2026

INDUSTRY CREDIT OUTLOOK

- 정유 -

KOREA RATINGS

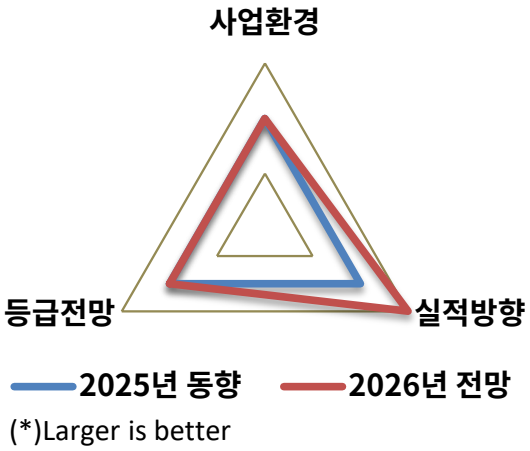
한국기업평가

유준위 기업1실 수석연구원
02.368.5403
jwyoo@korearatings.com

최주욱 기업1실 실장
02.368.5303
jwchoi@korearatings.com

정유: 유가 약세에도 실적 개선 전망

2026년 산업 전망			
사업환경	비우호	**중립**	우호
실적방향	저하	유지	**개선**
등급 전망	부정적	**중립적**	긍정적

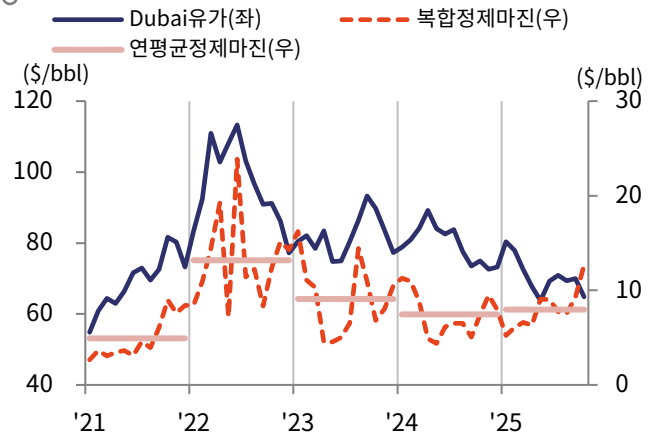


1. 2025년 Review - 유가 하향안정화 속에 평균 마진 전년과 유사

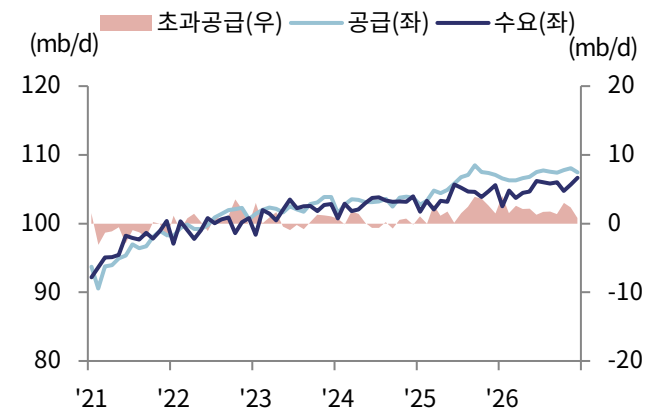
상반기 유가 하락에 따른 재고평가손실 발생, 평균적인 정제마진 전년과 유사

- **유가: 상반기 약세(1월 $80/bbl→ 6월 $69/bbl), 3분기 보합 후 4분기 하락(7월 $71/bbl → 9월 $70.0/bbl → 10월 $65/bbl)**
  - 상반기: OPEC+ 감산 완화, 미국 관세 강화로 인한 경기 둔화 등으로 대체로 약세 시현
  - 하반기: OPEC+ 증산, 북미 원유 생산 확대, 지정학적 리스크 등으로 하방압력 속에 혼조세
- **정제마진: 25.10(누적) 평균 $8.0/bbl(2024 $7.4/bbl)** [cf. 25.1Q $6.0/bbl, 25.2Q $8.1/bbl, 25.3Q $8.2/bbl, 25.10 $12.7/bbl]
- **업체별 실적: 재고관련 손실에도 불구 양호한 정제마진으로 전년 동기와 유사한 수준의 수익성 시현**
  - 재고관련 손실, 마진 하락 등으로 25.3Q (누적, 합산) EBITDA 4.7조원, EBITDA마진 3.4% (24.3Q (누적, 합산) EBITDA 4.5조원, EBITDA마진 3.1%)
  - 2025년 영업현금창출 유지, Capex 및 배당 감소로 레버리지 소폭 하락 추정

