

S-Oil (010950)

OSP 하락 효과 확대되며 하반기 실적 개선 전망

투자의견

BUY(유지)

목표주가

126,000 원(상향)

현재주가

98,300 원(01/26)

시가총액

11,067 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 사힌 프로젝트 완공으로 인한 투자비 감소, 중장기 배당성향 상향 가능성 감안해 목표주가를 126,000원(26F PBR 1.5배)로 상향, 투자의견 BUY 유지. 4Q25 매출액 8.8조원(+5%qoq, -1%yoy), 영업이익 4,245억원(+85%qoq, +91%yoy), 당기순이익 2,650억원(+319%qoq, 흑전yoy)으로 당사 추정을 상회한 실적. 국제유가 하락으로 부정적인 재고 영향 발생했지만 정제마진 및 PX 마진 강세, 화학 적자 축소로 호실적 시현. 최근 천연가스 및 LNG 가격 급등으로 산업체 석유 대체수요 증가를 예상하며, CDU 증설 물량 감소 고려하면 정제마진은 우상향 지속 전망. 4Q25에 나왔던 정제마진 강세는 계절성을 갖고 구조적으로 반복될 것이라 판단
- 1Q26 매출액 8.5조원(-3%qoq, -5%yoy), 영업이익 2,323억원(-45%qoq, 흑전yoy) 전망. 정기보수 진행에도 아시아 OSP 하락으로 실질 정제마진은 12달러/배럴(고정비 5달러) 이상을 기록하며 재고 손실을 만회 가능하다고 판단. 또한 윤활유 시황 호황, PX 마진 강세로 화학 사업 적자 축소되며 '26년 실적은 예상을 상회할 전망. 사힌 프로젝트 완공으로 투자비 감소 고려하면 배당성향은 과거 50% 수준으로 회복 가능성이 충분하다고 판단

주가(원,01/26)	98,300
시가총액(십억원)	11,067

발행주식수	112,583천주
52주 최고가	100,700원
최저가	50,000원
52주 일간 Beta	0.48
60일 일평균거래대금	295억원
외국인 지분율	77.5%
배당수익률(2025E)	0.1%

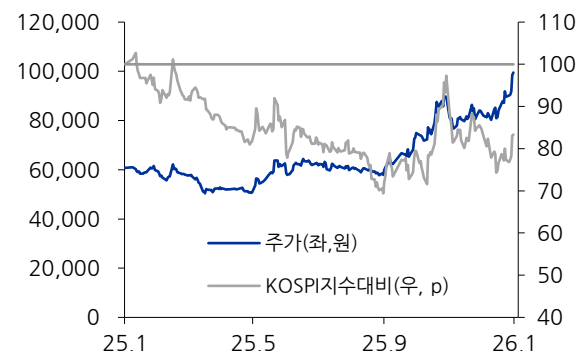
주주구성	
Aramco (외 6인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	8.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	0.0	2.9	-33.2
절대기준	19.9	57.8	61.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	126,000	90,000	▲
영업이익(25)	288	154	▲
영업이익(26)	1,621	1,267	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	34,247	35,324
영업이익	1,355	422	288	1,621
세전손익	1,132	-333	226	1,272
당기순이익	949	-193	217	978
EPS(원)	8,428	-1,715	1,927	8,688
증감률(%)	-54.9	적전	흑전	351.0
PER(배)	8.3	-	51.0	11.3
ROE(%)	10.8	-2.2	2.5	10.5
PBR(배)	0.9	0.7	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	15.1	7.7

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 1Q26 설비 트러블 규모 및 공급 차질 전망

- 1Q26

- 美 필립스 66 LA(16 만 b/d) 2025 년 12 월 폐쇄
- 발레로(15 만 b/d) 2026 년 2 월부터 단계적 셧다운, 4 월 중 대부분 폐쇄 예정
- 4Q25 가동 차질 있었던 美 Segundo, 쿠웨이트 AlZour 의 경우 2025 년말, 2026 년초부터 재가동
- 나이지리아 Dangote RFCC 2026 년 1 월 현재 정기보수 진행 중
- 러시아 CDU 기준 2025 년 11 월 약 50 만 b/d, 12 월 약 30 만 b/d 이상 가동 차질
- 글로벌 정기보수는 봄철 정기보수 시즌 확대, 2026 년 4 월 약 780 만 b/d 전망

Q. 2026, 2027 년 글로벌 순증설 규모

- 2026 년: 순증설 79 만 b/d(증설 159 만 b/d, 폐쇄 80 만 b/d)
- 신증설 대부분 하반기 집중, 인도 중심(인도 증설은 계획 대비 지연 가능)
- 2027 년: 순증설 5 만 b/d(증설 14 만 b/d, 폐쇄 9 만 b/d)
- 2028 년: 순증설 0(증설 30 만 b/d, 폐쇄 30 만 b/d)

