신영증권
2026. 05. 12

S-Oil(010950.KS) 매수(유지)

전쟁이 끝나도 이어질 정제마진 강세

분석의 기본 가정
- 2Q26 평균 유가(Dubai) 106$/bbl(QoQ +20$/bbl) 가정

1Q26 영업이익 컨센 부합

1Q26 영업이익 1조 2,311억원(QoQ +190%, YoY 흑전)으로 컨센 부합. 정유 영업이익은 1조 390억원(QoQ +361%)으로 전분기 대비 대폭 개선. 중동 전쟁에 따른 유가 및 석유제품 가격 상승으로 재고효과 5,248억원 및 래깅효과 4,300억원 반영된 결과. 다만, 정제마진 강세에 따른 이익 영향은 3월 정기 보수 및 석유 최고가격제 기회 손실 반영으로 일부 상쇄. 석유화학 영업이익은 255억원(QoQ +333억원)으로 흑자전환. 아로마틱 스프레드 강세에 더해 재고 효과 871억원 발생한 결과. 원료가 급등에 따른 래깅효과로 윤활기유 영업이익은 1,666억원(QoQ -20%) 기록

2Q26 영업이익 컨센 34% 상회 예상

2Q26 영업이익은 1조 436억원(QoQ -15%, YoY 흑전)으로 컨센 34% 상회 전망. 정유 영업이익은 8,136억원(QoQ -22%)을 추정. 전분기에 이어 글로벌 석유제품 공급 부족에 따른 정제마진 강세는 지속될 전망. 다만, 이는 OSP 급등(QoQ +6.7$/bbl) 및 석유 최고 가격제 영향으로 일부 상쇄 예상. 석유화학 영업이익은 407억원(QoQ +60%)으로 개선 예상. 역내 정기보수 및 드라이빙 시즌 진입에 따른 공급 감소로 PX 스프레드 개선 예상

투자의견 매수 유지. 목표주가 14만원으로 상향

투자의견 매수 유지. 목표주가는 기존 11만원에서 14만원으로 상향. 전쟁 이후 유가 및 석유제품 가격 급등을 반영해 2026~2027년 실적 추정치를 상향한 결과. (12MF BPS: 8.6만원→10.8만원, PBR 1.3배 적용) 동사는 모회사 및 그 관계사와의 장기 원유 공급/운송 계약에 기반해 안정적으로 원유를 조달 중이며 정상 가동 가능. 한편, 전쟁으로 상승한 유가/석유제품 가격은 종전 후 급락할 가능성 제한적이라 판단. 중동 원유 생산 설비 및 정제설비 타격, 전쟁 기간 동안 소진된 원유/제품 재고의 빠른 회복이 어렵기 때문. 또한, 전쟁 이전에도 낮았던 석유제품 재고 및 제한적인 설비 증설 상황을 감안하면 정유업은 전쟁 전보다 높고 긴 Up-Cycle 진입 예상

결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	36,637	34,247	52,312	45,757	43,161
영업이익(십억원)	422	236	4,022	2,691	1,766
세전손익(십억원)	-333	173	3,901	2,740	1,813
지배순이익(십억원)	-193	177	2,965	2,082	1,378
EPS(원)	-1,656	1,518	25,424	17,859	11,817
증감율(%)	적전	흑전	1,575.3	-29.8	-33.8
ROE(%)	-2.2	2.0	28.6	16.1	9.5
PER(배)	na	54.7	4.4	6.2	9.4
PBR(배)	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	10.5	15.0	4.4	5.4	6.9

에너지/화학 담당 신홍주
T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(05/11)	110,900원
목표주가(12M, 상향)	140,000원

Key Data (기준일: 2026. 05. 11)

KOSPI(pt)	7822.24
KOSDAQ(pt)	1207.34
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	124,854
발행주식수(천주)	116,605
평균거래량(3M,주)	954,203
평균거래대금(3M, 백만원)	120,222
52주 최고/최저	141,300 / 50,600
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(26F,%)	0.3
외국인지분율(%)	77.8
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.4 %
국민연금공단	9.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	3.3	34.9	112.9
KOSPI대비 상대수익률	-31.2	-29.3	-29.2	-29.9

