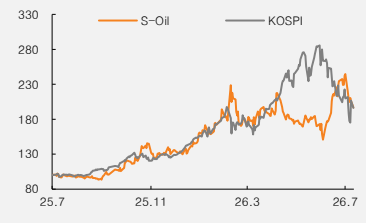


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 150,000원
현재주가(26/8/3)	121,700원
상승여력	23.3%

영업이익(26F,십억원)	4,554
Consensus 영업이익(26F,십억원)	3,590
EPS 성장률(26F,%)	1,743.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	4.4
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	6,257.45
시가총액(십억원)	13,701
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	79.8
베타(12M) 일간수익률	-0.29
52주 최저가(원)	57,800
52주 최고가(원)	151,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.4	24.6	101.8
상대주가	42.7	5.3	0.6



[Energy Transition]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

S-Oil

보수적으로 가정해도 강한 정제마진

투자 의견: 목표주가 15만원으로 상향 및 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 기존 13.5만원에서 15만원으로 상향하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 기존 예상치보다 강한 정제마진에 따른 실적 전망치 조정에 기인한다(PBR 1.45배 유지). 지정학적 리스크가 완화되는 시나리오를 가정해 정제마진을 보수적으로 가정했음에도 불구하고, 연말까지 글로벌 정제설비 및 석유제품 수출 정상화가 어려워 보이는 점을 고려했다. **다만, 국내 정유사들은 최고가격제의 종료 시점과 손실 보전 규모에 따라 실적이 크게 변동될 가능성이 있어, 이에 따른 리스크 감안할 필요가 있다.**

2Q26 Review: 정제마진은 강했지만

동사의 2Q26 영업이익은 9,650억원으로 컨센서스(9,646억원)에 부합했으며, 전분기 대비 -21.6% 감소했다. 정유 부문 영업이익은 전분기 대비 절반 가까이 감소한 5,324억원을 기록했다. 싱가포르 정제마진 기준, 1분기 평균(7.0 달러) 대비 2분기 평균(22.3 달러)이 월등히 높았으나, OSP 인상 효과(-6,500억원 QoQ), 재고관련 손익 효과 제거(-5,300억원 QoQ), 정기보수, 최고가격제 기회손실 등 부정적 영향이 이를 상회했다. 유통 부문 영업이익은 4,774억원으로 전분기 대비 약 187% 증가했다. 중동 생산설비 및 물류 회복 지연으로 인해 그룹 III 중심으로 수급이 타이트해져, 제품 스프레드가 기존 50달러 수준에서 2분기 140달러까지 급등했다.