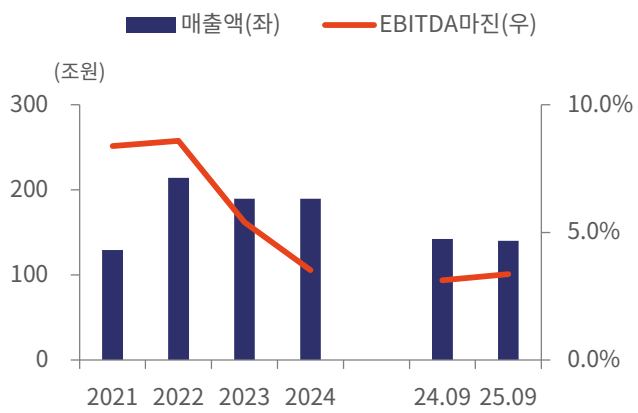
유가 및 정제마진 추이



원유 수급상황



합산 매출액 및 EBITDA마진 추이



주) SK이노베이션, GS칼텍스, S-Oil, HD현대오일뱅크 합산 기준
자료) Petronet, EIA, 각 사 연결감사보고서 및 분기보고서

2. 사업환경 전망 - 중립적

공급 확대로 인한 유가 하방 압력 높겠지만, 하방경직성 보일 전망

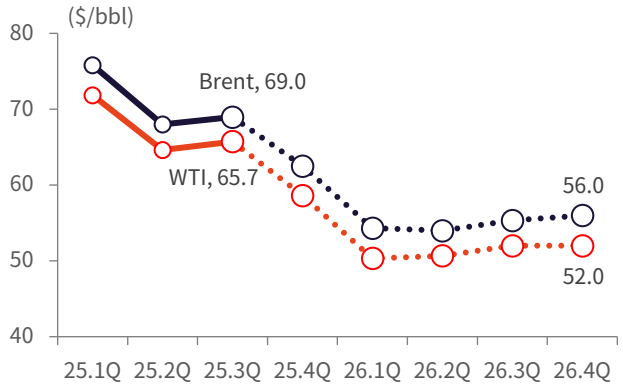
▪ **유가, $50~65/bbl 구간에서 등락 예상**

- 하락 요인: 경기 둔화, OPEC+ 증산, Non OPEC 생산 확대 등
- 하방 지지 요인: 중동, 러시아 등 지정학적 리스크, 셰일오일 등의 경제성 한계, OPEC+의 재정 균형 의지, 중국 및 미국의 전략비축유 매입 등

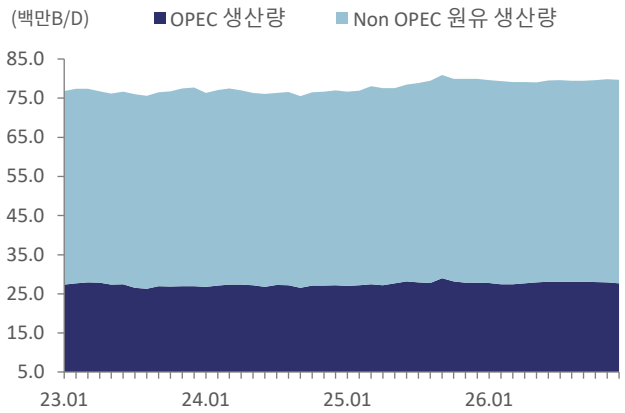
▪ **유가 관련 주요 모니터링 요인**

- 증산 관련 요인: OPEC+ 증산 수준, 비OPEC 공급 확대 수준 등
- 글로벌 경기 추이: 경기 둔화 예상, 관세 위험 재부각될 경우 예상을 하회하는 경제성장률 보일 우려 존재
- 지정학적 요인: 중동 분쟁, 러시아 제재 심화 여부

EIA의 유가 전망($/bbl)



원유 생산량 추이 및 전망



주요 기관의 경제성장률 전망(%)

구분	IMF		OECD	
	2025E	2026F	2025E	2026F
전세계	3.2	3.1	3.2	2.9
미국	2.0	2.1	1.8	1.5
EU	1.2	1.1	1.2	1.0
중국	4.8	4.2	4.9	4.4
인도	6.6	6.2	6.7	6.2
한국	0.9	1.8	1.0	2.2