Company vs KOSPI composite

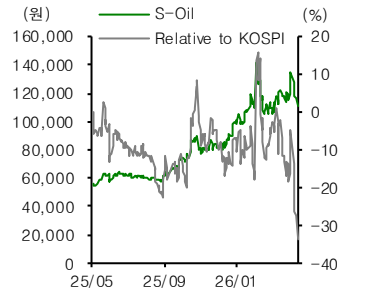
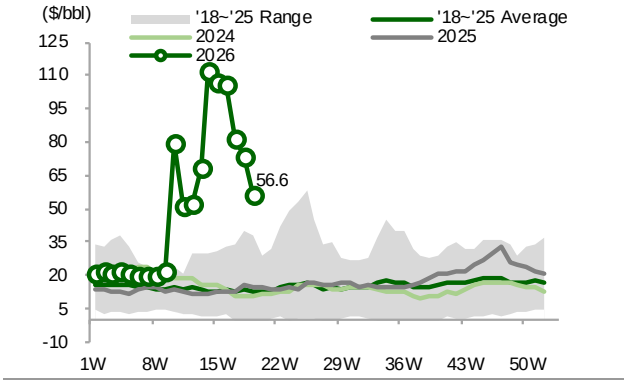


도표 1. S-Oil 사업 부문 별 실적 Breakdown (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**8,990.5**	**8,048.5**	**8,415.3**	**8,792.6**	**8,942.7**	**14,624.1**	**16,001.2**	**12,744.4**	**34,246.9**	**52,312.5**	**45,757.5**
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	63.5%	9.4%	-20.4%			
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	81.7%	90.1%	44.9%	-6.5%	52.8%	-12.5%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	12,227.7	13,737.1	10,834.9	27,005.4	43,901.0	37,691.5
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,450.4	1,260.9	1,045.7	4,234.1	4,861.4	5,008.7
윤활기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	946.0	1,003.2	863.8	3,007.3	3,550.1	3,057.3
영업이익	**-21.5**	**-344.0**	**229.2**	**424.5**	**1,231.1**	**1,043.6**	**615.0**	**1,131.9**	**288.2**	**4,021.6**	**2,691.1**
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	7.1%	3.8%	8.9%	0.8%	7.7%	5.9%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-15.2%	-41.1%	84.0%			
YoY(%)	적전	적전	흑전	90.9%	흑전	흑전	168.3%	166.6%	-31.7%	1,295.4%	-33.1%
정유부문	**-56.8**	**-441.1**	**115.5**	**225.3**	**1,039.0**	**813.6**	**437.5**	**956.1**	**-157.1**	**3,246.2**	**1,708.9**
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	6.7%	3.2%	8.8%	-0.6%	7.4%	4.5%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-21.7%	-46.2%	118.5%			
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	278.8%	324.4%	적지	흑전	-47.4%
석유화학부문	**-74.5**	**-34.6**	**-19.9**	**-7.8**	**25.5**	**40.7**	**-14.1**	**-13.4**	**-136.8**	**38.7**	**341.1**
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	2.8%	-1.1%	-1.3%	-3.2%	0.8%	6.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	59.5%	적전	적지			
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	흑전	780.6%
윤활기유부문	**109.7**	**131.8**	**133.6**	**207.0**	**166.6**	**189.3**	**191.6**	**189.1**	**582.1**	**736.7**	**641.0**
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	20.0%	19.1%	21.9%	19.4%	20.8%	21.0%
QoQ(%)	-5.3%	20.1%	1.4%	54.9%	-19.5%	13.7%	1.2%	-1.3%			
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	43.7%	43.4%	-8.6%	1.9%	26.6%	-13.0%
당기순이익	**-44.6**	**-66.8**	**63.2**	**225.1**	**721.0**	**770.2**	**444.5**	**1,028.9**	**177.0**	**2,964.6**	**2,082.4**
당기순익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	5.3%	2.8%	8.1%	0.5%	5.7%	4.6%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	6.8%	-42.3%	131.5%			
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	603.2%	357.1%	흑전	1,575.3%	-29.8%

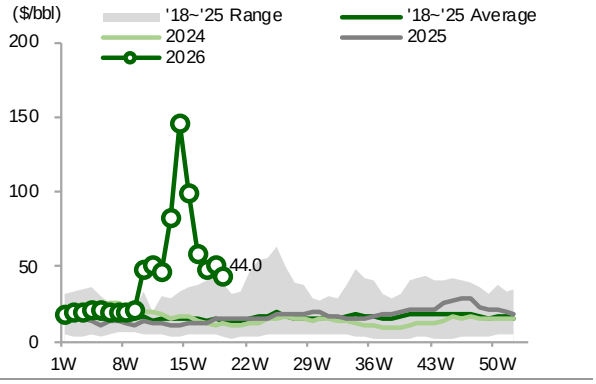
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 등유 마진 추이



