

SK이노베이션 (096770)

SK엔무브 스페인 ILBOC 공장 투어 후기

Flash Note

[정유/화학/에너지] 전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com [RA] 장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

Check Point

SK엔무브 스페인 Cartagena 윤활기유 생산공장 투어 후기

이란전쟁으로 글로벌 윤활기유 시장 수급밸런스도 붕괴되는 중

중동 업체들 대비 공급 안정성 높은 SK엔무브로 고객사 이탈 본격화될 전망

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원(유지)
종가(2026.10.22)	140,500원
상승여력	77.9 %

SK엔무브 스페인 Cartagena 윤활기유 생산공장 투어 후기

당사는 지난 10/13~15 윤활기유 자회사 SK엔무브 스페인 JV ILBOC 투어에 참석했다. 윤활기유, 특히 그 중에서도 Group3 시장은 규모가 작고 플레이어도 소수에 그쳐 일반 석유화학 제품 대비 정보가 상당히 폐쇄적인 편이다. 그러나 Group3 시장을 처음 조정한 동사의 생산거점 중 하나인 ILBOC 공장 투어와 COO 및 운영진 간담회를 통해 윤활기유 생산공정과 최근 시장 전반의 현황을 좀 더 면밀하게 이해하는 한편, 이란전쟁 이후 글로벌 기유 시장 변화와 그 속에서 동사가 취할 수 있는 기회에 대해 고민할 수 있었다.

이란전쟁으로 글로벌 윤활기유 시장 수급밸런스도 붕괴되는 중

이란전쟁의 여파는 원유와 정제품, LNG 등 에너지 전반에 걸쳐서 확대되고 있으며 이는 단기적인 것이 아니라 보다 구조적인 변화로 이어질 가능성이 높다. 상대적으로 기유는 시장 규모가 작긴 해도 이번 전쟁으로 인한 수급밸런스 붕괴 여파에서 자유로울 수 없다.

지난 3월 Shell 카타르 Pearl GTL 설비 피격 및 호르무즈 봉쇄로 글로벌 Group3 LBO 생산의 약 30%를 차지하는 중동 공급차질이 현실화되고 있다. Shell은 1Q27 재가동 계획 중인 것으로 확인되나, CDU-VDU-Hydrocracker 등 전체 업스트림 가동 이후에나 UCO 조달이 가능한 만큼 실제 LBO 생산은 좀 더 지연될 가능성이 높다. UAE의 ADNOC, 바레인 Bapco 또한 정제설비 타격으로 UCO가 확보되지 않아 LBO 불가항력을 선언했으며, 잇따른 중동 공급차질로 수급 타이트해지며 LBO 가격은 연초 대비 +170% 급등했다.

중동 업체들 대비 공급 안정성 높은 SK엔무브로 고객사 이탈 본격화될 전망

종전 이후 호르무즈 통행과 생산설비 가동 재개에 따라 LBO 시황도 점차 안정화되긴 하겠으나, 이번 사태로 중동 공급망 신뢰도가 훼손됐음은 분명하다. LBO↔윤활유↔OEM 각각의 공급은 장기계약 구조인 만큼 윤활유 업체들은 안정적으로 LBO를 공급할 수 있는 윤활기유 업체에 대한 선호도가 더 높아질 수밖에 없다. 동사는 한국/인도네시아/스페인에서 생산거점을 분산 운영하고 있는 만큼 LBO 공급 안정성은 중동 업체들 대비 훨씬 더 높다. 특히 ILBOC 공장은 북해와 중남미, 캐나다 등 비중동 원유를 대부분 수입하고 있어 향후 중동 내 지정학 갈등이 재부각된다 하더라도 업스트림 측면에서 원료 조달에 차질이 발생할 가능성은 낮다.

다만, 윤활기유는 배합방식의 배타성이 매우 강하고 OEM 및 기유 업체들과의 계약도 장기공급 형태로 이뤄져 있어 최근 중동 공급 공백에도 다른 LBO 업체로의 전환은 현실적으로 쉽지 않다. 이는 LBO 가격 급등에도 국내 수출량이 크게 늘지 않고 전년과 유사한 수준에 머물러 있다는 점에서도 확인된다. 따라서 올해 LBO 물량 증가 효과를 기대하긴 다소 어렵겠지만, 기존 계약 종료와 동시에 고객사들의 이탈이 본격화될 것으로 예상하며 그 시기는 빠르면 2027~2028년 정도로 예상된다.

실제로 이번 투어에서 ILBOC 측은 이란전쟁 이후 고객사들의 윤활기유 신규 공급계약에 대한 문의가 급증하고 있다고 밝혔다. 지난 2023년 인도네시아와 스페인 생산설비 확대로 현재 전사 가동률은 약 60% 수준에 그쳐 향후 신규 계약이 유입되면 즉각적인 물량 대응이 가능하다. 2026년은 가격 급등으로 SK엔무브가 호실적을 누렸다면, 2027~2028년은 점진적인 가격 하향 안정화와는 별개로 물량 확대 효과를 기대해볼 수 있다는 판단이다. 다만, 고객사들이 중동 기유업체들과 맺고 있는 기존 계약의 종료 시점을 파악하기 어려운 만큼 동사 신규 계약 유입 시기도 정확하게 가능하기 어려워 2027~2028년 실적 추정치에는 물량 증가 효과를 보수적으로 반영하였다. 그러나 이는 신규 고객사 유입 시기와 그 규모에 따라 향후 SK엔무브 매출과 영업이익 추정치가 대폭 상향 조정될 여지가 높다는 의미이기도 한다. 최근 러-우 및 미-이란전쟁 협상 기대감이 높아지며 종전 이후 단기적인 유가 급락에 대한 우려가 확대되고 있으나, 그러기엔 구조적으로 에너지(정유), E&S(LNG), 엔무브(윤활기유) 등 전 사업부에서 기대되는 부분들이 여전히 많다.

윤활기유(Lube Base Oil) 산업 및 시장 현황

윤활유 = 윤활기유 80% + 첨가제 20% 내외의 혼합으로 생산

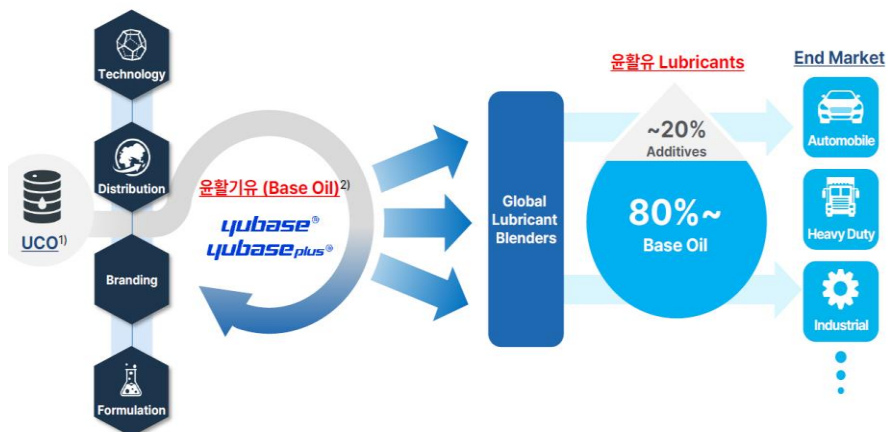
윤활기유(Base Oil, LBO)는 자동차 및 산업용 윤활유(Lubricant)를 생산하는 주요 원료이다. 통상 80% 이상의 윤활기유와 20% 내외의 다양한 첨가제 배합을 통해 최종 제품인 윤활유가 생산되는데, 윤활기유의 성상이 마찰 저감과 연비 개선, 열 안정성 등 윤활유 성능에 있어 가장 주요한 영향을 미친다.

