영업이익 9,497억원(-33%qoq, +155%yoy)으로 전망한다. 초호황 시황에도 보수적으로 국제유가 하락과 윤활유 감익을 가정했다. 동사의 펀더멘털에 연동되는 정제마진은 세계 정제설비 가동 차질과 정기보수, 낮은 제품 재고 및 난방유 성수기 수요로 강세를 유지할 전망이다. 호르무즈 STS(Ship-to-Ship) 확대로 사우디 국영 선사의 물동량 정상화, 사우디 수출 확대가 데이터로 확인되고 있다. 동사의 Arab Medium 도입 확대로 정제설비 가동률 추가 상승이 예상된다(현재 90%, 3Q 81%). 또한 11월 선적분 Arab Light OSP(공식원유판매가격)는 마이너스를 기록하고 있어 손익에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 윤활기유는 Group III 중심의 타이트한 수급이 지속될 것으로 기대되며 석유화학은 부진한 업황이 유지될 것으로 예상된다.

[투자포인트] 이번 실적 발표에서 당사가 우려했던 것 보다 S-Oil의 차별적인 원유 조달 경쟁력을 확인할 수 있었다. 호르무즈 봉쇄로 수에즈 운하 경유 물량 차질 우려가 있었으나, STS 환적과 얀부항 선적 등 운송 경로 다변화를 통해 정제설비 가동률을 예상보다 높은 수준으로 유지했다. 장기 용선 계약이 전체 운송의 약 65%를 차지해 Spot 운임 급등 영향도 크지 않았다. OSP 측면에서도 사우디가 수출 물량을 확대하는 구조상 OSP를 공격적으로 올릴 유인이 제한적이다. 이는 원가 부담 완화 요인으로 4Q26 손익의 유가 하락 영향을 상쇄할 전망이다. 글로벌 정제설비 순증설이 2026년 30만b/d, 2027년 80만b/d에 그쳐 종전 이후에도 설비 복구 지연과 재고 축적 수요로 타이트한 업황이 이어질 것이라 판단한다.

[리스크] 샤힌 프로젝트는 회사 가이던스상 2027년 1월부터 설비별 순차 Start-up 및 상업가동까지 2~3개월 소요되는 일정이나, 대규모 화학 설비 초기 가동 특성상 실제 정상 가동 시점은 지켜볼 필요가 있다는 판단이다. 샤힌의 본격적인 실적 기여는 하반기가 되어야 확인할 수 있을 전망이다.

설명회 Q&A

Q1. 정제마진 강세 요인 및 종전 이후 업황 전망

- 중동 약 250 만 b/d(캐파의 25%), 러시아 약 200 만~250 만 b/d(약 40%) 정제설비 가동 차질
- 2024~2025 년 정제설비 순증설은 수요 증가분 대비 약 200 만 b/d 부족
- 글로벌 석유수요는 2026 년 170 만 b/d 감소, 2027 년 재고 재축적으로 250 만 b/d 증가 전망
- 정제설비 순증설은 2026 년 30 만 b/d, 2027 년 80 만 b/d, 종전 이후에도 양호한 마진 지속 전망

Q2. 샤힌 프로젝트 가동 및 손익 반영 시점

- 2027 년 1 월 순차 스타트업, 전체 완료 후 상업가동까지 2~3 개월 소요 예상
- 시운전 중 시제품 매출원가는 당기 손익, 감가상각은 상업가동부터 반영
- 손익 규모는 시운전 진행 및 시장 마진에 따라 변동 가능

Q3. 최고가격제 손실 보전 및 정산 시점

- 9 월 말 1 차 손실 보전 신청 완료, 보상 기준·금액·시점은 정산위원회 검토 중
- 정부 보상금액 통지 시 손익 반영 예정

Q4. 등경유 마진 강세 지속 가능성

- 중동·러시아 설비 피해 및 수출 감소, 아시아 도입 원유 경질화로 공급 제약
- 공급 부족은 2027 년까지 지속 가능하며 4 분기 난방유 수요로 강세 유지 전망

Q5. 윤활기유 스프레드 강세 배경 및 지속 기간

- 중동 설비 피해로 글로벌 Group Ⅲ 공급의 약 30% 차질
- 3~4 분기 정기보수까지 겹치며 미국·유럽 공급 부족 및 한국산 프리미엄 확대
- 공급 정상화 지연으로 2027 년까지 타이트한 수급 전망

Q6. 3 분기 실적 개선 요인 및 재고효과

- 정기보수 종료에 따른 가동률 상승으로 실적 개선
- 재고효과 -294 억원, 유가 상승에 따른 래깅효과 +2,680 억원
- OSP 하락은 4 분기 손익에 긍정적 영향 예상

Q7. 원유 운임 상승 영향 및 OSP 동향

- Spot 운임은 30 달러/배럴 상회 후 20 달러 초반으로 하락, 장기 용선 비중 65%로 영향 제한적
- 11 월 선적분 Arab Light OSP 는 전월 대비 3 달러 인하한 -5 달러/배럴, 12 월 손익부터 반영

