COMPANY UPDATE

2026. 1. 2

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

S-Oil (010950)

4Q25 preview - 유가 하락을 상쇄할 정제마진 개선 효과

- 4Q 영업이익은 4,068억원(+78%QoQ)으로 컨센서스(2,944억원) 38% 상회 전망. 유가 하락으로 인한 부정적 영향을 정제마진 개선으로 상쇄.
- 1H26까진 정제마진 호조세 이어질 전망이며, 낮아진 유가에서 시작하는 2026년 영업환경도 긍정적. 목표주가 및 업종 내 Top-pick 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

4Q25 preview, 컨센서스 상회 전망: 영업이익은 4,068억원(+78%QoQ)으로 컨센서스(2,944억원, FnGuide) 상회 예상. 이는 정유업 이익 상향에 기인하고, 유가 하락에 따른 재고 평가손익 감소를 정제마진 개선으로 상쇄 전망.

- **정유 부문:** 영업이익은 2,967억원(+157%QoQ) 예상. 원/달러 환율은 상승했지만, 두바이 유가는 9월 평균 69.9달러에서 12월 평균 62.0달러까지 크게 하락하여 재고 평가손익은 크게 감소(-826억원QoQ; +20억원→-806억원). 유가 하락은 래깅 효과에도 부정적 영향을 미쳤으나(-2.8달러QoQ; +0.2달러→-2.6달러), 스팟 정제마진(+5.5달러QoQ; 11.5달러→17.1달러)이 대폭 개선되어 유가 하락에 따른 악재를 모두 상쇄. 3Q23 이후 최대치를 기록한 정제마진은 디젤(+5.3달러QoQ) 및 등유(+8.2달러QoQ) 뿐만 아니라 가솔린(+5.2달러QoQ) 동반 개선에 기인.
- **화학 부문:** 영업이익은 -282억원(-83억원QoQ) 예상. PO(+24%QoQ; 421→520달러) 및 PX(+7%QoQ; 228→245달러) 스프레드 개선에도 불구하고, 벤젠(-25%QoQ; 137→103달러) 및 PP(-20%QoQ; 276→221달러) 스프레드 약세 영향이 보다 클 것.
- **윤활기유 부문:** 영업이익은 1,384억원(+4%QoQ) 예상. 원재료 가격 변화가 제품 가격 변화에 미치는 영향에 있어 일부 시차효과(3개월 내외)가 존재하는 사업 특성상 유가 하락에 따른 단기 수익성 개선 기대.

(다음 페이지에 계속)

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	110,000원	32.5%
현재주가	83,000원	
시가총액	9.3조원	
주식수 (유동주식 비중)	112,582,792주 (36.6%)	
52주 최저/최고	50,400원/90,000원	
60일-평균거래대금	283.7억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
S-Oil (%)	8.2	38.6	51.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.8	1.0	-13.8

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	110,000	110,000	0.0%
2025E EPS	1,416	1,600	-11.5%
2026E EPS	6,122	5,922	3.4%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	18
목표주가	97,722
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	36,637	33,966	29,513	28,125
영업이익 (십억원)	422	270	1,126	1,077
순이익 (십억원)	-193	165	714	553
EPS (adj) (원)	-1,656	1,416	6,122	4,746
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	332.4	-22.5
EBITDA margin (%)	3.2	3.0	6.3	6.4
ROE (%)	-2.2	1.9	7.7	5.7
P/E (adj) (배)	n/a	58.6	13.6	17.5
P/B (배)	0.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	10.5	18.0	9.7	9.7
Dividend yield (%)	0.2	0.3	1.4	1.4

