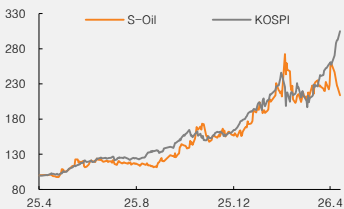


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 135,000원</b>
현재주가(26/5/11)	110,900원
상승여력	21.7%

영업이익(26F,십억원)	3,521
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,504
EPS 성장률(26F,%)	1,329.9
MKT EPS 성장률(26F,%)	224.0
P/E(26F,x)	5.4
MKT P/E(26F,x)	8.4
KOSPI	7,498.00
시가총액(십억원)	13,150
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	77.8
베타(12M) 일간수익률	-0.11
52주 최저가(원)	50,600
52주 최고가(원)	141,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-8.1 34.9 112.9
상대주가	-31.2 -29.2 -29.9



[에너지/정유화학]

이진호  
jinho.lee.z@miraeasset.com

# S-Oil

## 석유 최고가격제에 따른 실적 변동성 확대 예상

### 투자 의견: 목표주가 13.5만원으로 상향 및 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 기존 12만원에서 13.5만원으로 상향하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 정제마진 강세로 인한 실적 전망치 조정에 기인한다(PBR 1.45 배 유지). 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 공급량 부족은 원유 및 석유제품 전반의 가격 상승을 견인했다. 그리고 종전이 되어도 정상화까지 3개월 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상해, 하반기에도 가격 강세가 지속될 것으로 전망한다. **다만, 국내 최고가격제의 종료 시점과 손실 보전 규모에 따라 실적이 크게 변동될 가능성이 있어, 이에 따른 리스크 감안이 필요하다.**

### 1Q26 Review: 높아진 기대감을 소폭 상회

동사의 1Q26 영업이익은 1조 2,311억원으로 최근 1개월 컨센서스(1조 1,690억원)를 약 5% 상회했다. 전분기 대비 실적 개선에는 정유 부문의 기여도가 높았고, 유가 상승으로 인한 재고관련이익 증가와 정제마진 강세가 큰 영향을 미쳤다. 재고관련이익은 총 6,434억원으로, 부문별로는 정유 +5,248억원, 화학 +871억원, 유틸리티 +315억원을 기록했다. 다만, 해당 영향은 국내 정부의 석유 최고가격제 및 정기보수 영향을 일부 상쇄되었다. 당사는 석유 최고가격제로 인한 약 2,600억원 수준의 기회손실이 발생한 것으로 추정한다(1분기 최고가격제 시행일수 19일).

### 2Q26 Preview: 석유 최고가격제 결론에 따라 실적 변동 예상

동사의 2Q26 영업이익은 4,917억원으로 전분기 대비 60% 감소할 전망이다. 전분기 대비 실적이 꺾이는 이유는 **1) 석유 최고가격제 기회손실의 온기 반영, 2) 사우디 OSP 급등**이다. 2분기에는 6월까지 최고가격제 정책이 지속된다고 가정하면, 약 9,000억원으로 손실 규모가 대폭 확대될 전망이다. 다만 손실분은 정부 보전이 확정되는 시점에 이익으로 환입되는 구조로, 1~2분기 합산 손실(약 1조 1,600억원)의 70%인 약 8,100억원이 3~4분기에 순차적으로 반영될 것으로 가정했다.

**현 시점의 가장 큰 변수는 최고가격제의 종료 시점과 손실 보전 규모 및 시점**이다. 정부와 정유업계 간 손실 산정 기준(원가 기준 vs. MOPS 기준)을 둘러싼 협의가 진행 중인 만큼, 확정 내용에 따라 3~4분기 실적은 위아래로 크게 달라질 수 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	36,637	34,247	45,518	39,670	38,425
영업이익 (십억원)	422	236	3,521	1,359	955
영업이익률 (%)	1.2	0.7	7.7	3.4	2.5
순이익 (십억원)	-193	177	2,530	891	585
EPS (원)	-1,656	1,518	21,699	7,638	5,016
ROE (%)	-2.2	2.0	25.2	7.7	4.9
P/E (배)	-	54.7	5.4	15.3	23.3
P/B (배)	0.7	1.1	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.2	0.4	3.7	1.3	1.3

