

투자 종료, 늘어날 배당

“ **[투자의견]** 당사는 S-Oil에 대해 목표주가를 148,000원(2026년 BPS의 1.5배)으로 17% 상향하며, 투자의견 BUY를 유지한다. 2Q26 영업이익은 시장 컨센서스에 부합했으나, 당사 추정을 상회해 적용 BPS 증가분만큼 목표주가를 상향하였다.

“ **[2Q26 Review]** 매출액 11.3조원(+27%qoq, +41%yoy), 영업이익 9,650억원(-22%qoq, 흑전yoy)으로 시장 눈높이에 부합하는 실적을 기록했다. **정유(영업이익 5,324억원)** 사업은 중동 분쟁 지속으로 정제마진 강세(등경유 중심)가 유지되었지만 1Q 재고평가이익 기저 효과로 감익이 불가피했다. 2Q에는 국제유가 강세로 4~5월 긍정적인 레깅 효과가 발생했으나, 6월부터 봉쇄 일시 해소로 손실이 발생한 것으로 추정된다. 우크라이나의 러시아 정제설비 공격으로 등경유 스프레드는 62달러/배럴을 기록했으며, 하반기 유럽 가스 재고 보충 수요 확대가 겹치며 강세를 지속할 것이라 판단한다. **석유화학(-448억원)**은 6월 나프타 가격 안정으로 마진 스프레드가 회복되었으나, 올레핀은 여전히 손실 구간이 지속되었으며 재고손익이 마이너스로 전환되며 전사 기준으로 적자 전환했다. **윤활(4,774억원)**은 중동 생산설비의 공급 차질로 영업이익률이 37%까지 상승하며 분기 영업이익 사상 최대치를 경신했다. 역대 CDU 증설이 없는 점을 감안할 때 이런 추세는 장기간 지속될 것이라 판단한다.

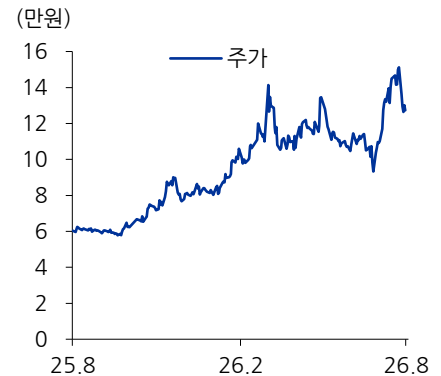
“ **[3Q26 Preview]** 매출액 10.5조원(-7%qoq, +25%yoy), 영업이익 1.1조원(+11%qoq, +367%yoy)으로 전망한다. 정유 부문은 유럽 폭염에 따른 발전용 디젤 수요 확대, 러시아 정제설비 타격에 따른 수출 제한(항공유 수출 금지를 11월까지, 휘발유·경유 수출 금지를 내년 1월까지 연장 발표), 동절기를 대비한 유럽의 가스재고 보충으로 호실적을 유지할 전망이다. 홍해 항로에 대한 지정학 긴장이 변수로 작용할 수 있으나 물량 차질 보다 수에즈 운하 경유로 인한 운임 상승(+30일 추가)이 예상되며, 이는 OSP 하락과 가동률 상승으로 만회할 수 있다고 판단한다.

“ **[투자포인트]** 사한 프로젝트는 EPC사가 기계적 준공 관련 자료를 제출했으며, 시운전이 병행되고 있다. 4분기 중 스타트업을 완료해 계획대로 2027년 초 상업가동 계획이다. 원료의 83%를 기존 정유설비에서 자체 조달해 화학수율 70%, OPEX 40% 절감이 가능할 전망이다. 원유 도입 리스크만 현실화되지 않는다면 원가 경쟁력을 확보할 수 있다고 판단한다.

“ 2026년 CAPEX는 기존 계획한 2.1조원 내에서 집행 중이며, 프로젝트 마무리 이후 2027년은 경상 유지보수 중심 예정으로 배당성향을 과거 수준으로 단계별로 높일 수 있을 전망이다. 2026년 배당성향은 20% 이상 유지 방침이며, 2027년 이후 배당 가이드라인은 추후 별도 수립 예정이다. 당사는 S-Oil의 올해 주당배당금을 5,000원으로 추정하며, 내년부터는 배당성향 상향으로 5,000원을 유지 가능하다고 판단한다.

