

S-Oil (010950)

미국 Valero 마진을 넘어서다!

2026년 하반기에만 영업이익 3조원 이상 가능해

하반기 실적 모멘텀이 커질 것이다. 2026년 예상 실적은 '매출액 41.3조원, 영업이익 5.2조원(영업이익률 12.6%), 지배주주 순이익 3.8조원' 등이다. 영업실적은 상반기 2.4조원에서 하반기 예상치 3.0조원(3분기 1.3조원(e), 4분기 1.7조원(e))로 증가할 전망이다. 이란 및 우크라이나 전쟁으로, 글로벌 수요 1억배럴 가운데 12~14% 정유제품 생산차질 영향이 이어지기 때문이다. ① 호르무즈 원유 공급 감소로 정유 생산 축소 △600만b/d, ② 중동 정유설비 파손 △280만b/d, ③ 러시아 드론 피격에 따른 설비 파손 △300~400만b/d 등이다.

하반기가 더 기대되는 2가지 모멘텀

미국을 넘어선 정제마진, OSP 추가 하락 효과 등에 주목해야 한다. ① 2~3분기 S-Oil(주) 복합정제마진은 배럴당 41\$를 웃돌고 있다. 미국 대표 정유사인 Valero(주) 39\$ 보다 높아졌다. 러시아 정유설비 드론 피격으로, 아시아 휘발유/등경유 제품의 러시아 수출이 늘어나기 때문이다. ② 9월부터 사우디 원유 OSP 하락효과(official selling price differentials)가 시작된다. 2분기 배럴당 11.7\$에서 9월부터 △1.5\$ 투입된다. △1\$ 하락시 S-Oil(주) 연간 영업이익 3,000억원 늘어난다. 특히, 중동산 원유에 대한 아시아 정유사의 구매가 줄어드는 반면, 산유국의 수출 경쟁이 커지고 있어, OSP의 추가 하락이 예상된다.

주주가치 선순환 시작, 적정주가 20.5만원 상향

예상보다 훨씬 강한 업황으로, 주주가치 상승 선순환에 안착(재무부담 축소, 주주배당 확대) 하고 있어, 적정주가를 20.5만원(기존 17.5만원)으로 추가로 높인다. 특히, 경상적인 영업활동에서 창출가능한 잉여현금 규모(=EBITDA-법인세-순이자-Capex)는 2026년 2.4조원, 2027년 3.0조원으로 크게 늘어난다. 이를 활용해 2027년 순차입금을 △3조원 줄여 6조원 이하로 낮출 수 있으며, 주당 배당도 1만원(2027년 3월 배당성향 35~45%으로 상향)으로 높일 수 있을 것이다!

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	109,946	30.6	-3.1	112,760	-2.5
영업이익	13,434	486.1	39.2	10,095	33.1
세전계속사업이익	17,596	2,059.6	149.4	8,135	116.3
지배순이익	13,339	2,010.5	159.2	6,358	109.8
영업이익률 (%)	12.2	+9.5 %pt	+3.7 %pt	9.0	+3.2 %pt
지배순이익률 (%)	12.1	+11.3 %pt	+7.6 %pt	5.6	+6.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	366,370	342,470	413,464	399,103
영업이익	4,222	2,356	52,085	40,121
지배순이익	-1,930	1,770	37,728	29,629
PER	-38.6	40.6	4.1	5.3
PBR	0.9	0.8	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.6	12.8	3.0	3.5
ROE	-2.2	2.0	33.7	20.4

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant

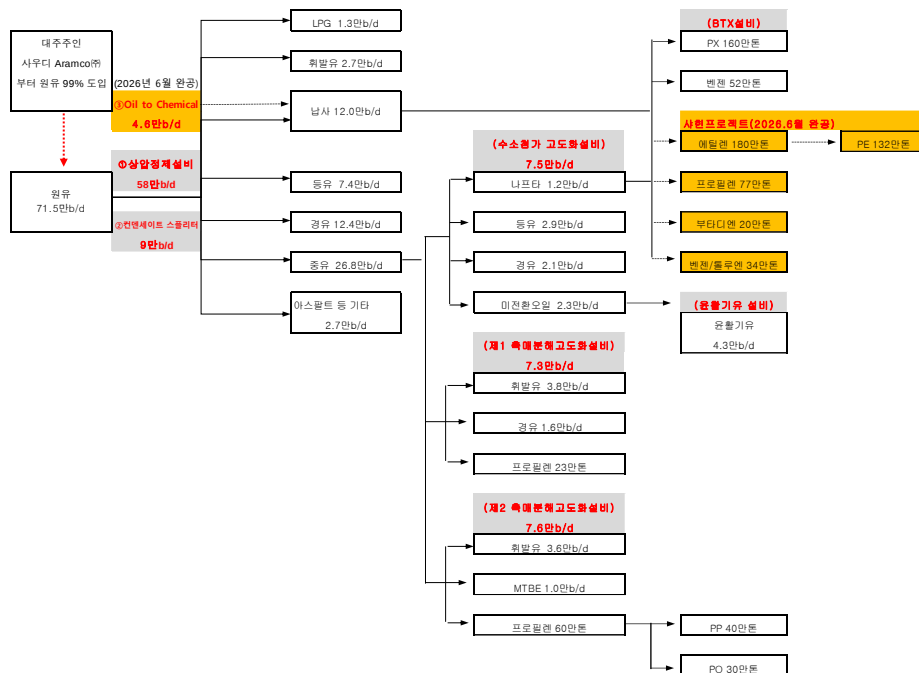
seokjun.seo@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 205,000원 (U)
직전 목표주가 175,000원
현재주가 (08/27) 136,700원
상승여력 50%

