

2026.7

정유/화학
In-depth
Report

고유가 정상화, 이제는 최고 가격제 보상안을 논할 시점

Refining & Chemicals Deep Dive

유가 정상화 국면에서
정유·화학 업종의 수익구조와 보상체계를 점검할 시점

[정유] 석유제품 최고가격제 영향 뜯어보기

하반기 유가와 정제마진은 하향 안정화

유가는 이란-미국 전쟁으로 급등한 뒤, 최근 평화협정이 진행되면서 빠르게 하향 안정화됐다. 전쟁 발발 전 2026년 2월 두바이 평균 유가가 배럴당 68.3 달러였는데, 7/1일 유가 66.3달러를 기록해 이미 전쟁 전 레벨로 회귀했다. 2027년까지 원유 공급 증분이 더 많을 것으로 예상되기 때문에 유가 하방 압력은 지속되겠으나, OECD 각국의 비축 수요가 대기하고 있기 때문에 하락세는 완만한 것으로 예상된다. 정제마진은 유가보다 하락 속도가 더디지만, 하반기부터 호르무즈 물류 정상화와 더불어 중동 피해 설비들의 재가동이 반영되면서 하향 안정화가 진행될 전망이다. OSP도 동반 하락하겠으나 마진의 하락 폭이 더 커서 OSP 반영한 실질 정제마진은 약세가 예상된다.

최고가격제 보상금은 '원가+적정 마진'으로 산정

단기적으로 가장 큰 이슈는 '석유제품 최고가격제' 보상금 산정이다. 정유사는 MOPS 기반 기회손실 보상을 주장했으나, 정부는 원가+적정 마진을 기준으로 보상하겠다는 방침을 정했다. 정유사가 주장하는 MOPS 기반 기회손실은 6월까지 누적 4조원을 상회하는데, 이 가운데 어느 정도 금액을 보상 받느냐에 따라서 하반기 실적 레벨이 변동될 전망이다. 이와 별개로 검찰이 정유사의 가격 담합에 대한 수사를 진행하고 있는데, 관련 진행 상황이 보상금 산정에 영향을 줄 수 있어 귀추가 주목된다. 보상금 결정이 빠르게 이루어지면 3Q 실적에 반영될 수도 있으나, 보수적으로 4Q 반영으로 예상된다.

상고하저이나, 하반기에도 평년 대비 높은 실적 예상

재고평가손익 때문에 약간의 차이가 있으나, 정유사 전반의 실적 트렌드는 2Q까지 양호, 하반기에는 레벨다운될 전망이다. 다만 하반기에도 평년 대비 높은 실적이 유지될 전망이고, 특히 윤활유의 경우 중동 경쟁사의 생산 차질이 장기화될 전망이어서, 높은 실적이 내년 1~2Q까지 지속될 전망이다.

최고가격제 보상금이 변수이나, 이를 제외해도 2026년 역대급 실적이 예상되며, 높은 실적과 현금흐름을 기반으로 S-Oil은 배당 확대, SK이노베이션은 재무구조 개선, GS는 AI데이터센터 투자에 활용할 것으로 예상된다.

Top Pick은 GS (078930, TP 10만원)이다. 그 동안 GS는 성장 기대감이 낮다는 이유로 Peer 대비 저평가 받았는데, AI데이터센터 사업이 구체화되면서 Valuation Level이 높아질 전망이다.

목차

I. 정유업 관련 이슈 점검 _ 04

1. 석유제품 최고가격제 영향 분석
2. 사우디 OSP 마이너스까지 하락할까?
3. Back to normal 가정하면 정제마진 레벨다운
4. 윤활기유가 정유 감익을 완충해 줄 전망

II. 관련 기업 리포트 _ 19

1. S-Oil (010950) [매수, TP: 160,000원]
 2. SK이노베이션 (096770) [매수, TP: 170,000원]
 3. GS (078930) [매수, TP: 100,000원]
-

I. 정유업 관련 이슈 점검

1. 석유제품 최고가격제 영향 분석

3Q에 최고가격제 보상 협의 본격화 예정

3월 13일 시행된 석유제품 최고가격제가 어느 새 제도 적용 100일을 넘어섰다. 최근에는 이란과 미국 간의 평화 협상이 진행되고 있으며, 완전히 봉쇄 상태였던 호르무즈 해협 선박 운항도 일부 통행이 재개되는 상황으로 개선됐다.

원유 공급 차질에 대한 우려가 극에 달했던 3월 23일 배럴당 170달러까지 급등했던 두바이 유가는 6월 말 배럴당 68달러로 고점 대비 60% 하락했으며, 이는 이란-미국 전쟁 발발 이전인 올해 2월 평균 유가 68.3달러와 거의 동일한 레벨이다.

아직 이란 사태와 호르무즈 해협 통행이 완전히 정상화되지는 않았지만, 위기감이 많이 완화됐고 유가도 사태 이전으로 회귀한 만큼, 석유제품 최고가격제도 점차 해제 국면으로 접어들 것으로 예상된다. 더불어 최고가격제 기간 동안 발생한 정유사의 손실에 대해, 정부와 정유사 간의 보상 협의가 본격화되며 이슈가 될 전망이다.

표 1. 석유 최고가격제 진행 경과 및 향후 절차

시기	세부 내용
2026년 3월13일	석유제품 최고가격제 시행
3~6월	정유사 원가 및 판매자료 축적
6월18일	정부 손실보전 고시안 행정예고
6월 말	고시안 확정, 최고액정산위원회 출범
7월~8월 말	정유사 보상 신청
2026년 3~4Q	회계법인 검증, 정산위원회 심의 (*가장 중요하고 오래 걸리는 과정)
2026년 3~4Q	산업부 장관 최종 보상금액 확정

자료: 언론 보도, BNK투자증권

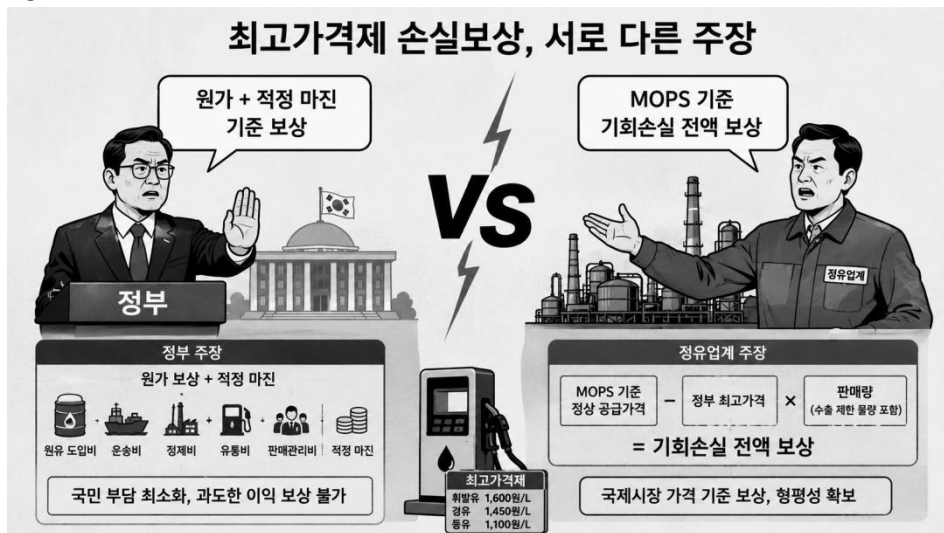
‘원가+적정 마진’ 기준으로 보상금 산정. 적정 마진 판단이 관건

보상 관련 협의 초기부터 정부는 ‘정유 원가+적정 마진’을 기준으로 보상하는 방안을 제시했고, 정유사는 MOPS (싱가포르 정유제품 가격) 변동률을 감안한 기회손실을 보상해줘야 한다고 주장했다. 그런데 6월 18일 정부가 ‘손실보전 고시안 행정예고’를 통해 보상 기준으로 MOPS 반영은 불가하다는 원칙을 재확인하고, 원가+적정 마진을 보상 기준으로 정했기 때문에 이를 기반으로 최고액정산위원회가 보상안을 구체화할 것으로 예상된다.

보상안 관련 앞으로의 일정은 ① 8월 29일까지 정유사가 보상 신청, ② 회계법인 검증 및 최고액정산위원회 심의, ③ 산업부 장관이 최종 지급액 확정, ④ 정부 보상금 지급 순으로 이루어지게 된다. 이 과정에서 핵심은 ‘검증 및 정산위원회 심의’로, 원가 인정 범위와 적정 마진에 대해서 정산위원회가 어떻게 판단을 내릴 지가 핵심 변수다.

기업별 원가는 외부에서 정확히 알 수 없고, 적정 마진에 대해서도 양측의 입장을 아직은 파악할 수 없기 때문에, 정유사가 수취하게 될 최고가격제 보상금액은 현 시점에서 추정이 어렵다. 최고액정산위원회 심의 과정에서도 가장 핵심은 원가와 적정 마진을 어떤 기준으로, 얼마로 정할 것인가에 달려 있다고 볼 수 있다.

Fig. 1: 정유업계와 정부의 보상 기준 의견 차이



자료: 언론 보도 내용 이미지화, BNK투자증권

정유사의 세전 공급가는 MOPS와 환율 함수

‘원가+마진’과 상관 없이 정유사가 주장하는 MOPS 변동률을 반영한 기회손실은 기업 내부 자료와 무관하기 때문에 직접 추정해 볼 수 있다. 정유사는 최고가격제 시행 초기부터 누적 (기회)손실규모가 얼마인지 자주 언급해 왔는데, 이를 통해 과연 그 금액이 합리적이었는지 확인해 볼 수 있다.

실제 국내 정유사의 세전 공급가격은 ‘직전 주 MOPS 변동률과 환율 변동’의 함수로 확인된다. [Fig. 2, 3]에서 확인할 수 있듯이, ① actual 세전 공급가격과 ② MOPS, 환율을 기반으로 추정한 공급가격은 상관계수 0.95로 상관성이 매우 높다 (휘발유, 경유 모두 상관계수 0.95). 참고로 최고가격제 규제 대상이 되는 제품은 보통휘발유, 자동차 및 선박 경유, 실내등유인데, 경유+휘발유가 대부분을 차지하고, 실내등유는 전체의 3%에 불과하다.

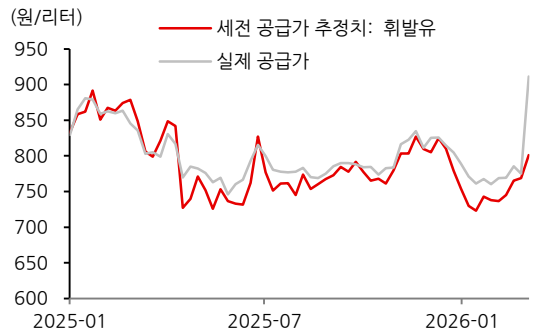
MOPS와 환율 변동을 통해 공급가격을 추정할 수 있다는 점을 확인했으므로, 최고가격제가 적용된 시기에 만약 최고가격제 없이 기존처럼 MOPS, 환율로 가격이 결정되었다면 휘발유, 경유 가격이 얼마였을지 추정할 수 있다. 그리고 양자 간의 가격 차이를 계산하면 정유업계의 기회손실을 대략적으로 추정할 수 있다.

Fig. 2: 경유 공급가 추정치 vs. 실제 가격



자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

Fig. 3: 휘발유 공급가 추정치 vs. 실제 가격



자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

MOPS 기반으로 계산한 기회손실은 조 단위 규모

그 결과는 [표 2], [표 3]과 같다. 최고가격제로 인해서 이론적인 공급가격과 실제 공급가격이 큰 격차를 보인 기간은 3월 중순~4월 중순까지 약 1개월이며, 이후에는 유가와 석유제품 가격이 하락하면서 격차가 많이 줄어들었다. 그리고 휘발유보다 경유에서 최고가격제로 인한 영향이 훨씬 컸는데, ① 최고가격제로 인한 리터당 가격 차이도 경유에서 월등히 컸을 뿐 아니라, ② 주간 단위 소비량도 휘발유 대비 경유가 50% 가량 많기 때문이다.

주간 단위 기회손실은 제도 시행 첫 주에 1,540억원으로 시작해, 이후 5주간 평균 5,600억원을 기록했고, 석유제품 가격이 많이 낮아진 최근에는 주당 1천억원대 기회손실이 발생하는 것으로 추정된다 [표 3]. 정유업계는 주간 단위 기회손실 5천억, 4월 말까지 기회손실 3조원 초과, 5월 말까지 4조원 초과 등으로 피해 규모를 주장해 왔는데, MOPS와 환율 기반으로 계산해 보면 이와 유사한 금액이 산출된다.

최고가격제 시행일부터 6월 20일까지 기준으로 계산하면, 국내 정유업계의 휘발유+경유 기회손실은 약 4.7조원으로 추정되고, 각 정유사의 내수 M/S를 적용해 기업별로 안분하면 SK에 너지 1.35조원, S-Oil 1.25조원을 비롯한 4대 정유사 모두 1조원 이상의 기회손실이 누적된 것으로 추정된다. 다만 이는 전체 시장을 기반으로 한 추정치이고, 개별 기업별 정확한 판매량 및 ASP는 알 수 없기 때문에 단순 참고자료 정도로 이해할 필요가 있다.

