



BUY (유지)

목표주가(12M) 220,000원(상향)
현재주가(8.03) 121,700원

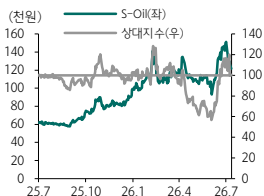
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,257.45
52주 최고/최저(원)	151,200/57,800
시가총액(십억원)	13,701.3
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	451.5
60일 평균 거래대금(십억원)	53.9
외국인지분율(%)	79.80
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	9.35

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	41,708.9	38,604.7
영업이익(십억원)	3,590.5	2,702.1
순이익(십억원)	2,446.1	1,928.6
EPS(원)	20,978	16,540
BPS(원)	95,104	108,137

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	36,637.0	34,247.0	39,100.7	40,081.3
영업이익	422.2	235.6	4,522.4	4,253.9
세전이익	(332.5)	173.2	3,828.9	4,071.8
순이익	(193.0)	177.0	2,910.0	3,094.6
EPS	(1,656)	1,518	24,956	26,539
증감율	적전	흑전	1,544.01	6.34
PER	(33.09)	54.68	5.10	4.80
PBR	0.73	1.09	1.27	1.05
EV/EBITDA	10.50	14.96	3.06	2.68
ROE	(2.18)	2.01	28.27	23.91
BPS	74,590	76,234	100,352	121,690
DPS	125	330	4,200	9,000



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 4일 | 기업분석_Earnings Review

S-Oil (010950)

사상 최대 실적과 그렇지 못한 주가

2Q26 영업이익 컨센 부합

2Q26 영업이익은 0.97조원(QoQ -22%, YoY 흑전)으로 컨센(0.96조원)에 부합했다. 정유 둔화에도 불구하고, 윤활기유가 대폭 개선됐다. 정유 영업이익은 0.5조원(QoQ -49%)을 기록했다. 6월 유가 급락에도 불구하고, 높은 OSP가 재고로 인식되어 재고관련손익 규모는 미미했다. 오히려, 정기보수로 CDU/고도화설비 가동률이 QoQ -10%p 이상 하락하며 기회손실이 수 천억원 반영된 것으로 추정한다. 윤활기유 영업이익은 0.47조원(QoQ +187%, OPM +37%)을 기록했다. 카타르 Pearl GTL Train2의 설비 타격에 따라 그룹3를 중심으로 윤활기유 가격/마진이 동반 급등한 영향이다. 참고로, 한국의 윤활기유 수출 마진은 QoQ 약 3배 급등했다.

3Q26 영업이익 QoQ +12% 증익 전망

3Q26 영업이익은 1.08조원(QoQ +12%, YoY +372%)을 추정한다. 당초 추정치 0.49조원에서 상향한 수치이며, 현재 컨센(0.63조원) 대비 +71% 높다. 정제마진/윤활기유 강세를 반영한 영향이다. 정유 영업이익 0.42조원(QoQ -22%)을 추정한다. 가정은 다음과 같다. 1) 7월 평균 정제마진은 Spot /Lagging 모두 2Q26 대비 높고, 8~9월에는 낮은 유가+OSP가 투입되기에 QoQ 마진 훼손은 거의 없다. 2) 이 경우, 전분기에 발생한 수천억원(5천억원 내외 추정)의 기회손실은 원복된다. 3) 다만, 분기 말 Dubai 70\$/bbl을 가정해 재고관련손실 약 0.6조원이 발생한다. 윤활기유 영업이익은 0.68조원(QoQ +43%, OPM +48%)으로 대폭 개선을 추정한다. 7월 한국의 윤활기유 수출 판가는 MoM +17%, 수출 마진은 MoM +29% 추가 상승했다는 점을 반영했다.