미국석유회(API)는 황 함량과 점도지수(VI) 등을 기준으로 Group1~5 등의 5개 그룹으로 윤활기유를 분류하는데, 이 중에 동사는 승용차 윤활유에 주로 사용되는 Group3 및 3+ 등급 기유만 주로 생산하고 있다. 참고로 Group2 기유가 Group1 대비 황 함량이 낮아 산화 안정성과 성능이 우수한 편이고, Group3 기유는 여기에 점도지수까지 높아 이보다 더 고급 윤활기유로 구분된다. 그 상위급으로 분류되는 Group4, 5 기유는 내구성과 단열성 등이 매우 높아 자동차보다는 주로 항공기와 우주선 등에 사용되며 시장 규모 자체는 상대적으로 크지 않다.

배기가스 규제 강화 및 엔진 고성능화로 Group1 → Group3 윤활기유로 수요 확대

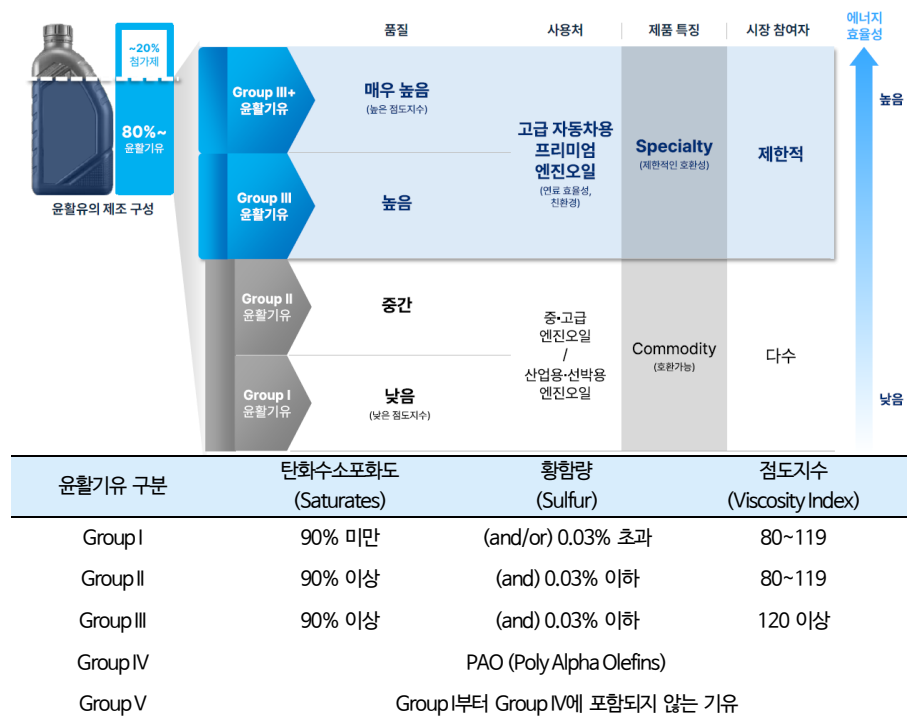
2025년 윤활기유 시장을 그룹별로 나누면 Group1 비중이 42% 내외로 가장 많긴 하나, 주요국들의 배기가스 규제 강화와 엔진의 고성능화 등으로 Group3 및 3+ 등 고급 윤활기유 수요가 점점 더 확대되는 추세이다. 실제 최근 글로벌 업체들의 증설 움직임도 Group1 부문에서는 거의 이뤄지지 않고, 최소 Group2 이상 제품 중심으로 추진되고 있다. 윤활기유 등급 구분없이 시장 전체로 보면 자동차 엔진 관련 수요가 56% 이상으로 가장 많고, 그 외에 발전과 중장비, 제철 및 금속가공, 기타 산업 등에 사용되는 비중이 각각 10% 내외로 파악된다.

그림1. 윤활기유 80% + 첨가제 20% 혼합으로 생산되는 윤활유



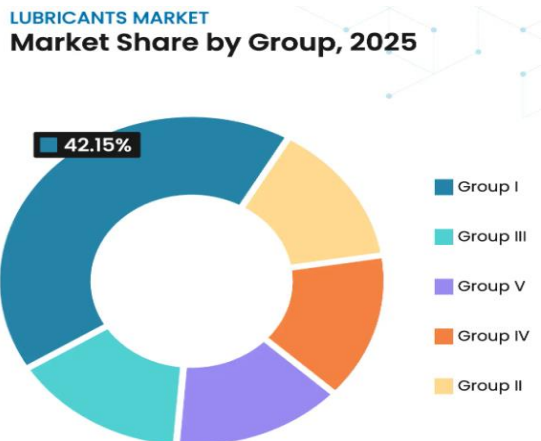
자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

그림2. 미국석유허회(API) 기준에 따른 윤활기유 그룹별 구분



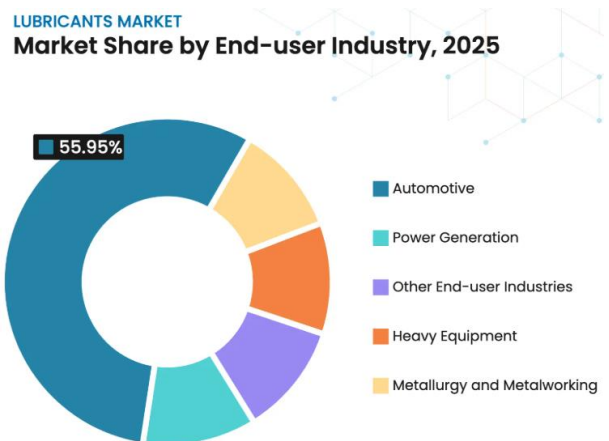
자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

