

S-Oil (010950)

유가에 일희일비하던 과거에서 벗어날 때

목표주가 17만원, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 17만원과 매수의견을 유지한다. 유가 변동성은 커지고 있으나, 이와 별개로 정제품은 타이탄 수급의 고착화로 마진 강세 장기화가 예상된다.

최근 중동지역 갈등 재고조로 후티의 홍해 Bab-el-Mandeb 봉쇄 시나리오가 부각되는 등 단기적으로는 공급 차질로 인한 OSP 상승 가능성을 배제할 수 없다. 그러나 UAE 이어 이라크도 탈퇴 검토하는 카르텔 결속력은 확실히 약화됐고, 미국/UAE/러시아 등 원유 공급 증가 속에 사우디의 점유율 방어를 위해서라도 OSP 인하는 추세적 방향이 될 것으로 판단한다. 이는 동사 도입 비용을 절감의 직접적인 요인이 될 수 있다.

2Q26 Review: 영업이익 9,650억원(~22%QoQ) vs 컨센서스 9,551억원

2분기 영업이익은 9,650억원(~22%QoQ)으로 컨센서스 9,551억원에 부합했다.

[정유] 5,324억원(~49%QoQ)으로 전 분기의 대규모 재고이익 소멸로 QoQ 기준으로는 이익이 감소했으나, 정제마진 강세 지속과 함께 2분기도 소폭의 재고이익이 반영되며 당사 추정치인 4,560억원 대비로는 오히려 +17% 상회하는 호실적이었다.

[석유화학] -448억원으로 QoQ 적자전환했다. PO/PP 스프레드는 견고했으나 이익 비중 가장 높은 PX 스프레드 부진과 정기보수로 인한 물량 감소, 지난 분기에 반영되었던 대규모 재고이익까지 제거된 영향이다.

[운할유] 매출액 1.3조원(+77%QoQ), 영업이익은 4,774억원(+187%QoQ)으로 매출과 영업이익 모두 급증하며 역대 최고치를 기록했다. 기유 판가 상승과 저가의 VGO 래깅 반영으로 스프레드가 약 3배 가까이(1Q26 \$50달러 → 2Q26 \$140) 급등한 영향이다. 최근 기유 강세는 글로벌 Group-3 생산의 30% 차지하는 중동 공급차질 뿐만 아니라 기유 대신 디젤 생산을 늘리면서 공급이 추가로 타이트해지고 있음에 근거하는 만큼 일시적인 것이 아니라 보다 복잡한 구조적인 현상으로 바라봐야 한다는 판단이다.

유가에 일희일비하던 과거에서 벗어나 구조적인 업황 개선에 주목할 때

7월 말 기준 물리적 타격을 입은 러시아와 중동지역 CDU는 500만b/d 내외로 글로벌 수요의 약 5% 달하고, 주요 수출국인 중국과 러시아는 내수 공급 안정을 위해 정제품 수출 제한 조치를 계속 연장하고 있다. 이에 글로벌 정제품, 특히 디젤 재고는 역사적 저점에 근접하고 있는데, 동절기를 앞두고 대부분 국가들이 어떻게든 재고를 비축해야 하는 상황이다. 디젤 수급타이트가 지속되다 보니 운할기유도 덩달아 강세이다. 이처럼 작금의 호시황은 CDU 순증설이 제한적인 상황에 주요 산유국의 전쟁 장기화로 에너지 수급이 완전히 꼬였음에 기인하는 만큼 단기에 쉽게 해소되기는 어렵다.

매크로 변화로 이익 체력은 구조적으로 높아졌고, 마침 대규모 투자가 종료되며 차입금 축소 등의 재무구조 개선이 가능하고, 배당성향도 상향될 수 있다. 영업외에서 예상치 못한 일회성 이슈만 없다면 정유/운할유 호실적으로 26년 순이익 2.3조원 달할 것으로 예상된다. 배당성향 20% 기준 DPS 4,000원으로 22년 이후 최대치에 달하고, 사한PJ 투자 종료되는 27년 배당성향 35%(18~19년 평균) 가정하면 4,800원까지 증가한다. 이제는 단순히 유가 변동에 일희일비하던 과거에서 벗어나 구조적인 호시황과 높아진 이익 체력, 이에 따른 재무구조 개선과 배당증가 여력 등의 모멘텀에 주목할 때이다.

