

S-Oil (010950)

16~18년도 과거의 영광을 다시 마주할 시기

목표주가 17만원 상향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가를 13.5만원에서 17만원으로 상향하고, 매수의견 유지한다. 이익 추정치 조정과 멀티플 상향에 근거하는데, 26~27년 BPS 96,933원에 동사의 16~18년 평균 PBR 1.75배를 적용해 목표주가를 산출하였다.

최근 미국-이란 재갈등에도 불구하고 지난 5개월 동안 반복됐던 갈등/협상의 경험으로 유가는 70달러대 박스권이 예상된다. 반면, 정제품은 재고 타이트에 러시아 공급까지 줄며 디젤 중심으로 마진 강세가 지속될 전망이다. 하반기 OSP 하락도 본격 반영되는 등 원가 측면의 우호적 여건이 기대되고, 무엇보다 샤한 PJ 투자로 23년부터 20%로 제한됐던 배당성향도 이제는 점차 상향될 수 있다. 정제마진 강세로 인한 본업 호조에 35~60% 수준의 배당성향을 기록했던 지난 16~18년의 영광을 다시 마주할 시기이다.

2Q26 Preview: 영업이익 9,283억원(-25%QoQ)으로 컨센서스 부합

2분기 영업이익은 9,283억원(-25%QoQ)으로 컨센서스 9,415억원에 부합할 전망이다. 정유는 4,562억원(-56.1%QoQ)으로 추정한다. 당초 미국-이란 종전 합의에 따른 유가 하락으로 대규모 재고손실 예상했으나, 우려와 달리 4~5월 고유가 및 5월 OSP 급등 효과로 재고손실은 거의 제한적인 것으로 파악된다. 한편, 내수 최고가격 4월부터 소폭 인상됐고 6월 유가 하락한 만큼 내수 적자도 예상보단 크게 줄었을 것으로 추정된다.

석유화학은 PX 스프레드 부진과 지난 분기 반영된 약 870억원의 재고이익 소멸까지 감안하면 영업이익은 59억(-77%QoQ)으로 대폭 축소될 전망이다.

이번 분기 실적 측면에서 가장 기대되는 사업부는 유통유인데, 기유 판가 상승과 VGO 래킹 반영으로 영업이익은 4,663억원(+180%QoQ)에 달하며 매출/영업이익 모두 역대 최고치를 경신할 것으로 예상된다. 2분기 국내 기유 수출가격은 톤당 \$1,620로 1분기 평균 \$887 대비 +83% 상승했다. 이처럼 기유 상승 폭이 두드러지는 것은 Group-3 주요 수출국인 카타르의 공급 차질 뿐만 아니라, 최근 디젤 강세가 지속됨에 따라 LBO 대신 디젤 생산을 확대해 기유 공급이 추가로 타이트해진 영향이다.

하반기 디젤 강세 지속과 OSP 하락 효과 본격적인 반영 예상

유가 상승과 정제마진 강세, 기유 스프레드 확대 등으로 동사는 상반기에만 2.2조원에 달하는 영업이익을 기록할 전망이다. 하반기는 유가 하향 안정화로 재고이익 소멸되고, 오버슈팅했던 정제마진도 레벨다운되면서 상반기 대비 영업이익 감소는 불가피하겠다.

그러나 약 4개월 간의 해협 봉쇄로 최근 미국/유럽 내 디젤 재고는 평년 수준을 크게 하회하고 있고, 특히 유럽은 LNG 비축도 50% 그치고 있어 동절기 진입 전까지 보다 공격적으로 재고를 비축해야 하는 상황이다. 이런 와중에 글로벌 디젤 No. 2 수출국인 러시아는 내수 공급 안정화를 위해 7월 말까지 디젤 수출을 금지했고, 8월 이후 연장될 가능성도 배제할 수 없다. 공급은 타이트한 한편, 재고 비축 움직임은 강하게 나타남에 따라 연말까지 디젤 마진 강세는 지속될 것으로 전망한다.

