

S-Oil (010950)

유가는 내려도, 정제마진은 강하다

2026년 7월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	180,000 원 (상향)
✓ 상승여력	36.3%	✓ 현재주가 (7월 10일)	132,100 원

신한생각 정제마진 강세, 낮아지는 원가 부담

유가 하락에도 낮은 석유제품 재고와 글로벌 정제설비 공급 차질로 정제마진 강세 지속. 단기적으로 6월 유가 급락에 따른 재고평가손실 및 역래깅 영향으로 3Q 감익은 불가피할 전망이다. 그럼에도 8월 사우디 OSP 마이너스 전환으로 원유 도입원가 부담은 점차 완화될 전망이다. 전쟁 이전 대비 높아진 정제마진 레벨과 견고한 정유 펀더멘탈에 주목할 필요

2Q26 Preview: 정유 감익에도 윤활 호조로 컨센서스 부합 전망

2Q26 영업이익 9,477억원(-23%, 이하 QoQ)으로 컨센서스 9,415억원 부합 전망. 정유 영업이익 4,739억원(-54%) 예상. 전분기 발생한 대규모 재고이익 소멸 및 정기보수/최고가격제한제 시행에 따른 일회성 비용으로 감익 불가피. 다만 정제마진(스팟)은 유가(두바이) 급락(3월 배럴당 129달러→6월 82달러)에도 타이트한 수급 지속되며 전기대비 21달러/배럴 상승

화학 영업이익은 -18억원으로 적자전환 예상. 전분기 재고이익 소멸 및 PX 스프레드 둔화에 기인. 윤활 영업이익은 4,756억원(+186%)으로 역대 최대 실적 전망. 카타르 Shell Pearl GTL 가동 차질 등에 따른 기유 스프레드 급등(+204%)으로 호실적 기대

Valuation & Risk: 주가 리레이팅 지속

목표주가는 실적 추정치 및 목표 PBR 상향(1.3배→1.7배)을 반영해 180,000원(+29%)으로 상향. 사한 프로젝트 투자 마무리로 2027년부터 잉여현금흐름 큰 폭 개선 예상. 높아진 현금창출력을 감안하면 배당성향 정상화와 주주환원 확대 가능성은 충분. 목표 PBR 1.7배는 과거 업사이클 평균 수준으로 밸류에이션 부담은 제한적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	36,637.0	460.6	(193.0)	-	(2.2)	0.7	10.5	0.2
2025	34,247.0	288.2	177.0	55.1	2.0	1.1	15.0	0.4
2026F	40,687.8	3,681.9	2,650.1	5.9	26.6	1.4	4.7	3.4
2027F	34,276.1	2,881.9	2,595.0	6.0	21.8	1.2	4.8	5.0
2028F	37,781.1	2,975.9	2,656.0	5.8	19.3	1.0	4.0	5.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[정유]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

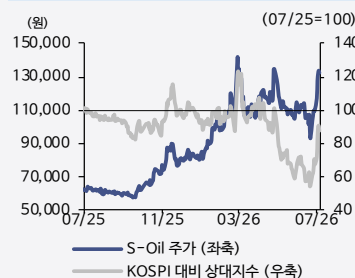
시가총액	14,872.2십억원
발행주식수(유동비율)	112.6백만주(36.6%)
52주 최고가/최저가	141,300 원/57,800 원
일평균 거래액 (60일)	53,115백만원
외국인 지분율	79.9%

주요주주 (%)

Aramco Overseas Company BV 외 5인	63.4
국민연금공단	9.4

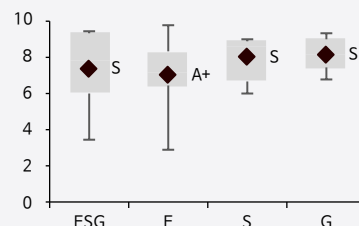
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	19.2	9.4	105.1	64.5
상대	23.3	(14.2)	(12.7)	(5.2)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



S-Oil 2026년 2분기 실적 전망

(십억원, %)	2Q26F	1Q26	QoQ	2Q25	YoY	컨센서스
매출액	12,366.9	8,942.7	38.3	8,048.5	53.7	11,815.5
영업이익	947.7	1,231.1	(23.0)	(344.0)	흑전	941.5
세전이익	861.5	991.4	(13.1)	(106.3)	흑전	772.3
순이익	672.0	721.0	(6.8)	(66.8)	흑전	654.5
영업이익률	7.7	13.8	-	(4.3)	-	8.0