그림3. 글로벌 윤활유 시장 Group 별 비중 현황



자료: Mordor Intelligence, iM증권 리서치본부

그림4. 글로벌 윤활유 시장 전방산업별 비중 현황



자료: Mordor Intelligence, iM증권 리서치본부

유탄기유 원료 = CDU → VDU → Hydrocracker 공정에서 나오는 UCO 기반으로 생산

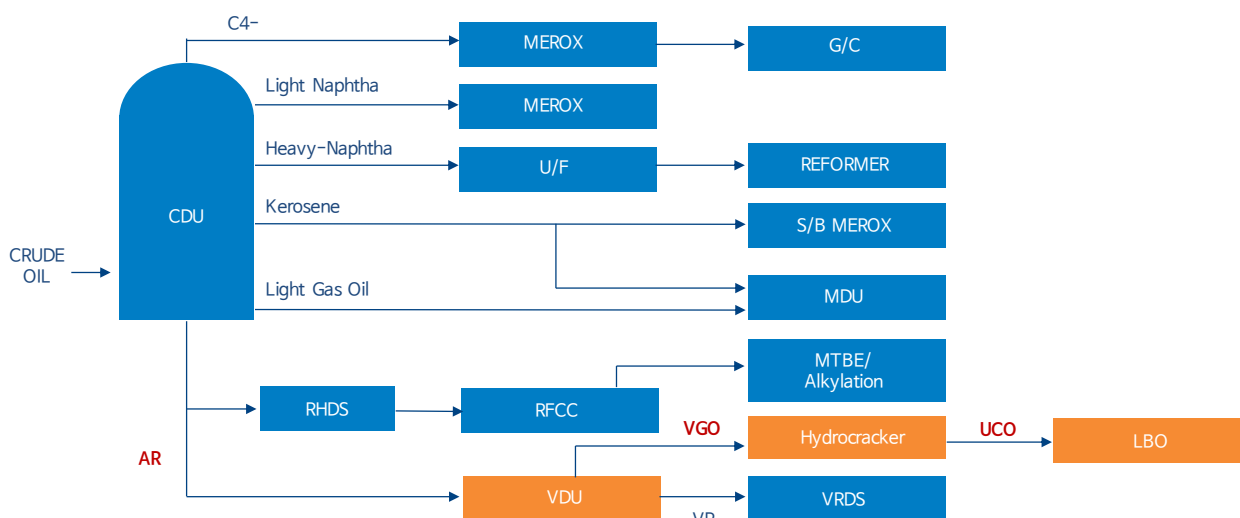
기유는 정유사들이 원유를 증류하는 과정에서 석유제품을 추출하고 남은 잔사유를 활용해 생산된다. 1차로 CDU(상압증류) 과정에서 끓는점에 따라 원유를 분류하고 남은 잔사유(Residue Oil)는 2차로 VDU(감압증류) 설비에 투입되고, 이 과정에서 VGO(Vacuum Gas Oil)가 생산된다. 이를 수소화분해설비(Hydrocracker)에 재차 투입해서 최종적인 석유제품 수율을 높이는 한편, 이 때도 경질제품으로 전환되지 않고 남은 미전환잔사유가 UCO(Unconverted Oil)로 기유의 생산원료가 된다.

전체 석유제품 수율에서 UCO 비중 1% 남짓에 그치며 절대적 중요도는 낮아

이처럼 정유사들의 석유제품 생산공정 끝에 최종적으로 얻게 되는 UCO 비중은 통상 전체 석유제품의 1~2% 남짓에 그친다. 성상도 CDU, VDU, Hydrocracker 등 이전 공정을 처리하는 설비 구성과 운전조건, 투입 원유 성상 등에 따라 크게 달라진다. 특히 정유사는 휘발유, 등/경유 등을 포함한 전체적인 수익성에 근거해 생산구조를 최적화하는 만큼 유탄기유 시황만 고려해서 UCO 공급을 탄력적으로 조절하는 것은 결코 쉽지 않다.

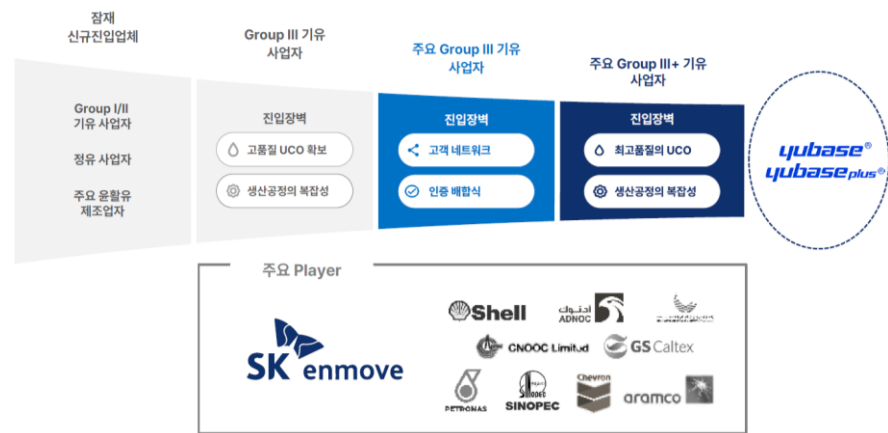
참고로 미국 정유사 평균 석유제품 수율에서 유탄기유 비중은 1993년 이후 항상 1.1% 내외를 유지해왔다. 지난 20년 넘는 기간 동안 가장 적게 생산된 비율이 0.9%, 최대 1.2% 수준이었던 점은 유탄기유 시황 변동에도 수율을 유연하게 조절하기가 상당히 어렵다는 것을 잘 방증해준다. 이는 유탄기유 사업에 있어 생산설비와 기술 뿐만 아니라 적합한 품질의 UCO를 조달할 수 있는 공급망 확보가 중요한 이유이며, 신규 사업자의 최대 진입장벽 중 하나이기도 하다.

그림5. 유탄기유 원료인 UCO 생산과정



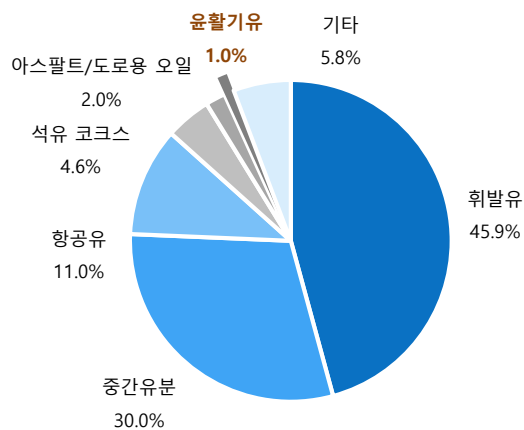
자료: iM증권 리서치본부

그림6. 글로벌 Group3, 3+ 윤활기유 시장의 잠재적 진입자와 각각의 진입장벽



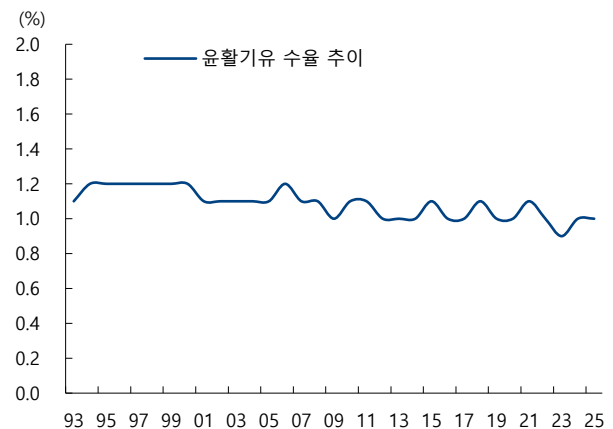
자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

그림7. 미국 정유소의 석유 제품별 생산 비율



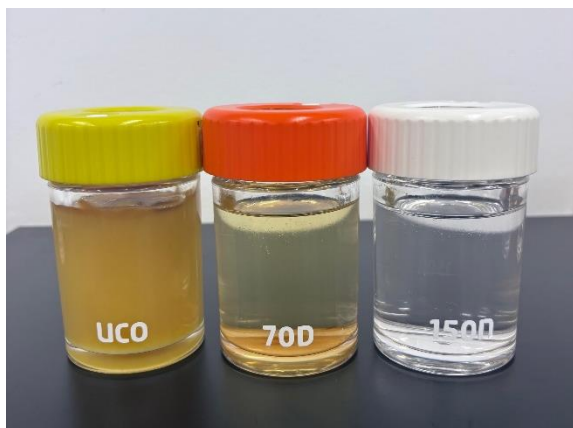
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 정제설비 평균 윤활기유 수출 추이



