

S-Oil (010950)

정유업황 호황기 장기화 조짐

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

4Q25 Review: OSP 하락 & 제품별 수요 호조 지속

S-Oil은 4Q25 매출액 8.7조원, 영업이익 4,244억원을 달성. 2025년 연간 34.2조원, 영업이익 2,881억원의 영업실적을 기록. 정유부문과 윤활부문이 분기별 영업실적 눈높이 상승을 견인하는 중. (1) 정유부문은 각 제품별 Dubai유가 대비 마진이 휘발유 +59.5% QoQ, Jet/Kerosene +52.8% QoQ, 디젤 +30.5% QoQ 상승, (2) 윤활부문 또한 +9.1% QoQ 수익성 개선되며 이익 증가를 견인

Meritz Research 2026. 1. 27

2026년 정유업종 공급 건전성 유지, 수요 또한 견고해지며 업종 호황국면 지속

2026년 원유/천연가스 등 광물 주도권 경쟁과 탈탄소 정책 규제 완화는 되려 미국/한국 정유사들에 긍정적 변수로 작용. [대외변수] (1) 미국의 베네수엘라 원유 재건 추진: 미국 Upstream 기업들(Chevron, SLB 등)의 베네수엘라 원유 투자 움직임 속도전, 미국 정유사들의 상대적 가격 협상력 우위는 사우디 OSP 단가 추가 인하 가능, (2) 탈탄소 정책: 미국 전기차 구매 보조금 지급 종료 등 휘발유 및 기존 석유제품들에 수요 여건 긍정적, [공급] 경쟁력 열위의 생산설비들 폐쇄(80만배럴/일) 등 구조조정 진행으로 신규 설비 가동규모를 감안한 Net 증가량(79만배럴/일) 대비 수요 증분이 높아지는 타이트한 업황 형성

2026년 연중 S-Oil은 적용 Multiple 상방 열려있어

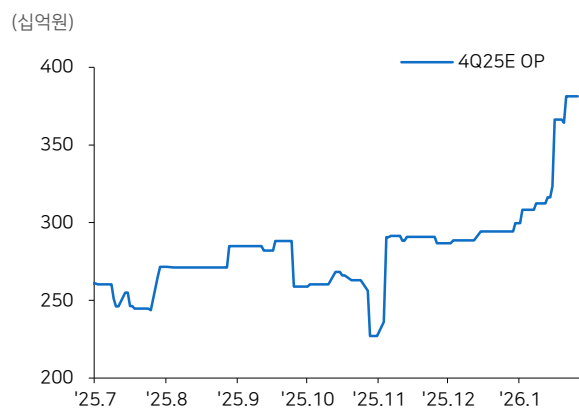
S-Oil의 주가는 전일 종가 기준 PBR 1.3배 수준으로 마감. 2026년 상반기 제품별 수요 성수기 진입에 따른 영업실적 눈높이 추가 상향 가시성과 공급 건전성에 기반한 낙관적 업황 장기화 조짐은 동시에 적정 Multiple 상향으로 이어질 전망. 과거 PBR Multiple 상단은 2010년 3.8배, 2017년 2.5배. 현재의 사우디 OSP 하락의 긍정적 대외여건과 제품별 수요 성수기 진입에 정유업종은 영업실적 눈높이와 적정 Multiple 역시 상향될 여지가 높아

표1 S-Oil 4Q25P Review 테이블

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	8,792.6	8,917.1	-1.4	8415.4	4.5	8,610.2	2.1	8,679.3	1.3
영업이익	424.5	222.4	90.9	229.2	85.2	381.3	11.3	435.8	-2.6
세전이익	317.9	-246.4	-229.0	81.5	290.2	323.2	-1.6	463.8	-31.4
순이익(지배주주)	265.0	-131.7	-301.2	63.2	319.3	229.8	15.3	347.8	-23.8
영업이익률(%)	4.8	2.5		2.7		4.4		5.0	
세전이익률(%)	3.6	-2.8		1.0		3.8		5.3	
순이익률(%)	3.0	-1.5		0.8		2.7		4.0	