시가총액	153,901억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	519억원
60일 평균 거래량	409,927주
52주 고/저	153,600원 / 57,800원
외인지분율	79.23%
배당수익률	0.40%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.2 26.5 126.3
상대	(2.1) 50.5 4.4
절대 (달러환산)	6.6 37.5 128.8

그림 1. S-오일의 생산프로세스 : 2026년 4분기, 대형 석화설비인 사린프로젝트(Crude Oil to Chemicals) 테스트 가동 → 2027년 초 양산



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

윤활기유 : 자동차 엔진오일 등에 사용되는 점성을 가진 기초 원료

자료: 유안타증권 리서치센터

표 1. S-Oil(주) 실적 추정치 : 2025 년 영업이익 0.2 조원 → [2026 년 상반기 2.2 조원 → 하반기 3.0 조원(e)] → 2026 년 5.2 조원(e) → 2027 년 4.0 조원(e)

		[국제유가]								이란원유수출 확대로 역세		이란수출 재통제		Covid 수요급락		우크라이나 전쟁 유가 강세				OPEC 증산			
		[정유업황]								글로벌 수요회복 및 정유업황 강세 시기		Covid로 수요 급락		정유설비 폐쇄 사이클		타이트한 공급속해 정유사이클 호황							
		[S-Oil 증감]								고도화 설비 투자시기		중설 유지기		10조원 사원프로젝트 투자시기									
		2025				2026				연간실적													
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
생산 Capex																							
상암정제설비	(만배원/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	
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배원/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	
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	
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	61.0	
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	101.9	
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	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	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	
윤활기유	(만배원/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	
사원프로젝트 2027년초 완성																							
주요제품 가격																							
휘발유 (95RON)	\$/bbl	83.0	76.8	78.4	77.0	93.4	123.0	106.3	105.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	88.6	78.8	106.9	92.5	
경유 (50ppm)	\$/bbl	90.2	81.9	87.9	86.7	119.1	156.4	146.7	135.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	86.7	139.3	107.5	
등유	\$/bbl	90.2	81.1	86.2	87.5	119.7	163.7	147.7	130.0	64.8	52.7	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	86.3	140.3	108.5	
B/C유	\$/bbl	75.1	68.7	64.5	56.5	80.6	101.1	85.0	85.0	45.3	35.5	46.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	66.2	87.9	75.0	
니트타	\$/bbl	71.4	62.4	63.3	60.3	83.3	102.6	85.0	80.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.2	64.4	87.7	73.0	
두바이유(원재료)	\$/bbl	76.1	66.7	69.9	63.6	86.5	98.4	83.0	85.0	61.9	40.3	62.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	88.2	80.0	
에틸렌	\$/MT								1,008													1,010	
HDPE	\$/MT								1,138													1,140	
부타디엔	\$/MT								1,408													1,485	
프로필렌	\$/MT	830	762	756	731	870	1,182	989	1,008	788	713	879	1,038	883	801	1,013	1,002	846	833	770	1,012	1,010	
벤젠	\$/MT	889	747	732	674	860	1,073	939	958	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,004	761	955	910	
PX	\$/MT	854	806	832	825	1,010	1,178	1,039	1,058	823	778	832	1,053	881	560	844	1,008	1,033	956	829	1,071	1,010	
PO (프로필렌+550S)	\$/MT	1,367	1,380	1,312	1,306	1,281	1,420	1,732	1,539				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,341	1,493	1,562	
PP(필요)	\$/MT	936	953	952	841	940	1,289	1,119	1,138				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	937	920	1,121	1,140	
니트타(원재료)	\$/MT	663	578	591	562	710	910	789	808	497	406	500	617	526	383	651	789	654	683	598	804	760	
윤활기유	\$/bbl	120	118	124	119	121	217	270	240	84	82	97	111	98	79	134	166	154	131	120	212	151	
환율	원/달러	1,452	1,403	1,387	1,451	1,465	1,501	1,430	1,400	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,364	1,423	1,449	1,400	
사업부문별 스프레드																							
석유정제세미진(S-Oil(주)기준)	\$/bbl	1.4	4.4	4.4	8.9	15.0	35.0	37.0	38.0	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	4.8	31.3	21.3	