표 2. 최고가격제로 인한 휘발유, 경유 가격 인하 효과

(원/리터)	최고가격제 없었을 경우		정유사 실제 공급가		가격 차이	
	휘발유	경유	휘발유	경유	휘발유	경유
2026-03-14	1,048.1	1,477.5	914.6	1,177.8	(133.4)	(299.7)
2026-03-21	1,344.7	1,927.6	871.0	1,077.7	(473.7)	(849.8)
2026-03-28	1,525.1	2,242.2	888.3	1,093.1	(636.8)	(1,149.1)
2026-04-04	1,459.5	2,439.3	1,121.6	1,349.5	(338.0)	(1,089.9)
2026-04-11	1,489.7	2,812.6	1,121.7	1,349.8	(368.0)	(1,462.9)
2026-04-18	1,387.0	2,474.2	1,119.3	1,348.4	(267.7)	(1,125.8)
2026-04-25	1,281.3	1,945.3	1,119.3	1,347.0	(162.0)	(598.3)
2026-05-02	1,276.3	1,750.3	1,117.9	1,346.5	(158.4)	(403.8)
2026-05-09	1,352.2	1,841.1	1,122.0	1,349.9	(230.2)	(491.2)
2026-05-16	1,343.6	1,654.4	1,121.3	1,349.5	(222.3)	(304.9)
2026-05-23	1,395.9	1,733.4	1,117.1	1,349.2	(278.8)	(384.2)
2026-05-30	1,420.3	1,753.3	1,118.4	1,347.8	(301.8)	(405.5)
2026-06-06	1,274.8	1,541.1	1,120.9	1,348.9	(153.9)	(192.2)
2026-06-13	1,258.1	1,641.3	1,121.1	1,349.1	(137.0)	(292.2)
2026-06-20	1,250.8	1,518.3	1,120.9	1,349.5	(130.0)	(168.7)

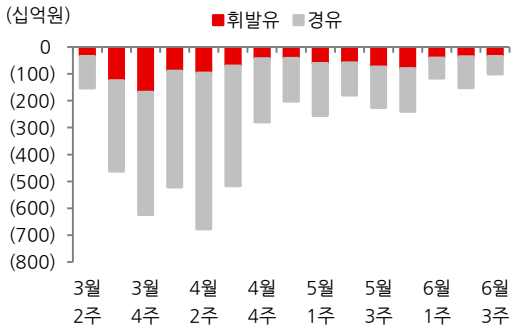
자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

표 3. 소비량을 감안한 품목별, 정유사별 기회손실 추정치

(십억원)	소비량 (천 리터)		기회손실			기회손실			
	휘발유	경유	휘발유	경유	합산	SK에너지	S-Oil	GS칼텍스	오일뱅크
2026-03-14	263,410	396,496	(35)	(119)	(154)	(44)	(41)	(36)	(33)
2026-03-21	263,410	396,496	(125)	(337)	(462)	(132)	(123)	(108)	(99)
2026-03-28	263,410	396,496	(168)	(456)	(623)	(178)	(165)	(146)	(134)
2026-04-04	263,410	396,496	(89)	(432)	(521)	(149)	(138)	(122)	(112)
2026-04-11	263,410	396,496	(97)	(580)	(677)	(193)	(180)	(159)	(145)
2026-04-18	263,410	396,496	(71)	(446)	(517)	(148)	(137)	(121)	(111)
2026-04-25	263,410	396,496	(43)	(237)	(280)	(80)	(74)	(66)	(60)
2026-05-02	263,410	396,496	(42)	(160)	(202)	(58)	(54)	(47)	(43)
2026-05-09	263,410	396,496	(61)	(195)	(255)	(73)	(68)	(60)	(55)
2026-05-16	263,410	396,496	(59)	(121)	(179)	(51)	(48)	(42)	(38)
2026-05-23	263,410	396,496	(73)	(152)	(226)	(65)	(60)	(53)	(48)
2026-05-30	263,410	396,496	(80)	(161)	(240)	(69)	(64)	(56)	(51)
2026-06-06	263,410	396,496	(41)	(76)	(117)	(33)	(31)	(27)	(25)
2026-06-13	263,410	396,496	(36)	(116)	(152)	(43)	(40)	(36)	(33)
2026-06-20	263,410	396,496	(34)	(67)	(101)	(29)	(27)	(24)	(22)

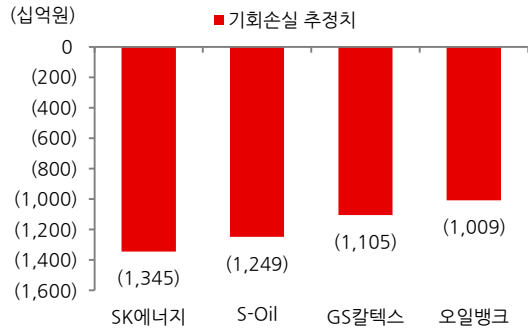
자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

Fig. 4: 휘발유, 경유 기회손실 추정치



자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

Fig. 5: 정유사별 기회손실 추정치



자료: 산업 자료, BNK투자증권 추정

기회손실은 단순 참고자료. 실질적으로 중요한 것은 '적정 마진'에 대한 판단

앞서 계산한 MOPS 기준 기회손실은 말 그대로 참고자료이다. 정부의 최고가격제 보상 기준은 '원가+적정 마진'으로 이미 결정됐고, 이 과정에서 MOPS 기준 기회손실이 반영될 여지는 없기 때문이다. 또한 석유제품가 담합 혐의로 정유업계에 대한 검찰 조사가 진행 중이기 때문에, 시장 가격을 기반으로 하는 기회손실을 반영해 줄 가능성은 더욱 낮아 보인다. 따라서 앞서 추정한 기회손실은 최종 결정된 보상금액과 비교를 통해, 정유사가 실제 취했을 이익 대비 어느 정도 보상 받게 되는지 확인하는 자료로 의미가 있을 것이다.

향후 보상금 산정 과정에서 가장 핵심이 될 '적정 마진'에 대한 판단이 정유사가 수령하게 될 보상금을 결정하는 핵심 변수가 될 것이다. 보상금 산정이 1~2개월 내에 빠르게 결정될 경우 정유사 26.3Q 실적에 반영될 것으로 보이는데, 그렇게 되면 상대적으로 부진한 3Q 실적을 완충하는 역할을 하게 될 전망이다. 보상금 규모가 예상보다 작더라도, 일회성이고 이미 지나간 실적에 대한 보상이기 때문에 주가에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것으로 예상된다.

이제부터 중요한 것은, ① 호르무즈 해협 통행 안정화 (물량, 운임, 보험료에 영향), ② UAE의 OPEC 탈퇴 이후 공급확대 전략, ③ 전쟁 중 피해를 입은 중동 정유사의 가동 정상화 시점 등이다. ①, ②는 원유 조달 원가와 관련이 있으며, ③은 정유 및 유통유의 마진 레벨에 영향을 주는 변수이다.

2. 사우디 OSP 마이너스까지 하락할까?

최근 20년 간 사우디 OSP가 마이너스 기록한 기간은 3차례

사우디가 매월 결정하는 OSP는 지난 20년 동안 마이너스를 기록한 기간이 총 3차례 있었다. 첫번째가 2008년 금융위기 당시, 두번째가 2015~17년 미국 셰일오일과의 M/S 경쟁 시기, 세번째가 2020년 Covid-19 위기 당시이다.

2008년, 2020년은 매크로 Shock로 원유 수요가 급감하며 유가가 급락한 시기이다. 사우디 입장에서는 수요 감소에 대응하기 위해 OSP를 낮춰서라도 아시아 고객사가 타 지역 원유보다 사우디 원유를 더 많이 가져가게 만들어야 하는 상황이었다. 2015~17년 셰일오일과의 경쟁도 마찬가지이다. 미국산 원유 생산량이 크게 증가하고 중동산 원유를 대체할 수 있다는 우려가 확산되면서, 고객사를 유인하기 위해 OSP를 크게 낮췄던 것이다.

흥미로운 점은, 매크로 Shock로 OSP를 급격히 인하했던 시기는 OSP 마이너스 기간이 3~4개월로 매우 짧게 마무리됐다는 점이다. 따라서 이를 제외하고 보면, OSP가 마이너스 구간에 오랫동안 머물면서 아시아 정유사에 긍정적으로 작용했던 사례는 2015~17년 미국 셰일오일의 공급 경쟁 당시 뿐이다. 해당 기간에는 총 36개월 중에 28개월 동안 OSP가 마이너스를 기록했고, 평균 OSP 마이너스 폭은 배럴당 -0.78달러 수준이었다.

표 4. 사우디 OSP 마이너스 사례

구분	2008년	2015~17년	2020년
핵심 충격	금융위기로 수요 급감	셰일 공급혁명	Covid-19로 수요 급감
OSP 인하 배경	수요 붕괴 대응	시장점유율 방어	수요 붕괴 대응
OSP 마이너스 기간	2008.11월~2009.2월	2014.10월~2017.9월까지	2020.4월~6월
	4개월로 짧게 마무리	총 36개월 중에 28개월	3개월로 짧게 마무리
마이너스 폭 (\$/bbl)	(0.80)	(0.78)	(5.43)

자료: 산업 자료, Bloomberg, BNK투자증권

중동 내 우려 요인 있으나, 세일오일과 경쟁하던 수준은 아님

그렇다면 과연 지금 사우디가 느끼는 부담감은 어느 정도일까? 미국 세일오일 생산량이 급증하고, 수출이 확대되면서 중동산 원유 M/S 감소 우려가 컸던 2015~17년 수준일까?

최근 호르무즈 해협 통행이 재개되면서 중동산 원유 공급이 다시 늘어나고 있고, 2026년 4월 말 UAE가 OPEC을 탈퇴해 자유롭게 공급을 늘릴 수 있는 상황이며, 이란도 한시적 (~8/21일)이지만 원유 수출을 재개했다. 또 호르무즈 해협 봉쇄 기간에 아시아 정유사들은 중동산 원유 공급 차질에 대응해 북미, 아프리카, 브라질 등 타 지역 원유 조달을 확대한 상태다.

따라서 사우디를 비롯한 중동 산유국들은 공급을 확대하기 위해 OSP 인하로 가격 merit를 높일 필요가 있다. 하지만 지금의 시황이, OSP 마이너스가 장기간 지속된 2015~17년 상황과 동일선상에 있다고 판단되지는 않는다.

첫째, 이란의 원유 수출 재개는 한시적인 조치다. 미국-이란 간 평화 협상 기간에 맞춰, 미국 재무부가 60일 간 (6월22일~8월21일) waiver를 부여한 것이다. 미국 재무부는 waiver를 부여하면서, 평화 협상이 연장되면 waiver도 연장될 수 있지만, 반대로 관계가 악화되면 이미 부여한 waiver가 8월 21일 전에 종료될 수 있다고 설명했다.

원유 공급의 안정성과 지속 가능성을 중시하는 아시아 대형 정유사 입장에서는, 이란 원유가 아무리 저렴해도 한시적인 waiver 조건 하에서 적극적으로 수입하기는 어렵다. 중국 국영 정유사도 2019년 이후 처음으로 이란산 수입 재개를 검토하고 있으나, 수요 불확실성, 금융과 물류 문제 때문에 거래가 바로 성사되기는 쉽지 않다고 분석된다. 마지막으로 남은 것은 중국 독립 정유사 (teapot)인데, 이들은 이미 이란산 원유를 블랙마켓을 통해 구매, 사용해왔다 고 알려져 있기 때문에 현실적인 구매자이지만, 추가 구매 여력이 얼마나 될 지는 미지수다.

표 5. 미국이 이란에 제공한 waiver 내용

구분	내용
현재 상태	OFAC General License X로 이란산 원유 및 제품 거래 8월 21일까지 한시 허용
허용 범위	생산, 판매, 인도, 하역, 관련 선박·보험·운송 서비스, 달러 결제 일부 포함
60일 이후	연장 license 또는 최종 합의가 없으면 미국 제재 면제는 종료
waiver 종료 후 수출	waiver 종료 후에도 shadow fleet, 중개상 경유한 비공식 수출은 계속될 수 있음

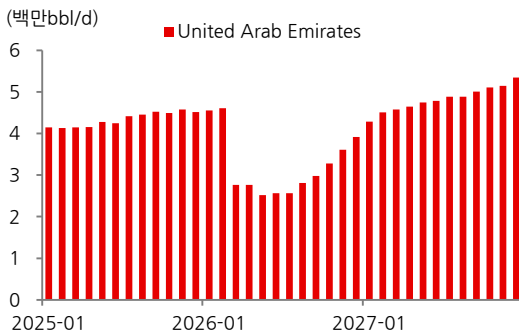
자료: 미국 재무부, 언론 보도, BNK투자증권

둘째, UAE의 OPEC 탈퇴와 증산이 부담이지만 미국 셰일 증산만큼은 아니다. UAE는 사우디 감산 정책에 대한 불만으로 OPEC을 탈퇴했고, 실제로 6월부터 원유, 콘덴세이트 수출을 크게 늘린 것으로 알려졌다. UAE는 원유 생산능력을 현재 485만b/d에서 2027년 500만b/d로 확대할 계획이고, 2025년에는 생산량 350만b/d를 기록했다. 따라서 2027년 생산능력만큼 풀가동한다면 향후 150만b/d를 추가 공급할 수 있게 된다.

150만b/d는 글로벌 원유 소비량의 약 1.5%에 해당하는 큰 규모다. 2014~2015년에 걸쳐 증가한 미국 원유 생산량 200만b/d (2014년 +134만b/d, 2015년 +65만b/d)보다는 작지만, 중동 역내의 증산이기 때문에 사우디가 느끼는 부담은 더 직접적이다. 하지만 미국 셰일은 사우디가 통제하기 어려운 변수였고 미국 내 수백 개 기업이 분산적으로 계속 증산하는 구조였다면, UAE는 여전히 사우디와 중동 내 정치, 안보 등을 통해 이해관계가 얽혀 있고 단일 NOC 중심의 증산이라는 점에서 정치적 조율이 가능할 수 있다는 큰 차이가 있다.

