2026.11.03

S-Oil (010950)

피크아웃이 아니라 높아진 기본 체력을 보자

목표주가 17만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 매수의견 유지한다. 최근 정유사에 대한 시장의 최대 우려는 종전 이후 유가 및 정제마진 급락 가능성과 높은 운임으로 인한 비용 부담이다. 그러나 지난 5년간 수요를 하회하는 CDU 순증설로 수급이 이미 타이트해진 여건에서 10~11% 공급 차질이 추가로 발생한 만큼 그 여파는 장기화될 가능성이 상당히 높다.

또한 정유사들은 대부분의 원유를 장기용선으로 조달하고 있어 해상운임 급등 영향이 제한적이다. 동사도 전일 컨콜에서 장기계약 비중이 65% 이상이라 밝혔고, 3분기 운임 급등에도 오히려 실적은 시장 예상치를 상회했다는 점에서 실제 그 영향이 제한적임이 확인된다. 스팟운임 상승을 고려해도 중동산 OSP 인하로 4분기에만 배럴당 -10달러의 절감 효과가 반영되는 만큼 OSP 인하로 상당부분 상쇄할 수 있을 전망이다. 정제마진 강세 고착화로 완전 레벨업된 이익 체력에도 피크아웃 우려로 고점 대비 -35% 조정된 최근의 움직임은 과도하다. 현재 주가는 26년 기준 PBR 1.3배, 27년 기준 1.1배이다.

3Q26 Review: 영업이익 1.4조원(+46%QoQ) vs 컨센서스 1.3조원

3분기 동사 영업이익은 1.4억원(+46%QoQ)으로 컨센서스 1.3조원을 소폭 상회했다.

정유가 6,904억원(+30%QoQ)으로 호실적 보였는데, 등/경유 중심의 정제마진 강세와 정기보수 종료에 따른 가동률 상승 영향이다. 재고관련 손익은 전사 기준 -294억원에 그쳤던 것으로 확인된다. 석유화학은 -264억원으로 전 분기 대비 적자가 축소됐는데, PO/PP 스프레드 하락에도 동사 내 이익 비중이 높은 PX/BZ 마진이 개선된 영향이다. 윤활유는 매출액 1.54조원(+19%QoQ), 영업이익 7,427억원(+56%QoQ)을 기록하며 전 분기에 이어 재차 역대 최고치를 경신했다.

최근 실적에서 정유 부문도 충분히 긍정적이지만, 전체 영업이익의 절반 가량 차지하며 이익 증가를 견인하고 있는 윤활기유가 특히 인상적이다. 국내 수출 기준 기유 가격은 연초 대비 약 2배 상승했는데, 글로벌 Group3 생산의 30% 차지하는 중동 공급차질과 디젤 대체 생산으로 기유 공급이 추가 타이트해지고 있는 영향이다. 특히 중동의 기유 공급이 정상화되려면 CDU, VDU, Hydrocracker 등 전체 설비의 수리 및 가동 재개가 동반되어야 하는 만큼 단기에 이뤄지긴 어렵다. 따라서 기유 가격 강세와 이에 근거한 높은 수익성은 일시에 그치는 것이 아니라 2027년에도 지속될 것으로 전망한다.

윤활기유 가격의 보수적인 가정에도 4분기는 1.3조원으로 컨센 상회 예상

두 차례 전쟁으로 26년 9월 기준 가동에 차질을 겪고 있는 글로벌 정제설비 규모는 총 11백만b/d 상회하는 것으로 파악된다. 특히 20~25년 CDU 순증설이 수요 증분을 매년 하회하며 글로벌 수급이 이미 타이트한 여건에서 약 10~11% 공급차질이 추가로 발생한 만큼 그 여파는 장기화될 가능성이 높다. 여기에 동절기를 앞둔 현 시점에 LNG 재고는 낮고 스팟 가격은 30달러 넘어서고 있어 등/경유로 전환되는 수요를 고려하면, 연말연초 중간유분 가격의 추가 오버슈팅이 예상된다. 이에 대규모 재고손실만 없다면 정유는 4분기 7,457억원의 QoQ +8% 추가 증익을 예상한다. 윤활유 부문에서 최대한 보수적으로 10월 들어 고점 대비 일부 조정되고 있는 수출 기준 가격을 반영하더라도 연결 기준 1.3조원으로 최근 1개월 기준 컨센서스 1조원은 상회할 것으로 전망한다.