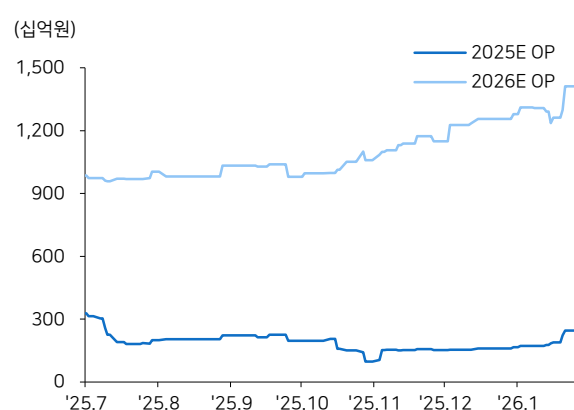
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림1 S-Oil 4Q25 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Dubai유 가격 추이



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

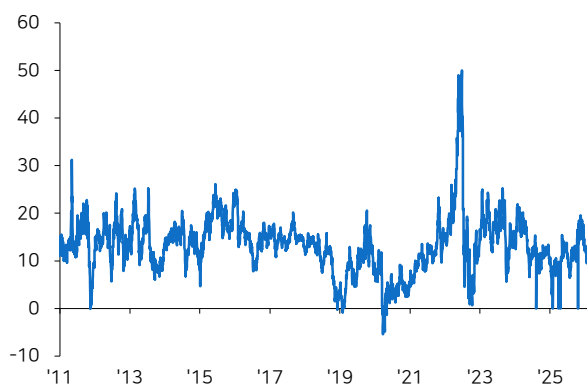
그림4 OSP 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 휘발유 스프레드 추이

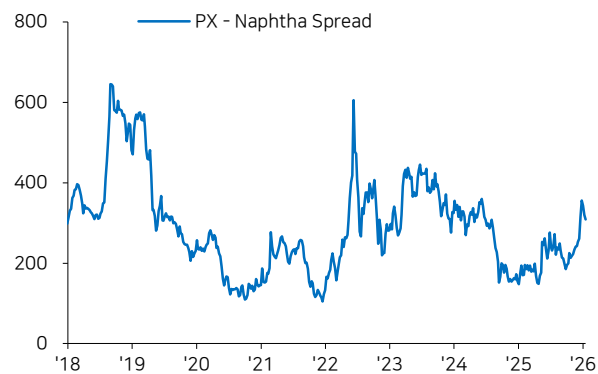
(달러/배럴)



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PX 스프레드 추이

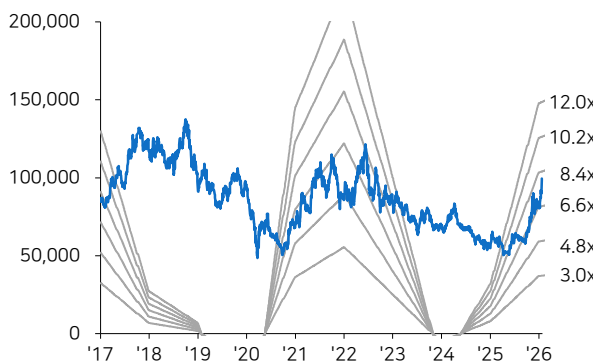
(달러/톤)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 S-Oil 12M Fwd PER 밴드 차트

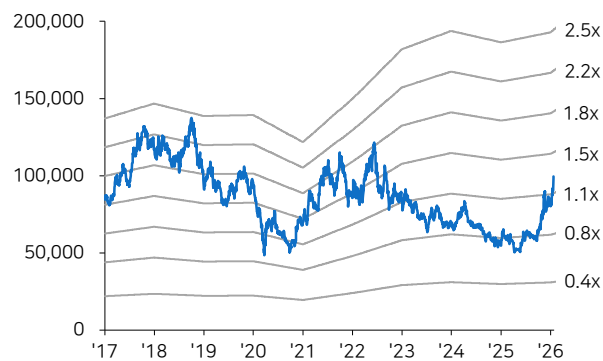
(원)



자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드 차트

(원)



자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.