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
148,000 원(상향)
121,700 원(8/3)



시가총액(십억원)	13,701
발행주식수(천주)	112,583
52 주 최고	177,100 원
최저	57,600 원
52 주 일간 Beta	-0.31
60 일 평균 거래대금	544 억원
외국인 지분율	79.8%
배당수익률(26E)	4.1%
주주구성	
Aramco Overseas Company BV(외 6인)	63.4%
국민연금공단(외 1인)	9.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	10.4	24.6	101.8
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	148,000	126,000	▲
영업이익(26E)	3,778	2,349	▲
영업이익(27E)	2,191	2,191	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	34,247	40,294	29,657
영업이익	236	3,778	2,191
세전손익	173	3,572	2,100
당기순이익	177	2,732	1,615
EPS(원)	1,572	24,269	14,346
증감률(%)	흑전	1,444.0	-40.9
PER(배)	52.8	5.0	8.5
ROE(%)	2.0	26.8	13.4
PBR(배)	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	15.0	4.2	5.9

설명회 Q&A

Q1. 하반기 정유 업황 전망

- 중동 수출 차질, 러시아 정제설비 피해 및 수출 제한 영향으로 타이트한 수급 지속
- 지정학적 리스크 해소 시에도 최소 연말~'27년까지 타이트한 수급 예상

Q2. 중동 지정학적 리스크 확대에 따른 원유 조달 대응 전략

- 안부항 대체 선적, 비중동산 원유 도입, UAE 푸자이라 우회 도입 등으로 안정적으로 원유 조달 중
- 울산 저장 사우디산 원유 활용 및 정부 비축유 임차 병행
- 수에즈 우회 시 약 30일 운송 지연 예상
- 정부 비축유 및 긴급 Spot 원유 활용 등 단계별 대응 계획 존재

Q3. 글로벌 정제설비 차질 현황 및 수급 전망

- 러시아 정제설비는 캐파의 약 40% 타격, 가동률은 약 36% 차질
- 러시아는 항공유·휘발유·경유 수출 제한을 발표
- 중동 정제설비 피해 규모는 정확한 파악이 어려우나 점진적 정상화 전망
- 기관 전망에 따르면 7월 약 230만 b/d, 10월 약 100만 b/d 수준으로 차질 축소 예상
- 재고 수준이 낮아 수급 정상화에는 상당한 시간 소요 전망

Q4. '26~'27년 CAPEX 계획

- '26년 CAPEX는 기존 계획인 2.1조원 수준 유지
- 사한 프로젝트 완료 이후 '27년은 유지보수 중심 투자 계획
- 현재까지 대규모 신규 투자 계획 없음

Q5. 등경유 마진 강세 배경 및 전망

- 중동 수출 차질과 러시아 수출 제한으로 공급 부족 지속
- 중동산 원유 경질화에 따른 수율 변화도 공급 감소 요인
- 등경유 스프레드는 7월 70달러/배럴 상회
- 공급 차질이 단기간 내 해소되기 어려워 하반기에도 강세 지속 전망

Q6. 사힌 프로젝트 진행 현황

- 내년 초 상업가동 목표 유지
- EPC사로부터 기계적 준공 관련 자료 제출 완료
- 현재 계약 조건 충족 여부 및 설비 성능 검증 진행 중
- 예비 시운전과 시운전 병행, 4분기 스타트업 완료 후 상업가동 예정

Q7. 울산 석유화학 구조조정 영향

- 정부 석유화학 경쟁력 강화 정책에는 적극 협조
- 구조조정 협의는 이해관계 차이로 다소 지연되고 있으나 사힌 프로젝트 일정에는 영향 없음

Q8. 차입금 감축 및 배당 정책

- 실적 개선 재원은 차입금 감축과 배당에 균형 있게 활용 계획
- 차입금 규모는 유가 및 운전자본 변동 영향으로 구체적 제시는 어려움
- '26년 배당성향 20% 이상 유지, 이익 증가 시 배당 확대 가능
- '27년 이후 배당정책은 별도 가이드라인 제시 예정

Q9. 2분기 재고효과 및 최고가격제 영향

- 2분기 재고 관련 이익 1,137 억원, 환율 관련 이익 1,168 억원
- 재고효과는 대부분 정유부문에서 발생
- 정유: 원유 투입 효과 및 높은 OSP 영향으로 소폭 플러스
- 석유화학: 납사 가격 하락 영향으로 소폭 마이너스
- 최고가격제 손실은 정부 보상 대상이며 손실 규모 및 보상금액은 산정 기준 확정 이후 결정 예정

