

2026. 10. 15

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 에너지/소재 In-Depth

윤활기유의 시대

정유 섹터를 읽는 문법이 바뀌었다

에너지/소재 **이동욱**

02) 6915-5671

treestump@ibks.com



*AI로 제작된 이미지입니다.



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

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



안녕하세요. IBK투자증권 에너지/소재 담당 이동욱입니다.

요즘 정유주를 읽는 문법이 바뀌었습니다. 지난 수십 년간 정유사는 정제마진과 유가로 평가받았고, 윤활기유는 보조 사업으로 취급됐습니다. 그런데 올해는 원유 처리능력의 일부에 불과한 윤활기유 설비가 전사 이익을 좌우하고 있습니다. 정유사의 경쟁력을 처리량보다는 복제가 쉽지 않은 설비와 고객 기반에서 찾아야 할 시점입니다.

이 대목에서 시장이 흔히 범하는 오해가 윤활기유 호황을 전쟁에 따른 일시적 가격 급등으로 읽는 것입니다. 본질은 가격이 올라도 공급이 빠르게 늘어나지 않는 구조에 있습니다. 고급 기유인 그룹III는 고압 수첨 설비와 촉매 기술이 필요하고, 고객의 배합과 승인 체계에도 묶여 있습니다. 부족하다고 공장을 곧바로 늘리거나 저급 기유로 바꾸기 어렵습니다. 생산 기술에 고객 인증이 더해져 기존 공급자의 지위를 지켜 주는 구조입니다.

공급 회복을 보는 시계도 달라져야 합니다. 휴전 이후에도 설비 복구, 품질 안정화, 출하와 운송, 유통재고 재축적이 남습니다. 공장이 다시 돌아오는 것과 고객이 충분한 물량을 확보하는 것은 다른 사건입니다. 초기 복구 물량은 소진된 재고를 채우는 데 먼저 쓰일 수 있습니다. 따라서 투자자가 봐야 할 것은 이익의 정점보다 정점 이후의 하락 속도입니다. 피크가 낮아져도 호황의 기간이 길어지면 누적 현금흐름은 더 커집니다.

한국 정유사의 기회는 이 시간을 고객 락인으로 바꾸는 데 있습니다. 공급망이 흔들릴 때 고객은 가장 싼 공급자보다 약속한 물량을 인도하는 공급자를 찾습니다. 한국산 기유의 가치는 생산능력에 공급 신뢰가 더해지며 높아집니다. 중동 의존도를 낮추려는 조달 다변화가 장기계약과 판매 지역 개선으로 이어진다면, 올해 확보한 프리미엄의 일부는 공급 정상화 이후에도 남을 수 있습니다. 일시적인 부족이 고객 기반의 지속적인 확장으로 연결되는 경로입니다.

밸류에이션의 기준도 올해 최고 이익에서 내년 정상화 이익으로 옮겨야 합니다. 피크 분기를 연율화하는 것은 공격적이지만, 반대로 공급이 돌아오면 이익도 과거로 완전히 돌아간다는 가정은 보수적입니다. 고객 승인과 판매망, 계약 구조가 바뀌었다면 정상 이익의 하단도 높아질 수 있습니다. 올해보다 이익이 줄어도 과거보다 안정적인 현금흐름이 남는다면 적용 배수는 오히려 올라갈 수 있습니다. 감익과 재평가가 함께 가능한 이유입니다.

또한 데이터센터 냉각유는 여기에 붙는 장기 옵션입니다. 당장 매출을 크게 추정하기보다 고객 인증과 반복 발주를 확인해야 합니다. 중요한 것은 기유 판매가 고객 시스템에 채택된 특수유체 공급으로 확장될 가능성입니다. 공급자를 바꾸기 어려워지고 반복계약이 쌓이면, 평가 기준도 톤당 스프레드에서 고객 관계의 지속성으로 넓어집니다. 냉각유는 단기 이익보다 장기 배수를 바꿀 수 있는 사업입니다.

국내에서는 SK이노베이션과 S-Oil을 우선적으로 봅니다. SK이노베이션은 SK엔무브의 그룹III 판매망과 특수유체 확장성이 강점이며, 그 가치가 주주에게 돌아오는 과정에서는 전사 부채와 현금 소요를 함께 봐야 합니다. S-Oil은 윤활기유의 이익 기여가 상장사 실적에 직접 드러난다는 점에서 재평가 논리가 선명합니다.

정유주를 향한 질문이 바뀌어야 합니다. 정제마진이 얼마인가에 더해, 호황이 지나간 뒤에도 높은 수익성을 지킬 자산이 얼마인가를 물어야 합니다. 실제 분사가 없어도 시장이 정유와 윤활기유에 서로 다른 배수를 적용하면 가치가 드러납니다. 윤활기유는 올해의 실적 보너스를 넘어, 정유사 안에 있는 고부가 사업의 가치를 다시 매기게 할 계기입니다. 감사합니다.

CONTENTS

정유사를 분해할 시간.....	5
왜 지금 윤활기유인가: 각주가 본문이 되었다.....	6
윤활기유는 오랫동안 정유 산업의 각주였다.....	6
2026년, 그 문법이 무너졌다.....	8
사이클이 아니라 구조인 이유.....	10
올해 벌어진 일: 충격의 크기보다 순서가 중요했다.....	12
사라진 물량의 실체.....	12
세 개의 충격이 서로의 해법을 막았다.....	14
부족의 크기: 27%에서 12%로.....	15
값이 매겨지는 원리: 등급, 규격, 그리고 원료 쟁탈.....	16
등급 체계: API 분류가 만든 진입장벽.....	16
규격이라는 두 번째 관문: 왜 그룹으로 내려갈 수 없는가.....	17
원가 구조: 무엇이 스프레드를 결정하는가.....	18
장벽 안의 생산자에게 열리는 두 가지 비대칭.....	19
공급: 부족보다 중요한 것은 복구의 시간이다.....	21
휴전은 공급 정상화가 아니다.....	21
가장 과소평가되는 단계: 유통재고 재축적.....	21
증설 파이프라인: 2027년 이후의 변수.....	22
한국 진영의 증설은 성격이 다르다.....	22
수요: 전동화는 총량을 줄이고 등급을 올린다.....	23
전동화의 역설.....	23
등급을 끌어올리는 세 가지 경로.....	24
신흥국이 받치는 기저 수요.....	24
새로운 수요 축: 유체가 인프라가 되는 지점.....	25
복잡도: 넬슨 복잡지수, 숫자보다 방향이 설비의 값을 가른다.....	26
지표의 정의: 무엇을 재는 숫자인가.....	26
한국 설비는 어디에 서 있는가.....	27
윤활 계열 복잡도는 따로 세어야 한다.....	28
복잡도 1점의 값이 사상 최고다.....	30
이 지표로 무엇을 할 것인가.....	31

CONTENTS

한국의 지위: 생산능력보다 인도 가능성이 가격을 만든다	33
왜 한국인가: 지리, 설비, 브랜드가 동시에 작동한다	33
남아 있는 제약: 수출 물량 관리	34
SK엔무브: 유체가 인프라가 되는 경로	34
S-Oil: 이익 구성의 재편	35
GS칼텍스와 HD현대오일뱅크	36
유탄기유의 값을 다시 매길 때	37
유탄기유의 가치는 정유사 안에서 아직 제대로 매겨지지 않았다	37
기준은 피크가 아니라 피크 이후다	37
2027년은 과거로 돌아가는 해가 아니다	38
해외 배수도, 정유 배수도 아닌 그 사이	39
국내 정유 4사의 유탄기유 가치: 2027년 정상화 이익으로 계산	41
정상화 이익의 해부: 무엇이 남는 이익인가	43
데이터센터는 이익이 아니라 배수에 반영한다	44
시장이 아직 반영하지 않은 것	45
컨센서스는 여전히 정제마진을 축으로 짜여 있다	45
현 주가에 내재된 유탄 가치	46
점검해야 할 하방 변수	47
정유주를 향한 질문이 바뀌어야 한다	48
기업분석	49
SK이노베이션 (096770): 흩어진 생산망, 모인 자본: YUBASE의 희소가치	50
S-Oil (010950): 이익의 절반을 만든 설비, 배수의 기준을 바꾼다	53

정유사를 분해할 시간

2Q26 윤활 이익 1.7조원,
이익률 35~52%

2026년 정유 섹터의 이익을 가른 변수는 정제마진이 아니라 윤활기유였다. 국내 정유 4사의 2분기 윤활 부문 영업이익은 합산 약 1.7조원, 영업이익률은 35~52%에 달했다. 원유 처리능력 대비 3~6%에 불과한 설비가 전사 손익의 방향을 바꾼 것이다. 당사는 이 이익의 상당 부분이 일회성 공급 충격에서 비롯됐다는 점을 인정한다. 그러나 충격이 지나간 뒤에도 남는 몫, 즉 진입장벽과 계약 구조가 만드는 구조적 이익이 시장의 평가보다 크다고 판단한다. 그 근거는 공급, 복구 시간, 한국의 지위, 밸류에이션이라는 네 개의 층위에서 맞물려 있다.

장벽 때문에 가격이
공급을 부르지 못함

첫째, 그룹III 공급은 가격으로 풀리지 않는다. 이번 공백은 카타르 Pearl GTL, 아부다비 ADNOC Ruwais, 바레인 Bapco Sitra라는 중동 3대 거점이 동시에 이탈하면서 생겼고, 이를 대체할 설비는 세계 어디에도 없다. 신규 그룹III 설비의 리드타임은 3~4년이며, 완성차 제조사(OEM)의 승인 체계와 API 규격은 블렌더가 원가를 아끼려고 그룹II로 내려가는 길을 막고 있다. 시장은 가격을 올려도 물량이 나오지 않는 완전 비탄력 구간에 들어섰다.

휴전은 정상화가 아님,
2027년 상반기도 12%
부족

둘째, 공급의 복구는 휴전보다 훨씬 느리다. 설비 복구, 품질 안정화, 해상 운송, 유통재고 재축적은 병렬이 아니라 연속적으로 진행되며 각 단계가 순차적으로 시간을 소비한다. 업계는 2027년 상반기에도 그룹III 생산이 평년 대비 약 12% 부족할 것으로 본다. 이는 정상화가 아니라 심각한 부족에서 만성적 부족으로 옮겨가는 과정이다.

생산과 인도를
동시에 할 수 있는 한국

셋째, 한국은 이 국면에서 생산과 인도를 동시에 이어갈 수 있는 사실상 유일한 대규모 공급원이다. 한국은 세계 고부가 그룹III 생산의 약 40%를 담당하는 것으로 알려져 있고, 수출 항로가 호르무즈 해협을 지나지 않는다. 2026년 한국 정유사의 가격결정력은 명목 생산능력이 아니라 이 인도 가능성에서 나왔으며, 지금은 그 프리미엄이 장기계약으로 옮겨가는 단계다.

피크 이후 기준,
4사 윤활 가치 34~38조원

넷째, 밸류에이션의 기준은 피크가 아니라 피크 이후여야 한다. 2027년 정상화 EBITDA에 전통 정유(5~6배)와 세계 특수유체(9~10배) 사이의 차등 배수(6~9배)를 적용하면 국내 정유 4사의 윤활기유 사업가치는 합산 약 34~38조원이다. 정상화 이익에서 구조 프리미엄을 모두 걷어내고 정유 수준의 배수를 적용하는 약세 시나리오에서도, S-Oil의 윤활 가치(약 5.8조원)는 현 주가에 내재된 수준(약 3.4조원)을 웃돈다.

Top Picks:
SK이노베이션, S-Oil

투자 전략으로는 SK이노베이션과 S-Oil을 Top Picks로 제시하며, 두 회사 모두 목표주가를 210,000원으로 상향한다. S-Oil은 윤활 이익이 상장사 실적에 직접 드러나 재평가 경로가 가장 짧다. 정유/석화와 윤활을 나눠 평가한 SOTP 기준 적정가치는 주당 약 213,000원이며, 현 주가는 윤활 사업에 정유 수준 이하의 배수(3~5배)만 매기고 있다. SK이노베이션은 SK엔무브의 윤활 사업가치(14.6~16.5조원)가 현 시가총액의 56~64%에 이른다. 그룹III 표준 지위와 특수유체 확장성을 감안하면, 윤활 가치의 재평가는 전사 재무 부담 완화로 이어질 수 있다.

왜 지금 유탄기유인가: 각주가 본문이 되었다

유탄기유는 오랫동안 정유 산업의 각주였다

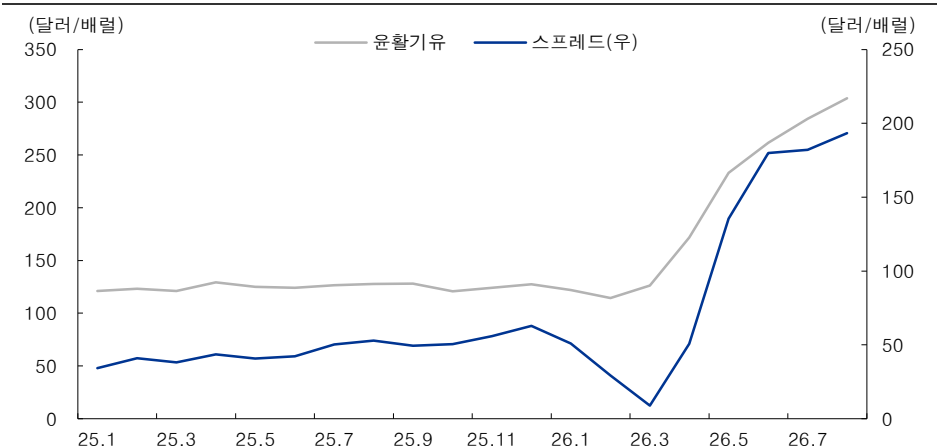
정유 산업의 각주였던
유탄기유

유탄기유는 오랫동안 정유 산업의 각주에 머물렀다. 원유를 정제하고 남은 잔사(Residue)를 고도화해 만드는 제품이라는 인식, 전체 매출액에서 차지하는 한 자릿수 비중, 그리고 전기차 확산으로 언젠가는 사라질 것이라는 장기 전망이 겹치면서, 이 사업부는 실적 설명 자료의 맨 뒤쪽에 배치되는 것이 관행이었다.

