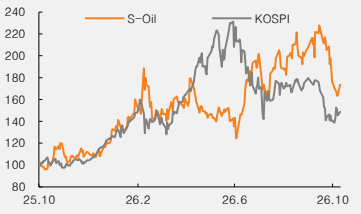
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.2

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 156,000원
현재주가(26/11/2)	130,000원
상승여력	20.0%

영업이익(26F,십억원)	4,514
Consensus 영업이익(26F,십억원)	4,538
EPS 성장률(26F,%)	1,995.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	278.0
P/E(26F,x)	4.1
MKT P/E(26F,x)	5.6
KOSPI	5,859.08
시가총액(십억원)	14,636
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	80.7
베타(12M) 일간수익률	-0.14
52주 최저가(원)	71,800
52주 최고가(원)	170,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.8	-3.3	81.1
상대주가	-6.5	8.9	26.9



[Energy Transition]
이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

010950 · Energy Transition

S-Oil

호실적은 이어지지만, 이익 상방은 제한적

투자의견: 목표주가 15.6만원으로 상향. 매수 의견 유지

S-Oil의 목표주가를 15만원에서 15.6만원으로 상향하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 상향은 기존 예상치보다 강한 정제마진을 반영한 실적 전망치 조정에 기인한다(BPS 11만 3,836원 × PBR 1.37배). 중동 및 러시아 정제설비의 가동 차질과 낮은 재고 수준과 재축적 수요를 고려하면, 단기 마진 조정에도 타이트한 수급 여건은 2027년에도 지속될 전망이다.

다만 추가적인 이익 확대 여력은 제한적이다. 최고가격제로 인해 막힌 실적 상방과 운임 증가로 인한 마진 감소는 부정적인 요소다. 경유 수출 확대 소식은 긍정적이지만, 수출 증가 정도가 작아 영향은 제한적이다. 그리고 최고가격제로 인한 보전 금액 역시 보수적으로 산정될 가능성이 높다.

3Q26 Review: 윤활유 최대 실적과 정유 래깅 효과

동사의 3Q26 영업이익은 1조 4,067억원으로 1M 컨센서스(1조 3,126억원)를 7.2% 상회했다. 가장 높은 이익기여도를 기록한 부문은 윤활유로, 영업이익 7,427억원(+56% QoQ), 영업이익률 48.1%를 달성했다. 중동 생산 및 물류 차질에 따른 Group III 공급 부족으로 제품 스프레드가 배럴당 166.8달러까지 상승했다. 정유 영업이익은 6,904억원(+30% QoQ)을 기록했다. 국제 정제마진은 전분기와 유사했으나, 정기보수 종료로 CDU 가동률이 76%에서 81%로 상승했고 유가 상승에 따른 래깅 이익 2,680억원이 발생했다.

4Q26 Preview: 정제마진 조정, 운임 상승 vs. OSP 인하

동사의 4Q26 영업이익은 9,110억원으로 컨센서스(1조 1,910억원)를 24% 하회할 전망이다. 부문별 영업이익은 정유 4,491억원, 윤활유 4,673억원, 석유화학 -54억원으로 예상한다. 정유는 수요파괴로 인한 마진 조정($40.9/bbl → $30.0/bbl), 운임 상승($4/bbl → $11/bbl)이 부정적으로 작용하겠으나, OSP 인하($7/bbl → -$3/bbl) 효과가 해당 효과를 일부 상쇄해 줄 전망이다. 윤활유도 전분기 이례적으로 높았던 수익성에서 둔화($166/bbl → $130/bbl)할 전망이다. 정부의 최고가격제 보전금액은 정산위원회 일정의 불확실성으로 인해 포함하지 않았다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	36,637	34,247	42,827	39,906	39,093
영업이익 (십억원)	422	236	4,514	3,853	2,844
영업이익률 (%)	1.2	0.7	10.5	9.7	7.3
순이익 (십억원)	-193	177	3,709	2,692	1,953
EPS (원)	-1,656	1,518	31,804	23,083	16,747
ROE (%)	-2.2	2.0	34.7	20.1	13.0
P/E (배)	-	54.7	4.1	5.6	7.8
P/B (배)	0.7	1.1	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.2	0.4	4.9	3.5	3.5