한편, Aramco는 8월 아시아 Medium OSP를 -3.3\$로 대폭 낮췄는데, 원유 공급 증가 속에 점유율을 최대한 지켜내겠다는 강한 의지가 반영된 것으로 해석된다. 카르텔 탈퇴 이후 UAE 수출량이 빠르게 증가하고 있는 만큼 이제 사우디 OSP 또한 구조적인 할인 구간에 진입했다는 판단이다. 이는 국내 정유사 중에서도 Aramco 자회사인 동사에게 특히 최대 수혜로 작용할 전망이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

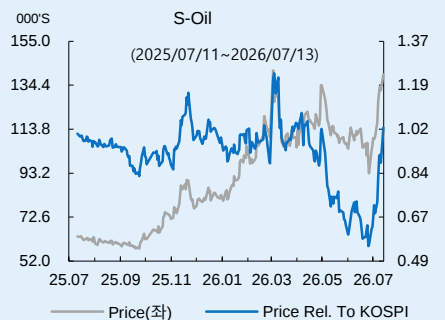
목표주가(12M)	170,000원(상향)
증가(2026.07.13)	139,500원
상승여력	21.9 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	15,705십억원
외국인지분율	79.9%
52주 증가	57,800~141,300원
60일평균거래량	454,343주
60일평균거래대금	54.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.2	14.3	58.9	119.7
상대수익률	41.4	-2.8	13.8	5.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	34,247	41,242	38,603	34,342
영업이익(십억원)	236	3,058	2,072	1,828
순이익(십억원)	177	2,252	1,492	1,287
EPS(원)	1,518	19,310	12,791	11,039
BPS(원)	76,218	91,975	101,890	110,052
PER(배)	54.7	7.2	10.9	12.6
PBR(배)	1.1	1.5	1.4	1.3
ROE(%)	2.0	23.0	13.2	10.4
배당수익률(%)	0.4	2.7	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	14.6	5.1	7.5	8.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

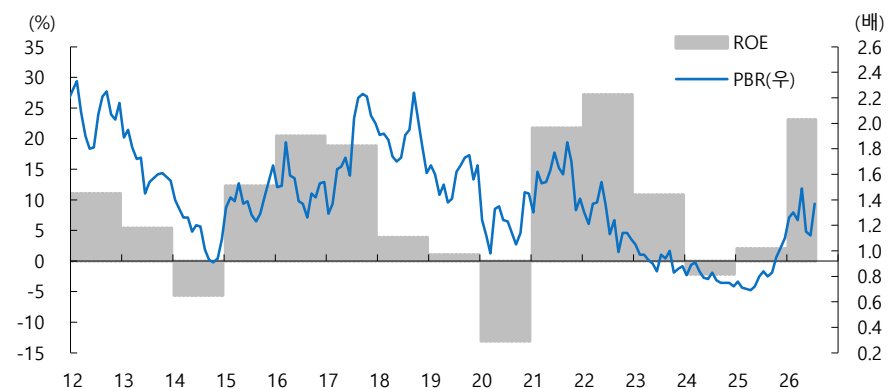
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,996	10,171	10,132	36,637	34,247	41,242
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	928	495	403	461	288	3,058
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	7.7%	4.9%	4.0%	1.3%	0.8%	7.4%
정유											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,764	7,958	8,107	28,804	27,005	32,931
영업이익	-57	-441	116	225	1,039	456	247	240	-245	-157	1,983
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	4.7%	3.1%	3.0%	-0.9%	-0.6%	6.0%
화학											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,220	1,165	1,063	4,703	4,234	4,552
영업이익	-75	-35	-20	-8	26	6	-15	-22	135	-137	-5
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	0.5%	-1.3%	-2.1%	2.9%	-3.2%	-0.1%
윤활유											
매출액	791	755	705	757	737	1,012	1,048	962	3,130	3,007	3,759
영업이익	110	132	134	207	167	466	263	184	571	582	1,080
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	46.1%	25.1%	19.2%	18.3%	19.4%	28.7%

자료: iM증권 리서치본부

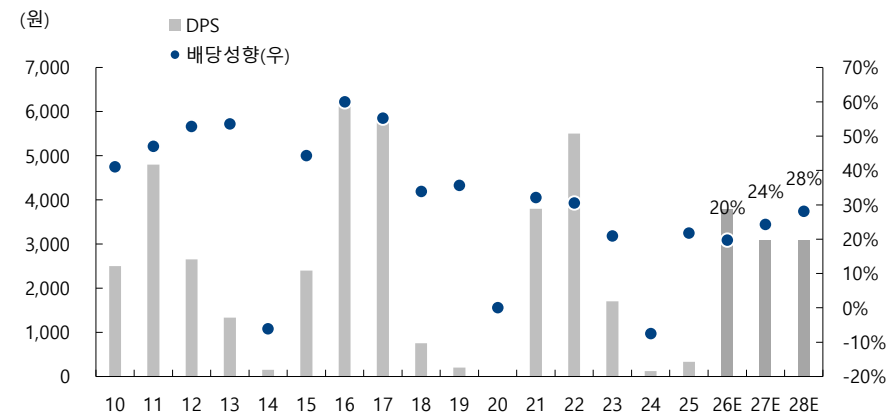
그림1. S-OIL ROE-PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

