

S-Oil(010950.KS)

매수(유지)

탈탄소와 지정학 리스크의 스노우볼

분석의 기본 가정

- 2H26 국제 유가 65~80\$/bbl 전망

2Q26 영업이익 컨센 16% 상회 전망

2Q26 영업이익은 1.1조원(QoQ -11%, YoY 흑전)으로 컨센 16% 상회 전망. 이는 견조한 정유 실적에 더해 윤활기유 실적이 대폭 개선된 덕분. 정유 영업이익은 6,904억원(QoQ -34%) 예상. 유가 급락했으나, 투입 OSP 상승으로 재고 이익 약 2,100억원 발생 추정. 다만, 6월부터는 4~5월 급등한 원료 투입으로 역래깅 일부 반영될 전망. 윤활기유 영업이익은 3,958억원(QoQ +138%)으로 대폭 증익 추정. 카타르 Pearl GTL 기유 설비 타격으로 공급 차질 발생하며 기유 스프레드 급등(QoQ +144%)한 영향

3Q26 영업이익 QoQ -54% 전망

3Q26 영업이익은 4,997억원(QoQ -54%, YoY +118%)을 예상. 특히, 정유 영업이익이 1,456억원(QoQ -79%)으로 대폭 축소될 전망. 이는 전쟁 직후 급등했던 OSP가 급락하는 과정에서 일시적으로 재고 손실 및 역래깅이 반영되기 때문. 낮아진 유가/OSP가 투입되는 8월부터는 높은 정제마진에 따른 실적 개선 예상. 윤활기유 영업이익은 3,237억원(QoQ -18%, YoY +142%)을 예상. 등/경유 마진 강세 및 파괴 설비 복구에 걸리는 시간을 감안하면 타이트한 수급 지속될 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가는 175,000원으로 상향

투자의견 매수 유지. 목표주가는 기존 14만원에서 17.5만원으로 상향. 목표 PBR을 과거 업사이클 평균 수준으로 상향한(1.3배→1.7배)결과, 2020년대 들어서며 탈탄소 정책과 지정학 리스크가 누적되며 정유 업황은 구조적 강세기에 진입. 1) 탈탄소 정책으로 글로벌 정제설비 순증설이 제한된 상황에서 2) 전쟁 이전에도 낮았던 글로벌 석유제품 재고가 전쟁으로 대폭 소진됐기 때문. 3) 이러한 상황에서 OPEC의 분열과 아시아 정유사들의 원료 조달처 다변화는 OSP의 구조적 디스카운트로 이어지며 원가 절감 요인으로 작용할 전망. 업황 호조에 더해 지난 3년 간의 대규모 투자도 종료되며 배당성향 상향도 기대

에너지/화학 담당 신흥주

T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(07/14) 131,400원
목표주가(12M, 상향) 175,000원

Key Data

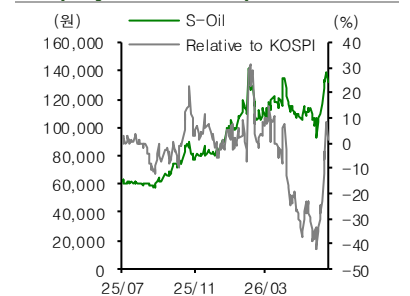
(기준일: 2026. 07. 14)

KOSPI(pt)	6856.83
KOSDAQ(pt)	783.98
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	147,934
발행주식수(천주)	116,605
평균거래량(3M, 주)	468,469
평균거래대금(3M, 백만원)	54,417
52주 최고/최저	141,300 / 57,800
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(26F, %)	4.2
외국인지분율(%)	79.8
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.4 %
국민연금공단	9.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.0	10.3	50.7	107.6
KOSPI대비 상대수익률	39.7	-4.0	3.8	-3.1

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	36,637	34,247	42,240	34,384	31,296
영업이익(십억원)	422	236	4,012	3,319	2,635
세전손익(십억원)	-333	173	3,476	2,915	2,282
지배순이익(십억원)	-193	177	2,642	2,216	1,734
EPS(원)	-1,656	1,518	22,658	19,000	14,871
증감율(%)	적전	흑전	1,393.0	-16.1	-21.7
ROE(%)	-2.2	2.0	26.5	18.7	13.1
PER(배)	na	54.7	6.2	7.3	9.4
PBR(배)	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	10.5	15.0	4.2	4.5	5.0