정제마진, 유가,
재고평가가 전부였던 문법

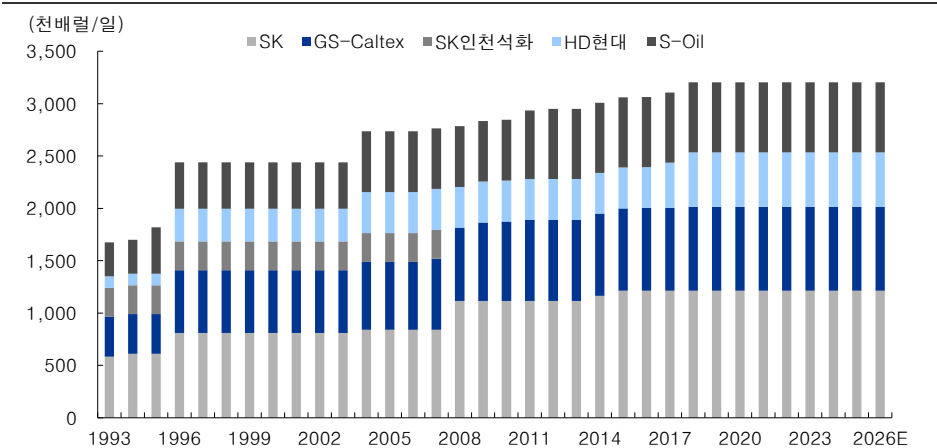
정유주를 보는 시장의 문법은 단순했다. 복합정제마진이 배럴당 몇 달러인가, 유가의 방향이 위인가 아래인가, 재고평가손익이 얼마나 반영되는가. 투자자는 이 세 가지 질문으로 정유사의 분기 실적을 예측했고, 주가 역시 이 변수들의 함수로 움직였다. 유탄기유는 그 방정식 어디에도 독립변수로 들어가지 않았다.

그림 1. 국내 유탄기유 가격 및 스프레드 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 2. 국내 정유사 CDU(상압 증류 장치) 생산능력 추이



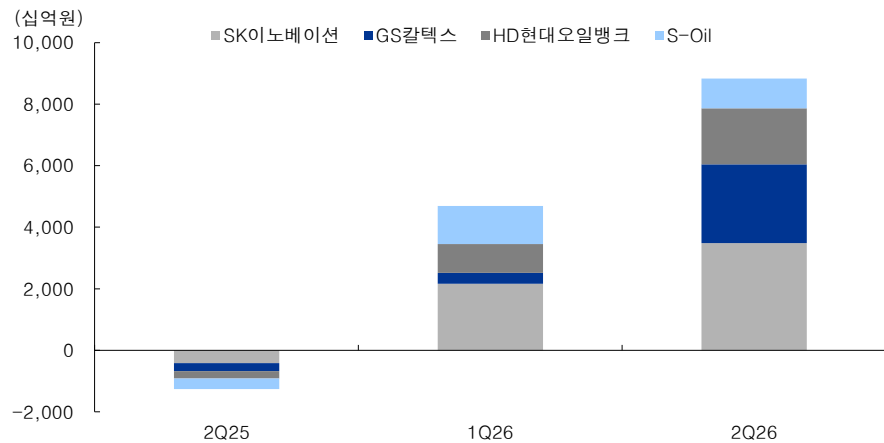
자료: 각사, IBK투자증권

2026년, 그 문법이 무너졌다

2Q26 4사 영업이익
약 8.8조원, 흑자 전환

2026년은 그 문법이 무너진 해다. 국내 정유 4사의 2분기 합산 영업이익은 약 8조 8,270억원으로, 전년 동기의 약 1조 2,600억원 적자에서 완전히 반전했다. 그러나 숫자의 크기보다 중요한 것은 반전의 구성이다. 이번 국면에서 이익의 질을 결정하는 것은 정제마진이 아니라 유탄 부문이었다.

그림 4. 국내 정유 4사 합산 영업이익: 적자에서 사상 최대로

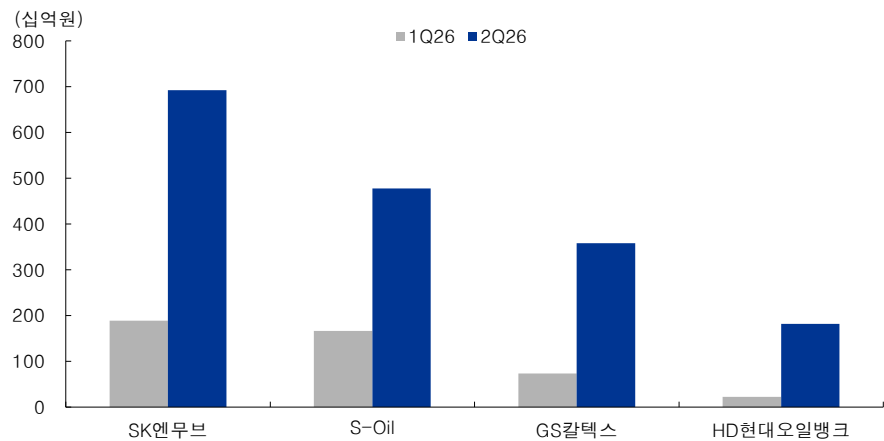


자료: 각사, IBK투자증권

유탄 이익, 한 분기 만에
3~8배

회사별로 보면 변화는 더욱 선명하다. S-Oil의 2분기 유탄 부문 영업이익은 분기 사상 최대인 4,774억원으로 1분기(1,666억원)의 약 3배로 늘었고, 전사 영업이익 9,650억원의 49.5%를 차지했다. SK엔무브(2025년 11월 SK온에 합병, 현 SK이노베이션 유탄유사업)는 6,919억원으로 1분기(1,885억원) 대비 3.7배, 전년 동기 대비 414% 증가했다. GS칼텍스 유탄기유 부문은 3,577억원으로 1분기(733억원)의 약 5배, HD현대오일뱅크 유탄기유 사업은 1,814억원으로 1분기(220억원)의 약 8배에 달했다.

그림 5. 정유 4사 유탄 부문 영업이익: 한 분기 만에 3~8배

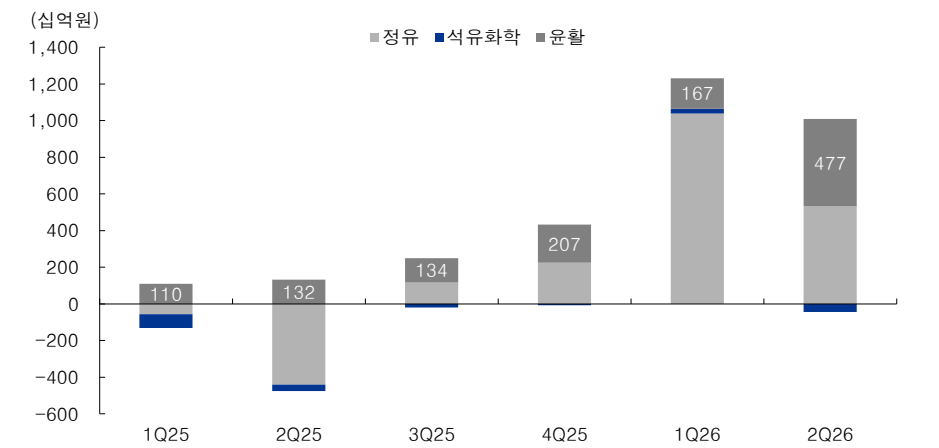


자료: 각사, IBK투자증권

S-Oil: 정유가 줄어든
자리를 윤활이 메움

변화가 가장 선명한 곳은 S-Oil이다. 2분기 유가 급락으로 전분기의 재고이익이 사라지면서 S-Oil 정유 부문 영업이익은 1분기 1조 390억원에서 5,320억원으로 절반가량 줄었다. 그 자리를 윤활 부문이 메우면서 전사 영업이익은 9,650억원을 지켰다. 보조 사업으로 분류되던 부문이 본업의 감익을 방어한 것이며, 이는 정유사의 이익 구조가 재편되고 있음을 보여준다.

그림 6. S-Oil 부문별 영업이익: 정유가 줄어든 자리를 윤활이 메웠다



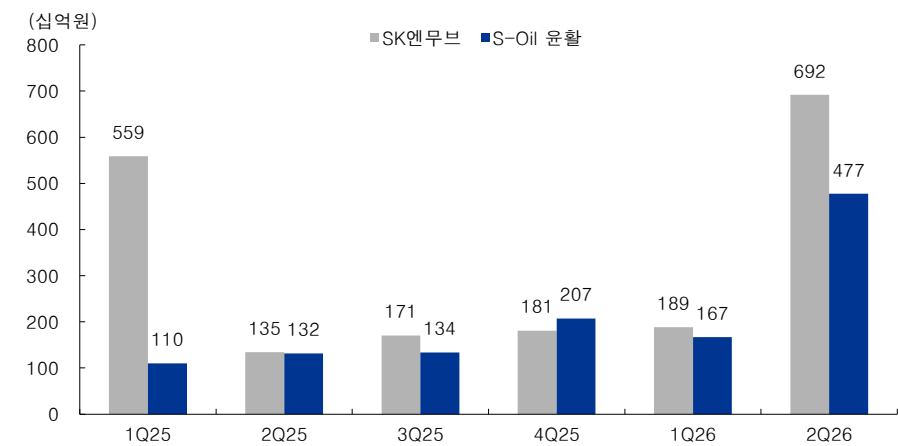
자료: S-Oil, IBK투자증권

사이클이 아니라 구조인 이유

충격의 몫과 구조의 몫을 구분해야

2026년의 이익을 모두 구조로 설명할 수는 없다. 국내 정유사가 올해 유희기유로 번 돈의 상당 부분은 경쟁 공급자가 사라져서 번 돈, 즉 공급 충격의 대가다. 공급자가 돌아오면 이 몫은 줄어든다. 그러나 충격이 끝난 뒤에도 남는 몫이 있다. 3~4년의 설비 리드타임과 OEM 승인이라는 진입장벽, 중동 의존도를 낮추려는 고객의 조달 다변화, 그리고 스팟 프리미엄을 기간으로 묶는 장기계약이다. 당사가 구조라고 부르는 것은 이 두 번째 몫이며, 본 보고서의 밸류에이션은 이 몫의 크기를 추정하는 작업이다.

그림 7. 유희 부문 분기 영업이익: 6개 분기 밴드를 한 번에 이탈

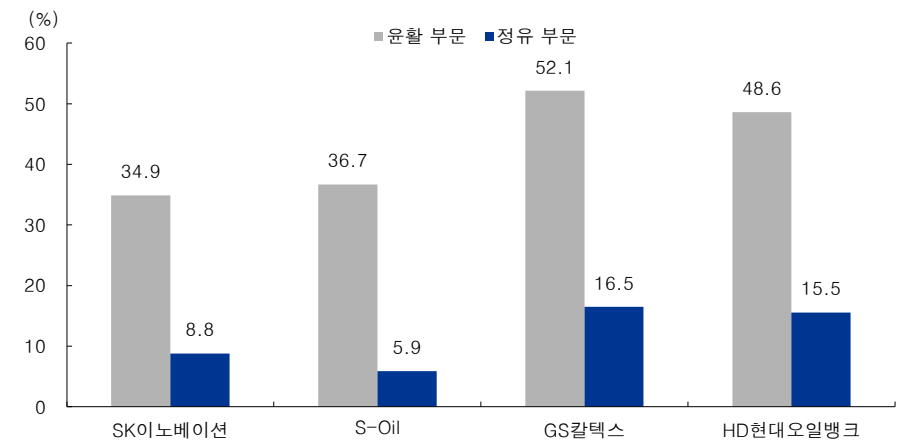


자료: 각사, IBK투자증권

정제마진 베타 모델링의 한계

과거 정유사 손익계산서에서 유희 부문은 변동성이 낮은 대신 규모도 작은, 안정적이지만 부차적인 사업이었다. 2026년에는 규모와 안정성을 동시에 갖춘 사업으로 성격이 바뀌었다. S-Oil에서 유희 부문 하나가 전사 영업이익의 절반을 담당했다는 사실은, 이 회사를 정제마진 베타로 모델링하는 기존 접근이 더 이상 유효하지 않을 수 있음을 시사한다.

그림 8. 2Q26 부문별 영업이익률: 유희 35~52% vs 정유 6~17%



자료: 각사, IBK투자증권

유탄기유를 독립변수로
분리해야

그럼에도 시장은 여전히 이 국면을 유가와 지정학의 파생 함수로 모델링하고 있다. 당사는 유탄기유를 독립변수로 분리해야 한다고 판단하며, 그 지속 기간은 최소 2027년 중반, 등급에 따라서는 그 이후까지 이어질 수 있다고 본다. 이하 본문에서는 이 판단의 근거를 공급 충격의 구조, 공급이 늘지 않는 이유, 복구의 시간, 수요의 질적 변화, 설비 복잡도의 재해석, 한국의 지위, 밸류에이션, 그리고 시장이 아직 반영하지 않은 변수의 순서로 제시한다.

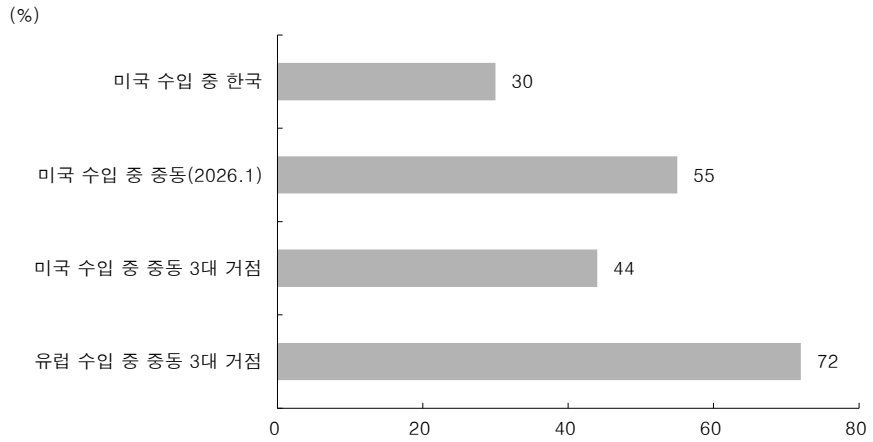
올해 벌어진 일: 충격의 크기보다 순서가 중요했다

사라진 물량의 실체

중동 3대 거점,
미국 수입 44%,
유럽 72%

2026년 그룹III 공급 공백의 중심에는 세 곳의 중동 생산거점이 있다. 카타르 Ras Laffan의 Shell Pearl GTL, 아부다비 Ruwais의 ADNOC 기유 설비, 그리고 바레인 Sitra의 Bapco 정제설비다. 이 세 곳은 미국 그룹III 수입의 약 44%, 유럽 그룹III 수입의 약 72%를 담당해 온 것으로 알려져 있다. 서구권 고급 유탄유 공급망의 상당 부분이 단 세 곳의 설비, 그것도 하나의 해협을 공유하는 지역에 집중되어 있었던 셈이다.

그림 9. 서구권 그룹III 수입의 중동 의존도



자료: ILMA, 업계, 언론, IBK투자증권

Pearl GTL, 세계 최대
단일 GTL 설비

그중에서도 Pearl GTL의 비중은 압도적이다. Pearl GTL은 천연가스를 원료로 기유를 생산하는 GTL(Gas-to-Liquids) 방식의 세계 최대 단일 설비로, 카타르는 2025년 한 해 동안 미국, 유럽, 아시아로 170만톤 이상의 기유를 선적했다. 이는 최근 6년 중 최대 물량이자 UAE와 바레인의 합산 물량을 크게 웃도는 규모다.