3Q26 Preview: OSP 인하 효과는 4분기부터

동사의 3Q26 영업이익은 6,920억원으로 컨센서스(6,328억원)를 상회할 전망이다. 전분기 대비 28% 감소할 것으로 예상된다. 정유 부문 영업이익은 1,982억원으로 전분기 대비 약 63% 감소를 예상하는데, 이는 1) 정제마진에 대한 보수적인 가정(2Q 22.3 달러, 3Q 16.2달러), 2) 환율 하락 효과에 기인한다. 8월 OSP 인하는 전체 분기에서 효과가 크지 않으며, 4분기부터 유의미한 영향을 미칠 전망이다. 당사는 최고가격제 기회손실을 1Q 2,600억원, 2Q 7,000억원, 3Q 3,000억원으로 추정하며, 보상금은 빠르면 4분기에 들어올 것으로 전망한다. 유통기유는 타이트한 수급으로 인해 하반기에도 강세가 예상되는데, 2분기에 이어 3분기에도 사상 최대 분기 영업이익을 재경신할 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	36,637	34,247	42,487	40,257	39,990
영업이익 (십억원)	422	236	4,554	2,107	1,814
영업이익률 (%)	1.2	0.7	10.7	5.2	4.5
순이익 (십억원)	-193	177	3,261	1,417	1,216
EPS (원)	-1,656	1,518	27,968	12,154	10,425
ROE (%)	-2.2	2.0	31.4	11.5	9.2
P/E (배)	-	54.7	4.4	10.0	11.7
P/B (배)	0.7	1.1	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.2	0.4	4.6	2.0	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	합계	8,942.7	11,343.5	11,402.9	10,798.0	10,290.0	9,938.2	10,006.1	10,022.4	34,247.0	42,487.1	40,256.6
	정유	7,101.3	9,029.3	9,152.2	8,608.8	8,243.8	7,882.9	7,957.1	7,996.4	27,005.4	33,891.6	32,080.2
	화학	1,104.4	1,012.5	992.7	1,086.4	1,081.9	1,276.8	1,356.0	1,283.4	4,234.1	4,196.1	4,998.1
	유탄유	737.0	1,301.7	1,258.0	1,102.8	964.3	778.5	693.0	742.6	3,007.3	4,399.5	3,178.3
영업이익	합계	1,231.1	965.0	692.0	1,666.4	774.7	448.7	475.1	408.4	288.1	4,554.5	2,106.9
	정유	1,039.0	532.4	198.2	1,289.5	475.2	182.9	256.4	214.3	-157.1	3,059.1	1,128.8
	화학	25.5	-44.8	-39.4	-41.8	-42.7	32.2	59.6	4.8	-136.8	-100.5	53.9
	유탄유	166.6	477.4	533.3	418.6	342.2	233.6	159.1	189.3	582.1	1,595.9	924.2
세전이익		991.4	705.4	504.8	2,109.0	447.3	227.9	294.8	858.6	173.2	4,310.5	1,828.6
순이익(지배)		721.0	514.6	391.2	1,634.4	346.6	176.6	228.5	665.5	177.0	3,261.2	1,417.2

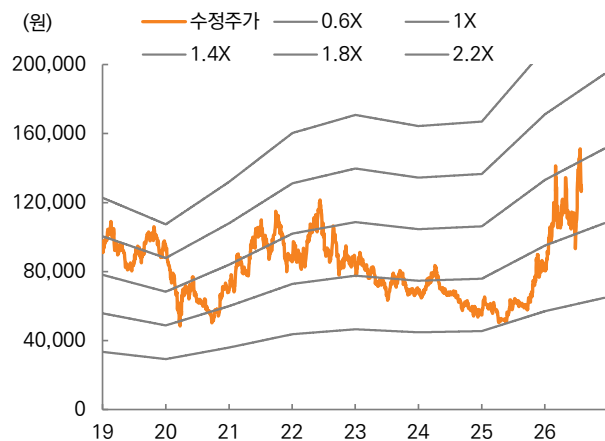
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	2Q26F	2026F	2Q26P	2026F	1Q26P	2026F
매출액	12,656	45,518	11,344	42,487	-10.4	-6.7
영업이익	492	3,521	965	4,554	96.2	29.4
당기순이익(지배)	208	2,530	515	3,261	147.9	28.9

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



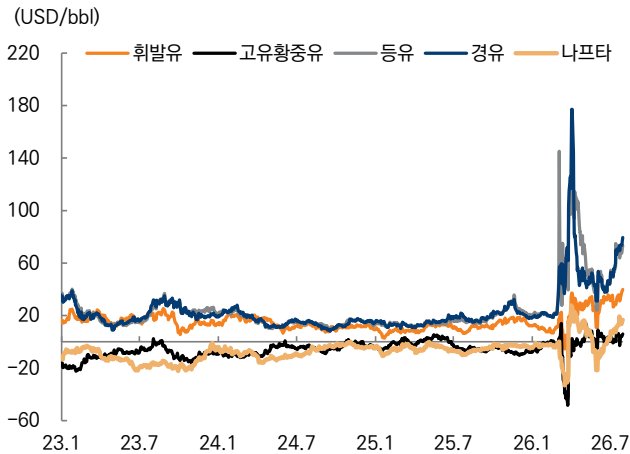
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