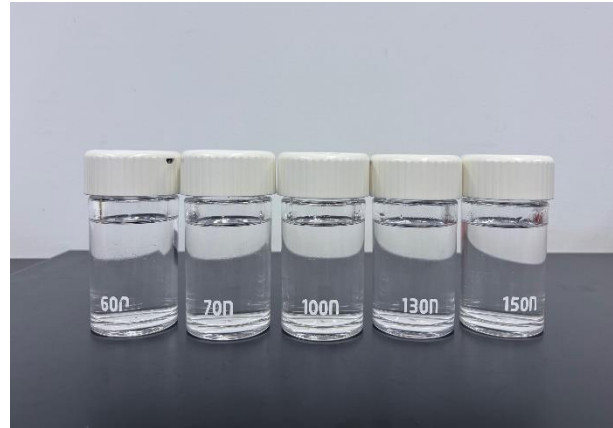
자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림9. UCO 및 윤활기유 점도별 제품



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 윤활기유 점도별 제품



자료: iM증권 리서치본부

SK엔무브 개요

한국/인도네시아/스페인 등의 생산거점 확보로 글로벌 점유율 약 25% 차지

동사 윤활기유 사업을 담당하는 SK엔무브는 글로벌 기유 생산업체들 중 처음으로 Group3 생산을 시작했다. 1995년 울산공장 가동을 시작으로 2008년 인도네시아 두마이(Patra SK), 2012년 일본 ENEOS 합작을 통한 울산 신규공장, 2014년 스페인 카르타헤나(ILBOC) 등으로 설비를 확대하기 시작했다. 특히 2023년에는 인도네시아와 스페인 공장의 설비가 전반적으로 확장됨에 따라 현재 생산용량은 총 8.0만b/d 달하고 있다. 참고로 이는 Group3 윤활기유 업체들 중 규모가 가장 큰 것으로 글로벌 시장에서의 동사 점유율은 대략 25% 내외로 추정된다.

LBO 생산의 핵심 원료인 UCO는 자체 또는 JV 파트너사 통해 안정적으로 조달

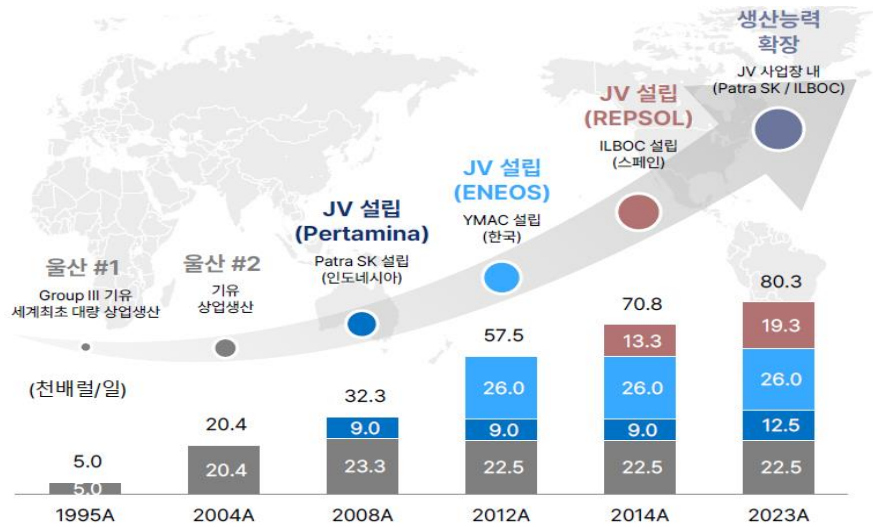
앞서 언급한 것처럼 윤활기유 생산에 있어 가장 중요한 역량 중 하나는 적합한 품질의 UCO를 안정적으로 확보하는 것이다. 동사는 SK에너지와 각 JV 파트너인 인도네시아 Pertamina, 일본 ENEOS(JXTG Nippon Oil&Energy), 스페인 Repsol 등에서 공급받고, 그 외 부족한 일부 물량은 외부 UCO 공급업체로부터 구매하는 구조이다. 참고로 이번에 방문했던 스페인 ILBOC 공장은 Cartagena 뿐만 아니라, Repsol의 Tarragona 등 인근 정제설비를 통해서도 UCO 조달이 이뤄지고 있다.

표1. SK엔무브 윤활기유 생산 거점 현황

생산 거점	울산공장 (#1, 2)	Patra SK	YMAC	ILBOC
구분				
지역	울산 (대한민국)	두마이 (인도네시아)	울산 (대한민국)	카르타헤나 (스페인)
파트너사	없음 (단독)	Pertamina	ENOES	Repsol
지분율	100%	51%	70%	70%
SK엔무브 파트너사	-	49%	30%	30%
가동시기	1995년	2008년 4월	2012년 6월	2014년 중반
기유 CAPA (b/d)	22,500	12,500	26,000	19,300

자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

그림11. SK 엔무브 공장별 생산용량 추이



자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

그림12. SK 엔무브 사업구조 전반적인 개요



자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

ILBOC 개요

SK엔무브(70%), Repsol(30%) 지분율에 맞춰 물량 확보해 유럽 시장에 주로 판매

금번에 방문했던 ILBOC(Iberian Lube Base Oils Company)은 스페인 Repsol과의 JV 형태로 운영되는 윤활기유 생산법인이다. 2012년 JV 설립한 이후 2014년부터 상업가동을 시작했고, 2021년에 스페인 Repsol 카르타헤나 정유단지가 전반적으로 revamping 작업을 진행하면서 ILBOC 역시 2023년부터 생산용량이 확대되었다.

ILBOC 법인은 SK엔무브 70%, Repsol 30% 지분을 보유하고 있고 해당 공장에서 생산된 윤활기유도 양사가 각각 지분율에 따라서 나눠 갖는 구조이다. SK엔무브는 자체 생산기술 바탕으로 윤활기유를 생산하고, Repsol은 카르타헤나 정유단지 기반으로 윤활기유 생산에 필요한 UCO 뿐만 아니라 유틸리티와 저장탱크, 수출 터미널 등 각종 인프라를 제공하는 역할을 맡고 있다. 참고로 카르타헤나 공장은 스페인 남부 해안가에 위치하고 있는데, 공장에서 부두까지 연결된 파이프라인이 4km 남짓에 그쳐 수출도 용이한 편이다. 이에 전체 물량의 5% 정도만 탱크로리 통해 내수에 판매되고, 나머지 95% 가량은 선박을 활용해 수출되는 구조이다.

유럽지역 최대 Group3 설비이자, 글로벌 단일 설비 기준으로도 꽤 큰 규모

지난 2021년 스페인 정부 주도로 Repsol 카르타헤나 정유단지 revamping 작업이 이뤄졌는데, 이 과정에서 ILBOC 윤활기유 생산설비 용량도 기존 13,300b/d에서 19,300b/d로 45% 정도 확대되었다. 이는 현재 유럽 지역에서 가동 중인 Group3 윤활기유 설비 중에서 최대 규모일 뿐만 아니라, 글로벌 전체 기준으로도 규모가 꽤 큰 편에 속한다. 글로벌 주요 경쟁자 중 하나인 Shell이 카타르에서 운영 중인 Pearl-GTL 프로젝트 생산용량이 총 30,000만b/d 규모이긴 하나, 이는 15,000b/d 트레인 2개를 합산한 것이므로 단일 설비 기준으로 보면 ILBOC 용량이 더 크다.