Company Brief

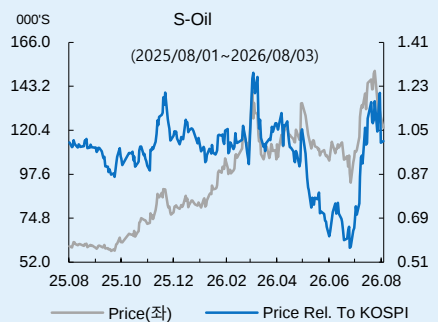
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
증가(2026.08.03)	121,700원
상승여력	39.7%

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	13,701십억원
외국인지분율	79.8%
52주 주가	57,800~151,200원
60일평균거래량	443,993주
60일평균거래대금	53.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	-9.5	24.6	101.8
상대수익률	33.1	-4.3	6.2	1.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	34,247	43,935	42,392	36,450
영업이익(십억원)	236	3,589	2,549	2,157
순이익(십억원)	177	2,296	1,592	1,259
EPS(원)	1,518	19,691	13,656	10,796
BPS(원)	76,218	92,163	101,301	107,578
PER(배)	54.7	6.2	8.9	11.3
PBR(배)	1.1	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	20	23.4	14.1	10.3
배당수익률(%)	0.4	3.3	3.9	3.9
EV/EBITDA(배)	14.6	4.4	6.1	6.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]

전유진 2122-9193 yujinjn@ifnsec.com

[RA]

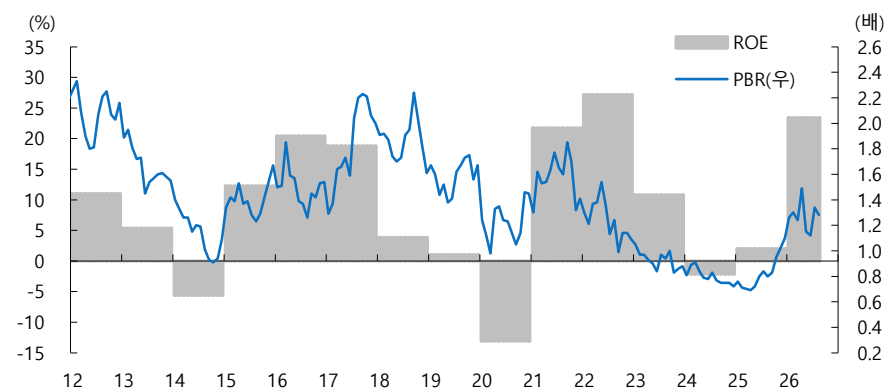
장호 2122-9194 hojang@ifnsec.com

표1. S-OIL 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,344	12,268	11,380	36,637	34,247	43,935
영업이익	-22	-344	229	425	1,231	965	640	753	461	288	3,589
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	8.5%	5.2%	6.6%	1.3%	0.8%	8.2%
정유											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	9,778	9,090	28,804	27,005	34,998
영업이익	-57	-441	116	225	1,039	532	329	496	-245	-157	2,396
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	5.9%	3.4%	5.5%	-0.9%	-0.6%	6.8%
화학											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,155	1,068	4,703	4,234	4,340
영업이익	-75	-35	-20	-8	26	-45	-87	-76	135	-137	-182
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-4.4%	-7.5%	-7.2%	2.9%	-3.2%	-4.2%
유탄유											
매출액	791	755	705	757	737	1,302	1,335	1,222	3,130	3,007	4,596
영업이익	110	132	134	207	167	477	397	334	571	582	1,375
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	36.7%	29.8%	27.3%	18.3%	19.4%	29.9%

자료: iM증권 리서치본부

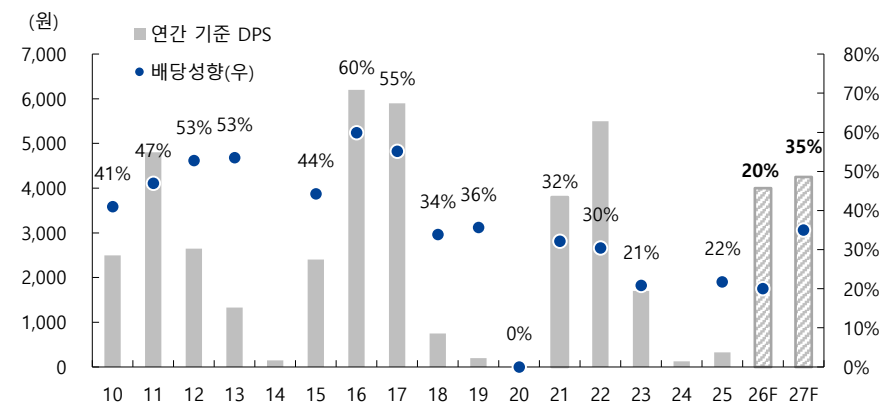
그림1. S-OIL ROE-PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