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

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정 (십억원)

		1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	**합계**	**8,942.7**	**11,343.5**	**11,968.7**	**10,572.5**	**9,972.2**	**10,134.1**	**9,823.3**	**9,976.6**	**34,247.0**	**42,827.4**	**39,906.1**
	정유	7,101.3	9,029.3	9,064.7	8,380.0	7,915.9	8,200.6	7,912.9	8,076.8	27,005.4	33,575.3	32,106.2
	화학	1,104.4	1,012.5	1,361.6	1,033.5	1,101.8	1,208.7	1,265.2	1,208.4	4,234.1	4,512.0	4,784.1
	윤활유	737.0	1,301.7	1,542.4	1,159.0	954.5	724.8	645.2	691.4	3,007.3	4,740.1	3,015.9
영업이익	**합계**	**1,231.1**	**965.0**	**1,406.7**	**911.0**	**982.7**	**1,105.7**	**899.0**	**865.9**	**288.1**	**4,513.8**	**3,853.2**
	정유	1,039.0	532.4	690.4	449.1	690.6	851.3	703.7	681.5	-157.1	2,710.9	2,927.1
	화학	25.5	-44.8	-26.4	-5.4	-50.1	20.8	36.2	-5.0	-136.8	-51.1	1.9
	윤활유	166.6	477.4	742.7	467.3	342.2	233.6	159.1	189.3	582.1	1,854.0	924.2
세전이익		991.4	705.5	1,971.7	1,338.5	638.4	818.8	710.3	1,305.7	173.2	5,007.1	3,473.1
순이익(지배)		721.0	514.6	1,435.6	1,037.4	494.7	634.6	550.5	1,011.9	177.0	3,708.5	2,691.6

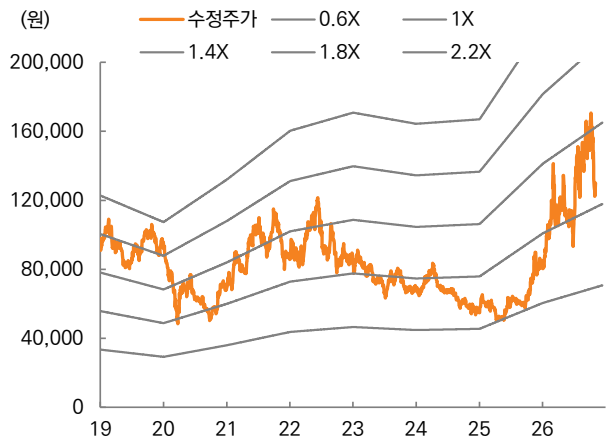
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경 (십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	3Q26F	2027F	3Q26P	2027F	3Q26P	2027F
매출액	11,403	40,257	11,969	39,906	5.0	-0.9
영업이익	692	2,107	1,407	3,853	103.3	82.9
당기순이익(지배)	391	1,417	1,436	2,692	266.9	89.9

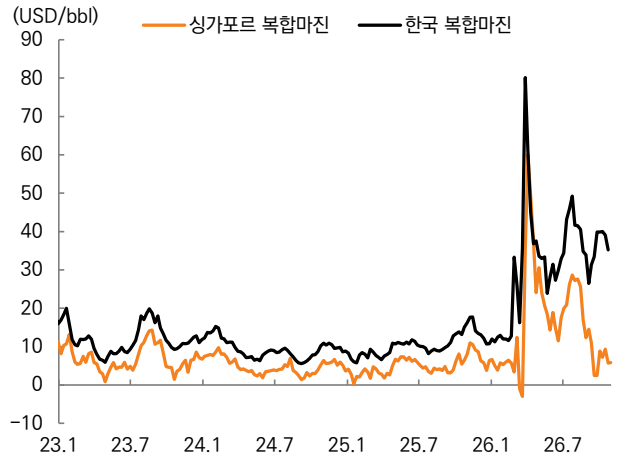
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