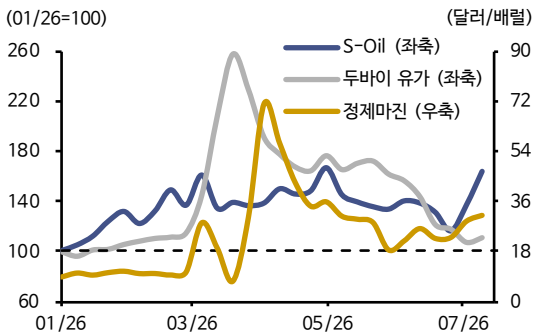
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

S-Oil 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.6	8,942.7	12,366.9	10,664.4	8,713.7	35,727.2	36,637.0	34,247.0	40,687.8	34,276.1
정유	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	9,571.4	8,449.0	6,669.7	28,257.2	28,804.4	27,005.4	31,791.4	24,465.6
화학	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,429.3	1,051.3	986.2	4,384.7	4,702.9	4,234.1	4,571.2	6,539.5
운할기유	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	1,366.2	1,164.2	1,057.7	3,085.4	3,129.7	3,007.3	4,325.1	3,270.9
영업이익	(21.5)	(344.0)	229.2	424.5	1,231.1	947.7	569.6	933.5	1,418.6	460.6	288.2	3,681.9	2,881.9
정유	(56.8)	(441.0)	115.5	225.3	1,039.0	473.9	217.5	644.4	399.0	(245.4)	(157.0)	2,374.8	1,886.6
화학	(74.5)	(34.6)	(19.9)	(7.8)	25.5	(1.8)	29.6	13.9	203.7	134.8	(136.8)	67.2	258.9
운할기유	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	475.6	322.5	275.3	815.7	571.2	582.1	1,240.0	736.4
세전이익	(67.4)	(106.3)	81.5	265.4	991.4	861.5	483.8	1,061.0	1,131.7	(332.5)	173.2	3,397.6	3,326.9
지배순이익	(44.6)	(66.8)	63.2	225.1	721.0	672.0	377.3	879.8	948.8	(193.0)	177.0	2,650.1	2,595.0
영업이익률	(0.2)	(4.3)	2.7	4.8	13.8	7.7	5.3	10.7	4.0	1.3	0.8	9.0	8.4
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	3.2	14.6	5.0	2.6	9.7	1.4	(0.9)	(0.6)	7.5	7.7
화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(0.7)	2.3	(0.1)	2.8	1.4	4.6	2.9	(3.2)	1.5	4.0
운할기유	13.9	17.5	19.0	27.3	22.6	34.8	27.7	26.0	26.4	18.3	19.4	28.7	22.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

S-Oil 주가, 두바이 유가 상대지수 및 정제마진



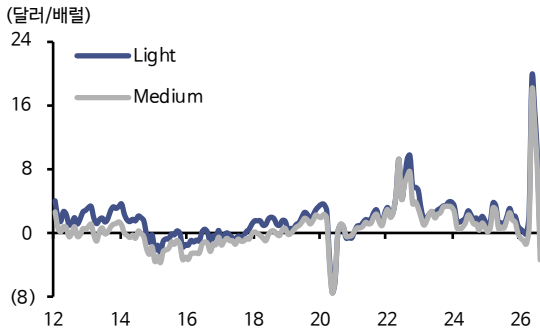
자료: Petronet, 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