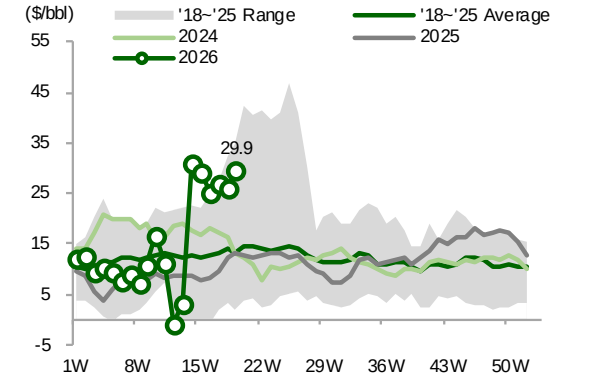
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 3. 경유 마진 추이



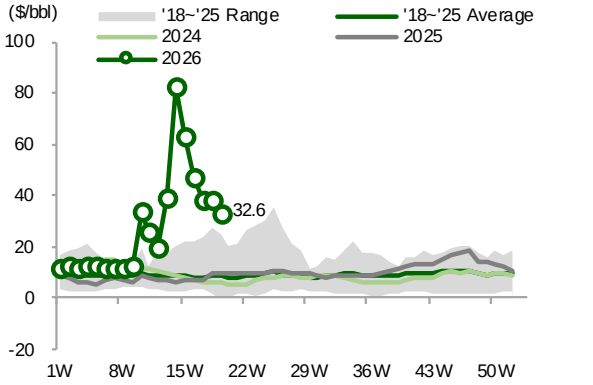
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 4. 휘발유 마진 추이



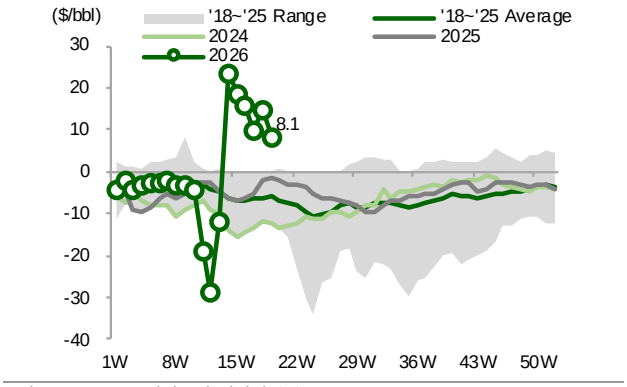
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 5. 복합정제마진 추이



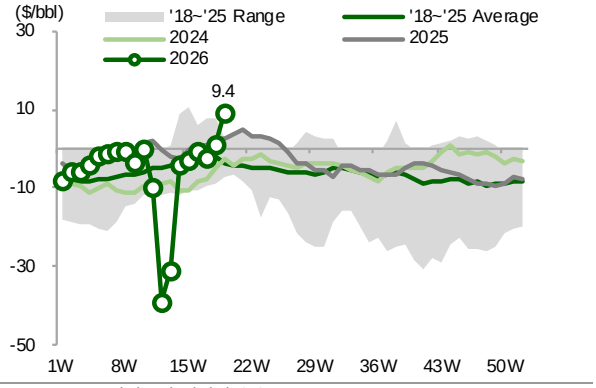
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 6. 납사 마진 추이



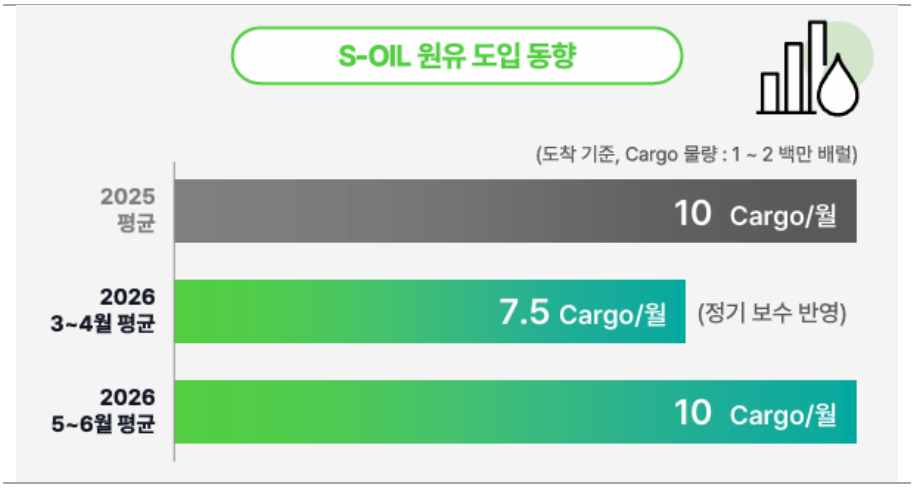
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 7. B-C 마진 추이