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

View, 낮은 유가에서 시작하는 2026년 영업환경이 긍정적: 동사 복합 정제마진은 2025년 9월 12.5달러에서 11월 19.9달러까지 급등 후 12월 15.1달러로 조정되었는데, 이는 러시아-우크라이나 종전 가능성 증가에 따른 수급 완화 우려와 연말 역내 수요 둔화에 기인. 그럼에도 1Q26 유럽의 대 러시아 제재 강화에 따라 1H26까지 등경유 중심의 공급 타이트와 가솔린 수요 성수기 진입이 정제마진 호조세 지속시킬 전망. 또한 2025년 말 두바이 국제유가는 61.6달러로 2024년 말 75.9달러 대비 크게 하락하여 마감. OPEC+의 증산 연기 등 공급 조절 움직임을 감안하면 2026년 유가 하락 폭은 제한적일 수 있으며, 이는 낮은 유가에서 2026년을 시작하는 동사 입장에선 추가적인 유가 하락에 따른 부정적 영향이 제한적일 수 있음을 의미. 즉, 2026년을 호의적인 영업환경에서 시작할 수 있음이 동사에게 긍정적. 목표주가 및 업종 내 Top-pick 의견 유지.

S-Oil: 4Q25 실적 요약

(십억원)	4Q25E	3Q25	4Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	8,511	8,415	8,917	8,445	1.1	-4.6	0.8
영업이익	407	229	222	294	77.5	82.9	38.2
세전이익	275	81	-246	259	237.3	RB	6.1
순이익	213	63	-132	156	237.3	RB	36.7
지배주주순이익	213	63	-132	149	237.3	RB	43.0
이익률 (%)							
영업이익	4.8	2.7	2.5	3.5			
세전이익	3.2	1.0	-2.8	3.1			
순이익	2.5	0.8	-1.5	1.8			
지배주주순이익	2.5	0.8	-1.5	1.8			

자료: S-Oil, FnGuide, 삼성증권 추정

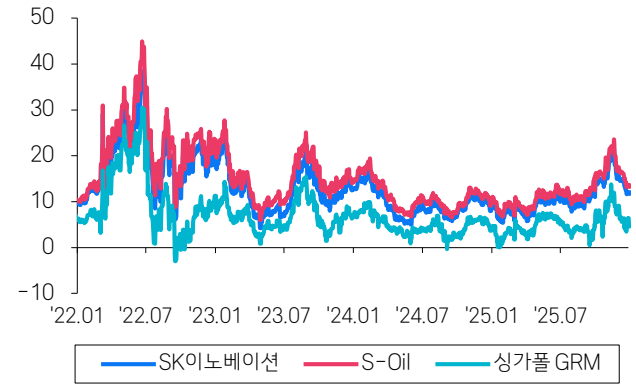
S-Oil: 4Q25 사업부별 실적

(십억원)	4Q25E	3Q25	4Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	**8,511**	**8,415**	**8,917**	**1.1**	**-4.6**
정유	6,798	6,694	7,014	1.5	-3.1
석유화학	1,038	1,016	1,096	2.2	-5.3
윤활기유	675	705	807	-4.2	-16.4
영업이익	**407**	**229**	**222**	**77.5**	**82.9**
정유	297	115	145	156.9	104.7
석유화학	-28	-20	-36	RR	RR
윤활기유	138	134	113	3.5	22.4
세전이익	275	81	-246	237.3	RB
당기순이익	**213**	**63**	**-132**	**237.3**	**RB**
이익률 (%)					
영업이익	4.8	2.7	2.5		
정유	4.4	1.7	2.1		
석유화학	-2.7	-2.0	-3.2		
윤활기유	20.5	19.0	14.0		
세전이익	3.2	1.0	-2.8		
당기순이익	2.5	0.8	-1.5		

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

국내 정유 2사: 종합 마진 추이

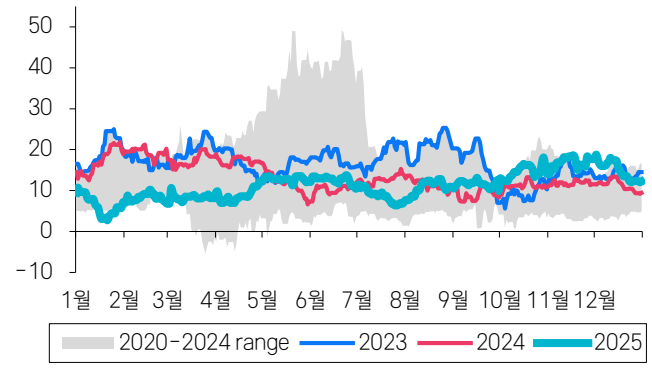
(달러/배럴)