그림13. 스페인 ILBOC 윤활기유 생산공장 (1)



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림14. ILBOC 윤활기유 생산공장(2)



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림15. ILBOC 윤활기유 생산공장(3)



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림16. ILBOC 윤활기유 수출터미널 저장탱크(1)



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림17. ILBOC 윤활기유 수출터미널 및 저장탱크(2)



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림18. ILBOC 윤활기유 판매: 탱크로리를 통한 육상운송



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

그림19. ILBOC 윤활기유 판매: 선박을 통한 해상운송



자료: ILBOC, iM증권 리서치본부

스페인 ILBOC에서 생산된 윤활기유는 주로 암스테르담 법인 통해 유럽 내에서 판매

카르타헤나는 SK엔무브의 유럽 생산거점인 만큼 ILBOC 공장에서 생산된 물량은 대부분 유럽시장 내에서 소화된다. 다만, 스페인에서 이를 직접 판매하는 것보다는 유럽 판매 자회사인 암스테르담 법인이 판매처이자 마케터 역할을 담당하고 있다.

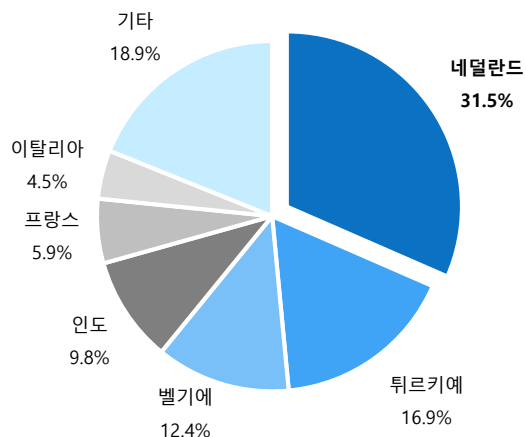
다시 말해, ILBOC에서 생산된 윤활기유 중 당사 지분율에 맞게 70% 확보해 암스테르담 법인으로 대부분 이관하면 여기서 유럽 각국으로 판매되는 구조이다. 이와 같은 생산 및 판매 구조는 스페인 윤활기유 수출에서 네덜란드 비중이 31% 상회하며 가장 많다는 점에서도 간접적으로 확인된다.

유럽 윤활기유 시장에서 SK엔무브 점유율은 25~30% 내외로 추정

한편, 2026년 상반기 기준 유럽(EU-27개) 윤활기유 수입을 국가별로 나눠서 보면 네덜란드에서 유입된 물량이 24.2%로 가장 높고 스페인이 7.4%로 4번째로 많다. 현재 네덜란드에서 상업가동 중인 윤활기유 생산설비는 전혀 없다. 그럼에도 유럽 윤활기유 최대 수입국으로 자리잡은 점은 스페인에서 생산된 후 네덜란드 법인을 통해 주로 판매되는 ILBOC 법인 구조를 감안하면 어느정도 합리적으로 이해된다.

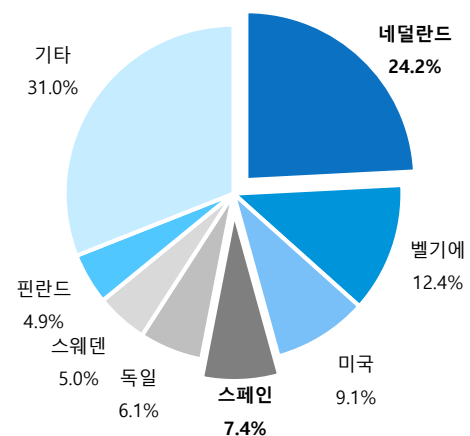
네덜란드와 스페인 수입량이 모두 SK엔무브의 것으로 볼 순 없겠지만, 유럽 내 최대 규모의 공장을 운영하고 있는 주체임을 감안하면 그래도 상당부분은 SK엔무브에 귀속되는 것으로 추정할 수 있다. 따라서 EU-27개국 윤활기유 수입 데이터는 유럽 Group3 윤활기유 시장에서 SK엔무브 점유율이 약 25~30% 내외 달하고 있음을 간접적으로 시사하는 것이라 판단된다.

그림20. 스페인 윤활기유 수출 국가별 비중



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림21. 유럽(EU-27) 윤활기유 수입국별 비중



자료: KITA, iM증권 리서치본부

이란전쟁으로 글로벌 윤활기유 시장도 수급밸런스 붕괴

윤활기유도 이란전쟁 여파에서 자유로울 수 없어

이란전쟁의 여파는 원유와 정제품, LNG 등 에너지 시장 전반에 걸쳐서 확대되고 있으며 이는 단기적인 것이 아니라 보다 구조적인 변화로 이어질 가능성이 높다. 윤활기유는 원유와 천연가스 등 커머리티 대비 시장 규모가 작긴 하지만, 이 역시 이란전쟁으로 인한 수급밸런스 붕괴 여파에서 자유로울 수 없다.

중동 Group3 윤활기유 생산차질 현실화: 카타르(Shell), ADNOC(UAE), Bapco(바레인)

지난 3월 이란의 카타르 Ras Laffan 산업단지 공격으로 Shell의 Pearl GTL 설비가 피격을 당하며 글로벌 기유 시장의 공급 차질이 현실화되었다. Shell은 Ras Laffan 산업단지에 총 3만b/d 규모 Group3 윤활기유 생산설비를 운영 중인데, 이는 각각 1.5만b/d 트레인 2개로 구성되어 있다. 이 중 설비 손상이 제한적이었던 1호기는 10월 초부터 재가동에 돌입했지만, 납사만 5만톤 정도 출하되었을 뿐 윤활기유는 아직 재개되지 않았고, 향후 생산 및 출하 재개와 관련된 계획도 발표되지 않았다.

반면, 피해가 컸던 2호기는 설비 수리에 1년 정도 소요될 것이라 언급한 바 있어 빠르면 2027년 1분기 중에 재가동이 추진될 것으로 파악된다. 그러나 윤활기유를 생산하는데 필수 원재료인 UCO 조달을 위해서는 CDU부터 VDU, Hydrocracker 등 정유공정의 모든 업스트림 설비 정상가동이 수반되어야만 한다. 또한 무엇보다 호르무즈 봉쇄로 수리에 필요한 핵심부품 조달이 지연될 가능성도 배제할 수 없는 만큼 실제 가동 여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

카타르에 위치한 Shell 뿐만 아니라 UAE의 ADNOC, 바레인 Bapco 등도 인프라 차질과 호르무즈 운송 제약 등으로 정상적인 공급이 어려운 상황이다. 윤활기유 설비의 직접적인 타격보다도 업스트림 정유설비에 타격이 생기면서 UCO 확보가 어려워졌고, 이에 따라 윤활기유까지 잇따라 불가항력이 선언되고 있는 상황이다.