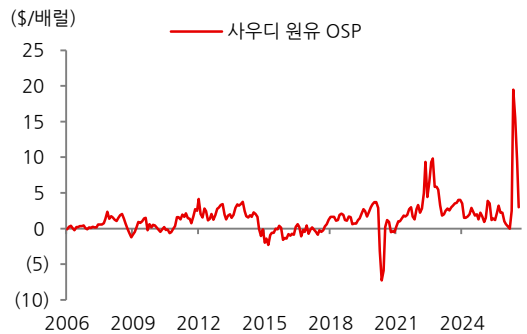
아시아향 Arab Light OSP는 호르무즈 해협 봉쇄로 원유 공급에 차질이 발생하면서 4월 19.5달러까지 폭등했고, 이후 사태가 다소 안정되면서 5~6월에 걸쳐 15.5달러, 9.5달러까지 하락된 상태다. 7월 OSP는 더 낮아져 배럴당 2~3달러 수준이 예상된다. 사우디 OSP가 급등 후 급락하며 변동성이 확대됐고, UAE의 5월 OPEC 탈퇴 및 증산이 OSP 하락에 영향을 미친 것도 사실이다. 하지만 UAE와 사우디가 중동이라는 지역 거점과 원유 시장을 기반으로 다양한 이해관계가 얽혀 있기 때문에 극한 대립으로 갈 가능성은 낮아 보인다. 사우디 OSP의 장기 평균 (최근 20년)은 배럴당 1.5달러 수준인데, 올해 하반기에 이 정도 레벨에 수렴할 것으로 예상하는 게 합리적이라고 판단된다.

Fig. 6: UAE 생산량 전망



자료: EIA (2026.06), BNK투자증권
 주: 원유 뿐 아니라 condensate 및 NGL 포함한 기준

Fig. 7: 변동성이 확대된 사우디 OSP



자료: Bloomberg, BNK투자증권

3. Back to normal 가정하면 정제마진 레벨다운

정제마진은 과거 20년, 최근 6년 모두 배럴당 10달러

2006년 이후부터 최근까지 20년 간 복합정제마진의 장기 평균은 배럴당 10.2달러이다. 그리고 2019년까지는 정제마진의 변동성도 상대적으로 크지 않았고 (2006년~2019년 표준편차 2.9), 유일하게 변동성이 컸던 기간은 2008년 금융위기 전후였다. 그런데 2020년 Covid-19, 2022년 러-우 전쟁, 그리고 최근 이란-미국 전쟁으로 인해 정제마진의 변동성이 크게 확대 (2006년~2026년 6월 표준편차 5.5)됐다.

그런데 흥미로운 점은, 2020년 이후 변동성이 크게 확대됐지만 정제마진의 평균 값은 과거와 거의 동일하다는 점이다. 2006년~2019년 말까지 정제마진 평균이 9.82달러인데, 변동성이 크게 확대된 2020년~2026년 2월 (호르무즈 사태 이전)까지의 정제마진 평균도 9.75달러로 거의 동일했다. 호르무즈 사태 이후 워낙 단기에 마진이 급등했기 때문에 2020년~2026년 6월 까지 계산하면 평균 마진이 11.16달러로 높아지지만, 이는 변동성 확대 구간에서 마진 상승 구간만을 반영한 계산이기에 합리적이지 않다. 결과적으로 변동성이 과거보다 확대됐지만, 정제마진의 장기 평균은 배럴당 10달러로 가정하는 것이 타당하다고 볼 수 있다.

2020년 이후 정제마진의 변동성 확대는 구조적인 변화에 의한 것이 아니고, 매크로 변수로 따른 일시적 변화라고 생각된다. 그리고 정유 수급 측면에서도 구조적인 변화가 있다고 판단 되지는 않는다. 물론 이란-미국 전쟁 과정에서 중동 정유사들이 피해를 입었지만, 대부분은 현재 정상 가동 중이며, 6개월 이상의 복구 기간을 요하는 피해는 제한적이었다.

표 6. 이란-미국 전쟁에서 피해 입은 설비들: 6월 중순 이후 대부분 정상 가동 중

국가	설비	Capa	설비피해 내용	정상화 시점
사우디	Ras Tanura	55만b/d	3월 초 이란 드론 요격 잔해로 화재	설비 피해 제한적 6월 말 원유 선적도 재개
UAE	Ruwais Refinery	82만b/d	3월 10일 드론 공격 후 CDU 2개 가운데 1기 정지	CDU 가동 일시 중단 7~8월 가동률 90% 예상
바레인	Bapco Sitra	41만b/d	3월 9일 force majeure 선언 4월 5일 저장탱크 추가 화재	6월까지도 정상화 진행 안됨 정상화까지 3~6개월 추정
쿠웨이트	Al-Ahmadi	35만b/d	3월 19~20일에 이어 4월 3일 재차 드론 피격. 여러 설비에서 화재 발생	반복 피격으로 설비 점검 진행 7월에는 가동률 80~90% 예상
쿠웨이트	Abdullah Al-Zour	45만b/d 62만b/d	Abdullah 3월 19일 피격 Al-Zour 직접 피격보다는 물류 차질	6월 19일 force majeure 해제 2개 정유설비 모두 정상 가동 중
사우디	SAMREF	40만b/d	3월 19일 드론 공격 받음 피해 경미해 선적 일시 중단 후 재개	피해 제한적. 현재 정상 가동 중
이스라엘	Haifa	20만b/d	3월 19일 이란 미사일 공격으로 일부 피해, 전력 차질은 제한적	설비 피해가 미미했고, 현재는 모든 설비 정상 가동 중

자료: 언론 보도, BNK투자증권

물류 정상화, 피해 설비 재가동되며 정제마진 하향 안정화 예상

글로벌 정유 수요는 1억b/d 수준이다. 그리고 매년 GDP 성장률에 비례해 100~200만b/d 정도 수요가 증가한다. 그리고 설비 증설은 이와 유사하거나 혹은 못 미치는 경우가 많다. 정유 공장 신증설에 투자비가 워낙 많이 들어가는데 비해, 전기차 보급 확대로 휘발유와 경유 수요는 구조적 감소가 예상되기 때문이다. 그래서 정유 수급은 상대적으로 안정적이고, 예측 가능성이 높고, 외부 변수만 없다면 변동성이 작은 것이 특징이다.

표 7. 글로벌 원유 수요 전망

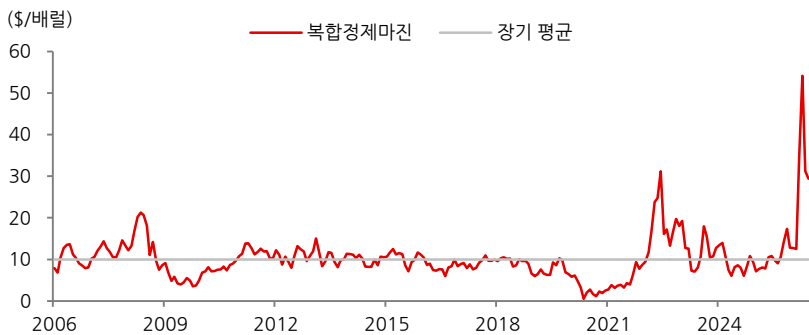
(백만b/d)	2023	2024	2025	2026F	2027F
OECD	45.7	45.9	45.9	45.5	45.6
Non-OECD	55.7	56.9	58.1	57.3	59.8
World Total	101.4	102.8	104.0	102.9	105.3
수요 증분		1.4	1.2	(1.1)	2.5

자료: EIA (2026.06), BNK투자증권

이런 시장 특성을 감안할 때, 호르무즈 해협 사태로 급등한, 그리고 여전히 높은 레벨에 있는 정제마진은 연말로 가면서 계속 하향 안정화될 것으로 예상된다. 지금 당장은 여전히 중동산 원유 수급이 정상적이지 않고, 중동 정유 설비의 피해도 완전히 복구된 것이 아니기 때문에 마진이 높게 유지되고 있는 것이다. 하반기에 호르무즈 해협 통항 정상화, 복구된 정유 설비 재가동이 반영되면 정제마진은 점차 하락할 가능성이 크다.

그리고 장기 평균 정제마진이 배럴당 10.2달러임을 감안할 때, 정확한 시점을 예단하기는 어렵지만 결국 다시 배럴당 10달러 수준의 정제마진으로 회귀할 것으로 전망한다. 2026년 6월 기준 복합정제마진이 배럴당 29.4달러로 마감됐는데, 이와 비교하면 장기 평균까지 19달러 정도 정제마진의 Downside가 있는 것이다.

Fig. 8: 정제마진 장기 추이 (20년 간 평균 배럴당 10달러)

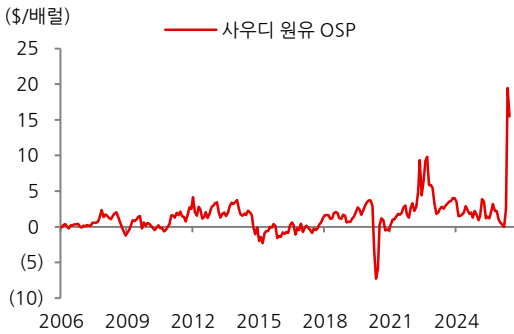


자료: Bloomberg, petronet, BNK투자증권

다행인 점은 정제마진만 하락하는 것이 아니고, 단기 급등한 OSP도 동반 하락한다는 점이다. 6월 OSP는 배럴당 15.5달러이고, OSP의 장기 평균은 1.5달러이다. 따라서 OSP도 장기 평균에 회귀한다고 가정하면 OSP의 Downside는 14달러이다.

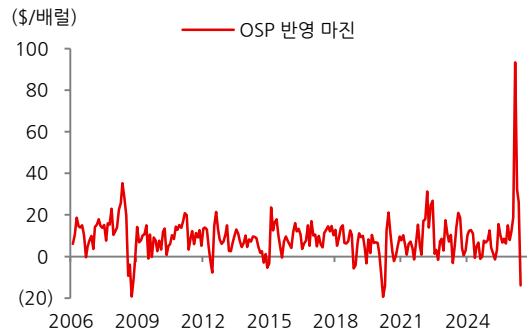
결과적으로 2026년 6월 정제마진은 장기 평균보다 19달러 높고, OSP는 장기 평균보다 14달러 높기 때문에, 두 지표 모두 평균에 회귀한다고 가정하면 OSP를 반영한 정제마진 (=실질 손익지표)은 지금보다 5달러 정도 낮아지게 된다. 반대로 생각하면 그 정도 폭만큼 2026년 상반기에 상대적으로 초과 이익을 누렸다고 볼 수 있는 것이다.

Fig. 9: OSP도 역대 최고치 수준. 이제 내려갈 일만..



자료: Bloomberg, BNK투자증권
 주: 시각적 이해를 돕기 위해 6월 OSP 15.5달러까지만 표기

Fig. 10: OSP 급등으로 6월 정제마진은 크게 하락



자료: Bloomberg, petronet, BNK투자증권

4. 윤활기유가 정유 감익을 완충해 줄 전망

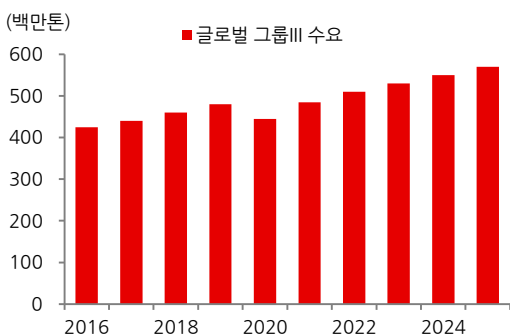
중동발 그룹III 기유 공급 차질 발생

3월 이란-미국 전쟁 과정에서, 이란은 카타르에 위치한 Ras Laffan의 에너지 인프라를 공격했고, 그 공격으로 일부 LNG 설비와 Shell의 Pearl GTL이 모두 피해를 입었다. Pearl GTL은 천연가스를 액화 제품으로 전환하는 세계 최대급 설비이고, 여기에서 고품질 그룹III 윤활기유를 생산한다. Pearl GTL의 생산 라인 2개 가운데 #1은 피해가 없었으나, #2 라인이 피해를 받았고, 완전 복구까지 약 1년이 걸릴 수 있다고 Shell사가 직접 언급했다.

그룹III 윤활기유 시장은 생산업체가 매우 적은 과점 시장으로, Pearl GTL의 생산 차질은 시장에 큰 영향을 미치고 있다. 그리고 그 과정에서 한국의 SK엔무브 (현재 SK에 흡수합병된 상태), S-Oil이 반사 수혜를 크게 누리고 있는 상황이다. 전세계 그룹III 윤활기유 수요는 연간 600만톤으로 추정되는데, SK엔무브가 150만톤, S-Oil과 Pearl GTL이 각각 120만톤 가량 생산하는 것으로 추정된다. 3사의 합산 점유율이 65%에 달하는 것이다.

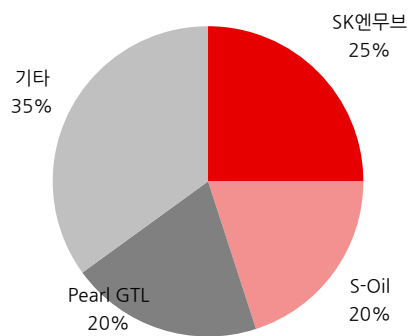
중동 정유설비 가운데 3~6개월 이상의 복구 기간이 소요되는 피해는 바레인의 Bapco 설비 정도로 한정된다. Bapco 정유 Capa는 41만b/d로 글로벌 수요의 0.4%에 불과해 수급 영향이 제한적일 전망이다. 하지만 그룹III 윤활기유는 Pearl GTL 라인 1개만 멈추어도 수급 영향이 매우 크다. Pearl GTL M/S 20%에서 최소 절반이 생산 차질을 겪고 있는 것이기 때문이다.

