IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671
treestump@ibks.com

[에너지/소재]
유황 가격 급등, S-Oil의 숨은 이익이 깨어난다

유황, 정제의 부산물에서 이익의 조연으로

2023~2024년 톤당 $60~70 수준이었던 국내 유황 수출 가격은 2025년 톤당 $200 수준으로 급등하였다. 세계 식량 안보 기조 강화로 인산질 비료 생산량이 높은 수준을 유지한 데다, 인도네시아 니켈 HPAL(습식제련) 프로젝트의 가동 확대와 중국 LFP 배터리 생산 증가에 따른 고순도 황산 수요 급증 등 배터리향 유황 수요가 크게 늘었기 때문이다.

반면 공급 측면에서는 유황이 정유/가스 공정의 부산물이라는 구조적 특성상 단기 증산이 어려운 가운데, 러시아발 공급 차질, 중국 재고 감소, 세계 무역 흐름 왜곡이 겹치면서 수급 불균형이 심화되었다.

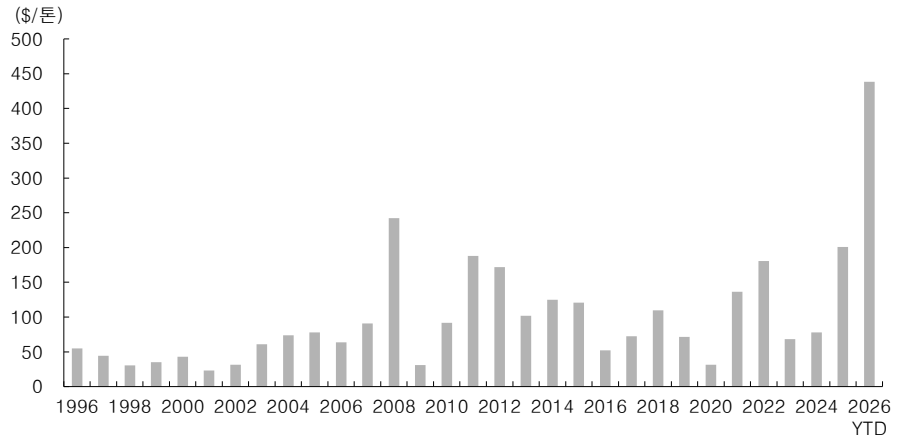
또한 2026년 초 발생한 호르무즈 해협 봉쇄 이슈는 세계 유황 공급망에 심각한 병목을 초래하고 있다. 걸프 지역은 전 세계 유황 수출 물량의 약 45%를 차지하는 절대적 공급처로, 물류 마비의 여파로 올해 국내 유황 수출 가격은 1월~3월 초 누계 평균 톤당 $438을 기록하며 역대 최고치를 경신하고 있다.

한편, S-Oil은 국내 정유사 중 가장 먼저 Bunker-C 크래킹 센터를 도입하여 중질유 고도화의 선구자 역할을 해왔으며, 2018년 11월에는 No.3 RHDS와 HS-FCC를 추가 가동하였다. S-Oil은 중질유 분해/탈황 비중이 높아 원유 처리량 대비 유황 회수 수율이 상대적으로 높은 편이며, 연간 유황 생산능력은 약 58~60만톤(Argus 기준)으로 예상된다. 탈황은 정제 공정의 필수 단계로서 그 비용은 이미 경유/등유 등 주요 제품 원가에 배분되어 있고, 유황은 탈황 후 SRU에서 추가로 회수하는 부산물이므로 유황에 귀속되는 한계원가는 출하/처리비가 대부분으로 추정된다. 그리고 원가 측면에서도 S-Oil이 국내 정유사 중 가장 유리한 위치에 있는 것으로 판단되는데, 고황분 원유 처리에 따라 SRU 투입 산성가스의 H_2S 농도가 높아 자생 연소가 가능하고, 보조연료 투입이 최소화되기 때문이다.

현재의 유황 가격 수준이 연간 지속될 경우, S-Oil의 유황부문 내부 영업이익은 연간 2,000~3,000억원 수준(당사 추정치)으로 확대될 가능성도 있어 보인다.

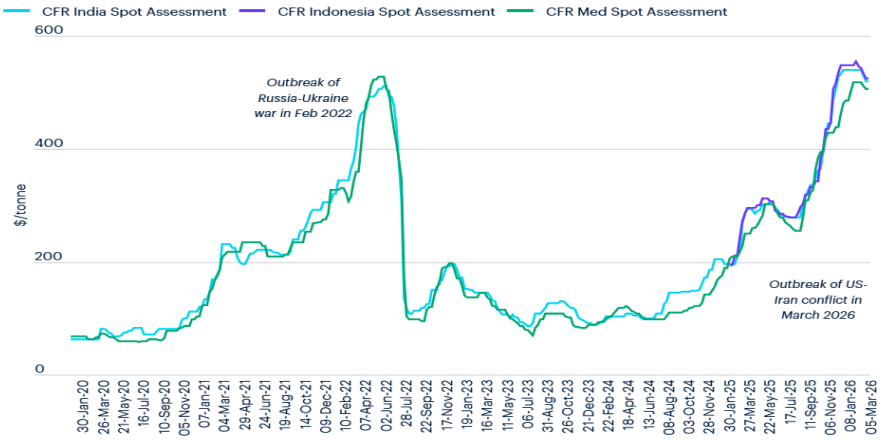
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 국내 유황 장기 수출 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. 국제 유황 가격 추이



자료: ICIS, IBK투자증권

표 1. 국내 유황 톤당 원가 항목별 Breakdown(추정치) (단위: $/톤)

구분	원가 항목
SRU 전용 연료가스	3~5
TGTU 수소 소비	2~5
클라우스 촉매(상각)	1~3
아민(TGTU 흡수제)	1~2
SRU 감가상각 배분	3~8
유지보수/인건비	2~4
현금원가 소계	9~19
출하/과립/해상운임	12~20
총원가	21~39

자료: 업계, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.