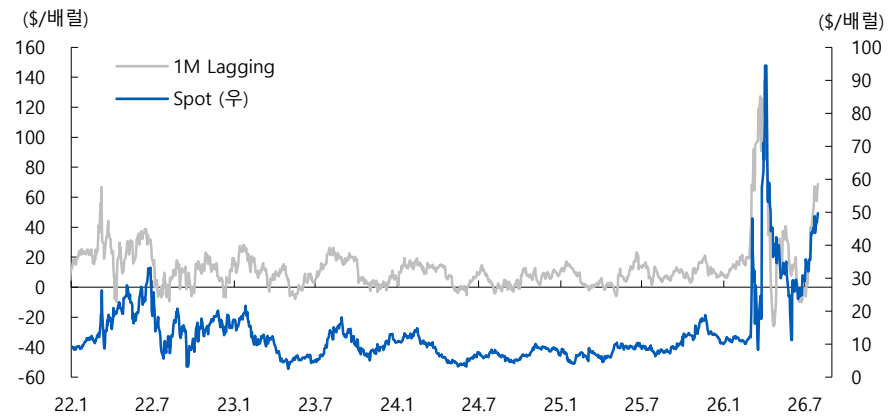
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. S-OIL DPS 및 배당성향 추이



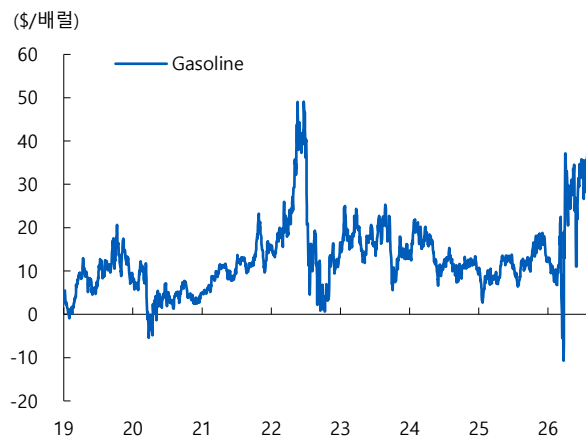
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 복합정제마진 추이



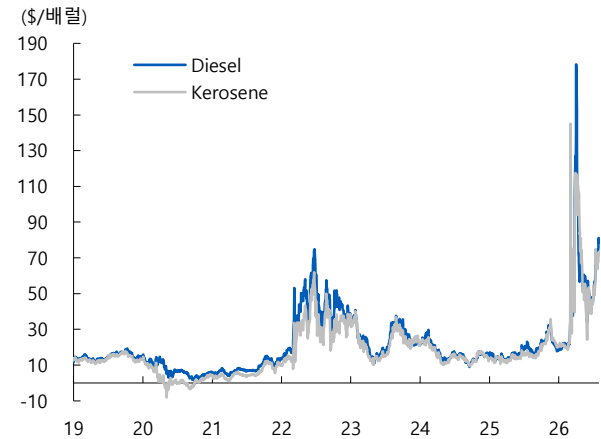
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림4. 휘발유 마진 추이



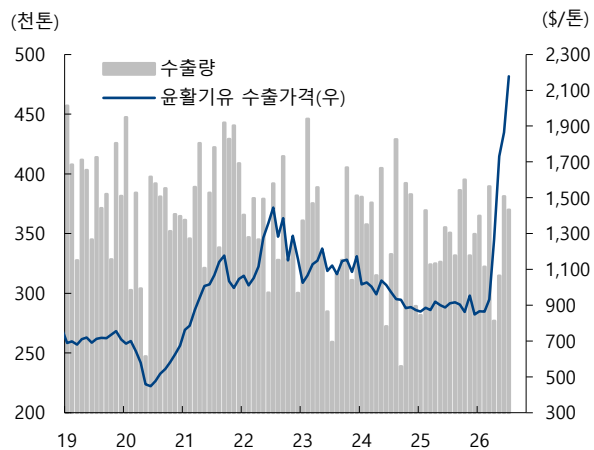
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림5. 등/경유 마진 추이



