정유화학

Sector Report 2026. 3. 3

중동분쟁, 산업의견 상향(Under to Neutral)

Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Neutral

HD 현대	투자의견 (유지)	BUY
	목표주가 (상향)	440,000 원
S-Oil	투자의견 (상향)	BUY
	목표주가 (상향)	127,000 원

미-이스라엘 이란 공격 및 지역 분쟁 확산

지난 2월 28일 미국과 이스라엘은 '정권 교체'와 '핵/미사일 인프라 제거'를 표방하며 이란 공격. 3월 1일 이란 최고지도자 알리 하메네이(Ali Khamenei)를 포함한 이란 고위 관계자 40명 이상 사망. 이란 혁명수비대(IRGC)의 보복 개시, 2일 이스라엘군은 레바논 내 헤즈볼라(Hezbollah) 시설에 대한 공격 등 주변국 지역 분쟁으로 확산되는 상황. 향후 전개 상황에 따라 다르겠지만 유전/항만/가스전/해협/정유설비 등 유관 시설의 정상화 기간 감안시 이번 분쟁 영향은 분쟁 종료보다 장기화될 가능성

정유, 항만, 가스전, 터미널 등 정유산업 전방위 시설 피해발생 점증하는 리스크

위 분쟁에 따라 이란 원유 터미널, 사우디 정유 시설, UAE 항만 및 이스라엘 가스전 등 중동 주요 국가의 에너지 및 에너지 인프라 시설 피해 속출. 향후 분쟁 상황, 복구 일정 등에 따라 구체적인 피해 규모 및 영향을 가늠할 수 있으나 현 시점에서 추정하면 1) 사실상의 봉쇄(de Facto Closure) 상태에 직면한 호르무즈 해협(전세계 해상 원유 물동량의 약 20% 통과)는 현재 해협 통행량 약 70% 감소(Lloyd's List) 2) 이는 중동산 원유 의존이 높은 한국 정유사들의 원가 상승을 의미하나, 재고 가치 상승도 동시에 발생, 3) 사우디 Ras Tanura(드론 공격으로 약 550kb/d 중단), 이란 kharg Island(이란 원유 수출의 약 90%를 담당하는 핵심 시설) 등 주요 정유 시설과 원유 서미널, UAE Jebel Ali 등 항만 시설 피해로 중국 정유사의 원가부담 증가 및 가동률 하락, 경유/항공유 마진 상승 예상. 이와 반대로 기초화학의 경우 유가 상승에 따른 납사 부담 증가로 마진 상승 부담, 단 BZ 및 PX중심 화학사는 중동 정유 설비와 통합된 방향족이 많아 마진 상승 전망

산업의견 Neutral으로 상향, Top Pick HD현대

정제마진 개선으로 정유화학산업에 대한 의견 상향. 우리는 HD현대에 대한 정유화학내 Top Pick의견 지속. HD현대오일뱅크는 대산 구조조정에 따른 손실부문인 케미칼 연결 제외, 높은 고도화 비율에 따른 상대적으로 높은 정제마진, 정유부문 실적 개선에도 불구하고 조선, 전력기기, 마린솔루션, 사이트 솔루션 등 사이클 호조부문에 가려진 정유와 로봇의 가치 부각이 추천의 이유

S-Oil은 한국의 대표적인 Pure Refinery로 정유마진 개선시 그 영향이 회사 전체 수익성에 오롯이 반영되는 특징. 추정치 변경(PBR 1.7x)에 따라 기존 Hold의견에서 Buy로 상향함.

미-이스라엘 대이란 공격

미국과 이스라엘의 이란 공격(2026년 2월 28일 시작)은 '정권 교체'와 '핵/미사일 인프라 제거'를 복적으로 전격적으로 단행되었음. 주요 내용은 아래와 같음

2월 28일 새벽 이란 수도 테레한에서 연쇄 폭발이 발생했고, 이스라엘 국방 장관 이스라엘 카츠(Israel Katz)가 이란데 대한 '선제적 정밀 타격'을 공식 확인하며 이스라엘 전역에 국가 비상사태 선포. 미국 트럼프 대통령은 영상 성명을 통해 '전투 작전(Combat Operations)' 개시 발표 및 이란 국민들에게 정권에 맞서 일어날 것을 촉구. 미 해군 전함의 토마호크 미사일과 미 육군의 HIMARS, 이스라엘 전투기들이 동원되어 이란 내 2,000개 이상의 목표물(지휘 통제소, 미사일 기지 등) 타격

3월 1일 이란 관영 매체는 최고 지도자 알리 하메네이(Ali Khamenei)의 사망 공식 확인. 미 당국자 인용 보도(CBS)에 따르면 국방장관 아지즈 나시르자데를 포함한 이란 고위 관계자 약 40명 이상이 사망했다고 발표됨. 이스라엘 방위군(IDF)는 이란의 핵 인프라를 체계적으로 해체하기 시작했다고 발표하였고, 테레한 원자력 기구 본부 인근 및 이스파한 미사일 기지를 타격함. 이에 이란 혁명수비대(IRGC)의 보복이 개시되었고, 호르무즈 해협에서 미국 및 영국 국적 유조선 3척을 공격하여 화재가 발생하였음

3월 2일 지역 분쟁으로 확산되는 양산 개시. 이스라엘군은 레바논 내 헤즈볼라(Hezbollah) 시설에 대한 대대적인 공급을 개시함. 이란의 드론 및 미사일 보복이 사우디아라비아(라스타누라), 카타르(에너지 시설), UAE(제벨 알리 항만)등 주변국으로 확산됨. 오후에는 IAEA(국제원자력기구)가 현재까지 부셰르 원전 등 핵심 원자력 시설의 직접적인 방사능 누출이나 물리적 파괴 징후는 발견되지 않았다고 발표함