Q. OSP 하락 배경 및 전망

- OSP 프리미엄(Arab Light): 25.12 1.0 달러/배럴, 26.01 0.6 달러/배럴, 26.02 0.3 달러/배럴
- 최근 OSP 하락은 러·우 종전 협상으로 인한 종전 가능성, 글로벌 원유의 충분한 공급에 기인
- 원가 측면에서 긍정적이며, 1Q26 실적에 의미있게 반영될 예정
- 향후 마이너스 OSP 발생 가능하나, 지정화 변수에 따라 변동성 확대 가능

Q. 2026 년 정기보수 계획

- 2026 년 3 월부터 정기보수 예정
- No.2 CDU, No.1 PX, No.2 RFCC, PP/PO 설비
- 약 1~2 개월 사이 진행 예정

Q. 사헌 일정 업데이트

- 1H26 기계적 완공 후 2H26 시운전을 거쳐 2027 년초 상업가동 목표
- 총 투자비 9조 2,580 억원 중, 2025 년말까지 7.6 조원 집행. 2026 년 잔여 집행규모 1.64 조원
- FID 외에도 울산 주요 고객과 판매 관련 다수 MOU 체결
- 2H26 Start-up 고려, 올레핀 모노머 고객사와 연간공급계약 협의 중
- 고객사 간선 배관 공사 완료, 1H26 지선 배관 공사 완료 목표로 진행 중
- PE 품질 평가 및 장기 수출계약 협의 진행 중

Q. 등경유 마진 강세 배경 및 향후 전망

- 4Q25 강세 배경
 - 북반구 난방유 성수기, 연말 항공 수요 견조
 - Phillips66 폐쇄로 미국향 수출 증가
 - 미EU 對러 제재 강화 및 러시아 공급 차질
- 현재: 가동 차질 물량 일부 가동 시작. 4Q25 대비 낮아졌으나 등경유 스프레드 양호
- 향후 전망: 난방 수요, 러시아 제재 및 타격 영향 1Q26 지속되어, 현재 상황 지지될 것으로 판단

Q. 베네수엘라, 이란 지정학 이벤트 영향

- 유가
 - 베네수엘라, 이란 지정학 갈등은 단기 상방 압력으로 작용 가능
 - 장기적으로 공급 증가에 따라 안정화 전망
- 정제마진
 - 중국 일부 소규모 정제시설 베네수엘라, 이란산 원유 사용 중
 - 베네수엘라 물량의 미국 유입 증가 또는 이란 수출 축소 시 아시아 정제마진에 긍정적 영향

Q. PX 스프레드 강세 배경 및 향후 전망

- 견조한 다운스트림 수요로 PX 스프레드는 300 달러/톤 이상 유지
- 2026 년: 역내 PX 증설 제한, 중국 폴리에스터 수요 연 4~5% 성장 기대
- 1Q26: 역내 PX 정기보수 집중으로 공급 제한
- 2Q26~3Q26: 美 드라이빙 시즌 휘발유 블렌딩 수요 지지
- 중장기: 경쟁력 낮은 PTA/폴리에스터 설비 가동 중단 → 수급 개선 기대

Q. 향후 배당 확대 가능성

- FY25~FY26 배당성향: 당기순이익의 20% 이상 유지 계획
- 2026 년 이후 이익 증가 시 배당금 증가 가능. 배당성향도 이익 확대 시 소폭 상향 가능