주요 석유제품별 정제마진



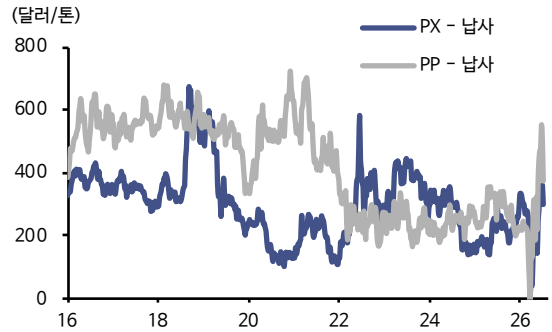
자료: Petronet, 신한투자증권

사우디 OSP 추이



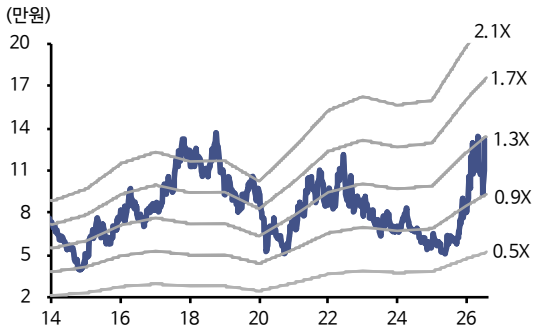
자료: Bloomberg, 신한투자증권

PX, PP 스프레드



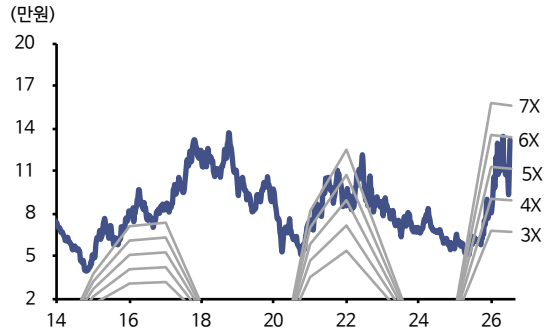
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

S-Oil 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

S-Oil Valuation

	기존	신규			비고
	12MF	2026F	12MF	2027F	
BPS (원)	101,399	94,452	103,630	110,185	과거 업사이클 평균 PBR
목표 PBR (배)	1.3	1.9	1.7	1.6	
목표주가 (원)	140,000	180,000	180,000	180,000	

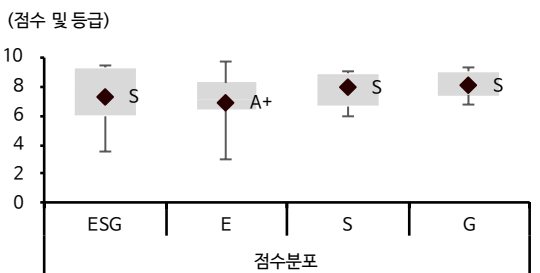
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

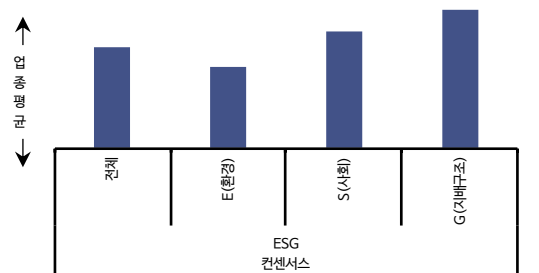
- ◆ 환경: '비전 2030'을 통해 탄소배출량 감축 등 다양한 노력을 통하여 친환경 에너지 화학 기업으로 변화하고자 함
- ◆ 사회: 효과적인 인재 관리를 비롯해 업무 효율성 향상을 위한 복지 제도를 구축하고 육성과 화합의 노사관계 추구
- ◆ 지배구조: 대표이사 산하의 ESG위원회 신설을 통해 ESG 분야의 기본 정책, 전략 등을 체계적으로 관리

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustainvest, 신한투자증권

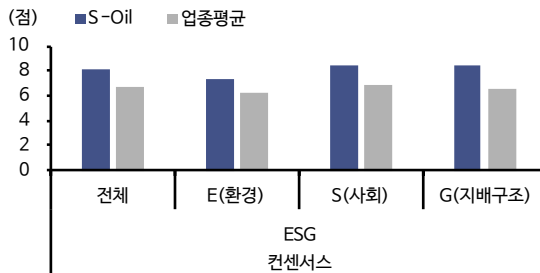
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustainvest, 신한투자증권

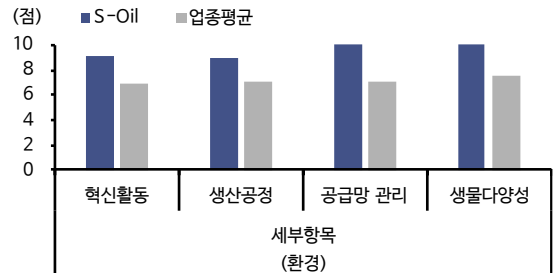
Key Chart

ESG 필라



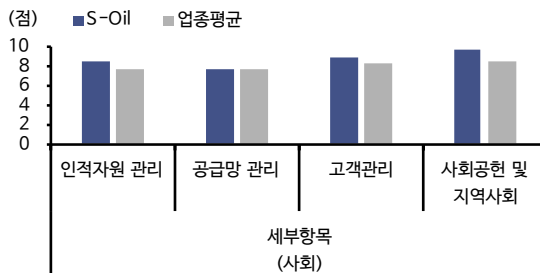
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