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

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.6	8,942.7	12,656.1	12,612.3	11,307.2	36,637.0	34,247.0	45,518.3
정유	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	10,433.2	10,504.9	9,292.0	28,804.4	27,005.4	37,331.3
화학	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,294.3	1,304.2	1,244.9	4,702.9	4,234.1	4,947.7
윤활유	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	928.7	803.2	770.3	3,129.7	3,007.3	3,239.2
영업이익	-21.6	-344.0	229.2	424.5	1,231.1	491.7	709.3	1,088.3	460.7	288.1	3,520.5
정유	-56.8	-441.1	115.5	225.3	1,039.0	370.2	623.3	935.3	-245.4	-157.1	2,967.8
화학	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	25.5	-48.7	-65.1	-17.2	134.8	-136.8	-105.4
윤활유	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	170.2	151.1	170.2	571.2	582.1	658.1
세전이익	-67.4	-106.3	81.5	265.4	991.4	267.9	530.2	1,536.5	-332.5	173.2	3,325.9
순이익(지배)	-44.6	-66.8	63.2	225.1	720.9	207.6	410.9	1,190.8	-193.0	177.0	2,530.2

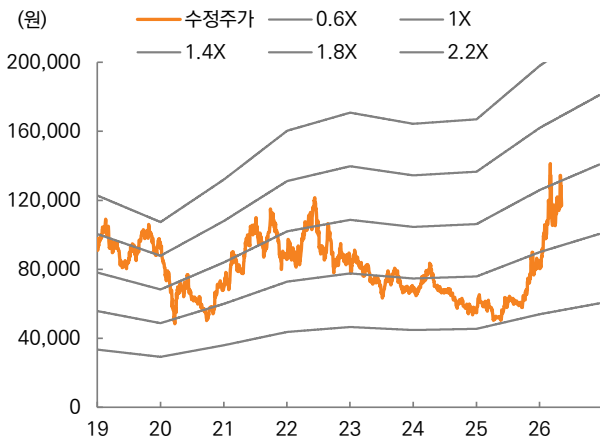
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

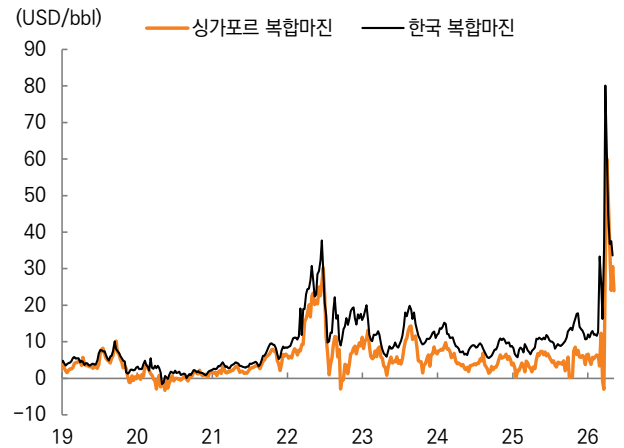
	변경전		변경후		조정 비율	
	2Q26F	2026F	2Q26F	2026F	1Q26P	2026F
매출액	7,506	31,148	12,656	45,518	68.6	46.1
영업이익	181	1,095	492	3,521	171.6	221.4
당기순이익(지배)	240	696	208	2,530	-13.4	263.7