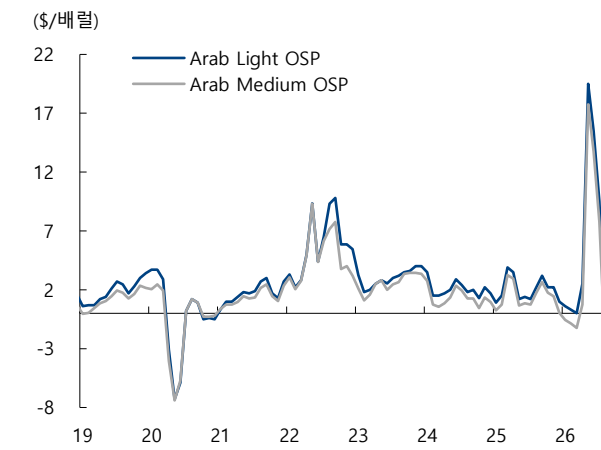
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림6. 윤활기유 수출량 및 가격 추이



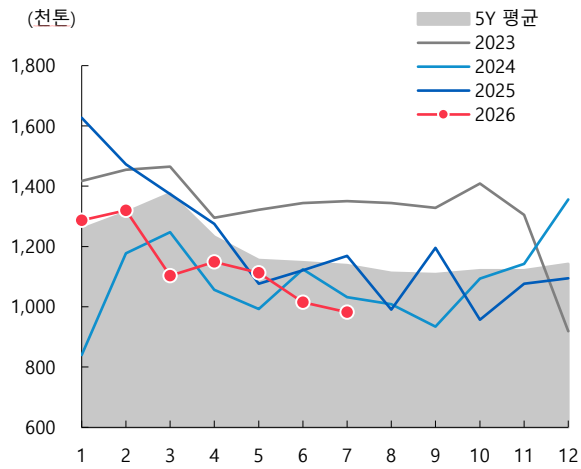
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. 사우디 Aramco OSP 추이



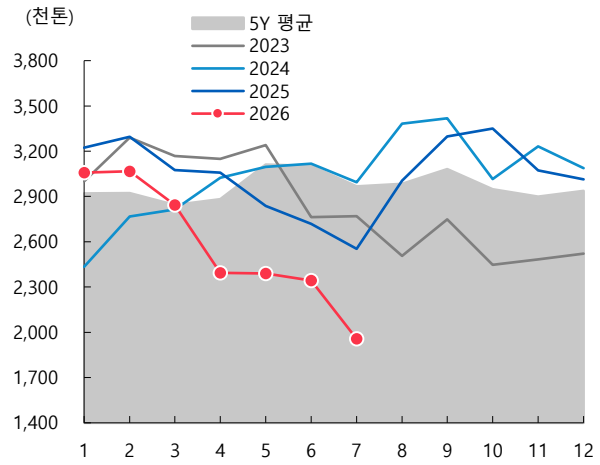
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 유럽 휘발유 재고 추이



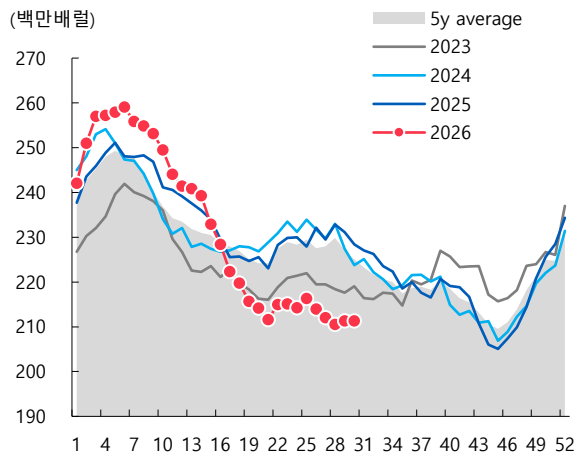
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 유럽 중간유분 재고 추이