하반기 모멘텀 1) 윤활기유 추가 이익 확대 2) OSP 마이너스 재확인 3) 유가 안정

BUY 유지, TP는 20만원에서 22만원으로 상향한다. 2026~27년 영업이익 추정치를 +17~20% 상향함에 따라 BPS 상승분을 반영했다. Target Multiple은 기존과 동일한 PBR 2배다. 내수가 상한제에 따른 기회손실 및 적자 발생에도 불구하고 2026년 사상 최대 영업이익 4.5조원(YoY +1,469%) 도전 가능성이 높다는 점을 감안하면, 이전 호황기 2018년 고점 PBR 2.5배 대비 충분히 보수적인 Target Multiple 설정이다. 2027년 영업이익은 4.3조원(YoY -6%)을 추정한다. 정제마진/윤활기유 마진 조정에도 불구하고 내수 상한제 해제와 OSP의 구조적인 마이너스 국면 진입을 가정했다. 하반기 모멘텀은 세 가지다. 1) 윤활기유 추가 이익 확대다. 카타르 Pearl GTL Train2는 2027년 1분기 말 정상 가동될 예정이기에 해당 시점까지 윤활기유 강세는 불가피하다. 참고로, 회사는 2021년 2~3분기 윤활기유 OPM 40%를 상회한 바 있는데, 7월 마진은 215\$/bbl 당시 평균 마진 88\$/bbl 대비 3배 가까이 높다. 2) OSP의 마이너스 국면 확인이다. 9월 OSP도 8월과 동일하게 마이너스권에서 유지될 전망이다. 여전히 WTI 대비 Dubai가 약 3~4/bbl 저렴한데다 중국/인도의 사우디 원유 수요가 약하며 OPEC은 9월 쿼터를 인상하며 1차 자발적 감산을 모두 끝냈기 때문이다. 3) 유가 안정화는 내수 상한제 해제를 통해 더 높은 이익 창출을 위한 좋은 트리거가 될 수 있다. 호황 사이클 진입을 감안해 주가 조정 시마다 매수를 권한다.

도표 1. S-Oil 2Q26 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q26P	1Q26	2Q25	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	11,343.5	8,942.7	8,048.5	40.9	26.8	12,060.9	-5.9
영업이익	965.0	1,231.1	-344.0	흑전	-21.6	955.1	1.0
세전이익	705.5	991.4	-106.3	흑전	-28.8	854.7	-17.5
순이익	514.6	721.0	-66.8	흑전	-28.6	722.3	-28.8
영업이익률	8.5	13.8	-4.3	12.8	-5.3	7.9	0.6
세전이익률	6.2	11.1	-1.3	7.5	-4.9	7.1	-0.9
순이익률	4.5	8.1	-0.8	5.4	-3.5	6.0	-1.5

자료: 하나증권

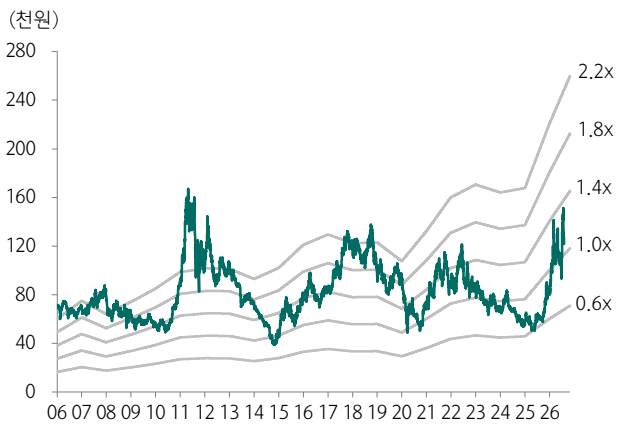
도표 2. S-Oil 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2026F			2027F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	39,100.7	39,711.8	-1.5	40,081.3	41,733.8	-4.0
영업이익	4,522.4	3,780.9	19.6	4,253.9	3,646.5	16.7
세전이익	3,828.9	3,239.9	18.2	4,071.8	3,427.5	18.8
순이익	2,910.0	2,462.3	18.2	3,094.6	2,604.9	18.8
영업이익률	11.6	9.5	2.0	10.6	8.7	1.9
세전이익률	9.8	8.2	1.6	10.2	8.2	1.9
순이익률	7.4	6.2	1.2	7.7	6.2	1.5

