

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (상향) 150,000원

현재가 (5/11) 110,900원

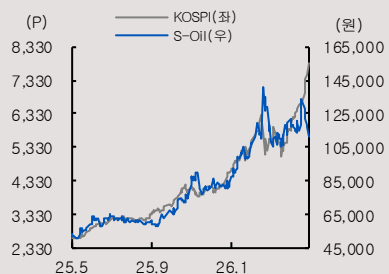
KOSPI (5/11)	7,822.24pt
시가총액	12,697십억원
발행주식수	116,605천주
액면가	2,500원
52주 최고가	141,300원
최저가	50,600원
60일 일평균거래대금	120십억원
외국인 지분율	77.6%
배당수익률 (2026F)	0.5%

주주구성			
Aramco	Overseas	63.43%	
국민연금공단		9.35%	

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-31%	-29%	-30%
절대기준	-8%	35%	113%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	150,000	140,000	▲
EPS(26)	16,647	14,003	▲
EPS(27)	15,106	15,241	▼

S-Oil 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

S-Oil (010950)

단기 실적보다 중요한 것은 원유 조달의 확실성

올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 231.0% 증가

S-OIL의 올해 1분기 영업이익은 1조 2,311억원으로 전 분기 대비 231.0% 증가하며, 최근 급격히 높아진 시장 기대치를 상회하였다. 이는 3월 유가 급등에 따른 재고관련 이익 증가와 타이트한 수급이 반영된 정제마진 개선에 기인한다. 1) 정유부문 영업이익은 1조 390억원으로 전 분기 대비 361.2% 증가하였다. 수출주에 우호적인 환율 효과가 지속된 가운데, 유가 상승으로 5,248억원의 재고관련 이익이 반영되었고, 지정학적 이슈로 등유/경유 크랙이 급등하였기 때문이다. 2) 석유화학부문 영업이익은 255억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 다운스트림 수요 호조로 PX와 벤젠 등 아로마틱 제품의 스프레드가 상승하였고, PO도 역내/외 설비 섀다운 영향으로 가격이 급등하였기 때문이다. 3) 유회부문 영업이익은 1,666억원으로 전 분기 대비 19.5% 감소하였다. 원재료 관련 부정적 레깅 효과가 발생하였기 때문이다.

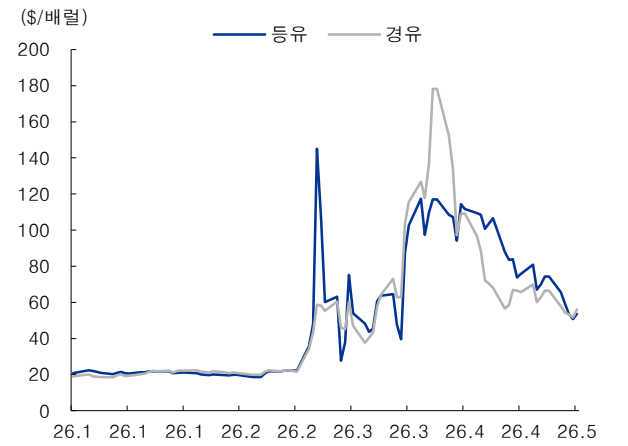
전쟁 프리미엄 시대의 정유사 차별화, S-Oil의 원유 접근권

동사의 원유 도입은 표면적인 물량 변동성에도 불구하고 공급 안정성을 확보할 전망이다. 2026년 3~4월 도입량은 월평균 7.5 Cargo로 일시적으로 감소하였으나, 이는 정기보수에 따른 계획된 조정에 불과하며 5~6월부터는 월평균 10 Cargo의 정상 수준을 회복할 것으로 예상된다. 보다 본질적인 투자 포인트는 모회사 Saudi Aramco와의 20년 장기 원유 구매 계약, 그리고 관계사 Bahri와의 10년 장기 운송 계약에 있다. 호르무즈 해협을 둘러싼 지정학적 긴장으로 전쟁 리스크 프리미엄이 재차 부각되고, 중동발 운임 및 공급 가용성 변동성이 확대되는 국면에서 동사의 수직계열화된 원유 조달/운송 체인은 단순한 원가 경쟁력을 넘어 공급 가용성 자체를 차별적으로 담보하는 구조로 평가된다. 여기에 기타 공급선 및 스팟 거래 병행은 시황 대응 유연성을 보장하는 안전판으로 기능할 전망이다. 결론적으로 동사는 국내 정유사 가운데 가장 명확한 헤지 포지션을 보유하고 있으며, 이는 단기 도입량 변동보다 우선적으로 평가되어야 할 핵심 가치로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	35,297	33,191	33,287
영업이익	422	236	3,075	2,351	2,530
세전이익	-333	173	2,666	2,318	2,567
지배주주순이익	-193	177	1,941	1,761	1,951
EPS(원)	-1,656	1,518	16,647	15,106	16,731
증가율(%)	-120.3	-191.7	997.0	-9.3	10.8
영업이익률(%)	1.2	0.7	8.7	7.1	7.6
순이익률(%)	-0.5	0.5	5.5	5.3	5.9
ROE(%)	-2.2	2.0	19.8	15.2	14.7
PER	-33.1	54.7	6.7	7.3	6.6
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	14.9	5.1	5.8	4.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 역대 등유/경유 크랙 추이



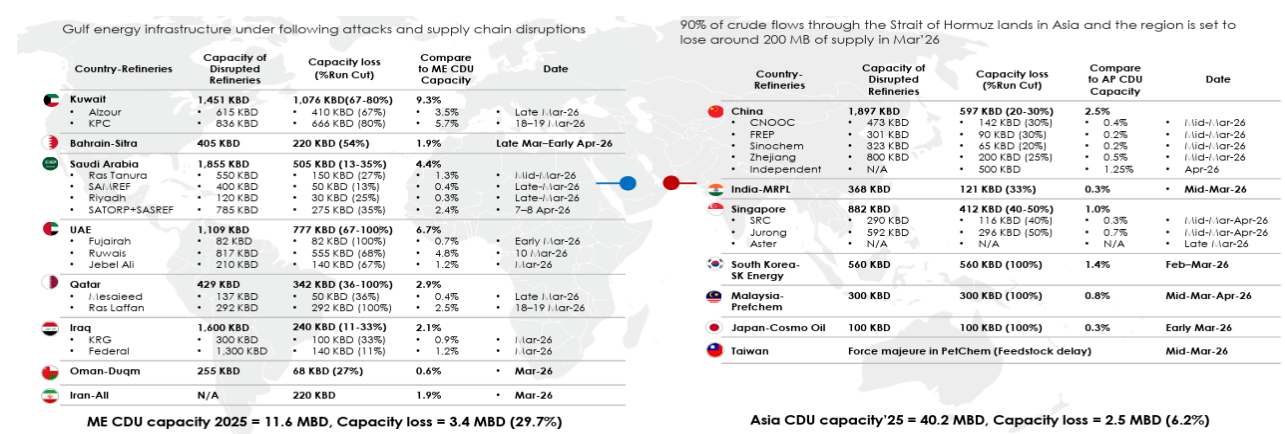
자료: 페트로넬, IBK투자증권

그림 2. S-Oil 원유 도입 Overview



자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 3. 중동/아시아 정제설비 생산차질 현황



자료: FGE, EA, IBK투자증권

표 1. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	8,805	8,760	8,789	35,727	36,637	34,247	35,297
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	6,957	6,957	6,957	28,257	28,804	27,005	27,973
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,004	987	1,029	4,385	4,703	4,234	4,124
유회	791	755	705	757	737	844	816	803	3,085	3,130	3,007	3,200
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	728	530	586	1,355	422	236	3,075
%OP	-0.2	-4.3	2.7	4.8	13.8	8.3	6.1	6.7	3.8	1.2	0.7	8.7
정유	-57	-441	116	225	1039	576	401	461	353	-273	-157	2,478
석유화학	-75	-35	-20	-8	26	24	6	2	191	127	-137	58
유회	110	132	134	207	167	128	123	123	811	568	582	540

자료: S-Oil, IBK투자증권

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	35,297	33,191	33,287
증가율(%)	2.5	-6.5	3.1	-6.0	0.3
매출원가	35,411	33,204	31,410	30,080	29,996
매출총이익	1,226	1,043	3,888	3,111	3,291
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	11.0	9.4	9.9
판매비	804	808	812	759	761
판매비율(%)	2.2	2.4	2.3	2.3	2.3
영업이익	422	236	3,075	2,351	2,530
증가율(%)	-68.8	-44.2	1,205.2	-23.5	7.6
영업이익률(%)	1.2	0.7	8.7	7.1	7.6
순금융손익	-444	-194	-12	21	69
이자손익	-229	-236	-190	-176	-128
기타	-215	42	178	197	197
기타영업외손익	-317	128	-404	-65	-45
종속/관계기업손익	6	4	6	10	13
세전이익	-333	173	2,666	2,318	2,567
법인세	-139	-4	725	556	616
법인세율	41.7	-2.3	27.2	24.0	24.0
계속사업이익	-193	177	1,941	1,761	1,951
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	1,941	1,761	1,951
증가율(%)	-120.3	-191.7	997.0	-9.3	10.8
당기순이익률 (%)	-0.5	0.5	5.5	5.3	5.9
지배주주당기순이익	-193	177	1,941	1,761	1,951
기타포괄이익	40	15	0	0	0
총포괄이익	-153	192	1,941	1,761	1,951
EBITDA	1,174	1,043	3,597	2,898	3,070
증가율(%)	-43.4	-11.2	244.9	-19.4	5.9
EBITDA마진율(%)	3.2	3.0	10.2	8.7	9.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,656	1,518	16,647	15,106	16,731
BPS	74,574	76,218	92,335	106,712	121,545
DPS	125	330	530	1,700	1,700
밸류에이션(배)					
PER	-33.1	54.7	6.7	7.3	6.6
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	14.9	5.1	5.8	4.9
성장성지표(%)					
매출증가율	2.5	-6.5	3.1	-6.0	0.3
EPS증가율	-120.3	-191.7	997.0	-9.3	10.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.4	0.5	1.5	1.5
ROE	-2.2	2.0	19.8	15.2	14.7
ROA	-0.8	0.7	6.9	5.8	6.1
ROIC	-1.4	1.2	12.9	11.1	12.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	181.2	198.8	173.9	147.3	131.1
순차입금 비율(%)	68.9	67.1	52.7	32.5	15.6
이자보상배율(배)	1.5	0.9	11.8	8.4	8.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.4	16.4	17.6	17.0	17.5
재고자산회전율	8.0	7.9	8.5	8.2	8.4
총자산회전율	1.6	1.3	1.3	1.1	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048	8,616	9,954	11,361	13,436
현금및현금성자산	1,946	1,835	3,176	4,931	6,988
유가증권	11	8	8	8	8
매출채권	2,171	2,005	2,004	1,901	1,907
재고자산	4,493	4,164	4,163	3,949	3,960
비유동자산	14,403	17,941	19,535	19,412	19,324
유형자산	13,582	16,990	18,594	18,506	18,424
무형자산	149	150	140	131	124
투자자산	203	188	188	185	185
자산총계	24,451	26,557	29,489	30,773	32,760
유동부채	11,657	12,211	12,207	11,597	11,629
매입채무및기타채무	4,982	6,982	6,979	6,621	6,640
단기차입금	3,355	2,173	2,172	2,061	2,067
유동성장기부채	660	331	331	331	331
비유동부채	4,099	5,459	6,516	6,733	6,959
사채	2,475	3,554	3,554	3,554	3,554
장기차입금	1,316	1,478	2,536	2,761	2,986
부채총계	15,756	17,670	18,723	18,330	18,587
지배주주지분	8,696	8,887	10,767	12,443	14,173
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	44	45	45	45	45
이익잉여금	7,030	7,222	9,101	10,777	12,507
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	10,767	12,443	14,173
비이자부채	7807	9864	9860	9353	9380
총차입금	7,949	7,806	8,863	8,977	9,207
순차입금	5,992	5,964	5,679	4,038	2,212

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,468	3,942	2,681	2,124	2,328
당기순이익	-193	177	1,941	1,761	1,951
비현금성 비용 및 수익	1,328	1,054	931	580	503
유형자산감가상각비	741	791	511	538	532
무형자산상각비	11	16	10	9	8
운전자본변동	829	3,091	0	-42	2
매출채권등의 감소	180	128	1	103	-5
재고자산의 감소	209	304	2	214	-11
매입채무등의 증가	751	1,888	-3	-358	19
기타 영업현금흐름	-496	-380	-191	-175	-128
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,783	-2,075	-360	-421
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,042	-3,906	-2,115	-450	-450
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-27	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	3	0	2	0
기타	39	119	40	88	29
재무활동 현금흐름	1,539	-270	734	-9	150
차입금의 증가(감소)	592	243	1,058	225	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	947	-513	-324	-234	-75
기타 및 조정	3	0	1	0	0
현금의 증가	-17	-111	1,341	1,755	2,057
기초현금	1,963	1,946	1,835	3,176	4,931
기말현금	1,946	1,835	3,176	4,931	6,988

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부		1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가								
해당 사항 없음											

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