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



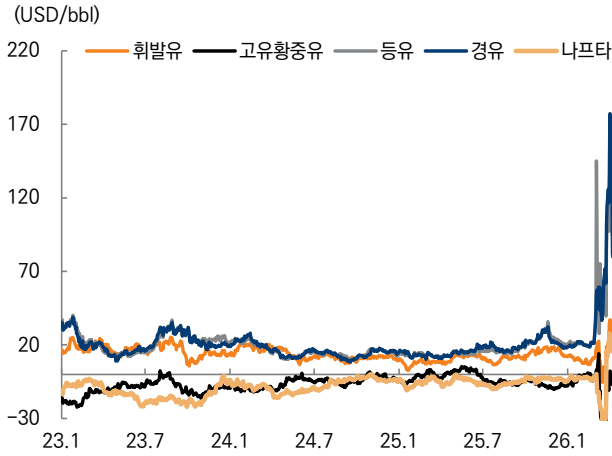
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



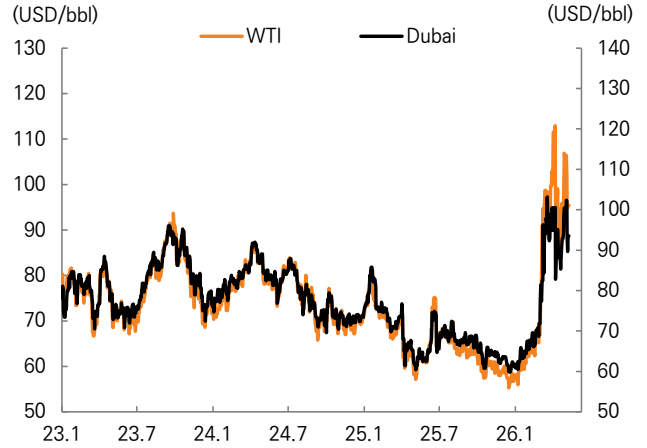
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



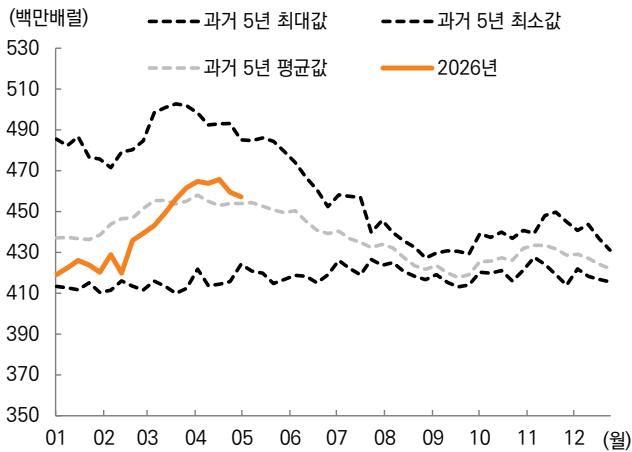
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



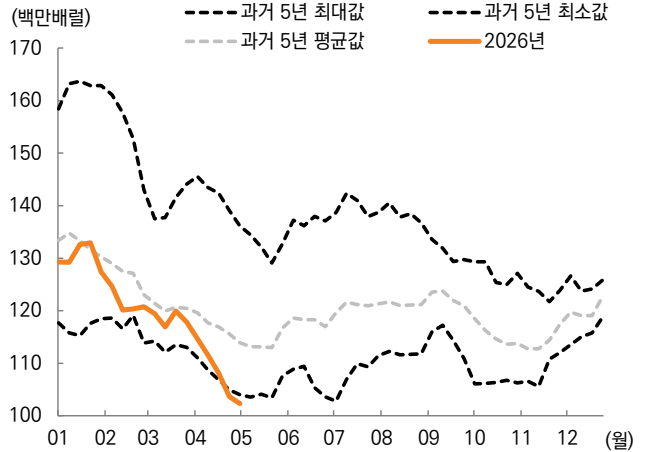
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



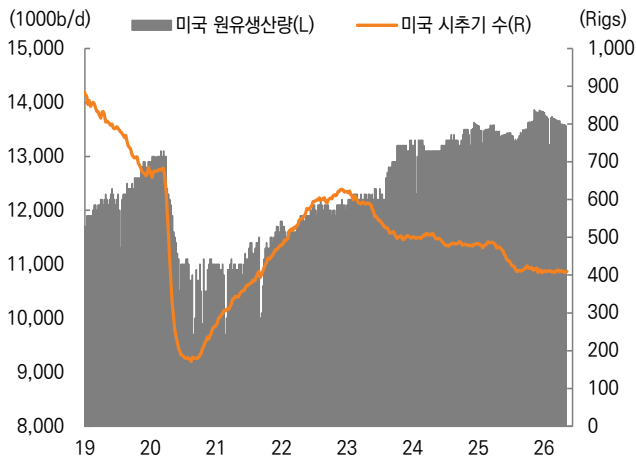
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