Q. 윤활기유 마진 개선 원인 및 Group III 증설

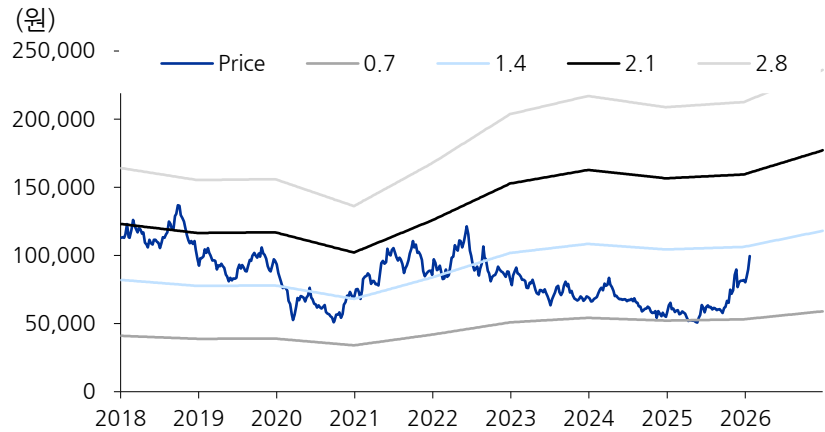
- 4Q25 제품가 하락에도 원재료(VGO 등) 하락폭이 더 커 래깅 효과 발생
- Group III 증설
- 2026 년: 인도, 사우디 중심 66 만톤
- 2027 년 이후: 독일, 인도, 한국, 중국 등 총 150 만톤
- 2026~2027 년 Group III 총 예상 증설규모는 2025 년 글로벌 윤활기유 공급 대비 약 6%
- Group III 수요 증가율(2.7%) > 공급 증가율(2.4%). 공급 물량은 점진적으로 시장에 소화될 것
- Group III 신규 진입 업체의 증설 물량은 인증 및 품질 문제로 2027 년 이후 영향 미칠 것으로 예상

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	33,698	31,225	34,247	35,324	1.6	13.1
영업이익	154	1,267	288	1,621	87.2	27.9
영업이익률(%)	0.5	4.1	0.8	4.6	0.4	0.5
EBITDA	1,224	2,467	1,358	2,820	10.9	14.3
EBITDA 이익률(%)	3.6	7.9	4.0	8.0	0.3	0.1
순이익	-21	706	217	978	흑전	38.6

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,549	8,746	8,883	9,146	34,247	35,324	39,051
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	6,740	6,898	7,001	7,218	27,005	27,858	29,030
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,083	1,110	1,137	1,166	4,234	4,495	6,719
운할유	791	755	705	757	726	738	744	762	3,007	2,970	3,301
영업이익	(22)	(344)	229	424	232	306	447	635	288	1,621	2,191
정유	(57)	(441)	116	225	17	67	179	342	(157)	604	931
석유화학	(75)	(35)	(20)	(8)	12	32	54	77	(137)	176	515
운할유	110	132	134	207	204	207	214	217	582	841	745
OPM(%)	(0.2)	(4.3)	2.7	4.8	2.7	3.5	5.0	6.9	0.8	4.6	5.6
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	0.2	1.0	2.6	4.7	(0.6)	2.2	3.2
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	1.1	2.9	4.8	6.6	(3.2)	3.9	7.7
운할유	13.9	17.5	19.0	27.3	28.1	28.0	28.7	28.5	19.4	28.3	22.6

자료: S-OIL, 유진투자증권

*: 원료, 공정, 규격 등에 따라 상이

참고: 2021년 벤치마크 기준치 적용

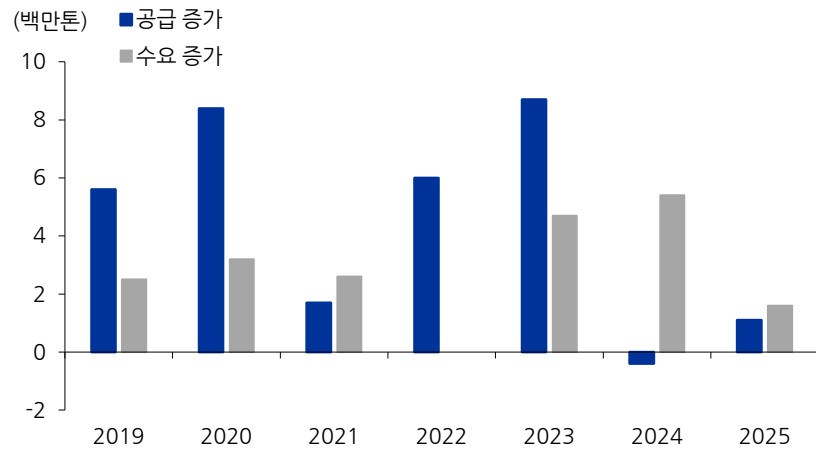
도표 6. 중국 「에너지 다소비 산업 중점영역 에너지효율 벤치마크」 주요 내용 (2023)