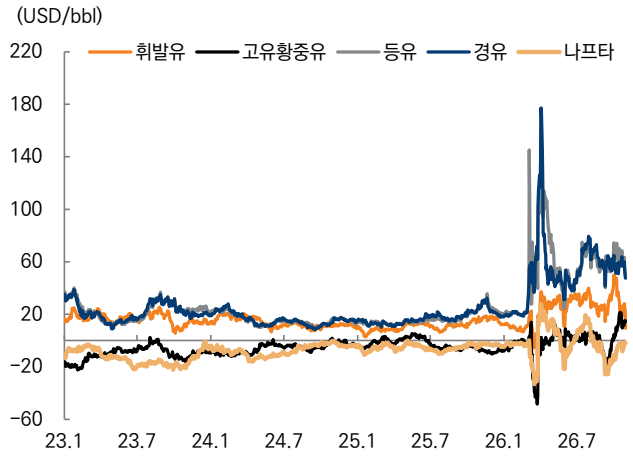
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이



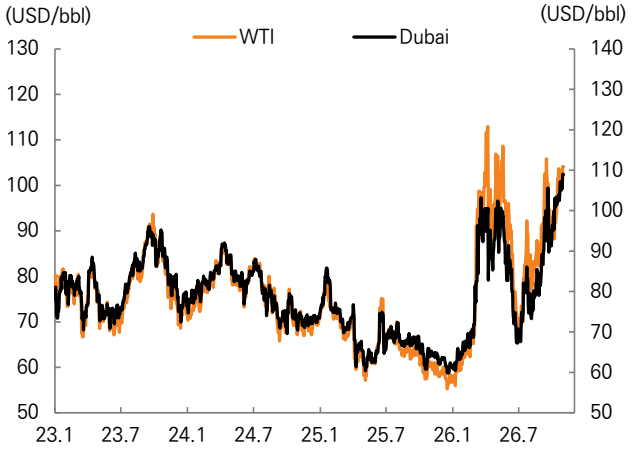
자료: Petronet, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아시아 석유제품별 마진 추이



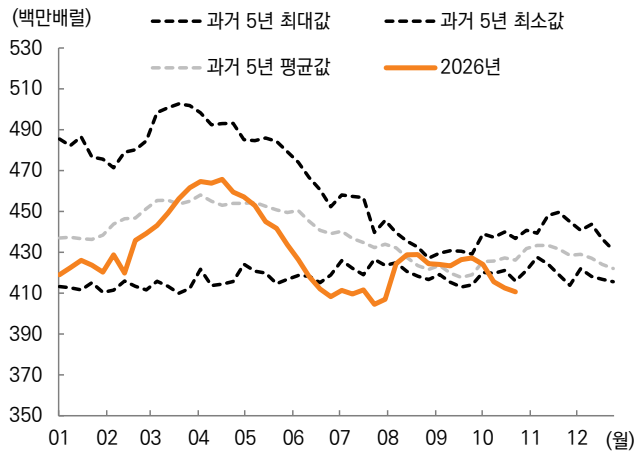
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 국제유가 추이



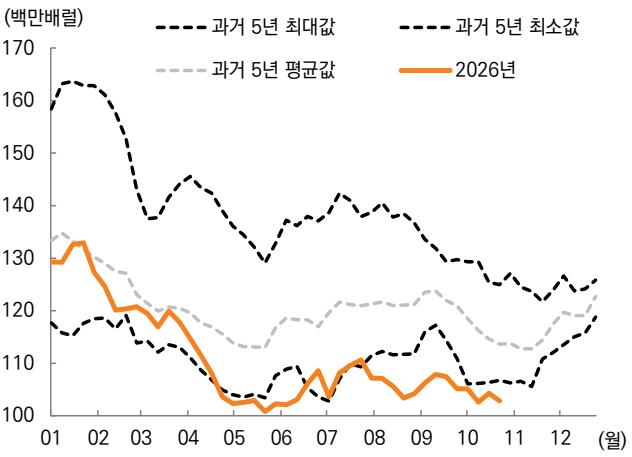
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 원유 재고



