

# S-Oil (010950)

## 상반기 변동성 확대 후 하반기 상향 안정화

### 목표주가 13.5만원 상향, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 12만원에서 13.5만원으로 상향하고, 투자 의견 매수 유지한다. 1분기 유가와 래깅마진 급등으로 영업이익이 큰 폭 증가했고, 중동사태 종료 이후에도 고유가와 정제마진 강세 장기화될 것이라는 가정 하에 26년 추정치를 조정함에 따른 것이다. 목표주가는 26~27년 평균 BPS 99,404원에 PBR 1.35배 적용해 산출하였다.

중동사태 장기화로 원유 공급조달 어려움이 지속되고 있음에도 동사는 사우디 Yanbu, UAE 푸자이라 항구 우회와 Aramco 울산 비축유 등을 활용해 5~6월 투입될 원유를 이미 전량 확보하였다. 원유 부족으로 아시아 주요 업체들의 가동률 하향 및 수출 감소 조처와는 상반된 움직임으로 Aramco 자회사로서의 안정성이 부각되는 국면이다.

### 1Q26 Review: 영업이익 1.23조원(+85%QoQ) vs 컨센서스 1.19조원

1분기 영업이익 1.23조원으로 +190%QoQ 상회했고 컨센서스 1.19조원에 부합했다. 3월 정기보수와 내수 최고가격제 시행에 따른 마진 압박에도 불구하고 유가/정제마진 급등한 영향이다. 참고로 1분기 반영된 재고관련 이익은 6,430억원이었다. 석유화학은 BZ/PX 스프레드 확대로 255억원으로 흑자전환했고, 유탄유는 VGO 가격 급등한 반면 기유 판가는 래깅 반영됨에 따라 1,666억원(-19.5%QoQ)으로 감소했다.

2분기는 5,492억원(-55%QoQ)으로 큰 폭의 이익 감소가 예상된다. 중동 내 정제설비 차질과 호르무즈 봉쇄 장기화로 스팟 정제마진은 30달러 레벨 이어가고 있으나, 래깅 마진이 3월 말 고점에서 하락세인 유가를 반영하며 마이너스 전환되는 등 그 조정세가 가파르다. 5~6월 급등한 OSP 또한 2분기 동사 비용 부담을 가중시킬 전망이다. 6월 유가가 관건이긴 하나 3월 Dubai 유가 \$128 감안하면 2분기에는 1분기와 달리, 재고 관련 평가손실 반영 가능성도 염두에 뒀다 한다.

### 상반기 변동성 확대, 하반기는 유가 및 영업이익 상향 안정화 전망

중동사태 이후 유가 변동이 워낙 큰 만큼 동사 1~2분기 영업이익 온도차도 클 수밖에 없다. 다만, 중동산 정제품 공급 감소 뿐 아니라, 원유 조달 차질로 인한 아시아 정유사 생산조정 및 수출제한 정책 등에 따라 글로벌 재고가 빠르게 소진되고 있어 연간 기준 정제마진은 강세 지속이 전망된다. 특히 중동/아시아는 중질유 투입 비중이 높은 만큼 최근 중간유분 재고 감소가 두드러지는데 미국은 2005년 5월 이후 최저치, 유럽은 러시아 에너지 제재가 본격화된 2022년 이후 가장 낮은 수준이다.

중동사태가 종료된 이후에도 에너지 인프라 수리와 상업가동 재개까지는 시간이 좀 더 소요될 수밖에 없다. Aramco CEO는 지난주(5/10) 호르무즈 통행이 즉각 재개되더라도 에너지 시장 정상화까지는 수 개월이 예상되고, 봉쇄가 몇 주 더 지속될 경우 정상화는 2027년이나 가능할 것이라고 언급했다. 이와 비슷한 맥락으로 IEA 사무총장은 에너지 시장이 전쟁 이전 수준으로 완전히 회복되는데 소요될 기간을 2년으로 전망하고 있다.