표1 '26 년 미-이스라엘 대이란 공격 3 일간 주요 피해 요약

구분	주요 내용 및 수치	영향 및 상태
인명 피해	이란 내 최소 555명 사망	이란 정부 40일간 국가 애도 기간 선포
군사 피해	이란 해군 함정 9척 침몰. 미사일 발사대 수백 개 파괴	미-이스라엘군, 테헤란 상공 제권 장악
경제 수치	브렌트유 82불 돌파(13% 급등)	호르무즈 해협 통행 위험성 극대화
물류 차단	이란, 카타르, 시리아 등 주요국 영공 폐쇄	글로벌 항공 및 해상 물류 비상

자료: Bloomberg, 로이터, 등 주요 외신, LS증권 리서치센터

아시아 정유화학에 미치는 영향 점검

미국과 이스라엘의 이란 공격 및 그에 따른 중동 긴장 고조는 아시아 정유 및 화학산업에 즉각적인 수급 불균형과 마진 변화를 야기하고 있음. 주요 외신 보도를 바탕으로 정리하면 현재 시설별 피해 규모 및 가동 중단 사례는 아래와 같음

정유 및 원유 시설 피해

1) 이란 하르그 섬, 사우디 라스 타누라에서 현재 가동이 중단되거나 위협받는 상황으로 나타남. 이란 하르그 섬은 이란 원유 수출의 약 90%를 담당하는 핵심 시설로 공급 직후 약 1,600~2,000kb/d의 수출이 사실상 마비된 상황. 물리적 손상 및 보험 시장의 운송거부 때문.

2) 사우디의 라스 타누라의 경우 세계 최대 규모의 정유/수출 터미널 중 하나로 이번 드론 공격 직후 피해평가를 위해 550kb/d 규모의 정유 유닛 가동이 일시 중단된 상황으로 보고.

영향

1) 중국: 이란 원유의 약 80% 이상을 소화하는 중국의 Teapot 정유사들이 원료 부족으로 가동률 하락 예상. 현재 중국의 정유산업은 국영 기업(NOC)와 Teapot이라 불리는 산둥성 중심의 독립 정유사들로 이원화되어 있음. 중국의 총 정제 Capa는 '26년 약 18,800~19,000kb/d 수준으로 전세계 약 18~19%를 차지하는 수준. 이 중 흥리(Hengli), 룽성(Rongsheng)과 같은 메가 티팟을 포함한 독립 정유사인 Teapot의 경우 중국 전체 Capa의 약 25~30%로 이란 및 러시아산 할인 원유를 주로 처리함. 이란산 원유 수입의 약 80% 이상을 소비하는 이란산 원유 노출도가 가장 높은 정유사 집단. Teapot의 가동률 하락은 곧 최대 5,700kb/d 수준의 물량 감소를 의미함. 따라서 아시아 역내 타이트한 수급이 상됨, 한국 정유 마진 및 단기적으로 시장 확대에 긍정적

2) 한국 및 일본: 이란산 원유 직접 수입은 미미하나, 호르무즈 해협 위기로 인한 사우디/UAE 원유 도입 비용(OSP) 상승과 해상 운임 급등으로 인해 단기적 원가 압박 요인 상존. 그러나, 이보다 중국 정유 생산량 감소에 따른 아시아 역내 마진 개선 요인이 더 클 듯. 또한 현 상황 지속에 따른 유가 상승 압력이 분기말까지 이어진다면 단기 재고평가손익 개선에 따른 1분기 영업이익 개선 요인 추가
또한 사우디 라스 타누라 정제 설비 가동 중단에 따른 공급 감소 추가로 역내 Middle 제품군 마진 개선에 긍정적 영향 예상

LNG 생산 및 수출 피해

1) 카타르의 카타르에너지 시설이 이란 공격에 따라 LNG 생산 및 수출이 일시 중단되어 글로벌 가스 가격 상승 유발. 카타르는 전세계 최대 LNG 수출국 중 하나로 공급의 약 20% 담당. 카타르의 생산 중단 선언으로 유럽 가스 선물가격 급등

2) 이스라엘의 리바이어던 및 카리쉬 운영 중단은 이집트 요소 공장 및 화학단지에 대한 원재료 차질, 유럽 LNG 수출 차질로 이어져.

영향

1) 카타르 및 이스라엘 리바이어던 생산 차질은 곧 LNG가격 상승 의미. 특히 주요 수출지역인 유럽 에너지 비용 증가, 유럽내 정유사 및 석화사들의 가동률을 하락시킬 수 있음. 왜냐하면 정유 및 화학은 고에너지산업에 속하기 때문. 또한 카타르는 세계 최대 응축유 생산국 중 하나로 납사(Naphtha) 공급 감소할 수 있음, 이는 유가 상승이 정제 마진 상승을 상회하지 않는다면 글로벌 정유마진 증가에 긍정적

2) 납사 공급 감소는, 유가 상승에 더해 추가적인 NCC 원재료비 상승으로 이어져, 아시아 NCC 원재료비 부담을 가중시킬 수 있음. 리바이던 운영 중단은 이집트 생산 요소 및 화학 제품 생산량 감소 영향. 화학의 경우 납사 비용이 관건