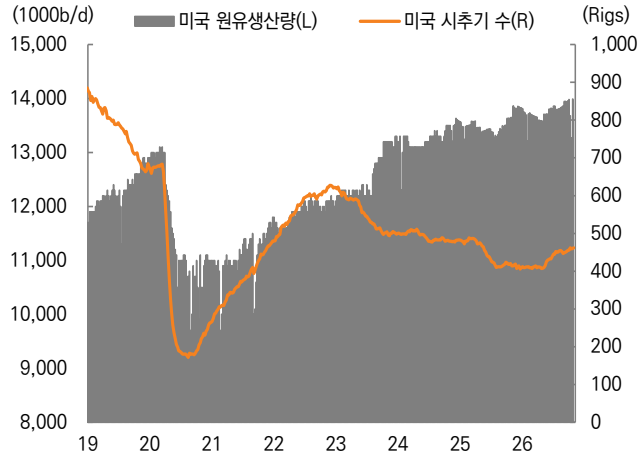
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 Distillates(경등유) 재고



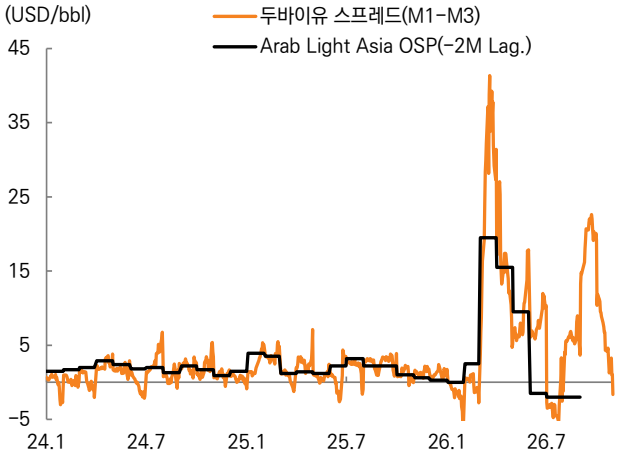
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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**	**42,827**	**39,906**	**39,093**
매출원가	**33,204**	**37,460**	**35,200**	**35,396**
매출총이익	**1,043**	**5,367**	**4,706**	**3,697**
판매비와관리비	**808**	**853**	**853**	**853**
조정영업이익	**236**	**4,514**	**3,853**	**2,844**
영업이익	**236**	**4,514**	**3,853**	**2,844**
비영업손익	**-63**	**493**	**-380**	**-324**
금융손익	-236	-124	-224	-168
관계기업등 투자손익	4	155	0	0
세전계속사업손익	173	5,007	3,473	2,520
계속사업법인세비용	-4	1,299	781	567
계속사업이익	177	3,709	2,692	1,953
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**177**	**3,709**	**2,692**	**1,953**
지배주주	177	3,709	2,692	1,953
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**192**	**3,710**	**2,692**	**1,953**
지배주주	192	3,710	2,692	1,953
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,043	5,374	4,725	3,702
FCF	36	-1,173	2,978	2,214
EBITDA 마진율 (%)	3.0	12.5	11.8	9.5
영업이익률 (%)	0.7	10.5	9.7	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	8.7	6.7	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**8,616**	**11,534**	**13,137**	**14,712**
현금 및 현금성자산	1,835	2,638	4,743	6,421
매출채권 및 기타채권	2,553	3,147	2,969	2,933
재고자산	4,164	5,673	5,353	5,287
기타유동자산	64	76	72	71
비유동자산	**17,941**	**19,266**	**18,988**	**18,728**
관계기업투자등	41	49	46	46
유형자산	16,990	18,431	18,176	17,933
무형자산	150	146	129	113
자산총계	**26,557**	**30,799**	**32,124**	**33,440**
유동부채	**12,211**	**12,632**	**12,149**	**12,050**
매입채무 및 기타채무	8,413	7,012	6,616	6,535
단기금융부채	2,635	4,226	4,217	4,215
기타유동부채	1,163	1,394	1,316	1,300
비유동부채	**5,459**	**5,702**	**5,691**	**5,689**
장기금융부채	5,303	5,514	5,514	5,514
기타비유동부채	156	188	177	175
부채총계	**17,670**	**18,334**	**17,841**	**17,739**
지배주주지분	**8,887**	**12,465**	**14,284**	**15,701**
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	379	379	379
이익잉여금	7,222	11,797	13,615	15,032
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**8,887**	**12,465**	**14,284**	**15,701**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,942**	**981**	**3,578**	**2,814**
당기순이익	177	3,709	2,692	1,953
비현금수익비용가감	1,054	3,019	1,845	1,561
유형자산감가상각비	791	842	855	843
무형자산상각비	16	19	17	15
기타	247	2,158	973	703
영업활동으로인한자산및부채의변동	3,091	-4,551	14	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	128	-556	140	29
재고자산 감소(증가)	304	-1,849	320	66
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,888	-197	-395	-81
법인세납부	0	-845	-781	-567
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,783**	**-1,866**	**-594**	**-599**
유형자산처분(취득)	-3,906	-2,154	-600	-600
무형자산감소(증가)	1	1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-17	6	1
기타투자활동	87	304	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-270**	**1,693**	**-882**	**-537**
장단기금융부채의 증가(감소)	-68	1,802	-9	-2
자본의 증가(감소)	0	-952	0	0
배당금의 지급	0	-132	-873	-536
기타재무활동	-202	975	0	1
현금의 증가	**-111**	**804**	**2,104**	**1,678**
기초현금	1,946	1,835	2,638	4,743
기말현금	1,835	2,638	4,743	6,421