표 1. 중동 3대 그룹III 거점: 2026년 동시 이탈

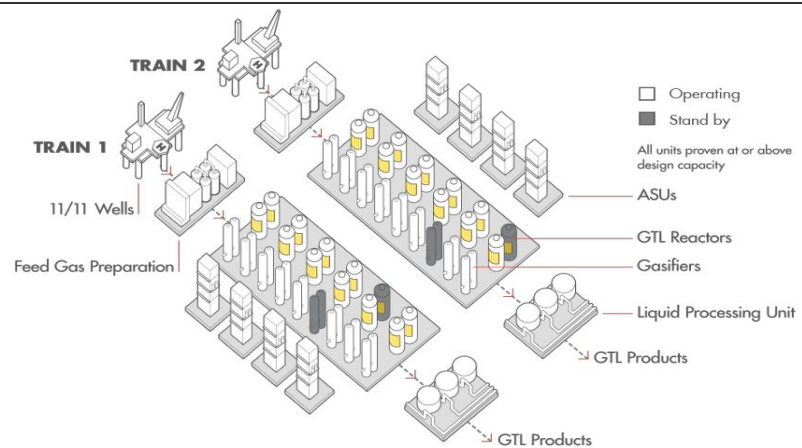
거점(운영사)	위치	성격/규모	2026년 차질	복구 전망
Pearl GTL (Shell/QatarEnergy)	카타르 Ras Laffan	천연가스 기반 GTL 그룹III+ 약 3만배럴/일	3,18 피격, 2개 트레인 중 1기 손상, 전체 정지	손상 트레인 약 1년 (1Q27 말 재가동 기대, 호르무즈 개방 전제)
ADNOC Ruwais	UAE 아부다비	정유 통합 기유 설비 중동 그룹III 능력의 약 40%	공격/물류 차질로 가동 제약	정상화 12~18개월 (업계)
Bapco Sitra	바레인	정유 통합 기유 설비	3.9 불가항력 선언	정상화 12~18개월 (업계)
참고: 카타르 선적	-	2025년 기유 선적 170만톤+(6년 내 최대)	UAE/바레인 합산 물량을 크게 상회	-

자료: Shell, ILMA, F&L Asia, OPEC, 업계, IBK투자증권

대체할 공급원 부재

문제는 이 물량을 대체할 공급원이 없다는 점이다. Pearl GTL에 건설 만한 규모로 가동 중인 GTL 설비는 세계 어디에도 없고, 다른 정유사의 잉여 물량을 모두 합쳐도 사라진 규모에 미치지 못한다. 설비가 멈추는 순간 시장에서 그만큼의 물량이 그대로 증발하는 구조였다.

그림 10. Pearl GTL 모식도



자료: Shell, IBK투자증권

그림 11. Pearl GTL 전경



자료: Shell, IBK투자증권

세 개의 충격이 서로의 해법을 막았다

충격의 크기보다 순서

2026년 유탄기유 시장을 이해하려면 시간 순서가 중요하다. 개별 사건은 각각 회복 가능한 충격이었지만, 이들이 특정한 순서로 겹치면서 시장의 숨통이 모두 동시에 막혔기 때문이다.

해협 차질, 피격, 정지의 순서

충격은 호르무즈 해협에서 시작됐다. 해협의 통항 차질로 Pearl GTL의 수출이 먼저 제약되면서 설비 가동률이 낮아졌다. 이 상태에서 2026년 3월 18일 공격으로 두 개 트레인 중 하나가 손상됐고, 설비 전체가 안전 점검을 위해 정지됐다. Shell은 손상된 트레인의 복구에 약 1년이 소요될 것이라고 발표했다. 피격 이전부터 이미 수출이 제약되어 있었다는 점을 감안하면, 실질적인 시장 공백은 공식 복구 일정보다 길어질 가능성이 높다. 그리고 이 공백을 메워야 할 미국과 유럽의 역내 생산자들에게는 그만큼 여유 능력이 없었다.

표 2. 2026년 그룹III 시장 주요 사건: 충격은 순서대로 겹쳤다

시점	사건	시장 영향
2025년	중동산, 미국 그룹III 수입의 40% 이상(3년 연속)	공급 집중 심화
2026.1	미국 그룹III 수입 중 중동 비중 약 55%	의존도 정점
3월 초	중동 분쟁 확산, 호르무즈 해협 통항 차질	Pearl GTL 수출 제약, 가동률 하락
3.9	Bapco Sitra 불가항력 선언	바레인 물량 이탈
3.18	Pearl GTL 피격, 트레인 1기 손상 후 전체 정지	세계 최대 GTL 기류 공급 중단
3.26	API, ILMA 요청에 따라 긴급 임시 라이선스(EPL) 발동	규격 당국이 공급 부족을 공식 인정
5월	미국 그룹III 갤런당 10달러 돌파(연초 5.8달러)	서구권 조달난 본격화
6월 중순	미/이란 종전 MOU, 호르무즈 통항 재개	물류 완화, 설비 손상은 지속
6월	한국 유탄기유 수출액 7.09억달러, 사상 최대	한국산 대체 수요 확인
8.19~20	SK엔무브-HF Sinclair 북미 그룹III 장기 공급 협약	프리미엄의 계약화
10.1	API, EPL 추가 90일 연장	부족이 4분기까지 지속됨을 시사

자료: ILMA, API, Shell, 산업통상부, 언론, IBK투자증권

세 충격이 서로의 해법을 막음

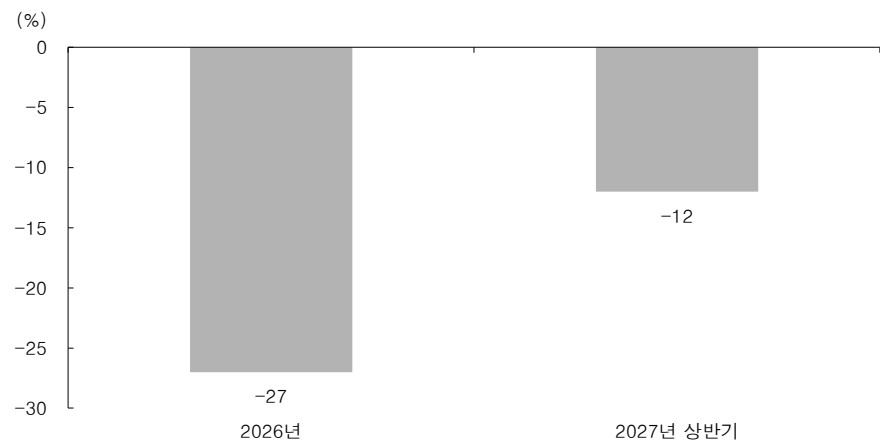
여기서 주목해야 할 것은 사건의 크기가 아니라 순서다. Pearl GTL만 멈췄다면 시장은 UAE와 바레인 물량으로 이를 흡수했을 것이다. 호르무즈 해협만 막혔다면 재고와 우회 항로로 버텼을 것이다. 미국과 유럽 역내에 여유 능력이 있었다면 대체 공급으로 공백을 메웠을 것이다. 그러나 이 세 가지가 동시에 발생하면서 시장은 가격을 올려도 물량이 나오지 않는 완전 비탄력 구간에 진입했다. 미국 독립유탄유제조사협회(ILMA)가 이 상황을 두고 세 가지 문제가 동시에 일어났고 각각이 다른 문제의 해법을 막고 있다고 표현한 것은 정확한 진단이다.

부족의 크기: 27%에서 12%로

2026년 27% 감소,
2027년 상반기 12% 부족

업체는 2026년 세계 그룹III 생산량이 평년 대비 약 27% 감소하고, 2027년 상반기에도 약 12% 부족한 수준이 이어질 것으로 보고 있다. 시장은 흔히 이 두 숫자를 회복의 증거로 읽지만, 당사가 주목하는 것은 두 숫자의 간격이다.

그림 12. 세계 그룹III 생산량 전망: 평년 대비 부족률



자료: 업체, 언론, IBK투자증권

정상화가 아닌
만성적 부족으로의 이행

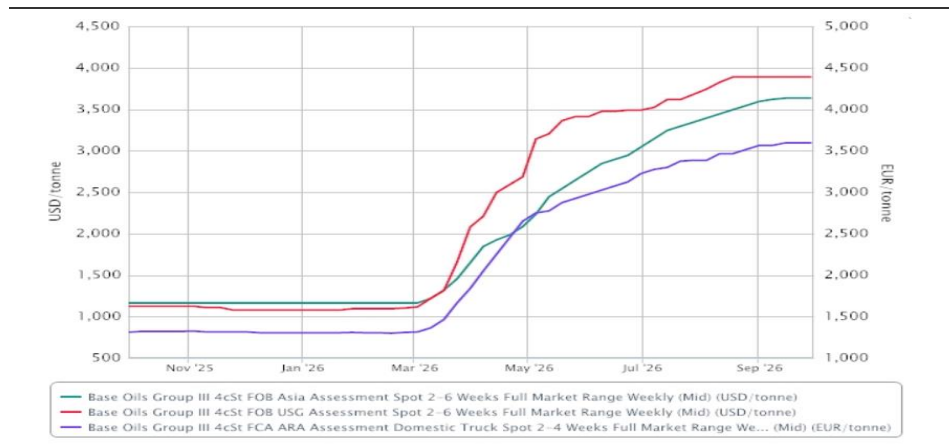
27%에서 12%로의 개선은 정상화가 아니라 심각한 부족에서 만성적 부족으로의 이행이다. 공급 부족 기간에 소진된 재고가 정상 수준을 회복하지 못한 상태에서 12%의 구조적 부족이 유지된다면, 가격은 평년 수준으로 돌아가지 않고 새로운 균형점에서 안정될 것이다. 부족의 폭이 줄어드는 것과 가격이 과거로 돌아가는 것은 전혀 다른 이야기다.

값이 매겨지는 원리: 등급, 규격, 그리고 원료 생탈

설비, 규격, 원료의
세 겹 장벽

가격이 급등하면 공급이 늘어난다는 것이 상품 시장의 상식이다. 그러나 그룹III 시장에서는 이 상식이 작동하지 않는다. 공급자 앞에 설비의 벽, 규격의 벽, 원료의 벽이라는 세 겹의 장벽이 놓여 있기 때문이다. 그리고 이 장벽은 공급을 제약하는 동시에, 이미 장벽 안에 있는 생산자의 이익 구조를 결정한다.

그림 13. 그룹III 유탄기유 가격 추이



자료: ICIS, IBK투자증권

등급 체계: API 분류가 만든 진입장벽

포화도/황/점도지수로
갈리는 다섯 등급

유탄기유는 미국석유허회(API) 기준에 따라 그룹I부터 그룹V까지 분류된다. 분류 기준은 포화탄화수소 함량, 황 함량, 점도지수 세 가지다. 겉보기에는 단순한 세 지표이지만, 이것이 산업의 경제학 전체를 규정한다.

표 3. API 유탄기유 등급 체계: 점도지수 120이 진입장벽

등급	포화탄화수소	황 함량	점도지수(VI)	대표 공정	비고
그룹I	< 90%	> 0.03%	80~120	용제 정제	범용
그룹II	≥ 90%	≤ 0.03%	80~120	수첨 처리	범용 고급
그룹III	≥ 90%	≤ 0.03%	≥ 120	수첨 분해 + 촉매 탈랍 + 수첨 마무리	신규 3~4년
그룹IV	-	-	-	PAO 합성	합성유
그룹V	-	-	-	에스터 등	기타

자료: API 1509, IBK투자증권

점도지수 120의 벽,
리드타임 3~4년

핵심은 그룹II와 그룹III 사이의 경계다. 점도지수 120이라는 선을 넘으려면 수첨 분해와 촉매 탈랍 공정이 필요하다. 이는 단순한 공정 추가가 아니라 수소 공급 인프라, 고압 반응기, 촉매 관리 역량을 전제로 하는 자본집약적 설비다. 기존 그룹II 설비를 개조해 그룹III를 생산하는 데는 기술적 한계가 있고, 신규 건설에는 통상 3~4년의 리드타임이 소요된다. 이것이 가격이 아무리 올라도 단기 공급이 늘지 않는 첫 번째 이유다.

규격이라는 두 번째 관문: 왜 그룹II로 내려갈 수 없는가

OEM 승인과 저점도
규격이 대체를 차단

두 번째 이유는 더 중요하며, 시장이 가장 과소평가하는 부분이다. 현대 엔진오일은 완성차 제조사(OEM)의 승인 체계와 API 엔진오일 인증제도(EOLCS)에 묶여 있다. 0W-20, 0W-16 같은 저점도 규격은 고온고전단점도(HTHS), 휘발성(NOACK), 산화안정성 요건을 동시에 충족해야 하는데, 그룹II 기유로는 이 조합을 맞추기가 물리적으로 어렵다. 블렌더가 원가를 아끼려고 등급을 낮추고 싶어도, 그렇게 만든 제품은 OEM 승인을 받지 못하고 워런티 클레임의 대상이 된다. 수요자가 가격이 싼 대체재로 옮겨갈 수 없다는 뜻이다.

표 4. 저점도 엔진오일이 그룹III를 요구하는 이유

요건	의미	그룹II 기유	그룹III 기유
저점도화 5W-30 → 0W-20 → 0W-16 → 0W-8	점도를 낮춰도 유막 유지(고점도지수 필요)	대응 구간 축소	대응 가능
HTHS(고온고전단점도)	고온/고부하에서 유막 유지	조합 맞추기 어려움	대응 가능
NOACK(휘발성)	증발 손실과 오일 소모 억제	조합 맞추기 어려움	대응 가능
산화안정성	교환주기 연장, 슬러지 억제	제한적	우수
OEM 승인 / API EOLCS	미승인 시 워런티 클레임	하향 시 승인 상실	기존 레시피 표준

자료: API, 업계, IBK투자증권

ILMA의 불가항력 요청이
보여준 규격의 힘

2026년 3월 ILMA가 API에 API 1509상의 불가항력 조항 발동을 요청한 사건은 이 구조를 보여주는 결정적 증거다. 이들이 요구한 것은 가격 지원이나 물량 배정이 아니라, 인증을 유지한 채 기유를 대체하거나 배합을 조정할 수 있는 일시적 유연성이었다. 규격이 물리적 공급보다 더 강한 제약으로 작동하고 있음을 업계 스스로 인정한 셈이다. 당사가 이번 사이클의 스프레드 하단이 과거 대비 구조적으로 높아졌다고 보는 근거가 여기에 있다.