자료) 산업자료 취합

3. 실적 전망 - 2025년 대비 개선

정제마진 강보합 속에 실적 개선 전망

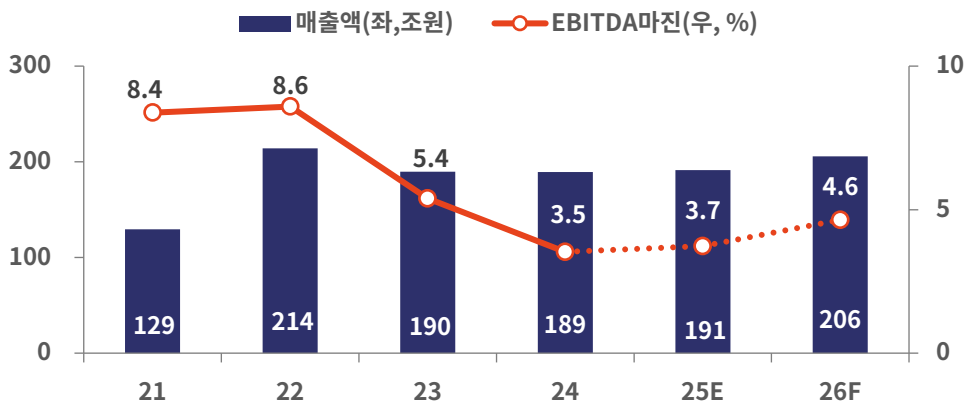
▪ **수급: 실질적인 공급부담 크지 않아 양호한 수급 가능할 전망**

- 양호한 수요 기반: 글로벌 저성장 하에 110만B/D 수준의 수요 성장 전망
- 실질 공급 부담 낮은 수준: 2026년 순증설 60~70만B/D 수준으로 수요 증분 하회할 전망

▪ **실적: 타이트한 수급 하에 양호한 정제마진에 힘입어 개선 전망**

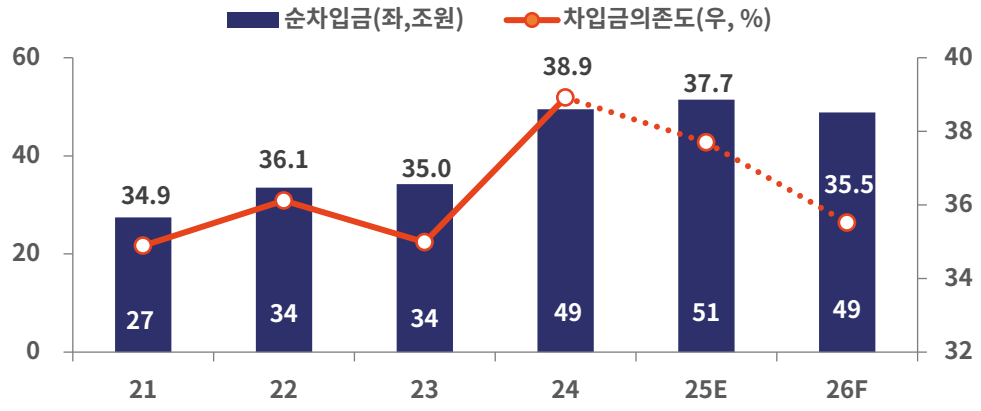
- 평균 정제마진 상승으로 영업현금창출 확대 가능할 전망. 다만, 유가 변동에 따른 재고관련 손익 모니터링 필요
- 투자, 배당 등에 소요되는 자금 부담에 자체 대응하며 레버리지 하락 전망

매출액 및 EBITDA마진 추이 및 전망



주) SK이노베이션, GS칼텍스, S-Oil, HD현대오일뱅크 연결 합산 기준
자료) 각 사 공시자료 및 KR 추정치

Leverage 추이 및 전망



4. 등급 전망 - 중립적

2026년 정유업 등급전망은 중립적

▪ 2025년 Review: 모든 정유사 신용등급 유지

- (상반기) 유가 약세에 따른 재고 관련 손실 발생, 설비 폐쇄, 러시아 시설 타격 등으로 실질 공급부담이 낮아 정제마진 양호
- (하반기) 3분기 유가 및 정제마진 보합, 4분기 유가 약세 속에 계절적 수요, 미 공장 화재 등에 따른 공급차질 등으로 마진 상승
- 영업현금창출 유지했지만, 투자 및 배당 감소 등으로 레버리지 소폭 하락