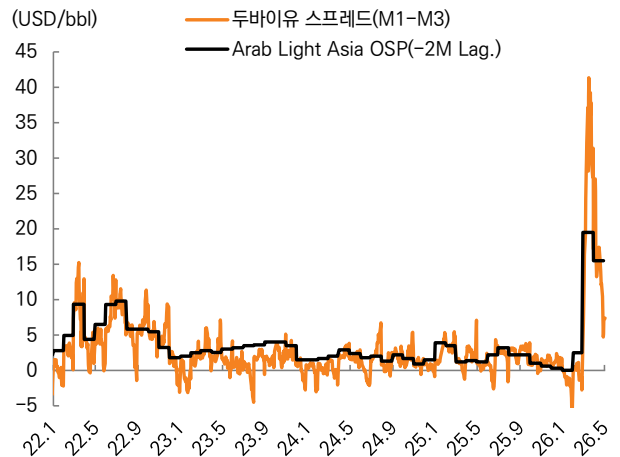
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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
<b>매출액</b>	<b>34,247</b>	<b>45,518</b>	<b>39,670</b>	<b>38,425</b>
매출원가	33,204	41,190	37,503	36,663
매출총이익	1,043	4,328	2,167	1,762
판매비와관리비	808	808	808	808
조정영업이익	236	3,521	1,359	955
영업이익	236	3,521	1,359	955
비영업손익	-63	-195	-210	-200
금융손익	-236	-188	-188	-178
관계기업등 투자손익	4	16	0	0
세전계속사업손익	173	3,326	1,149	755
계속사업법인세비용	-4	796	259	170
계속사업이익	177	2,530	891	585
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>177</b>	<b>2,530</b>	<b>891</b>	<b>585</b>
지배주주	177	2,530	891	585
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>192</b>	<b>2,530</b>	<b>891</b>	<b>585</b>
지배주주	192	2,530	891	585
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,043	4,433	2,347	1,967
FCF	36	1,662	264	340
EBITDA 마진율 (%)	3.0	9.7	5.9	5.1
영업이익률 (%)	0.7	7.7	3.4	2.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	5.6	2.2	1.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>3,942</b>	<b>3,662</b>	<b>1,464</b>	<b>1,540</b>
당기순이익	177	2,530	891	585
비현금수익비용가감	1,054	1,896	1,434	1,360
유형자산감가상각비	791	898	976	1,002
무형자산상각비	16	14	12	10
기타	247	984	446	348
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,091	220	-414	-57
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	128	-655	344	47
재고자산 감소(증가)	304	-1,263	701	97
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,888	1,519	-1,098	-151
법인세납부	0	-796	-259	-170
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-3,783</b>	<b>-2,024</b>	<b>-1,186</b>	<b>-1,198</b>
유형자산처분(취득)	-3,906	-2,000	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-24	14	2
기타투자활동	87	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-270</b>	<b>313</b>	<b>-348</b>	<b>-178</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-68	538	-22	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-225	-326	-175
기타재무활동	-202	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-111</b>	<b>1,971</b>	<b>-63</b>	<b>165</b>
기초현금	1,946	1,835	3,806	3,742
기말현금	1,835	3,806	3,742	3,907