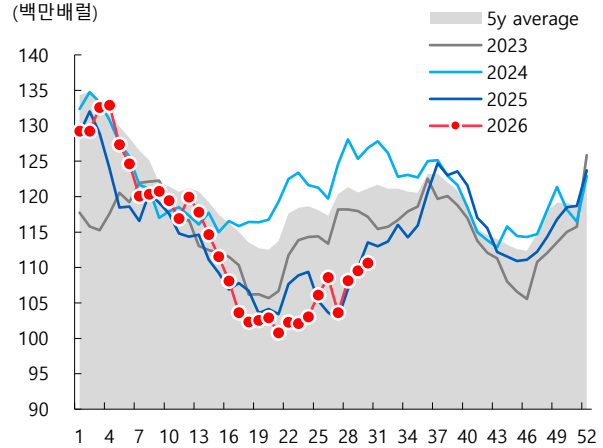
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 휘발유 재고 추이



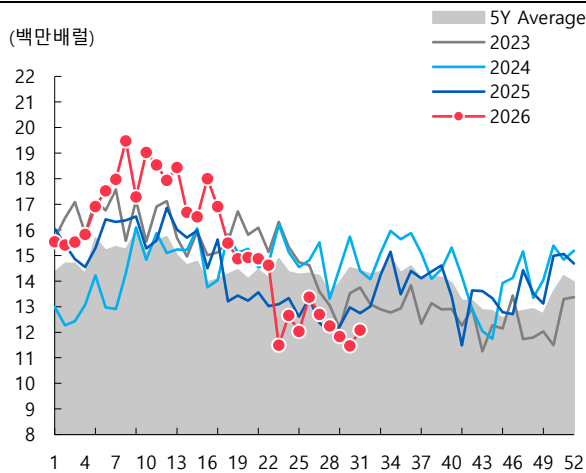
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 중간유분 재고 추이



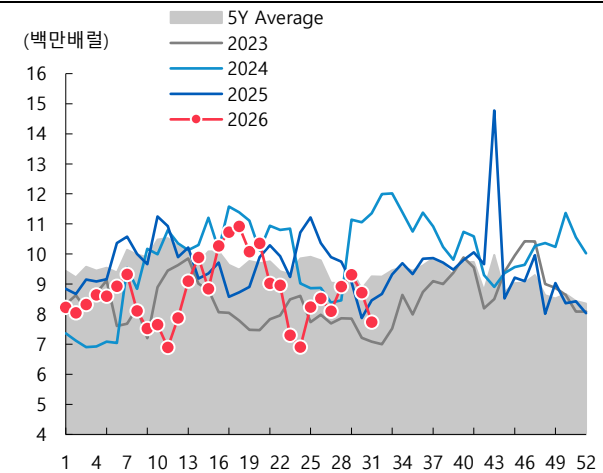
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림12. 싱가포르 경질유분 재고 추이



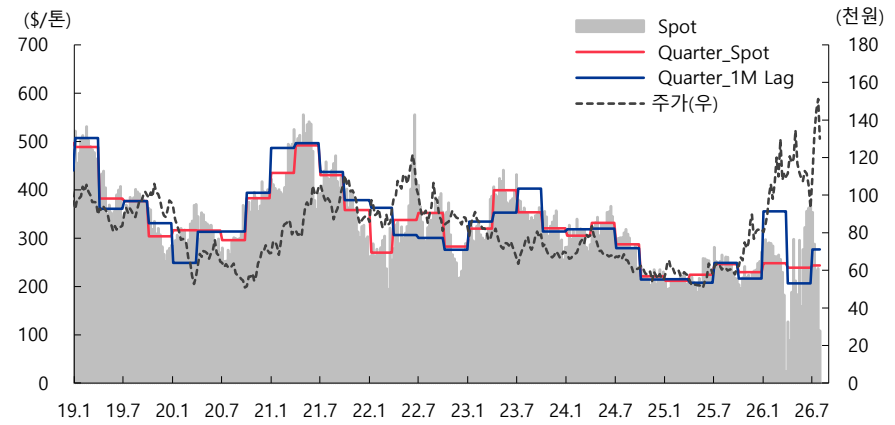
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. 싱가포르 중간유분 재고 추이