10월 들어 ADNOC, Bapco 정유공장은 운영을 재개하며 가동률이 최근 70~75% 수준까지 올라온 것으로 파악되나, 윤활기유는 Shell 상황과 유사하게 아직까지도 생산 및 수출 재개 여부가 확인되고 있진 않다. 양사 모두 연말은 되어야 정제설비 가동률이 추가 상향될 것이라 밝혔는데, UCO 확보는 이 모든 과정 끝이나 가능한 만큼 윤활기유 생산 및 수출은 적어도 2027년 상반기는 되어야 재개될 전망이다.

표2. 이란전쟁 이후 중동 Group3 윤활기유 생산업체들의 가동 현황

국가	생산 업체	생산규모(b/d)	이란전쟁 이후 윤활기유 생산설비 가동 현황
카타르	Shell	30,000	Pearl GTL 피격으로 LBO #2(15Kb/d) 손상 및 시설 전체 생산 중단(3/18) → #1 재가동했으나 LBO 생산 미개시 (10/13)
UAE	ADNOC	10,000	Ruwais 산업단지 피격으로 폐쇄(3/10) → 정제설비 가동률 70% 회복(8/31), LBO 생산 계획은 미확인 (10/16)
바레인	Bapco	8,000	Sitra 정유단지 피격으로 불가항력 선언(3/9) → 정제설비 가동률 75% 회복, LBO 생산 계획은 미확인 (10/7)

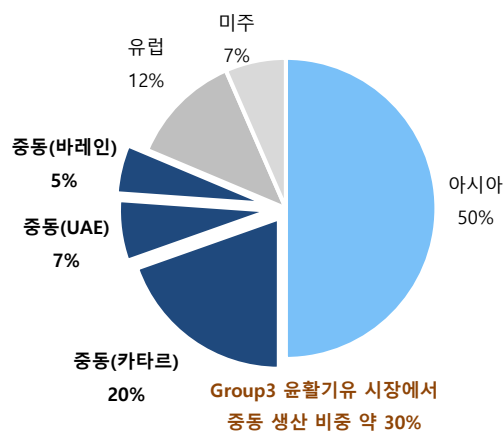
자료: 언론 종합, iM증권 리서치본부

Group3 윤활기유 생산의 30% 차지하는 중동산 공급차질로 가격 급등

여기서 문제는 중동 국가들이 글로벌 Group3 윤활기유 시장에서 차지하는 비중은 약 30% 수준으로 결코 작지 않다는 점이다. 중동 내에서도 설비 용량이 가장 큰 카타르는 2025년 미국 30%, 중국/홍콩/싱가포르/인도 등 아시아 50%, 유럽 15% 등 전 지역으로 윤활기유를 수출했는데, 이 물량이 모두 차질을 빚게 된 셈이다.

결국 글로벌 윤활기유 시장의 주요 공급처인 중동 업체들의 생산 차질로 밸런스가 타이트해지면서 윤활기유 가격은 급등세를 보이고 있다. 그룹 구분없이 국내 수출 기준 윤활기유 가격은 2026년 1~2월 톤당 860달러에서 9월 기준 2,350달러까지 +170% 급등했는데, 카타르 생산이 Group3 제품에 집중되어 있었음을 고려하면 Group1, 2 대비 Group3 제품 가격 상승 폭은 더 두드러졌을 것으로 추정된다.

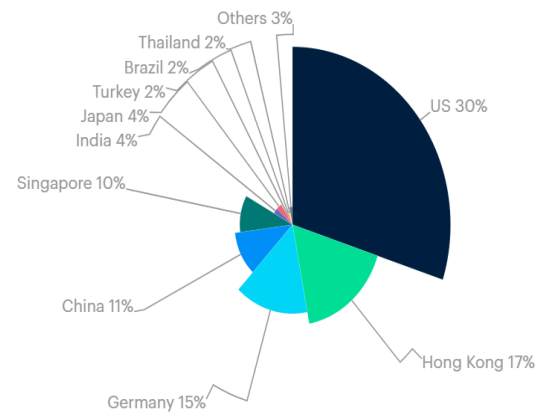
그림22. 글로벌 Group3 윤활기유 시장 지역별 생산설비 비중



자료: 산업 자료, iM증권 리서치본부

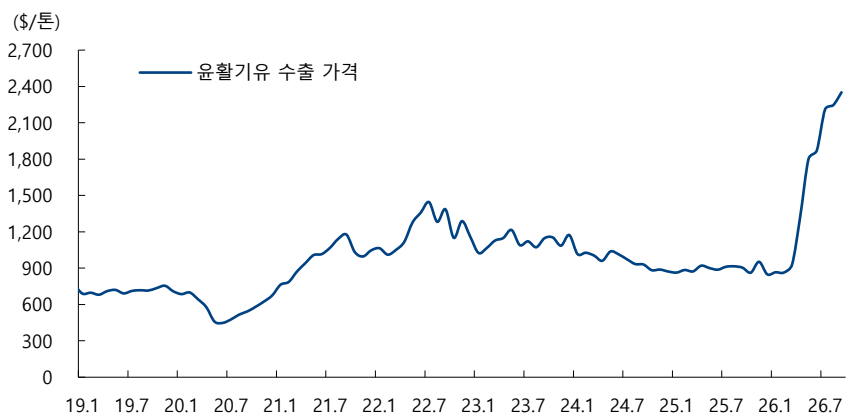
그림23. 2025년 기준 카타르의 Group3 윤활기유 수출국별 비중

Top 10 destinations of Qatar Group III base oils exports in 2025



자료: iM증권 리서치본부

그림24. 국내 수출 기준 윤활기유 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

SK엔무브 & ILBOC 경쟁력 재평가 기회

중동산 윤활기유 공급 차질에도 아직까지 한국 업체들의 수출 증가는 제한적

글로벌 Group3 시장에서 약 30% 점유율을 차지하는 중동 국가들의 생산차질로 윤활기유 가격은 급등세를 보이고 있다. 그러나 또 한편으로 눈길이 가는 대목은 최근 혼란 속에도 수출량은 좀처럼 큰 폭의 증가가 동반되지 않고 있다는 점이다.

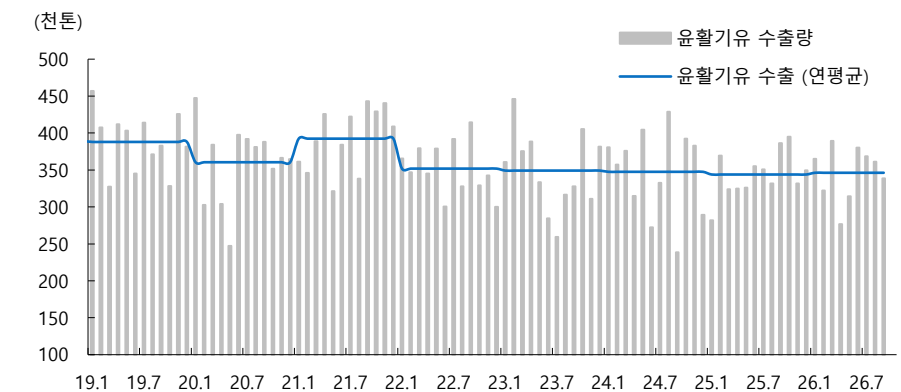
2026년 1~9월 한국의 윤활기유 수출량은 평균 34.6만톤으로 2025년 1~9월 평균 33.8만톤 대비 +2.2% 증가에 그쳤다. 이는 지난 3년 평균 수준과도 거의 유사한 규모이다. 현재 전년동월 대비 수출량을 100% 초과하지 못하도록 제한받고 있는 휘발유와 항공유, 경유 등 일반 석유제품과 달리, 윤활기유는 그 대상에 포함되지 않음에도 수출량 변동이 크게 없는 것이다.