사우디OSP(50%정유+50%중정유)	\$/bbl	1.8	1.9	2.0	1.4	-0.3	10.5	1.4	-2.0	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.8	2.4	-1.0	
OSP반영후 석유정제세미진	\$/bbl	-0.4	2.5	2.4	7.5	15.3	24.5	35.6	40.0	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	3.0	28.9	22.3	
석화미진	\$/MT	242	272	262	260	259	285	289	253	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	259	272	300	
윤활기유 마진	\$/bbl	37	43	48	48	21	88	154	130	29	38	39	47	40	35	63	59	66	46	44	98	59	
매출액		억원	89,905	80,485	84,154	87,928	89,427	113,435	109,946	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,287	388,370	342,470	413,464	399,103	
정유부문	억원	70,720	62,589	66,943	69,732	71,013	90,233	86,039	74,947	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	125,351	201,307	340,049	282,570	288,044	270,054	322,352	277,429	
석화부문	억원	11,280	10,337	10,163	10,561	11,044	10,125	11,516	14,737	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	42,341	47,422	87,962	
윤활기유부문	억원	7,904	7,549	7,047	7,684	7,370	12,373	12,690	10,972	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	30,184	43,405	33,711	
영업이익		억원	-215	-3,440	2,292	3,719	12,311	9,650	13,434	8,178	16,169	13,733	6,398	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	4,222	2,356	52,085	40,121	
원유제고평가할 영업이익(E)	억원	-337	-1,607	2,340	4,593	7,061	9,700	21,876	17,190	11,478	14,666	13,183	8,198	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	4,999	55,827	41,121	
정유부문	억원	-598	-4,411	1,155	1,993	10,380	-5,234	9,774	13,234	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-1,631	38,722	26,075	
석화부문	억원	-745	-349	-199	-211	255	-448	-186	-203	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,504	-582	6,123	
윤활기유부문	억원	1,097	1,318	1,336	1,937	1,666	4,774	3,846	3,660	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,880	11,107	8,105	5,682	5,688	13,946	7,922	
영업이익률		%	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.2%	13.8%	8.5%	12.2%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	0.7%	12.6%	10.1%	
원유제고평가할 영업이익률(E)	%	-0.4%	-2.0%	2.8%	5.2%	7.9%	8.6%	19.9%	17.1%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	1.5%	13.5%	10.3%	
정유부문	%	-0.8%	-7.0%	1.7%	2.9%	14.6%	5.9%	11.4%	17.7%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-0.7%	12.0%	9.4%	
석화부문	%	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	2.3%	-4.4%	-1.6%	-1.4%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.6%	-1.2%	7.0%	
윤활기유부문	%	13.9%	17.5%	19.0%	25.2%	22.6%	38.6%	30.3%	33.4%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	18.8%	32.1%	23.5%	
지배주주 손이익		억원	-446	-688	632	2,251	7,210	5,146	13,339	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-1,930	1,770	37,728	29,629	
주당손이익	원/주									5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,369	-1,720	1,560	33,278	25,976	
주당순자산	원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	77,629	74,692	76,339	115,804	133,253	
주당EBITDA	원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,693	-4,013	23,351	34,776	17,784	10,099	8,942	51,997	44,576	
주당배당	원/주		0		380		800		6,000	2,400	6,200	5,900	760	200	0	3,800	5,500	1,700	125	330	6,800	10,000	
배당성향(배당/순이익)	%									44%	58%	54%	33%	35%	0%	31%	30%	20%	-7%	21%	20%	38%	
자기자본이익률	%									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	-2.3%	2.0%	26.7%	19.5%	

표 2. S-Oil(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E	3Q26E	2026E	2027E
매출액	126,842	463,019	406,542	109,946	413,464	399,103	△13.3%	△10.7%	△1.8%
영업이익	5,876	32,058	20,720	13,434	52,085	40,121	128.6%	62.5%	93.6%
OPM	4.6%	6.9%	5.1%	12.2%	12.6%	10.1%	7.6%	5.7%	5.0%
세전이익	6,041	31,932	21,892	17,596	50,436	39,082	191.2%	57.9%	78.5%
지배순이익	4,580	23,904	16,599	13,339	37,728	29,629	191.2%	57.8%	78.5%