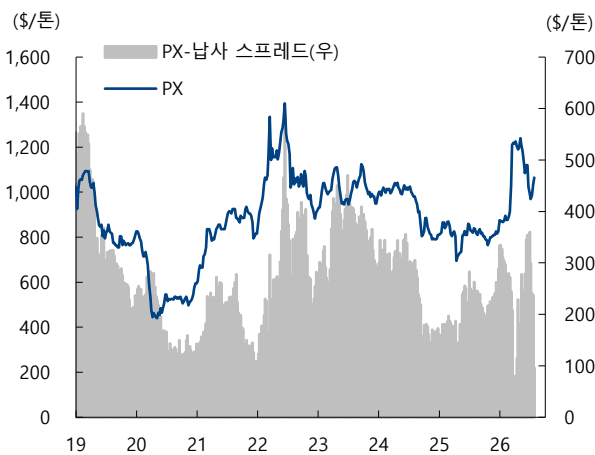
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



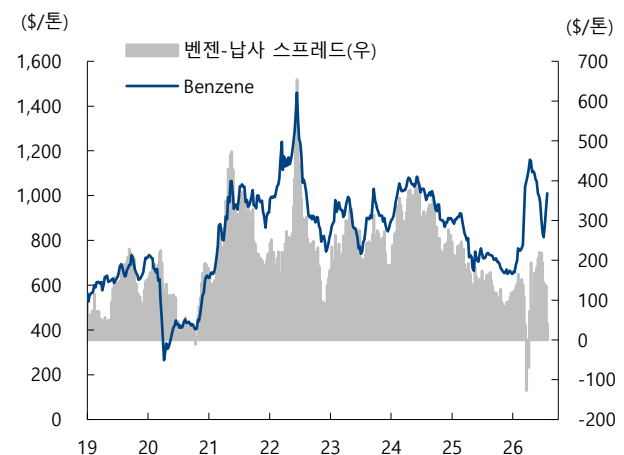
자료: iM증권 리서치본부

그림15. PX 가격 및 스프레드 추이



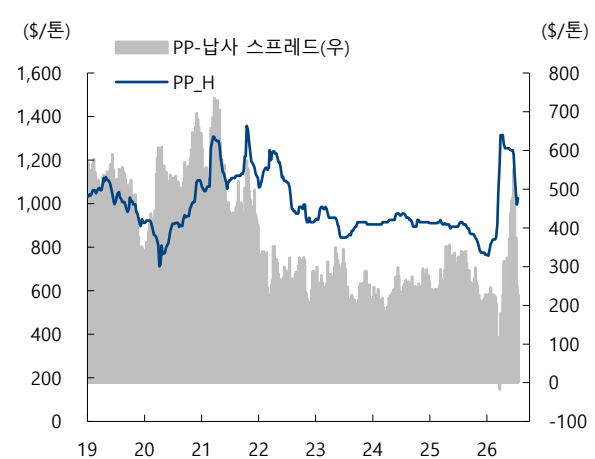
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림16. 벤젠 가격 및 스프레드 추이



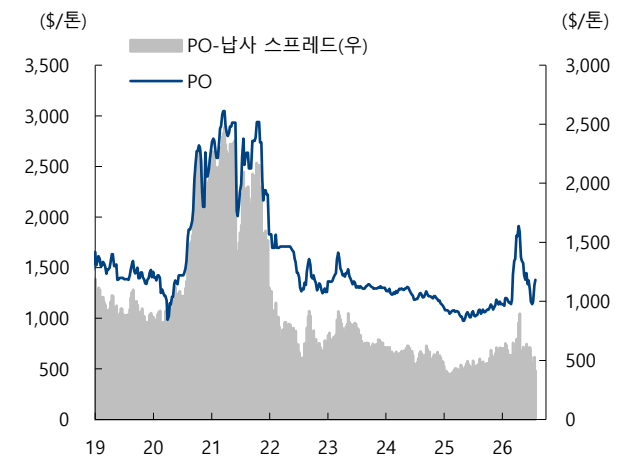
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림17. PP 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림18. PO 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