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>8,616</b>	<b>12,679</b>	<b>11,470</b>	<b>11,477</b>
현금 및 현금성자산	1,835	3,806	3,742	3,907
매출채권 및 기타채권	2,553	3,365	2,931	2,871
재고자산	4,164	5,427	4,726	4,630
기타유동자산	64	81	71	69
<b>비유동자산</b>	<b>17,941</b>	<b>19,054</b>	<b>19,252</b>	<b>19,438</b>
관계기업투자등	41	52	46	45
유형자산	16,990	18,092	18,317	18,515
무형자산	150	135	123	113
<b>자산총계</b>	<b>26,557</b>	<b>31,734</b>	<b>30,722</b>	<b>30,915</b>
<b>유동부채</b>	<b>12,211</b>	<b>15,005</b>	<b>13,455</b>	<b>13,242</b>
매입채무 및 기타채무	8,413	10,341	9,005	8,821
단기금융부채	2,635	3,173	3,151	3,148
기타유동부채	1,163	1,491	1,299	1,273
<b>비유동부채</b>	<b>5,459</b>	<b>5,503</b>	<b>5,477</b>	<b>5,474</b>
장기금융부채	5,303	5,303	5,303	5,303
기타비유동부채	156	200	174	171
<b>부채총계</b>	<b>17,670</b>	<b>20,509</b>	<b>18,933</b>	<b>18,716</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,887</b>	<b>11,225</b>	<b>11,790</b>	<b>12,200</b>
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,222	9,527	10,091	10,502
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,887</b>	<b>11,225</b>	<b>11,790</b>	<b>12,200</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	54.7	5.4	15.3	23.3
P/CF (x)	7.9	3.1	5.9	7.0
P/B (x)	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	15.0	4.1	7.7	9.1
EPS (원)	1,518	21,699	7,638	5,016
CFPS (원)	10,555	37,958	19,936	16,677
BPS (원)	76,234	96,282	101,123	104,640
DPS (원)	330	4,300	1,500	1,500
배당성장률 (%)	21.0	19.1	19.0	28.9
배당수익률 (%)	0.4	3.9	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-6.5	32.9	-12.8	-3.1
EBITDA증가율 (%)	-11.2	325.1	-47.1	-16.2
조정영업이익증가율 (%)	-44.2	1,394.1	-61.4	-29.8
EPS증가율 (%)	흑전	1,329.9	-64.8	-34.3
매출채권 회전율 (회)	16.4	19.5	15.9	16.8
재고자산 회전율 (회)	7.9	9.5	7.8	8.2
매입채무 회전율 (회)	5.6	5.3	4.7	5.0
ROA (%)	0.7	8.7	2.9	1.9
ROE (%)	2.0	25.2	7.7	4.9
ROIC (%)	1.6	17.8	6.5	4.5
부채비율 (%)	198.8	182.7	160.6	153.4
유동비율 (%)	70.6	84.5	85.2	86.7
순차입금/자기자본 (%)	68.2	41.2	39.6	36.9
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	12.3	4.5	3.2

ESG 레이팅 : S-Oil (010950)

종합		세부항목						
ESG		ESG 점수	4.3	=	직전점수	4.3	업종(대)	에너지
		ESG 등급	B	=	직전등급	B	업종(중)	에너지
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
		카본(E)	1.3	B	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	8.3	AA	10	=		
		거버넌스(G)	5.8	A	50	=		
							가중치 변화없음	

ESG 항목별 세부점수	동일업종(대) 기업 간 비교	

(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

S 항목별 세부점수	동일업종(대) 기업 간 비교	

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

G 항목별 세부점수	동일업종(대) 기업 간 비교	

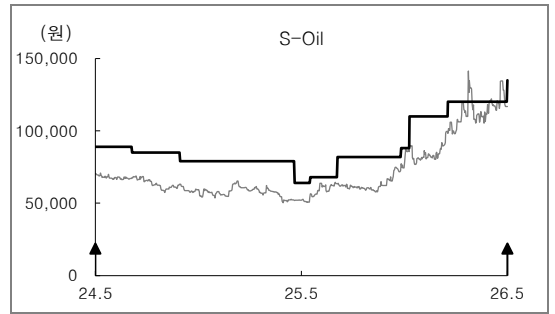
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율  
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

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

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2026.05.11	매수	135,000	-	-
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
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 악화

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

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

\* 2026년 03월 31일 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.