



BUY (유지)

S-Oil (010950)

유가 안정화 이후 본격 반등 전망

목표주가(12M) **130,000원**
 현재주가(5.11) **110,900원**

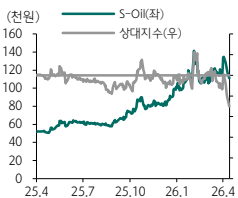
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,822.24
52주 최고/최저(원)	141,300/50,600
시가총액(십억원)	12,485.4
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	954.2
60일 평균 거래대금(십억원)	120.2
외국인지분율(%)	77.80
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5인	63.43
국민연금공단	9.35

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	42,842.0	39,442.9
영업이익(십억원)	2,504.2	2,158.8
순이익(십억원)	1,720.9	1,482.7
EPS(원)	14,759	12,715
BPS(원)	89,994	100,567

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	36,637.0	34,247.0	40,139.7	32,051.2
영업이익	422.2	235.6	2,700.3	2,916.1
세전이익	(332.5)	173.2	2,152.7	2,672.0
순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7
EPS	(1,656)	1,518	14,031	17,415
증감율	적전	흑전	824.31	24.12
PER	(33.09)	54.68	7.90	6.37
PBR	0.73	1.09	1.24	1.08
EV/EBITDA	10.50	14.96	4.56	4.01
ROE	(2.18)	2.01	16.94	18.10
BPS	74,590	76,234	89,427	103,089
DPS	125	330	2,750	4,500

1Q26 영업이익 컨센 부합

1Q26 영업이익은 1.23조원(QoQ +190%, YoY 흑전)으로 컨센(1.19조원)에 부합했다. 유가 상승에 따른 전사 재고관련이익은 총 6,434억원이다. 정유 영업이익은 1.04조원(QoQ +8,137억원)으로 개선되었다. 재고관련이익(5,248억원)과 래깅 효과(4,300억원)가 대부분을 구성했다. 특히, 3월 중 해당 효과를 제거한 실질 영업이익은 최고가격제 영향으로 적자를 시현한 것으로 파악된다. 다만, 정기보수 진행으로 수출 물량이 감소하며 발생한 기회손실 규모가 약 5천억원에 달해, 정기보수가 종료된 다음 분기에는 일부 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 석유화학 영업 이익은 255억원(QoQ +333억원)으로 흑자전환 했다. 871억원에 달하는 재고관련이익 덕분이다. 유탄기유는 투입가 급등 영향으로 영업이익 1,666억원(QoQ -20%)으로 감익되었다.

2Q26 영업이익 QoQ -52% 감익 전망

2Q26 영업이익은 5,877억원(QoQ -52%, YoY 흑전)을 추정한다. 현재 컨센(7,802억원)을 25% 하회할 전망이다. 주요 가정은 다음과 같다. 1) 2Q26 말 Dubai유 90\$/bbl 2) 래깅 정제마진 QoQ Flat을 가정했다. 실제, 1Q26와 2Q26 현재까지의 래깅 정제마진은 거의 유사하다. 이에 기반해 정유 영업이익을 3,755억원(QoQ -64%)으로 추정한다. 로직은 다음과 같다. 전분기 영업 이익 1.04조원에 재고/래깅 관련 이익 제거, 정기보수 기회손실 합산한 실질 영업이익은 약 5.8천억원이다. 여기서 래깅 마진 Flat과 재고관련손실(2천억원)을 반영했다. 6월부터는 시차를 감안한 5월 OSP 19.5\$ 반영, 6월 유가/제품가 동반 하락 가능성을 감안하면 해당 추정은 다소 긍정적이다. 석유화학 영업이익은 -434억원(QoQ -689억원)으로 적자전환을 예상한다. 전분기 발생한 재고관련이익 제거에 최근 PX 마진 약세를 반영했다. 반면, 유탄기유는 디젤 부족에 따른 글로벌 생산량 축소로 마진이 대폭 개선되어 영업이익 2,557억원(QoQ +54%) 개선될 전망이다.