표 5. 규격의 벽: 위기에도 풀리지 않은 인증 체계

시점	주체	내용	시사점
2026.3 중순	ILMA	API에 API 1509(6.9항) 불가항력 조항 발동 요청, 미 에너지부에도 공급망 대응 촉구	가격이 아니라 인증 유연성을 요구
3.26	API	중동발 공급 차질이 불가항력 요건 충족 판단, 긴급 임시 라이선스(EPL) 발동	대체 기유 사용 시에도 기술 근거 제출 필요
4.3	GM	ILMA의 dexos 라이선스 완화 요청에 대해 제재 유예 불가 회신	OEM은 위기에도 규격을 낮추지 않음
6.26	API	EPL 90일 연장(9월까지)	부족 장기화 인정
10.1	API	EPL 추가 90일 연장	4분기에도 정상화 미도달

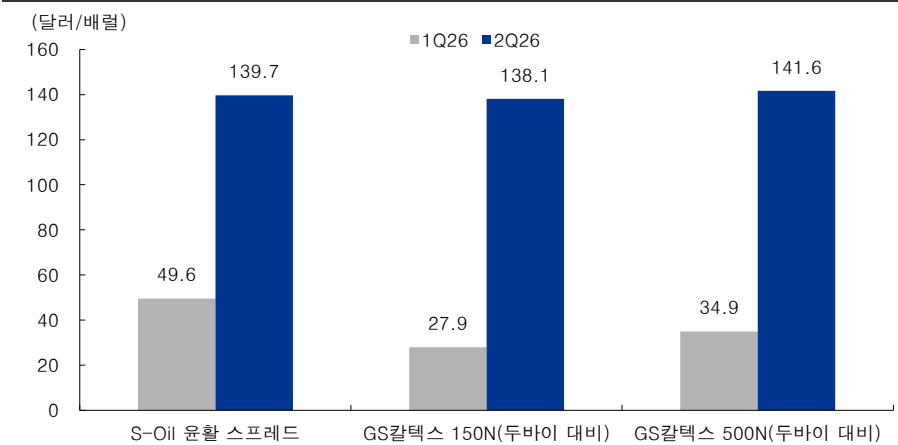
자료: ILMA, API, F&L Asia, Jobbers World, IBK투자증권

원가 구조: 무엇이 스프레드를 결정하는가

스프레드는 제품가와
원료가 차이만이 아님

유회기유의 원료는 원유를 상압/감압 증류해 얻는 VGO(감압경유, 유회기유와 디젤/항공유의 공통 원료가 되는 중질 유분)와 잔사유 계열이다. 국내 수출 스프레드는 통상 유회기유 수출단가에서 벅커C유(HSFO) 등 원료 대용 지표를 차감해 산출한다. 그러나 실제 이익은 제품가와 원료가의 차이만으로 설명되지 않는다. VGO 확보 경쟁, 중질유 접근성, 원료 투입과 판매 사이의 시차, 지역 간 재정거래가 동시에 스프레드와 실현 판가를 움직인다.

그림 14. 유회기유 스프레드: 1Q26 → 2Q26



자료: S-Oil, GS, IBK투자증권

디젤 마진 강세 시
VGO 확보 경쟁

출발점은 VGO 확보 경쟁이다. VGO는 유회기유의 원료인 동시에 수첨 분해를 거쳐 디젤과 항공유로 전환될 수 있다. 디젤 크랙이 높아지면 정유사는 같은 원료를 수익이 더 높은 연료 쪽으로 돌리게 되고, 2026년처럼 디젤 마진이 높은 시기에는 유회기유 설비가 원료 단계에서부터 제약을 받는다. 이 국면에서는 설비 가동능력보다 원료 배분이 실제 공급량을 결정한다.

중질유 접근성: 원료의 벽

여기에 중질유 접근성이 겹친다. 고품질 그룹III 생산에는 특정 원유에서 나오는 파라핀계 중질 유분이 유리하다. 따라서 중동산 중질유 공급이 줄면 원유 가격만 오르는 것이 아니라 기유 수율도 악화된다. 2026년 국내 생산자가 가격 신호만큼 물량을 늘리지 못한 배경에는 이러한 원료 품질의 제약도 있다. 세 번째 장벽이 바로 이 원료의 벽이다.

장벽 안의 생산자에게 열리는 두 가지 비대칭

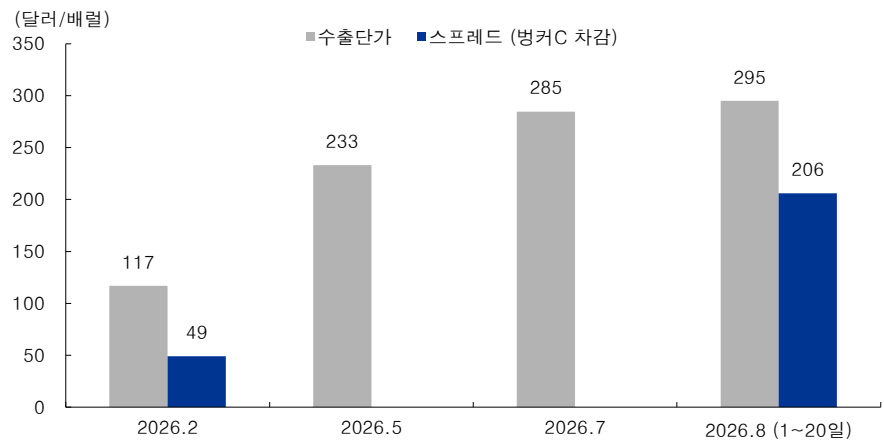
장벽 안 생산자의
두 가지 비대칭

세 겹의 장벽은 공급을 막는 동시에, 이미 장벽 안에서 생산하고 있는 업체에게 두 가지 비대칭을 열어준다.

시차의 비대칭:
원가 하락, 판가 유지

첫 번째는 시차의 비대칭이다. 원료 투입과 제품 판매 사이에는 통상 1~2개월의 레깅이 발생한다. 원료 가격이 급등할 때는 제품가가 올라도 부문 이익이 일시적으로 늘릴 수 있고, 반대로 원료가가 하락하면 판가 조정이 늦어지면서 이익이 확대된다. 시장 스프레드의 방향과 분기 실적의 방향이 때때로 어긋나는 이유다. 더욱이 유가가 하락하거나 사우디 OSP(Official Selling Price)가 낮아지는 국면에서도 그룹III 제품가격은 규격 희소성 때문에 잘 내려오지 않는다. 원가는 내려가고 판가는 유지되는 비대칭 구간이 열리는 것이다.

그림 15. 한국산 윤활기유 수출단가와 스프레드

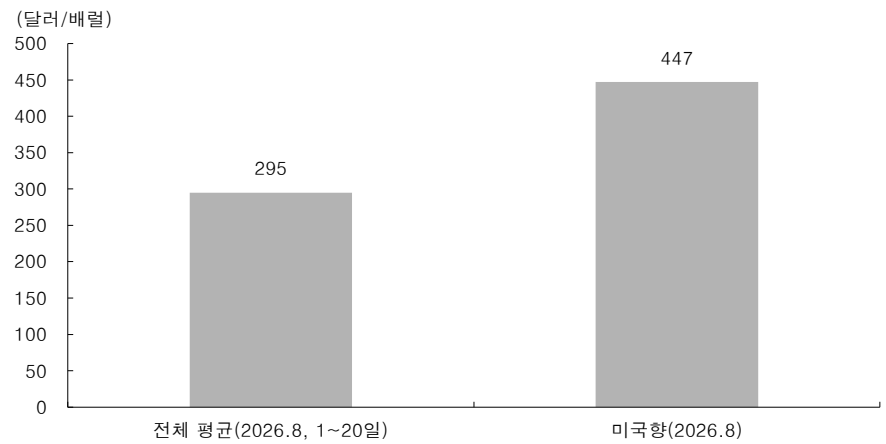


자료: 대한석유협회, 업계, IBK투자증권
주: 미공표 월은 공란

지역의 비대칭:
서구권 재배분 옵션

두 번째는 지역의 비대칭이다. 유럽과 미주의 그룹III 가격이 아시아보다 높아지면 한국산 물량은 서구권으로 이동하고, 아시아 역내에서는 물량 유출이 다시 가격을 지지한다. 한국 생산자는 더 높은 네트백(Netback, 판매가에서 생산 및 운송비 등을 차감한 순수익)을 확보하면서 동일한 생산량으로 더 많은 이익을 낼 수 있다. 지역 프리미엄은 단순한 현물가격 차이가 아니라 판매 믹스를 바꾸는 옵션이다.

그림 16. 지역의 비대칭: 미국향 수출단가는 평균보다 52% 높다



자료: 대한석유협회, 업계, IBK투자증권

2026년 하반기,
조건이 모두 유리한 구간

2026년 하반기는 이 조건들이 동시에 한국 생산자에게 유리하게 작동하는 드문 구간이다. 경쟁사의 원료 제약은 공급 회복을 늦추고, 서구권의 높은 가격은 한국 생산자에게 재배분 옵션을 준다. 여기에 유가 조정이 래깅 효과와 결합하면 원가가 먼저 낮아지고 판가는 뒤늦게 반응한다. 당사가 윤활 부문 이익의 지속성을 정유 본업보다 높게 보는 이유다.

공급: 부족보다 중요한 것은 복구의 시간이다

휴전은 공급 정상화가 아니다

회복은 최소 6단계를
순차 통과

시장이 반복해서 저지르는 오류는 휴전이 곧 공급 정상화라는 등식이다. 분쟁이 멈추면 설비가 다시 돌고, 설비가 돌면 물량이 나오고, 물량이 나오면 가격이 내려간다는 직선적 사고다. 그러나 실제 공급 회복은 최소 여섯 단계를 연속적으로 거치며, 각 단계는 순차적으로 시간을 소비한다. 해역의 안전이 확보되어야 선박이 들어오고, 손상 설비의 점검과 복구가 끝나야 가동이 재개되며, 가동이 재개된 뒤에도 품질 안정화와 출하, 해상 운송, 그리고 유통망 재고의 재축적이 차례로 이어진다. 이 단계들은 병렬로 처리되지 않는다. 앞 단계가 끝나야 다음 단계가 시작된다.

표 6. 휴전 이후에도 남는 시간: 공급 회복 6단계

단계	내용	확인 지표	2026년 10월 초 현황
I	해역 안전 확보, 선박 진입	호르무즈 통항량, 전쟁보험료	6월 종전 MOU 후 통항 재개, 재경색 리스크 잔존
II	손상 설비 점검/복구	사업자 복구 일정 공지	Pearl GTL 손상 트레인 1Q27 말 재가동 기대(조건부)
III	가동 재개	가동률, 원료 투입	미확인
IV	품질 안정화/출하	규격 재검증, 출하 재개 공지	미확인
V	해상 운송	선적/도착 데이터	중동 → 미주/유럽 장거리 향해
VI	유통재고 재축적	블렌더/유통 재고일수	API EPL 10월 재연장 → 부족 지속

자료: Shell, API, 언론, IBK투자증권

가장 과소평가되는 단계: 유통재고 재축적

복구 물량은
빈 파이프라인부터 채움

복구 과정에서 특히 중요한 것은 마지막 단계인 유통재고 재축적이다. 공급 부족 기간 동안 유통유 제조사들은 유통 전 단계의 재고를 소진했다. 설비가 정상화되어 물량이 나오기 시작해도, 그 물량은 먼저 비어 있는 파이프라인을 채우는 데 쓰인다. 생산의 정상화와 시장의 완화가 동시에 일어나지 않는 이유다.

공급 재개 초기에도
수급은 타이트

오히려 공급이 돌아오는 초기에는 재고 재축적 수요가 가격을 지지할 수 있다. 시장이 공급 재개 뉴스를 가격 하락의 신호로 해석하는 시점에, 실제 수급은 여전히 타이트하게 유지되는 괴리가 발생하는 것이다. ILMA가 2026년 5월 회원사 대상 브리핑에서 최소 2027년 중반까지는 완전한 정상화를 기대하기 어렵다고 언급한 배경도 여기에 있다.

증설 파이프라인: 2027년 이후의 변수

증설은 시점과
등급 구성으로 판단

증장기 공급 측 하방 변수는 신증설이다. 다만 증설의 위협을 평가할 때는 명목 능력보다 시점과 등급 구성을 정밀하게 볼 필요가 있다.

북미, 유럽, 인도, 사우디
증설 현황

북미에서는 Chevron이 파스카굴라에서 그룹III+ 생산을 추진하며 역내 최초의 그룹III+ 생산자 자리를 노리고 있고, ExxonMobil도 신규 능력을 준비하고 있다. 그러나 업계는 이들 설비의 본격 가동 시점을 2027년 이후로 본다. 유럽에서는 독일 베셀링 프로젝트가 진행 중이지만 제시된 생산 개시 시점이 2026~2028년으로 넓고, 상업 물량이 OEM 승인을 거쳐 시장에 의미 있게 풀리기까지는 추가 시간이 필요하다. 인도 국영 정유사들은 2028년까지 기유 능력을 두 배 이상으로 확대할 계획이나, 증설의 상당 부분이 그룹II 및 그룹II+ 중심이며 자국 내 수입 대체를 1차 목표로 한다. 사우디 Luberef는 안부 확장을 통해 능력을 늘리고 그룹III/III+ 진출을 검토하는 단계에 있다.

어느 증설도 2027년
상반기 공백을 못 메움

이 파이프라인에서 읽어야 할 핵심은 두 가지다. 첫째, 이들 프로젝트 중 어느 것도 2026년~2027년 상반기의 공백을 의미 있게 메우지 못한다. 투자 결정과 실제 물량 출하 사이의 리드타임은 물리적으로 압축되지 않는다. 둘째, 다수 프로젝트가 그룹II 중심이거나 그룹III 규격 대응에 추가 시간이 필요하므로, 증설 물량이 곧바로 최상위 등급의 공급 압력으로 이어지지 않는다.

표 7. 그룹III 증설 파이프라인: 2027년 상반기 공백을 메우는 설비는 없다

지역	프로젝트	등급	가동 시점	시사점
북미	Chevron 파스카굴라	그룹III+ (역내 최초)	2027년 이후	본격 물량은 공백기 이후
	ExxonMobil 신규 능력	그룹III+	2027년 이후	초저점도 겨냥
유럽	독일 베셀링(Shell)	그룹III 계열	2026~2028년	시점 불확실
인도	국영 정유사 확대	그룹II/+ 중심	2028년까지 2배+	수입 대체 1차 목표
사우디	Luberef 안부 확장	그룹III/III+ 검토	미정	S-Oil: 지연 가능성 언급
한국	SK엔무브 울산 증설	그룹III 연 20만톤	2027년 3분기 목표	한국 진영 점유율 확대
	HD현대셀베이스오일 전환	그룹II → 그룹III	2027년 목표	한국 진영 점유율 확대

자료: 각사, Kline, 언론, IBK투자증권

한국 진영의 증설은 성격이 다르다

국내 증설은
점유율 확대 기회

세계 증설은 대체로 경쟁 심화 요인으로 읽힌다. 그러나 같은 시기 국내에서 진행되는 증설, 즉 SK엔무브의 울산 그룹III 증설(연 20만톤, 2027년 3분기 목표)과 HD현대셀베이스오일의 그룹III 전환(2027년 목표)은 한국 진영의 공급 능력이 늘어난다는 의미다. 공급 부족이 이어지는 국면에서의 증설은 경쟁 압력이 아니라 점유율 확대의 기회로 작동한다.

해외 가동 전
장기계약으로 고객 확보

시점의 차이도 중요하다. 세계 증설이 가격을 누르는 시점과 국내 생산자가 물량을 늘리는 시점이 어긋난다면, 그 구간에서 국내 진영의 이익 체력은 오히려 강화될 수 있다. 해외 신규 설비가 본격 가동되기 전에 국내 생산자가 늘어난 물량으로 고객을 확보하고 장기 계약을 체결한다면, 그 고객 기반은 이후 경쟁이 심화되는 국면에서도 쉽게 이탈하지 않는다.