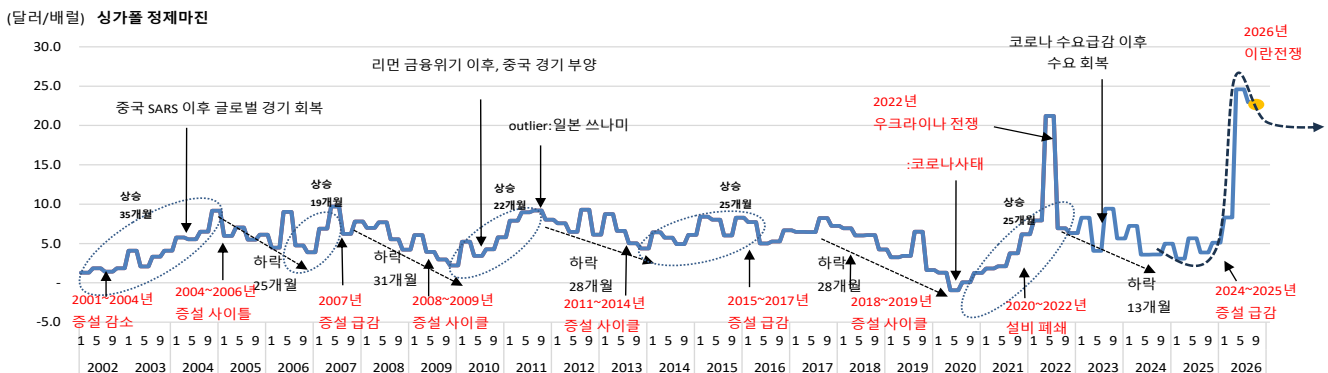
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 정유설비 증설 계획 및 특징 : 2026 ~ 2027 년 글로벌 정유설비 공급부족 지속 (이유 : 중동 정유설비 파손 280 만 b/d + 러시아 공급차질 300~400 만 b/d)

지역 구분	2024년	(단b/d)	2025년	(단b/d)	2026년	(단b/d)	2027년	(단b/d)	2028년	(단b/d)	2029년	(단b/d)	2030년	(단b/d)
아메리카	Phillips66(미국, Rodco) Phillips66(미국, Rodco, 베이오청유)	12.5 5.0	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q) Phillips66(미국, california, 4Q) Omeical(멕시코)	26.4 13.9 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) Golanische(독일) Grangemouth(영국)	14.7 - 13.1										
소 계		12.0		35.8										
동유럽	Yasky(러시아)	3.0			Novosibirsk(러시아) Seyk(우루크메니스탄) Ordabasy(카자흐스탄) Danghara(타지스탄)	5.0 2.0 4.0 1.0								
소 계		3.0		-		12.0		-		-				
아프리카	Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0							Sonatrach-Hassi Messoudj(알제리) Dangote Oil Refinery 2(나이지리아)	10.0 75.0				
소 계		65.0		-		-		-		85.0				
아시아	중국		Nanshan Group(Yulong project) Sinopec Zhenhai(중국) CNOOC Daile Petrochina Dalian(중국, 3분기) Dalian2	40.0 25.8 12.0 41.0 8.0			Huajin Aramco Petrochemical (2026년 중반 -> 2026년 말)	30.0	Qilu petchem Petrochina Dalian(2026년-> 연가)	7.0 20.0		Aramco/Sinopec Gulei	32.0	
중국 소계		8.0		23.0		23.0		30.0		27.0				32.0
일본	Idemitsu(yamaguchi, 1Q)	12.0												
한국														
인도	Vishakhapatnam2	7.0			Hindustan Petroleum(Rajasthan) Numaligarh Refinery Indian Oil(Panipat) Indian Oil-koyali	18.0 10.0 20.0 8.1			Chennai Petroleum Indian Oil-Barauni Indian Oil-Barauni	6.0 7.1 13.1			10.0	
태국									Thai Oil	12.5				
인도네시아									Petamina-balikpapan	10.0				
중동														
아시안 소 계		-13.0		27.8		43.1		71.4		27.0		0.0		42.0
중동	이란								NIOC-Siraf Persian Gulf Star(스물리타)	6.0 12.0				23.5
우웨이트	Kuwait-Al-Zhour	61.5							Dhi Qar	10.0				
이라크	Karbala Refinery(3Q)	14.0	Basra refinery	6.5	Maysan Refinery	7.0			Diwaniya refinery	7.0				10.0
바레인	Bahrain Petroleum-sitra	-11.3							Bahrain Petroleum-sitra	22.5				
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		11.5		28.5
글로벌 수급														
글로벌 상합장제 capa(영국)		10,449		10,441		10,486		10,598		10,704		10,715		10,744
Capa 증감		100		8		45		112		106		12		29
지정학변수						960		560						
글로벌 상합장제 capa(유류)		10,449		10,441		9,526		10,198						
글로벌 정제장		8,652		8,760		8,631		8,870		8,963		9,024		9,086
수요 증감		106		108		129		239		93		61		62
글로벌 설비 가동률(유류)		82.8%		83.9%		90.6%		87.0%		83.7%		84.2%		84.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 아시아 정유업황 대표지표인 싱가포르 정제마진 추이 : 정제마진 초호황 2027년 상반기까지 지속될 것