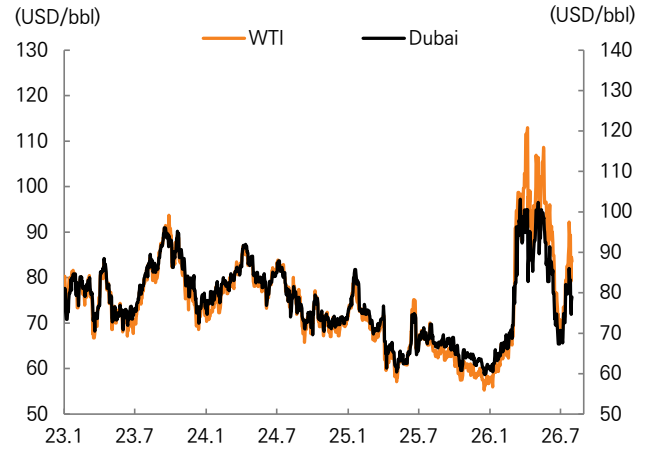
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



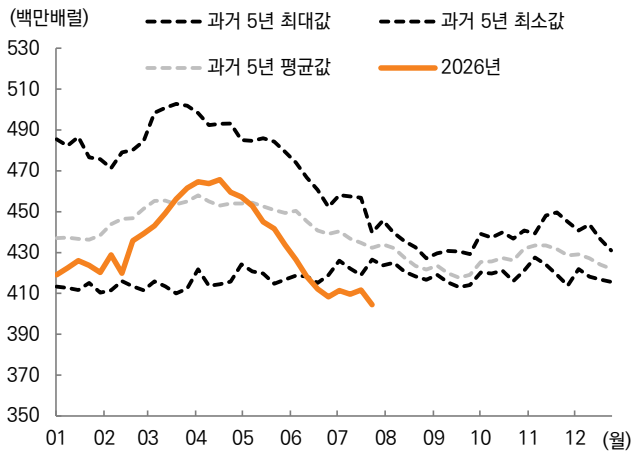
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



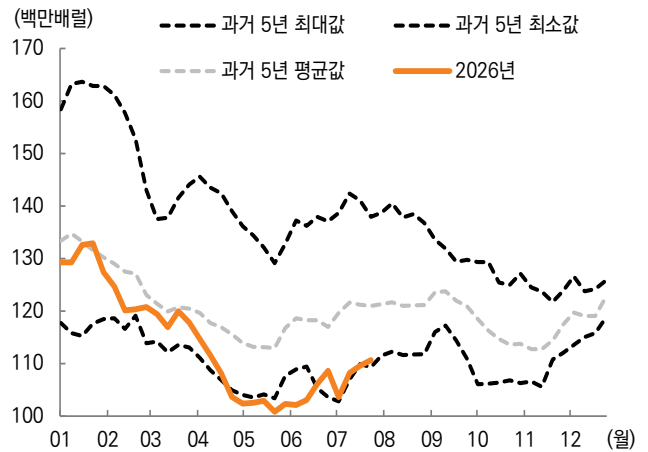
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



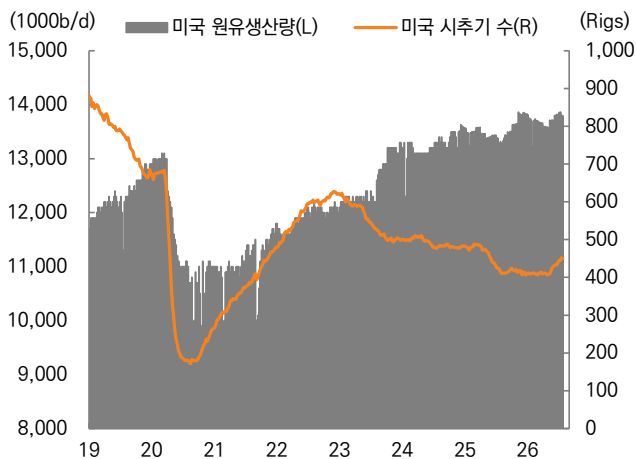
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