윤활유 배합의 배타적 성격과 장기계약 구조로 단기 내 공급처 전환은 현실적으로 어려워

이처럼 최근 중동에서 윤활기유 공급에 물리적인 차질이 발생하고 있음에도 한국 업체들의 수출량이 즉각적으로 늘어나지 못하고 있는 점은 OEM 업체 및 차종에 따른 윤활유 배합의 배타적 성격에 근거한다. 윤활유 업체들이 윤활기유와 다양한 첨가제들을 혼합할 때 OEM 및 엔진 규격별로 각각의 배합식이 존재하고, 해당 배합식에 투입되는 기유는 다른 제조사 것으로 교환하거나 비율을 임의 조정하는 것 등이 불가능한 구조이다. 윤활유 업체들은 OEM 업체와 성능을 검증한 범위 안에서만 투입 기유 또는 배합비율을 변경할 수 있고, 만약 그 특정 범위를 벗어난 수준으로 변동할 경우 추가적인 성능 검증 및 승인 절차를 거쳐야만 한다.

또한 윤활기유 생산업체↔윤활유 생산업체, 윤활유 생산업체↔OEM 업체 공급은 통상적으로 3~5년간 물량을 어느정도 확정해 두는 장기계약 형태로 이뤄져 있다. 이처럼 윤활유 생산 원료와 배합식의 배타성과 장기계약으로 묶여 있는 윤활기유, 윤활유, OEM 업체들 사이의 공급구조는 최근 단기적인 공급 차질에도 불구하고, 기존 조달구조와 배합비율 등을 빠르게 바꾸기 어려운 핵심적인 이유로 이해된다.

그림25. 국내 윤활기유 수출량 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

27~28년 기점으로 공급 안정성 확보를 위한 윤활유 업체들의 이탈 가속화 전망

중동발 윤활기유 공급 공백에도 불구하고, 배타성 강한 윤활유 배합방식과 OEM 업체와의 장기계약 구조로 인해 동사를 포함한 국내 윤활기유 업체들의 수출량이 실제로 늘어나기까지는 일정부분 시차가 존재할 수밖에 없다. 따라서 적어도 올해 말까지는 윤활기유 수출 증가세가 제한적이겠으나, 빠르면 2027~2028년 기점으로 윤활유 업체들의 공급사 전환 움직임이 활발하게 이뤄질 것으로 전망한다.

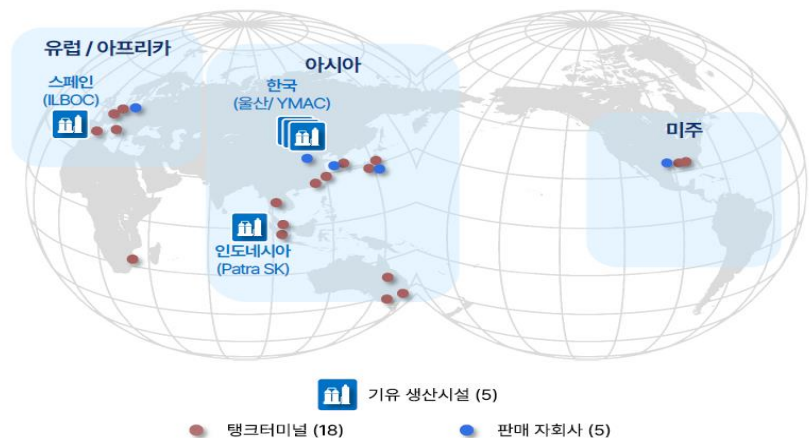
종전 이후 호르무즈 통행과 Shell 카타르 생산설비 가동이 재개됨에 따라 윤활기유 시황도 재차 안정화되긴 하겠으나, 이번 전쟁으로 윤활기유 공급망 안정성에 대한 신뢰도가 훼손되었음을 인지해야 한다. 윤활유 업체는 OEM 업체에 장기공급의 의무를 지게 되는 만큼 지정학 요인 등에 상관없이 장기간 안정적 공급이 가능한 윤활기유 업체와의 계약을 더 선호할 수밖에 없다. 중동은 호르무즈 재봉쇄 뿐만 아니라 물리적 충돌 재발 가능성이 상존하는 만큼 이번 사태 이후에도 공급 중단 리스크는 여전히 해소되지 않는다. 따라서 윤활유 업체들은 기존의 중동 윤활기유 업체에서 공급 안정성이 확보되는 다른 업체로의 전환을 택할 것이라는 판단이다.

한국/인도네시아/스페인 생산거점 운영에 따라 상대적으로 공급 안정성 높아

SK엔무브는 한국과 인도네시아(아시아), 스페인(유럽) 등 글로벌 전 지역에서 생산 거점을 분산 운영하고 있는 만큼 중동 업체들보다 상대적으로 공급 안정성이 높은 편이다. 특히 스페인 ILBOC 공장은 원유 조달에 있어 중동 비중은 거의 미미하고 북해와 중남미, 캐나다 등 비중동산을 주로 수입하고 있어 업스트림 측면에서도 조달 안정성이 높다. 이는 이번 이란사태에도 스페인 Repsol 및 ILBOC 공장은 원료 확보에 큰 문제없이 안정적으로 가동을 유지하고 있다는 점에서도 방증된다.

그림26. SK 엔무브 글로벌 생산거점 분포

Global 제조 및 물류 역량



자료: SK엔무브, iM증권 리서치본부

26년은 윤활기유 강세로 호실적, 27~28년은 가격 하향 안정화에도 물량증가 효과 기대

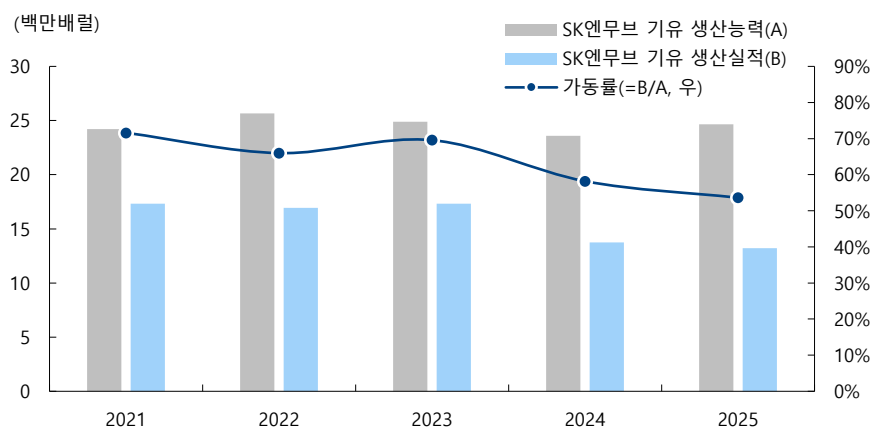
실제로 이번 투어에서 ILBOC 운영진과의 간담회를 통해 이란전쟁 이후 윤활기유 기존 및 신규 고객들의 계약 체결 논의가 늘어나고 있음을 확인할 수 있었다. 당장 단기적으로는 물량 확대 가시화가 다소 제한적일 수 있으나, 중동 기유업체들과의 기존 계약이 종료됨과 동시에 고객사들의 이탈은 본격화될 것으로 전망된다.