Q10. OSP 하락 영향 및 향후 전망

- OSP 하락은 원유 조달비 절감으로 마진 개선 요인
- 5월 OSP는 역대 최고 수준까지 상승 후 6월부터 하락, 8월 선적분은 역대 최대폭 인하
- 향후 OSP는 지정학적 리스크에 따라 높은 변동성 예상
- 홍해 봉쇄 시 운송비 증가로 가격 변동 가능, 지정학적 리스크 완화 시 산유국 점유율 경쟁도 변수

Q11. 윤활기유 수급 및 증설 전망

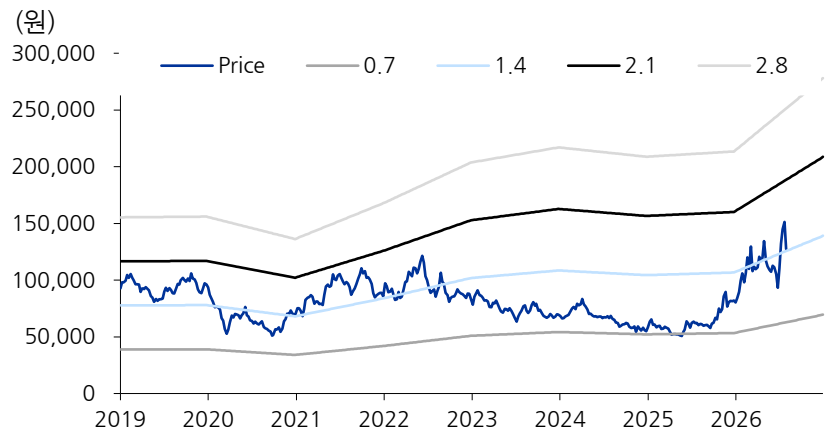
- Group III 중심으로 수급 타이트한 상황 지속될 전망으로 연말~내년까지 강세 시황 예상
- '27년까지 신규 증설 영향은 제한적 전망
- 싱가포르 신규 설비는 가동 차질로 시장 영향 제한
- 인도·사우디·폴란드 증설도 중동 전쟁 영향으로 가동 지연 가능성
- 신규 증설 영향은 내년 이후 점진적으로 반영될 전망

세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,343	10,537	9,471	34,247	40,294	29,657
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	8,137	7,230	27,005	31,497	22,062
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,068	1,101	4,234	4,286	4,306
유탄유	791	755	705	757	737	1,302	1,332	1,140	3,007	4,511	3,289
영업이익	(22)	(344)	229	372	1,231	965	1,071	511	236	3,778	2,191
정유	(57)	(441)	116	225	1,039	532	515	109	(157)	2,195	931
석유화학	(75)	(35)	(20)	(8)	26	(45)	15	37	(137)	33	515
유탄유	110	132	134	207	167	477	541	365	582	1,550	745
OPM(%)	(0.2)	(4.3)	2.7	4.2	13.8	8.5	10.2	5.4	0.7	9.4	7.4
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	14.6	5.9	6.3	1.5	(0.6)	7.0	4.2
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	2.3	(4.4)	1.4	3.4	(3.2)	0.8	12.0
유탄유	13.9	17.5	19.0	27.3	22.6	36.7	40.6	32.0	19.4	34.4	22.7

자료: S-Oil, 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

S-Oil(010950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	24,451	26,557	30,213	26,975	26,323
유동자산	10,048	8,616	10,642	8,382	8,422
현금성자산	2,005	1,873	1,975	1,997	1,961
매출채권	3,479	2,554	3,549	2,612	2,644
재고자산	4,493	4,164	5,093	3,749	3,794
비유동자산	14,403	17,941	19,571	18,593	17,901
투자자산	673	802	943	694	703
유형자산	13,582	16,990	18,492	17,775	17,085
기타	149	150	136	124	113
부채총계	15,756	17,670	18,678	14,408	13,165
유동부채	11,657	12,211	12,707	9,447	9,184
매입채무	7,410	9,385	9,880	7,272	7,359
유동성이자부채	4,071	2,635	2,635	1,984	1,633
기타	175	191	191	191	191
비유동부채	4,099	5,459	5,972	4,961	3,981
비유동이자부채	3,934	5,303	5,815	4,803	3,822
기타	165	156	157	158	160
자본총계	8,696	8,887	11,535	12,567	13,159
자배지분	8,696	8,887	11,535	12,567	13,159
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,222	9,915	10,947	11,539
기타	42	43	(4)	(4)	(4)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	11,535	12,567	13,159
총차입금	8,005	7,938	8,450	6,787	5,455
순차입금	6,001	6,065	6,474	4,790	3,494