상반기는 유가와 영업이익 변동성이 확대되었으나, 하반기로 가면서 유가와 정제마진 상향 안정화됨에 따라 26년 연간 기준 2.8조원의 영업이익을 추정한다. 내수 적자분에 대한 정부와의 정산이 우려되는 부분이지만 하나, 적어도 원가 만큼은 보전받을 가능성이 높다. 내수 마진 압박의 아쉬움보다는 구조적인 정제마진 강세와 이에 따른 이익 체력 확대에 좀 더 집중할 필요가 있다는 판단이다.

### Company Brief

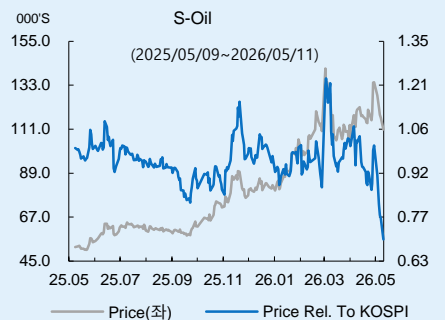
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	135,000원(상향)
증가(2026.05.11)	110,900원
상승여력	21.7%

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	12,485십억원
외국인지분율	77.8%
52주 주가	50,600~141,300원
60일평균거래량	937,173주
60일평균거래대금	120.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	3.3	34.9	112.9
상대수익률	-41.6	-42.8	-55.6	-90.6

### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	34,247	39,021	38,889	35,603
영업이익(십억원)	236	2,848	1,909	1,656
순이익(십억원)	177	2,077	1,354	1,144
EPS(원)	1,518	17,809	11,611	9,811
BPS(원)	76,218	93,805	105,002	114,398
PER(배)	54.7	6.2	9.6	11.3
PBR(배)	1.1	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	2.0	20.9	11.7	8.9
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	14.6	4.7	7.0	7.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]  
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

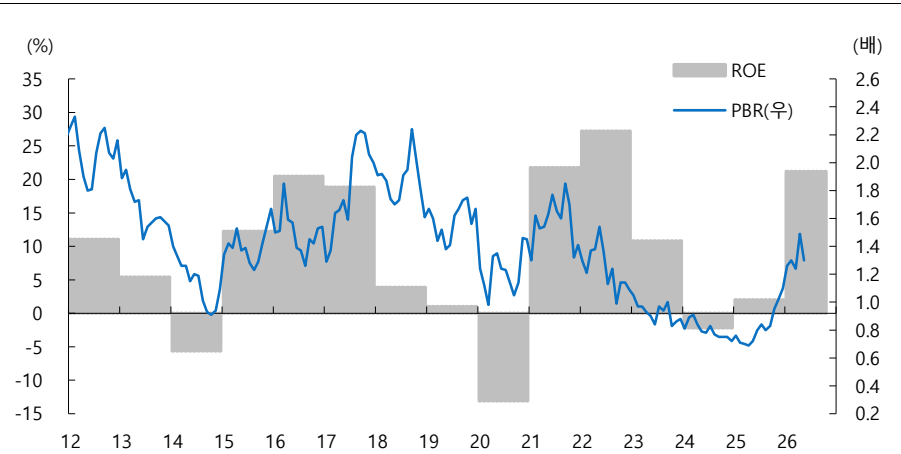
[RA]  
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q25F	2024	2025	2026F
<b>합계</b>											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	10,119	10,132	9,828	36,637	34,247	39,021
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	549	506	563	461	288	2,848
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	5.4%	5.0%	5.7%	1.3%	0.8%	7.3%
<b>정유</b>											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	7,961	8,031	7,761	28,804	27,005	30,853
영업이익	-57	-441	116	225	1,039	317	307	348	-245	-157	2,012
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	4.0%	3.8%	4.5%	-0.9%	-0.6%	6.5%
<b>화학</b>											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,382	1,304	1,311	4,703	4,234	5,102
영업이익	-75	-35	-20	-8	26	46	26	29	135	-137	126
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	3.3%	2.0%	2.2%	2.9%	-3.2%	2.5%
<b>윤활유</b>											
매출액	791	755	705	757	737	777	797	756	3,130	3,007	3,067
영업이익	110	132	134	207	167	186	172	186	571	582	710
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	23.9%	21.6%	24.5%	18.3%	19.4%	23.2%