iM증권

Company Brief

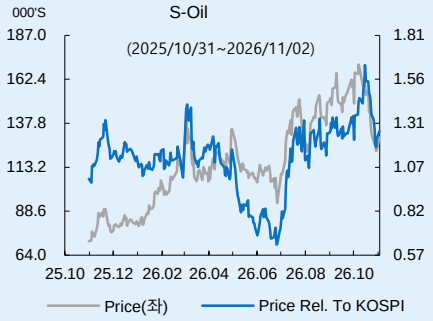
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2026.11.02)	129,000원
상승여력	31.8 %

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,660만주
시가총액	14,931십억원
외국인지분율	80.7%
52주 주가	71,800~170,600원
60일평균거래량	395,565주
60일평균거래대금	58.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.8	6.8	-3.3	79.8
상대수익률	-5.4	13.2	7.9	41.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	34,247	43,797	42,667	42,806
영업이익(십억원)	236	4,909	3,549	3,386
순이익(십억원)	177	3,324	2,390	2,238
EPS(원)	1,518	28,504	20,495	19,194
BPS(원)	76,218	99,286	113,959	126,800
PER(배)	54.7	4.6	6.3	6.8
PBR(배)	1.1	1.3	1.1	1.0
ROE(%)	2.0	32.5	19.2	15.9
배당수익률(%)	0.4	4.4	4.7	5.2
EV/EBITDA(배)	14.6	3.4	4.7	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

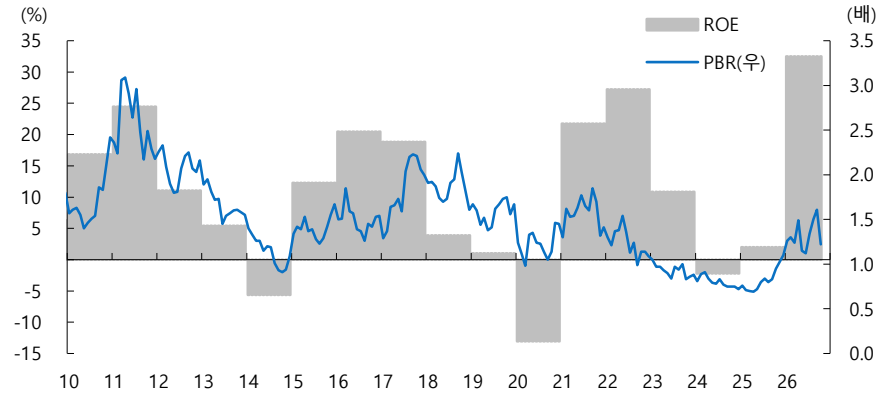
[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
합계											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,344	11,969	11,542	34,247	43,797	42,667
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	965	1,407	1,306	288	4,909	3,549
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	8.5%	11.8%	11.3%	0.8%	11.2%	8.3%
정유											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	9,065	9,133	27,005	34,328	31,451
영업이익	-57	-441	116	225	1,039	532	690	746	-157	3,007	2,121
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	5.9%	7.6%	8.2%	-0.6%	8.8%	6.7%
화학											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,362	1,090	4,234	4,568	6,714
영업이익	-75	-35	-20	-8	26	-45	-26	-37	-137	-82	24
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-4.4%	-1.9%	-3.4%	-3.2%	-1.8%	0.4%
윤활유											
매출액	791	755	705	757	737	1,302	1,542	1,320	3,007	4,901	4,502
영업이익	110	132	134	207	167	477	743	597	582	1,984	1,404
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	36.7%	48.2%	45.3%	19.4%	40.5%	31.2%