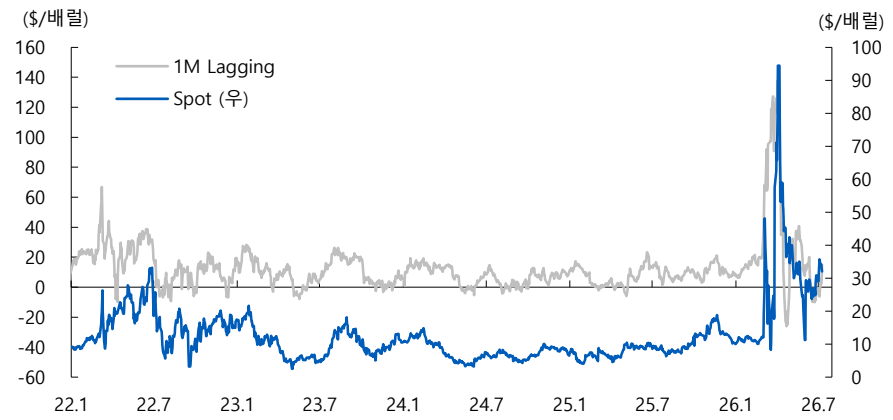
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. S-OIL DPS 및 배당성향 추이



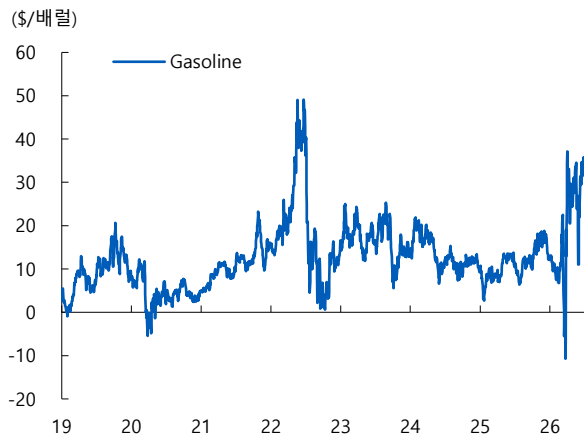
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



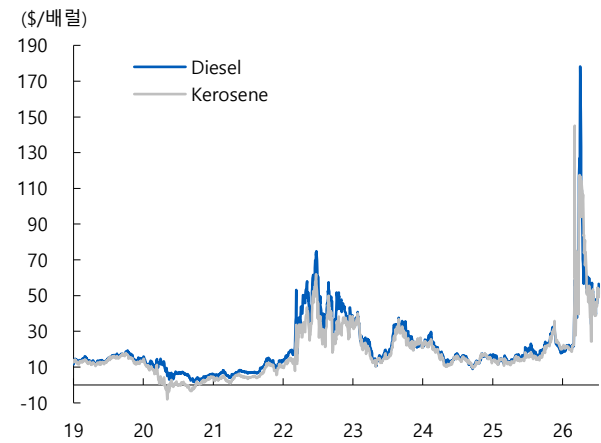
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



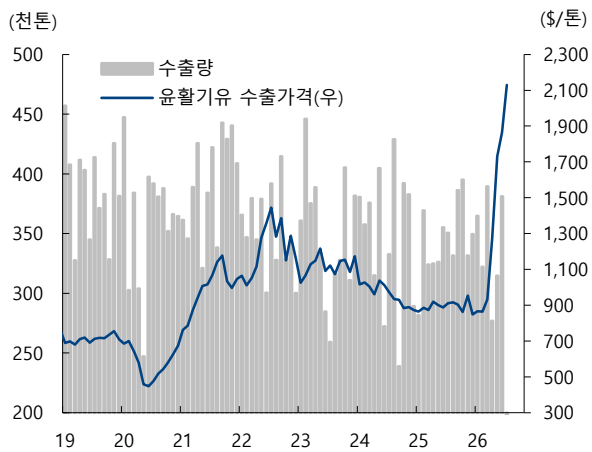
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