Fig. 11: 꾸준히 증가하는 그룹III 수요



자료: 산업 자료, BNK투자증권

Fig. 12: 과점화된 그룹III 시장



자료: 산업 자료, BNK투자증권

기유 실적은 내년 1~2Q까지 평년 대비 높게 유지될 전망

미국 ILMA(독립유회유제조협회)는 2026년 3월 API(미국석유협회)에 긴급 구제를 요청했고, 4월에는 미국 에너지부와도 긴급 논의를 진행하며 기유 수급의 어려움을 토로한 바 있다. 실제로 다수의 고객사가 SK엔부브와 S-Oil에 그룹III 기유 공급 요청을 한 것으로 파악되며, 기유 가격과 스프레드는 역대 최고치를 기록하고 있다. 당연히 양사의 유회기유 분기 실적도 26.2Q에 역대 최고치를 기록할 것으로 예상된다.

Pearl GTL의 #1은 피해가 없어 하반기에 정상 가동 진행될 전망이고, #2는 빠르면 27년 1분기, 늦으면 2분기부터 정상 가동이 전망된다. 따라서 26.2Q 급등한 기유 가격과 스프레드가 계속 유지되기보다는, 하반기에는 점차 하향 안정화될 것으로 예상된다. 다만 문제는 공급업체가 워낙 제한적이고, 단기 대응이 어려운 그룹III 품목에서 발생한 이슈라서 수급 정상화가 더디게 진행될 가능성이 높아 보인다. 즉, 국내 유회기유 업체의 반사 수혜, 호실적은 연말~내년 상반기까지 이어질 것으로 전망된다. 결론적으로, 정유는 상반기 대비 하반기 이익 레벨이 뚜렷하게 낮아질 것으로 예상되는 반면, 유회기유는 26.2Q 역대급 이익을 기록한 뒤에도 완만하게 이익이 낮아지며 정유 부문 감익을 완충해 줄 전망이다.

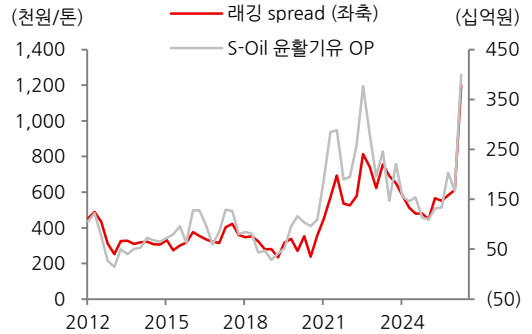
Fig. 13: 역대 최고치로 상승한 기유 수출가격



자료: 관세청, BNK투자증권

주: 26년 2월 864달러 → 6월 1,865달러로 급등

Fig. 14: 기유 OP도 역대 최고치 기록 전망



자료: Bloomberg, petronet, BNK투자증권 추정

관련 기업 리포트

S-Oil(010950) 19

SK이노베이션 (096770) 26

GS(078930) 33

사한 Capex 마무리 국면에 이익 급증. 배당 늘려야지

2Q OP 9,705억원 예상. 정유 감익되지만, 운할기유 이익 급증

2Q 실적은 연결OP 9,705억원으로 qoq 21% 감익이 예상된다. 컨센서스 수준이다. 부문별 실적은 차별화가 뚜렷할 전망이다. 정유는 1Q OP 1조 390억원에서 2Q 5,992억원으로 상대적으로 큰 폭 감익되는 반면, 운할기유는 1Q 1,666억원에서 2Q 3,961억원으로 2배 이상 증가할 전망이다. 정유 OP 감소는 ① 유가 하락에 따른 재고평가손실 4천억, ② 사우디 OSP 상승에 따른 원가 상승, ③ 최고가격제 온기 적용에 따른 기회손실 확대 등이 겹친 영향이다. 최고가격제는 정유사 공통 요인이거나, 재고평가에서는 총평균법을 적용하는 타 정유사와 달리 선입선출법을 적용하다 보니, 2Q에 재고평가손실이 집중돼 타 정유사 대비 정유 OP가 낮아 보이는 착시가 발생한다. 운할기유는 역대 최대OP가 예상되는데, 이란-미국 전쟁 과정에서 그룹III 운할기유 탭티어 업체인 Shell의 카타르 공장이 피해를 입으면서 기유 가격과 스프레드가 역대 최고치로 상승한 영향이다. 단기에 해소되기 어려운 수급 차질이라서, 운할기유의 높은 실적이 연말~내년 초까지 이어질 전망이다.

최고가격제 보상금은 4Q 반영 예상

하반기 OP는 3Q 7,465억원, 4Q 9,803억원으로 예상된다. 정유 부문은 3Q 재고평가손실이 qoq 크게 감소하지만, 중동 정유사 재가동에 따른 마진 하향 안정화, 그리고 OSP 추가 상승 (래깅 효과)으로 qoq 이익이 감소한 뒤, 4Q에는 OSP 하락, 최고가격제 보상금 반영 등으로 이익 증가가 예상된다. 운할기유는 경쟁사 가동 차질로 타이트한 수급이 유지되는 가운데, 완만하게 하향 안정화되는 그림을 예상된다. Shell사의 카타르 Pearl GTL 2개 라인 가운데 #1 설비는 하반기 재가동이 예상되기 때문에, 가장 타이트했던 2Q보다는 수급이 다소 안정화되기 때문이다.

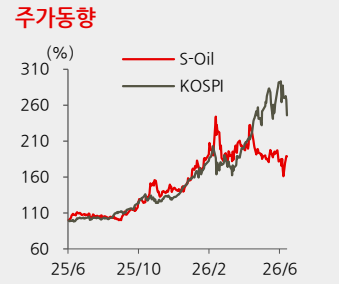
Fig. 15: S-Oil 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	36,637	34,247	37,684	32,576	34,606
영업이익	422	236	3,928	2,086	2,148
세전이익	-333	173	3,446	1,932	1,948
순이익[지배]	-193	177	2,562	1,449	1,461
EPS(원)	-1,656	1,518	21,971	12,425	12,532
증감률(%)	적자전환	흑자전환	1347.4	-43.4	0.9
PER(배)	-	54.7	5.0	8.8	8.7
PBR	0.7	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	15.0	3.8	6.3	6.0
ROE(%)	-2.2	2.0	25.6	12.3	11.1
배당수익률	0.2	0.4	2.7	3.2	3.2

자료: S-Oil, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	160,000원
[상향]	46.5%
현재주가	109,200원
2026/07/02	

주식지표	
시가총액	12,294십억원
52주최고가	141,300원
52주최저가	57,800원
상장주식수	11,258만주/402만주
자본금/액면가	292십억원/2,500원
60일평균거래량	47만주
60일평균거래대금	54십억원
외국인지분율	79.7%
자기주식수	없음
주요주주및지분율	
Aramco	63.4%
국민연금공단	9.4%



김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

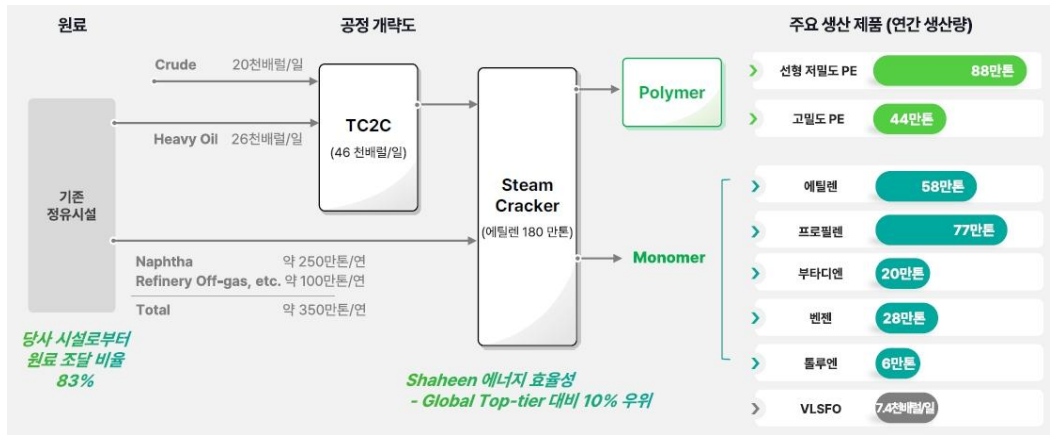
2027년 샤힌 프로젝트 상업가동으로 석화 비중 상승

2027년에는 샤힌 프로젝트 상업가동이라는 큰 변화가 예정돼 있다. 총 투자비 약 10조원, 폴가동시 예상 매출 5조원에 달하는 초대형 설비이다. mixed steam cracker 기반으로 저원가 feed를 활용 가능하기 때문에, NCC 대비 원가 경쟁력이 확실히 높을 전망이다. 다만 TC2C 공법이 적용된 최초의 상업 설비라는 점에서, 예측하기 어려운 변수가 많은 상황이다. 27.1Q 가동률 40%, 27년 연간 가동률 66%, 27.4Q 흑자 전환을 예상해 추정치에 반영했다. 샤힌 생산 물량이 수급과 가격에 미치는 변화도 반영해야 하기 때문에, 실제 상업가동 이후에 추정치에 대한 상당한 조정이 필요할 것으로 예상된다.

높아진 이익 레벨, 배당 merit 상승 반영해 목표주가 16만원으로 상향

투자 의견 '매수' 유지하고, 목표주가를 16만원 (PBR 1.4X)으로 상향한다. 높아진 이익 레벨, 그에 따른 배당 merit 상승, 샤힌 프로젝트 가동에 따른 외형 성장 등 긍정적 요소가 많기 때문이다. 외부 변수로 인한 일시적 개선이긴 하나 정제마진 급등으로 이익 체력이 높아진 가운데, 윤회기유는 경쟁사 가동 차질로 높은 이익 사이클이 상당 기간 이어질 전망이다. 타겟 PBR 1.4X는 장기 평균치를 적용한 것인데, 샤힌 Capex 종료와 이익 증가가 맞물려 다시 배당주로 매력력이 높아질 수 있다는 점을 감안한 것이다.

Fig. 16: 샤힌 프로젝트 공정도 및 생산 품목



자료: S-Oil, BNK투자증권

표1. S-Oil 2분기 실적 전망

(십억원, %)	2Q26F	2Q25	YoY %	1Q26	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	11,353	8,049	41.1	8,943	27.0	11,832	(4.0)
영업이익	971	(344)	(382.1)	1,231	(21.2)	896	8.4
세전이익	788	(106)	(841.6)	991	(20.5)	806	(2.2)
순이익	591	(67)	(985.0)	721	(18.0)	727	(18.7)
지배순이익	591	(67)	(985.0)	721	(18.0)	643	(8.1)
영업이익률	8.5	(4.3)		13.8		7.6	
세전이익률	6.9	(1.3)		11.1		6.8	
지배순이익률	5.2	(0.8)		8.1		5.4	

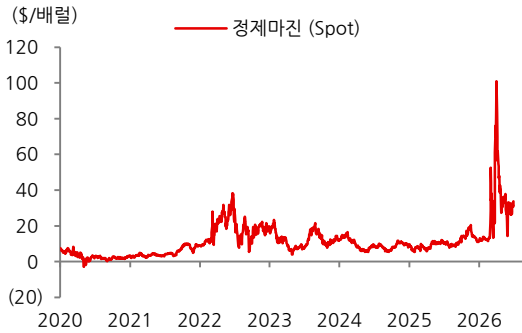
자료: Dataguide, BNK투자증권 추정

표2. S-Oil 실적 전망

(\$/배럴, 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,353	9,195	8,194	34,247	37,684	32,576
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	8,379	6,395	5,683	27,005	27,558	20,225
유탄기유	791	755	705	757	737	1,375	1,173	906	3,007	4,190	2,810
석유화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,598	1,627	1,606	4,234	5,935	9,540
매출액 (yoy%)	(3)	(16)	(5)	(1)	(1)	41	9	(7)	(7)	10	(14)
정유	(5)	(16)	(3)	(0)	0	34	(4)	(19)	(6)	2	(27)
유탄기유	3	(7)	(5)	(6)	(7)	82	66	20	(4)	39	(33)
석유화학	3	(21)	(15)	(4)	(2)	55	60	52	(10)	40	61
영업이익	(22)	(344)	229	372	1,231	971	747	980	236	3,928	2,086
정유	(57)	(441)	116	187	1,039	599	457	739	(195)	2,834	1,595
유탄기유	110	132	134	203	167	396	310	265	578	1,137	663
석유화학	(75)	(35)	(20)	(19)	26	(25)	(20)	(24)	(148)	(43)	(172)
OPM (%)	(0.2)	(4.3)	2.7	4.2	13.8	8.5	8.1	12.0	0.7	10.4	6.4
정유	(0.8)	(7.0)	1.7	2.7	14.6	7.2	7.1	13.0	(0.7)	10.3	7.9
유탄기유	13.9	17.5	19.0	26.8	22.6	28.8	26.4	29.2	19.2	27.1	23.6
석유화학	(6.6)	(3.3)	(2.0)	(1.8)	2.3	(1.6)	(1.2)	(1.5)	(3.5)	(0.7)	(1.8)
세전이익	(67)	(106)	81	265	991	788	714	952	173	3,446	1,932
순이익	(45)	(67)	63	225	721	25	536	714	177	2,562	1,449
지배순이익	(45)	(67)	63	225	721	591	536	714	177	2,562	1,449

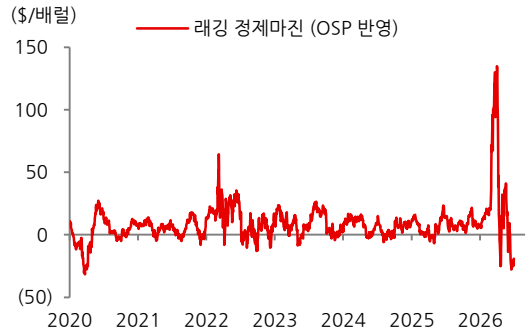
자료: S-Oil, BNK투자증권 추정

Fig. 17: Spot 정제마진 추이



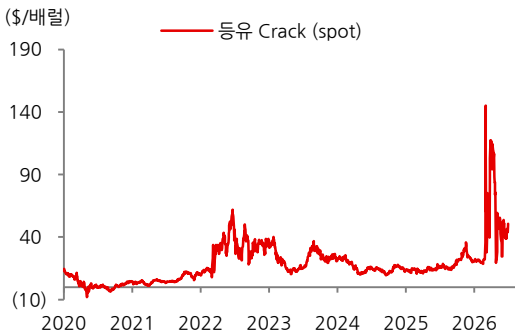
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 18: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