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,468	3,942	2,679	1,467	1,145
당기순이익	(193)	177	2,732	1,615	1,175
자산상각비	752	807	1,025	985	946
기타비현금성손익	426	(259)	350	(806)	(987)
운전자본증감	829	3,091	(1,428)	(327)	11
매출채권감소(증가)	180	128	(995)	937	(31)
재고자산감소(증가)	209	304	(929)	1,345	(45)
매입채무증가(감소)	751	1,888	496	(2,608)	87
기타	(310)	772	0	0	0
투자현금	(3,027)	(3,783)	(2,539)	(212)	(247)
단기투자자산감소	3	(2)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(25)	44	(1)
설비투자	(3,042)	(3,906)	(2,511)	(253)	(243)
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산처분	(27)	1	(3)	(3)	(3)
재무현금	1,539	(270)	(39)	(1,234)	(934)
차입금증가	1,810	(165)	0	(651)	(351)
자본증가	(189)	(0)	(39)	(583)	(583)
배당금지급	(189)	(0)	39	583	583
현금 증감	(17)	(111)	102	22	(36)
기초현금	1,963	1,946	1,835	1,937	1,958
기말현금	1,946	1,835	1,937	1,958	1,922
Gross Cash flow	1,135	1,231	4,108	1,794	1,134
Gross Investment	2,201	689	3,967	539	236
Free Cash Flow	(1,067)	541	141	1,256	898

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	36,637	34,247	40,294	29,657	30,013
증가율(%)	2.5	(6.5)	17.7	(26.4)	1.2
매출원가	35,411	33,204	35,615	26,537	27,462
매출총이익	1,226	1,043	4,680	3,120	2,551
판매 및 일반관리비	804	808	901	929	940
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	422	236	3,778	2,191	1,611
증가율(%)	(68.8)	(44.2)	1,503.5	(42.0)	(26.5)
EBITDA	1,174	1,043	4,804	3,176	2,557
증가율(%)	(43.4)	(11.2)	360.7	(33.9)	(19.5)
영업외손익	(755)	(62)	(207)	(91)	(79)
이자수익	57	43	48	49	50
이자비용	283	276	313	201	195
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(529)	170	58	61	66
세전순이익	(333)	173	3,572	2,100	1,533
증가율(%)	적전	흑전	1,961.8	(41.2)	(27.0)
법인세비용	(139)	(4)	839	485	358
당기순이익	(193)	177	2,732	1,615	1,175
증가율(%)	적전	흑전	1,444.0	(40.9)	(27.2)
지배주주지분	(193)	177	2,732	1,615	1,175
증가율(%)	적전	흑전	1,444.0	(40.9)	(27.2)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(1,715)	1,572	24,269	14,346	10,438
증가율(%)	적전	흑전	1,444.0	(40.9)	(27.2)
수정EPS(원)	(1,715)	1,572	24,090	14,166	10,259
증가율(%)	적전	흑전	1,432.7	(41.2)	(27.6)

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	(1,715)	1,572	24,269	14,346	10,438
BPS	74,574	76,218	98,920	107,771	112,848
DPS	125	330	5,000	5,000	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	-	52.8	5.0	8.5	11.7
PBR	0.7	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	10.5	15.0	4.2	5.9	6.8
배당수익율	0.2	0.4	4.1	4.1	4.1
PCR	5.6	7.9	3.5	7.9	12.5
수익성(%)					
영업이익율	1.2	0.7	9.4	7.4	5.4
EBITDA이익율	3.2	3.0	11.9	10.7	8.5
순이익율	(0.5)	0.5	6.8	5.4	3.9
ROE	(2.2)	2.0	26.8	13.4	9.1
ROIC	2.2	1.2	17.7	9.6	7.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	69.0	68.2	56.1	38.1	26.6
유동비율	86.2	70.6	83.7	88.7	91.7
이자보상배율	1.5	0.9	12.1	10.9	8.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.6	1.3	1.4	1.0	1.1
매출채권회전율	11.3	11.4	13.2	9.6	11.4
재고자산회전율	8.0	7.9	8.7	6.7	8.0
매입채무회전율	5.4	4.1	4.2	3.5	4.1