자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)

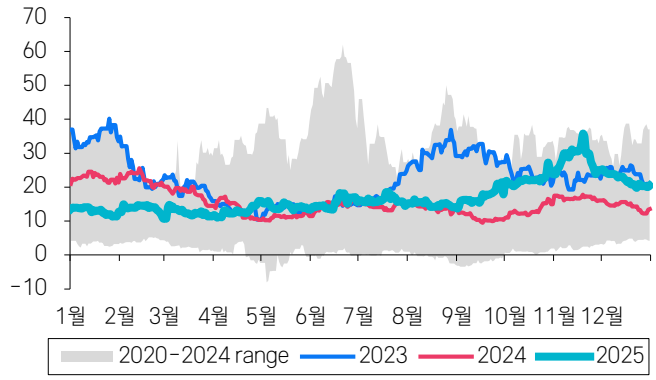
(달러/배럴)



자료: Petronet, 삼성증권

등유-두바이 원유 스프레드 (spot)

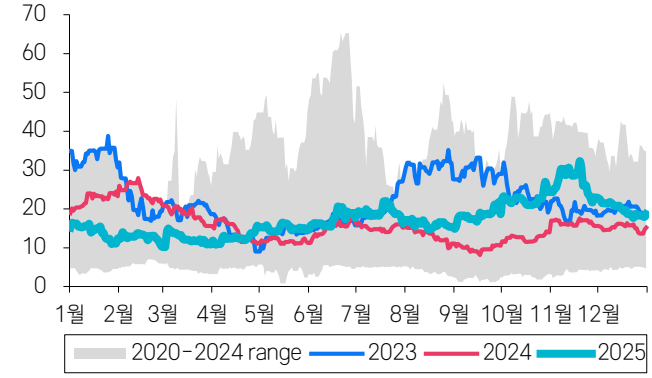
(달러/배럴)



자료: Petronet, 삼성증권

디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)

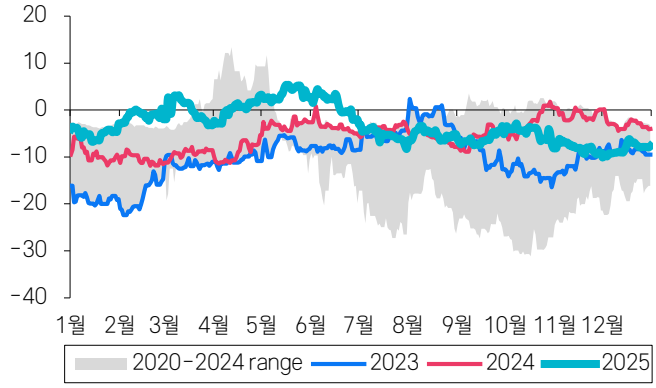
(달러/배럴)



자료: Petronet, 삼성증권

HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)

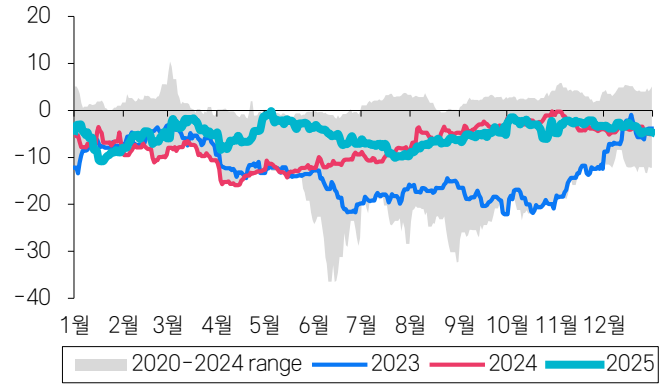
(달러/배럴)



