정유/화학

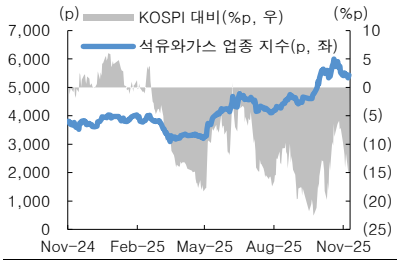
비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
S-Oil	매수	110,000원

주요 종목 valuation

		2024A	2025F	2026F
S-Oil (010950)	PER(x)	NM	NM	13.8
	PBR(x)	0.7	1.1	1.0
	EV/EBITDA(x)	10.5	13.5	5.8
	DY(%)	0.2%	0.2%	0.2%

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

Refine&Crack #1: 동북아시아 LNG와 석유의 가격 역전

열량 기준으로 동북아시아와 유럽의 천연가스보다 가격이 낮아진 석유

2025년 12월 2일 중유(벙커C유) 가격은 $54.3/bbl이다. 우리나라 LNG 벤치마크 가격인 LNG Japan/Korea Marker 가격은 $11/mmBtu, 유럽 천연가스 가격(ICE Dutch TTF)은 €27.9/MWh이다. 위에 언급한 두 지역의 천연가스 가격을 석유 가격으로 환산(열량 기준)하면, 동북아 LNG는 $64-66/bbl, 유럽 천연가스는 $55-57/bbl이 된다. 국제 유가 하락으로 인해 두 지역 모두 천연가스 가격이 중유 가격 대비 높아졌다. 미국을 제외한 세계 전력 다소비 지역의 천연가스 가격이 석유보다 높아졌다.

유럽, 동북아의 발전용 중유 수요 증가로 정제 마진 강세 지속될 전망

2024년 우리나라와 유럽, 일본의 석유 발전 비중은 1.1-2.3%였다. 미미한 수준이다. 과거 석유와 천연가스 가격 역전 시기(2015-2016년, 2022-2023년)에는 우리나라와 유럽, 일본의 석유 발전 비중이 2-4%까지 늘어났다.

중유는 친환경 이슈 등에 따른 수요 감소로 원유 대비 낮은 가격에 거래된다. 천연가스와 석유의 가격 역전으로 발전용 중유 수요가 늘어나면, 지금의 정제 마진 강세 기조가 더욱 강화될 것으로 전망된다.

원유 대비 가격이 낮은 중유를 원료로 사용하는 중국의 소규모 정유 설비(Teapot) 가동률 또한 낮아질 가능성이 높다. 중국의 소규모 정유 설비는 약 320만bpd로 우리나라 전체 정유 설비 규모와 유사하다. 중국 정유 설비 가동률 하락은 동북아시아 지역 물량 축소로 연결된다. 이는 동북아시아 지역 정제 마진 강세 기조를 더욱 강화할 것으로 예상된다.

석유와 천연가스 가격 역전: 석유 가격의 추가 하락 가능성 낮다

과거에도 동북아, 유럽의 천연가스와 석유의 가격 역전 현상 후에는 유가 하락이 진정되었다. 석유 수요 증가 때문이다. 유가 하락세가 안정되고, 발전용 중유 수요 증가 등으로 정제 마진 강세가 지속될 것으로 전망한다. 정유/석유화학 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 업종 내 최선호 기업은 S-OIL이다.

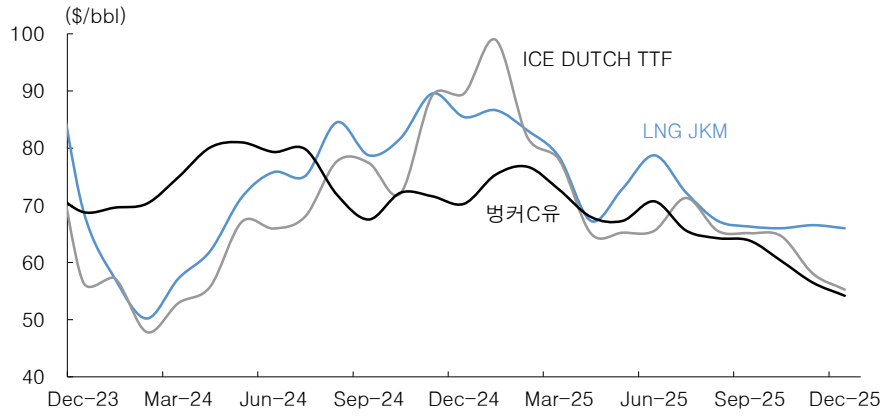
이충재
twim2000@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

유가 하락으로 중유 발전 비용이 천연가스 발전보다 낮아졌다

국제 유가 하락으로 인해 동북아시아와 유럽의 천연가스 가격이 중유 가격 대비 높아졌다. 미국을 제외한 세계 전력 다소비 지역 가스 가격이 석유보다 높아졌다.