미-이스라엘 대이란 공격 타임라인 및 영향

국가	시설명	유형	발생 일시	피해 내용 및 원인	영향
이란	하르그 섬 (Kharg Island)	원유 터미널	2월 28일	미-이스라엘의 정밀 공습으로 폭발 발생. 수출 시설 일부 손상. 이란 평시 수출량인 약 1,600~2,000 kb/d 물량의 즉각적인 선적 차질. 인근 해상에서의 선박 접안이 전명 중단되었고, 보험사의 '전쟁위험구역'설정으로 인해 가용 선박(Dart Fleet 포함)들이 회항 중	중국 정유사: 이란 원유의 80% 이상을 소화하는 중국 Teapot 정유사들 원료 부족으로 가동률 하락할 듯, 아시아 역내 정제제품 생산량 감소 영향 한국 정유사: 이란산 원유 직접 수입은 없으나 호르무즈 해협 위기로 인한 사우디/UAE산 원유 도입 비용(OSP) 상승과 해상 운입 급등으로 단기적 원가 압박 직면승, 해상 운임 증가
사우디	라스 타누라 (Ras Tanura)	정유시설	3월 2일	이란드론2기 요격 파편으로 화재 발생. 운영 일시 중단	중동발 디젤 공급 제한으로 글로벌 경유 마진 개선 예상(+$7/bbl)
카타르	카타르에너지 시설	LNG 처리	3월 2일	이란의 직접 공격으로 가스 생산 및 LNG 선적 전면 중단	유럽 정유/화학 원재료비 상승: 정유/화학 공급량 일부 감소 납사 가격 상승: NCC 원재료 부담 증가
UAE	제벨 알리 (Jebel Ali)	항만	3월 2일	요격된 미사일 파편이 정박지에 낙하하여 화재 발생	항만 시설 파괴는 이를 통한 정유/화학 수출입 설비의 생산 차질로 이어짐
이스라엘	리바이어던 (Leviathan) 및 카리쉬(Karish)	가스전	3월 2일	이란 보복 위협에 따른 이스라엘 정부의 예방적 폐쇄 명령	비료 및 화학산업 타격: 이집트 정부는 가스를 원료로 하는 요소 공장 및 화학단지에 대한 공급 차단 혹은 감축 LNG수출: 유럽향 LNG 수출 감소

자료: AP, Bloomberg, NYP, Reuters, LS증권 리서치센터

한국 정유화학 투자 전략

우리는 기존의 정유화학 산업 의견을 Under-weight에서 Equal-weight로 상향한다. 이유는 미-이스라엘 대이란 공격에 따른 중동 확전 영향으로 원유 및 가스, 정유 및 화학제품 생산과 차질이 한국 정유 마진 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하기 때문이다. Over-weight으로 상향하지 않는 이유는 화학산업에 대한 영향은 부정적 요인과 긍정적 요인이 뒤섞여 있고, 기초유화 제품에 대한 약세 전망을 지속하기 때문이다. 따라서 정유 화학 내에서는 정유 Long, 화학 Short 의견이라 할 수 있다.

정유에서는 1) 중국 전체 생산량의 최대 30%를 차지하는 Teapot 사용 원유의 약 80%를 차지하는 이란산 원유 생산 및 공급 차질, 물류비 및 제반 비용 상승에 따른 생산량 감소, 아시아 역내 수급 개선이 예상된다. 또한 2) 중동 정유시설 운영 차질로 Middle 유분의 생산 일부 감소, 3) 카타르 및 이스라엘 가스 생산 차질에 따른 글로벌, 특히 유럽 LNG(TTF) 가격 상승에 따른 유럽발 정유 생산량 감소, 이에 따른 diesel/kerosene 마진 개선이 예상된다. 다만, 단기적으로 호르무즈 해협 운송 차질에 따른 부대 비용 상승, OSP 증가 역시 예상되므로 중동산 원유 비중이 낮을수록 이에 따른 수혜가 클 것으로 예상하며, 또한 전체 사업 포트폴리오에서 차지하는 정유부문 비중과, Priced-in 여부에 따라 HD현대오일뱅크의 최대주주인 HD현대를 정유주 내 최선호주로 유지한다.

화학에서는 1) 중국의 Teapot과 연결된 화학 Complex, 유럽 NCC의 가동률 하락이 예상됨에도 불구하고, 2) 유가 상승에 따른 납사 가격 부담 증가, 3) 카타르의 응축유 감소에 따른 추가 납사가 상승 압력 등으로 전체적인 약세 시황 의견을 유지한다.

LS증권 리서치센터

HD현대 (267250): 정유와 로봇은요?

HD현대 (267250) / BUY / TP: 440,000원

NDR에서 집중되었던 질문: 정유와 로봇

당사는 전주 3일간 HD현대 NDR 실시. 기관투자자들 관심은 정유와 로봇에 집중. 사상 최대치를 경신한 4분기 동사 연결 영업이익(1조 9,719억원 YoY +124.5%, QoQ +15.8%)에서 정유 제외 부문 호조 뿐 아니라(1조 4,952억원), 약 2년간 수익이 지지부진했던 정유에서 4,930억원의 호실적을 기록하며 추가 수익성 상승의 동력을 제공했기 때문. 또한 시장내 로봇산업에 대한 관심은 동사가 90% 보유한 HD현대로보틱스 지분가치에 대한 질문으로 이어져. 그간 조선, 전력기기, 마린솔루션, 사이트 솔루션외 정유와 로봇이라는 신성장 동력의 재발견

정유와 로봇: Priced-in되지 않은 수익

동사 기업가치에서 정유와 로봇에 대한 평가는 지난 2년간 지지부진한 정제마진, 낮은 장부가치(로봇 2,800억원)으로 소외되었던 영역. 기타 정유 및 로봇 상장사들 대비 현 주가에 반영 낮은 듯. 그러나 로봇은 Pre-IPO('25년 10월)에서 약 1.8조원으로 책정된 바 있고, 정유의 경우 최근 대산 제1호 석화 구조조정에 따라 단기 적자부문인 케미칼이 연결에서 제외, 연결 수익 증가 예정. 또한 합병 법인의 BZ/PX비중이 높아 동부문 지분법손익 개선도 긍정적. 또한 높은 고도화비율(약 42%)로 국내 정유사 중 상대적으로 가장 높은 수익성 창출력 보유. 상대적으로 높은 Middle비중 역시 중동 이슈에서 수혜 예상되는 이유.