Q8. 원유 조달 및 가동률 현황

- 사우디 장기계약, 비중동산 Spot 구매 및 정부 비축유 활용
- 얀부항 선적 및 STS 환적으로 운송 경로 다변화
- CDU 가동률은 정기보수 종료로 2Q26 76% → 3Q26 81% 상승
- 3 분기 원유 경질화로 가동률 조정, 4 분기 Arab Medium 도입 확대로 약 90% 이상 가동 예상

Q9. 원유 운임 상승 영향 및 OSP 동향

- 인도·중동은 2026~2027 년 증설 예정, 전쟁에 따른 일정 지연 가능성 존재
- 2027~2028 년 국내·독일·미국 등 Group III 증설 추진
- 신규 설비의 실질적인 수급 영향은 시차를 두고 반영 전망

Q10. 주주환원 및 배당 정책

- FY26 배당성향 20% 이상 유지, 중간배당 주당 800 원 포함
- 실적 개선으로 주당 배당금 큰 폭 증가 가능
- 2027 년 초 이후 배당 가이드라인 공시 예정

Q11. 환율 영향 및 향후 환차손익 전망

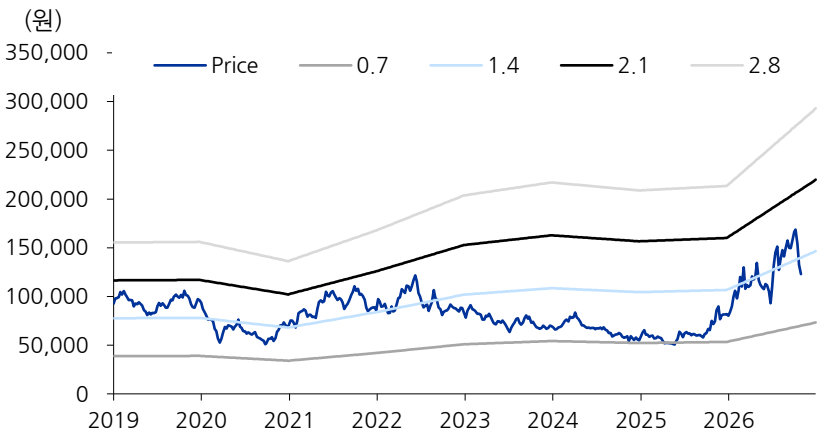
- 3 분기 환율 하락으로 영업이익 -2,900 억원, 영업외 순환차익 +6,097 억원 발생
- 발표 시점 환율은 3 분기 말 대비 20~30 원 추가 하락, 현 수준 유지 시 소폭 환차익 예상
- 영업·영업외 환율 영향을 상쇄해 연간 세전이익의 환율 영향 중립화 목표

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**	**11,343**	**11,969**	**10,348**	**34,247**	**42,603**	**37,629**
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	9,065	7,551	27,005	32,746	27,345
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,362	1,377	4,234	4,855	5,815
윤활유	791	755	705	757	737	1,302	1,542	1,421	3,007	5,002	4,468
영업이익	**(22)**	**(344)**	**229**	**372**	**1,231**	**965**	**1,407**	**950**	**236**	**4,552**	**3,939**
정유	(57)	(441)	116	225	1,039	532	690	339	(157)	2,601	1,735
석유화학	(75)	(35)	(20)	(8)	26	(45)	(26)	(8)	(137)	(54)	461
윤활유	110	132	134	207	167	477	743	619	582	2,005	1,743
OPM(%)	**(0.2)**	**(4.3)**	**2.7**	**4.2**	**13.8**	**8.5**	**11.8**	**9.2**	**0.7**	**10.7**	**10.5**
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	14.6	5.9	7.6	4.5	(0.6)	7.9	6.3
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	2.3	(4.4)	(1.9)	(0.6)	(3.2)	(1.1)	7.9
윤활유	13.9	17.5	19.0	27.3	22.6	36.7	48.2	43.6	19.4	40.1	39.0

자료: S-Oil, 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	24,451	26,557	31,387	29,769	29,448
유동자산	10,048	8,616	11,762	10,989	11,357
현금성자산	2,005	1,873	2,600	2,894	3,166
매출채권	3,479	2,554	3,752	3,314	3,354
재고자산	4,493	4,164	5,385	4,756	4,813
비유동자산	14,403	17,941	19,625	18,780	18,090
투자자산	673	802	997	881	892
유형자산	13,582	16,990	18,492	17,775	17,085
기타	149	150	136	124	113
부채총계	15,756	17,670	19,245	15,363	14,143
유동부채	11,657	12,211	13,273	11,402	11,162
매입채무	7,410	9,385	10,446	9,227	9,338
유동성이자부채	4,071	2,635	2,635	1,984	1,633
기타	175	191	191	191	191
비유동부채	4,099	5,459	5,972	3,961	2,981
비유동이자부채	3,934	5,303	5,815	3,803	2,822
기타	165	156	157	158	160
자본총계	8,696	8,887	12,142	14,406	15,305
지배지분	8,696	8,887	12,142	14,406	15,305
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,222	10,523	12,786	13,685
기타	42	43	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	12,142	14,406	15,305
총차입금	8,005	7,938	8,450	5,787	4,455
순차입금	6,001	6,065	5,850	2,892	1,289

