S-Oil (010950)

역사적 신고가 재경신을 위한 조건: 배당과 샤힌

BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원(하향)
현재주가(11.02) 130,000원

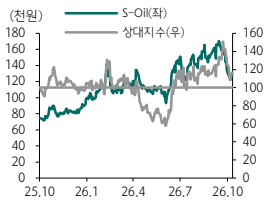
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,859.08
52주 최고/최저(원)	170,600/71,800
시가총액(십억원)	14,635.8
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	391.4
60일 평균 거래대금(십억원)	57.6
외국인지분율(%)	80.67
주요주주 지분율(%)	
Aramco Downstream Asia Pte. Ltd (ADA) 외 3 인	63.43
국민연금공단	9.94

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	42,828.1	42,339.6
영업이익(십억원)	4,538.5	3,595.6
순이익(십억원)	3,098.5	2,606.9
EPS(원)	26,573	22,357
BPS(원)	100,848	117,940

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	36,637.0	34,247.0	45,360.0	46,153.4
영업이익	422.2	235.6	4,889.8	3,500.0
세전이익	(332.5)	173.2	4,802.5	3,321.6
순이익	(193.0)	177.0	3,649.9	2,524.4
EPS	(1,656)	1,518	31,301	21,649
증감율	적전	흑전	1,961.99	(30.84)
PER	(33.09)	54.68	3.93	5.68
PBR	0.73	1.09	1.16	1.02
EV/EBITDA	10.50	14.96	2.69	3.09
ROE	(2.18)	2.01	34.28	19.04
BPS	74,590	76,234	106,407	121,058
DPS	125	330	6,300	9,000



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

3Q26 영업이익 컨센 18% 상회

3Q26 영업이익은 1.4조원(QoQ +46%, YoY +514%)으로 컨센(1.19조원)을 18% 상회했다. 환율 하락에도 불구하고 유가 및 모든 제품들이 가격 상승하면서 긍정적인 래깅 효과가 발생한 덕분이다. 지배순이익은 1.43조원으로 컨센을 57% 상회했다. 환율 하락에 따른 환차익 때문이다. 정유 영업이익은 0.69조원(QoQ +30%)으로 개선됐다. 환율 하락 효과 -3천억원 및 재고관련손실 -200억원 가량 발생에도 불구, 유가 상승에 따른 긍정적인 래깅효과 약 3천억원과 정제마진 개선효과가 반영된 영향이다. 전분기 발생한 정기보수 효과가 제거되면서 CDU 가동률이 76%에서 81%까지 상승하며 기회손실이 수 천억원 제거된 것도 긍정적이었다. 윤활기유 영업이익은 0.74조원(QoQ +56%, OPM +48%)를 기록했다. 카타르 Pearl GTL Train2의 설비 타격에 따라 그룹3를 중심으로 윤활기유 가격/마진가 강세를 유지한 덕이다. 석유화학 영업이익은 -264억원(QoQ +184억원) 개선되었다. BZ/PX 강세가 PP/PO 약세를 상쇄했기 때문이다.

4Q26 영업이익 QoQ -9% 예상

4Q26 영업이익은 1.29조원(QoQ -9%, YoY +203%)을 추정한다. 석유화학 개선 가능성에도 불구하고, 정유/윤활기유의 소폭 감익이 예상되기 때문이다. 정유 영업이익 0.63조원(QoQ -9%)를 추정한다. 가정은 다음과 같다. 1) 유가를 Dubai 기준 100$/bbl, 정제마진도 현재 수준 유지를 가정했다. 다만, 낮은 OSP가 반영되며 소폭의 재고관련손실이 발생한다. 2) 운임 상승분은 OSP 인하로 상쇄된다. 회사는 VLCC 운임의 65%가 장기용선으로 확보되어 있어, 스팟 운임 상승이 미치는 영향이 제한적일 것이라 언급했다. 실제, VLCC 운임 30$/bbl을 가정해도 35%인 약 10$/bbl의 원가 상승은 OSP 인하분(QoQ -11$/bbl)로 상쇄된다. 3) 가동률은 전분기 81%에서 90%를 가정했다. 회사는 호르무즈를 통한 Arab Medium 원유 조달이 늘어 현재 가동률이 90% 수준임을 밝혔다. 윤활기유 영업이익은 0.66조원(QoQ -11%, OPM +37%)을 추정했다.