NAV 할인율 감안해도 상승여력 뛰어나

우리는 별도 추정에서 연결 SOTP로 밸류에이션 변경함. 정유 및 로봇 기업가치 부각에 따라 변경. 동사는 '25년 지주사 할인율 감소와 주요 자회사들의 높은 수익성에 따라 시장대비 Outperform 시현. 그러나 조선, 전력기기 등 기존 수익성 견인한 사업 외 지지부진했던 정유 및 로봇 수익성과 기업가치가 재부각되는 시점으로 판단. 특히 동사의 높은 고도화비율과 로봇 수익성('24년 유일하게 영업이익 시현)에 대한 재평가 예상. NAV 할인율 25% 적용, 목표주가 440,000원으로 현 주가대비 상승 여력 50%로 정유보유 주식 중 가장 높은 상승 여력에 따라 Top Pick의견 지속, 매수 추천함

표3 밸류에이션

		회사	지분율	시가총액/장부가액	가치	비고
수익 가치(A)	별도 영업가치				2,785	26E EV/EBITDA 5배 적용
					43,421	
		HD현대일렉트릭	36.4	37,850	13,777	
		HD한국조선해양	35.05	31,848	11,163	
	상장사	HD건설기계	35.86	6,750	2,421	
		HD현대마린솔루션	55.32	8,262	4,571	
		자기주식	10.5	23,106	2,426	
투자자산 가치(B)						26E EV/EBITDA 5배 적용 대산 구조조정에 따라 단기 적자부문인 케미칼 연결에서 제외 예정 동사 정유 고도화비율(42%) 우수
		HD현대오일뱅크	73.85	10,005	7,389	
	비상장사	HD현대로보틱스	90	1,800	1,620	'25년 10월 산은 및 KY PE Pre-IPO 기준
		현대미래파트너스	100		31	장부가액
		아비커스	100		24	장부가액
기업가치(C=A+B)					46,206	
순차입금(D)					2,788	별도 기준
적정가치(E=C-D)					43,418	
총주식수					78,993	
주당 가치					549,643	
목표주가					439,714	
NAV 할인율					20%	정유가치 반영 감안
현재 주가					292,500	
상승여력					50%	

주: IFRS 연결 기준
자료: HD현대, FnGuide, LS증권 리서치센터

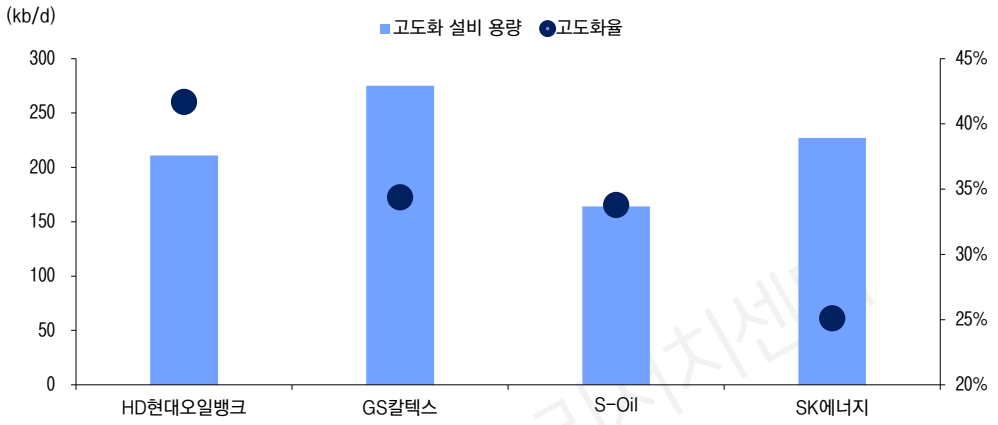
표4 **주요 정유사 최대주주 지분율 및 보수**

기업명	최대주주 등	관계	지분율	보수(억원)
S-Oil	Aramco Overseas	최대주주 본인	63.41%	-
SK 이노베이션	㈜SK	최대주주 본인	55.91%	-
HD 현대	정몽준 회장	최대주주 본인	26.60%	-
	정기선 수석부회장	특수관계인	6.12%	22.7
GS	허창수 명예회장	최대주주 본인	4.68%	16.5
	허용수 사장	특수관계인	5.26%	-
	허태수 회장	특수관계인	2.12%	59.1