수요: 전동화는 총량을 줄이고 등급을 올린다

전동화의 역설

전동화로 총량은 줄고
등급은 오름

승용차 엔진오일(PCMO) 수요가 장기적으로 감소한다는 데는 이견이 없다. 전기차 보급이 늘어날수록 엔진오일을 쓰는 차량의 비중은 줄어들 수밖에 없다. 그러나 감소는 모든 등급에 균등하게 배분되지 않는다. 업계(Kline)의 분석처럼, 전체 엔진오일 물량이 줄어드는 기간에도 그룹III/III+ 기반 제품 수요는 늘어날 수 있다. 저점도화, 하이브리드 확산, 교환주기 연장이 모두 고급 기유 비중을 높이는 방향으로 작동하기 때문이다. 기유 생산자의 이익에서는 총량 감소보다 믹스 개선이 더 중요한 변수가 될 수 있다.

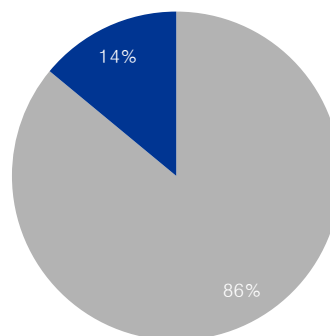
표 8. 수요 드라이버: 총량은 줄고 등급은 오른다

드라이버	물량 영향	그룹Ⅲ 믹스	경로
BEV 확산	↓↓	—	엔진오일 사용 차량 감소
저점도화	—	↑↑	0W-20 → 0W-16 → 0W-8, 고VI/저휘발 기유 필요
하이브리드 확산	↓ (완화)	↑	소멸 속도 지연 + 잦은 시동/정지로 산화 스트레스 확대
교환주기 연장	↓	↑	산화안정성/휘발 특성 요구 상향
신흥국 보유대수/규격 상향	↑	↑	인도/동남아/중동/아프리카/중남미 기저 수요
액침 냉각 유체	↑ (신규)	↑↑	데이터센터 설계 수명 동안 보충/교체 반복
EV 전용 유체(e-fluid)	↑ (소량)	↑	절연성/구리 부식 방지, 긴 OEM 승인

자료: Kline, ILMA, IBK투자증권

그림 17. SK엔무브 윤활유 제품별 판매 비중(2025년, 추정치)

■ 자동차용 ■ 산업용 등



자료: SK엔무브, IBK투자증권

등급을 끌어올리는 세 가지 경로

저점도화	가장 직접적인 경로는 저점도화다. 연비 규제가 강화되면서 엔진오일 점도는 5W-30에서 0W-20, 0W-16, 0W-8로 낮아지고 있다. 점도를 낮추면서도 유막을 유지하고 휘발을 억제하려면 점도지수가 높고 휘발성이 낮은 기유가 필요하다. 그룹II만으로는 이 조합을 맞추기 어려운 구간이 늘어날수록 그룹III의 배합 비중은 구조적으로 올라간다.
하이브리드 확산	하이브리드 확산도 같은 방향으로 작동한다. 순수 전기차로 곧바로 넘어가지 않고 HEV/PHEV를 거치는 전환 경로가 길어질수록 엔진오일 수요의 소멸 속도는 늦어진다. 동시에 하이브리드 엔진은 잦은 시동/정지와 저온 운전으로 산화 및 슬러지 스트레스가 커서, 내연기관 전용차보다 높은 성능의 기유를 요구한다. 대수는 유지되면서 단위당 품질 요구는 높아지는 구조다.
교환주기 연장	교환주기 연장 역시 물량에는 부담이지만 등급 믹스에는 우호적이다. 오일을 더 오래 쓰려면 산화안정성과 휘발 특성이 좋아야 하므로 고급 기유 비중이 높아진다. 교환 횟수 감소 효과를 리터당 제품 가치 상승이 일부 상쇄할 수 있으며, 결과적으로 기유 생산자에게는 총량 감소보다 믹스 개선의 효과가 더 크게 나타날 수 있다.

신흥국이 받치는 기저 수요

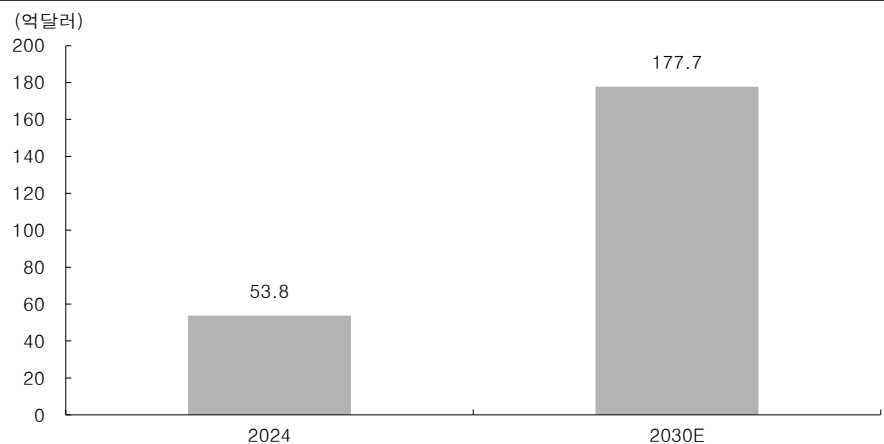
신흥국의 기저 수요 추가	여기에 비전동화 시장의 기저 수요가 더해진다. 인도, 동남아시아, 중동, 아프리카, 중남미의 자동차 보유대수는 여전히 늘고 있으며, 이들 지역의 엔진오일 규격도 점진적으로 상향되고 있다. 선진국 전동화로 줄어드는 물량과 신흥국 보유대수 증가 및 규격 상향으로 늘어나는 물량이 상쇄되면서, 그룹III 수요는 장기적으로도 완만한 증가 궤적을 유지할 것으로 전망된다.
---------------	--

새로운 수요 축: 유체가 인프라가 되는 지점

액침 냉각,
새로운 수요 축

기존 수요 논쟁에 포함되지 않았던 변수가 AI 데이터센터다. 랙당 전력밀도가 높아지면서 공기 냉각의 물리적 한계가 드러났고, 대안으로 액침 냉각이 부상하고 있다. 액침 냉각의 핵심 소재는 절연성과 열전달 특성을 동시에 갖춘 유체로, 그룹III 기반 합성 유체와 특수 에스터 계열이 주요 후보군이다. 국내에서는 SK엔무브가 미국 액침 냉각 전문기업 지분 투자와 국내/외 실증을 통해 선행 입지를 구축해 왔으며, 데이터센터 실증에서 공기 냉각 대비 전력 소모를 유의미하게 줄인 결과가 보고된 바 있다.

그림 18. 세계 액침 냉각 시장 전망



자료: LG전자, IBK투자증권

상품 판매자에서
인프라 부품 공급자로

이 수요의 투자적 의미는 규모보다 성격에 있다. 엔진오일은 소모품이지만 액침 냉각 유체는 시스템의 일부다. 한 번 채택되면 데이터센터 설계 수명 동안 교체/보충 수요가 반복되고, 유체 사양이 장비 사양과 결합되면서 전환 비용이 발생한다. 윤활기유 생산자가 상품 판매자에서 인프라 부품 공급자로 자리를 옮기는 경로다. 이는 당사가 소재 리포트에서 그동안 강조해 온 ‘값을 매기는 잣대가 바뀌는 국면’의 전형적 사례로, 평가 기준이 톤당 스프레드에서 계약 기반 반복 매출로 이동함을 의미한다.

e-fluid: 물량은 작고
단가와 장벽은 높음

같은 논리가 전기차 전용 유체(e-fluid)에도 적용된다. 전기차는 엔진오일을 쓰지 않지만 감속기 오일, 냉각 유체, 그리스가 필요하며, 이들에는 전기 절연성과 구리 부식 방지 같은 새로운 요구조건이 붙는다. 기존 엔진오일보다 사용량은 적지만 단가와 기술 장벽이 높고, 완성차 승인 절차가 길어 한 번 진입하면 교체가 어렵다. 전동화를 수요 감소 요인으로만 보는 시각은 이 대체 수요의 마진 프로파일을 놓치고 있다.

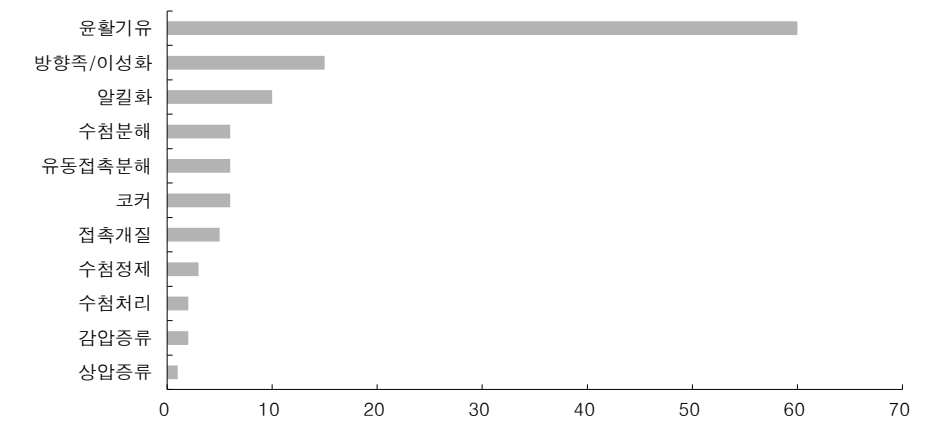
복잡도: 넬슨 복잡지수, 숫자보다 방향이 설비의 값을 가른다

지표의 정의: 무엇을 재는 숫자인가

넬슨 복잡지수의 원리

넬슨 복잡지수(Nelson Complexity Index, NCI)는 1960년대 초 Wilbur L. Nelson이 Oil & Gas Journal 연재를 통해 만든 지표다. 원리는 단순하다. 상압 증류탑의 건설비를 1.0으로 놓고, 나머지 공정 설비가 그 대비 몇 배의 비용이 드는지를 계수로 부여한 뒤, 각 설비의 처리능력 비중을 곱해 모두 더한다. 수첨 처리는 2.0, 코커는 6.0 같은 식이다. 대부분의 정제설비는 2~20 사이에 분포하며, 숫자가 클수록 값싼 원유를 받아 비싼 제품을 뽑아낼 수 있는 설비라는 뜻이다.

그림 19. 넬슨 공정 계수: 유탄기유 공정은 상압 증류의 60배



자료: Oil & Gas Journal(W. L. Nelson), 업계, IBK투자증권

주: 상압 증류탑 건설비를 1.0으로 둔 상대 원가 계수, $NCI = \sum(\text{공정 계수} \times \text{처리능력}/\text{상압 증류 능력})$

NCI는 재조달 원가 지표

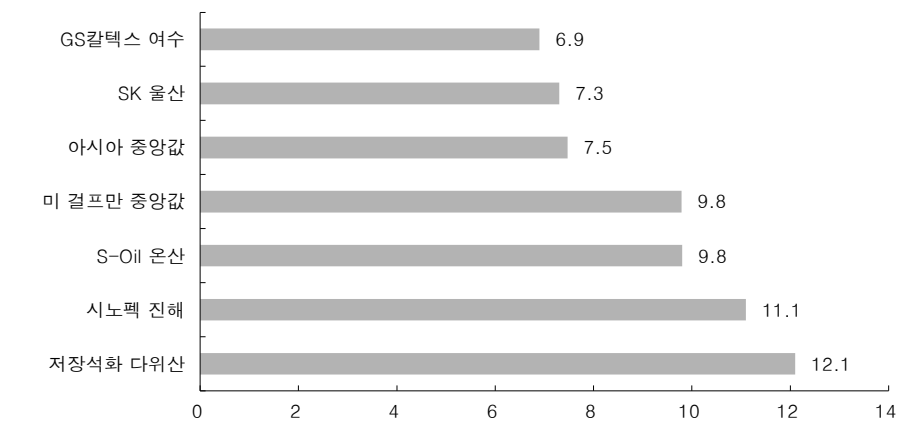
중요한 것은 이 지표의 본래 성격이다. NCI는 수익성 지표가 아니라 재조달 원가 지표다. 이 공장을 지금 다시 지으려면 단순 증류탑 대비 몇 배가 드는가를 재는 숫자다. 평소에는 이 구분이 별 의미가 없다. 마진이 평범할 때는 설비를 다시 지을 일도, 그 원가를 따질 일도 없기 때문이다. 그러나 2026년은 달랐다. 중동의 세 공장이 멈추자 시장은 그 설비를 대신할 방법이 없다는 사실을 처음으로 실감했다. 그 순간 NCI는 기술 지표에서 진입장벽의 가격표로 성격이 바뀌었다.

한국 설비는 어디에 서 있는가

온산 NCI 9.8,
미 걸프만과 대등

공개된 설비별 자료를 보면 한국의 위치가 드러난다. S-Oil 온산 공장은 일산 약 67만배럴 규모에 NCI 9.8로, 아시아 중앙값 7.47을 크게 웃돌 뿐 아니라 세계에서 가장 복잡하다는 미 걸프만 중앙값 9.79와 어깨를 나란히 한다. SK 울산 공장은 일산 약 84만배럴에 7.3, GS칼텍스 여수 공장은 약 80만배럴에 6.9 수준으로 집계된다. 한편 중국의 신설 대형 콤플렉스는 저장석화 다위산 12.1, 시노펙 진해 11.1로 한국보다 높은 숫자를 보인다.

그림 20. 벨슨 복잡지수(NCI) 비교: 총점은 중국이 높다



자료: 설비별 공개자료, 업계, IBK투자증권

총량은 재도 방향은
재지 않는 NCI

대부분의 분석은 여기서 멈춘다. 중국 설비가 더 복잡하니 한국은 밀린다는 결론이 반복되어 왔다. 그러나 이 해석은 NCI가 무엇을 재고 무엇을 재지 않는지를 놓치고 있다. 이 지수는 복잡도의 총량을 쟀 뿐 방향은 재지 않는다. 그리고 2026년에 돈이 된 것은 총량이 아니라 방향이었다.