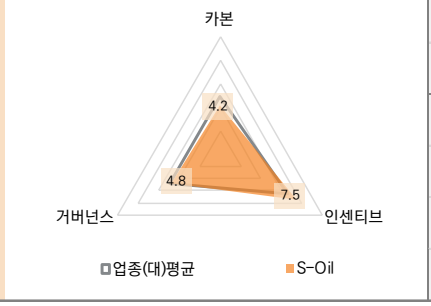
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	54.7	4.1	5.6	7.8
P/CF (x)	7.9	2.3	3.3	4.3
P/B (x)	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	15.0	4.1	4.2	4.9
EPS (원)	1,518	31,804	23,083	16,747
CFPS (원)	10,555	57,694	38,907	30,135
BPS (원)	76,234	106,919	122,514	134,667
DPS (원)	330	6,400	4,600	4,600
배당성향 (%)	21.0	19.4	19.2	26.5
배당수익률 (%)	0.4	4.0	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	-6.5	25.1	-6.8	-2.0
EBITDA증가율 (%)	-11.2	415.4	-12.1	-21.6
조정영업이익증가율 (%)	-44.2	1,815.6	-14.6	-26.2
EPS증가율 (%)	흑전	1,995.8	-27.4	-27.5
매출채권 회전율 (회)	16.4	19.1	16.5	16.8
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.7	7.2	7.3
매입채무 회전율 (회)	5.6	5.4	5.2	5.4
ROA (%)	0.7	12.9	8.6	6.0
ROE (%)	2.0	34.7	20.1	13.0
ROIC (%)	1.6	19.7	15.4	11.6
부채비율 (%)	198.8	147.1	124.9	113.0
유동비율 (%)	70.6	91.3	108.1	122.1
순차입금/자기자본 (%)	68.2	56.6	34.6	20.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	28.6	11.1	8.2

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : S-Oil (010950)

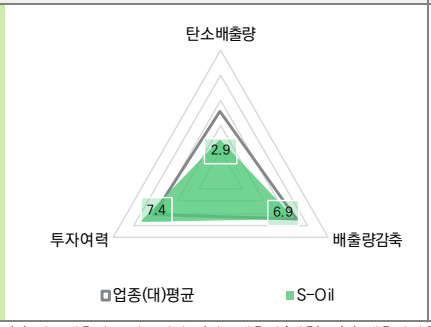
종합



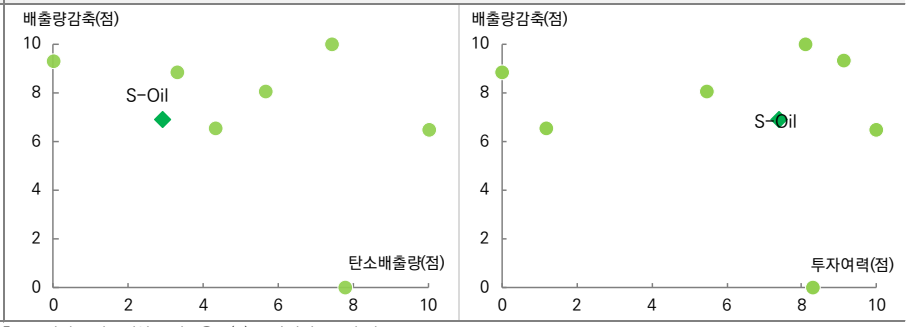
세부항목

ESG 점수	4.8	=	직전점수	4.8	업종(대)	에너지
ESG 등급	BB	▼	직전등급	BBB	업종(중)	에너지
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
카본(E)	4.2	A	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	7.5	A	10	=	가중치 변화없음	
거버넌스(G)	4.8	BBB	50	=		