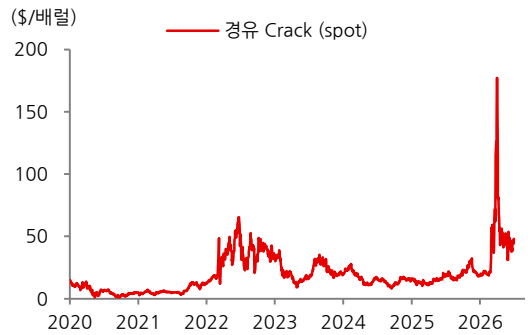
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 19: 등유 Crack 추이



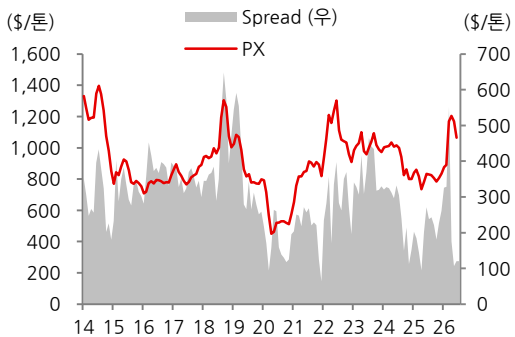
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 20: 경유 Crack 추이



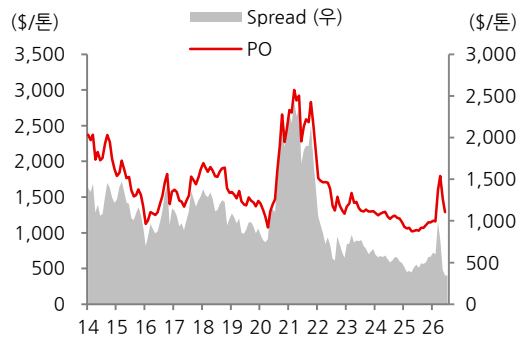
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 21: PX 가격 및 Spread 추이



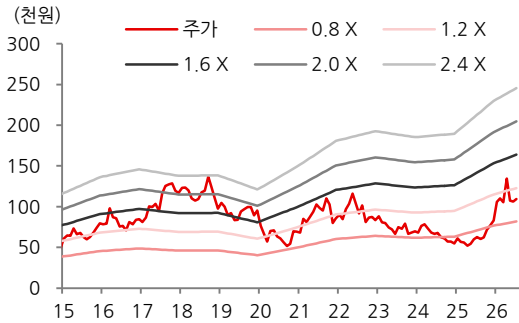
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 22: PO 가격 및 Spread 추이



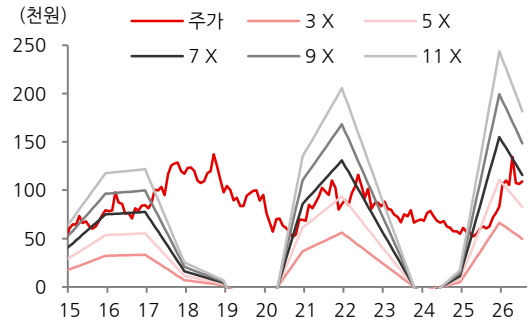
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 23: PBR Band 차트



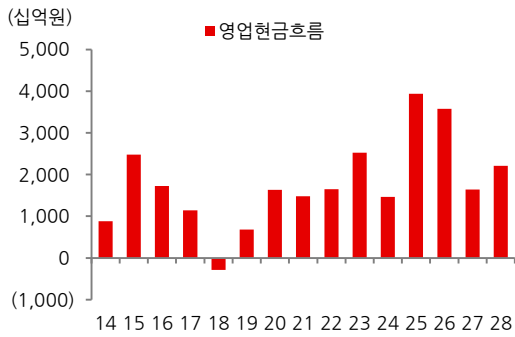
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 24: PER Band 차트



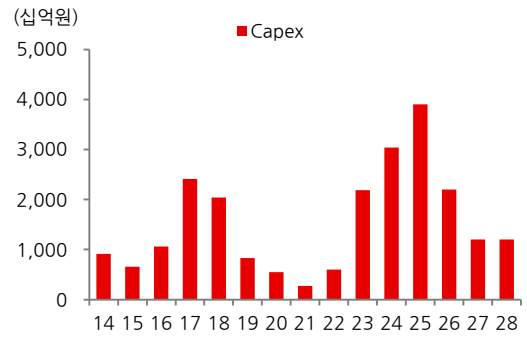
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 25: 영업현금흐름 추이 및 전망



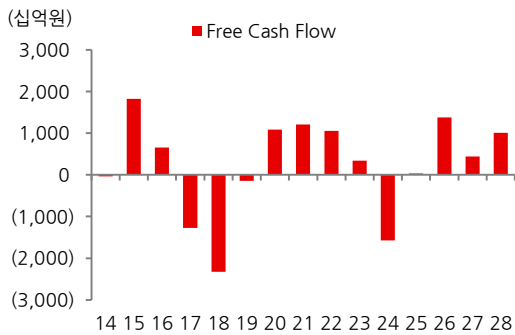
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 26: Capex 추이 및 전망



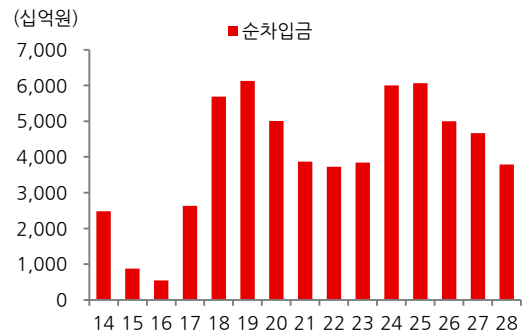
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 27: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 28: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048	8,616	12,669	12,680	13,964
현금성자산	1,946	1,835	5,208	6,230	7,112
매출채권	2,171	2,005	2,206	1,907	2,026
재고자산	4,493	4,164	4,582	3,961	4,208
비유동자산	14,403	17,941	19,431	19,978	20,612
투자자산	203	188	196	183	189
유형자산	13,582	16,990	18,485	19,056	19,695
무형자산	149	150	136	124	115
자산총계	24,451	26,557	32,100	32,658	34,576
유동부채	11,657	12,211	13,185	11,737	12,313
매입채무	4,982	6,982	7,682	6,641	7,055
단기차입금	3,355	2,173	2,173	2,173	2,173
비유동부채	4,099	5,459	7,774	8,451	8,460
사채및장기차입금	3,791	5,032	7,332	8,032	8,032
부채총계	15,756	17,670	20,959	20,188	20,773
지배기업지분	8,696	8,887	11,141	12,470	13,803
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,222	9,475	10,804	12,137
자본총계	8,696	8,887	11,141	12,470	13,803
총차입금	8,005	7,938	10,251	10,931	10,939
순차입금	6,001	6,065	5,001	4,664	3,789

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	1,468	3,942	3,581	1,644	2,209
당기순이익	-193	177	2,562	1,449	1,461
비현금비용	1,773	1,624	1,918	1,490	1,436
감가상각비	752	807	719	641	571
비현금수익	-445	-571	-82	-127	-147
자산및부채의증감	829	3,091	300	-446	177
매출채권감소	180	128	-201	299	-119
재고자산감소	209	304	-418	621	-247
매입채무증가	751	1,888	701	-1,041	414
법인세환급(납부)	-191	0	-884	-483	-487
투자활동현금흐름	-3,027	-3,783	-2,213	-1,181	-1,207
유형자산증가	-3,042	-3,906	-2,200	-1,200	-1,200
유형자산감소	3	0	0	0	0
무형자산순감	-27	1	0	0	0
재무활동현금흐름	1,539	-270	2,005	560	-120
차입금증가	2,167	-68	2,313	680	8
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-189	0	-39	-350	-408
현금의증가	-17	-111	3,373	1,023	881
기말현금	1,946	1,835	5,208	6,230	7,112
잉여현금흐름(FCF)	-1,574	36	1,381	444	1,009

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	37,684	32,576	34,606
매출원가	35,411	33,204	32,905	29,613	31,537
매출총이익	1,226	1,043	4,779	2,962	3,068
매출총이익률	3.3	3.0	12.7	9.1	8.9
판매비와관리비	804	808	851	876	920
판매비율	2.2	2.4	2.3	2.7	2.7
영업이익	422	236	3,928	2,086	2,148
영업이익률	1.2	0.7	10.4	6.4	6.2
EBITDA	1,174	1,043	4,647	2,726	2,719
영업외손익	-755	-62	-482	-154	-200
금융이자손익	-229	-236	-241	-248	-241
외화관련손익	-215	42	0	0	0
기타영업외손익	-311	132	-241	94	41
세전이익	-333	173	3,446	1,932	1,948
세전이익률	-0.9	0.5	9.1	5.9	5.6
법인세비용	-139	-4	884	483	487
법인세율	41.7	-2.3	25.7	25.0	25.0
계속사업이익	-193	177	2,562	1,449	1,461
당기순이익	-193	177	2,562	1,449	1,461
당기순이익률	-0.5	0.5	6.8	4.4	4.2
지배기업순이익	-193	177	2,562	1,449	1,461
총포괄손익	-153	192	2,562	1,449	1,461

주요투자지표

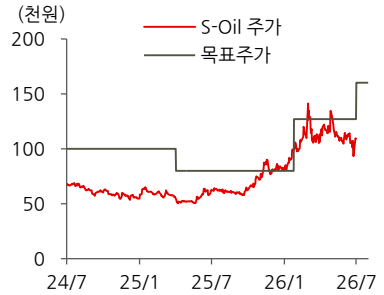
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	-1,656	1,518	21,971	12,425	12,532
BPS	74,590	76,234	95,559	106,955	118,388
CFPS	9,731	10,555	37,711	24,111	23,589
DPS	125	330	3,000	3,500	3,500
PER (배)	-	54.7	5.0	8.8	8.7
PSR	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
PBR	0.7	1.1	1.1	1.0	0.9
PCR	5.6	7.9	2.9	4.5	4.6
EV/EBITDA	10.5	15.0	3.8	6.3	6.0
배당성향 (%)	-7.3	21.0	13.2	27.2	27.0
배당수익률	0.2	0.4	2.7	3.2	3.2
매출액증가율	2.5	-6.5	10.0	-13.6	6.2
영업이익증가율	-68.8	-44.2	1,567.2	-46.9	3.0
순이익증가율	0.0	0.0	1,347.8	-43.4	0.9
EPS증가율	0.0	0.0	1,347.8	-43.4	0.9
부채비율 (%)	181.2	198.8	188.1	161.9	150.5
차입금비율	92.1	89.3	92.0	87.7	79.3
순차입금/자기자본	69.0	68.2	44.9	37.4	27.4
ROA (%)	-0.8	0.7	8.7	4.5	4.3
ROE	-2.2	2.0	25.6	12.3	11.1
ROIC	1.8	1.6	19.0	9.5	9.4

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/07/02 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
S-Oil (010950)	23/01/10	매수	120,000원	-31.5	-24.1
	23/04/27	매수	120,000원	-39.8	-37.0
	23/07/06	매수	100,000원	-28.2	-19.3
	24/01/11	매수	100,000원	-27.1	-19.6
	24/04/05	매수	100,000원	-21.7	-17.0
	24/04/26	매수	100,000원	-31.5	-26.8
	24/07/02	매수	100,000원	-32.6	-31.2
	24/07/26	매수	100,000원	-37.1	-31.5
	24/10/08	매수	100,000원	-42.1	-36.0
	25/01/14	매수	100,000원	-40.8	-34.7
	25/04/04	매수	80,000원	-31.4	-20.4
	25/07/02	매수	80,000원	-23.5	-19.0
	25/10/02	매수	80,000원	1.1	24.4
	26/01/27	매수	127,000원	-11.7	11.3
	26/07/03	매수	160,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율 (2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

유탄유 최대 실적으로 SK은 실적 및 현금흐름 개선

높은 정유 이익+유탄유 최대 실적으로 2Q 컨센 상회 예상

2Q 연결OP 1.6조원으로 컨센서스 상회 예상된다. 2Q에도 정유 실적이 높은 레벨을 유지하는 가운데, 유탄유 이익 증가가 두드러질 전망이다. 정유는 OSP 상승, 최고가격제로 인한 기회손실 예상되나, 정제마진과 환율이 우호적이었고, 약 4천억원의 재고이익이 더해져 OP 1.3조원이 기대된다. 유탄유는 제품 가격과 스프레드가 역대 최고치로 상승하며 OP 4,189억원을 기록할 전망이다. 그룹III 기유 대표 공급사인 Shell의 카타르 공장이 3월에 이란 공격으로 피해를 입으면서 가동에 차질이 발생했다. 그룹III 기유는 최대 공급사인 SK엔무브를 포함한 상위 3개사 점유율이 65%를 차지할 정도로 과점화돼 있어서 Shell의 공급 차질이 즉각적으로 영향을 미치고 있다. Shell 공장의 생산 라인 2개 가운데 1개가 피해를 입었는데, 단기에 정상화되기 어려운 상황이라서 유탄유기의 높은 실적이 연말~내년 초까지 이어질 전망이다. 배터리는 북미 출하량 유지되는 가운데 유럽 판매가 개선돼 적자 폭이 다소 줄어들 전망이다고, E&S는 계절성, 석화는 시황 둔화로 각각 qoq 감익이 예상된다.