역사적 신고가 재경신을 위한 조건: 배당과 샤힌

BUY를 유지하나 TP는 22만원에서 18만원으로 하향한다. 2027년 영업이익 추정치를 -18% 하향했기 때문이다. 정제마진과 샤힌 프로젝트 가동에 따른 수익성을 보수적인 관점에서 반영했다. 2027년에도 견조한 정유 업황 지속에 대한 의견은 변함없다. OSP는 구조적인 마이너스 국면을 이어가며 원가 부담도 낮아진다. 내수가격 상한제 및 OSP/운임 급등 등 부정적 효과도 제거될 가능성이 높다. 배당수익률 2026년 4.5%(배당성향 20% 가정), 2027년 6.7%(30% 가정)으로 배당 매력도 높다. 문제는 현 시점에서의 주가 Upside에 대한 고민이다. S-Oil 주가는 2026년 10/7일 17만원으로 종가 기준 15년 만에 역사적 신고가를 기록했다. 역사적 신고가를 재차 경신하기 위해서는 배당성향 상향에 대한 회사의 공격적인 의지와 샤힌 프로젝트의 수익성 확보가 필요하다. 이를 확인하기 전까지 단기적으로는 다운/업사이드 모두 제한적인 박스권 장세에 들어설 가능성이 높다고 판단한다.

도표 1. S-Oil 3Q26 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q26P	2Q26	3Q25	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	**11,968.7**	11,343.5	8,415.4	42.2	5.5	**11,441.2**	4.6
영업이익	**1,406.7**	965.0	229.2	513.7	45.8	**1,191.0**	18.1
세전이익	**1,971.7**	705.5	81.5	2,319.3	179.5	**1,270.5**	55.2
순이익	**1,435.6**	514.6	63.2	2,171.5	179.0	**911.8**	57.4
영업이익률	**11.8**	8.5	2.7	9.0	3.2	**10.4**	1.3
세전이익률	**16.5**	6.2	1.0	15.5	10.3	**11.1**	5.4
순이익률	**12.0**	4.5	0.8	11.2	7.5	**8.0**	4.0

자료: 하나증권

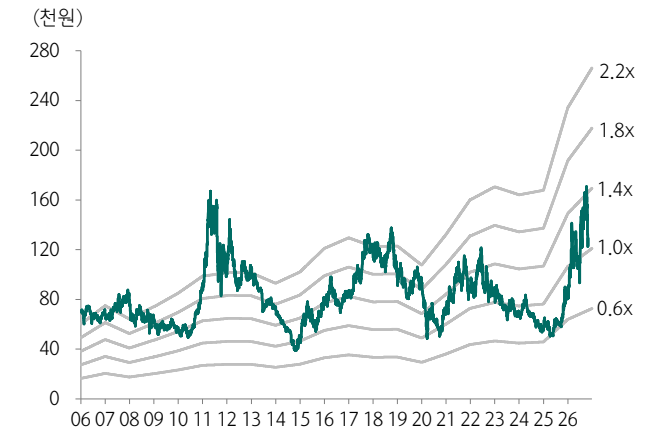
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2026F			2027F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	**45,360.0**	39,100.7	16.0	**46,153.4**	40,081.3	15.1
영업이익	**4,889.8**	4,522.4	8.1	**3,500.0**	4,253.9	-17.7
세전이익	**4,802.5**	3,828.9	25.4	**3,321.6**	4,071.8	-18.4
순이익	**3,649.9**	2,910.0	25.4	**2,524.4**	3,094.6	-18.4
영업이익률	**10.8**	11.6	-0.8	**7.6**	10.6	-3.0
세전이익률	**10.6**	9.8	0.8	**7.2**	10.2	-3.0
순이익률	**8.0**	7.4	0.6	**5.5**	7.7	-2.3