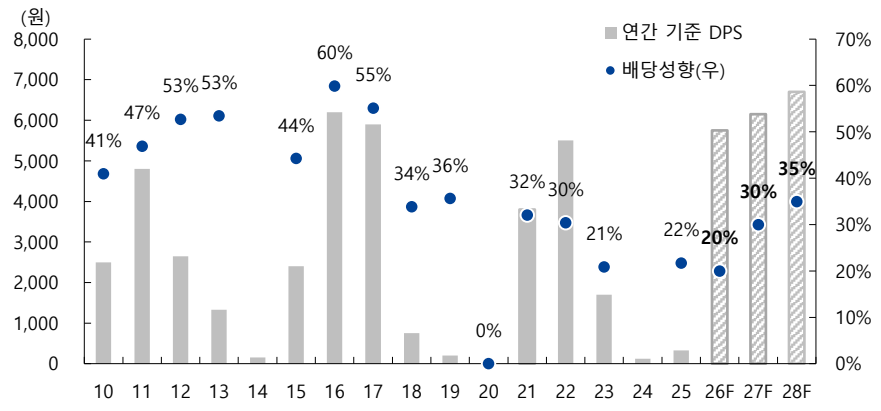
자료: iM증권 리서치본부

그림1. S-OIL ROE-PBR 추이



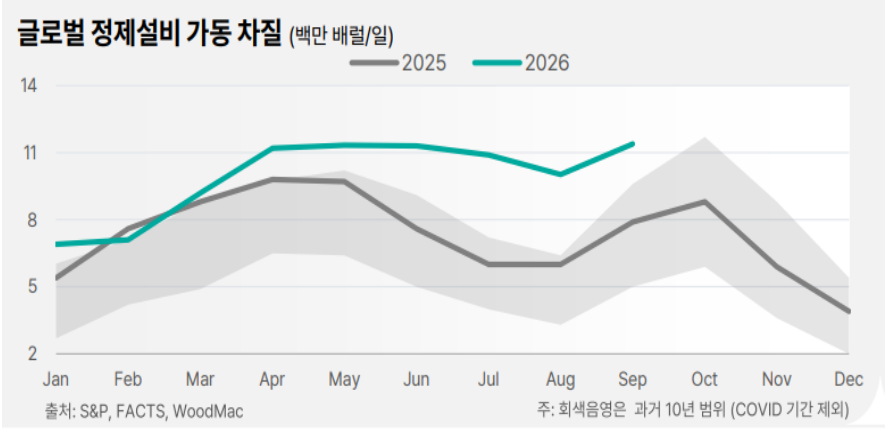
자료: iM증권 리서치본부, 주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. S-OIL DPS 및 배당성향 추이



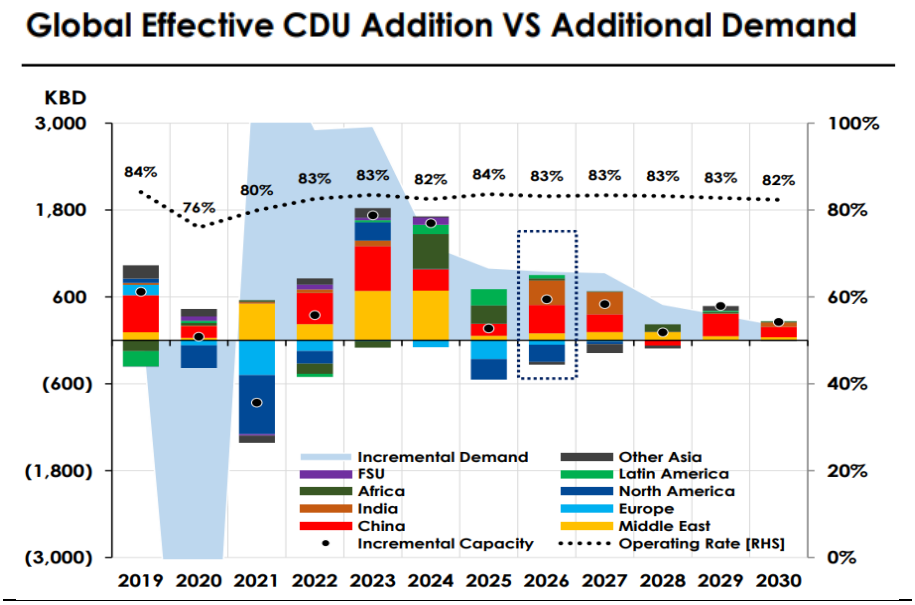
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 글로벌 정제설비 가동 차질 규모 추이