자료: iM증권 리서치본부

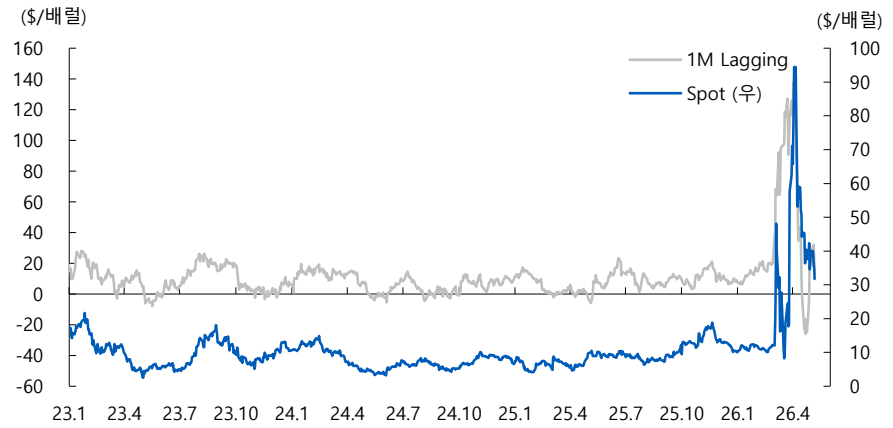
그림1. S-OIL ROE-PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

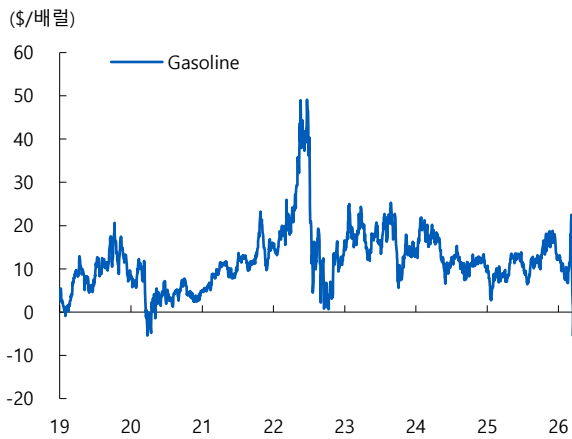
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. 복합정제마진 추이



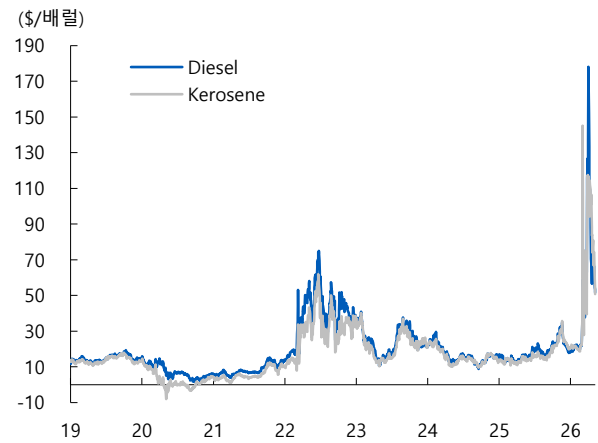
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림3. 휘발유 마진 추이



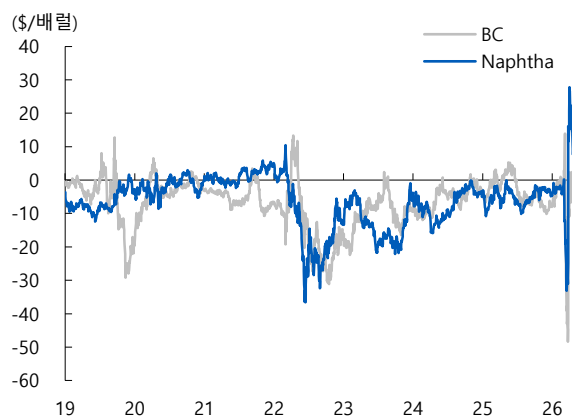
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 등/경유 마진 추이