▪ 2026년 Key: 실적 개선 수준, 재무부담 완화 여부

- 2025년 대비 실적 개선 전망, 투자 등 자금 부담에 대응하며 재무 부담 완화 예상
- 대체로 현 수준의 신용도에 부합하는 실적 및 재무안정성 유지 전망

등급변동현황

업체명	2023	2024	2025
SK이노베이션	AA(S)	AA(S)	AA(S)
GS칼텍스	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)
S-Oil	AA(P)	AA+(S)	AA+(S)
HD현대오일뱅크	AA-(S)	AA-(S)	AA-(S)
SK에너지	AA(S)	AA(S)	AA(S)
SK인천석유화학	A+(S)	A+(S)	A+(S)

자료) KR

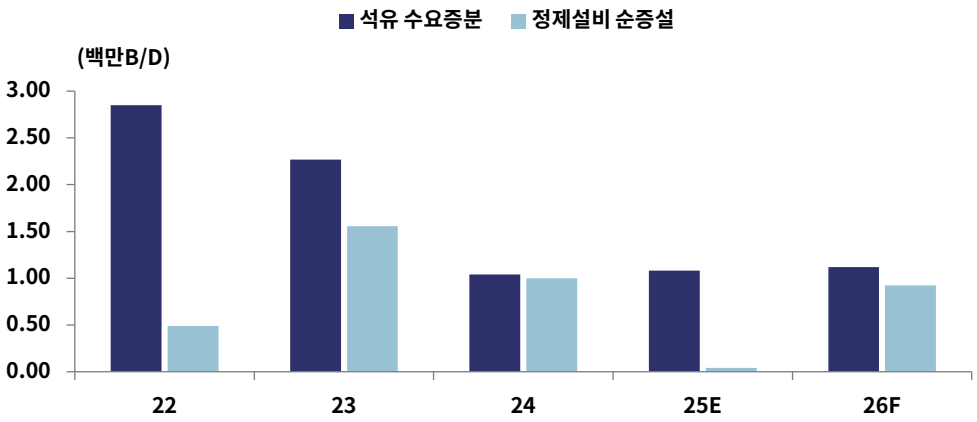
5. 주요 Credit issue

Q1. 2026년 정유업 신용도의 Key Issue는?

▪ 유가 하단 지지 여부와 재무위험 통제 여부

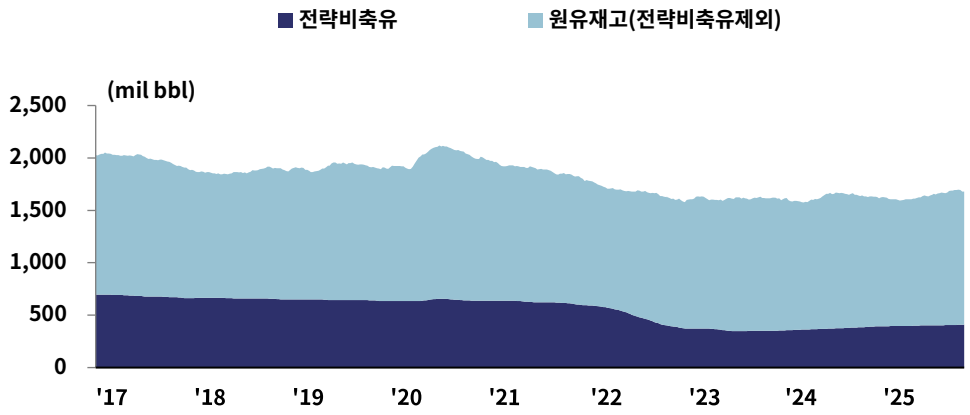
- OPEC+ 증산, Non OPEC 생산 확대, 경기 둔화 → 유가 하방 압력 높을 전망
  - 중국 및 미국의 전략비축유 매입, 지정학적 리스크, 셰일오일 등의 경제성 한계, OPEC+ 재정균형 의지 등이 유가 하단 지지 예상
- 국내 정유사 전반적으로 재무안정성 적절히 제어하겠지만, 각 사별 재무안정성 관련 모니터링 요인 차별화될 전망
  - [SK이노베이션] 자구계획을 통한 재무개선방안 / [S-Oil] Aramco 지원에 힘입은 재무 통제 / [HD현대오일뱅크] HD현대케미칼 구조개편에 따른 변화