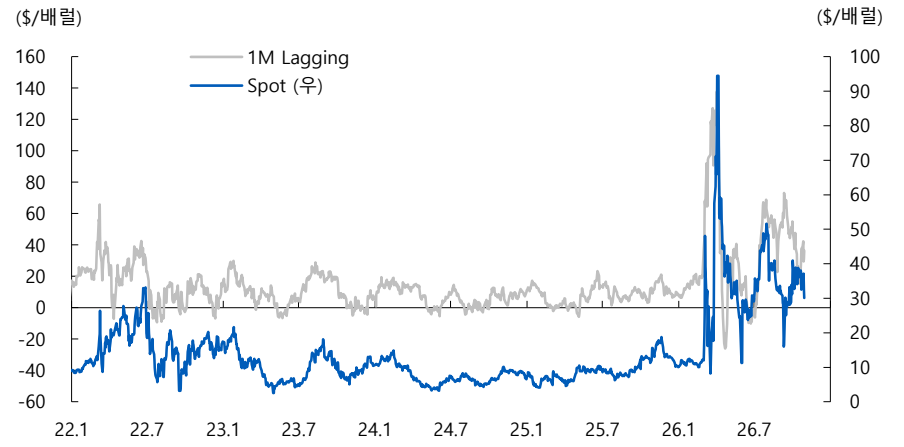
자료: S-OIL(S&P, FACTS, WoodMac 자료 재인용), iM증권 리서치본부

그림4. 2019년 이후 글로벌 CDU 순증설 및 수요 증분 비교



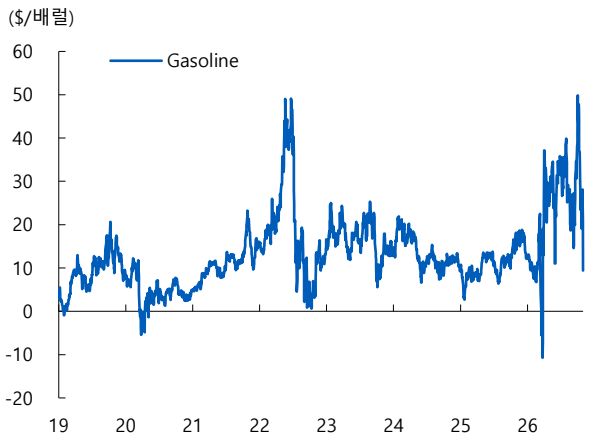
자료: Thai Oil, iM증권 리서치본부

그림5. 복합정제마진 추이



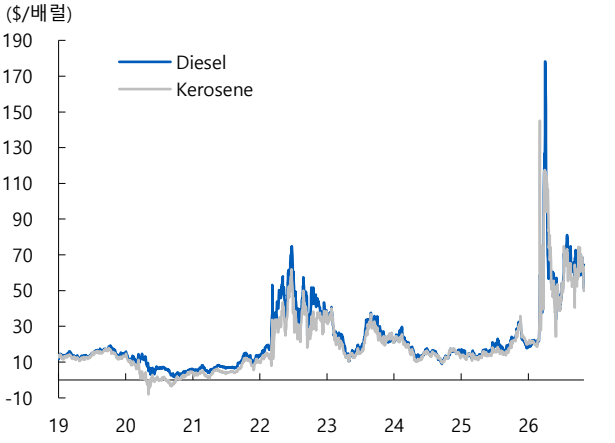
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 휘발유 마진 추이