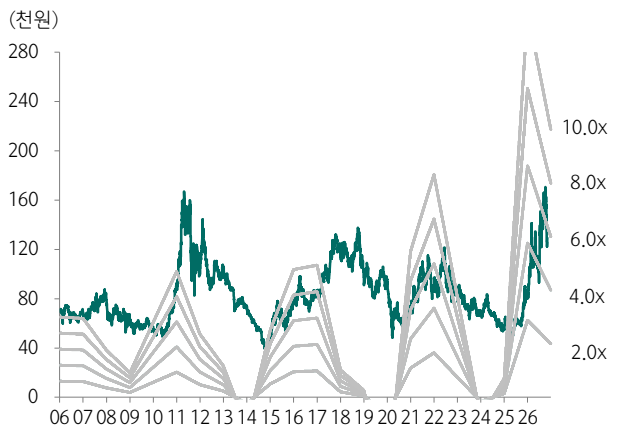
자료: 하나증권

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	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	**8,990.5**	**8,048.5**	**8,415.4**	**8,792.5**	**8,942.7**	**11,343.5**	**11,968.7**	**13,105.1**	**36,637.0**	**34,246.9**	**45,360.0**	**46,153.4**
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	26.8%	5.5%	9.5%				
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	40.9%	42.2%	49.0%	2.5%	-6.5%	32.5%	1.7%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	9,029.3	9,064.7	10,004.2	28,804.4	27,005.4	35,199.5	35,819.9
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,012.5	1,361.6	1,283.2	4,702.9	4,234.1	4,761.7	5,412.1
윤활기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	1,301.7	1,542.4	1,817.8	3,129.7	3,007.3	5,398.9	4,921.3
영업이익	**-21.5**	**-343.9**	**229.2**	**424.5**	**1,231.1**	**965.0**	**1,406.7**	**1,287.0**	**460.6**	**288.3**	**4,889.8**	**3,500.0**
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	8.5%	11.8%	9.8%	1.3%	0.8%	10.8%	7.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-21.6%	45.8%	-8.5%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	62.8%	흑전	흑전	513.7%	203.2%	-66.0%	-37.4%	1,596.2%	-28.4%
정유부문	**-56.8**	**-441.1**	**115.5**	**225.3**	**1,039.0**	**532.4**	**690.4**	**629.1**	**-245.4**	**-157.1**	**2,890.9**	**2,277.3**
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	5.9%	7.6%	6.3%	-0.9%	-0.6%	8.2%	6.4%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-48.8%	29.7%	-8.9%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	497.7%	179.2%	적전	적지	흑전	-21.2%
석유화학부문	**-74.5**	**-34.6**	**-19.9**	**-7.8**	**25.5**	**-44.8**	**-26.4**	**-5.5**	**134.8**	**-136.8**	**-51.2**	**-95.6**
영업이익률(%)	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-4.4%	-1.9%	-0.4%	2.9%	-3.2%	-1.1%	-1.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	-29.3%	적전	적지	적지
윤활기유부문	**109.7**	**131.8**	**133.6**	**207.0**	**166.6**	**477.4**	**742.7**	**663.3**	**571.1**	**582.1**	**2,050.0**	**1,318.3**
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	36.7%	48.2%	36.5%	18.2%	19.4%	38.0%	26.8%
QoQ(%)	-5.4%	20.2%	1.4%	54.9%	-19.5%	186.6%	55.6%	-10.7%				
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	262.2%	455.9%	220.5%	-29.5%	1.9%	252.2%	-35.7%
당기순이익	**-44.6**	**-66.8**	**63.2**	**225.1**	**721.0**	**514.6**	**1,435.6**	**978.8**	**-193.0**	**177.0**	**3,649.9**	**2,524.4**
당기순익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	4.5%	12.0%	7.5%	-0.5%	0.5%	8.0%	5.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	-28.6%	179.0%	-31.8%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	2,171.2%	334.8%	적전	흑전	1,962.7%	-30.8%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**36,637.0**	**34,247.0**	**45,360.0**	**46,153.4**	**40,194.4**
매출원가	35,411.2	33,203.7	39,480.5	41,628.1	36,140.3
매출총이익	1,225.8	1,043.3	5,879.5	4,525.3	4,054.1
판관비	803.7	807.6	989.8	1,025.2	941.9
영업이익	**422.2**	**235.6**	**4,889.8**	**3,500.0**	**3,112.2**
금융손익	(443.8)	(194.3)	170.4	(154.7)	(66.4)
종속/관계기업손익	5.9	3.5	3.5	3.5	3.5
기타영업외손익	(316.8)	128.4	(261.1)	(27.2)	15.9
세전이익	**(332.5)**	**173.2**	**4,802.5**	**3,321.6**	**3,065.1**
법인세	(139.5)	(3.7)	1,152.6	797.2	735.6
계속사업이익	(193.0)	177.0	3,649.9	2,524.4	2,329.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(193.0)**	**177.0**	**3,649.9**	**2,524.4**	**2,329.5**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**(193.0)**	**177.0**	**3,649.9**	**2,524.4**	**2,329.5**
지배주주지분포괄이익	(152.6)	191.9	3,649.9	2,524.4	2,329.5
NOPAT	245.1	240.7	3,716.2	2,660.0	2,365.2
EBITDA	1,174.1	1,042.6	5,846.2	4,454.5	4,064.9
성장성(%)					
매출액증가율	2.55	(6.52)	32.45	1.75	(12.91)
NOPAT증가율	(78.42)	(1.80)	1,443.91	(28.42)	(11.08)
EBITDA증가율	(43.38)	(11.20)	460.73	(23.81)	(8.75)
영업이익증가율	(68.83)	(44.20)	1,975.47	(28.42)	(11.08)
(지배주주)순익증가율	적전	흑전	1,962.09	(30.84)	(7.72)
EPS증가율	적전	흑전	1,961.99	(30.84)	(7.72)
수익성(%)					
매출총이익률	3.35	3.05	12.96	9.80	10.09
EBITDA이익률	3.20	3.04	12.89	9.65	10.11
영업이익률	1.15	0.69	10.78	7.58	7.74
계속사업이익률	(0.53)	0.52	8.05	5.47	5.80