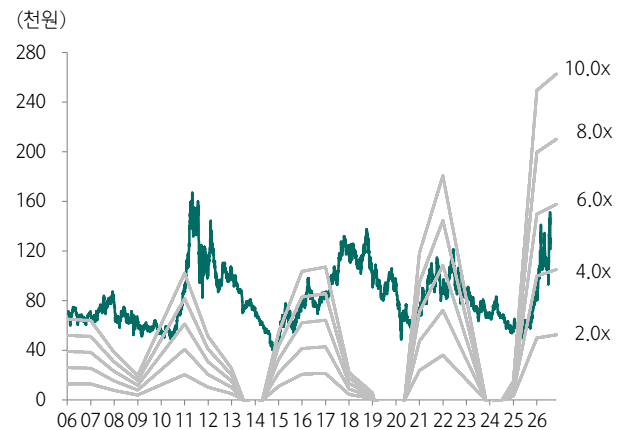
자료: 하나증권

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.5	8,942.7	11,343.5	9,605.8	9,208.8	36,637.0	34,246.9	39,100.7	40,081.3
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	26.8%	-15.3%	-4.1%				
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	40.9%	14.1%	4.7%	2.5%	-6.5%	14.2%	2.5%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	9,029.3	7,094.2	6,970.7	28,804.4	27,005.4	30,195.5	32,473.9
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,012.5	1,101.3	1,038.2	4,702.9	4,234.1	4,256.4	4,370.3
운할기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	1,301.7	1,410.3	1,199.9	3,129.7	3,007.3	4,648.9	3,237.1
영업이익	-21.5	-343.9	229.2	424.5	1,231.1	965.0	1,081.4	1,244.9	460.6	288.3	4,522.4	4,253.9
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	8.5%	11.3%	13.5%	1.3%	0.8%	11.6%	10.6%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-21.6%	12.1%	15.1%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	62.8%	흑전	흑전	371.8%	193.3%	-66.0%	-37.4%	1,468.8%	-5.9%
정유부문	-56.8	-441.1	115.5	225.3	1,039.0	532.4	417.4	658.7	-245.4	-157.1	2,647.6	2,724.2
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	5.9%	5.9%	9.5%	-0.9%	-0.6%	8.8%	8.4%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-48.8%	-21.6%	57.8%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	261.4%	192.4%	적전	적지	흑전	2.9%
석유화학부문	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	25.5	-44.8	-16.6	32.2	134.8	-136.8	-3.8	126.7
영업이익률(%)	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-4.4%	-1.5%	3.1%	2.9%	-3.2%	-0.1%	2.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	-29.3%	적전	적지	흑전
운할기유부문	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	477.4	680.6	554.0	571.1	582.1	1,878.6	1,403.0
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	36.7%	48.3%	46.2%	18.2%	19.4%	40.4%	43.3%
QoQ(%)	-5.4%	20.2%	1.4%	54.9%	-19.5%	186.6%	42.6%	-18.6%				
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	262.2%	409.4%	167.6%	-29.5%	1.9%	222.7%	-25.3%
당기순이익	-44.6	-66.8	63.2	225.1	721.0	514.6	767.6	906.8	-193.0	177.0	2,910.0	3,094.6
당기순이익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	4.5%	8.0%	9.8%	-0.5%	0.5%	7.4%	7.7%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	-28.6%	49.2%	18.1%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	1,114.4%	302.9%	적전	흑전	1,544.5%	6.3%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)			
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637.0	34,247.0	39,100.7	40,081.3	37,301.6
매출원가	35,411.2	33,203.7	33,685.8	34,896.6	32,482.9
매출총이익	1,225.8	1,043.3	5,414.9	5,184.7	4,818.7
판매비	803.7	807.6	892.5	930.8	896.9
영업이익	422.2	235.6	4,522.4	4,253.9	3,921.9
금융손익	(443.8)	(194.3)	(435.9)	(158.4)	(52.5)
종속/관계기업손익	5.9	3.5	3.5	3.5	3.5
기타영업외손익	(316.8)	128.4	(261.1)	(27.2)	15.9
세전이익	(332.5)	173.2	3,828.9	4,071.8	3,888.7
법인세	(139.5)	(3.7)	918.9	977.2	933.3
계속사업이익	(193.0)	177.0	2,910.0	3,094.6	2,955.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(193.0)	177.0	2,910.0	3,094.6	2,955.4
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(193.0)	177.0	2,910.0	3,094.6	2,955.4
지배주주지분포괄이익	(152.6)	191.9	2,910.0	3,094.6	2,955.4
NOPAT	245.1	240.7	3,437.0	3,233.0	2,980.6
EBITDA	1,174.1	1,042.6	5,478.8	5,208.4	4,874.6
성장성(%)					
매출액증가율	2.55	(6.52)	14.17	2.51	(6.94)
NOPAT증가율	(78.42)	(1.80)	1,327.92	(5.94)	(7.81)
EBITDA증가율	(43.38)	(11.20)	425.49	(4.94)	(6.41)
영업이익증가율	(68.83)	(44.20)	1,819.52	(5.94)	(7.80)
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,544.07	6.34	(4.50)
EPS증가율	적전	흑전	1,544.01	6.34	(4.50)
수익성(%)					
매출총이익률	3.35	3.05	13.85	12.94	12.92
EBITDA이익률	3.20	3.04	14.01	12.99	13.07
영업이익률	1.15	0.69	11.57	10.61	10.51
계속사업이익률	(0.53)	0.52	7.44	7.72	7.92