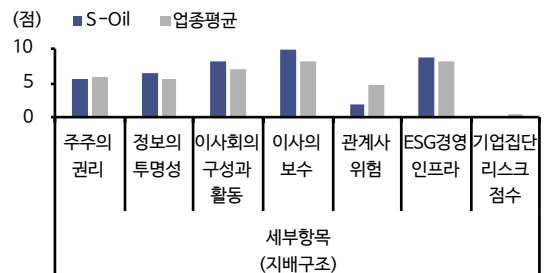
자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustainvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	24,451.4	26,557.0	29,030.6	28,904.0	31,399.0
유동자산	10,048.0	8,615.6	9,778.1	10,267.6	13,378.7
현금및현금성자산	1,945.8	1,834.7	1,428.2	3,233.5	5,625.2
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,480.7	2,089.8	2,303.5
재고자산	4,493.1	4,164.4	5,142.9	4,332.4	4,775.5
비유동자산	14,403.4	17,941.4	19,252.5	18,636.4	18,020.4
유형자산	13,581.8	16,990.0	18,297.8	17,697.9	17,085.3
무형자산	148.8	149.5	142.7	135.2	127.0
투자자산	203.0	187.6	197.7	189.0	193.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	15,755.8	17,669.6	18,017.0	16,055.9	16,677.8
유동부채	11,656.7	12,210.9	12,706.6	10,943.5	11,709.8
단기차입금	3,354.9	2,173.1	2,064.4	1,961.2	1,863.2
매출채무	4,981.6	6,981.7	7,106.6	5,986.7	6,598.9
유동성장기부채	659.9	330.7	297.6	267.8	241.1
비유동부채	4,099.1	5,458.7	5,310.4	5,112.4	4,968.0
사채	2,475.5	3,553.5	3,375.9	3,207.1	3,046.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,458.6	1,749.0	1,749.0	1,749.0	1,749.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,695.6	8,887.4	11,013.6	12,848.1	14,721.2
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
기타자본	(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	9,347.7	11,182.3	13,055.4
지배주주지분	8,695.6	8,887.4	11,013.6	12,848.1	14,721.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	8,005.3	7,937.7	7,643.0	7,316.6	7,044.9
*순차입금(순현금)	6,000.7	6,064.6	6,169.2	4,044.7	1,377.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,467.6	3,942.3	2,183.0	3,168.9	3,952.7
당기순이익	(193.0)	177.0	2,650.1	2,595.0	2,656.0
유형자산상각비	741.0	791.1	807.3	1,119.4	1,123.8
무형자산상각비	11.0	15.9	16.0	16.0	16.0
외환환산손실(이익)	396.7	120.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.9	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.9)	(3.5)	(2.8)	0.0	0.0
운전자본변동	828.9	3,091.4	(1,290.1)	(564.0)	154.4
(법인세납부)	(191.3)	0.0	(747.5)	(731.9)	(803.3)
기타	(123.7)	(251.0)	749.5	733.9	805.3
투자활동으로인한현금흐름	(3,027.0)	(3,782.7)	(2,140.8)	(514.2)	(529.7)
유형자산증가(CAPEX)	(3,041.9)	(3,906.0)	(2,115.0)	(519.5)	(511.2)
유형자산감소	3.5	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(27.3)	0.7	(9.2)	(8.6)	(7.8)
투자자산감소(증가)	3.2	1.0	(9.3)	6.7	(6.7)
기타	35.5	121.5	(7.3)	7.2	(4.0)
FCF	(1,261.7)	454.7	630.6	2,567.4	3,075.5
재무활동으로인한현금흐름	1,538.8	(269.6)	(449.6)	(850.4)	(1,032.2)
차입금증가(감소)	1,810.1	(164.7)	(294.7)	(326.4)	(271.8)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(189.3)	(0.1)	(154.9)	(524.0)	(760.4)
기타	(82.0)	(104.8)	(0.0)	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.2	(1.2)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(17.4)	(111.2)	(406.5)	1,805.3	2,391.7
기초현금	1,963.3	1,945.8	1,834.7	1,428.2	3,233.5
기말현금	1,945.8	1,834.7	1,428.2	3,233.5	5,625.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637.0	34,247.0	40,687.8	34,276.1	37,781.1
증감률 (%)	2.5	(6.5)	18.8	(15.8)	10.2
매출원가	35,411.2	33,203.7	36,073.0	30,600.0	33,925.1
매출총이익	1,225.9	1,043.3	4,614.8	3,676.0	3,856.0
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	11.3	10.7	10.2
판매관리비	803.7	807.6	932.9	794.1	880.1
영업이익	422.2	235.6	3,681.9	2,881.9	2,975.9
증감률 (%)	(68.8)	(44.2)	1,462.6	(21.7)	3.3
영업이익률 (%)	1.2	0.7	9.0	8.4	7.9
영업외손익	(754.7)	(62.4)	(284.3)	445.0	483.4
금융손익	(443.8)	(194.3)	(355.1)	189.3	233.0
기타영업외손익	(316.8)	128.4	68.0	255.6	250.4
중속 및 관계기업관련손익	5.9	3.5	2.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	(332.5)	173.2	3,397.6	3,326.9	3,459.3
법인세비용	(139.5)	(3.7)	747.5	731.9	803.3
계속사업이익	(193.0)	177.0	2,650.1	2,595.0	2,656.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(193.0)	177.0	2,650.1	2,595.0	2,656.0
증감률 (%)	적전	흑전	1,397.7	(2.1)	2.4
순이익률 (%)	(0.5)	0.5	6.5	7.6	7.0
(지배주주)당기순이익	(193.0)	177.0	2,650.1	2,595.0	2,656.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(152.6)	191.9	2,650.1	2,595.0	2,656.0
(지배주주)총포괄이익	(152.6)	191.9	2,650.1	2,595.0	2,656.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1,174.1	1,042.6	4,505.2	4,017.3	4,115.7
증감률 (%)	(43.4)	(11.2)	332.1	(10.8)	2.4
EBITDA 이익률 (%)	3.2	3.0	11.1	11.7	10.9