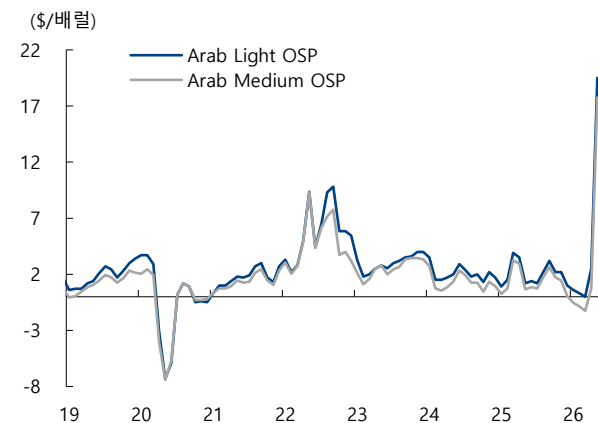
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 납사/BC 마진 추이



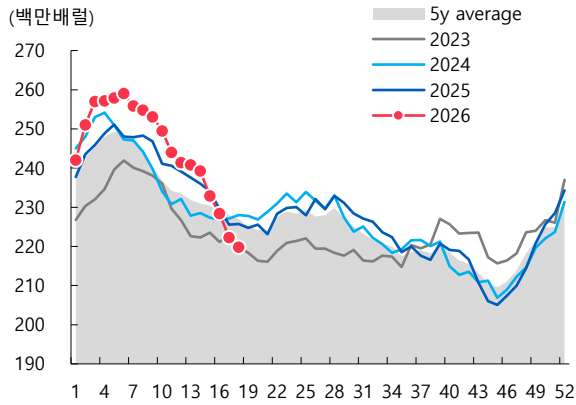
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 사우디 Aramco OSP 추이



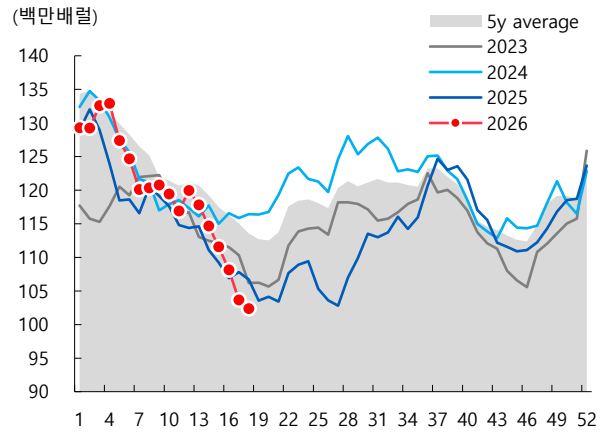
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 미국 휘발유 재고 추이



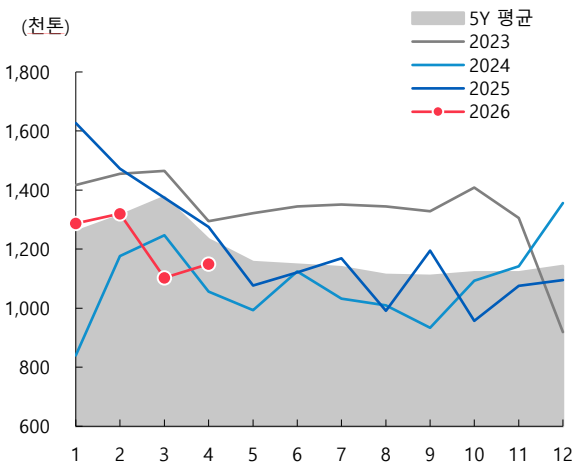
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 중간유분 재고 추이