투자지표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
주당지표(원)						
EPS	(1,656)	1,518	24,956	26,539	25,346	
BPS	74,590	76,234	100,352	121,690	138,041	
CFPS	9,731	10,555	45,065	44,178	41,226	
EBITDAPS	10,069	8,942	46,986	44,667	41,805	
SPS	314,199	293,701	335,327	343,737	319,898	
DPS	125	330	4,200	9,000	11,000	
주가지표(배)						
PER	(33.09)	54.68	5.10	4.80	5.02	
PBR	0.73	1.09	1.27	1.05	0.92	
PCFR	5.63	7.86	2.82	2.88	3.09	
EV/EBITDA	10.50	14.96	3.06	2.68	2.34	
PSR	0.17	0.28	0.38	0.37	0.40	
재무비율(%)						
ROE	(2.18)	2.01	28.27	23.91	19.52	
ROA	(0.84)	0.69	10.14	9.65	8.73	
ROIC	1.53	1.30	17.55	16.73	15.94	
부채비율	181.19	198.82	163.78	134.65	113.90	
순부채비율	69.01	68.24	18.69	(4.27)	(19.85)	
이자보상배율(배)	1.49	0.85	15.96	14.84	13.97	

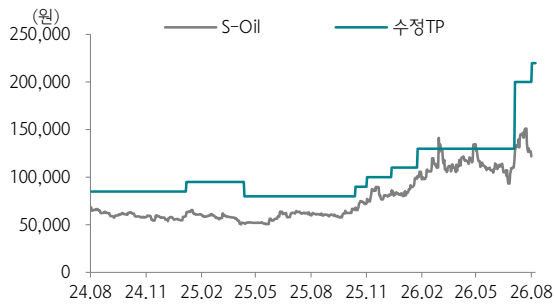
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
유동자산	10,048.0	8,615.6	13,074.1	15,709.9	17,804.1	
금융자산	2,004.5	1,873.1	6,264.2	8,729.2	11,307.5	
현금성자산	1,945.8	1,834.7	6,225.4	8,689.4	11,270.5	
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,025.1	2,075.9	1,931.9	
재고자산	4,493.1	4,164.4	4,206.1	4,311.6	4,012.6	
기타유동자산	1,379.4	573.0	578.7	593.2	552.1	
비유동자산	14,403.4	17,941.4	17,787.5	17,581.3	16,622.3	
투자자산	203.0	187.6	188.5	190.7	184.4	
금융자산	160.3	146.9	147.4	148.6	145.3	
유형자산	13,581.8	16,990.0	16,848.8	16,651.9	15,709.1	
무형자산	148.8	149.5	136.0	124.4	114.6	
기타비유동자산	469.8	614.3	614.2	614.3	614.2	
자산총계	24,451.4	26,557.0	30,861.6	33,291.2	34,426.4	
유동부채	11,656.7	12,210.9	13,181.1	13,118.1	12,359.4	
금융부채	4,071.3	2,635.1	2,648.2	2,321.2	2,310.9	
매입채무	4,981.6	6,981.7	7,679.9	7,872.5	7,326.5	
기타유동부채	2,603.8	2,594.1	2,853.0	2,924.4	2,722.0	
비유동부채	4,099.1	5,458.7	5,980.8	5,985.3	5,972.6	
금융부채	3,934.0	5,302.6	5,802.6	5,802.6	5,802.6	
기타비유동부채	165.1	156.1	178.2	182.7	170.0	