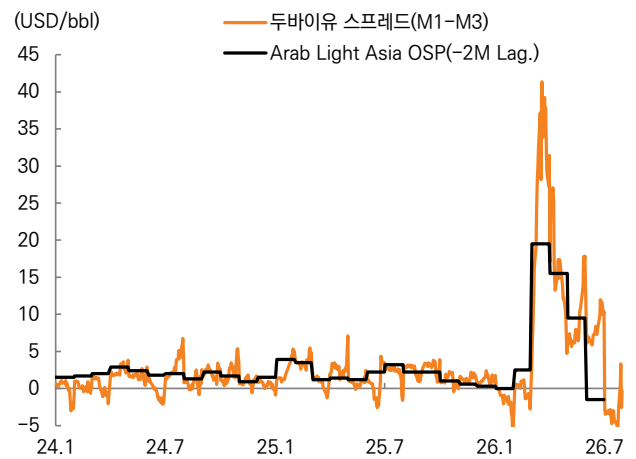
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 원유생산량 및 시추기 수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. Aramco 아시아향 OSP 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	34,247	42,487	40,257	39,990
매출원가	33,204	37,100	37,317	37,343
매출총이익	1,043	5,387	2,940	2,647
판매비와관리비	808	832	832	832
조정영업이익	236	4,554	2,107	1,814
영업이익	236	4,554	2,107	1,814
비영업손익	-63	-243	-278	-246
금융손익	-236	-158	-177	-144
관계기업등 투자손익	4	1	0	0
세전계속사업손익	173	4,311	1,829	1,568
계속사업법인세비용	-4	1,049	411	353
계속사업이익	177	3,261	1,417	1,216
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	177	3,261	1,417	1,216
지배주주	177	3,261	1,417	1,216
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	192	3,260	1,417	1,216
지배주주	192	3,260	1,417	1,216
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,043	5,422	2,989	2,682
FCF	36	969	1,528	1,491
EBITDA 마진율 (%)	3.0	12.8	7.4	6.7
영업이익률 (%)	0.7	10.7	5.2	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	7.7	3.5	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,616	13,299	13,656	14,894
현금 및 현금성자산	1,835	4,135	5,151	6,362
매출채권 및 기타채권	2,553	3,214	2,983	2,993
재고자산	4,164	5,872	5,450	5,468
기타유동자산	64	78	72	71
비유동자산	17,941	19,130	18,840	18,572
관계기업투자등	41	50	46	47
유형자산	16,990	18,271	18,003	17,747
무형자산	150	134	121	109
자산총계	26,557	32,429	32,496	33,467
유동부채	12,211	15,302	14,478	14,512
매입채무 및 기타채무	8,413	9,880	9,170	9,200
단기금융부채	2,635	3,997	3,986	3,986
기타유동부채	1,163	1,425	1,322	1,326
비유동부채	5,459	5,231	5,217	5,217
장기금융부채	5,303	5,039	5,039	5,039
기타비유동부채	156	192	178	178
부채총계	17,670	20,533	19,695	19,730
지배주주지분	8,887	11,896	12,801	13,737
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,222	10,200	11,105	12,041
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,887	11,896	12,801	13,737

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,942	3,057	2,128	2,091
당기순이익	177	3,261	1,417	1,216
비현금수익비용가감	1,054	2,281	1,470	1,365
유형자산감가상각비	791	853	869	856
무형자산상각비	16	15	13	12
기타	247	1,413	588	497
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	3,091	-1,436	-171	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	128	-494	183	-8
재고자산 감소(증가)	304	-1,675	422	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,888	1,732	-648	27
법인세납부	0	-780	-411	-353
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,783	-1,810	-593	-600
유형자산처분(취득)	-3,906	-2,088	-600	-600
무형자산감소(증가)	1	1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-19	7	0
기타투자활동	87	296	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-270	1,031	-524	-279
장단기금융부채의 증가(감소)	-68	1,098	-12	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-244	-512	-280
기타재무활동	-202	177	0	1
현금의 증가	-111	2,301	1,015	1,211
기초현금	1,946	1,835	4,135	5,151
기말현금	1,835	4,135	5,151	6,362