자료: Petronet, 삼성증권

나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)

(달러/배럴)



자료: Petronet, 삼성증권

S-Oil: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,430	1,390	1,350	1,315	1,306	1,365	1,422	1,371
매출액	**8,991**	**8,049**	**8,415**	**8,511**	**7,778**	**7,460**	**7,268**	**7,007**	**35,727**	**36,637**	**33,966**	**29,513**
성장률 (%q-q)	0.8	-10.5	4.6	1.1	-8.6	-4.1	-2.6	-3.6				
성장률 (%y-y)	-3.4	-15.9	-4.8	-4.6	-13.5	-7.3	-13.6	-17.7	-15.8	2.5	-7.3	-13.1
정유	7,072	6,260	6,694	6,798	6,080	5,792	5,639	5,430	28,257	28,805	26,824	22,941
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,038	1,024	991	967	946	4,385	4,703	4,216	3,928
윤활기유	791	755	705	675	673	676	662	632	3,085	3,130	2,925	2,643
영업이익	**-22**	**-344**	**229**	**407**	**397**	**259**	**275**	**194**	**1,355**	**422**	**270**	**1,126**
성장률 (%q-q)	BR	RR	RB	77.5	-2.3	-34.7	6.2	-29.5				
성장률 (%y-y)	BR	BR	RB	82.9	RB	RB	20.1	-52.3	-60.2	-68.8	-35.9	316.4
정유	-57	-441	115	297	269	109	111	67	353	-273	-86	556
성장률 (%q-q)	BR	RR	RB	156.9	-9.3	-59.5	1.5	-39.4				
성장률 (%y-y)	BR	RR	RB	104.7	RB	RB	-4.1	-77.4	-84.9	BR	RR	RB
석유화학	-75	-35	-20	-28	4	16	11	8	191	127	-157	39
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RB	297.4	-29.5	-24.8				
성장률 (%y-y)	BR	BR	BR	RR	RB	RB	RB	RB	RB	-33.2	BR	RB
윤활기유	110	132	134	138	124	134	153	119	810	568	513	531
성장률 (%q-q)	-2.9	20.1	1.4	3.5	-10.2	8.3	14.1	-22.6				
성장률 (%y-y)	-29.5	-9.6	-13.1	22.4	13.2	2.0	14.8	-14.2	-27.0	-29.9	-9.7	3.4
세전이익	-67	-106	81	275	361	227	240	142	1,132	-333	183	970
성장률 (%q-q)	RR	RR	RB	237.3	97.8	-37.2	5.5	-40.7				
성장률 (%y-y)	BR	RR	RB	RB	RB	RB	194.1	-48.3	-5.4	BR	-19.6	RB
순이익	**-45**	**-67**	**63**	**213**	**266**	**167**	**176**	**105**	**949**	**-193**	**165**	**714**
성장률 (%q-q)	RR	RR	RB	237.3	61.1	-37.2	5.5	-40.7				
성장률 (%y-y)	BR	RR	RB	RB	RB	RB	178.9	-51.0	9.0	BR	-0.7	RB
지배주주순이익	-45	-67	63	213	266	167	176	105	949	-193	165	714
이익률 (%)												
영업이익	-0.2	-4.3	2.7	4.8	5.1	3.5	3.8	2.8	3.8	1.2	0.8	3.8
정유	-0.8	-7.0	1.7	4.4	4.4	1.9	2.0	1.2	1.3	-0.9	-0.3	2.4
석유화학	-6.6	-3.4	-2.0	-2.7	0.4	1.6	1.2	0.9	4.3	2.7	-3.7	1.0
윤활기유	13.9	17.5	19.0	20.5	18.4	19.9	23.2	18.8	26.3	18.2	17.5	20.1
세전이익	-0.7	-1.3	1.0	3.2	4.6	3.0	3.3	2.0	3.2	-0.9	0.5	3.3
순이익	-0.5	-0.8	0.8	2.5	3.4	2.2	2.4	1.5	2.7	-0.5	0.5	2.4