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	36,637	34,247	42,603	37,629	38,080
증가율(%)	2.5	(6.5)	24.4	(11.7)	1.2
매출원가	35,411	33,204	37,177	32,790	34,844
매출총이익	1,226	1,043	5,426	4,839	3,237
판매 및 일반관리비	804	808	874	900	911
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	422	236	4,552	3,939	2,326
증가율(%)	(68.8)	(44.2)	1,832.0	(13.5)	(40.9)
EBITDA	1,174	1,043	5,578	4,924	3,272
증가율(%)	(43.4)	(11.2)	435.0	(11.7)	(33.5)
영업외손익	(755)	(62)	(186)	(86)	(13)
이자수익	57	43	49	54	56
이자비용	283	276	293	201	135
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(529)	170	58	61	66
세전순이익	(333)	173	4,366	3,853	2,313
증가율(%)	적전	흑전	2,420.5	(11.7)	(40.0)
법인세비용	(139)	(4)	1,026	890	540
당기순이익	(193)	177	3,340	2,963	1,774
증가율(%)	적전	흑전	1,787.5	(11.3)	(40.1)
지배주주지분	(193)	177	3,340	2,963	1,774
증가율(%)	적전	흑전	1,787.5	(11.3)	(40.1)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(1,715)	1,572	29,667	26,319	15,754
증가율(%)	적전	흑전	1,787.5	(11.3)	(40.1)
수정EPS(원)	(1,715)	1,572	29,452	26,049	15,485
증가율(%)	적전	흑전	1,773.8	(11.6)	(40.6)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,468	3,942	3,313	1,880	1,745
당기순이익	(193)	177	3,340	2,963	1,774
자산상각비	752	807	1,025	985	946
기타비현금성손익	426	(259)	305	(1,915)	(989)
운전자본증감	829	3,091	(1,357)	(153)	14
매출채권감소(증가)	180	128	(1,199)	438	(40)
재고자산감소(증가)	209	304	(1,220)	629	(57)
매입채무증가(감소)	751	1,888	1,062	(1,220)	111
기타	(310)	772	0	0	0
투자현금	(3,027)	(3,783)	(2,548)	(235)	(248)
단기투자자산감소	3	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(34)	21	(2)
설비투자	(3,042)	(3,906)	(2,511)	(253)	(243)
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산처분	(27)	1	(3)	(3)	(3)
재무현금	1,539	(270)	(39)	(1,351)	(1,226)
차입금증가	1,810	(165)	0	(651)	(351)
자본증가	(189)	(0)	(39)	(700)	(875)
배당금지급	(189)	(0)	39	700	875
현금 증감	(17)	(111)	727	294	272
기초현금	1,963	1,946	1,835	2,561	2,856
기말현금	1,946	1,835	2,561	2,856	3,127
Gross Cash flow	1,135	1,231	4,671	2,033	1,731
Gross Investment	2,201	689	3,905	388	234
Free Cash Flow	(1,067)	541	765	1,645	1,497

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	(1,715)	1,572	29,667	26,319	15,754
BPS	74,574	76,218	104,132	123,543	131,252
DPS	125	330	6,000	7,500	7,500
밸류에이션(배,%)					
PER	-	52.8	4.4	4.9	8.3
PBR	0.7	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	10.5	15.0	3.7	3.6	5.0
배당수익율	0.2	0.4	4.6	5.8	5.8
PCR	5.6	7.9	3.2	7.5	8.8
수익성(%)					
영업이익율	1.2	0.7	10.7	10.5	6.1
EBITDA이익율	3.2	3.0	13.1	13.1	8.6
순이익율	(0.5)	0.5	7.8	7.9	4.7
ROE	(2.2)	2.0	31.8	22.3	11.9
ROIC	2.2	1.2	21.3	17.3	10.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	69.0	68.2	48.2	20.1	8.4
유동비율	86.2	70.6	88.6	96.4	101.8
이자보상배율	1.5	0.9	15.5	19.6	17.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3
매출채권회전율	11.3	11.4	13.5	10.6	11.4
재고자산회전율	8.0	7.9	8.9	7.4	8.0
매입채무회전율	5.4	4.1	4.3	3.8	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 경우에 동 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	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
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	-8.1	20.0
2026-05-12	Buy	126,000	1년	-6.3	20.0
2026-08-04	Buy	148,000	1년	0.4	12.3
2026-10-06	Buy	180,000	1년	-19.5	-5.2
2026-11-03	Buy	180,000	1년		

S-Oil(010950.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현