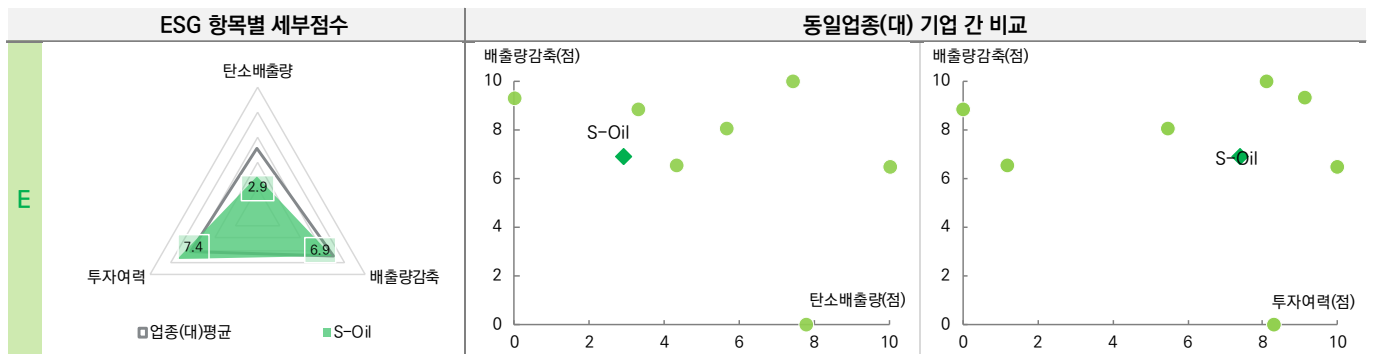
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

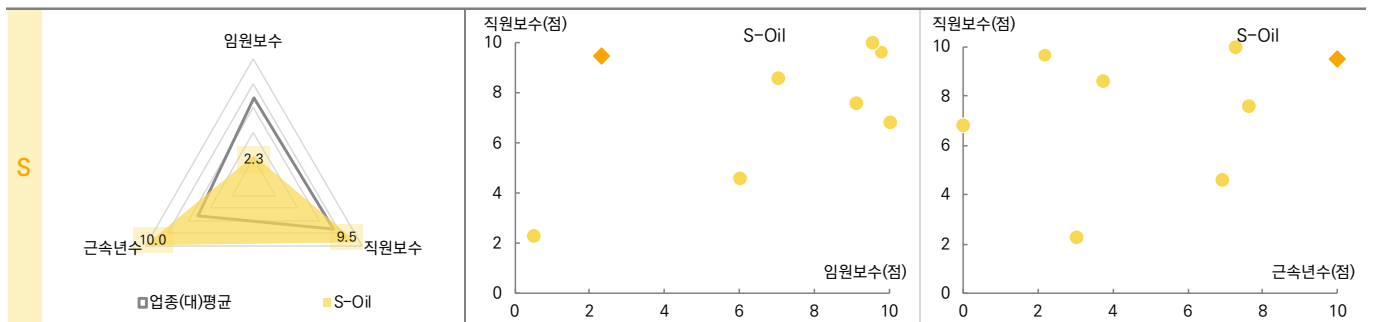
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	54.7	4.4	10.0	11.7
P/CF (x)	7.9	2.6	4.9	5.5
P/B (x)	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	15.0	3.5	5.9	6.2
EPS (원)	1,518	27,968	12,154	10,425
CFPS (원)	10,555	47,527	24,762	22,132
BPS (원)	76,234	102,038	109,798	117,826
DPS (원)	330	5,600	2,400	2,400
배당성향 (%)	21.0	19.3	19.1	22.2
배당수익률 (%)	0.4	5.1	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	-6.5	24.1	-5.2	-0.7
EBITDA증가율 (%)	-11.2	420.0	-44.9	-10.3
조정영업이익증가율 (%)	-44.2	1,832.9	-53.7	-13.9
EPS증가율 (%)	흑전	1,743.0	-56.5	-14.2
매출채권 회전율 (회)	16.4	18.7	16.4	16.9
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.5	7.1	7.3
매입채무 회전율 (회)	5.6	4.6	4.3	4.5
ROA (%)	0.7	11.1	4.4	3.7
ROE (%)	2.0	31.4	11.5	9.2
ROIC (%)	1.6	22.1	9.8	8.6
부채비율 (%)	198.8	172.6	153.9	143.6
유동비율 (%)	70.6	86.9	94.3	102.6
순차입금/자기자본 (%)	68.2	40.8	29.9	19.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	19.8	6.5	5.6