자료: LS증권 리서치센터

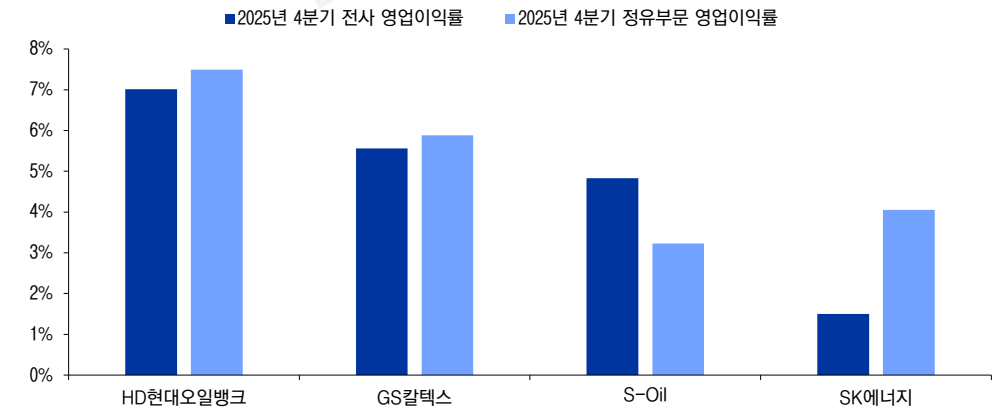
LS증권 리서치센터

그림1 국내 정유사별 고도화 설비 용량 및 고도화비율



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림2 국내 정유사별 '25년 4분기 회사 OPM 및 정유부문 단독 OPM



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표5 신규 JV 구조

HD 현대케미칼: 운영		2025	롯데케미칼 대산(Shut Down)	
	Ethlyene	850	Ethylene	1100
	LDPE	300	LDPE	135
	HDPE	550	LLDPE	300
	Propylene	451	EO	
	PP	500	MEG	740
	Mixed C4		GE	50
	BD	163	EOA	50
	MTBE	200		
			Propylene	550
	BZ	410	PP	500
	XL	1350		
	PX	1460	Mixed C4	363
			BD	190
현대 OCI	CB	150	MMA(MCC)	100
		6384	Pyrolysis Gasoline	715
			BZ	240
			SM	580
			TL	120
			XL	60
				5793

자료: 각사, LS증권 리서치센터

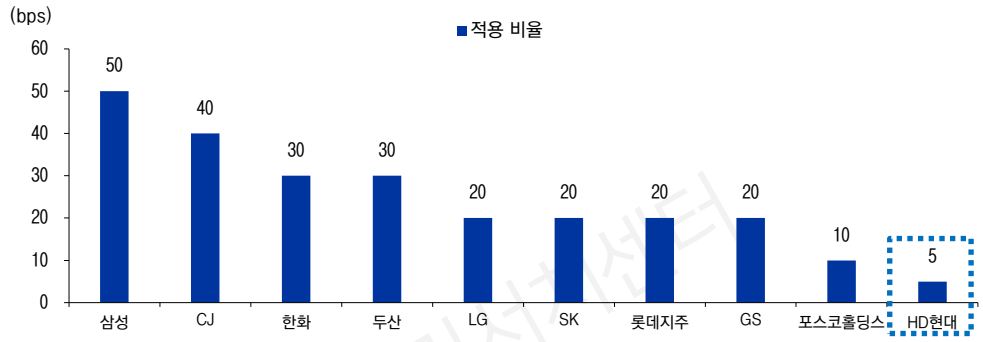
쥐 각사 대산 Capa를 근거로 주요 제품 Capa 추산, 회색으로 표시된 BZ/XL/PX부분 중동 이슈로 마진 개선 예상되는 제품군

표6 브랜드 로열티 산정방식 및 계약기간

지주사	사용료 산정방식	계약기간
LG	(매출액-광고선전비)*0.1~0.2%	2023.1.1~2025.12.31 (공시일자 22.11.24)
SK	(매출액-광고선전비)*0.1~0.2%	2024.1.1~2026.12.31 (공시일자 23.12.20)
롯데지주	(매출액-광고선전비)*0.2%	2025.1.1~2027.12.31 (공시일자 24.12.26)
GS	(매출액-광고선전비)*0.2%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.11.07)
CJ	(매출액-광고선전비)*0.4%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.09)
한화	(매출액-광고선전비)*0.3%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.20)
포스코홀딩스	(매출액-광고선전비)*0.1%	2025.1.1~2025.12.31 (공시일자 24.12.16)
두산	(매출액-매출조정항목)*0.3%	2024.1.1~2026.12.31 (공시일자 23.12.14)
HD 현대	(매출액-특수관계자 매출액-광고선전비)*0.14%*상표권 소유회사간 권리지분율 **(매출액-특수관계자 매출액-광고선전비)*0.05%**	**2023.1.1~2025.12.31** (공시일자 22.12.26)
삼성 그룹	관련매출액*0.5%*상표공동소유권 회사간 분배기준율 삼성 계열사가 지급하는 상표권 사용료를 공동소유 13 개사가 나눠서 분배받는 구조 상표공동소유권회사(13 개사) - 삼성전자, 삼성물산, 삼성생명보험, 삼성화재해상보험, 삼성증권, 삼성전기, 삼성 SDI, 삼성디스플레이, 삼성 SDS, 삼성 E&A, 삼성라이온즈, 삼성중공업, 삼성카드	2024.02.01~2027.01.31 (공시일자 24.01.31)

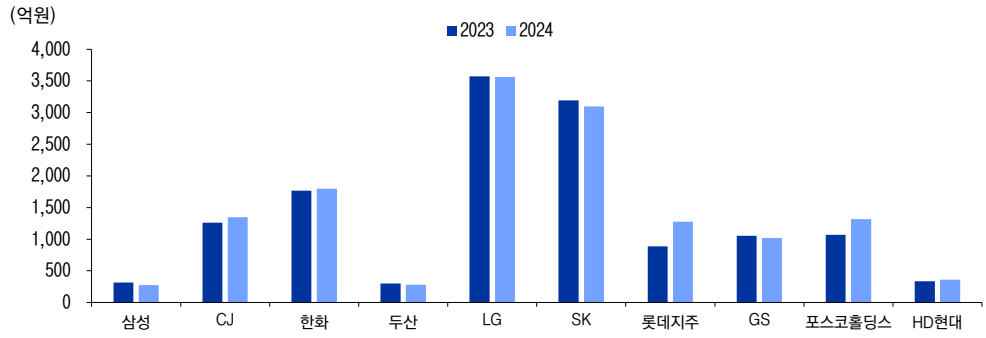
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림3 주요 지주사 브랜드로열티 적용비율(범위 제시한 경우 상단 수치), HD 현대 재산정 중