분류	중점 영역	지표	단위	벤치마크(권장)	최저 요건(미충족 시 퇴출)
기존 영역의 기준치 상향	Coal to Methanol	단위제품당 종합에너지 소모량	kgce/톤	1,250~1,550 *	1,500~2,000 *
	Coal to EG	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,000	1,300
	탄산나트륨	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	160~365 *	200~420 *
	합금철 제련 (페로실리콘)	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	1,770	1,850
신규 영역	면, 화학섬유 및 혼방 직물	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/백 m	28	36
	니트 직물 및 실	단위제품당 종합 에너지 소모량	tce/톤	1.0	1.3
	화장지 원단	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	450~510 *	520~560 *
	탄산나트륨 (트로나법)	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	360~410 *	390~490 *
	EG	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	375	470
	요소	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	138~150 *	165~170 *
	이산화타타늄	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	800~1,000 *	950~1300 *
	PVC	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	(탄화칼슘법-범용) 193 (탄화칼슘법-페이스트) 450 (에틸렌법-범용) 620 (에틸렌법-페이스트) 950	(탄화칼슘법-범용) 270 (탄화칼슘법-페이스트) 480 (에틸렌법-범용) 635 (에틸렌법-페이스트) 1,100
	PTA	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	80	180
	비스코스 단섬유	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	800	950
	타이어	단위제품당 에너지 소모량	kgce/톤	(올스틸 레이디얼) 235 (하프스틸 레이디얼) 290	(올스틸 레이디얼) 340 (세미스틸 레이디얼) 430
	메탈실리콘	단위제품당 종합 에너지 소모량	kgce/톤	(목탄 환원) 2,500 (석유 코크스 및 석탄 환원) 2,700 (석탄 환원) 2,800	(목탄 환원) 3,300 (석유 코크스 및 석탄 환원) 3,500 (석탄 환원) 3,600

자료: NDRC, 유진투자증권

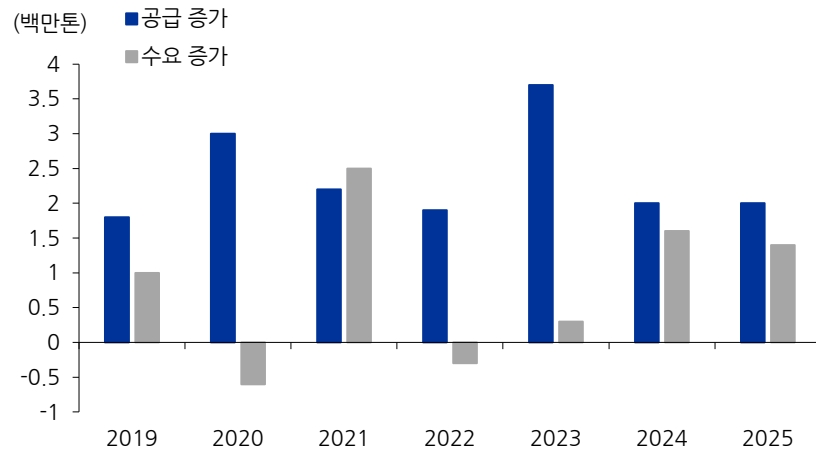
*: 원료, 공정, 규격 등에 따라 상이

도표 7. PX 대규모 증설 효과 마무리되며 업황 개선 전망



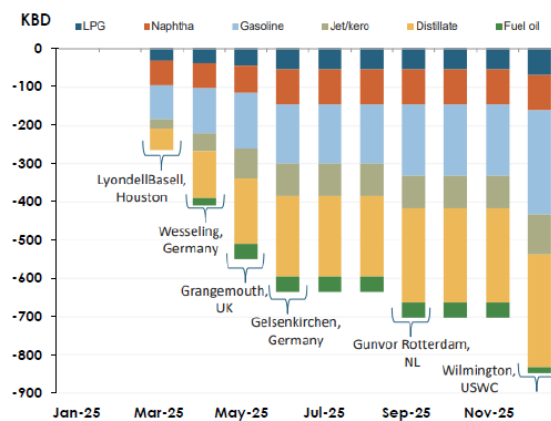
자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 8. 벤젠 2023년 대규모 증설 효과는 지나가는 중



자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 9. 세계 원유 정제 설비 폐쇄 규모 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	21,576	24,451	26,814	29,063	30,524
유동자산	9,648	10,048	9,445	9,634	10,474
현금성자산	1,999	2,005	2,082	2,041	2,089
매출채권	2,990	3,479	3,024	3,119	3,448
재고자산	4,639	4,493	4,268	4,402	4,867
비유동자산	11,928	14,403	17,369	19,429	20,050
투자자산	661	673	629	649	717
유형자산	11,152	13,582	16,576	18,602	19,139
기타	116	149	164	179	193
부채총계	12,539	15,756	17,962	19,244	19,580
유동부채	9,255	11,657	10,549	10,747	11,082
매입채무	6,074	7,410	6,302	6,501	7,186
유동성이자부채	2,847	4,071	4,071	4,071	3,720
기타	333	175	175	175	175
비유동부채	3,284	4,099	7,413	8,498	8,499
비유동이자부채	2,991	3,934	7,247	8,330	8,330
기타	293	165	166	168	169
자본총계	9,038	8,696	8,852	9,818	10,944
자배지분	9,038	8,696	8,852	9,818	10,944
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,233	8,199	9,324
기타	35	42	(4)	(4)	(4)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,038	8,696	8,852	9,818	10,944
총차입금	5,838	8,005	11,318	12,401	12,050
순차입금	3,839	6,001	9,237	10,360	9,962