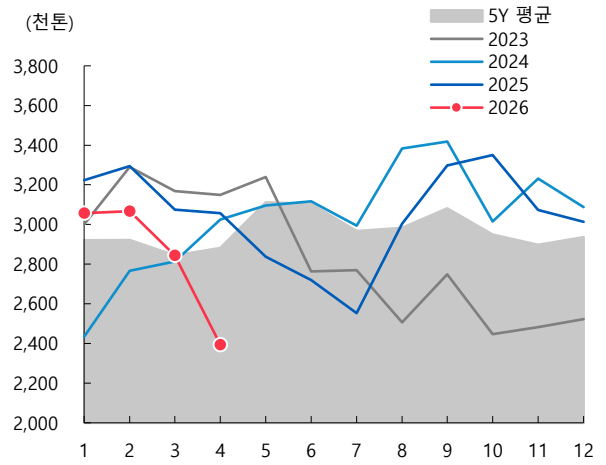
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림9. 유럽 휘발유 재고 추이



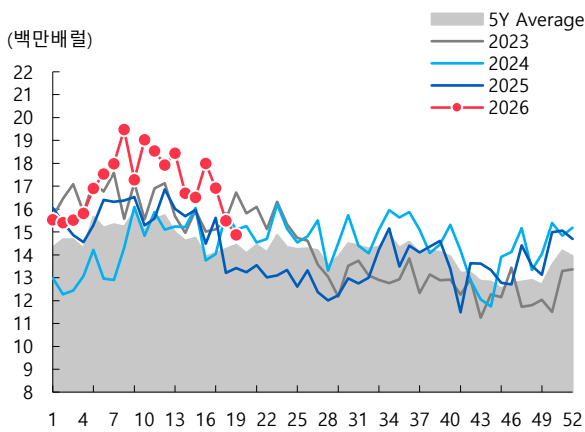
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 중간유분 재고 추이



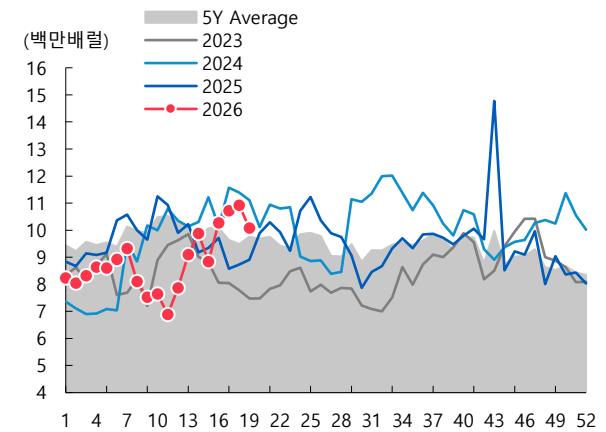
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 싱가포르 경질유분 재고 추이



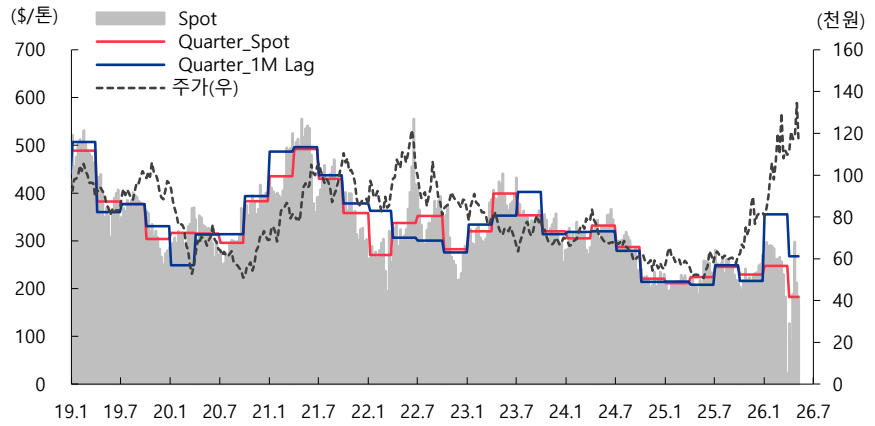
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 싱가포르 중간유분 재고 추이