정유+유탄유 사업 가치만으로도 10조원 이상 가능

SK이노베이션 산하에 정유 및 유탄유 사업을 영위하는 회사는 SK에너지, 인천석유화학, 엔무브 3사가 대표적이다. 3사의 자본총계는 합산 9.6조원으로, 타겟 BPR 1X 적용하면 가치 10조원, 최근의 호실적과 그룹III 기유 최대 공급사라는 프리미엄 감안해 PBR 1.4X 적용하면 약 14조원까지도 가치 산출이 가능하다. 따라서 현재 시가총액 16조원은 배터리 사업에 대한 우려 (캐즘, Ford JV 해제, 대규모 차입금 등)가 반영된 것으로 이해해야 한다. 앞으로 SK은 ESS 수주를 추가하면서 북미 공장의 활용 옵션이 다양해지고, 그룹 차원의 재무구조 개선이 진행된다면 가치 재평가가 가능할 전망이다.

Fig. 29: SK이노베이션 개별재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	74,270	80,296	101,206	89,441	93,227
영업이익	356	449	5,534	2,587	2,748
세전이익	-2,302	-5,869	4,241	1,866	1,698
순이익[지배]	-2,260	-3,348	2,756	1,157	992
EPS(원)	-21,236	-21,056	16,184	6,795	5,824
증감률(%)	적자전환	적자지속	흑자전환	-58.0	-14.3
PER(배)	-	-	5.8	13.8	16.2
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	25.2	19.2	6.6	10.3	10.4
ROE(%)	-9.6	-14.4	12.0	4.7	3.9
배당수익률	1.8	0.0	1.6	1.6	1.6

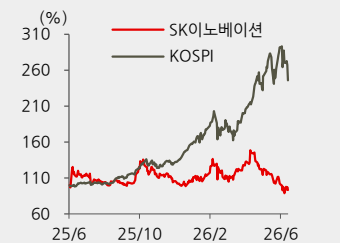
자료: SK이노베이션, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 개별

투자 의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	170,000원
[유지]	80.7%
현재주가	94,100원
2026/07/02	

주식지표

시가총액	15,908십억원
52주최고가	149,800원
52주최저가	89,500원
상장주식수	16,905만주/125만주
자본금/액면가	876십억원/5,000원
60일평균거래량	64만주
60일평균거래대금	79십억원
외국인지분율	14.5%
자기주식수	186주/1.1%
주요주주및지분율	
SK 외	52.1%
국민연금공단	6.0%

주자동향



김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

ESS 배터리 추가 수주 및 재무구조 개선 작업 기대

2025년 9월, 미국 Flatiron사로부터 1GWh ESS용 LFP 배터리를 수주했다. 당시 추가 공급에 대한 우선협상권이 부여돼 있었는데, 연내에 일부 옵션이 행사될 것으로 예상된다. 그리고 Flatiron사 외에 다른 잠재 고객과도 ESS용 배터리 공급에 대한 논의가 진행되고 있기 때문에, 추가 수주flow가 기대된다. 재무구조 개선은 SK IET의 일부 지분매각 등 다양한 옵션이 검토되고 있으며, 현재 25조원에 달하는 연결 순차입금 규모를 줄이기 위한 노력이 지속될 예정이다.

2020년 이후 정유 이익 증가 사이클에서 항상 배터리 사업 때문에 주가가 소외돼 왔다. 정유 theme으로 투자할 수 있는 다른 대안 종목들이 존재하기 때문이다. 이번에도 비슷한 패턴이 반복될 가능성 있으나, 하반기 이익 모멘텀의 핵심이 윤활유이고, SK엔무브가 그룹III 윤활기유 최대 공급사라는 점에서 과거보다는 주가 관심도가 높아질 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 17만원 유지

작년 11월 SK온이 SK엔무브를 흡수합병한 직후 지금의 호시황을 맞았다. 엔무브가 최대 실적을 기록하면서, SK온의 재무구조 및 현금흐름 개선 효과가 구조개편 당시 예상했던 것보다 더 확대된 상황이다. 아직은 배터리 정상화까지 갈 길이 남았지만, 정유, 윤활유, E&P, E&S 등 종속회사들의 SOTP 가치를 감안하면 저평가 상태로 판단된다. 투자의견 매수, 목표주가 17만원을 유지한다.

표1. SK이노베이션 2분기 실적 전망

(십억원, %)	2Q26F	2Q25	YoY %	1Q26	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	28,899	19,180	50.7	24,212	19.4	27,181	6.3
영업이익	1,605	(402)	흑자전환	2,162	(25.8)	1,295	23.9
세전이익	1,409	(1,261)	흑자전환	1,395	1.0	806	74.9
순이익	1,029	(1,032)	흑자전환	896	14.8	1,102	(6.6)
지배순이익	912	(772)	흑자전환	964	(5.5)	786	16.0
영업이익률	5.6	(2.1)		8.9		4.8	
세전이익률	4.9	(6.6)		5.8		3.0	
지배순이익률	3.2	(4.0)		4.0		2.9	

자료: Dataguide, BNK투자증권 추정

표2. SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	21,026	19,180	20,419	19,671	24,212	28,899	24,746	23,349	80,296	101,206	89,441
정유	11,918	11,119	12,442	11,711	14,136	19,658	15,448	13,716	47,190	62,957	51,301
윤활유	972	894	981	990	1,222	1,576	1,378	1,152	3,836	5,328	4,485
석유화학	2,357	2,142	2,301	2,121	3,213	2,950	2,744	2,648	8,920	11,555	10,248
배터리	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	1,883	2,204	2,332	6,978	8,210	9,714
E&S	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,469	2,604	3,129	11,863	11,898	12,197
기타	422	373	360	354	154	363	370	372	1,508	1,258	1,496
매출액 yoy%	12	2	16	1	15	51	21	19	7	26	(12)
정유	(7)	(16)	3	0	19	77	24	17	(5)	33	(19)
윤활유	(15)	(16)	(8)	2	26	76	40	16	(9)	39	(16)
석유화학	(15)	(17)	(12)	(11)	36	38	19	25	(14)	30	(11)
배터리	(5)	36	26	(9)	12	(11)	22	60	11	18	18
E&S				29	(1)	(3)	3	3		0	3
기타	0	(12)	(10)	(16)	(64)	(3)	3	5	(10)	(17)	19
영업이익	(31)	(402)	586	295	2,162	1,605	858	910	448	5,534	2,587
정유	36	(466)	304	475	1,921	1,312	552	865	349	4,650	2,103
윤활유	121	135	171	181	189	419	336	266	608	1,210	731
석유화학	(100)	(103)	(25)	(9)	128	66	(7)	(32)	(237)	154	(235)
배터리	(299)	(66)	(125)	(441)	(349)	(301)	(265)	(383)	(932)	(1,298)	(896)
E&S	193	115	255	118	283	123	234	156	681	797	845
기타	18	(16)	5	(29)	(9)	(15)	6	38	(21)	21	39
OPM	(0.1)	(2.1)	2.9	1.5	8.9	5.6	3.5	3.9	0.6	5.5	2.9
정유	0.3	(4.2)	2.4	4.1	13.6	6.7	3.6	6.3	0.7	7.4	4.1
윤활유	12.5	15.1	17.4	18.3	15.4	26.6	24.4	23.1	15.8	22.7	16.3
석유화학	(4.3)	(4.8)	(1.1)	(0.4)	4.0	2.2	(0.3)	(1.2)	(2.7)	1.3	(2.3)
배터리	(18.6)	(3.2)	(6.9)	(30.3)	(19.5)	(16.0)	(12.0)	(16.4)	(13.4)	(15.8)	(9.2)
E&S	5.1	4.5	10.1	3.9	7.7	5.0	9.0	5.0	5.7	6.7	6.9
기타	4.3	(4.3)	1.4	(8.0)	(5.5)	(4.2)	1.7	10.2	(1.4)	1.7	2.6

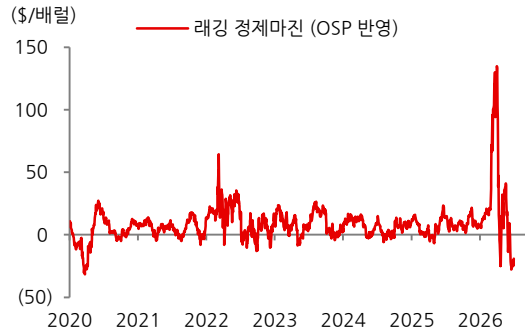
자료: SK이노베이션, BNK투자증권 추정

Fig. 30: Spot 정제마진 추이



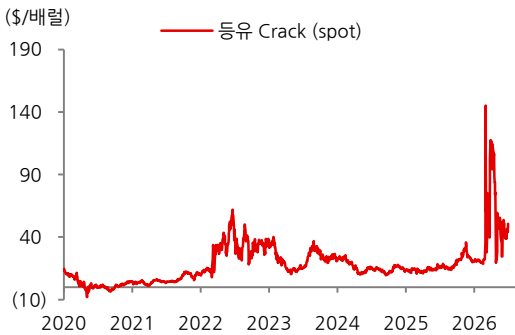
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 31: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



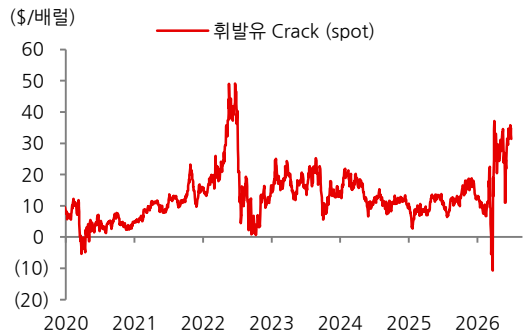
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 32: 등유 Crack 추이



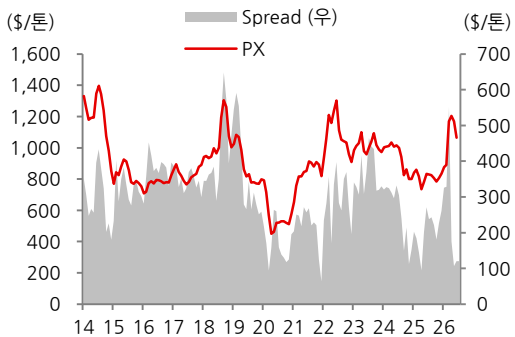
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 33: 휘발유 Crack 추이



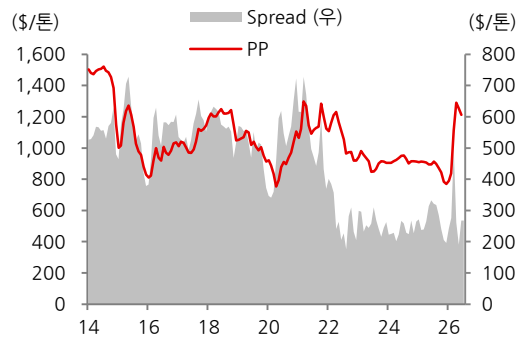
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 34: PX 가격 및 Spread 추이



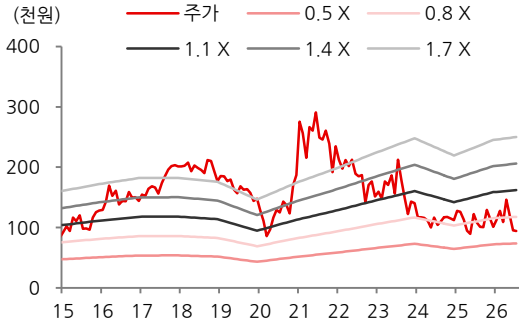
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 35: PP 가격 및 Spread 추이



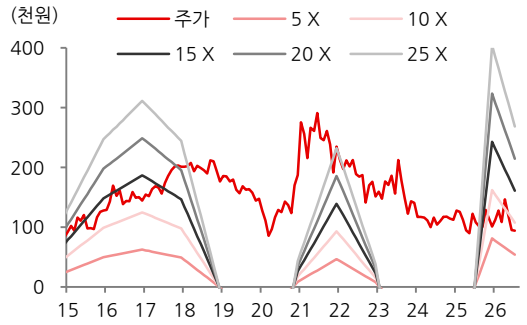
자료: cischem, BNK투자증권

Fig. 36: PBR Band 차트



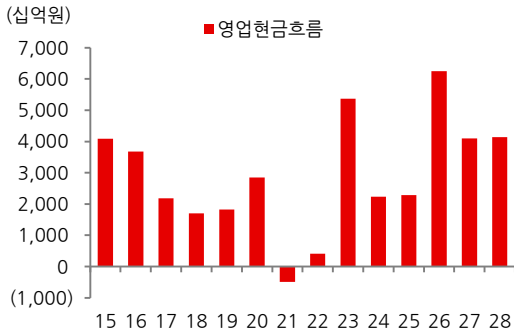
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 37: PER Band 차트



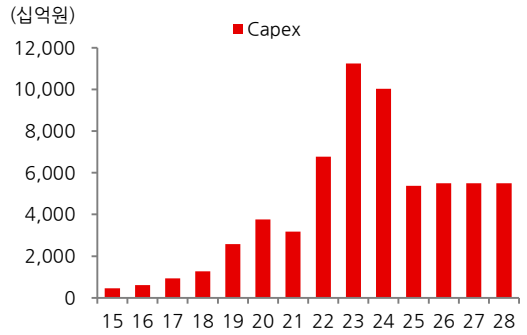
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 38: 영업현금흐름 추이 및 전망



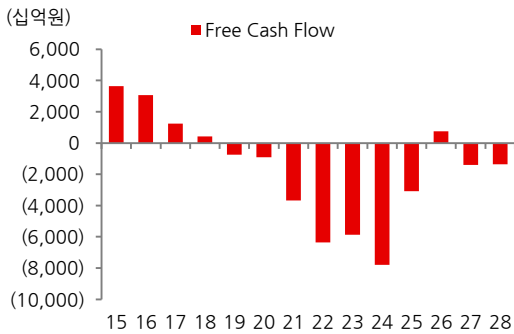
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 39: Capex 추이 및 전망