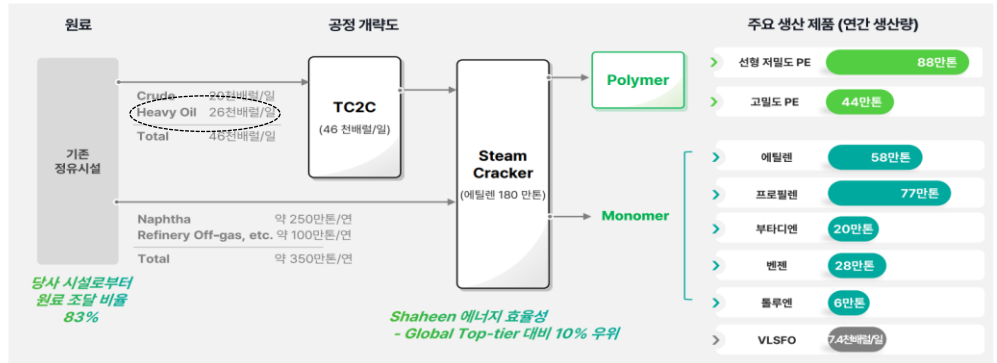


자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 2027 년 사힌프로젝트 가동 모멘텀 : heavy 원유/나프타 원료로 에틸렌 연간 180 만톤(석화제품 480 만톤) 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 : 2026 년 6 월 가격 기준, 연간 영업이익 3,034 억원 가능

[2026년 6월 가격 기준]													추정 실적			
개사	외부판매량		[특정]	국제 평가	원료비(나프타, A)		고정비(B)	생산원가(A+B)	탄당 손익 (평가-원가)	설비가동율	환율	매출액	영업이익			
	만톤/년	만톤/년			2026.6월	\$/톤							\$/톤	\$/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/d를 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	평균 가격 (10개년 평균)	평균 나프타 C&F Japan (10개년 평균)	평균 스프레드 (평가-나프타)	탄당 손익(E) (평가-원가)	설비가동율	평균 매출액	평균 영업이익	영업이익률
	만톤/년	\$/톤	\$/톤	만톤/년	\$/톤	%	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	사업가치 억원	발행주식수 주	주당가치 상 원/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	7,867	6.5	51,134	112,582,792
[호황, opm 18%]	7,063	3,167	10,230	10,230	6.5	66,495	112,582,792

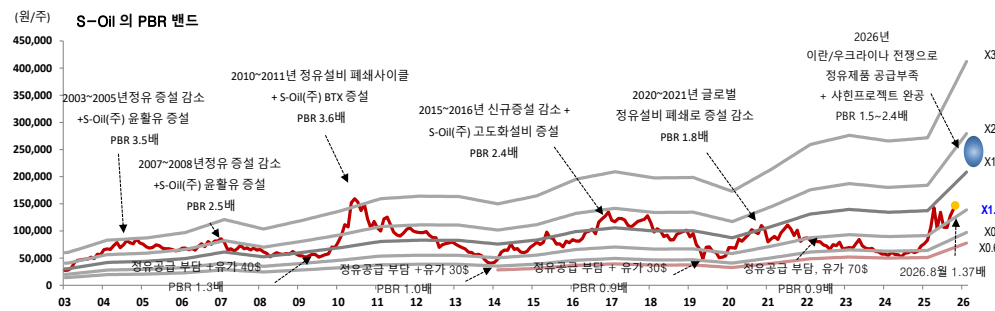
자료: 유안타증권 리서치센터

표 5. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 2027 년 20.5 만원(상향)