자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 8. S-Oil 원유 도입 동향



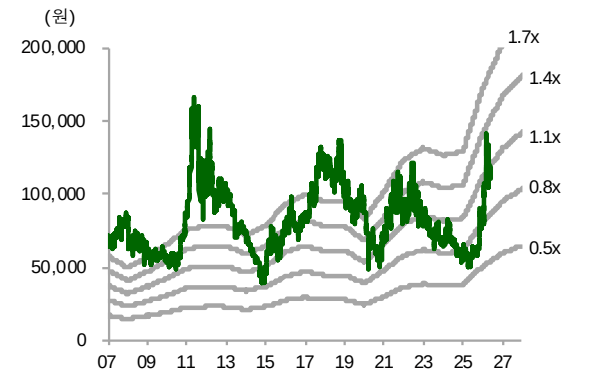
자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. S-Oil Valuation

	12M Forward	비고
BPS(원)	**107,678**	
Target PBR (배)	1.3	가장 최근 정유 Cycle('20~'25) 평균 PBR
목표주가(원)	**140,000**	
현재주가(/, 원)	110,900	5/11 종가 기준
Upside(%)	**26%**	

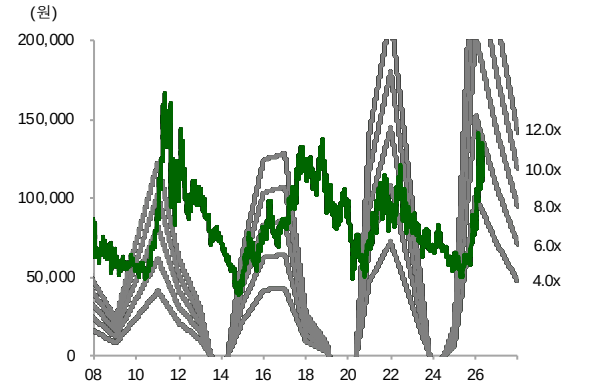
자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 11. S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