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**10,048.0**	**8,615.6**	**13,687.2**	**15,404.2**	**16,219.9**
금융자산	2,004.5	1,873.1	6,877.3	8,475.2	10,185.5
현금성자산	1,945.8	1,834.7	6,838.5	8,435.7	10,151.1
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,025.1	2,060.5	1,794.5
재고자산	4,493.1	4,164.4	4,206.1	4,279.7	3,727.1
기타유동자산	1,379.4	573.0	578.7	588.8	512.8
비유동자산	**14,403.4**	**17,941.4**	**17,908.9**	**17,759.9**	**16,795.6**
투자자산	203.0	187.6	188.5	190.0	178.5
금융자산	160.3	146.9	147.4	148.2	142.1
유형자산	13,581.8	16,990.0	16,970.2	16,831.2	15,888.4
무형자산	**148.8**	**149.5**	**136.0**	**124.4**	**114.6**
기타비유동자산	**469.8**	**614.3**	**614.2**	**614.3**	**614.1**
자산총계	**24,451.4**	**26,557.0**	**31,596.1**	**33,164.1**	**33,015.5**
유동부채	**11,656.7**	**12,210.9**	**13,181.1**	**13,037.1**	**11,635.0**
금융부채	4,071.3	2,635.1	2,648.2	2,320.1	2,301.1
매입채무	4,981.6	6,981.7	7,679.9	7,814.2	6,805.3
기타유동부채	2,603.8	2,594.1	2,853.0	2,902.8	2,528.6
비유동부채	**4,099.1**	**5,458.7**	**6,009.4**	**6,013.0**	**5,985.8**
금융부채	**3,934.0**	**5,302.6**	**5,802.6**	**5,802.6**	**5,802.6**
기타비유동부채	165.1	156.1	206.8	210.4	183.2
부채총계	**15,755.8**	**17,669.6**	**19,190.5**	**19,050.1**	**17,620.8**
지배주주지분	**8,695.6**	**8,887.4**	**12,405.7**	**14,114.1**	**15,394.7**
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	10,739.8	12,448.2	13,728.9
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**8,695.6**	**8,887.4**	**12,405.7**	**14,114.1**	**15,394.7**
순금융부채	6,000.7	6,064.6	1,573.5	(352.6)	(2,081.8)