구분	기준일 (2026.9월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치(억원)	306,820	사업 부문	영업이익(억원)	평가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	합계
		정유부문	11,501	3,868	15,369	9.5 ← 초호황 업황 반영	146,009
		화학부문	5,225	1,743	6,968	6.5 ← 아로마틱 평균 회복 가정	45,292
		유평유부문	5,498	103	5,561	12.5 ← 초호황 업황(변경전 11.5배)	69,513
		사한프로젝트	3,911	3,167	7,078	6.5 ← 가동 시작과 함께 평균업황 가정	46,006
		합 계	26,095	8,881	34,976	8.8	306,820
*사업부문 적정가치 = 평균 EBITDA x 업황판단 EV/EBITDA배율 X 실효 지배율 *평균 EBITDA = 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 *정유부문의 EV/EBITDA 배율은 초호황인 9.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *화학부문의 EV/EBITDA 배율은 부진업황에서 벗어나는 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배) *유평유부문의 EV/EBITDA 배율은 초호황업황인 12.5배 적용 (바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배) *사한프로젝트(메틸렌 180만톤)는 2026년 6월 완공. EV/EBITDA 배율은 평균업황 회복을 적용한 6.5배를 적용함							
(+) 투자자산가치(억원)	8,972	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil토탈	50%+1주	320	1.0	320	유평유제품
		대한승유관공사	8.97%	634	0.5	317	국내 원유 소송
		영여부동산	사선시 89만㎡	1,539	1.0	1,539	
		전학비축유		569만배럴	배럴당 80\$	6,600	원유 1,450만 배럴
		기타		390.5	0.5	195	
		합 계		9,484	0.95	8,972	
(-) 순차입금(억원)	85,076	총차입금	46,000	2026년 초 차입금 7.8조원 - 2026년 차입금 축소 1.7조원 - 2027년 차입금 축소 1.5조원			
		(-) 현금성자산	17,000				
(+) 탄소배출 장래비용	56,076	연간배출량(톤)	탄소가격(달러/톤)	환율(원/달러)	연간비용(억원)	WACC	사할적가치(억원)
			14,541,000	20	1,450	7.5%	56,076
보통주 주주가치(A, 억원)	230,717						
발행주식수(B, 주)	112,582,792						
보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)	205,000	* 적정주가 상향 배경(기존 17.5만원 → 20.5만원) : ① 유평유류 초호황을 반영해 EV/EBITDA 배율을 11.5배로 상향(2027년 상한가 까지 지속) ② 2026~2027년 잉여현금으로 차입금 축소 △3.3조원 반영(Capex 2026년 2.1조원 → 2027년 0.5조원)					
(적전 적정주가, 원/주)	175,000						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2026년 8월 1.4배로, 평균을 넘어서기 시작



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	413,464	399,103	326,305
매출원가	354,112	332,037	353,820	345,141	291,717
매출총이익	12,259	10,433	59,643	53,962	34,589
판매비	8,037	8,076	7,559	13,841	11,317
영업이익	4,222	2,356	52,085	40,121	23,272
EBITDA	11,741	10,426	60,630	51,978	35,195
영업외손익	-7,547	-624	-1,648	-1,039	-330
외환관련손익	-5,930	921	5,034	1,715	1,750
이자손익	-2,292	-2,359	-1,716	-2,794	-2,225
관계기업관련손익	59	35	74	41	146
기타	616	779	-5,041	0	0
법인세비용차감전순이익	-3,325	1,732	50,436	39,082	22,942
법인세비용	-1,395	-37	12,709	9,453	5,535
계속사업순이익	-1,930	1,770	37,728	29,629	17,408
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,930	1,770	37,728	29,629	17,408
지배지분순이익	-1,930	1,770	37,728	29,629	17,408
포괄순이익	-1,526	1,919	37,739	29,629	17,408
지배지분포괄이익	-1,526	1,919	37,739	29,629	17,408

주: 영업이익의 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	44,513	25,658	38,188
당기순이익	-1,930	1,770	37,728	29,629	17,408
감가상각비	7,410	7,911	8,360	11,682	11,769
외환손익	3,967	1,209	-2,001	-1,715	-1,750
중속, 관계기업관련손익	-59	-35	-74	-41	-146
자산부채의 증감	8,289	30,914	-14,429	-23,526	5,218
기타현금흐름	-3,001	-2,346	14,929	9,628	5,689
투자활동 현금흐름	-30,270	-37,827	-13,057	-6,576	-6,458
투자자산	32	10	-67	10	93
유형자산 증가 (CAPEX)	-30,419	-39,060	-21,132	-8,300	-8,300
유형자산 감소	35	1	11	0	0
기타현금흐름	82	1,222	8,132	1,715	1,750
재무활동 현금흐름	15,388	-2,696	9,874	-12,666	-15,660
단기차입금	12,037	-11,069	99	2,324	-785
사채 및 장기차입금	9,635	10,393	413	-14,991	-14,876
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,893	-1	-1,316	-9,315	-11,643
기타현금흐름	-4,391	-2,019	10,679	9,315	11,643
연결범위변동 등 기타	32	-12	-7,794	-19,126	-19,798
현금의 증감	-174	-1,112	33,536	-12,711	-3,728
기초 현금	19,633	19,458	18,347	51,883	39,172
기말 현금	19,458	18,347	51,883	39,172	35,444
NOPLAT	4,222	2,407	52,085	40,121	23,272
FCF	-15,743	363	23,381	17,358	29,888