자료: S-Oil, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**35,727**	**36,637**	**33,966**	**29,513**	**28,125**
매출원가	33,621	35,411	32,951	27,739	26,431
매출총이익	**2,106**	**1,226**	**1,015**	**1,773**	**1,694**
(매출총이익률, %)	5.9	3.3	3.0	6.0	6.0
판매 및 일반관리비	751	804	745	647	617
영업이익	**1,355**	**422**	**270**	**1,126**	**1,077**
(영업이익률, %)	3.8	1.2	0.8	3.8	3.8
영업외손익	**-223**	**-755**	**-88**	**-156**	**-325**
금융수익	299	389	715	515	298
금융비용	500	833	547	464	442
지분법손익	2	6	6	6	6
기타	-24	-317	-262	-214	-187
세전이익	**1,132**	**-333**	**183**	**970**	**752**
법인세	183	-139	18	256	199
(법인세율, %)	16.2	41.9	9.6	26.4	26.4
계속사업이익	949	-193	165	714	553
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**949**	**-193**	**165**	**714**	**553**
(순이익률, %)	2.7	-0.5	0.5	2.4	2.0
지배주주순이익	949	-193	165	714	553
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	2,074	1,174	1,026	1,855	1,798
(EBITDA 이익률, %)	5.8	3.2	3.0	6.3	6.4
EPS (지배주주)	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746
EPS (연결기준)	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746
수정 EPS (원)*	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**9,648**	**10,048**	**7,615**	**8,942**	**9,243**
현금 및 현금등가물	1,963	1,946	299	2,749	3,469
매출채권	2,308	2,171	1,817	1,416	1,222
재고자산	4,639	4,493	4,165	3,619	3,449
기타	738	1,438	1,333	1,158	1,104
비유동자산	**11,928**	**14,403**	**17,790**	**18,198**	**18,024**
투자자산	168	203	195	183	179
유형자산	11,152	13,582	16,986	17,415	17,253
무형자산	116	149	139	130	122
기타	493	470	470	470	470
자산총계	**21,576**	**24,451**	**25,405**	**27,141**	**27,267**
유동부채	**9,255**	**11,657**	**10,440**	**9,511**	**9,221**
매입채무	3,989	4,982	4,618	4,013	3,824
단기차입금	2,142	3,355	3,355	3,355	3,355
기타 유동부채	3,123	3,320	2,466	2,143	2,042
비유동부채	**3,284**	**4,099**	**6,087**	**8,067**	**8,061**
사채 및 장기차입금	2,837	3,791	5,791	7,791	7,791
기타 비유동부채	447	308	296	276	270
부채총계	**12,539**	**15,756**	**16,527**	**17,578**	**17,282**
지배주주지분	**9,038**	**8,696**	**8,878**	**9,563**	**9,985**
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,181	7,866	8,288
기타	35	42	74	74	74
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**9,038**	**8,696**	**8,878**	**9,563**	**9,985**
순부채	3,839	6,001	8,988	8,538	7,819

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**2,526**	**1,468**	**1,573**	**1,948**	**1,672**
당기순이익	949	-193	165	714	553
현금유출입이없는 비용 및 수익	995	1,328	1,201	1,310	1,187
유형자산 감가상각비	711	741	746	720	712
무형자산 상각비	8	11	10	9	8
기타	276	576	445	581	467
영업활동 자산부채 변동	1,473	829	217	174	123
투자활동에서의 현금흐름	**-2,066**	**-3,027**	**-4,582**	**-1,473**	**-827**
유형자산 증감	-2,165	-3,038	-4,150	-1,150	-550
장단기금융자산의 증감	151	-57	9	15	5
기타	-52	68	-441	-338	-282
재무활동에서의 현금흐름	**193**	**1,539**	**1,321**	**1,964**	**-133**
차입금의 증가(감소)	618	2,167	1,336	1,993	-2
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-373	-189	-15	-29	-131
기타	-53	-439	0	0	-0
현금증감	653	-17	-1,647	2,450	720
기초현금	1,310	1,963	1,946	299	2,749
기말현금	1,963	1,946	299	2,749	3,469
Gross cash flow	**1,944**	**1,135**	**1,366**	**2,024**	**1,741**
Free cash flow	**340**	**-1,574**	**-2,577**	**798**	**1,122**