윤활 계열 복잡도는 따로 세어야 한다

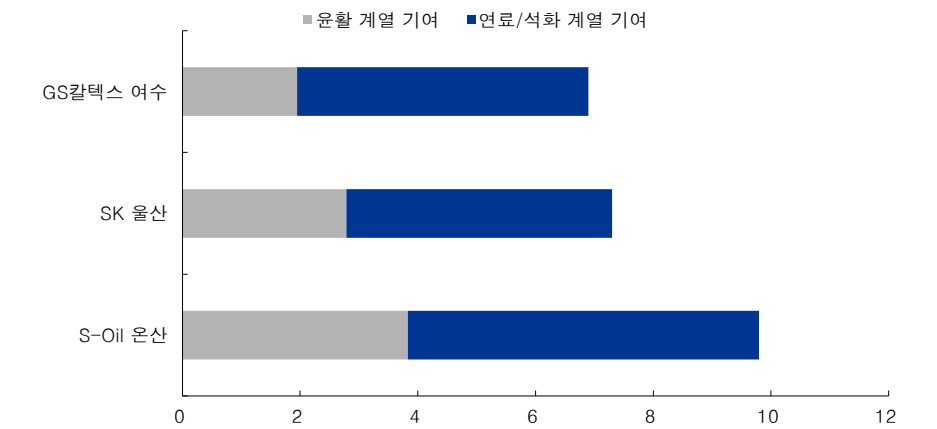
윤활 계열 복잡도는 합산
집계에 묻힘

그룹III 윤활기유를 만들려면 연료용 고도화 설비와는 다른 계열이 필요하다. 감압 증류로 얻은 유분을 윤활유용 수첨 분해기에 넣고, 촉매 탈랍으로 왁스분을 제거하고, 수첨 마무리로 색상과 산화안정성을 맞춘다. 세 단계 모두 고압 수소를 쓰는 자본집약적 설비이며, 넬슨 계수 체계에서도 상위권에 놓인다. 문제는 이 설비들이 공표 복잡지수 안에서 다른 수첨 설비들과 뭉뚱그려 집계된다는 점이다. 연료를 더 뽑기 위한 복잡도와 그룹III를 만들기 위한 복잡도가 같은 숫자로 합산된다.

윤활 계열과 연료 계열로
분리해 읽어야

평시라면 문제될 것 없는 단순화다. 그러나 지금처럼 그룹III만 따로 품귀인 국면에서는 이 단순화가 기업 간 격차를 통째로 지워버린다. NCI 12의 중국 콤플렉스와 9.8의 온산 공장 중 지금 더 비싼 제품을 팔고 있는 쪽은 어디인가. 숫자만 보면 전자지만, 실제로는 후자다. 당사는 기존 복잡지수를 윤활 계열과 연료/석화 계열로 분리해 읽을 것을 제안한다. 이 관점에서 보면 한국 정유설비의 상대적 위상은 공표 숫자보다 한 단계 위로 올라간다.

그림 21. 넬슨 복잡지수(NCI)를 윤활 계열과 연료/석화 계열로 분해(추정치)

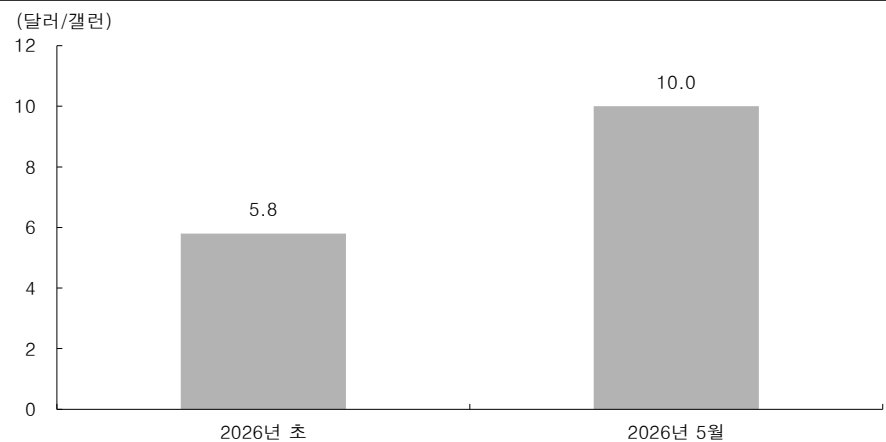


자료: 각사, IBK투자증권

미 걸프만의 반례

결국 이번 사이클을 가른 것은 복잡도의 총점이 아니라, 그 복잡도가 윤활 계열에 쌓여 있었는지 여부였다. 복잡도가 높아도 윤활 계열이 없으면 2026년에 돈을 벌 수 없었다. 미 걸프만이 그 반례다. 미 걸프만은 세계에서 가장 복잡한 정제 거점이지만 그룹III는 수입에 의존했고, 그 결과 연초 갤런당 5.8달러이던 가격이 5월 10달러를 넘어서는 조달난을 겪었다. 복잡도의 총량이 아니라 방향이 결과를 갈랐다는 명백한 증거다.

그림 22. 미국 그룹III 가격: 세계 최고 복잡도도 조달난을 피하지 못했다



자료: Axios, 업계, IBK투자증권

복잡도 1점의 값이 사상 최고다

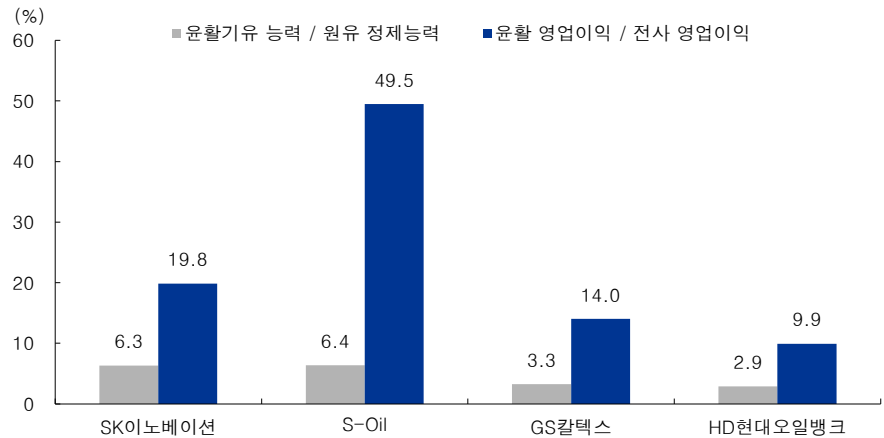
복잡도의 보상:
휘발유에서 그룹III로

한 걸음 더 들어가 보자. 넬슨이 이 지수를 만든 1960년대에 복잡도의 보상은 휘발유였다. 원유를 더 잘게 쪼개 옥탄가 높은 연료를 뽑아내는 것이 복잡도에 투자하는 이유였다. 2026년 복잡도의 보상은 그룹III 유탄기유다. 그리고 둘의 단위 보상 크기는 전혀 다르다.

설비 비중 한 자릿수,
이익 비중 절반

숫자로 확인하면 격차가 분명해진다. 국내 정유사의 유탄기유 설비는 원유 처리능력 대비 한 자릿수 비중에 불과하다. 그런데 2026년 2분기 S-Oil에서는 이 한 자릿수 설비가 전사 영업이익의 절반 가까이를 만들어 냈다. SK이노베이션에서도 설비 비중 6%대의 유탄 사업이 전사 영업이익의 약 20%를 만들었다. 설비 비중은 한 자릿수인데 이익 비중은 최대 절반에 이른다. 이 격차가 이번 국면의 본질이다.

그림 23. 설비 비중 vs 이익 비중(2Q26)

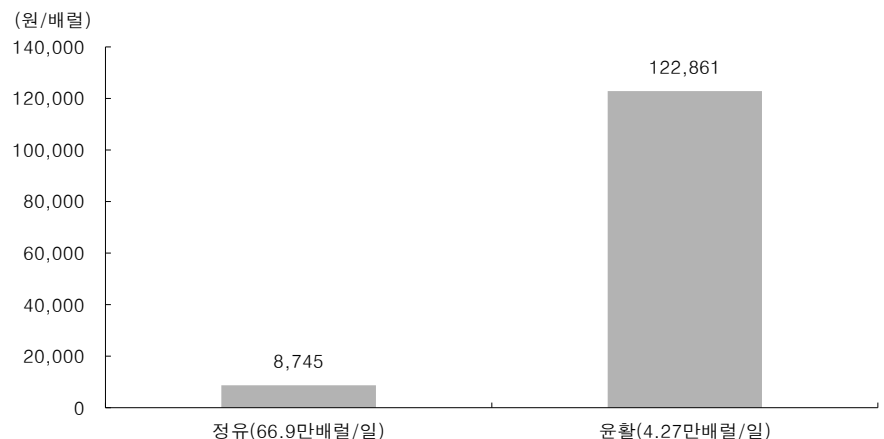


자료: 각사, IBK투자증권

금과 철을 한 저울로 다는
오류

복잡도 1점당 벌어들이는 돈으로 환산하면, 유탄 계열에 쌓인 1점은 연료 계열에 쌓인 1점보다 압도적으로 비싸다. 지금 정유설비의 가치를 복잡지수 총점으로 매기는 것은 같은 무게의 금과 철을 저울 하나로 달아 값을 매기는 것과 같다.

그림 24. 설비 1배럴당 영업이익: 유탄이 정유의 14배(S-Oil 2Q26)



자료: 각사, IBK투자증권

설비 안에 든 돈으로
살 수 없는 시간

이 계산은 밸류에이션으로 곧장 이어진다. 정유주가 오랫동안 자산가치 대비 낮은 배수에 거래되어 온 근거는 정제설비는 돈만 있으면 지을 수 있는 범용 자산이라는 전제였다. 2026년은 그 전제를 무너뜨렸다. 그룹III 대응 복잡도를 새로 쌓으려면 착공에서 상업생산까지 통상 3~4년이 걸리고, 그동안 시장은 기다려 주지 않는다. 북미, 유럽, 인도에서 진행 중인 증설 어느 것도 2026~2027년 상반기의 공백을 메우지 못하는 이유다. 설비 안에는 돈으로 살 수 없는 시간이 들어 있고, NCI는 그 시간의 가격표다.

이 지표로 무엇을 할 것인가

NCI의 세 가지 투자 실무
활용

투자 실무적으로 NCI는 자산가치의 하단을 다시 설정하고, 증설 위협의 실체를 가려내며, 같은 정유 업종 안에서 기업 간 차이를 읽는 도구로 쓸 수 있다.

자산가치 하단의 재설정

자산가치 관점에서 보면, 복잡지수가 높고 그 복잡도가 윤활 계열에 쌓인 설비는 재조달 원가 자체가 높다. 경기 하강 국면에서도 이런 자산을 범용 정제설비와 똑같이 할인하기는 어렵다. 그룹III 생산 설비와 수소 인프라, 촉매 운전 경험을 다시 쌓는 데 드는 시간과 자본이 크기 때문에, 청산가치와 대체가치의 하단도 시장이 과거에 가정하던 수준보다 높게 잡힐 수 있다.

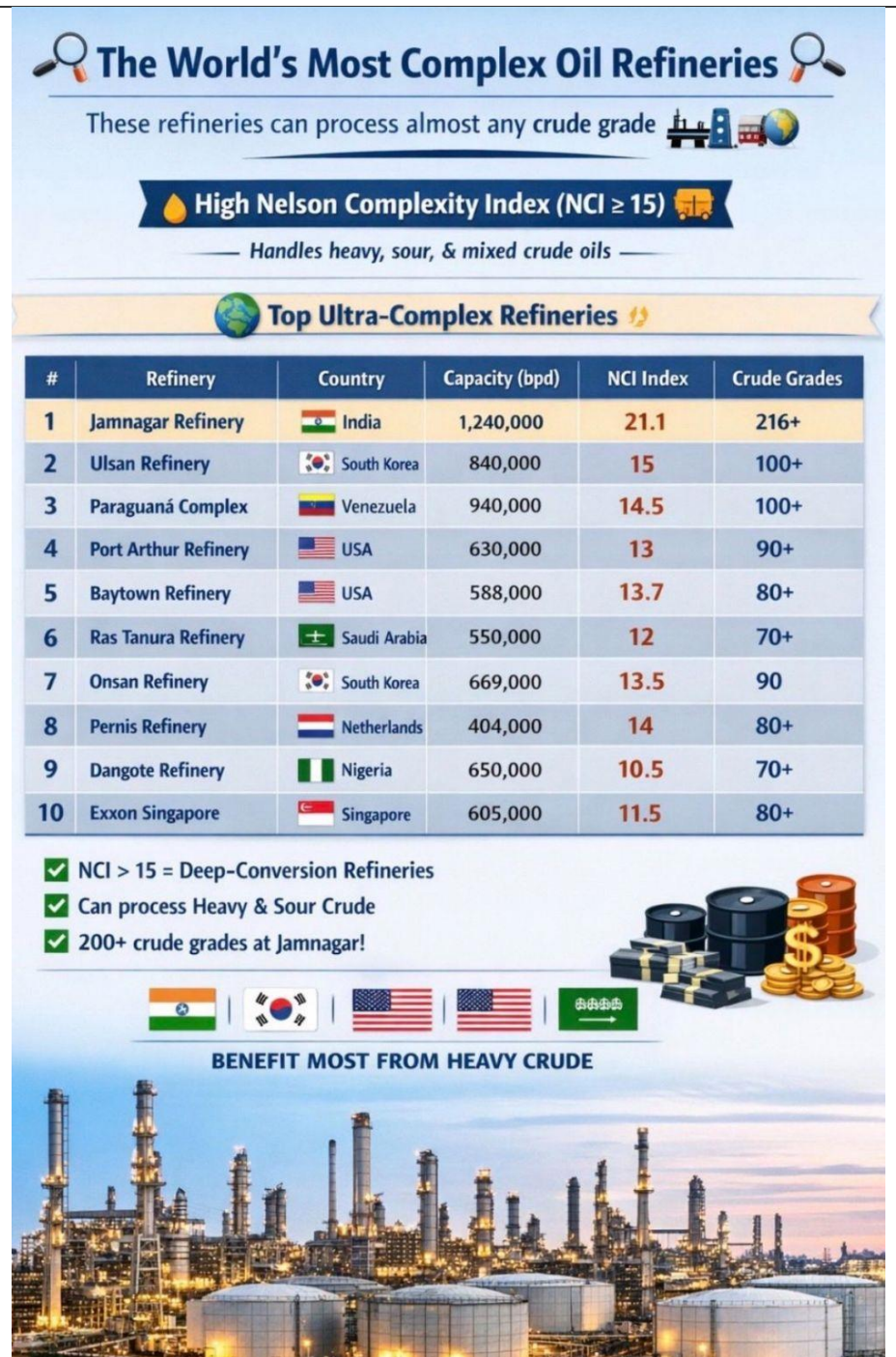
증설 위협은 톤수보다
공정과 등급

같은 틀은 증설 위협을 정밀하게 보는 데도 유용하다. 신규 프로젝트의 명목 능력만 보면 공급 증가가 크게 보이지만, 그 능력이 그룹II 중심인지 그룹III 규격까지 대응하는지에 따라 기존 공급자가 받는 압력은 전혀 다르다. 2027~2028년 증설 파이프라인의 상당 부분은 상위 등급을 즉시 대체하기 어렵다는 점에서, 톤수보다 공정과 등급 구성이 중요하다.

기업 간 비교도
총점보다 방향

기업 간 비교에서도 총점보다 방향이 중요하다. 국내 정유 4사 모두 고도화 설비를 보유하고 있지만 윤활 계열 복잡도의 깊이와 등급 구성은 서로 다르다. 그룹I부터 III까지 전 등급을 생산할 수 있는 설비와 특정 등급에 집중된 설비는, 등급별 부족이 서로 다른 속도로 풀리는 국면에서 이익의 안정성과 대응력이 달라진다. 결국 NCI는 높은 숫자를 찾는 지표가 아니라, 어떤 고부가 제품으로 전환할 수 있는지를 읽는 지표가 된다.