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 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	132,204	121,624	103,938
현금및현금성자산	19,458	18,347	51,883	39,172	35,444
매출채권 및 기타채권	34,792	25,538	29,028	29,215	24,435
재고자산	44,931	41,644	49,585	51,529	42,351
비유동자산	144,034	179,414	192,195	188,628	184,913
유형자산	135,818	169,900	183,949	180,567	177,098
관계기업 등 지분관련 자산	427	407	414	414	414
기타투자자산	1,603	1,469	531	521	428
자산총계	244,514	265,570	324,399	310,253	288,851
유동부채	116,567	122,109	137,677	132,815	112,042
매입채무 및 기타채무	74,105	93,847	87,873	66,104	54,826
단기차입금	33,549	21,731	21,640	23,993	23,471
유동성장기부채	6,599	3,307	9,092	23,675	14,964
비유동부채	40,991	54,587	51,902	22,304	15,910
장기차입금	13,157	14,780	22,497	15,500	9,339
사채	24,755	35,535	25,157	2,580	2,576
부채총계	157,558	176,696	189,580	155,119	127,952
지배지분	86,956	88,874	134,820	155,134	160,898
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	118,608	138,922	144,687
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	86,956	88,874	134,820	155,134	160,898
순차입금	60,007	60,646	27,670	27,714	15,782
총차입금	80,053	79,377	79,889	67,223	51,563

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-1,720	1,560	33,278	25,976	15,120
BPS	74,692	76,339	115,804	133,253	138,204
EBITDAPS	10,069	8,942	51,997	44,576	30,183
SPS	314,199	293,701	354,586	342,270	279,839
DPS	125	330	6,800	10,000	8,000
PER	-38.6	40.6	4.1	5.3	9.0
PBR	0.9	0.8	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.6	12.8	3.0	3.5	4.9
PSR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	2.5	-6.5	20.7	-3.5	-18.2
영업이익 증가율 (%)	-68.8	-44.2	2,110.4	-23.0	-42.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	2,032.1	-21.5	-41.2
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	14.4	13.5	10.6
영업이익률 (%)	1.2	0.7	12.6	10.1	7.1
지배순이익률 (%)	-0.5	0.5	9.1	7.4	5.3
EBITDA 마진 (%)	3.2	3.0	14.7	13.0	10.8
ROIC	1.8	1.7	25.8	17.9	9.8
ROA	-0.8	0.7	12.8	9.3	5.8
ROE	-2.2	2.0	33.7	20.4	11.0
부채비율 (%)	181.2	198.8	140.6	100.0	79.5
순차입금/자기자본 (%)	69.0	68.2	20.5	17.9	9.8
영업이익/금융비용 (배)	1.5	0.9	30.4	14.4	10.5

Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 초강세 지속

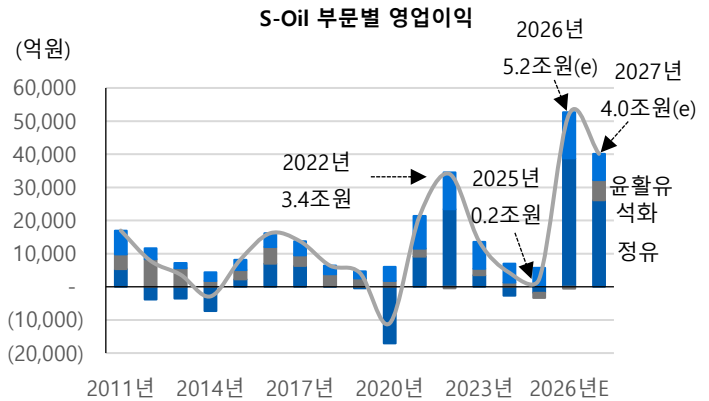
2022년 3.4조원(러-우 전쟁)

...