재무비율 및 주당지표

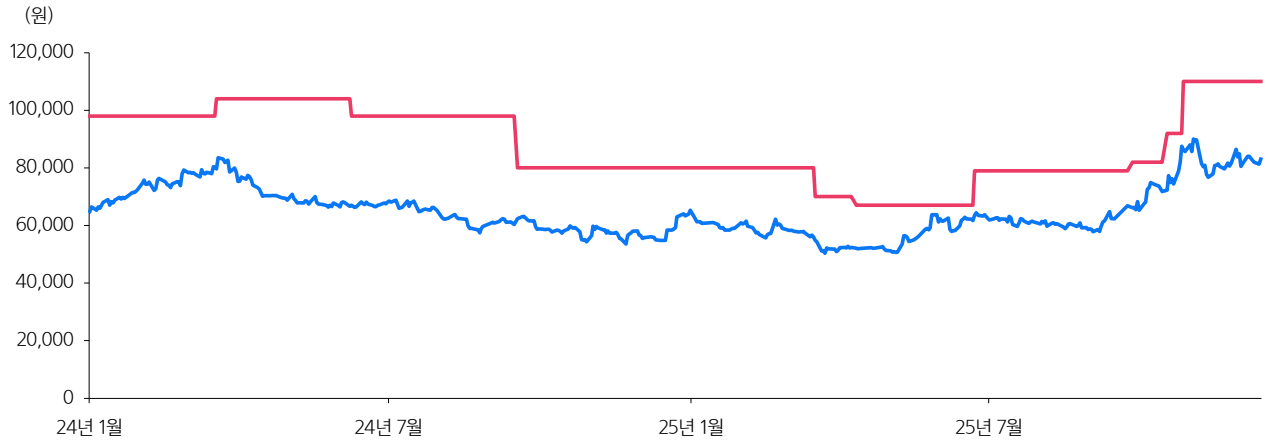
12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-15.8	2.5	-7.3	-13.1	-4.7
영업이익	-60.2	-68.8	-35.9	316.4	-4.4
순이익	-54.9	적전	흑전	332.4	-22.5
수정 EPS**	-54.9	적전	흑전	332.4	-22.5
주당지표					
EPS (지배주주)	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746
EPS (연결기준)	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746
수정 EPS**	8,137	-1,656	1,416	6,122	4,746
BPS	77,629	74,692	76,261	82,141	85,769
DPS (보통주)	1,700	125	250	1,125	1,125
Valuations (배)					
P/E***	8.6	n/a	58.6	13.6	17.5
P/B***	0.9	0.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.7	10.5	18.0	9.7	9.7
비율					
ROE (%)	10.8	-2.2	1.9	7.7	5.7
ROA (%)	4.6	-0.8	0.7	2.7	2.0
ROIC (%)	9.0	1.8	1.5	4.6	4.5
배당성향 (%)	20.2	-7.3	17.0	17.7	22.9
배당수익률 (보통주, %)	2.4	0.2	0.3	1.4	1.4
순부채비율 (%)	42.5	69.0	101.2	89.3	78.3
이자보상배율 (배)	5.7	1.5	n/a	n/a	n/a

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: S-Oil, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 12월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 12월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/9/27	2024/4/4	6/25	10/4	2025/4/3	4/28	7/9	10/13	11/3	11/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	98000	104000	98000	80000	70000	67000	79000	82000	92000	110000
괴리율 (평균)	-27.68	-31.26	-34.27	-26.70	-25.77	-15.35	-22.55	-13.94	-14.35	
괴리율 (최대or최소)	-17.96	-19.71	-29.80	-18.38	-22.29	-4.93	-15.44	-8.66	-4.89	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA