



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 08월 07일

S-Oil(010950)

BUY | TP 220,000원 | CP 137,600원

SK이노베이션(096770)

BUY | TP 200,000원 | CP 120,300원



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김영준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 10일 | 산업분석_Update

에너지

OSP의 구조적 약세는 정유업 가치 재평가 요인

9월 OSP 역대급 할인

Saudi Aramco의 9월 OSP(Arab Light 기준)가 -2\$로 결정됐다. 2020년 6월 이후 약 6년 래 최저다. 이란 전쟁 재개로 유가가 급반등했음에도 오히려 OSP는 8월 -1.5\$/bbl에서 추가 인하되는 이례적인 상황이 발생한 것이다. 사우디가 OSP를 (-) 설정하는 경우는 1) 수요 측면에서 역대급 위기가 발생할 때다. 2020년 5월 코로나 -7.3\$, 2008년 12월 금융위기 -1.25\$이 대표적이며 지속 기간은 3~4개월이었다. 2) 강력한 경쟁자의 등장으로 M/S를 빼앗길 위기에 처했을 때다. 2014년 10월 OSP는 -0.05\$로 시작해 (-)가 약 3년 간 유지되었다. 최저점은 -2.3\$이었다. 이는 2015년 미국이 원유 수출을 허용하며 경쟁자로 등장하자 M/S를 지키기 위한 선택이었다. 이번 9월 OSP -2\$는 코로나를 제외하면 역대급 할인인데, 이는 수요와 공급 요인이 모두 결합된 영향이다. 따라서, 지속 기간은 2015~17년 당시보다 더 길어질 수 있다.

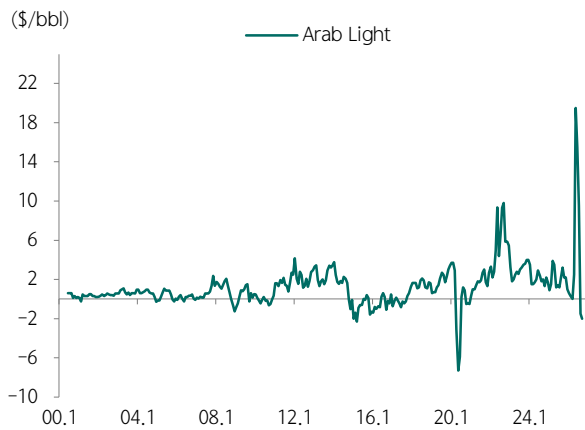
무슨 일이 일어나고 있나: 고객은 떠나고, OPEC은 분열 중

무슨 일이 일어나고 있나. 1) 수요 측면에서 호르무즈 사태를 계기로 아시아 고객이 떠나고 있다. 아시아 정유사들은 호르무즈 사태 이후 미국/브라질/캐나다/호주/베네수엘라/서아프리카 등으로 수입처를 다변화했고, 해당 추세는 쉽게 복원되기 힘들다. 단기적으로는 최대 원유 수입국 중국의 원유 구매 수요도 약하다. 정제마진 약화에 따른 정제설비 가동을 저하, 비축유 사용을 통한 사우디 원유 수입 극단적 축소, 러시아 ESPO 원유의 할인 판매에 따른 대체선 확보 때문이다. 인도도 러시아/베네수엘라산을 도입하며 사우디를 일부 대체했다. 2) 반면, OPEC의 균열이 발생되며 공급 조절 역할은 약해지고 있다. UAE의 OPEC 탈퇴 이후 생산량 급증, 이라크의 OPEC 탈퇴 위협, OPEC+의 1차 자발적 감산 종료 등 공급은 증가하고 있다.

정제설비 부족 국면에서 가장 저렴하게 정제한다면, 밸류에이션 재평가는 필연

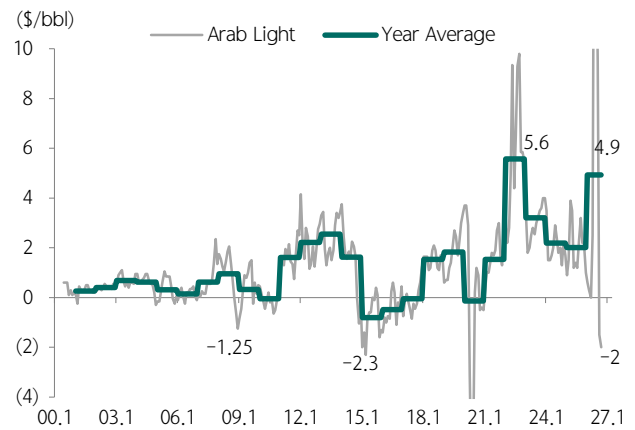
동시에 살펴볼 것은 WTI의 Dubai 대비 약세 국면 종료다. 미국 원유 생산량은 2026~27년부터 Peak Out 하나, 중동 원유는 수요 감소/공급 증가가 불가피하기 때문이다. 이미 Dubai는 약 15년 만에 WTI 대비 최대폭으로 할인되며 이는 현실화되었다. 여기서 OSP가 추가로 마이너스 설정된 것이다. 즉, 이제부터 아시아 및 한국 정유업체는 미국은 물론 전 세계에서 가장 저렴하게 원유를 조달해 정제할 수 있는 위치에 서게 되었다. 이는 같은 시장 정제마진 하에서도 실질적인 회사의 기초 이익 체력이 과거 대비 상향된다는 의미다. 참고로, S-Oil 기준 OSP가 1\$ 할인되면 연간 영업이익은 약 3~3.5천억원 개선되는데, 현재 할인폭이 2\$이라는 점을 감안하면 연간 이익 체력은 6~7천억원 개선되는 셈이다. 기타 업체는 Capa와 중동 원유 비중을 감안해 이익 체력 상승폭을 계산하면 된다. 미국 MPC, PSX, VLO의 PBR이 2~4배로 아시아/한국 정유업체 PBR 1배 혹은 그 이하 대비 할증 거래되는 근본 원인이 저렴한 원가에 있었다면, 이제는 그 수혜를 아시아/한국업체가 이어 받을 차례가 왔다. 즉, 원유 시장의 구조적 변화는 한국 정유업체의 근본적인 이익 체력의 상향분 아니라 이에 따른 재무구조 개선과 배당 확대, 이를 통한 밸류에이션 리레이팅으로 이어진다. 확신의 매수 구간이라고 판단하며, Top Picks로 S-Oil과 SK이노베이션을 제시한다.

도표 1. 사우디 OSP(Arab Light) 추이(월간)



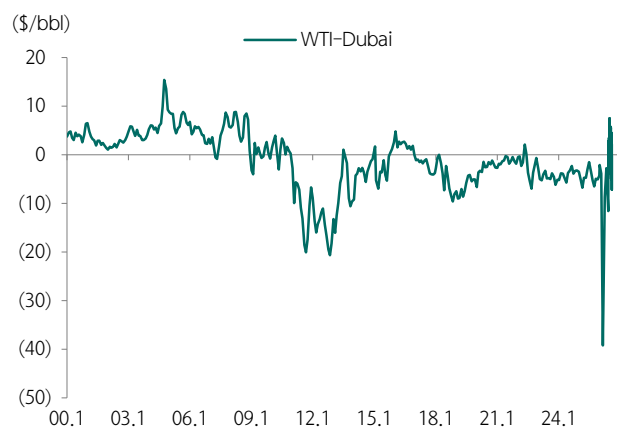
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 사우디 OSP(Arab Light) 추이(연 평균 포함)



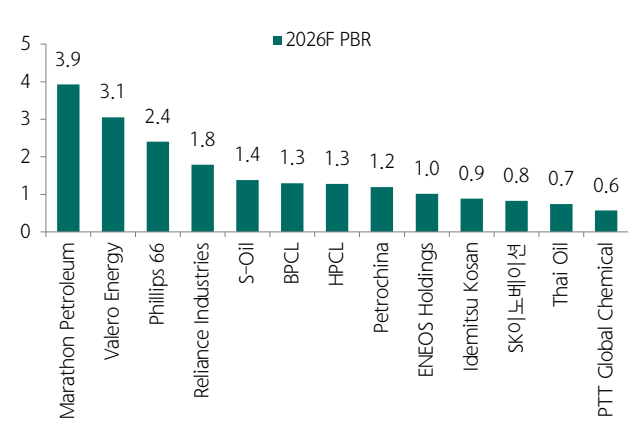
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. WTI의 Duabi 약세 국면 종료



자료: Bloomberg, Petronet, 하나증권

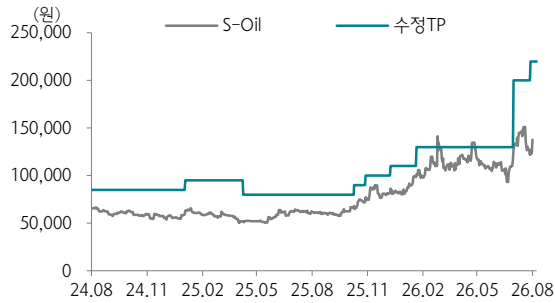
도표 4. 글로벌 정유업체 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

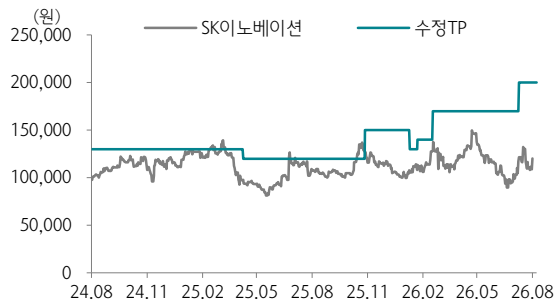
S-Oil



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.4	BUY	220,000		
26.7.7	BUY	200,000	-31.78%	-24.40%
26.1.27	BUY	130,000	-13.73%	8.69%
25.12.15	BUY	110,000	-21.31%	-9.55%
25.11.4	BUY	100,000	-18.14%	-10.00%
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.16	BUY	200,000		
26.2.23	BUY	170,000	-31.21%	-11.88%
26.1.29	BUY	140,000	-19.32%	-8.86%
26.1.16	Neutral	130,000	-15.54%	-12.23%
25.11.3	Neutral	150,000	-25.18%	-15.67%
25.4.15	Neutral	120,000	-13.04%	14.17%
25.1.16	Neutral	130,000	-5.91%	7.08%
24.4.18	BUY	130,000	-14.46%	-1.92%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 8월 10일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자건의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.62%	1.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 07일