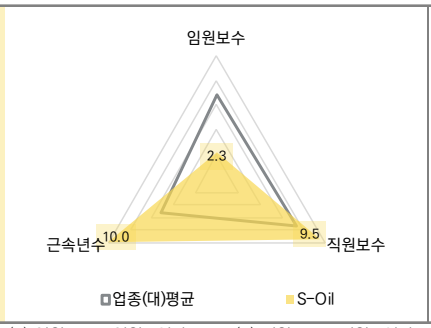
ESG 항목별 세부점수

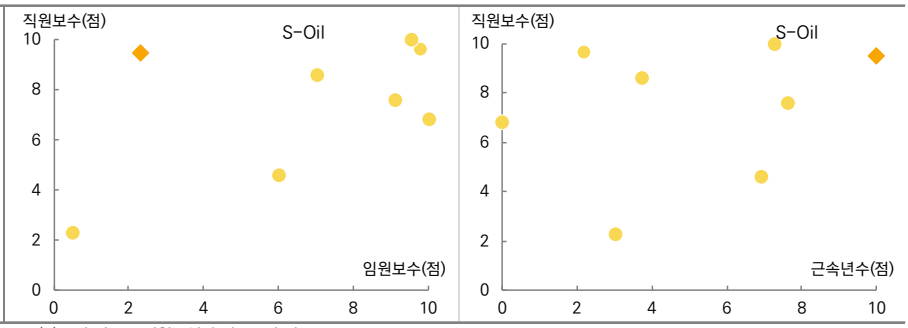


동일업종(대) 기업 간 비교

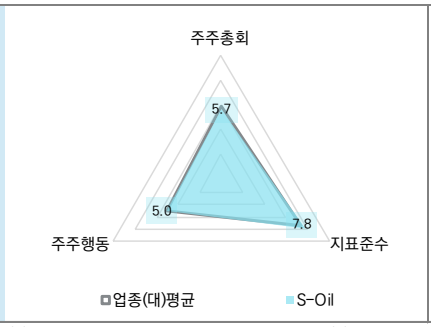


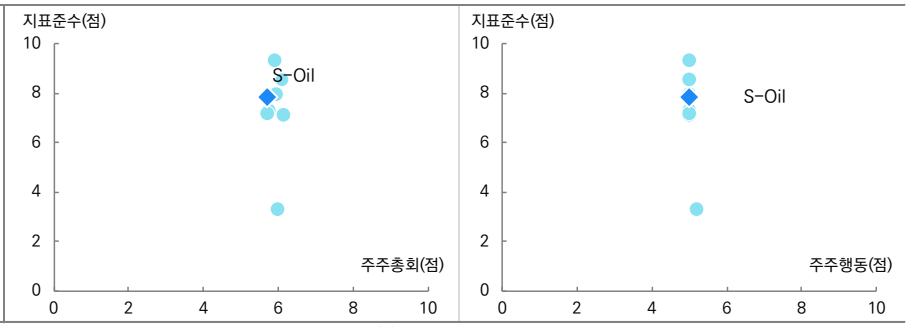
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





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





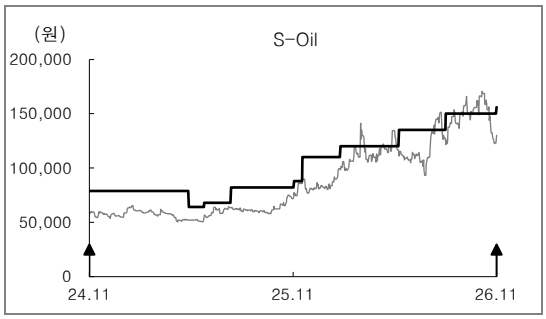
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

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)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2026.11.02	매수	156,000	-	-
2026.08.03	매수	150,000	-1.57	13.73
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



* 괴리율 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 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.