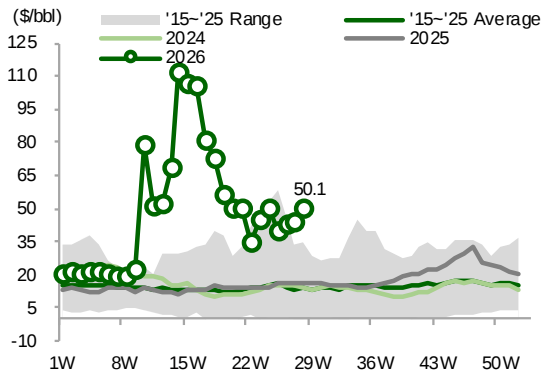
도표 1. S-Oil 사업 부문 별 실적 Breakdown

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.3	8,792.6	8,942.7	13,690.1	10,116.2	9,491.5	34,246.9	42,240.5	34,384.1
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	53.1%	-26.1%	-6.2%			
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	70.1%	20.2%	7.9%	-6.5%	23.3%	-18.6%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	10,707.5	8,047.0	7,490.1	27,005.4	33,345.9	25,294.3
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,537.6	1,322.0	1,342.8	4,234.1	5,306.7	6,053.2
유탄기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	1,445.0	747.2	658.7	3,007.3	3,587.9	3,036.5
영업이익	-21.5	-344.0	229.2	424.5	1,231.1	1,095.4	499.7	1,185.4	288.2	4,011.6	3,318.8
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	8.0%	4.9%	12.5%	0.8%	9.5%	9.7%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-11.0%	-54.4%	137.2%			
YoY(%)	적전	적전	흑전	90.9%	흑전	흑전	118.0%	179.2%	-31.7%	1291.9%	-17.3%
정유부문	-56.8	-441.1	115.5	225.3	1,039.0	690.4	145.6	843.3	-157.1	2,718.3	2,418.5
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	6.4%	1.8%	11.3%	-0.6%	8.2%	9.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-33.5%	-78.9%	479.1%			
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	26.1%	274.3%	적지	흑전	-11.0%
석유화학부문	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	25.5	9.2	30.4	12.2	-136.8	77.3	106.4
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	0.6%	2.3%	0.9%	-3.2%	1.5%	1.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	-64.0%	231.7%	-59.9%			
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	37.7%
유탄기유부문	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	395.8	323.7	329.9	582.1	1,216.0	793.9
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	27.4%	43.3%	50.1%	19.4%	33.9%	26.1%
QoQ(%)	-5.3%	20.1%	1.4%	54.9%	-19.5%	137.6%	-18.2%	1.9%			
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	200.3%	142.3%	59.4%	1.9%	108.9%	-34.7%
당기순이익	-44.6	-66.8	63.2	225.1	721.0	715.1	401.7	804.2	177.0	2,642.0	2,215.5
당기순이익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	5.2%	4.0%	8.5%	0.5%	6.3%	6.4%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	-0.8%	-43.8%	100.2%			
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	535.6%	257.3%	흑전	1393.0%	-16.1%

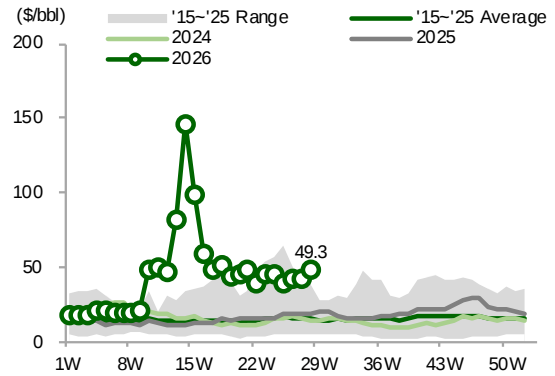
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 등유 마진 추이



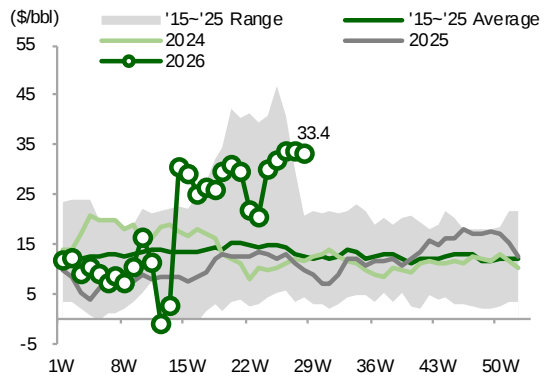
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 3. 경유 마진 추이