자료: Dart, LS증권

그림4 최근 2년 주요 지주사별 브랜드 로열티 수취 규모



자료: SNE Research, LS증권

표7 HD 현대 계열사 주요 배당 정책

기업명	기본 배당정책
HD 현대	2023~2025 년 사업연도의 배당성향 70% 이상(별도 재무제표상 당기순이익 기준)
HD 현대마린솔루션	2025 년부터 3 년간 배당성향 50~70%(별도재무제표상 당기순이익)
HD 현대중공업	배당성향 30% 이상(별도 손익계산서상 당기순이익)
HD 한국조선해양	
HD 현대미포	
HD 현대에너지솔루션	
HD 현대인프라코어	
HD 현대건설기계	
HD 현대일렉트릭	
HD 현대삼호	재무 건전성 및 주주이익 극대화 등 종합적으로 고려한 배당정책 결정
HD 현대마린엔진	
HD 현대오일뱅크	
HD 현대케미칼	

자료: Dart, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

HD 현대 (267250)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	32,083	35,593	36,768	37,709	45,588
현금 및 현금성자산	4,401	5,667	4,369	2,259	7,158
매출채권 및 기타채권	5,677	5,848	6,150	6,593	6,929
재고자산	9,416	10,007	10,523	11,281	11,856
기타유동자산	12,589	14,070	15,726	17,576	19,645
비유동자산	35,900	38,274	39,774	43,171	40,768
관계기업투자등	509	285	300	315	330
유형자산	25,052	26,262	27,987	31,585	29,365
무형자산	10,339	11,726	11,487	11,270	11,073
자산총계	**67,983**	**73,867**	**76,542**	**80,880**	**86,356**
유동부채	28,532	32,333	33,143	34,210	35,150
매입채무 및 기타재무	8,326	10,153	11,309	12,777	14,341
단기금융부채	6,166	4,455	4,108	3,708	3,084
기타유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
비유동부채	16,219	15,148	13,648	11,898	10,898
장기금융부채	11,960	10,194	8,694	6,944	5,944
기타비유동부채	4,259	4,954	4,954	4,954	4,954
부채총계	**44,751**	**47,482**	**46,791**	**46,108**	**46,048**
지배주주지분	7,328	8,675	9,239	10,209	11,282
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	5,252	4,750	4,750	4,750	4,750
이익잉여금	1,994	3,844	4,408	5,377	6,451
비지배주주지분(연결)	15,904	17,710	20,512	24,563	29,025
자본총계	**23,232**	**26,385**	**29,751**	**34,772**	**40,308**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**61,331**	**67,766**	**71,259**	**76,390**	**80,286**
매출원가	56,366	61,339	61,535	65,008	68,243
매출총이익	**4,965**	**6,427**	**9,724**	**11,382**	**12,043**
판매비 및 관리비	2,934	3,444	3,625	3,885	4,123
영업이익	2,032	2,983	6,100	7,497	7,920
(EBITDA)	3,790	4,898	8,114	9,615	10,338
금융손익	2,462	3,074	1,656	1,765	2,158
이자비용	4,081	7,364	6,761	6,185	6,317
관계기업등 투자손익	4	-11	-11	-11	-11
기타영업외손익	542	3,688	3,689	3,689	3,689
세전계속사업이익	**958**	**2,369**	**4,672**	**6,754**	**7,439**
계속사업법인세비용	172	439	866	1,252	1,379
계속사업이익	786	1,930	3,806	5,502	6,060
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**786**	**1,930**	**3,806**	**5,502**	**6,060**
지배주주	264	509	1,004	1,451	1,598
총포괄이익	**566**	**1,744**	**3,621**	**5,317**	**5,875**
매출총이익률 (%)	8.1	9.5	13.6	14.9	15.0
영업이익률 (%)	3.3	4.4	8.6	9.8	9.9
EBITDA 마진률 (%)	6.2	7.2	11.4	12.6	12.9
당기순이익률 (%)	1.3	2.8	5.3	7.2	7.5
ROA (%)	1.2	2.7	5.1	7.0	7.2
ROE (%)	3.6	6.4	11.2	14.9	14.9
ROIC (%)	3.9	6.4	13.6	15.2	15.4

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**3,935**	**7,511**	**5,101**	**6,730**	**7,747**
당기순이익(손실)	786	1,930	3,806	5,502	6,060
비현금수익비용가감	4,652	8,144	9,462	9,819	10,156
유형자산감가상각비	1,535	1,671	1,775	1,902	2,221
무형자산상각비	224	244	239	217	197
기타현금수익비용	2,893	6,229	7,448	7,700	7,738
영업활동 자산부채변동	1,631	3,764	-1,104	-1,276	-1,117
매출채권 감소(증가)	-327	45	-302	-443	-336
재고자산 감소(증가)	108	-265	-516	-758	-575
매입채무 증가(감소)	2,648	2,960	1,092	1,467	1,522
기타자산, 부채변동	-729	-390	-866	-1,252	-1,379
투자활동 현금흐름	**-2,622**	**-2,401**	**-4,414**	**-6,445**	**-979**
유형자산처분(취득)	-2,053	-1,686	-3,500	-5,500	0
무형자산 감소(증가)	4	2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-80	287	-26	-26	-26
기타투자활동	-489	-1,002	-888	-918	-953
재무활동 현금흐름	**-906**	**-3,927**	**-5,703**	**-6,006**	**-5,523**
차입금의 증가(감소)	0	0	-1,600	-1,950	-1,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-389	-325	-254	-254	-297
기타재무활동	-517	-3,602	-3,848	-3,802	-4,226
현금의 증가	**406**	**1,267**	**-1,298**	**-2,110**	**4,899**
기초현금	3,995	4,401	5,667	4,369	2,259
기말현금	4,401	5,667	4,369	2,259	7,158