ESG 레이팅 : S-Oil (010950)

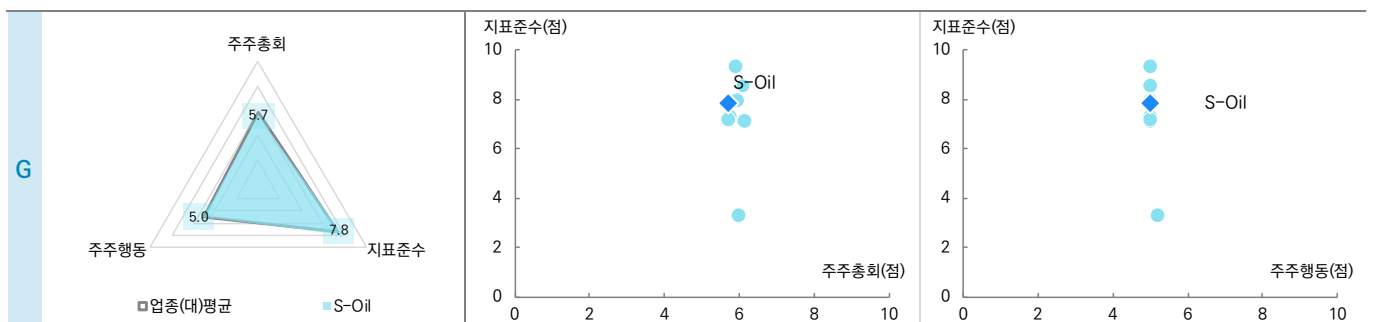
종합		세부항목						
E S G	카본 거버넌스 인센티브 ■업종(대)평균 ■S-Oil	ESG 점수	4.8	▲	직전점수	4.3	업종(대)	에너지
		ESG 등급	BB	▲	직전등급	B	업종(중)	에너지
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
		카본(E)	4.2	A	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	7.5	A	10	=		
		거버넌스(G)	4.8	BBB	50	=		
		가중치 변화없음						



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



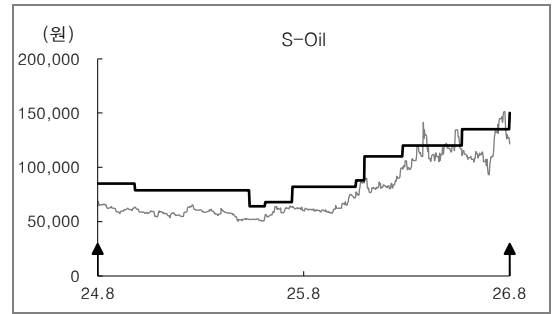
(1) 주주총회 = 주주 안전 종합 반대·가권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브스코어) + (G 가중치 × 거버넌스스코어)
카본스코어	카본스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브스코어	인센티브스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스스코어	거버넌스스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2026.08.03	매수	150,000	-	-
2026.05.11	매수	135,000	-12.62	12.00
2026.01.26	매수	120,000	-5.21	17.75
2025.11.19	매수	110,000	-23.40	-9.55
2025.11.04	매수	88,000	-6.82	0.00
2025.07.14	매수	82,000	-23.08	-8.66
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.