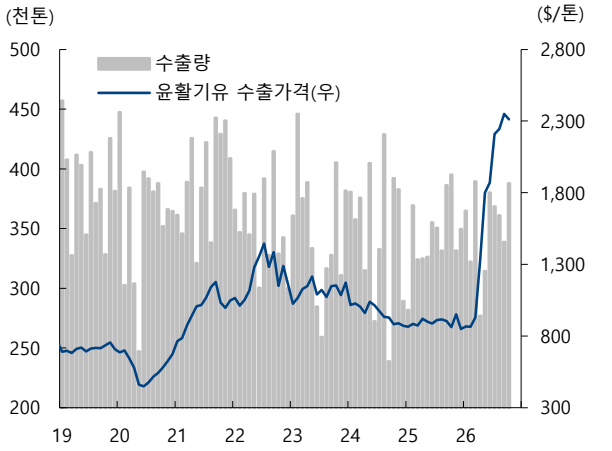
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. 등/경유 마진 추이



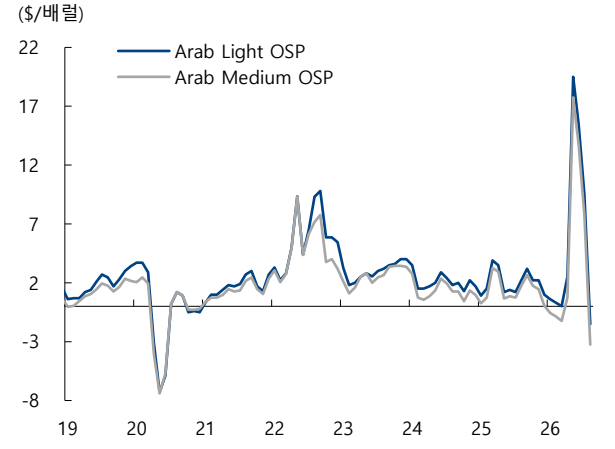
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림8. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



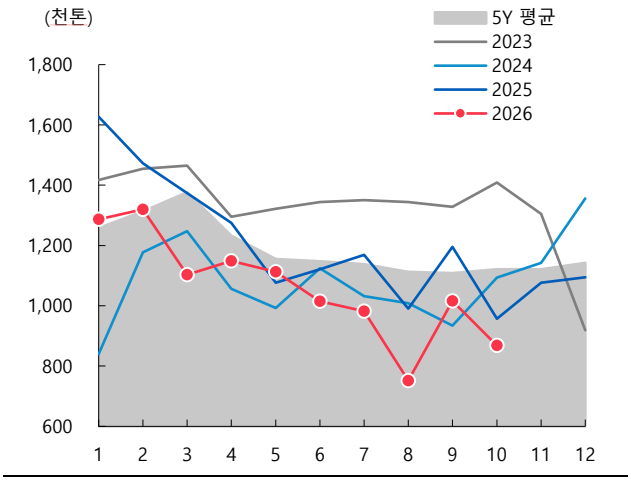
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림9. 사우디 Aramco OSP 추이



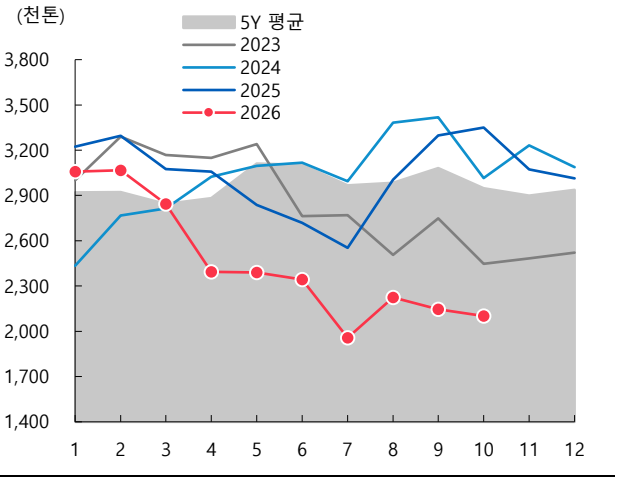
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 휘발유 재고 추이