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	2,526	1,468	4,162	3,216	2,492
당기순이익	949	(193)	217	978	1,417
자산상각비	719	752	1,070	1,200	1,235
기타비현금성손익	(130)	426	3,303	1,069	(53)
운전자본증감	1,473	829	(428)	(31)	(108)
매출채권감소(증가)	(27)	180	456	(95)	(329)
재고자산감소(증가)	209	209	225	(134)	(464)
매입채무증가(감소)	882	751	(1,108)	198	686
기타	409	(310)	0	0	0
투자현금	(2,066)	(3,027)	(4,070)	(3,244)	(1,802)
단기투자자산감소	(0)	3	0	0	0
장기투자증권감소	(3)	0	9	(4)	(14)
설비투자	(2,186)	(3,042)	(4,051)	(3,211)	(1,757)
유형자산처분	20	3	0	0	0
무형자산처분	(2)	(27)	(28)	(29)	(30)
재무현금	193	1,539	(15)	(12)	(643)
차입금증가	649	1,810	0	0	(351)
자본증가	(373)	(189)	(15)	(12)	(292)
배당금지급	(373)	(189)	15	12	292
현금 증감	653	(17)	77	(40)	47
기초현금	1,310	1,963	1,946	2,023	1,983
기말현금	1,963	1,946	2,023	1,983	2,030
Gross Cash flow	1,944	1,135	4,589	3,247	2,599
Gross Investment	593	2,201	4,498	3,275	1,909
Free Cash Flow	1,351	(1,067)	92	(29)	690

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,727	36,637	34,247	35,324	39,051
증가율(%)	(15.8)	2.5	(6.5)	3.1	10.6
매출원가	33,621	35,411	33,182	32,876	36,008
매출총이익	2,106	1,226	1,065	2,447	3,042
판매 및 일반관리비	751	804	777	827	851
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,355	422	288	1,621	2,191
증가율(%)	(60.2)	(68.8)	(31.7)	462.4	35.2
EBITDA	2,074	1,174	1,358	2,820	3,426
증가율(%)	(48.9)	(43.4)	15.6	107.7	21.5
영업외손익	(223)	(755)	(62)	(349)	(343)
이자수익	60	57	38	37	34
이자비용	237	283	396	351	344
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(46)	(529)	295	(35)	(33)
세전순이익	1,132	(333)	226	1,272	1,848
증가율(%)	(61.0)	적전	흑전	463.3	45.3
법인세비용	183	(139)	9	294	431
당기순이익	949	(193)	217	978	1,417
증가율(%)	(54.9)	적전	흑전	351.0	44.8
지배주주지분	949	(193)	217	978	1,417
증가율(%)	(54.9)	적전	흑전	351.0	44.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	8,428	(1,715)	1,927	8,688	12,584
증가율(%)	(54.9)	적전	흑전	351.0	44.8
수정EPS(원)	8,428	(1,715)	1,923	8,599	12,368
증가율(%)	(54.9)	적전	흑전	347.2	43.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,428	(1,715)	1,927	8,688	12,584
BPS	77,506	74,574	75,914	84,203	93,853
DPS	1,700	125	100	2,500	6,000
밸류에이션(배,%)					
PER	8.3	-	51.0	11.3	7.8
PBR	0.9	0.7	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.7	10.5	15.1	7.7	6.2
배당수익률	2.4	0.2	0.1	2.5	6.1
PCR	4.2	5.6	2.5	3.5	4.4
수익성(%)					
영업이익률	3.8	1.2	0.8	4.6	5.6
EBITDA이익률	5.8	3.2	4.0	8.0	8.8
순이익률	2.7	(0.5)	0.6	2.8	3.6
ROE	10.8	(2.2)	2.5	10.5	13.6
ROIC	9.1	2.2	1.7	6.6	8.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	42.5	69.0	104.3	105.5	91.0
유동비율	104.2	86.2	89.5	89.6	94.5
이자보상배율	5.7	1.5	0.7	4.6	6.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.7	1.6	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	12.0	11.3	10.5	11.5	11.9
재고자산회전율	7.6	8.0	7.8	8.1	8.4
매입채무회전율	6.6	5.4	5.0	5.5	5.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