부채총계	15,755.8	17,669.6	19,161.9	19,103.4	18,332.0	
지배주주지분	8,695.6	8,887.4	11,699.7	14,187.8	16,094.4	
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5	
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	
기타포괄이익누계액	44.0	44.7	44.7	44.7	44.7	
이익잉여금	7,030.5	7,221.6	10,033.8	12,521.9	14,428.5	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	8,695.6	8,887.4	11,699.7	14,187.8	16,094.4	
순금융부채	6,000.7	6,064.6	2,186.6	(605.5)	(3,194.0)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,467.6	3,942.3	4,378.8	4,006.3	3,932.7
당기순이익	(193.0)	177.0	2,910.0	3,094.6	2,955.4
조정	831.7	673.9	1,235.1	955.8	852.3
감가상각비	752.0	807.0	956.4	954.4	952.7
외환거래손익	552.6	8.2	282.2	4.9	(97.0)
지분법손익	(5.9)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(467.0)	(137.8)	(0.0)	(0.0)	0.1
영업활동 자산부채 변동	828.9	3,091.4	233.7	(44.1)	125.0
투자활동 현금흐름	(3,027.0)	(3,782.7)	(1,081.6)	(750.6)	109.5
투자자산감소(증가)	(31.8)	16.9	2.6	1.3	9.8
자본증가(감소)	(3,041.9)	(3,906.0)	(801.6)	(746.0)	0.0
기타	46.7	106.4	(282.6)	(5.9)	99.7
재무활동 현금흐름	1,977.9	(67.7)	415.4	(933.5)	(1,059.1)
금융부채증가(감소)	2,167.2	(67.6)	513.1	(327.0)	(10.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0
배당지급	(189.3)	(0.1)	(97.7)	(606.4)	(1,048.8)
현금의 증감	418.5	91.9	3,699.9	2,464.0	2,581.1
Unlevered CFO	1,134.7	1,230.7	5,254.8	5,151.3	4,807.1
Free Cash Flow	(1,574.3)	36.3	3,577.2	3,260.3	3,932.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.4	BUY	220,000		
26.7.7	BUY	200,000	-31.78%	-24.40%
26.1.27	BUY	130,000	-13.73%	8.69%
25.12.15	BUY	110,000	-21.31%	-9.55%
25.11.4	BUY	100,000	-18.14%	-10.00%
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 8월 4일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.63%	1.37%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 01일