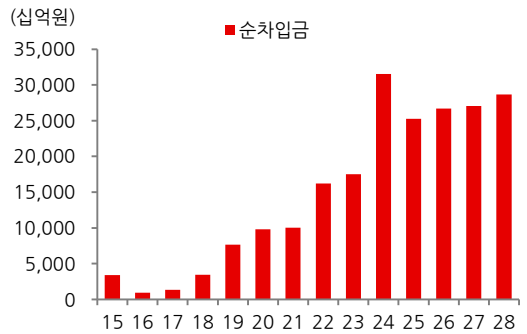
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 40: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 41: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	36,318	42,795	48,880	47,627	50,301
현금성자산	15,865	16,092	15,223	17,882	19,297
매출채권	7,038	6,104	7,693	6,799	7,086
재고자산	10,336	9,559	12,048	10,647	11,098
비유동자산	74,212	62,813	67,207	68,487	71,352
투자자산	10,467	8,524	10,566	9,417	9,787
유형자산	56,720	47,195	49,864	52,564	55,293
무형자산	2,938	2,339	2,022	1,750	1,517
자산총계	110,530	105,608	116,087	116,114	121,653
유동부채	37,726	41,057	43,061	39,474	40,628
매입채무	9,912	9,140	11,520	10,181	10,612
단기차입금	12,051	7,202	7,202	7,202	7,202
비유동부채	33,156	28,160	33,960	36,510	39,654
사채및장기차입금	27,032	22,765	27,765	30,765	33,765
부채총계	70,881	69,217	77,020	75,983	80,283
지배기업지분	24,642	21,792	24,250	25,109	26,100
자본금	786	876	876	876	876
자본잉여금	12,747	13,245	13,245	13,245	13,245
이익잉여금	8,231	4,304	6,762	7,621	8,613
자본총계	39,649	36,391	39,067	40,131	41,370
총차입금	47,855	41,966	42,673	45,628	48,643
순차입금	31,533	25,276	26,697	27,080	28,652

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	2,233	2,283	6,255	4,104	4,143
당기순이익	-2,372	-5,436	2,974	1,362	1,240
비현금비용	6,327	12,357	5,857	5,080	5,069
감가상각비	2,455	3,235	3,148	3,072	3,005
비현금수익	-1,785	-3,341	-887	-910	-960
자산및부채의증감	1,674	38	298	-168	54
매출채권감소	1,606	599	-1,589	894	-288
재고자산감소	1,815	464	-2,489	1,401	-451
매입채무증가	-4,957	-2,230	2,380	-1,339	431
법인세환급(납부)	-586	-569	-1,267	-504	-459
투자활동현금흐름	-7,295	-4,285	-7,448	-4,013	-5,648
유형자산증가	-10,028	-5,367	-5,500	-5,500	-5,500
유형자산감소	72	565	0	0	0
무형자산순감	-175	-224	0	0	0
재무활동현금흐름	7,327	2,346	324	2,569	2,920
차입금증가	16,805	-5,889	707	2,956	3,014
자본의증감	2,628	588	0	0	0
배당금지급	-314	-681	0	-298	-298
현금의증가	2,791	226	-869	2,660	1,415
기말현금	15,865	16,092	15,223	17,882	19,297
잉여현금흐름(FCF)	-7,795	-3,084	755	-1,396	-1,357

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,270	80,296	101,206	89,441	93,227
매출원가	70,256	75,996	90,955	81,841	85,065
매출총이익	4,013	4,300	10,251	7,600	8,162
매출총이익률	5.4	5.4	10.1	8.5	8.8
판매비와관리비	3,950	4,570	4,717	5,013	5,414
판매비율	5.3	5.7	4.7	5.6	5.8
영업이익	356	449	5,534	2,587	2,748
영업이익률	0.5	0.6	5.5	2.9	2.9
EBITDA	2,518	2,965	8,682	5,658	5,753
영업외손익	-2,658	-6,317	-1,293	-721	-1,050
금융이자손익	-1,067	-1,120	-1,036	-1,075	-1,127
외화관련손익	-374	308	0	0	0
기타영업외손익	-1,217	-5,505	-257	354	77
세전이익	-2,302	-5,869	4,241	1,866	1,698
세전이익률	-3.1	-7.3	4.2	2.1	1.8
법인세비용	0	-955	1,267	504	459
법인세율	0.0	16.3	29.9	27.0	27.0
계속사업이익	-2,302	-4,914	2,974	1,362	1,240
당기순이익	-2,372	-5,436	2,974	1,362	1,240
당기순이익률	-3.2	-6.8	2.9	1.5	1.3
지배기업순이익	-2,260	-3,348	2,756	1,157	992
총포괄손익	1,016	-5,938	2,974	1,362	1,240

주요투자지표

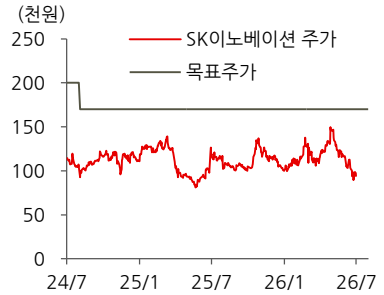
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	-21,236	-21,056	16,184	6,795	5,824
BPS	164,556	129,671	144,104	149,148	154,971
CFPS	20,391	22,512	46,647	32,480	31,408
DPS	2,000	0	1,500	1,500	1,500
PER (배)	-	-	5.8	13.8	16.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	5.5	4.5	2.0	2.9	3.0
EV/EBITDA	25.2	19.2	6.6	10.3	10.4
배당성향 (%)	-12.4	0.0	8.4	18.4	20.2
배당수익률	1.8	0.0	1.6	1.6	1.6
매출액증가율	-3.9	8.1	26.0	-11.6	4.2
영업이익증가율	-81.3	26.1	1,133.4	-53.3	6.3
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	-58.0	-14.3
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	-58.0	-14.3
부채비율 (%)	178.8	190.2	197.1	189.3	194.1
차입금비율	120.7	115.3	109.2	113.7	117.6
순차입금/자기자본	79.5	69.5	68.3	67.5	69.3
ROA (%)	-2.5	-5.0	2.7	1.2	1.0
ROE	-9.6	-14.4	12.0	4.7	3.9
ROIC	0.7	0.6	7.0	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/07/02 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK이노베이션 (096770)	23/01/10	매수	200,000원	-16.5	-0.1
	23/05/09	매수	270,000원	-34.1	-24.7
	23/07/31	매수	270,000원	-43.9	-23.5
	24/01/15	매수	200,000원	-41.3	-35.6
	24/04/30	매수	200,000원	-45.9	-39.5
	24/08/05	매수	170,000원	-33.4	-25.0
	25/01/16	매수	170,000원	-35.8	-18.1
	25/07/09	매수	170,000원	-35.2	-19.4
	25/10/31	매수	170,000원	-32.6	-19.0
	26/04/20	매수	170,000원	-30.8	-11.9
	26/07/03	매수	170,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율 (2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

성장성이 부각될 수 있는 전환점

정유+유탄유 호실적으로 2Q OP 컨센서스 상회 예상

2Q 연결OP 1.3조원으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. GS칼텍스 호실적에 따른 이익 증가 (지주사이기 때문에 칼텍스 지분법이익이 매출, OP에 반영됨), UAE 원유를 칼텍스에 판매하는 자원개발 이익 증가 등이 주 요인이다. 칼텍스 정유 OP는 OSP 상승, 최고가격제 기회손실로 이익 감소 요인이 있지만, 총평균법에 따른 재고이익 약 3천억원이 더해져 2Q OP 1.18조원을 기록할 것으로 예상된다. 유탄유는 OP 2,482억원으로 분기 최대 이익이 예상되는데, 그룹III 유탄유 대표 기업인 Shell의 카타르 공장이 전쟁 중 피해를 입으면서 심각한 공급 차질이 발생했기 때문이다. 칼텍스는 그룹III 메인 공급사는 아니지만, 그룹III 포션이 있고, 2Q에는 그룹III 뿐 아니라 그룹II 기유 가격도 동반 상승해 실적이 크게 개선될 전망이다. 자원개발 이익은 UAE Murban 유가를 2개월 후행해서 판가 반영되는데, 유가 레벨이 가장 높았던 3~4월 가격이 2Q 실적에 반영되기 때문에 개선이 예상된다.

하반기에는 분기 OP 1조원 예상

하반기에는 분기 OP 1조원 수준이 예상된다. 상반기 대비 정유 및 유탄유 이익 하향 안정화로 칼텍스 OP 기여도가 낮아지고, 평균 유가 하락으로 자원개발 이익도 낮아지는 영향이다. 반면 E&R, EPS 등 발전 자회사는 SMP 가격이 하반기 상승하면서 수익성 개선이 가능할 전망이다. 칼텍스 정유 실적은 마진 하락에, 총평균법에 따른 재고손실이 3Q에 집중돼 3Q OP 4,907억원으로 낮아질 전망이다. 4Q에는 재고손실이 없고, 최고가격제 보상금이 인식되면서 OP 7,493억원이 예상된다. 유탄유는 양호한 실적이 이어지겠으나, 2Q 대비로는 뚜렷한 qoq 감소가 예상된다. 중동 공급 차질의 핵심이 그룹III 기유인데 반해 동사의 주력 제품은 그룹II 기유이기 때문이다.

Fig. 42: GS 연결재무제표 요약

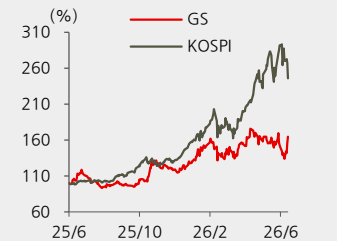
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	25,250	25,184	27,497	27,475	28,189
영업이익	3,077	2,936	4,494	3,566	3,638
세전이익	2,748	2,705	4,165	3,213	3,288
순이익[지배]	567	799	1,800	1,056	1,131
EPS(원)	5,988	8,434	19,015	11,151	11,946
증감률(%)	-56.4	40.8	125.5	-41.4	7.1
PER(배)	6.6	6.7	4.0	6.9	6.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.6	6.5	4.8	6.2	6.3
ROE(%)	4.1	5.6	11.6	6.3	6.3
배당수익률	6.9	5.3	4.3	4.3	4.6

자료: GS, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	100,000원
[상향]	30.0%
현재주가	76,900원
2026/07/02	

주식지표	
시가총액	7,144십억원
52주최고가	82,100원
52주최저가	43,650원
상장주식수	9,290만주/178만주
자본금/액면가	475십억원/5,000원
60일평균거래량	31만주
60일평균거래대금	23십억원
외국인지분율	21.1%
자기주식수	없음
주요주주및지분율	
허창수 외	51.9%
국민연금공단	7.4%

주자동향



김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

신사업으로 데이터센터 건설 및 운영 추진

GS는 6월11일 GS AI인프라 (지분 100%)를 신규 자회사로 편입했다. AI인프라의 주요 사업목적은 데이터센터 설계, 구축, 운영으로, 그룹 차원의 데이터센터 건설 계획을 드러낸 것이다. GS그룹이 연초 신년 메시지에서 AI 기반 전력 수요, 에너지 전환, AI 및 반도체 투자 확대 등을 기회 요인으로 제시한 바 있는데, 그 메시지가 구체화되는 것으로 보인다. GS는 이미 그룹 내에 발전/전력 계열사, GS건설, GS칼텍스 액침냉각 소재 등을 내재화하고 있어 데이터센터 건설 및 운영에서 강점으로 작용할 수 있는 구조다.

최근 언론을 통해 동해, 당진에 1.2GW급 데이터센터 2개를 건설한다는 구상이 보도되기도 했다. 다만 GW 단위 데이터센터 건설에는 CAPEX가 워낙 많이 들어가기 때문에, 초기에는 MW 단위의 건설로 시작해 점차 규모를 키워가는 방식이 예상된다. 사업이 현실화될 경우 중요한 체크 포인트는 앵커 테넌트 확보 여부, 투자 및 지분 구조, 전력조달 방안 등이다.

Book value 상승 반영해 목표주가 10만원으로 상향

그 동안 GS는 정유, 발전자회사를 통한 안정적인 실적+배당 매력에 주요 투자포인트였고, 성장성이 약하다는 점이 PBR 디스카운트 요인으로 작용해왔다. 만약 AI 데이터센터 사업이 구체화된다면, 신사업+성장성이 예상되기 때문에 PBR 기대치를 높이는 요소로 작용할 전망이다. 아직은 데이터센터 관련 확정되거나 구체화된 내용이 없어, 장부가 상승만을 반영해 목표주가를 10만원으로 상향한다 (타겟 PBR 0.5X은 기존과 동일).