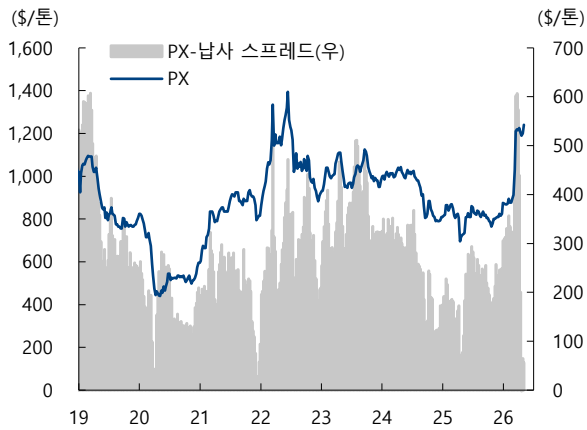
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



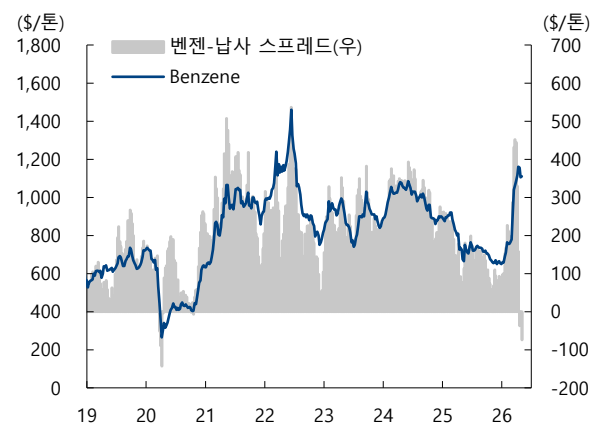
자료: iM증권 리서치본부

그림14. PX 가격 및 스프레드 추이



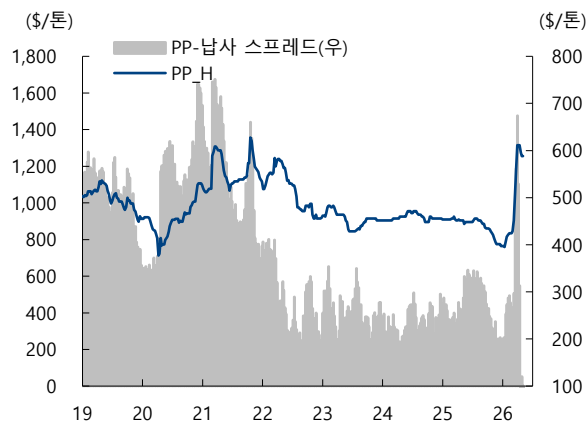
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림15. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