S-Oil(010950.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**36,637**	**34,247**	**52,312**	**45,757**	**43,161**
증가율(%)	2.5	-6.5	52.7	-12.5	-5.7
매출원가	**35,411**	**33,204**	**47,035**	**41,968**	**40,360**
원가율(%)	96.7	97.0	89.9	91.7	93.5
매출총이익	**1,226**	**1,043**	**5,277**	**3,789**	**2,802**
매출총이익률(%)	3.3	3.0	10.1	8.3	6.5
판매비와 관리비 등	**804**	**808**	**1,255**	**1,098**	**1,036**
판관비율(%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
영업이익	**422**	**236**	**4,022**	**2,691**	**1,766**
증가율(%)	-68.9	-44.1	1,604.2	-33.1	-34.4
영업이익률(%)	1.2	0.7	7.7	5.9	4.1
EBITDA	**1,174**	**1,043**	**4,801**	**3,530**	**2,597**
EBITDA마진(%)	3.2	3.0	9.2	7.7	6.0
순금융손익	**-444**	**-194**	**-219**	**-105**	**-107**
이자손익	-229	-236	-236	-162	-163
외화관련손익	-215	42	17	57	57
기타영업외손익	**-317**	**128**	**94**	**151**	**151**
종속및관계기업 관련손익	**6**	**4**	**4**	**4**	**4**
법인세차감전계속사업이익	**-333**	**173**	**3,901**	**2,740**	**1,813**
계속사업손익법인세비용	**-139**	**-4**	**936**	**658**	**435**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-193**	**177**	**2,965**	**2,082**	**1,378**
증가율(%)	적전	흑전	1,575.1	-29.8	-33.8
순이익률(%)	-0.5	0.5	5.7	4.6	3.2
지배주주지분 당기순이익	-193	177	2,965	2,082	1,378
증가율(%)	적전	흑전	1,575.1	-29.8	-33.8
기타포괄이익	**40**	**15**	**50**	**50**	**50**
총포괄이익	**-153**	**192**	**3,015**	**2,132**	**1,428**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**10,048**	**8,616**	**10,677**	**11,636**	**11,287**
현금및현금성자산	1,946	1,835	622	2,769	2,890
매출채권 및 기타채권	3,479	2,554	3,611	3,228	3,076
재고자산	4,493	4,164	6,361	5,564	5,248
비유동자산	**14,403**	**17,941**	**19,280**	**19,445**	**19,617**
유형자산	13,582	16,990	18,341	18,515	18,695
무형자산	149	150	134	121	110
투자자산	203	188	191	195	198
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**24,451**	**26,557**	**29,957**	**31,081**	**30,904**
유동부채	**11,657**	**12,211**	**12,553**	**11,635**	**11,272**
단기차입금	3,355	2,173	2,173	2,173	2,173
매입채무및기타채무	7,410	9,385	9,727	8,809	8,446
유동성장기부채	660	331	331	331	331
비유동부채	**4,099**	**5,459**	**5,541**	**5,511**	**4,499**
사채	2,475	3,554	3,554	3,554	3,054
장기차입금	1,316	1,478	1,478	1,478	978
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**15,756**	**17,670**	**18,094**	**17,146**	**15,771**
지배주주지분	**8,696**	**8,887**	**11,863**	**13,935**	**15,133**
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
기타포괄이익누계액	44	45	95	145	195
이익잉여금	7,030	7,222	10,148	12,169	13,317
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**8,696**	**8,887**	**11,863**	**13,935**	**15,133**
총차입금	**8,005**	**7,938**	**7,938**	**7,938**	**6,938**
순차입금	**6,001**	**6,065**	**7,257**	**5,117**	**3,999**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**1,468**	**3,942**	**933**	**3,134**	**2,281**
당기순이익	**-193**	**177**	**2,965**	**2,082**	**1,378**
현금유출이없는비용및수익	**1,328**	**1,054**	**1,931**	**1,598**	**1,370**
유형자산감가상각비	741	791	764	826	820
무형자산상각비	11	16	16	13	11
영업활동관련자산부채변동	**829**	**3,091**	**-2,830**	**233**	**92**
매출채권의감소(증가)	180	128	-1,058	384	152
재고자산의감소(증가)	209	304	-2,197	797	316
매입채무의증가(감소)	751	1,888	342	-918	-363
투자활동으로인한현금흐름	**-3,027**	**-3,783**	**-2,057**	**-914**	**-919**
투자자산의 감소(증가)	-29	19	0	0	0
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
CAPEX	-3,042	-3,906	-2,115	-1,000	-1,000
단기금융자산의감소(증가)	-23	20	-20	7	3
재무활동으로인한현금흐름	**1,539**	**-270**	**-143**	**-143**	**-1,166**
장기차입금의증가(감소)	592	243	0	0	-500
사채의증가(감소)	997	1,337	0	0	-500
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**3**	**-1**	**54**	**71**	**-75**
현금의 증가	**-17**	**-111**	**-1,213**	**2,147**	**121**
기초현금	1,963	1,946	1,835	622	2,769
기말현금	1,946	1,835	622	2,769	2,890

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-1,656	1,518	25,424	17,859	11,817
BPS	74,590	76,234	101,757	119,521	129,795
DPS	125	330	330	530	2,030
Multiples (배)					
PER	na	54.7	4.4	6.2	9.4
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	15.0	4.4	5.4	6.9

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	흑전	1575.3%	-29.8%	-33.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-43.4%	-11.2%	360.3%	-26.5%	-26.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-2.2%	2.0%	28.6%	16.1%	9.5%
ROE(지배순이익 기준)	-2.2%	2.0%	28.6%	16.1%	9.5%
ROIC	0.9%	1.5%	18.4%	10.7%	7.0%
WACC	4.2%	5.4%	5.3%	5.3%	5.6%
안전성(%)					
부채비율	181.2%	198.8%	152.5%	123.0%	104.2%
순차입금비율	69.0%	68.2%	61.2%	36.7%	26.4%
이자보상배율	1.5	0.9	17.0	11.3	7.3

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
S-Oil	-	-	-	-	-	-	-	-

S-Oil : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-05-12	매수	140000		
2026-01-13	매수	110000	1.21	28.45
2025-11-04	매수	91000	-9.45	-1.10
2025-04-29	매수	83000	-26.74	-9.76
2025-03-26	매수	96000	-44.64	-39.69