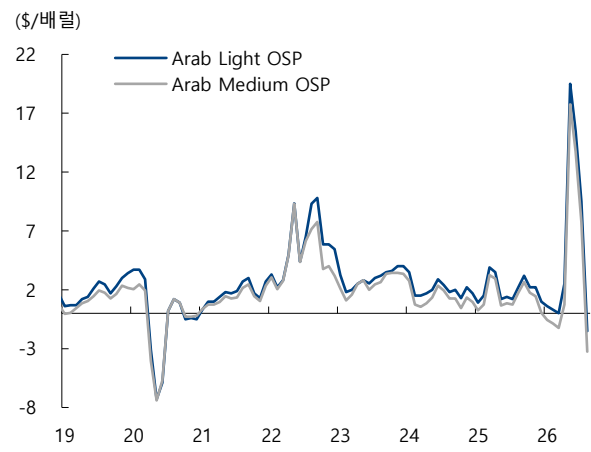
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



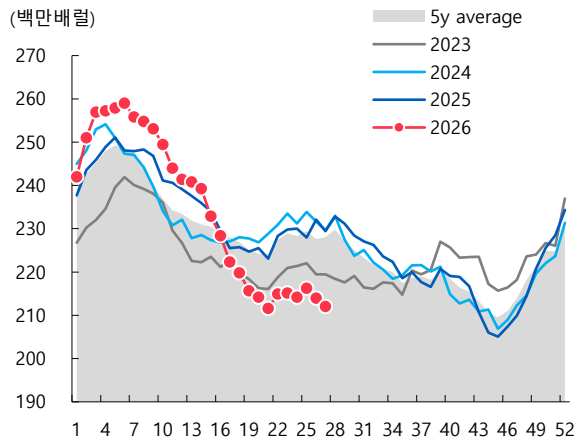
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. 사우디 Aramco OSP 추이



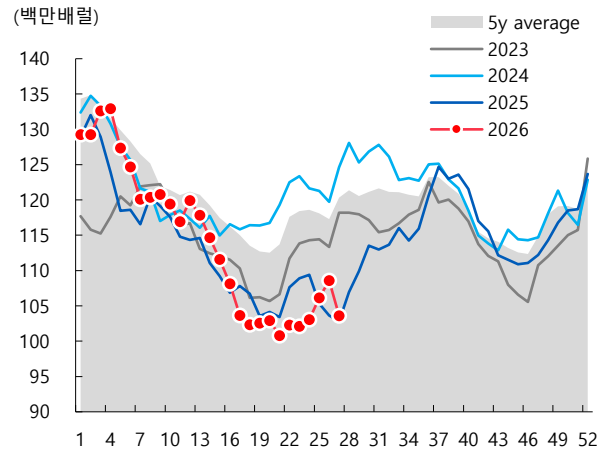
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 휘발유 재고 추이



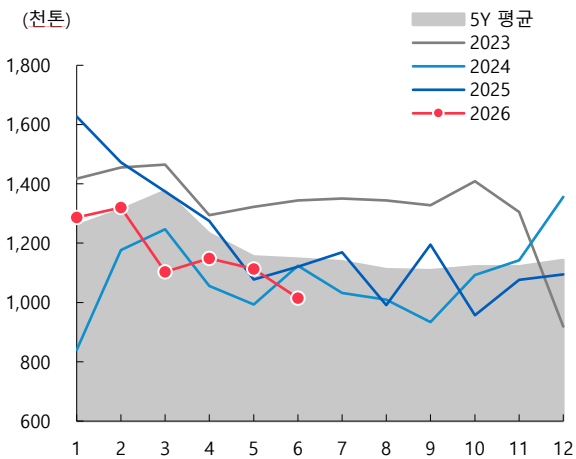
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 중간유분 재고 추이