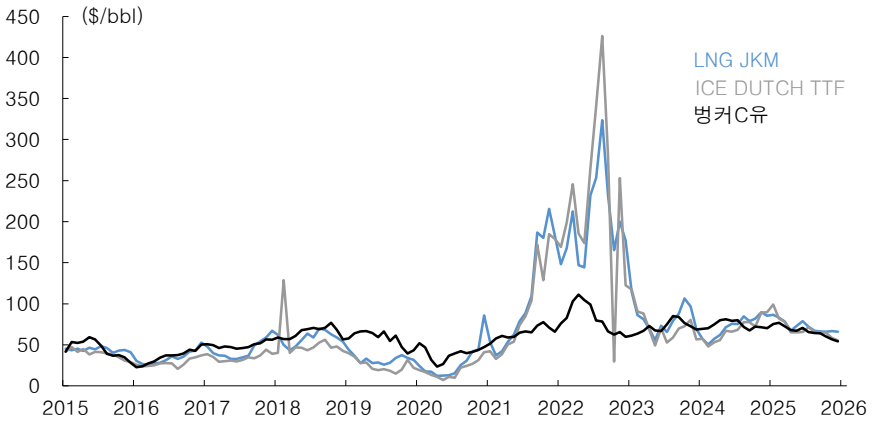
[그림 1] 동북아시아 LNG, 유럽 천연가스와 벙커C유의 가격 비교(2024-2025)



자료: Bloomberg, 한국석유공사, 한국투자증권

지난 10년 동안에는 OPEC이 미국 셰일 에너지 업체로부터 시장 점유율을 지키기 위한 증산으로 유가가 하락했던 2015-2016년과 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 천연가스 가격이 급등한 2022-2023년에 석유 가격이 천연가스 가격보다 낮았다.

[그림 2] 동북아시아 LNG, 유럽 천연가스와 벙커C유의 가격 비교(2015-2025)

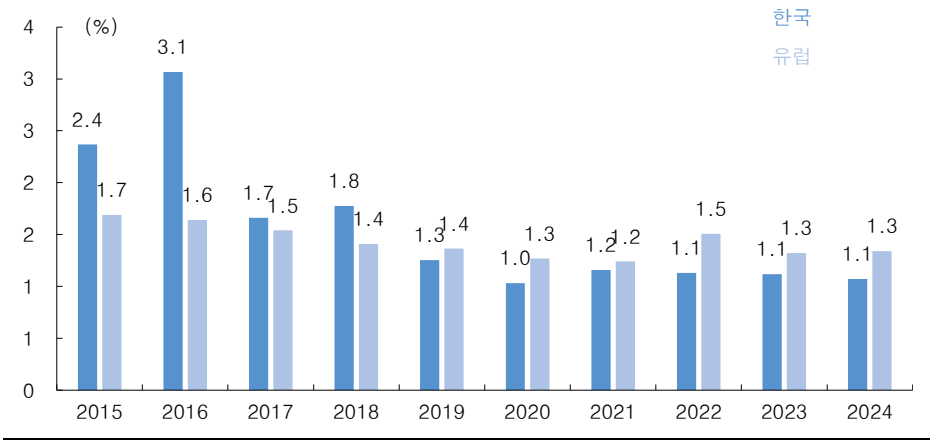


자료: Bloomberg, 한국석유공사, 한국투자증권

중유 발전 비용이 낮아지면 발전용 수요가 증가한다

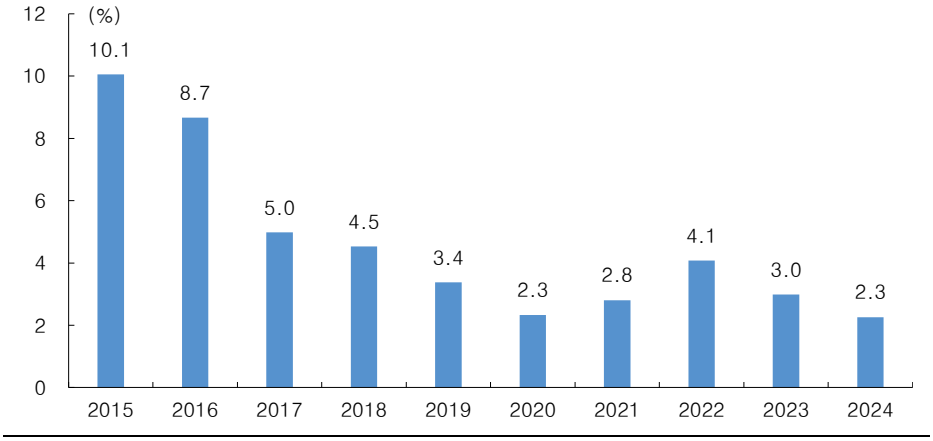
천연가스와 석유의 가격 역전으로 발전용 중유 수요가 늘어나게 되면, 지금의 정제 마진 강세 기조가 더욱 강화된다.

[그림 3] 우리나라와 유럽의 석유 발전 비중 추이: 2016, 2022년 석유 발전 비중 확대



자료: BP Stats 2025, 한국투자증권

[그림 4] 일본의 석유 발전 비중 추이: 2022년 석유 발전 비중이 4.1%로 확대

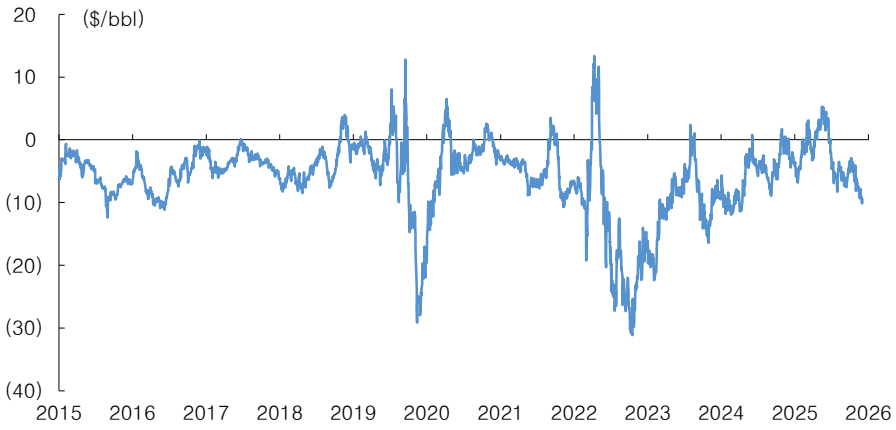


자료: BP Stats 2025, 한국투자증권

발전용 중유 수요 증가는 정제 마진 상승으로 연결된다

중국의 소규모 정유 설비(Teapot)는 원유 대신 중유를 원료로 투입한다. 중유 수요 증가에 따른 가격 상승으로 중국 정유 설비 가동률이 낮아질 가능성이 높다. 중국의 소규모 정유 설비 가동률 하락은 동북아 역내 정유 공급 감소로 이어진다.

[그림 5] 중유 정제 마진(벙커C유-두바이유) 추이: 2022년 $10/bbl 이상으로 정제 마진 상승

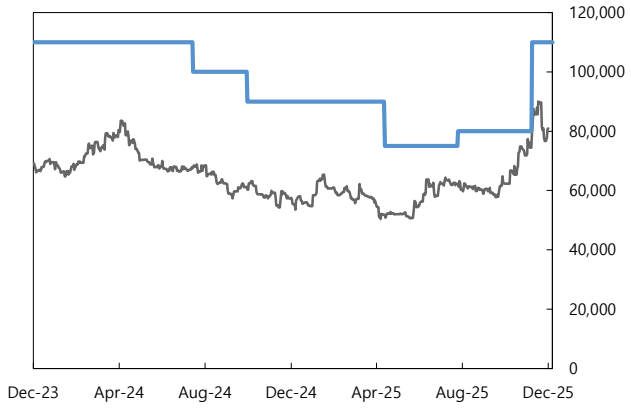


자료: 한국석유공사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
S-Oil (010950)	2023.09.08	매수	110,000원	-35.2	-24.1		2025.04.15	매수	75,000원	-23.6	-14.1
	2024.07.17	매수	100,000원	-36.4	-31.2		2025.07.28	매수	80,000원	-20.1	-3.4
	2024.10.02	매수	90,000원	-35.3	-27.4		2025.11.10	매수	110,000원	-	-

S-Oil(010950)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 3일 현재 S-Oil 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.