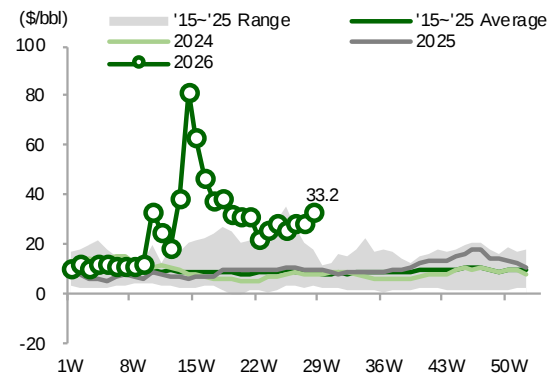
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 4. 휘발유 마진 추이



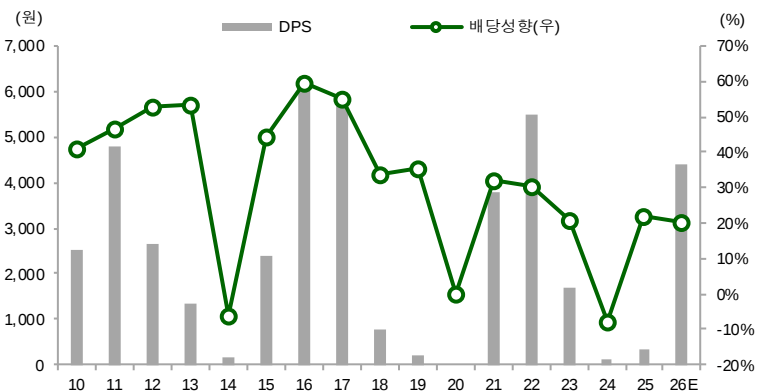
자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 5. 복합정제마진 추이



자료 : Petronet, 신영증권 리서치센터

도표 6. S-Oil 배당성향 및 DPS 추이



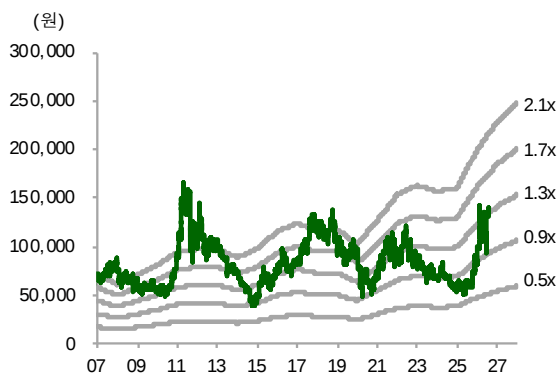
자료 : S-Oil, 신영증권 리서치센터

도표 7. S-Oil Valuation

	12M Forward	비고
BPS(원)	102,815	
Target PBR(배)	1.7	과거 정유 업사이클 평균 PBR
목표주가(원)	175,000	
현재주가(원)	131,400	7/14 종가 기준
Upside(%)	33%	