표1. GS 2분기 실적 전망

(십억원, %)	2Q26F	2Q25	YoY %	1Q26	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	6,729	5,938	13.3	6,842	(1.7)	6,887	(2.3)
영업이익	1,300	485	168.2	1,259	3.3	996	30.5
세전이익	1,232	453	171.6	1,215	1.4	599	105.6
순이익	591	88	568.0	827	(28.5)	444	33.2
지배순이익	473	38	1,144.2	723	(34.6)	333	42.0
영업이익률	19.3	8.2		18.4		14.5	
세전이익률	18.3	7.6		17.8		8.7	
지배순이익률	7.0	0.6		10.6		4.8	

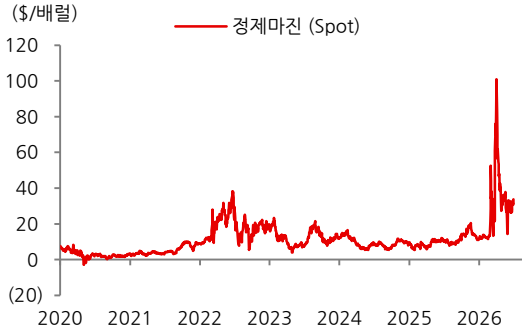
자료: Dataguide, BNK투자증권 추정

표2. GS 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	6,227	5,938	6,536	6,483	6,842	6,729	6,912	7,014	25,184	27,497	27,475
자회사	6,052	5,905	6,319	6,117	6,216	6,113	6,573	6,597	24,393	25,499	26,294
임대수익	50	50	50	50	50	50	50	50	200	200	200
상표권수익	15	15	15	15	15	15	15	15	60	60	60
지분법수익	110	(32)	152	301	561	551	274	352	531	1,738	921
영업이익	803	485	871	778	1,259	1,300	984	951	2,936	4,494	3,566
GS E&R	48	31	31	30	49	32	36	34	140	150	148
GS EPS	46	22	75	(21)	32	21	72	19	122	144	154
GS리테일	39	84	111	55	58	101	118	67	289	345	372
GS글로벌	16	20	6	10	13	20	18	14	52	65	66
GS칼텍스	41	(64)	115	261	493	522	236	314	353	1,564	760
GS파워	44	6	12	16	43	4	12	13	78	73	61
기타	25	25	25	25	25	25	25	25	100	100	100
자원개발	545	359	495	402	545	575	467	464	1,802	2,051	1,905
매출 증가율	(1.0)	(4.2)	2.3	1.6	9.9	13.3	5.8	8.2	(0.3)	9.2	(0.1)
OP 증가율	(21.0)	(39.4)	37.8	23.6	56.7	168.2	13.1	22.3	(4.6)	53.1	(20.6)
OPM (%)	12.9	8.2	13.3	12.0	18.4	19.3	14.2	13.6	11.7	16.3	13.0

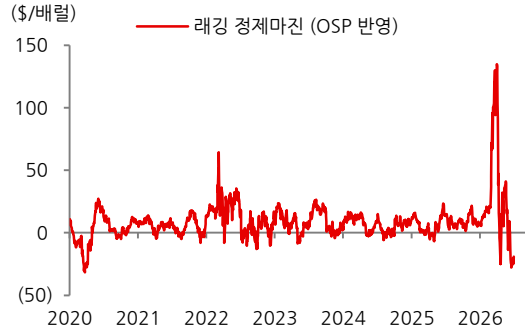
자료: GS, BNK투자증권 추정

Fig. 43: Spot 정제마진 추이



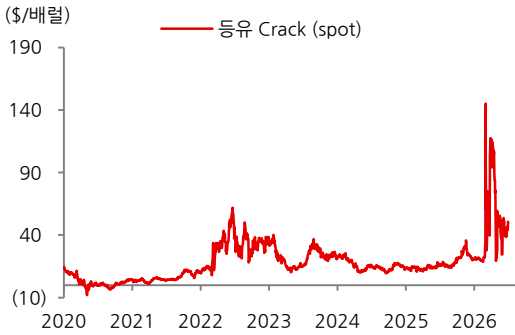
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 44: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



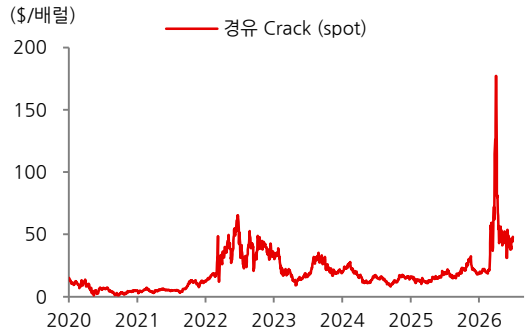
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 45: 등유 Crack 추이



자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 46: 경유 Crack 추이



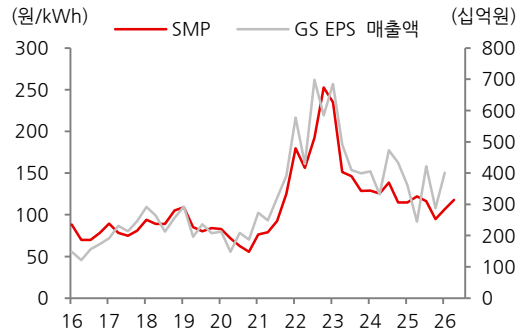
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 47: 월 평균 SMP 추이



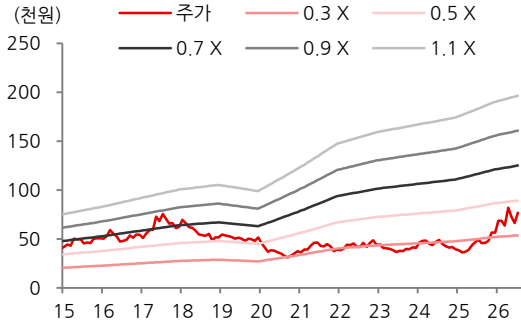
자료: 전력거래소, BNK투자증권

Fig. 48: SMP vs. GS EPS 매출액



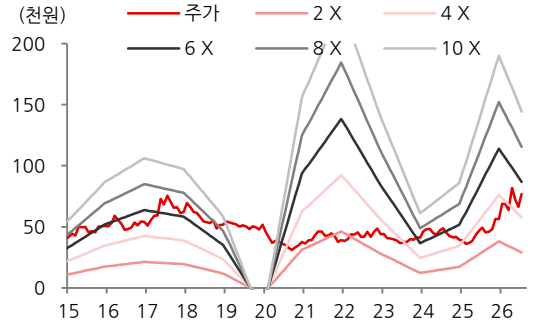
자료: 전력거래소, GS, BNK투자증권

Fig. 49: PBR Band 차트



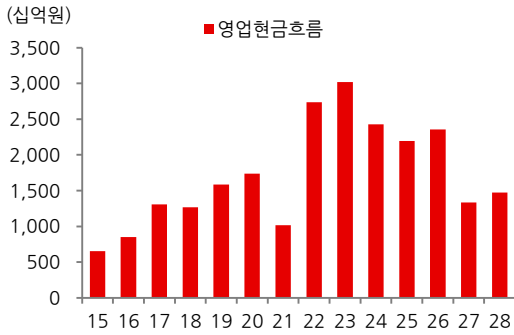
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 50: PER Band 차트



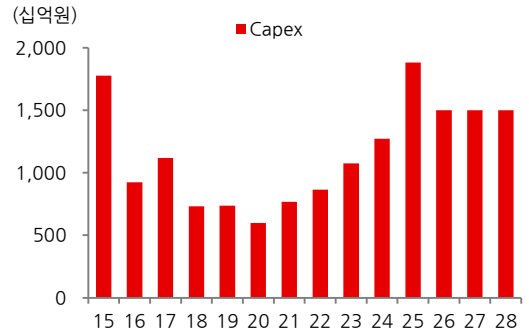
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 51: 영업현금흐름 추이 및 전망



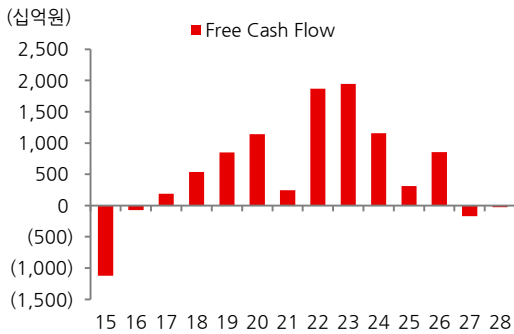
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 52: Capex 추이 및 전망



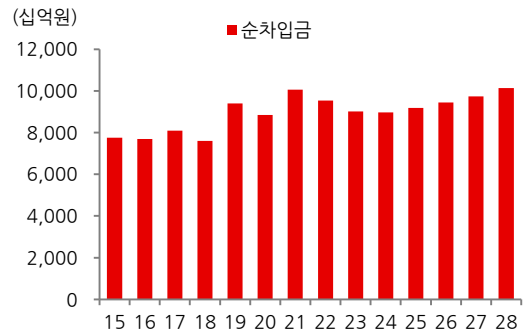
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 53: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 54: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,707	5,410	6,216	5,911	5,614
현금성자산	1,915	1,611	2,082	1,780	1,380
매출채권	1,590	1,694	1,850	1,848	1,896
재고자산	766	745	814	813	834
비유동자산	29,356	30,298	32,635	34,127	35,886
투자자산	10,154	10,414	11,252	11,244	11,503
유형자산	11,989	12,957	14,457	15,957	17,457
무형자산	2,047	1,931	1,931	1,931	1,931
자산총계	35,063	35,708	38,851	40,038	41,500
유동부채	6,060	5,776	6,637	6,634	6,723
매입채무	871	832	908	908	931
단기차입금	649	732	732	732	732
비유동부채	10,533	10,738	10,975	10,973	11,046
사채및장기차입금	5,674	5,770	5,770	5,770	5,770
부채총계	16,593	16,514	17,612	17,607	17,769
지배기업지분	14,076	14,703	16,375	17,303	18,321
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,704	1,711	1,711	1,711	1,711
이익잉여금	14,459	15,152	16,824	17,752	18,769
자본총계	18,470	19,194	21,239	22,431	23,731
총차입금	11,560	11,391	12,019	12,018	12,035
순차입금	8,972	9,192	9,457	9,759	10,164

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	2,426	2,193	2,349	1,318	1,468
당기순이익	864	1,038	2,173	1,320	1,414
비현금비용	4,315	3,968	2,382	2,294	2,275
감가상각비	0	0	0	0	0
비현금수익	-747	-934	-283	-289	-271
자산및부채의증감	-377	-175	176	-2	54
매출채권감소	234	-137	-156	1	-48
재고자산감소	-110	11	-68	1	-21
매입채무증가	-427	6	76	-1	24
법인세환급(납부)	-1,726	-1,601	-1,992	-1,894	-1,874
투자활동현금흐름	-1,503	-1,617	-2,378	-1,492	-1,771
유형자산증가	-1,271	-1,883	-1,500	-1,500	-1,500
유형자산감소	22	37	0	0	0
무형자산순감	-24	-15	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,261	-876	500	-128	-97
차입금증가	-154	-169	628	0	16
자본의증감	8	7	0	0	0
배당금지급	-407	-413	-452	-494	-494
현금의증가	-307	-304	471	-302	-400
기말현금	1,915	1,611	2,082	1,780	1,379
잉여현금흐름(FCF)	1,155	310	849	-182	-32

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25,250	25,184	27,497	27,475	28,189
매출원가	19,067	19,137	19,785	20,612	21,172
매출총이익	6,183	6,047	7,712	6,863	7,017
매출총이익률	24.5	24.0	28.0	25.0	24.9
판매비와관리비	3,106	3,111	3,218	3,297	3,379
판매비율	12.3	12.4	11.7	12.0	12.0
영업이익	3,077	2,936	4,494	3,566	3,638
영업이익률	12.2	11.7	16.3	13.0	12.9
EBITDA	3,077	2,936	4,494	3,566	3,638
영업외손익	-329	-231	-329	-353	-350
금융이자손익	-280	-257	-261	-266	-285
외화관련손익	-42	3	0	0	0
기타영업외손익	-7	23	-68	-87	-65
세전이익	2,748	2,705	4,165	3,213	3,288
세전이익률	10.9	10.7	15.1	11.7	11.7
법인세비용	1,855	1,656	1,992	1,894	1,874
법인세율	67.5	61.2	47.8	58.9	57.0
계속사업이익	893	1,049	2,173	1,320	1,414
당기순이익	864	1,038	2,173	1,320	1,414
당기순이익률	3.4	4.1	7.9	4.8	5.0
지배기업순이익	567	799	1,800	1,056	1,131
총포괄손익	1,203	1,125	2,173	1,320	1,414

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	5,988	8,434	19,015	11,151	11,946
BPS	148,654	155,269	172,976	182,776	193,522
CFPS	46,788	43,008	45,119	35,124	36,104
DPS	2,700	3,000	3,300	3,300	3,500
PER (배)	6.6	6.7	4.0	6.9	6.4
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	0.8	1.3	1.7	2.2	2.1
EV/EBITDA	5.6	6.5	4.8	6.2	6.3
배당성향 (%)	29.0	26.8	14.1	23.2	23.0
배당수익률	6.9	5.3	4.3	4.3	4.6
매출액증가율	-2.8	-0.3	9.2	-0.1	2.6
영업이익증가율	-17.3	-4.6	53.1	-20.6	2.0
순이익증가율	-56.4	40.9	125.4	-41.4	7.1
EPS증가율	-56.4	40.9	125.4	-41.4	7.1
부채비율 (%)	89.8	86.0	82.9	78.5	74.9
차입금비율	62.6	59.3	56.6	53.6	50.7
순차입금/자기자본	48.6	47.9	44.5	43.5	42.8
ROA (%)	2.5	2.9	5.8	3.3	3.5
ROE	4.1	5.6	11.6	6.3	6.3
ROIC	5.6	6.0	11.7	6.8	6.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/07/02 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
GS (078930)	21/11/09	매수	55,000원	-27.3	-21.2
	22/02/10	매수	55,000원	-22.5	-11.9
	22/05/11	매수	55,000원	-22.3	-12.8
	22/08/11	매수	55,000원	-17.5	-11.3
	22/11/10	매수	55,000원	-22.0	-11.6
	23/05/11	매수	55,000원	-30.6	-27.3
	23/08/18	매수	55,000원	-24.8	-5.1
	24/02/15	매수	55,000원	-15.9	-2.0
	24/08/26	매수	55,000원	-24.3	-13.7
	25/02/11	매수	55,000원	-26.0	-3.6
	25/07/11	매수	80,000원	-36.6	-23.0
	26/01/07	매수	80,000원	-13.1	2.6
	26/07/03	매수	100,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

조사분석자료 투자등급 비율 (2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로2길(여의도동) 24, BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-271-6117 / F 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 씨농구단