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	18.9	12.3	14.8	15.9	14.5
P/B	0.7	0.7	1.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	9.0	6.7	5.4	5.8	5.1
P/CF	1.4	1.3	1.9	2.4	2.2
배당수익률 (%)	3.0	1.1	1.2	1.4	1.6
성장성 (%)					
매출액	0.8	10.5	5.2	7.2	5.1
영업이익	(40.0)	46.8	104.5	22.9	5.6
세전이익	(66.9)	147.3	97.2	44.6	10.1
당기순이익	(64.8)	145.6	97.2	44.6	10.1
EPS	3,348.1	(62.3)	6.4	58.9	12.7
안정성 (%)					
부채비율	192.6	180.0	157.3	132.6	114.2
유동비율	112.4	110.1	110.9	110.2	129.7
순차입금/자기자본(x)	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
영업이익/금융비용(x)	0.5	0.4	0.9	1.2	1.3
총차입금 (십억원)	19,932	17,001	15,154	13,004	11,380
순차입금 (십억원)	13,479	13,291	8,845	8,020	7,672
주당지표 (원)					
EPS	3,348	6,444	12,706	18,369	20,232
BPS	92,762	109,82	116,96	129,23	142,82
CFPS	46,105	59,719	96,844	123,67	132,57
DPS	1,900	900	3,600	4,200	4,800

주: IFRS 연결 기준

자료: HD현대, LS증권 리서치센터

S-Oil (010950): 순수 정유주, 정제마진 개선 노출도 가장 커

S-Oil (010950) / BUY / TP: 127,000원

국내 대표 정유사, 정제마진 개선 영향 오롯이 반영

한국의 4개 정유사는 정유 및 화학 외 다양한 사업 포트폴리오 보유. 그러나 당사는 대표 정유사로 정유, 화학, 윤활부문으로 사업 포트폴리오가 구성되어 유관 산업 개선 시 그 영향이 오롯이 반영되는 특징. 중동 사태가 장기화되지 않더라도 이미 발생한 가스전, 정유설비, 운송 인프라 등의 피해는 산업 특징상 중동 사태 완료 이후에도 상당기간 운영 차질이 지속될 것으로 판단. 이에 따라 유럽 정유화학산업의 에너지비용 부담 증가, 중국 정유 설비의 약 30%에 달하는 Teapot의 이란산 원유 수급 차질에 따른 가동률 하락, Aromatics 제품군 중심 마진 개선은 동사 정유 및 화학부문 수익성 상승의 동력 제공

Middle distillate, Aromatics 마진 증가 전망

동사 기업가치에서동사는 사우디 원유 비중이 약 90% 이상으로 원유부담은 단기적으로 증가할 듯 그러나 middle 제품군 업황 추가 호조, PX, BZ 호조에 따라 정유 및 석유화학부문 수익성 동시 개선 예상. 이에 따라 우리는 전년 영업이익 2,882억원 대비 약 249% 증가하는 1조 50억원 예상. 이는 시장 Consensus인 1조 5,970억원을 하회. 상대적으로 높은 중동산(사우디) 원유 비중에 따른 원가 상승 부담 요인을 우려하기 때문

NAV 할인율 감안해도 상승여력 뛰어나

정유 및 화학 추정치 변경, 및 Multiple(PBR 1.7x) 반영에 따라 목표주가 127,000원으로 변경, 상승 여력 15% 이상 발생하여 추천의견 Hold에서 Buy로 상향함. 동사의 Shaheen Project는 하반기 중 Ramp-up 기간을 거쳐 '27년부터 본격적으로 운영함에 따라 '26년 수익성에 미치는 영향은 제한적.

LS증권 리서치센터

S-Oil (010950)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	9,451	10,307	12,331
현금 및 현금성자산	1,963	1,946	1,821	2,159	3,699
매출채권 및 기타채권	2,990	3,479	3,252	3,466	3,671
재고자산	4,639	4,493	4,200	4,477	4,740
기타유동자산	55	130	177	205	221
비유동자산	11,928	14,403	14,818	14,658	14,070
관계기업투자등	41	43	49	55	60
유형자산	11,152	13,582	14,007	13,855	13,273
무형자산	735	779	762	748	736
자산총계	**21,576**	**24,451**	**24,268**	**24,965**	**26,401**
유동부채	9,255	11,657	11,483	11,757	12,594
매입채무 및 기타재무	6,074	7,410	7,487	8,261	9,098
단기금융부채	2,782	4,015	3,765	3,265	3,265
기타유동부채	447	308	308	308	308
비유동부채	3,284	4,099	4,099	4,099	4,099
장기금융부채	2,837	3,791	3,791	3,791	3,791
기타비유동부채	447	308	308	308	308
부채총계	**12,539**	**15,756**	**15,582**	**15,856**	**16,693**
지배주주지분	9,038	8,696	8,686	9,109	9,708
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,415	7,073	7,063	7,486	8,085
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**9,038**	**8,696**	**8,686**	**9,109**	**9,708**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**35,727**	**36,637**	**34,247**	**36,502**	**38,652**
매출원가	33,621	35,411	33,144	34,677	36,526
매출총이익	**2,106**	**1,226**	**1,103**	**1,825**	**2,126**
판매비 및 관리비	751	804	815	820	858
영업이익	**1,355**	**422**	**288**	**1,005**	**1,268**
(EBITDA)	2,074	1,174	1,030	1,671	1,861
금융손익	299	389	368	377	418
이자비용					
관계기업등 투자손익	2	6	6	6	6
기타영업외손익	-24	-317	-68	-68	-68
세전계속사업이익	**1,132**	**-333**	**-60**	**683**	**987**
계속사업법인세비용	183	-139	-25	286	414
계속사업이익	949	-193	-35	397	573
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**949**	**-193**	**-35**	**397**	**573**
지배주주	949	-193	-35	397	573
총포괄이익	**927**	**-153**	**5**	**437**	**614**
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	3.2	5.0	5.5
영업이익률 (%)	3.8	1.2	0.8	2.8	3.3
EBITDA 마진률 (%)	3.8	1.2	0.8	2.8	3.3
당기순이익률 (%)	2.7	(0.5)	(0.1)	1.1	1.5
ROA (%)	4.6	(0.8)	(0.1)	1.6	2.2
ROE (%)	10.8	(2.2)	(0.4)	4.5	6.1
ROIC (%)	8.9	0.9	1.2	4.1	5.4

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**2,526**	**1,468**	**947**	**1,010**	**1,212**
당기순이익(손실)	949	-193	-35	397	573
비현금수익비용가감	1,465	1,773	1,107	1,325	1,381
유형자산감가상각비	711	741	724	652	582
무형자산상각비	8	11	17	14	11
기타현금수익비용	745	1,021	365	659	787
영업활동 자산부채변동	1,473	829	546	253	351
매출채권 감소(증가)	-27	180	227	-214	-204
재고자산 감소(증가)	209	209	293	-277	-264
매입채무 증가(감소)	1,233	594	76	774	837
기타자산, 부채변동	-695	-191	25	-286	-414
투자활동 현금흐름	**-2,066**	**-3,027**	**-1,110**	**-461**	**39**
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-1,150	-500	0
무형자산 감소(증가)	-	-			
투자자산 감소(증가)	-27	-2	0	0	0
기타투자활동	126	13	40	39	39
재무활동 현금흐름	**193**	**1,539**	**-347**	**-597**	**-97**
차입금의 증가(감소)	1,239	2,450	-250	-500	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-373	-189	-15	-15	-15
기타재무활동	-673	-722	-82	-82	-82
현금의 증가	**653**	**-17**	**-125**	**338**	**1,540**
기초현금	1,310	1,963	1,946	1,821	2,159
기말현금	1,963	1,946	1,821	2,159	3,699

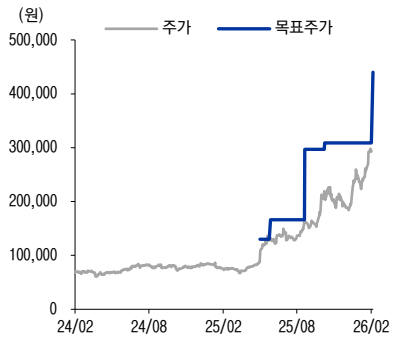
주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	8.6	(33.1)	(275.7)	32.3	22.4
P/B	0.9	0.7	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	10.5	15.0	10.6	8.7
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	2.3	0.2	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	(15.8)	2.5	(6.5)	6.6	5.9
영업이익	(60.2)	(68.8)	(31.7)	248.7	26.1
세전이익	(61.0)	(129.4)	(81.8)	(1,229.	44.6
당기순이익	(54.9)	적전	적지	흑전	44.6
EPS	(54.9)	적전	적지	흑전	44.6
안정성 (%)					
부채비율	138.7	181.2	179.4	174.1	172.0
유동비율	104.2	86.2	82.3	87.7	97.9
순차입금/자기자본(x)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5
영업이익/금융비용(x)	2.7	0.5	0.4	1.6	2.0
총차입금 (십억원)	5,836	8,003	7,753	7,253	7,253
순차입금 (십억원)	3,742	3,840	6,028	5,906	5,071
주당지표 (원)					
EPS	8,137	-1,656	-301	3,401	4,916
BPS	77,506	74,574	74,494	78,115	83,252
CFPS	16,672	9,731	5,078	10,576	12,207
DPS	1,700	125	125	125	125

주: IFRS 연결 기준

자료: S-Oil, LS증권 리서치센터

HD현대 목표주가 추이

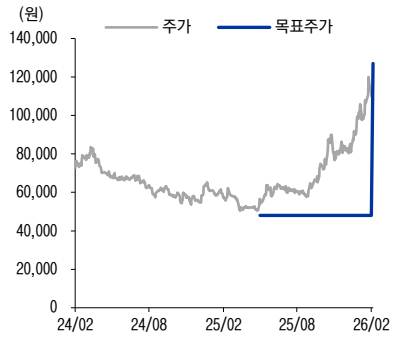


투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.05.28	신규	정경희			
2025.05.28	Buy	130,000원	5.1		-6.7
2025.06.23	Buy	166,000원	-1.0		-18.3
2025.09.16	Buy	297,000원	-26.3		-42.3
2025.11.04	Buy	309,000원	-3.6		-27.6
2026.03.03	Buy	440,000원			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

S-Oil 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.05.28	신규	정경희			
2025.05.28	Hold	48,000원		13.3	54.1
2026.03.03	Buy	127,000원			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	88.7%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	11.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 1. 1 ~ 2025. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)