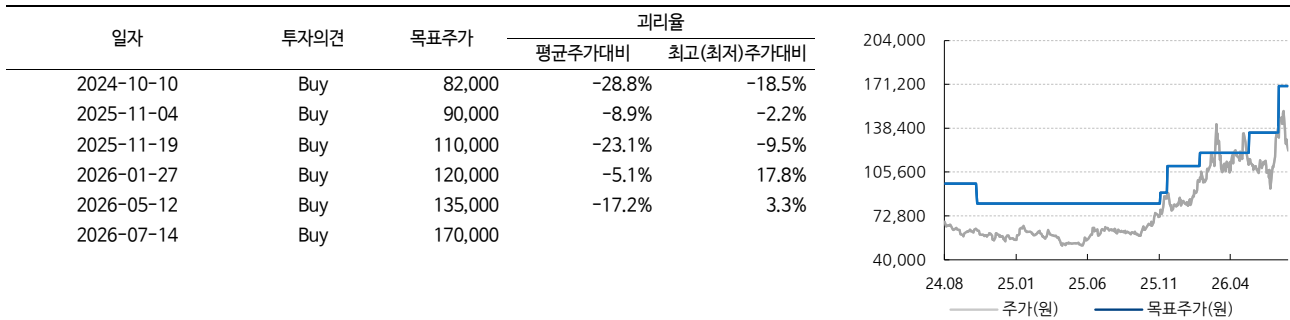
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,616	12,514	9,942	8,976	매출액	34,247	43,935	42,392	36,450
현금 및 현금성자산	1,835	3,265	1,628	1,625	증가율(%)	-6.5	28.3	-3.5	-14.0
단기금융자산	30	31	32	32	매출원가	33,204	39,464	38,988	33,559
매출채권	2,589	3,744	3,003	2,951	매출총이익	1,043	4,471	3,404	2,891
재고자산	4,164	5,479	5,286	4,374	판매비와관리비	808	882	855	734
비유동자산	17,941	19,268	19,010	18,868	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	16,990	18,326	18,073	17,935	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	150	137	128	121	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	26,557	31,782	28,952	27,844	영업이익	236	3,589	2,549	2,157
유동부채	12,211	15,077	11,382	10,041	증가율(%)	-44.2	1,423.3	-29.0	-15.4
매입채무	6,982	8,957	5,087	4,374	영업이익률(%)	0.7	8.2	6.0	5.9
단기차입금	2,173	2,823	2,923	2,423	이자수익	40	99	50	50
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	-249	-141	-186
장기차입금	1,478	1,978	1,778	1,278	세전계속사업이익	173	2,997	2,079	1,643
부채총계	17,670	21,036	17,140	15,300	법인세비용	-4	701	486	385
지배주주지분	8,887	10,747	11,812	12,544	세전계속이익률(%)	0.5	6.8	4.9	4.5
자본금	292	292	292	292	당기순이익	177	2,296	1,592	1,259
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	순이익률(%)	0.5	5.2	3.8	3.5
이익잉여금	7,222	9,066	10,117	10,834	지배주주귀속 순이익	177	2,296	1,592	1,259
기타자본항목	43	58	73	88	기타포괄이익	15	15	15	15
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	192	2,311	1,607	1,274
자본총계	8,887	10,747	11,812	12,544	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	3,942	2,532	-413	2,305	주당지표 (원)				
당기순이익	177	2,296	1,592	1,259	EPS	1,518	19,691	13,656	10,796
유형자산감가상각비	791	764	803	738	BPS	76,218	92,163	101,301	107,578
무형자산감각비	16	16	14	12	CFPS	8,438	26,377	20,660	17,231
지분법관련손실(이익)	4	4	4	4	DPS	330	4,000	4,800	4,800
투자활동 현금흐름	-3,783	-1,991	-443	-493	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,906	-2,100	-550	-600	PER	54.7	6.2	8.9	11.3
무형자산의 처분(취득)	1	-3	-5	-5	PBR	1.1	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	10	-	-	-	PCR	9.8	4.6	5.9	7.1
재무활동 현금흐름	-270	1,007	-656	-1,647	EV/EBITDA	14.6	4.4	6.1	6.8
단기금융부채의증감	-1,745	650	100	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,580	500	-200	-500	ROE	2.0	23.4	14.1	10.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.0	9.9	7.9	8.0
배당금지급	-9	-9	-9	-9	부채비율	198.8	195.7	145.1	122.0
현금및현금성자산의증감	-111	1,431	-1,638	-3	순부채비율	63.8	50.2	58.6	47.3
기초현금및현금성자산	1,946	1,835	3,265	1,628	매출채권회전율(x)	11.2	13.9	12.6	12.2
기말현금및현금성자산	1,835	3,265	1,628	1,625	재고자산회전율(x)	7.9	9.1	7.9	7.5

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. 무단전재 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%	-