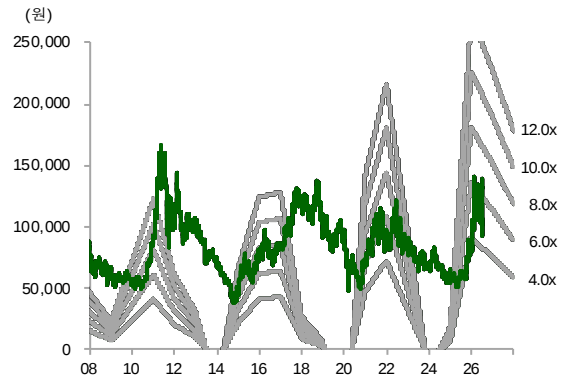
자료: 신영증권 리서치센터

도표 8. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 9. 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	42,240	34,384	31,296
증가율(%)	2.5	-6.5	23.3	-18.6	-9.0
매출원가	35,411	33,204	37,215	30,240	27,911
원가율(%)	96.7	97.0	88.1	87.9	89.2
매출총이익	1,226	1,043	5,025	4,144	3,386
매출총이익률(%)	3.3	3.0	11.9	12.1	10.8
판매비와 관리비 등	804	808	1,014	825	751
판매비율(%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
영업이익	422	236	4,012	3,319	2,635
증가율(%)	-68.9	-44.1	1,600.0	-17.3	-20.6
영업이익률(%)	1.2	0.7	9.5	9.7	8.4
EBITDA	1,174	1,043	4,791	4,158	3,466
EBITDA마진(%)	3.2	3.0	11.3	12.1	11.1
순금융손익	-444	-194	-375	-300	-249
이자손익	-229	-236	-392	-356	-306
외화관련손익	-215	42	17	57	57
기타영업외손익	-317	128	-164	-108	-108
종속및관계기업 관련손익	6	4	4	4	4
법인세차감전계속사업이익	-333	173	3,476	2,915	2,282
계속사업손익법인세비용	-139	-4	834	700	548
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	2,642	2,216	1,734
증가율(%)	적전	흑전	1,392.7	-16.1	-21.8
순이익률(%)	-0.5	0.5	6.3	6.4	5.5
지배주주지분 당기순이익	-193	177	2,642	2,216	1,734
증가율(%)	적전	흑전	1,392.7	-16.1	-21.8
기타포괄이익	40	15	50	50	50
총포괄이익	-153	192	2,692	2,266	1,784

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

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048	8,616	8,418	8,706	8,172
현금및현금성자산	1,946	1,835	188	1,901	1,926
매출채권 및 기타채권	3,479	2,554	3,022	2,562	2,381
재고자산	4,493	4,164	5,136	4,181	3,806
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 금융자산	0	0	0	0	0
자산총계	24,451	26,557	27,698	28,151	27,789
유동부채	11,657	12,211	11,143	10,043	9,611
단기차입금	3,355	2,173	2,173	2,173	2,173
매입채무및기타채무	7,410	9,385	8,317	7,217	6,784
유동성장기부채	660	331	331	331	331
비유동부채	4,099	5,459	5,495	5,459	4,445
사채	2,475	3,554	3,554	3,554	3,054
장기차입금	1,316	1,478	1,478	1,478	978
기타 금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,756	17,670	16,638	15,502	14,056
지배주주지분	8,696	8,887	11,060	12,649	13,733
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	9,344	10,883	11,918
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	11,060	12,649	13,733
총차입금	8,005	7,938	7,938	7,938	6,938
순차입금	6,001	6,065	7,702	5,999	4,976

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,468	3,942	488	3,178	2,801
당기순이익	-193	177	2,642	2,216	1,734
현금유출이없는비용및수익	1,328	1,054	1,985	1,835	1,624
유형자산감가상각비	741	791	764	826	820
무형자산상각비	11	16	16	13	11
영업활동관련자산부채변동	829	3,091	-2,952	145	256
매출채권의감소(증가)	180	128	-468	460	181
재고자산의감소(증가)	209	304	-972	955	375
매입채무의증가(감소)	751	1,888	-1,068	-1,100	-432
투자활동으로인한현금흐름	-3,027	-3,783	-2,046	-913	-918
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	-9	9	3
재무활동으로인한현금흐름	1,539	-270	-143	-624	-1,782
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	-1,647	1,712	26
기초현금	1,963	1,946	1,835	188	1,901
기말현금	1,946	1,835	188	1,901	1,926

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-1,656	1,518	22,658	19,000	14,871
BPS	74,590	76,234	94,868	108,492	117,794
DPS	125	330	4,600	6,000	6,200
Multiples (배)					
PER	na	54.7	6.2	7.3	9.4
PBR	0.7	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	15.0	4.2	4.5	5.0
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	흑전	1393.0%	-16.1%	-21.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	-43.4%	-11.2%	359.3%	-13.2%	-16.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-2.2%	2.0%	26.5%	18.7%	13.1%
ROE(지배순이익 기준)	-2.2%	2.0%	26.5%	18.7%	13.1%
ROIC	0.9%	1.5%	18.4%	13.5%	10.8%
WACC	3.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%
안전성(%)					
부채비율	181.2%	198.8%	150.4%	122.6%	102.3%
순차입금비율	69.0%	68.2%	69.6%	47.4%	36.2%
이자보상배율	1.5	0.9	10.1	8.4	7.6

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 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, 기관투자자 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 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

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