그림 25. 주요 정제설비 넬슨 복잡지수



자료: Reliance, IBK투자증권

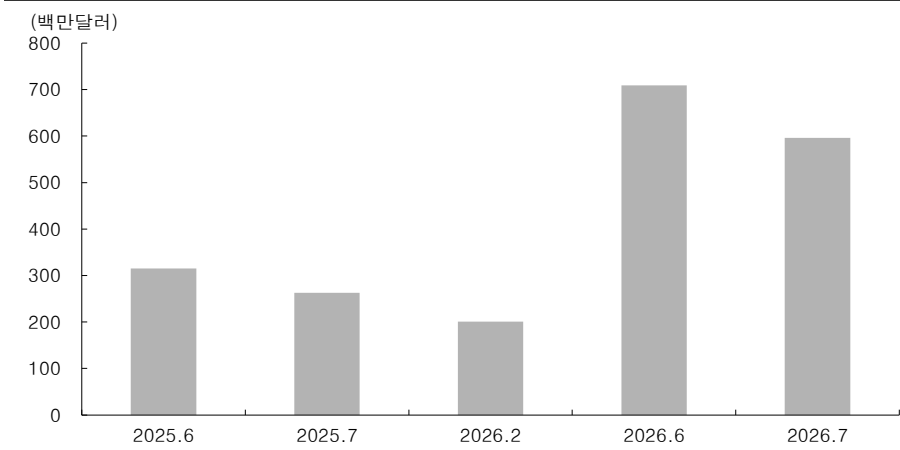
한국의 지위: 생산능력보다 인도 가능성이 가격을 만든다

왜 한국인가: 지리, 설비, 브랜드가 동시에 작동한다

세계 그룹III 생산의
약 40%

한국은 하루 약 330만배럴의 정제능력을 보유한 세계 5위권 정제국이며, 세계 고부가 그룹III 윤활기유 생산의 약 40%를 담당하는 것으로 알려져 있다. 그러나 2026년의 반사이익을 물량 점유율만으로 설명하기는 어렵다. 분쟁 지역과 떨어진 지리, 고도화 설비와 등급 포트폴리오, 세계 브랜드와 레시피 표준이 한꺼번에 작동하면서 생산능력이 실제 인도 가능성으로 연결됐기 때문이다.

그림 26. 한국 윤활기유 월간 수출액 추이



자료: 대한석유회, 언론, IBK투자증권

지리: 호르무즈를
경유하지 않는 수출 항로

가장 직접적인 강점은 지리다. 국내 정유 4사의 설비는 분쟁 지역과 물리적으로 떨어져 있고, 수출 항로도 호르무즈 해협을 경유하지 않는다. 중동 생산자가 생산을 할 수 있어도 선적하지 못하는 상황에서, 한국은 생산과 인도를 동시에 이어갈 수 있는 대규모 공급원으로 남았다. 2026년의 가격결정력은 명목 생산능력보다 이 차이에서 나왔다.

설비: S-Oil의 전 등급
생산체계

그러나 지리만으로는 충분하지 않다. 국내 정유사는 고도화 설비를 기반으로 제품 믹스를 조절할 수 있고, 특히 S-Oil은 국내에서 유일하게 그룹I부터 III까지 전 등급 생산체계를 갖추고 있어 등급별 부족이 다르게 나타나는 상황에서 대응 폭이 넓다. 가격이 가장 높은 등급으로 원료와 설비를 얼마나 유연하게 배분할 수 있느냐가 공급난 국면의 실제 수익성을 결정한다.

브랜드: YUBASE의
레시피 표준 지위

여기에 브랜드와 레시피 표준이 진입장벽을 더한다. SK엔무브의 YUBASE는 오랜 기간 그룹III 시장에서 세계 배합의 기준 역할을 해왔으며, 공급 부족 국면에서는 기존 승인 체계를 크게 흔들지 않고 대체 조달할 수 있다는 점이 중요하다. 규격과 인증이 강한 시장에서는 물리적 생산능력만큼이나, 고객이 이미 익숙한 제품 규격과 장기 공급 신뢰가 가격결정력을 만든다.

표 9. 국내 유탄기유 생산자의 포지션

회사	생산능력(B/D)	등급	생산거점	특징
SK엔무브	70,800	그룹Ⅲ 중심 (YUBASE)	울산, 인니 두마이, 스페인 카르타헤나	그룹Ⅲ 레시피 표준, 복수 거점
S-Oil	42,700	그룹Ⅲ 전 등급 (그룹Ⅲ 비중 약 40%)	온산	단일 공장 최대급, 수출 비중 80%대
GS칼텍스	26,000	그룹Ⅲ	여수	2Q26 유탄 OPM 52.1%
HD현대셀베이스오일	20,000	그룹Ⅱ → 그룹Ⅲ (2027년 목표)	대산	Shell 합작, 믹스 개선 여지

자료: 각사, 언론, IBK투자증권

남아 있는 제약: 수출 물량 관리

정부의 수출 물량 관리

한국에는 시장이 충분히 반영하지 않은 제약 변수가 있다. 중동 분쟁 이후 정부가 국내 수급 안정을 이유로 정유사의 수출 물량을 관리해 왔다는 점이다. 이는 정책/제도 프리미엄 층에 해당하는 요인으로, 양면적 성격을 갖는다.

상방 제약이자 잠재적 촉매

한편으로는 상방을 누르는 요인이다. 정유사의 실적은 본질적으로 마진과 물량의 곱으로 결정되는데, 마진이 폭발하는 국면에서 물량이 정책적으로 묶이면 마진 곡선만 보고 추정할 실적은 구조적으로 과대추정된다. 다른 한편으로는 잠재적 촉매다. 내수 재고가 안정되어 물량 관리가 완화되는 시점이 오면, 그 자체가 추가적인 이익 서프라이즈 요인이 된다. 현재 국내 정유사 추정 모델에 반영되어 있지 않은 변수이기 때문이다.

SK엔무브: 유체가 인프라가 되는 경로

SK엔무브 2Q26 영업이익 6,919억원, 전사의 약 20%

SK엔무브의 구조적 특징은 그룹Ⅲ 시장의 브랜드 표준 지위와, 이를 활용한 인접 시장 확장이 동시에 진행된다는 점이다. 2분기 영업이익 6,919억원은 SK이노베이션 전사 영업이익의 약 20%로, 정유 부문과 함께 전사 실적 반전을 이끌었다. SK이노베이션은 컨퍼런스콜에서 복수 생산거점에 따른 공급 안정성이 시장에서 부각되고 있다고 강조했다. 공급망 위기 국면에서 프리미엄의 원천이 물량이 아니라 안정성이 되었다는 뜻이다.

액침 냉각, e-fluid 신규 축

동시에 SK엔무브는 액침 냉각 유체와 전기차 전용 유체라는 두 개의 신규 축을 준비해 왔다. 미국 액침 냉각 전문기업에 대한 지분 투자, 국내/외 데이터센터 실증, 장비 업체와의 협업 구조는 유체 공급자가 시스템 표준에 참여하는 형태다. 이 사업이 의미 있는 매출로 인식되기 시작하면 평가의 기준 지표 자체가 바뀔 수 있다. 기유 스프레드에 연동되는 시클리컬 사업과 계약 기반으로 반복되는 인프라 사업이 한 회사 안에 공존하게 되기 때문이다.

스프레드 하락의 방향보다 속도

다만 SK이노베이션 스스로는 신중한 전망을 제시하고 있다. 2분기 컨퍼런스콜에서 해역 봉쇄 해제 시점에 따라 변동성이 있겠지만, 경쟁사 공급 차질이 해소되면 스프레드가 점진적으로 하락할 것이라고 전망했다. 당사는 이 전망에서 점진적이라는 표현에 담긴 복구의 물리적 시간이 핵심이라고 판단한다. 스프레드의 하락 방향보다 하락 속도가 이익의 총량을 결정하기 때문이다.

S-Oil: 이익 구성의 재편

S-Oil 윤활 부문,
전사 이익의 절반

전 등급 생산체계와
경쟁사 증설 지연

S-Oil의 2026년 2분기는 이익 구성의 재편을 가장 선명하게 보여준 사례다. 회사는 정제마진 강세에도 전분기의 일회성 재고이익이 사라지면서 정유 부문 이익이 크게 줄었지만, 윤활 부문의 사상 최고 이익이 이를 상당 부분 만회했다고 설명했다.

S-Oil은 컨퍼런스콜에서 그룹III 중심의 수급이 매우 타이트하며, 인도, 사우디, 폴란드 등 경쟁사 증설 계획이 지연될 가능성이 있어 실질적 영향은 내년 또는 내후년에야 나타날 것이라고 언급했다. 국내 유일의 전 등급(그룹I~III) 생산체계는 등급별 부족이 비대칭적으로 풀리는 국면에서 대응 유연성을 제공한다. 여기에 대규모 석유화학 프로젝트가 병행되면서, 중장기적으로는 정유, 석화, 윤활 3개 부문의 이익 구성 자체가 재편되는 국면에 있다.

그림 27. S-Oil 윤활기유 역사



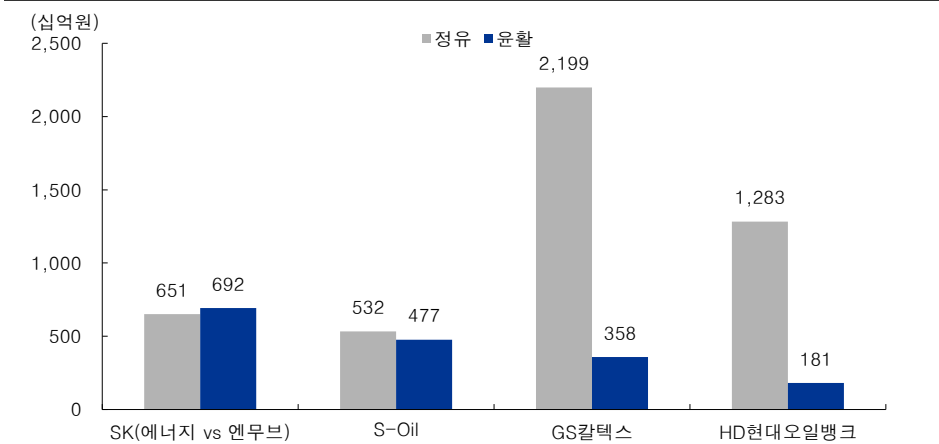
자료: S-Oil, IBK투자증권

GS칼텍스와 HD현대오일뱅크

GS칼텍스 NAV 미분해,
HDO 믹스 개선 여지

GS칼텍스 유회기유 부문의 2분기 영업이익률은 52.1%로 4사 중 가장 높았다. 다만 비상장사인 만큼 투자 관점의 핵심은 이 가치가 지주회사 GS의 NAV 안에서 아직 충분히 분해되지 않았다는 데 있다. HD현대오일뱅크는 그룹III 비중이 낮은 데서 출발하지만, HD현대셀베이스오일의 그룹III 전환(2027년 목표)으로 고급 기유 믹스가 올라가는 만큼 가치가 재평가될 여지가 큰 구조다.

그림 28. 2Q26 정유 vs 유회 영업이익



자료: 각사, IBK투자증권

유탄기유의 값을 다시 매길 때

유탄기유의 가치는 정유사 안에서 아직 제대로 매겨지지 않았다

부속 사업이라는 전제가
뒤집힘

기존 정유 밸류에이션은 복합정제마진, 유가 방향, 재고평가손익을 중심으로 움직였고, 유탄기유는 처리능력과 매출 비중이 작다는 이유로 본업의 부속 사업처럼 취급됐다. 2026년 실적은 이 전제를 뒤집었다. 4사 유탄 부문은 2분기에만 합산 1.7조원, 35~52%의 영업이익률을 기록했다. 그러나 정유사 주가에 적용되는 배수는 여전히 하나다. 유탄 사업의 가치는 정유 배수 안에 묻혀 있다.

기준은 피크가 아니라 피크 이후다

2분기 이익 연율화는 경계

그렇다고 2026년 2분기 이익을 연율화해 높은 배수를 적용하는 것은 옳지 않다. 올해 이익에는 중동 공급 차질과 물류 병목이 만든 비정상적 프리미엄이 섞여 있고, 한 분기 만에 3~8배로 뛴 증가 속도 역시 이례적이었다. 2분기만 놓고 보면 네 회사 모두 정상화된 연간 이익을 크게 웃돈다. 따라서 2026년 연간 추정에는 하반기 스프레드의 단계적 정상화를 반영하는 것이 맞다.

Peak가 아닌
Post-Peak Earnings

밸류에이션의 기준은 피크가 아니라 피크 이후다. 계산해야 할 숫자는 2026년 이익의 최대치가 아니라, 중동 공급이 순차적으로 회복되고 스팟 프리미엄이 일부 사라진 뒤에도 남을 2027년 정상화 이익이다. 유탄기유 가치평가의 핵심은 결국 Peak Earnings가 아니라 Post-Peak Earnings에 어느 정도의 배수를 부여할 수 있느냐에 있다.

2027년은 구조적 이익의
검증 해

이 관점에서 보면 올해의 숫자는 오히려 출발점이다. 2026년은 가격이 얼마나 오를 수 있는지를 보여준 해이고, 2027년은 그중 얼마가 구조적 이익으로 남는지를 검증하는 해가 된다. 시장은 통상 공급이 복원되면 가격도 과거 수준으로 돌아간다고 가정한다. 그러나 그룹III는 규격, 인증, 고객 포물레이션, 장기계약이 묶여 있는 시장이어서 공급 정상화와 가격 정상화 사이에 시차가 생길 수밖에 없다. 이 시차와 새로운 계약 구조가 정유사 안에 숨어 있는 유탄기유 자산가치를 결정한다.

2027년은 과거로 돌아가는 해가 아니다

과거 수준 회귀 가능성은
낮음

2027년에 곧바로 2024~2025년 수준으로 되돌아갈 가능성은 낮다고 본다. 공급 부족기에 소진된 유통재고를 다시 쌓아야 하고, 그룹III는 OEM 승인과 저점도 규격 때문에 그룹II로 쉽게 대체할 수 없다. 스팟 프리미엄의 일부가 장기 조달계약으로 넘어가는 구조도 중요하다. 스팟은 뉴스에 반응하지만 계약은 기간을 가진다. 중동 의존도를 낮추려는 세계 블렌더의 조달 다변화가 진행된다면, 국내 업체가 확보한 프리미엄의 일부는 2027년 이후까지 계약 속에 남는다.

새로운 정상가격이
형성되는 해

따라서 2027년을 단순히 감익의 해로 규정하는 것도 충분하지 않다. 2026년의 비정상적 스프레드와 과거 평균 사이에서 새로운 정상가격이 형성되는 해로 보는 편이 적절하다. 이는 실적 전망에서 중요한 차이를 만든다. 올해 대비 이익이 줄더라도 과거 대비 이익의 하단이 올라가 있다면, 그 사업에 적용할 배수는 오히려 높아질 수 있기 때문이다.