유가 안정화 이후 본격 반등 전망

BUY, TP 13만원을 유지한다. 하나증권은 1년 전부터 S-Oil 대한 Conviction BUY 의견을 피력해 왔다. 1) Shortage 국면에서 정제마진 호조 2) 정제설비 No.5 한국 정유사의 에너지 안보 측면에서의 중요성 부각 3) OSP 하향 안정화에 따른 원가 조달 경쟁력 상승 4) 샤텐PI 성공적 런칭 5) 배당 확대 등이 주요 논리였다. 이번 전쟁으로 정제설비 Shortage는 더욱 심해졌고, 한국의 중요 석유제품 공급처로서의 위상은 더욱 돋보이게 되었다. 아시아의 원유 조달처 다변화와 맞물린 UAE의 OPEC 탈퇴도 중장기 아시아 정유/화학 업체의 원가 경쟁력 제고 요인이다. 다만, 유가 상한제에 따른 내수 적자 지속, 종전 가정 시 구매 수요의 일시적 약세, 역대급 OSP 반영 등으로 2~3Q26 실적 둔화가 나타날 수 있으므로 이를 주의할 필요는 있다. 주가의 본격 반등은 WTI가 80\$/bbl 내외로 하락하며 내수 상한제가 종료되고, OSP가 정상으로 복귀할 때 나타날 것이다. 다만, 이미 현 주가는 전쟁 직전 수준까지 하락해 이제부터 단기 실적을 이유로 추가 주가 하락이 나타난다면 중장기 긍정적인 전망을 바탕으로 지속적인 매집 전략이 유효하다.



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
 RA 김형준 do200508@hanafn.com

도표 1. S-Oil 1Q26 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q26P	4Q25	1Q25	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	8,942.7	8,792.6	8,990.5	-0.5	1.7	10,263.4	-12.9
영업이익	1,231.1	371.9	-21.5	흑전	231.0	1,191.1	3.4
세전이익	991.4	265.4	-67.4	흑전	273.5	1,068.1	-7.2
순이익	721.0	225.1	-44.6	흑전	220.3	818.8	-11.9
영업이익률	13.8	4.2	-0.2	14.0	9.5	11.6	2.2
세전이익률	11.1	3.0	-0.7	11.8	8.1	10.4	0.7
순이익률	8.1	2.6	-0.5	8.6	5.5	8.0	0.1

자료: 하나증권

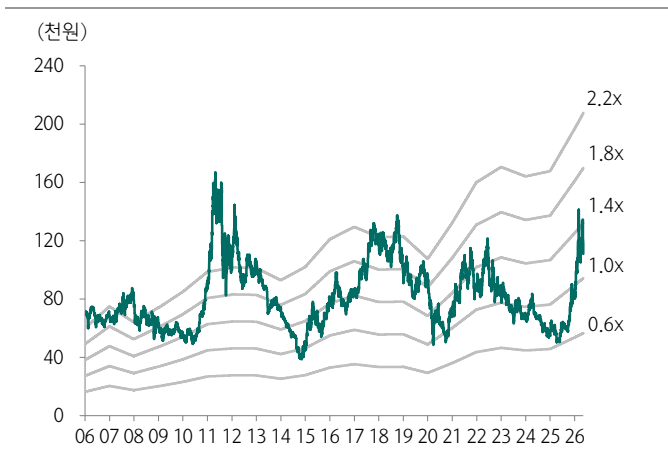
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2026F			2027F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	40,139.7	51,940.0	-22.7	32,051.2	35,133.1	-8.8
영업이익	2,700.3	2,861.5	-5.6	2,916.1	2,430.1	20.0
세전이익	2,152.7	2,466.3	-12.7	2,672.0	2,181.4	22.5
순이익	1,636.1	1,874.4	-12.7	2,030.7	1,657.8	22.5
영업이익률	6.7	5.5	1.2	9.1	6.9	2.2
세전이익률	5.4	4.7	0.6	8.3	6.2	2.1
순이익률	4.1	3.6	0.5	6.3	4.7	1.6

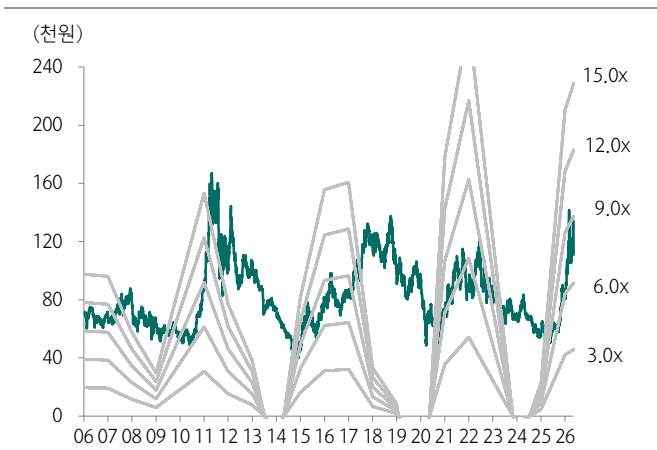
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.5	8,942.7	12,229.2	9,486.3	9,481.5	36,637.0	34,246.9	40,139.7	32,051.2
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	36.8%	-22.4%	-0.1%				
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	51.9%	12.7%	7.8%	2.5%	-6.5%	17.2%	-20.2%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	10,041.5	7,709.6	7,631.7	28,804.4	27,005.4	32,484.0	25,804.9
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,297.6	1,119.4	1,188.6	4,702.9	4,234.1	4,710.0	4,437.6
운할기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	890.1	657.3	661.2	3,129.7	3,007.3	2,945.6	1,808.7
영업이익	-21.5	-343.9	229.2	424.5	1,231.1	587.7	277.0	604.5	460.6	288.3	2,700.3	2,916.1
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	4.8%	2.9%	6.4%	1.3%	0.8%	6.7%	9.1%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-52.3%	-52.9%	118.2%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	62.8%	흑전	흑전	20.9%	42.4%	-66.0%	-37.4%	836.7%	8.0%
정유부문	-56.8	-441.1	115.5	225.3	1,039.0	375.5	69.0	379.4	-245.4	-157.1	1,862.9	1,717.7
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	3.7%	0.9%	5.0%	-0.9%	-0.6%	5.7%	6.7%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-63.9%	-81.6%	449.5%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	-40.2%	68.4%	적전	적지	흑전	-7.8%
석유화학부문	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	25.5	-43.4	23.5	42.0	134.8	-136.8	47.5	483.6
영업이익률(%)	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-3.3%	2.1%	3.5%	2.9%	-3.2%	1.0%	10.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	78.7%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-29.3%	적전	흑전	917.9%
운할기유부문	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	255.7	184.5	183.1	571.1	582.1	789.9	714.9
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	28.7%	28.1%	27.7%	18.2%	19.4%	26.8%	39.5%
QoQ(%)	-5.4%	20.2%	1.4%	54.9%	-19.5%	53.5%	-27.8%	-0.7%				
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	94.0%	38.1%	-11.5%	-29.5%	1.9%	35.7%	-9.5%
당기순이익	-44.6	-66.8	63.2	225.1	721.0	376.0	137.0	402.1	-193.0	177.0	1,636.1	2,030.7
당기순이익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	3.1%	1.4%	4.2%	-0.5%	0.5%	4.1%	6.3%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	-47.9%	-63.6%	193.4%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	116.8%	78.6%	적전	흑전	824.6%	24.1%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637.0	34,247.0	40,139.7	32,051.2	31,726.5
매출원가	35,411.2	33,203.7	36,530.8	28,329.1	27,958.7
매출총이익	1,225.8	1,043.3	3,608.9	3,722.1	3,767.8
판매비	803.7	807.6	908.6	805.9	810.2
영업이익	422.2	235.6	2,700.3	2,916.1	2,957.5
금융손익	(443.8)	(194.3)	(447.3)	(197.8)	(109.0)
종속/관계기업손익	5.9	3.5	3.5	3.5	3.5
기타영업외손익	(316.8)	128.4	(103.8)	(49.9)	(6.8)
세전이익	(332.5)	173.2	2,152.7	2,672.0	2,845.3
법인세	(139.5)	(3.7)	516.7	641.3	682.9
계속사업이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
지배주주지분포괄이익	(152.6)	191.9	1,636.1	2,030.7	2,162.4
NOPAT	245.1	240.7	2,052.2	2,216.3	2,247.7
EBITDA	1,174.1	1,042.6	3,656.7	3,870.6	3,910.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.55	(6.52)	17.21	(20.15)	(1.01)
NOPAT증가율	(78.42)	(1.80)	752.60	8.00	1.42
EBITDA증가율	(43.38)	(11.20)	250.73	5.85	1.02
영업이익증가율	(68.83)	(44.20)	1,046.14	7.99	1.42
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	824.35	24.12	6.49
EPS증가율	적전	흑전	824.31	24.12	6.49
수익성(%)					
매출총이익률	3.35	3.05	8.99	11.61	11.88
EBITDA이익률	3.20	3.04	9.11	12.08	12.32
영업이익률	1.15	0.69	6.73	9.10	9.32
계속사업이익률	(0.53)	0.52	4.08	6.34	6.82

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,656)	1,518	14,031	17,415	18,545
BPS	74,590	76,234	89,427	103,089	117,132
CFPS	9,731	10,555	30,788	32,511	32,761
EBITDAPS	10,069	8,942	31,360	33,194	33,534
SPS	314,199	293,701	344,238	274,871	272,085
DPS	125	330	2,750	4,500	4,500
주가지표(배)					
PER	(33.09)	54.68	7.90	6.37	5.98
PBR	0.73	1.09	1.24	1.08	0.95
PCFR	5.63	7.86	3.60	3.41	3.39
EV/EBITDA	10.50	14.96	4.56	4.01	3.32
PSR	0.17	0.28	0.32	0.40	0.41
재무비율(%)					
ROE	(2.18)	2.01	16.94	18.10	16.84
ROA	(0.84)	0.69	5.83	6.97	7.34
ROIC	1.53	1.30	10.52	11.73	12.45
부채비율	181.19	198.82	183.84	138.52	121.27
순부채비율	69.01	68.24	31.61	17.89	(2.99)
이자보상배율(배)	1.49	0.85	9.53	10.19	10.57