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,656)	1,518	31,301	21,649	19,978
BPS	74,590	76,234	106,407	121,058	132,041
CFPS	9,731	10,555	48,216	37,712	34,282
EBITDAPS	10,069	8,942	50,137	38,201	34,860
SPS	314,199	293,701	389,007	395,810	344,706
DPS	125	330	6,300	9,000	11,000
주가지표(배)					
PER	(33.09)	54.68	3.93	5.68	6.16
PBR	0.73	1.09	1.16	1.02	0.93
PCFR	5.63	7.86	2.55	3.26	3.59
EV/EBITDA	10.50	14.96	2.69	3.09	2.96
PSR	0.17	0.28	0.32	0.31	0.36
재무비율(%)					
ROE	(2.18)	2.01	34.28	19.04	15.79
ROA	(0.84)	0.69	12.55	7.80	7.04
ROIC	1.53	1.30	18.92	13.67	12.58
부채비율	181.19	198.82	154.69	134.97	114.46
순부채비율	69.01	68.24	12.68	(2.50)	(13.52)
이자보상배율(배)	1.49	0.85	17.25	12.21	11.09

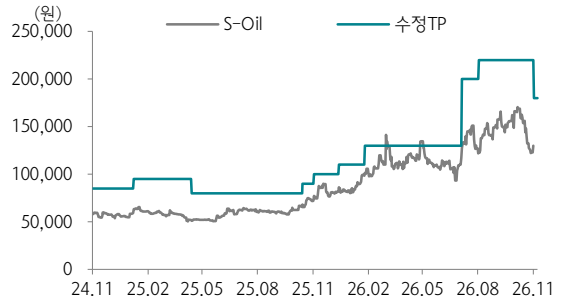
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**1,467.6**	**3,942.3**	**4,547.3**	**3,450.0**	**3,409.0**
당기순이익	(193.0)	177.0	3,649.9	2,524.4	2,329.5
조정	831.7	673.9	635.2	955.8	852.3
감가상각비	752.0	807.0	956.4	954.4	952.7
외환거래손익	552.6	8.2	(317.8)	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	262.2	(30.2)	227.2
투자활동 현금흐름	**(3,027.0)**	**(3,782.7)**	**(603.1)**	**(807.5)**	**117.1**
투자자산감소(증가)	(31.8)	16.9	2.6	2.0	15.1
자본증가(감소)	(3,041.9)	(3,906.0)	(923.1)	(803.9)	0.0
기타	46.7	106.4	317.4	(5.6)	102.0
재무활동 현금흐름	**1,977.9**	**(67.7)**	**381.5**	**(1,144.1)**	**(1,067.8)**
금융부채증가(감소)	2,167.2	(67.6)	513.1	(328.1)	(19.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.0)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(189.3)	(0.1)	(131.7)	(816.0)	(1,048.8)
현금의 증감	**418.5**	**91.9**	**4,313.0**	**1,597.3**	**1,715.4**
Unlevered CFO	1,134.7	1,230.7	5,622.2	4,397.4	3,997.4
Free Cash Flow	(1,574.3)	36.3	3,624.2	2,646.1	3,409.0

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.11.3	BUY	180,000		
26.8.4	BUY	220,000	-32.86%	-22.45%
26.7.7	BUY	200,000	-31.78%	-24.40%
26.1.27	BUY	130,000	-13.73%	8.69%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 11월 3일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 11월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 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 신뢰할 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.74%	2.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 10월 31일