글로벌 석유 수급 성장 전망



자료) 업계자료 취합

미국 원유 재고 추이(전략비축유 포함)



자료) EIA

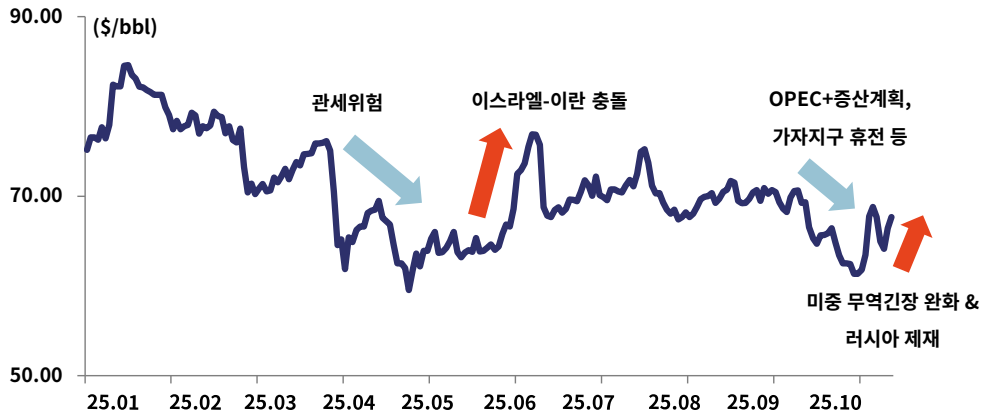
5. 주요 Credit issue

Q2.지정학적 불확실성 및 관세 위험이 정유업에 미치는 영향은?

▪ **원유 및 석유제품 수급 변화에 따른 정유사 실적변동성 확대 가능성 존재**

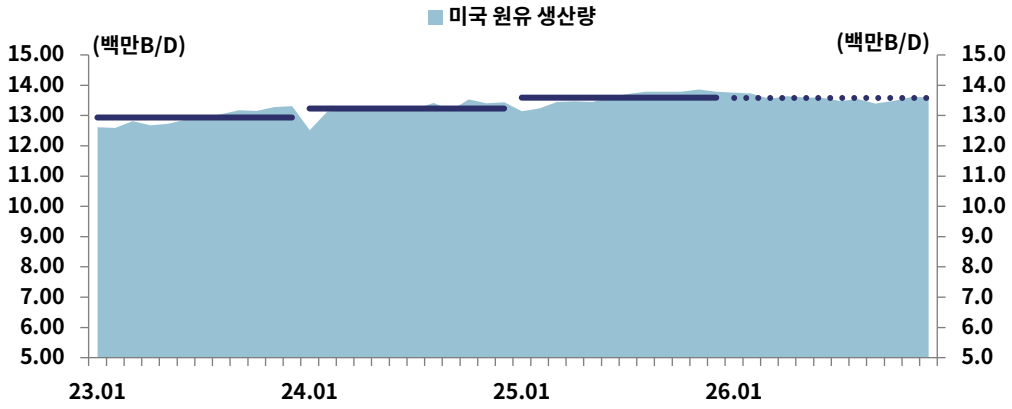
- 지정학적 리스크: 중동 분쟁 및 러시아 제재 현실화될 경우 공급차질 우려 ⇨ 유가 및 정제마진 상승모멘텀 발생
- 관세 위험: 관세 갈등 심화될 경우 무역환경 악화에 따른 경기 둔화 내지 침체 우려 ⇨ 유가 및 정제마진 약세
- 2026년에도 상하향 모멘텀이 혼재되어 연중 유가 및 마진 변동성이 커질 수 있어 정유사 실적 추이에 대한 모니터링 강화 필요

2025년 유가 추이



자료) Petronet

미국 원유 생산량 추이, 전망



자료) EIA

Disclaimer

한국기업평가㈜(이하 '당사')가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 '간행물')는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.

신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 '신용평가업무 등')에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.

당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.

본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2025, Korea Ratings Inc. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가㈜의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

한국기업평가
KOREA RATINGS

감사합니다

[정유] 유준위 수석연구원
T. 02.368.5403
E-mail. jwyoo@korearatings.com

한국기업평가
KOREA RATINGS