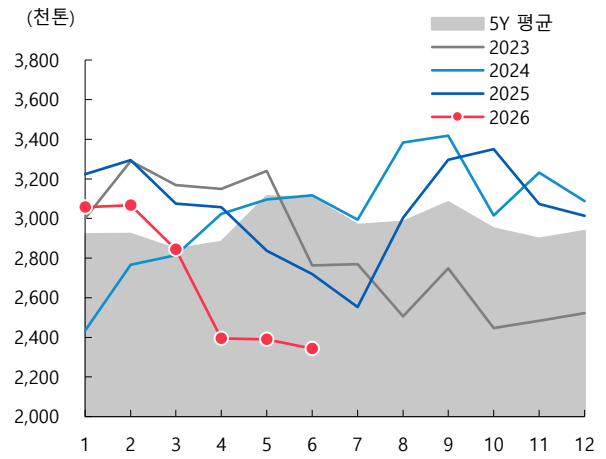
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 휘발유 재고 추이



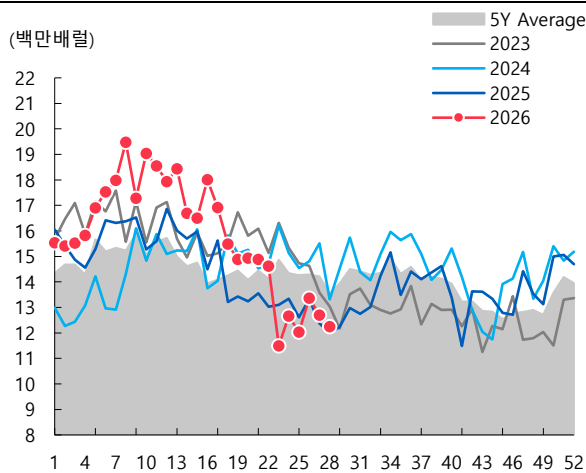
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 중간유분 재고 추이



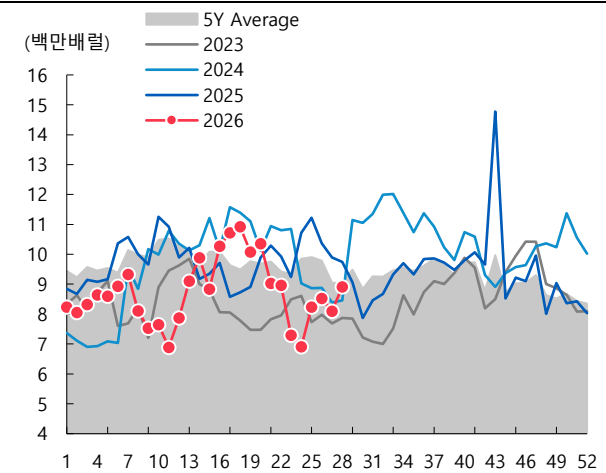
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. 싱가포르 경질유분 재고 추이



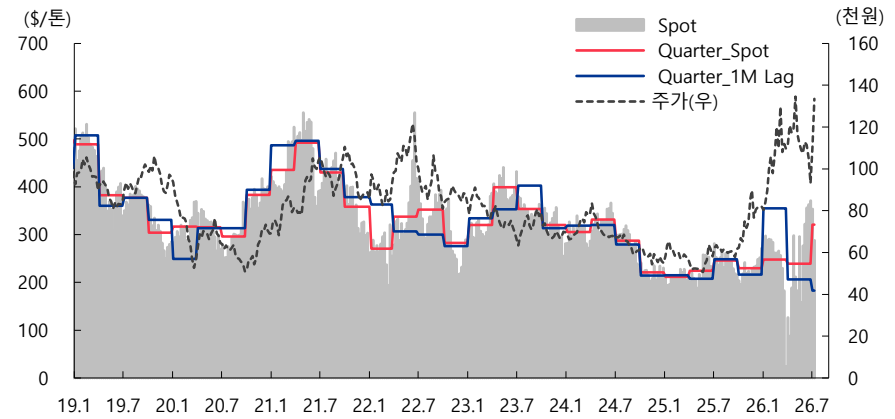
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 중간유분 재고 추이



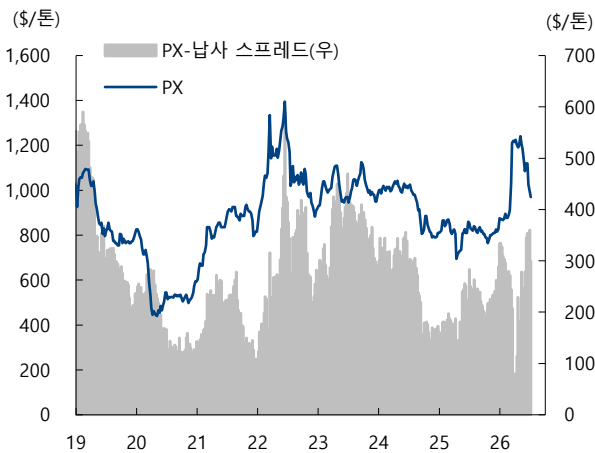
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



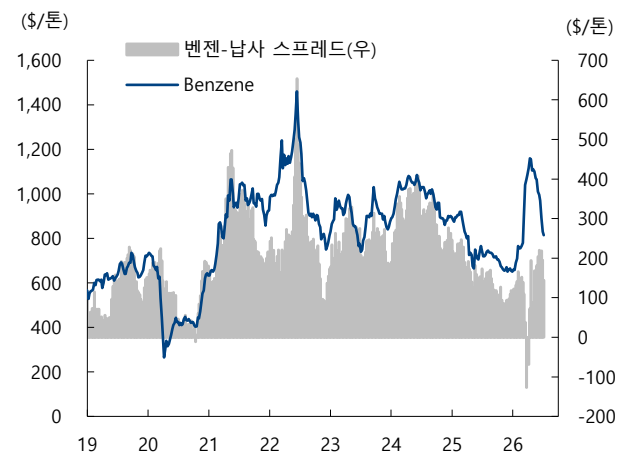
자료: iM증권 리서치본부

그림15. PX 가격 및 스프레드 추이



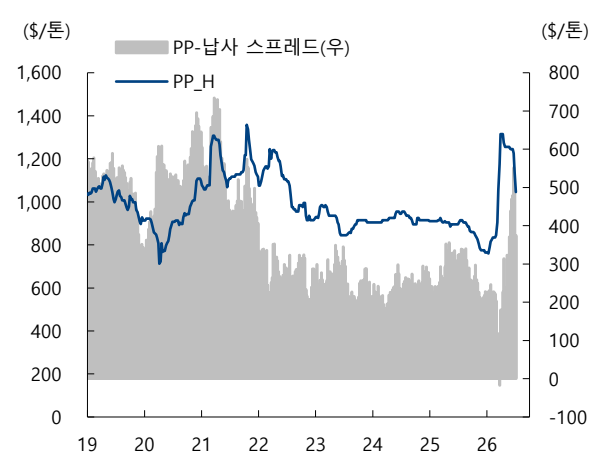
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림16. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



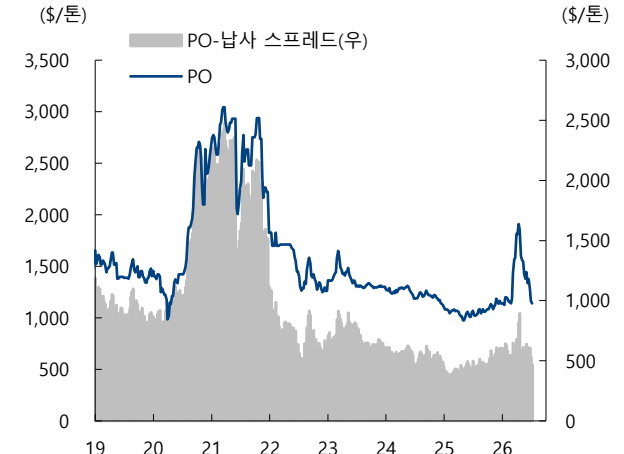
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림17. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림18. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

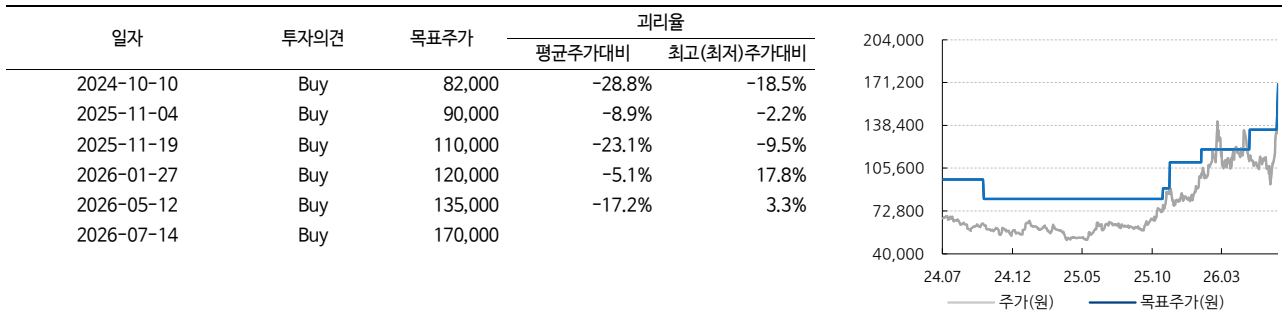
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,616	11,924	9,520	8,959	매출액	34,247	41,242	38,603	34,342
현금 및 현금성자산	1,835	4,647	2,705	2,032	증가율(%)	-6.5	20.4	-6.4	-11.0
단기금융자산	30	30	31	32	매출원가	33,204	37,357	35,752	31,823
매출채권	2,589	2,922	2,737	2,783	매출총이익	1,043	3,885	2,850	2,519
재고자산	4,164	4,330	4,053	4,121	판매비와관리비	808	828	779	691
비유동자산	17,941	19,118	18,878	18,751	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	16,990	18,176	17,941	17,818	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	150	137	128	121	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	26,557	31,042	28,397	27,710	영업이익	236	3,058	2,072	1,828
유동부채	12,211	14,359	10,758	9,619	증가율(%)	-44.2	1,197.6	-32.2	-11.8
매입채무	6,982	8,408	4,632	4,121	영업이익률(%)	0.7	7.4	5.4	5.3
단기차입금	2,173	2,823	2,923	2,423	이자수익	40	140	82	62
유동성장기부채	331	331	331	331	이자비용	276	316	312	277
비유동부채	5,459	5,959	5,759	5,259	지분법이익(손실)	4	4	4	4
사채	3,554	3,554	3,554	3,554	기타영업외손익	128	24	64	46
장기차입금	1,478	1,978	1,778	1,278	세전계속사업이익	173	2,886	1,912	1,650
부채총계	17,670	20,318	16,517	14,878	법인세비용	-4	635	420	363
지배주주지분	8,887	10,725	11,881	12,833	세전계속이익률(%)	0.5	7.0	5.0	4.8
자본금	292	292	292	292	당기순이익	177	2,252	1,492	1,287
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	0.5	5.5	3.9	3.7
이익잉여금	7,222	9,044	10,185	11,122	지배주주귀속 순이익	177	2,252	1,492	1,287
기타자본항목	43	58	73	88	기타포괄이익	15	15	15	15
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	192	2,267	1,506	1,302
자본총계	8,887	10,725	11,881	12,833	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,942	3,620	-896	1,244	주당지표 (원)				
당기순이익	177	2,252	1,492	1,287	EPS	1,518	19,310	12,791	11,039
유형자산감가상각비	791	764	785	723	BPS	76,218	91,975	101,890	110,052
무형자산감각비	16	16	14	12	CFPS	8,438	25,996	19,645	17,341
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	DPS	330	3,800	3,100	3,100
투자활동 현금흐름	-3,783	-1,840	-442	-492	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,906	-1,950	-550	-600	PER	54.7	7.2	10.9	12.6
무형자산의 처분(취득)	1	-3	-5	-5	PBR	1.1	1.5	1.4	1.3
금융상품의 증감	10	-	-	-	PCR	9.8	5.4	7.1	8.0
재무활동 현금흐름	-270	1,007	-634	-1,455	EV/EBITDA	14.6	5.1	7.5	8.3
단기금융부채의증감	-1,745	650	100	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,580	500	-200	-500	ROE	2.0	23.0	13.2	10.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.0	9.3	7.4	7.5
배당금지급	-9	-9	-9	-9	부채비율	198.8	189.4	139.0	115.9
현금및현금성자산의증감	-111	2,812	-1,942	-673	순부채비율	63.8	37.4	49.2	43.0
기초현금및현금성자산	1,946	1,835	4,647	2,705	매출채권회전율(x)	11.2	15.0	13.6	12.4
기말현금및현금성자산	1,835	4,647	2,705	2,032	재고자산회전율(x)	7.9	9.7	9.2	8.4

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-