

# S-Oil — 반년에 작년의 9배

1H26 영업이익 2조 1,961억원 = FY2025 연간의 9.3배

- 1H26 영업이익 2조 1,961억원 — FY2025 연간 2,356억원의 9.3배이고 전년 상반기는 -3,655억원이었다.
- FY2025 영업활동현금흐름 3조 9,423억원은 영업이익의 16.7배 — 매입채무회전일수가 25.4일 늘었다.
- 그 현금은 CAPEX 3조 9,086억원(+27.3%)으로 거의 그대로 나갔다.

## 바닥에서 반년 만에 9배가 됐다

FY2025는 바닥이었다. 영업이익 2,356억원으로 FY2022 3조 4,052억원의 **6.9%**에 그쳤고, 분기로는 1Q -215억원, 2Q -3,440억원의 적자를 지나 3Q +2,292억원, 4Q +3,719억원으로 돌아섰다.

2026년은 완전히 다르다. 1Q26 영업이익 **1조 2,311억원**, 2Q26 9,650억원으로 상반기 누계 **2조 1,961억원**이다. 전년 상반기 -3,655억원에서 흑자전환한 정도가 아니라 **FY2025 연간의 9.3배**(표 1).

2Q26 매출은 11조 3,435억원(QoQ +26.8%)인데 영업이익은 QoQ -21.6%다 — 정유업에서 매출은 유가에, 이익은 정제마진에 따라 움직이므로 두 지표는 반대로 갈 수 있다.

## 작년 현금은 지급을 미뤄 만들었다

FY2025 영업활동현금흐름은 **3조 9,423억원**으로 전년 1조 4,676억원 대비 168.6% 늘었다. **영업이익 2,356억원의 16.7배**다.

이익이 바닥인 해에 현금이 이만큼 들어온 이유는 운전자본에 있다. **매입채무회전일수가 51.3일에서 76.7일로 25.4일 늘었고**, 그 결과 현금전환주기가 16.6일에서 **-9.5일**이 됐다 — 원재료 대금을 치르기 전에 판매 대금이 먼저 들어오는 구조가 된 것이다(표 3).

**지급을 미뤄 만든 현금**은 되돌아온다 — 매입채무회전일수가 예년(2016~2023년 21.7~45.5일)으로 회귀하면 그만큼 빠져나간다. 재고(46.3→45.8일)와 매출채권(21.6→21.4일)은 거의 그대로였으므로 현금 개선은 이 한 항목이 만들었다.

## 그 현금

FY2025 CAPEX는 3조 9,086억원(+27.3%)이다. **영업활동현금흐름에서 CAPEX를 빼면 337억원이 남는다** — 지급을 미뤄 만든 현금이 설비투자자로 거의 그대로 나갔다. 부채총계도 17조 6,696억원(+12.1%)으로 늘어 부채비율 198.8%다. 회사는 약 10조 원 규모 석유화학 설비 가동을 준비 중이나 **투자액이 프로젝트별로 분리되지 않아** CAPEX 용처는 특정하지 않았다(표 3).

## 물량은 늘고 매출은 줄었다

FY2025 제품별 매출은 경유 10조 493억원(-7.7%), 항공유 4조 3,752억원(-1.2%), 윤활기유 2조 8,280억원(-4.5%)으로 **전 품목이 줄었다**. 그런데 **정유 생산실적은 2.7% 늘었다** — **물량이 늘어난 해에 매출이 줄었으니 판매단가가 내려간 것**이다(표 2). 폴리머 생산은 -7.0%다.

10년 공시에서 배당 19건이 환원의 전부이고 **회식은 0건**, 위험신호도 전부 꺼져 있다. 외국인 지분율 **79.7%**(최대주주 사우디 아람코)는 이번 작업에서 가장 높다. **PER 90.59배가 동종 최상단인 것은 분모인 FY2025 순이익이 바닥이기** 때문이다.

국면 판단

## 마진 반등 운전자본·투자 부담

현재주가 (26/08/07)

**137,600원**

목표주가

**제시하지 않음**

투자자문업이 아니므로 투자의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**매입채무회전일수  
(FY2025 76.7일, +25.4일)**

## Key Data

|             |                               |
|-------------|-------------------------------|
| 시가총액        | 15.5조원                        |
| 발행주식수(보통주)  | 1.13억주                        |
| PER / PBR   | 90.6배(이익 바닥) / 1.8배           |
| 외국인 / 공매도잔고 | 79.7% / 0.3%                  |
| 부채비율        | 198.8% (부채 17.7조 · 자기자본 8.9조) |
| 위험신호 / 표시점수 | 0건 / 91점 A+                   |

## 영업실적 및 주요 지표

| 구분                 | 2023        | 2024        | 2025        | 1H26    |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|---------|
| 매출액(억원)            | 357,267     | 366,370     | 342,470     | 202,862 |
| 영업이익(억원)           | 13,546      | 4,222       | 2,356       | 21,961  |
| 영업이익률(%)           | 3.79        | 1.15        | 0.69        | 10.83   |
| 순이익(억원)            | 9,488       | -1,930      | 1,770       | 12,356  |
| 영업활동현금흐름(억원)       | 25,257      | 14,676      | 39,423      | 주p      |
| CAPEX(억원)          | 21,881      | 30,693      | 39,086      | 주p      |
| 매입채무회전 / 현금전환주기(일) | 43.3 / 30.7 | 51.3 / 16.6 | 76.7 / -9.5 | 주p      |