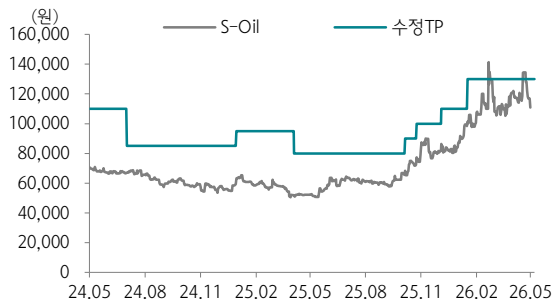
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048.0	8,615.6	11,965.6	11,378.1	13,881.2
금융자산	2,004.5	1,873.1	5,155.7	5,940.4	8,498.6
현금성자산	1,945.8	1,834.7	5,116.9	5,909.4	8,467.9
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,025.1	1,617.0	1,600.6
재고자산	4,493.1	4,164.4	4,206.1	3,358.5	3,324.5
기타유동자산	1,379.4	573.0	578.7	462.2	457.5
비유동자산	14,403.4	17,941.4	17,626.9	17,289.3	16,335.8
투자자산	203.0	187.6	188.5	170.8	170.1
금융자산	160.3	146.9	147.4	138.0	137.6
유형자산	13,581.8	16,990.0	16,688.2	16,379.8	15,436.9
무형자산	148.8	149.5	136.0	124.4	114.6
기타비유동자산	469.8	614.3	614.2	614.3	614.2
자산총계	24,451.4	26,557.0	29,592.5	28,667.3	30,217.0
유동부채	11,656.7	12,210.9	13,181.1	10,699.8	10,613.4
금융부채	4,071.3	2,635.1	2,648.2	2,288.5	2,287.3
매입채무	4,981.6	6,981.7	7,679.9	6,132.3	6,070.2
기타유동부채	2,603.8	2,594.1	2,853.0	2,279.0	2,255.9
비유동부채	4,099.1	5,458.7	5,985.6	5,948.7	5,947.2
금융부채	3,934.0	5,302.6	5,802.6	5,802.6	5,802.6
기타비유동부채	165.1	156.1	183.0	146.1	144.6
부채총계	15,755.8	17,669.6	19,166.7	16,648.5	16,560.6
지배주주지분	8,695.6	8,887.4	10,425.8	12,018.8	13,656.3
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	44.0	44.7	44.7	44.7	44.7
이익잉여금	7,030.5	7,221.6	8,759.9	10,353.0	11,990.5
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,695.6	8,887.4	10,425.8	12,018.8	13,656.3
순금융부채	6,000.7	6,064.6	3,295.1	2,150.6	(408.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,467.6	3,942.3	3,109.7	3,339.8	3,028.9
당기순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
조정	831.7	673.9	1,235.2	955.8	852.3
감가상각비	752.0	807.0	956.4	954.4	952.7
외환거래손익	552.6	8.2	282.2	4.9	(97.0)
지분법손익	(5.9)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(467.0)	(137.8)	0.1	(0.0)	0.1
영업활동 자산부채 변동	828.9	3,091.4	238.4	353.3	14.2
투자활동 현금흐름	(3,027.0)	(3,782.7)	(921.0)	(610.4)	101.5
투자자산감소(증가)	(31.8)	16.9	2.6	21.2	4.2
자본증가(감소)	(3,041.9)	(3,906.0)	(641.0)	(634.5)	0.0
기타	46.7	106.4	(282.6)	2.9	97.3
재무활동 현금흐름	1,977.9	(67.7)	415.4	(797.4)	(526.1)
금융부채증가(감소)	2,167.2	(67.6)	513.1	(359.8)	(1.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(189.3)	(0.1)	(97.7)	(437.6)	(524.9)
현금의 증감	418.5	91.9	2,591.4	792.6	2,558.5
Unlevered CFO	1,134.7	1,230.7	3,590.0	3,790.9	3,820.1
Free Cash Flow	(1,574.3)	36.3	2,468.6	2,705.3	3,028.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.27	BUY	130,000		
25.12.15	BUY	110,000	-21.31%	-9.55%
25.11.4	BUY	100,000	-18.14%	-10.00%
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 5월 12일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.86%	3.14%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 09일