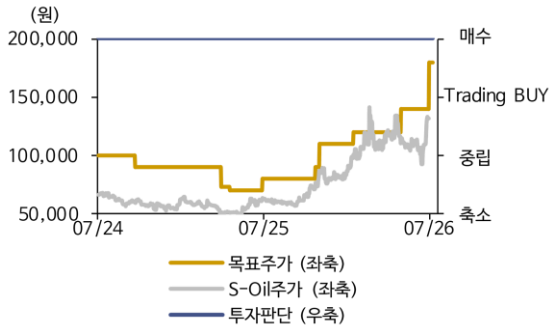
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(1,660)	1,506	22,579	22,106	22,629
EPS (지배순이익, 원)	(1,660)	1,506	22,579	22,106	22,629
BPS (자본총계, 원)	74,574	76,218	94,452	110,185	126,249
BPS (지배지분, 원)	74,574	76,218	94,452	110,185	126,249
DPB (원)	125	330	4,500	6,600	6,800
PER (당기순이익, 배)	-	55.1	5.9	6.0	5.8
PER (지배순이익, 배)	-	55.1	5.9	6.0	5.8
PER (자본총계, 배)	0.7	1.1	1.4	1.2	1.0
PBR (지배지분, 배)	0.7	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	10.5	15.0	4.7	4.8	4.0
배당성향 (%)	(7.6)	21.8	19.8	29.3	29.5
배당수익률 (%)	0.2	0.4	3.4	5.0	5.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.2	3.0	11.1	11.7	10.9
영업이익률 (%)	1.2	0.7	9.0	8.4	7.9
순이익률 (%)	(0.5)	0.5	6.5	7.6	7.0
ROA (%)	(0.8)	0.7	9.5	9.0	8.8
ROE (지배순이익, %)	(2.2)	2.0	26.6	21.8	19.3
ROIC (%)	0.9	1.6	18.7	13.6	14.5
안정성					
부채비율 (%)	181.2	198.8	163.6	125.0	113.3
순차입금비율 (%)	69.0	68.2	56.0	31.5	9.4
현금비율 (%)	16.7	15.0	11.2	29.5	48.0
이자보상배율 (배)	1.5	0.9	13.7	11.1	12.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	41.9	(29.2)	(17.3)	(19.8)	(22.7)
재고자산회수기간 (일)	45.5	46.1	41.7	50.5	44.0
매출채권회수기간 (일)	22.3	22.3	20.1	24.3	21.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

S-Oil(010950)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 01일	매수	100,000	(35.7)	(31.2)
2024년 10월 02일	매수	90,000	(34.8)	(27.4)
2025년 04월 03일	6개월경과		(41.8)	(39.1)
2025년 04월 10일	매수	73,000	(28.7)	(27.7)
2025년 04월 29일	매수	70,000	(18.6)	(9.0)
2025년 07월 10일	매수	80,000	(21.1)	(6.4)
2025년 11월 04일	매수	90,000	(12.2)	(2.8)
2025년 11월 13일	매수	110,000	(22.9)	(9.5)
2026년 01월 27일	매수	120,000	(5.1)	17.8
2026년 05월 12일	매수	140,000	(20.7)	(4.6)
2026년 07월 13일	매수	180,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 07월 10일 기준)

매수 (매수)	90.15%	Trading BUY (중립)	6.82%	중립 (중립)	3.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------