2025년 0.2조원

2026년 5.2조원(e, 이란 전쟁)

2027년 4.0조원(e, osp효과+사헌효과)



자료: 유안타증권 리서치센터

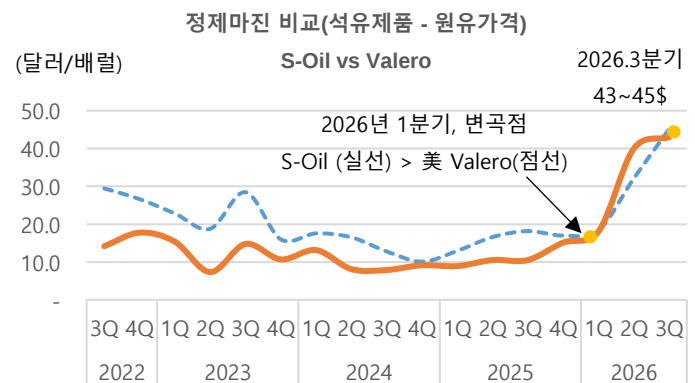
한국 정제마진 비교 우위 :

(2026년 2~3분기 기준)

S-Oil 41\$/배럴(케파 70만b/d)

vs

미국 Valero 39\$(케파 300만b/d)

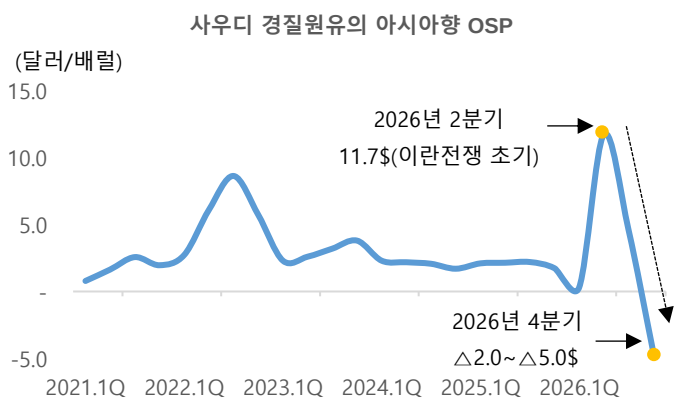


자료: Valero, 유안타증권 리서치센터

사우디 OSP(원유도입 프리미엄) 급감 :

2026년 2분기 11.7\$/배럴

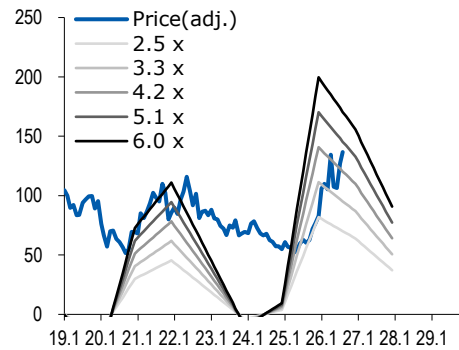
4분기 △2 ~ △5\$



자료: 유안타증권 리서치센터

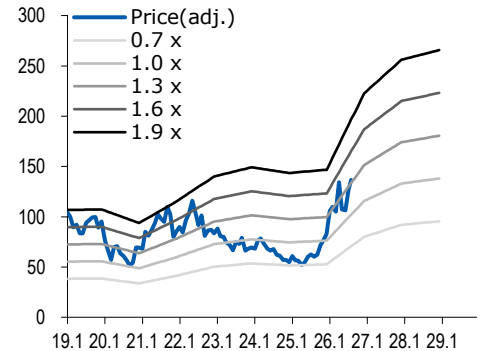
P/E band chart

(천원)

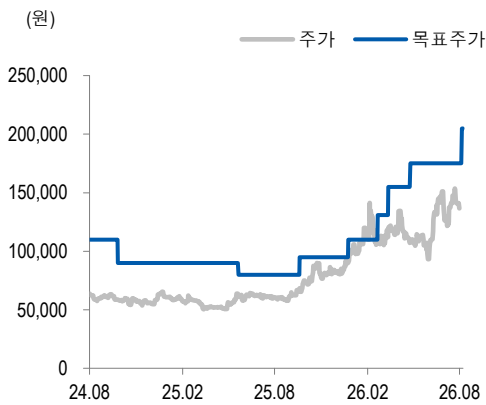


P/B band chart

(천원)



S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-08-28	BUY	205,000	1년		
2026-05-22	BUY	175,000	1년	-28.86	-12.23
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
2024-09-05	1년 경과 이후		1년	-45.00	-42.55

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)	96.8
Hold(중립)	3.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-08-27

※ 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 대상법인의 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.