특히 SK엔무브는 2023년 인도네시아와 스페인 전반에 걸쳐 생산설비를 확대했던 만큼 현재 전사 기준 판매되는 물량은 전체 생산설비의 약 60% 수준에 그쳐 신규 계약이 유입되면 충분히 즉각적으로 대응이 가능한 상황이다. 2026년은 윤활기유 가격 급등으로 SK엔무브가 호실적을 누렸다면, 2027~2028년은 윤활기유 가격의 점진적인 하향 안정화와 별개로 물량 확대 효과를 기대해볼 수 있다.

고객사 유입 시점에 따라 27~28년 SK엔무브 실적 추정치 상향될 여지 높아

중동 윤활기유 업체들과의 기존 계약이 종료되는 시점을 현실적으로 파악하기는 어려운 만큼 동사의 신규 계약 유입 시기도 정확하게 가늠하긴 어렵다. 이에 현재 2027~2028년 실적 추정치에는 윤활기유 물량 증가 효과를 보수적으로 반영했다. 그러나 달리 말하면, 이는 신규 고객 유입 시기 및 그 규모에 따라 향후 SK엔무브 매출과 영업이익 추정치가 대폭 상향될 수 있는 여지가 높다는 의미이기도 하다. 최근 러-우 및 미-이란전쟁 협상 기대감이 높아지며 종전 이후 단기적인 유가 급락에 대한 우려가 확대되고 있으나, 그 우려만 보기엔 구조적으로 에너지(정유), E&S(LNG), 엔무브(윤활기유) 등 전 사업부에서 기대되는 부분들이 여전히 많다.

그림27. SK 엔무브 전사 기준 기유 생산실적 및 가동률 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 생산능력은 '일 최대 생산능력 × 정기보수 기간을 제외한 가동가능일수'로 계산된 수치

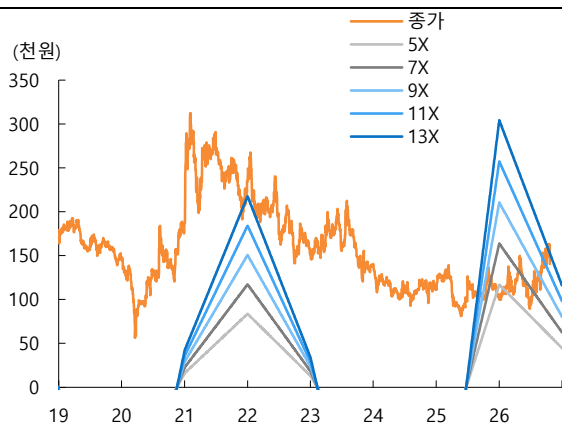
표3. SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
Total											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,671	24,212	29,157	27,371	23,295	74,270	80,658	104,036
영업이익	-45	-418	573	295	2,162	3,487	3,504	2,019	356	406	11,172
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.5%	8.9%	12.0%	12.8%	8.7%	0.5%	0.5%	10.7%
SKE+GC+SKIP											
매출액	14,395	13,387	14,743	13,833	33,316	20,475	21,607	20,524	60,192	56,358	95,922
영업이익	-78	-585	280	466	2,073	1,517	1,878	939	586	83	6,406
영업이익률	-0.5%	-4.4%	1.9%	3.4%	6.2%	7.4%	8.7%	4.6%	1.0%	0.1%	6.7%
Lubricant											
매출액	972	894	981	990	1,222	1,983	2,452	2,236	4,235	3,836	7,893
영업이익	121	135	171	181	189	692	961	592	687	608	2,433
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	34.9%	39.2%	26.5%	16.2%	15.8%	30.8%
SK-On											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,457	1,870	2,946	1,793	1,556	6,267	6,978	8,165
영업이익	-299	-66	-125	-441	-349	822	-161	-200	-1,127	-932	112
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-18.7%	27.9%	-9.0%	-12.8%	-18.0%	-13.4%	1.4%
SKE&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	2,596	3,171	3,179	3,135	11,863	12,643
영업이익	193	115	255	118	283	106	718	595	123	681	1,703
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	4.1%	22.6%	18.7%	3.9%	5.7%	13.5%
Others											
매출액	422	373	474	354	-15,893	1,157	-1,652	-4,200	441	1,623	-20,587
영업이익	18	-16	-7	-29	-34	351	108	92	86	-34	518
영업이익률	4.3%	-4.3%	-1.5%	-8.0%	0.2%	30.3%	-6.6%	-2.2%	19.5%	-2.1%	-2.5%

자료: iM증권 리서치본부

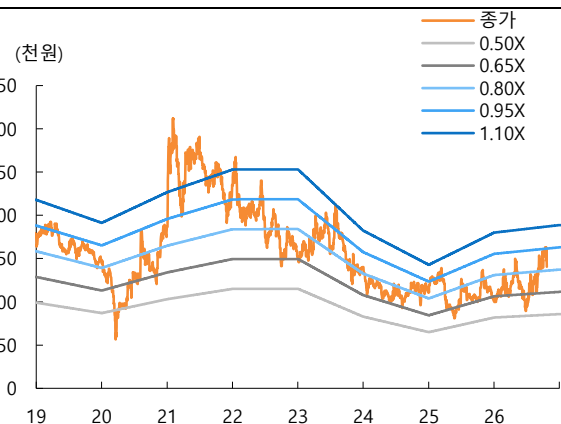
주: 1Q26부터 부문별 실적 기준 변경. Others에는 E&P, SKIET, Staff 관련 비용 등 기타 부문까지 모두 포함

그림28. SK 이노베이션 12M Forward PER 추이



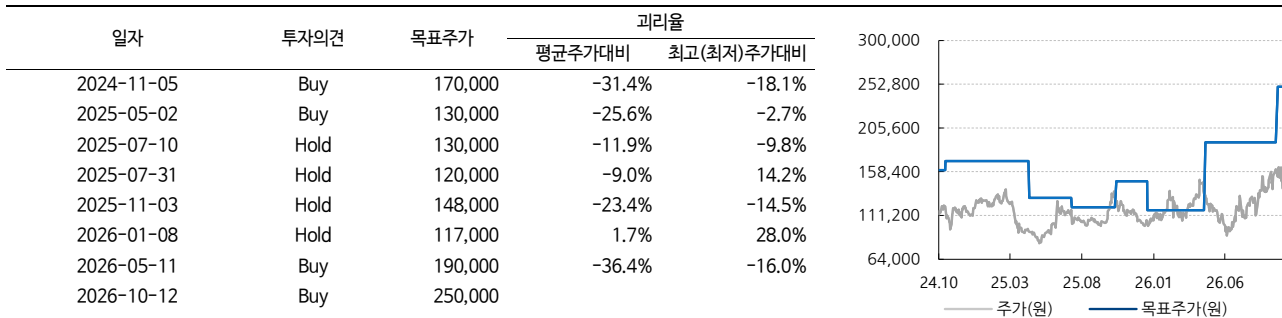
자료: iM증권 리서치본부

그림29. SK 이노베이션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

본 위원은 SK이노베이션(096770)으로부터 일부 비용을 지원 받아 SK엔무브 스페인 Cartagena 윤활기유 생산공장 투어(2026.10.12. ~ 2026.10.17)를 참석하였습니다.

- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-