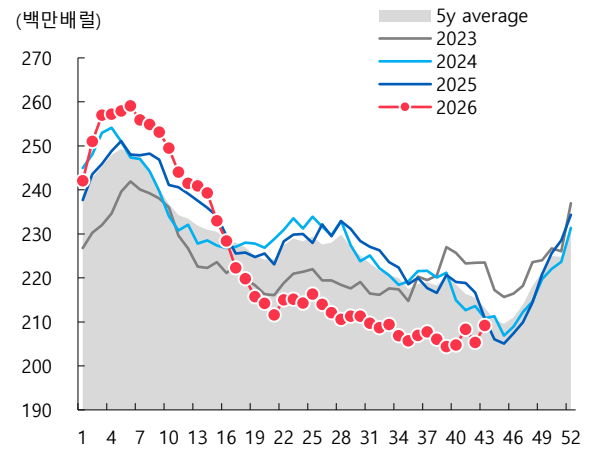
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 중간유분 재고 추이



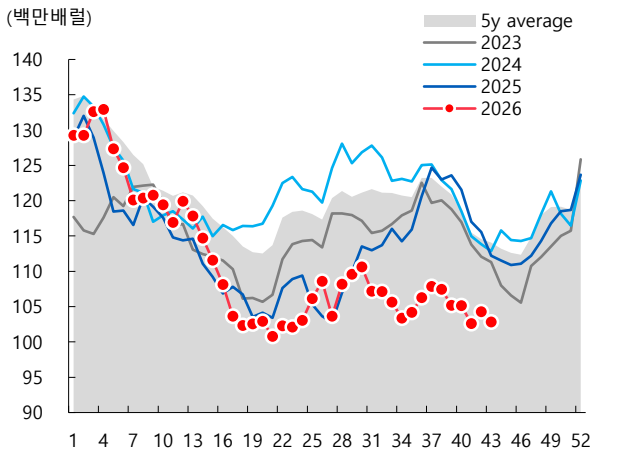
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 미국 휘발유 재고 추이



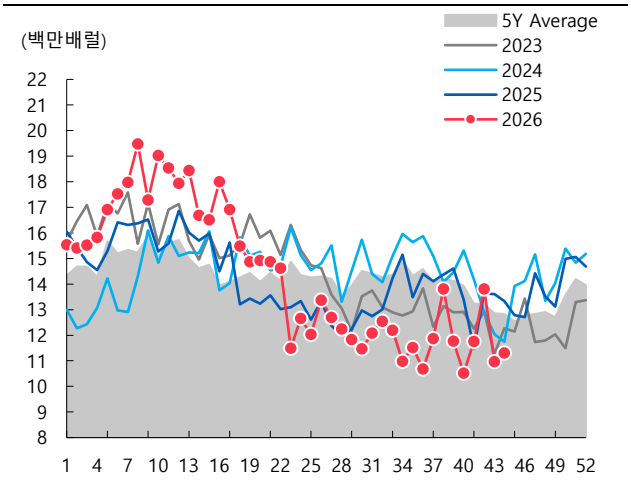
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림13. 미국 중간유분 재고 추이



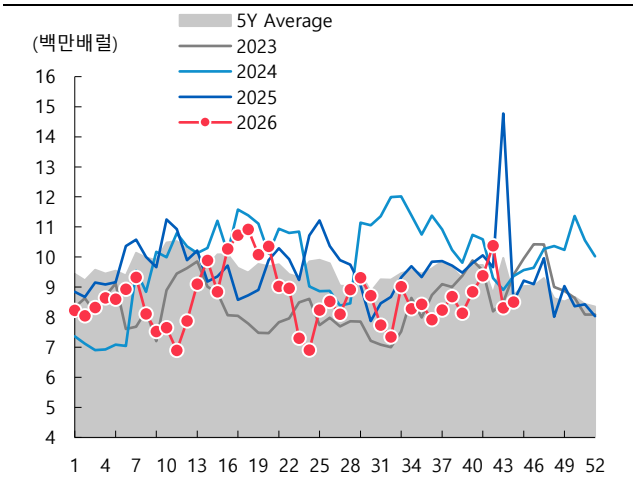
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림14. 싱가포르 경질유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. 싱가포르 중간유분 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,616	13,217	11,351	11,880
현금 및 현금성자산	1,835	3,997	2,983	3,258
단기금융자산	30	31	32	32
매출채권	2,589	3,732	3,022	3,460
재고자산	4,164	5,461	5,320	5,137
비유동자산	17,941	19,368	19,110	18,968
유형자산	16,990	18,426	18,173	18,035
무형자산	150	137	128	121
자산총계	26,557	32,585	30,462	30,848
유동부채	12,211	15,049	11,415	10,804
매입채무	6,982	8,929	5,120	5,137
단기차입금	2,173	2,823	2,923	2,423
유동성장기부채	331	331	331	331
비유동부채	5,459	5,959	5,759	5,259
사채	3,554	3,554	3,554	3,554
장기차입금	1,478	1,978	1,778	1,278
부채총계	17,670	21,008	17,173	16,063
지배주주지분	8,887	11,577	13,288	14,786
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,222	9,897	11,593	13,075
기타자본항목	43	58	73	88
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	8,887	11,577	13,288	14,786