부채총계 125,386 → 157,558 → 176,696억. 1H26 지배주주 순이익은 연결과 동일. 8/3 연결 잠정(검토전). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 바닥과 반등 (단위: 억원, %)

| 구분                                                                                         | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액                                                                                        | 89,905 | 80,485 | 84,154 | 87,926 | 89,427 | 113,435 |
| 영업이익                                                                                       | -215   | -3,440 | 2,292  | 3,719  | 12,311 | 9,650   |
| 영업이익률(%)                                                                                   | -0.24  | -4.27  | 2.72   | 4.23   | 13.77  | 8.51    |
| 세전이익                                                                                       | -      | -1,063 | -      | -      | 9,914  | 7,055   |
| 순이익                                                                                        | -446   | -668   | 632    | 2,252  | 7,210  | 5,146   |
| TTM 영업이익                                                                                   | -534   | -5,580 | 861    | 2,356  | 14,882 | -       |
| 1H26 — 매출 202,862(+19.1%) · 영업이익 21,961(1H25 -3,655) · 순이익 12,356 · FY2025 연간(2,356)의 9.3배 |        |        |        |        |        |         |

주: 2Q26은 매출이 QoQ +26.8%인데 영업이익은 -21.6%다 — 정유업에서 매출은 유가에, 이익은 정제마진에 좌우되므로 두 지표가 반대로 갈 수 있다. 정제마진 지표가 공시 범위에 없어 이익 변동을 마진으로 계량하지 않았다. 1Q25-3Q25-4Q25 세전이익은 잠정 공시 비교 범위 밖이라 공란이다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260803800274)·분기보고서(2026.03, 20260515000478)

표 2. 물량은 늘고 매출은 줄었다 (단위: 억원, 천배럴, 천톤, %)

| 구분               | 2024    | 2025    | 증감    |
|------------------|---------|---------|-------|
| 경유 매출            | 108,919 | 100,493 | -7.7% |
| 항공유 매출           | 44,267  | 43,752  | -1.2% |
| 윤활기유 매출          | 29,600  | 28,280  | -4.5% |
| 연결 매출            | 366,370 | 342,470 | -6.5% |
| 생산 — 매출과 방향이 반대다 |         |         |       |
| 정유 생산실적(천배럴)     | 229,844 | 236,050 | +2.7% |
| 폴리머 생산실적(천톤)     | 700     | 651     | -7.0% |

주: 정유 생산량이 2.7% 늘어난 해에 전 품목 매출이 줄었다 — 판매단가 하락으로 일한다. 제품별 판매단가가 공시 범위에 없어 물량·단가를 정밀 분해하지 않았다. 부문별 영업이익도 공시되지 않아 정유·석유화학·윤활기유의 수익성을 나누지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 제품별 매출·생산실적

표 3. 현금은 어디서 왔고 어디로 갔나 (단위: 억원, 일, 배)

| 구분                   | 2023            | 2024             | 2025           |
|----------------------|-----------------|------------------|----------------|
| 영업이익 / 영업활동현금흐름      | 13,546 / 25,257 | 4,222 / 14,676   | 2,356 / 39,423 |
| 영업CF ÷ 영업이익(배)       | 1.86            | 3.48             | 16.73          |
| 매입채무회전일수 / 현금전환주기(일) | 43.3 / 30.7     | 51.3 / 16.6      | 76.7 / -9.5    |
| CAPEX / 영업CF-CAPEX   | 21,881 / +3,376 | 30,693 / -16,017 | 39,086 / +337  |

주: 매출채권·재고 회전일수는 거의 변하지 않았고 매입채무회전일수만 25.4일 늘어 현금전환주기가 마이너스가 됐다 — 원재료 대금을 치르기 전에 판매 대금이 먼저 들어오는 상태다. 이 항목이 예년(2016~2023년 21.7~45.5일) 수준으로 돌아가면 현금도 그만큼 빠져나간다. 회사는 약 10조원 규모 석유화학 설비 가동을 준비 중이라고 밝혔으나 투자 금액이 프로젝트별로 분리되지 않아 CAPEX 용처를 특정하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표

점점 지표

1순위는 매입채무회전일수다. FY2025 76.7일이 만든 현금(영업CF가 영업이익의 16.7배)은 지급을 미뤄 확보한 것이므로, 이 값이 예년 수준으로 되돌아가면 현금도 함께 빠진다. 현금전환주기 -9.5일이 플러스로 돌아서는지를 같이 본다. 이익 쪽에서는 1H26 영업이익 2조 1,961억원이 하반기에도 이어지는지가 관건이며, 2Q26이 QoQ -21.6%였다는 점에서 정제마진이 이미 정점을 지났을 가능성도 함께 본다. CAPEX 3조 9,086억원(+27.3%)이 계속되면 영업CF-CAPEX가 다시 마이너스로 갈 수 있다. PER 90.59배는 분모가 바닥인 구간의 값이다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515000478) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260803800274).

한계: ① 2Q26은 검토 전 잠정치다. ② 정제마진 지표가 공시 범위에 없어 이익 변동을 마진으로 계량하지 않았다. ③ 제품별 판매단가가 없어 매출 감소를 물량·단가로 정밀 분해하지 않았다. ④ 부문별 영업이익이 공시되지 않아 정유·석유화학·윤활기유의 수익성을 나누지 않았다. ⑤ 석유화학 설비 투자액이 프로젝트별로 분리되지 않아 CAPEX 용처를 특정하지 않았다. ⑥ 매입채무 증가의 거래 조건 변경 여부가 공시에서 확인되지 않아 원인을 단정하지 않았다.