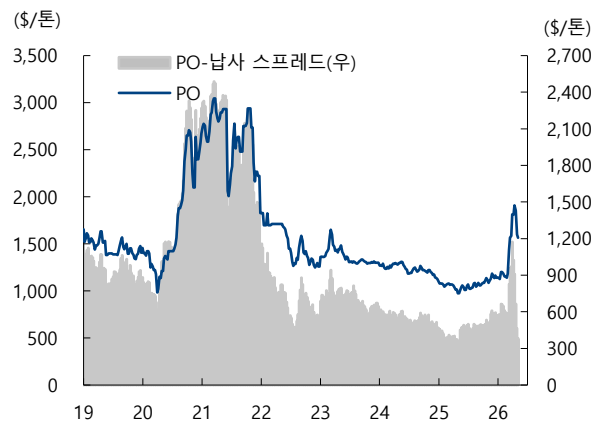
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림16. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림17. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,616	10,993	8,499	8,788	매출액	34,247	39,021	38,889	35,603
현금 및 현금성자산	1,835	3,729	1,242	1,247	증가율(%)	-6.5	13.9	-0.3	-8.4
단기금융자산	30	30	31	32	매출원가	33,204	35,390	36,195	33,230
매출채권	2,589	2,945	2,952	2,883	매출총이익	1,043	3,631	2,694	2,373
재고자산	4,164	4,292	4,278	4,628	판매비와관리비	808	783	784	717
비유동자산	17,941	19,268	19,110	18,956	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	16,990	18,326	18,173	18,024	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	150	137	128	121	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	26,557	30,261	27,610	27,745	영업이익	236	2,848	1,909	1,656
유동부채	12,211	13,564	10,107	9,146	증가율(%)	-44.2	1,108.9	-33.0	-13.3
매입채무	6,982	7,955	4,667	4,272	영업이익률(%)	0.7	7.3	4.9	4.7
단기차입금	2,173	2,673	2,573	2,073	이자수익	40	113	38	38
유동성장기부채	331	331	331	331	이자비용	276	304	283	265
비유동부채	5,459	5,759	5,259	5,259	지분법이익(손실)	4	4	4	4
사채	3,554	3,554	3,554	3,554	기타영업외손익	128	24	64	46
장기차입금	1,478	1,778	1,278	1,278	세전계속사업이익	173	2,662	1,736	1,467
부채총계	17,670	19,323	15,366	14,405	법인세비용	-4	585	382	322
지배주주지분	8,887	10,938	12,244	13,339	세전계속이익률(%)	0.5	6.8	4.5	4.1
자본금	292	292	292	292	당기순이익	177	2,077	1,354	1,144
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	0.5	5.3	3.5	3.2
이익잉여금	7,222	9,257	10,548	11,629	지배주주귀속 순이익	177	2,077	1,354	1,144
기타자본항목	43	58	73	88	기타포괄이익	15	15	15	15
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	192	2,092	1,369	1,159
자본총계	8,887	10,938	12,244	13,339	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

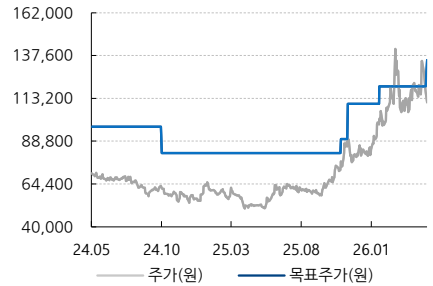
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,942	3,202	-1,230	1,134	주당지표(원)				
당기순이익	177	2,077	1,354	1,144	EPS	1,518	17,809	11,611	9,811
유형자산감가상각비	791	764	803	750	BPS	76,218	93,805	105,002	114,398
무형자산상각비	16	16	14	12	CFPS	8,438	24,495	18,616	16,348
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	DPS	330	350	550	550
투자활동 현금흐름	-3,783	-1,990	-542	-492	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,906	-2,100	-650	-600	PER	54.7	6.2	9.6	11.3
무형자산의 처분(취득)	1	-3	-5	-5	PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감	10	-	-	-	PCR	9.8	4.5	6.0	6.8
재무활동 현금흐름	-270	657	-746	-668	EV/EBITDA	14.6	4.7	7.0	7.6
단기금융부채의증감	-1,745	500	-100	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,580	300	-500	-	ROE	2.0	20.9	11.7	8.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.0	9.3	7.0	6.8
배당금지급	-9	-9	-9	-9	부채비율	198.8	176.7	125.5	108.0
현금및현금성자산의증감	-111	1,894	-2,487	5	순부채비율	63.8	41.8	52.8	44.7
기초현금및현금성자산	1,946	1,835	3,729	1,242	매출채권회전율(x)	11.2	14.1	13.2	12.2
기말현금및현금성자산	1,835	3,729	1,242	1,247	재고자산회전율(x)	7.9	9.2	9.1	8.0

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-10	Buy	82,000	-28.8%	-18.5%
2025-11-04	Buy	90,000	-8.9%	-2.2%
2025-11-19	Buy	110,000	-23.1%	-9.5%
2026-01-27	Buy	120,000	-5.1%	17.8%
2026-05-11	Buy	135,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-