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	34,247	43,797	42,667	42,806
증가율(%)	-6.5	27.9	-2.6	0.3
매출원가	33,204	38,009	38,258	38,557
매출총이익	1,043	5,788	4,410	4,248
판매비와관리비	808	879	861	862
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	236	4,909	3,549	3,386
증가율(%)	-44.2	1,983.3	-27.7	-4.6
영업이익률(%)	0.7	11.2	8.3	7.9
이자수익	40	121	90	99
이자비용	276	316	312	277
지분법이익(손실)	4	4	4	4
기타영업외손익	128	-249	-141	-186
세전계속사업이익	173	4,339	3,120	2,922
법인세비용	-4	1,015	730	684
세전계속이익률(%)	0.5	9.9	7.3	6.8
당기순이익	177	3,324	2,390	2,238
순이익률(%)	0.5	7.6	5.6	5.2
지배주주귀속 순이익	177	3,324	2,390	2,238
기타포괄이익	15	15	15	15
총포괄이익	192	3,339	2,405	2,253
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,942	3,363	414	2,735
당기순이익	177	3,324	2,390	2,238
유형자산감가상각비	791	764	803	738
무형자산상각비	16	16	14	12
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4
투자활동 현금흐름	-3,783	-2,091	-443	-493
유형자산의 처분(취득)	-3,906	-2,200	-550	-600
무형자산의 처분(취득)	1	-3	-5	-5
금융상품의 증감	10	-	-	-
재무활동 현금흐름	-270	1,007	-853	-1,799
단기금융부채의증감	-1,745	650	100	-500
장기금융부채의증감	1,580	500	-200	-500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-9	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감	-111	2,162	-1,014	275
기초현금및현금성자산	1,946	1,835	3,997	2,983
기말현금및현금성자산	1,835	3,997	2,983	3,258

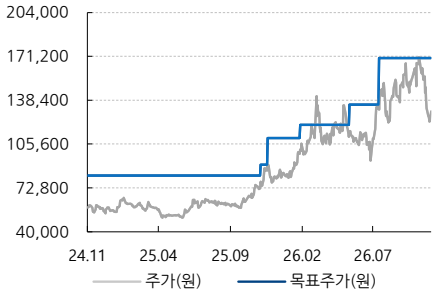
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	1,518	28,504	20,495	19,194
BPS	76,218	99,286	113,959	126,800
CFPS	8,438	35,189	27,499	25,630
DPS	330	5,750	6,150	6,700
Valuation(배)				
PER	54.7	4.6	6.3	6.8
PBR	1.1	1.3	1.1	1.0
PCR	9.8	3.7	4.7	5.1
EV/EBITDA	14.6	3.4	4.7	4.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.0	32.5	19.2	15.9
EBITDA이익률	3.0	13.0	10.2	9.7
부채비율	198.8	181.5	129.2	108.6
순부채비율	63.8	40.2	41.9	29.0
매출채권회전율(x)	11.2	13.9	12.6	13.2
재고자산회전율(x)	7.9	9.1	7.9	8.2

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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%
2026-05-12	Buy	135,000	-17.2%	3.3%
2026-07-14	Buy	170,000		



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 기관투자가 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-