해외 배수도, 정유 배수도 아닌 그 사이

해외 비교기업의 배수

해외 비교기업은 윤활기유 가치가 어느 구간에 위치해야 하는지를 보여주는 기준점이다. 세계 특수 윤활유 업체 FUCHS는 대략 EV/EBIT 10배 안팎, EV/EBITDA 한 자릿수 후반의 배수를 받는다. Quaker Houghton 역시 특수 공정유체와 서비스의 반복성을 인정받아 일반 정유사보다 높은 배수를 적용받는다. BP가 Castrol 지분 65%를 Stonepeak에 매각하며 제시한 가치도 EV/LTM EBITDA 약 8.6배였다. 반면 정유 중심 기업인 HF Sinclair의 배수는 대체로 중간 한 자릿수에 형성된다. 이 차이는 제품의 화학적 성격이 아니라 수익모델의 차이에서 비롯된다.

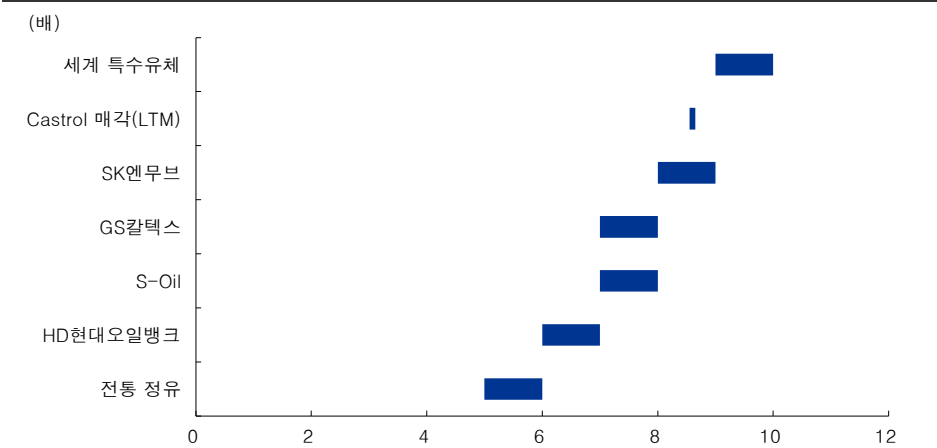
FUCHS 배수 직접 적용은 공격적

국내 그룹III 사업에 FUCHS의 배수를 그대로 적용하는 것은 공격적이다. FUCHS나 Quaker는 완제품, 특수유체, 서비스 비중이 높고 고객 공정에 깊숙이 들어가 있어 스팟 원료가격에 대한 민감도가 낮다. 반면 국내 사업은 여전히 상당 부분이 톤 또는 배럴 단위로 거래되는 제조업이다. 따라서 10배 이상은 현재의 그룹III 기유 사업에 바로 부여할 숫자가 아니라, 데이터센터 냉각유와 EV 열관리 유체가 상용화되어 고객 인증과 반복계약으로 이어질 때 접근할 수 있는 상단 배수로 보는 것이 합리적이다.

적정 밴드: 5~6배와 9~10배 사이

반대로 국내 윤활 사업에 전통 정유사 배수만 적용하는 것은 지나치게 보수적이다. HF Sinclair가 윤활 및 스페셜티 사업 분리를 추진하는 이유도 같은 맥락이다. 정유와 윤활의 자본효율, 현금흐름의 안정성, 고객관계가 다르다면 하나의 배수로 묶을 이유가 없다. 결국 국내 그룹III의 적정 밴드는 EV/EBITDA 기준 전통 정유의 5~6배와 세계 특수유체의 9~10배 사이에 놓여야 한다.

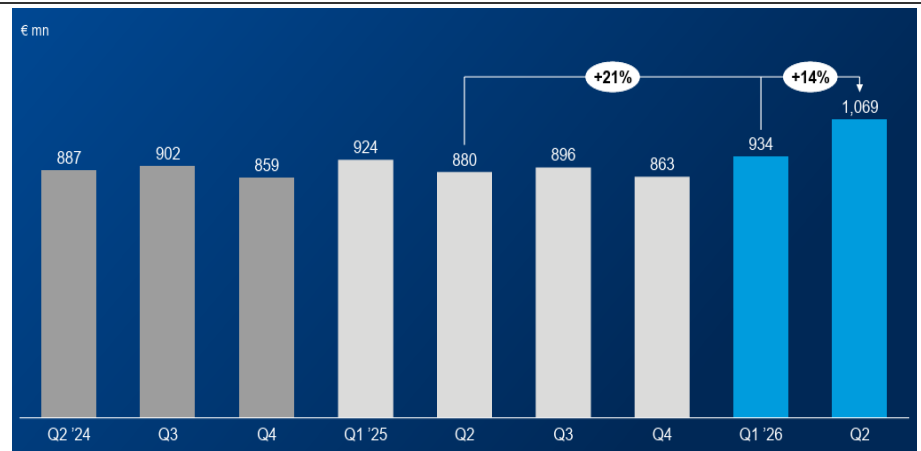
그림 29. 윤활기유 사업 적용 배수: 정유와 스페셜티 사이(EV/EBITDA)



자료: BP, 각사, IBK투자증권

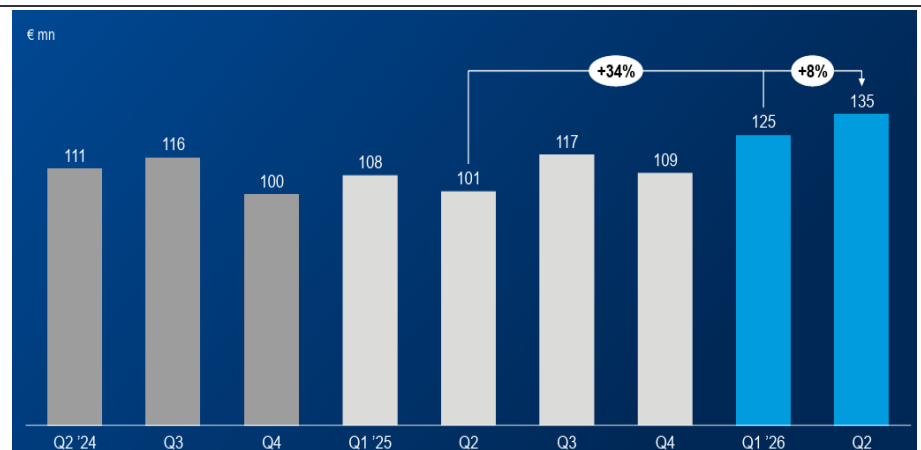
주: Castrol은 BP가 Stonepeak에 지분 65% 매각 시 제시한 EV/LTM EBITDA 약 8.6배

그림 30. FUCHS 매출액 추이



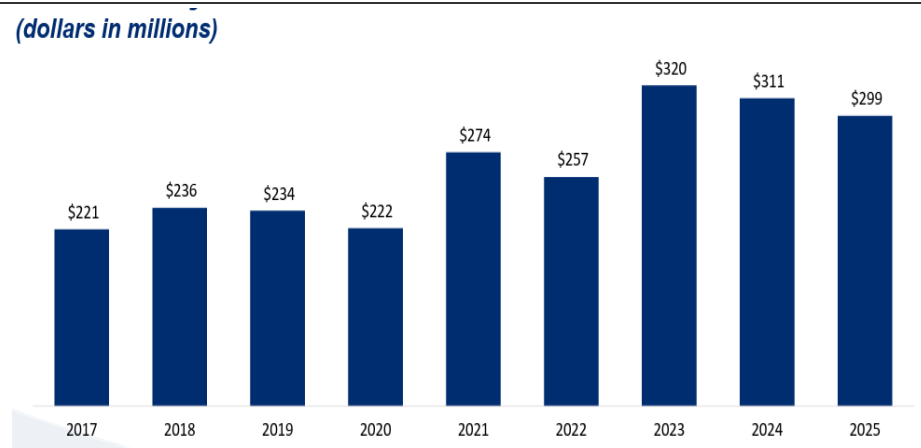
자료: FUCHS, IBK투자증권

그림 31. FUCHS 영업이익 추이



자료: FUCHS, IBK투자증권

그림 32. Quaker Houghton 조정 EBITDA 추이



자료: Quaker Houghton, IBK투자증권

국내 정유 4사의 윤활기유 가치: 2027년 정상화 이익으로 계산

2027년 정상화 이익 기준
시나리오

당사의 추정치는 2026년 상반기 확정 실적과 현재의 그룹III 공급 구조를 기준으로 한 산업 분석 목적의 시나리오다. 2027년에는 중동 공급의 점진적 회복을 반영해 SK엔무브, S-Oil, GS칼텍스의 이익을 올해보다 낮게 잡았다. HD현대오일뱅크는 낮은 그룹III 비중에서 출발하지만 고급 기유 믹스 개선 여지를 반영해 감익 폭을 제한적으로 잡았다.

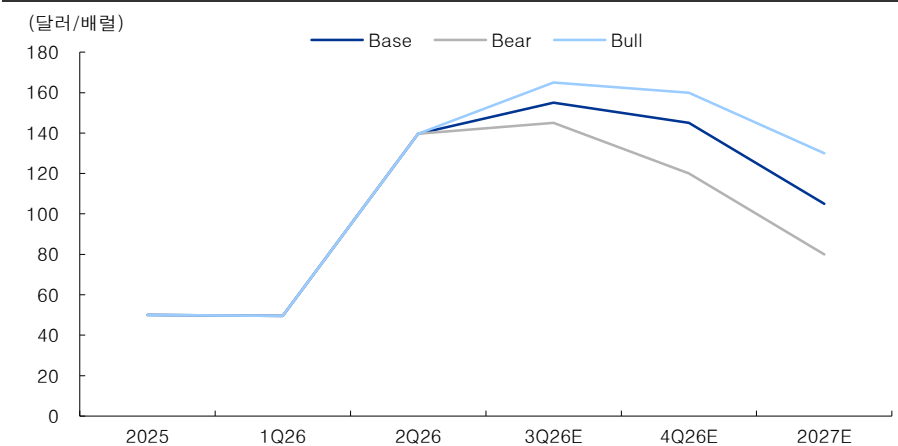
사업의 질에 따른
6~9배 차등 적용

네 회사에 동일한 배수를 적용하지 않은 이유는 단순하다. 윤활기유의 가치는 생산능력보다 그룹III 노출도, 세계 판매망, 고객 승인, 장기계약 능력, 그리고 기유를 데이터센터/전동화용 특수유체로 전환할 수 있는 다운스트림 옵션에서 갈리기 때문이다. 현재의 수익성과 미래 이익의 지속성을 함께 반영하면 SK엔무브가 가장 높은 배수를 받을 수 있고, S-Oil과 GS칼텍스가 그 다음이며, HD현대오일뱅크는 그룹III 믹스가 올라가는 만큼 할인율이 줄어드는 구조로 보는 것이 맞다. 이에 따라 당사는 앞서 제시한 5~6배와 9~10배 사이의 중간 구간을 사업의 질에 따라 나누어, SK엔무브에 8~9배, S-Oil과 GS칼텍스에 7~8배, HD현대오일뱅크에 6~7배(EV/EBITDA)를 가정했다.

4사 합산 약 34~38조원,
SK엔무브/S-Oil
24~27조원

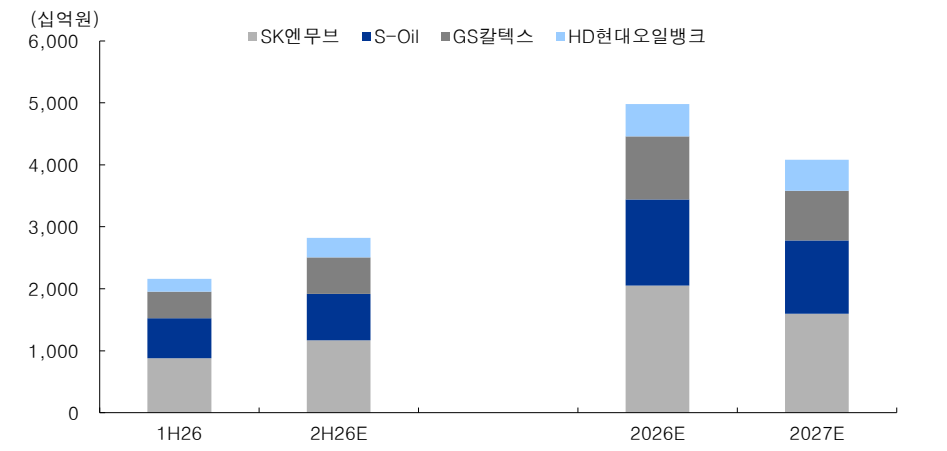
그 결과 2027년 정상화 EBITDA 기준 국내 정유 4사의 윤활기유 사업가치는 합산 약 34~38조원으로 산출되며, 이 중 SK엔무브와 S-Oil이 약 24~27조원을 차지한다. 숫자의 절대치보다 중요한 것은 이 자산들이 시장의 생각보다 훨씬 덜 범용적이라는 점이다.

그림 33. 역내 윤활기유 마진 경로 추정



자료: 각사, IBK투자증권

그림 34. 국내 정유 4사 유탄 부문 영업이익 전망



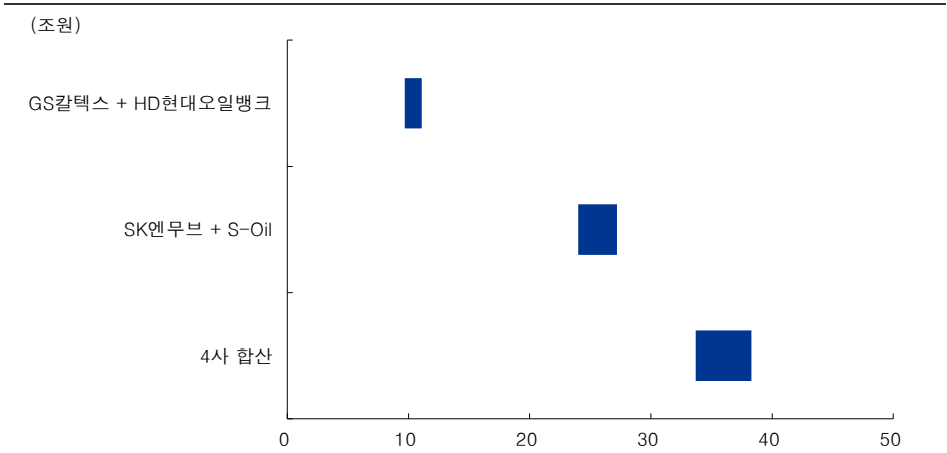
자료: 각사, 페트로넷, IBK투자증권

표 10. 국내 정유 4사 유탄 부문 사업가치(2027년 정상화 EBITDA 기준)

(십억원)	정상화 영업이익	정상화 EBITDA	적용 배수(배)	사업가치 하단	사업가치 상단
SK에너지	1,600	1,830	8~9	14,640	16,470
S-Oil	1,180	1,340	7~8	9,380	10,720
GS칼텍스	800	900	7~8	6,300	7,200
HD현대오일뱅크	500	560	6~7	3,360	3,920
합계	4,080	4,630	-	33,680	38,310

자료: 각사, IBK투자증권

그림 35. 국내 정유 4사 유탄기유 사업가치 밴드(2027년 정상화 EBITDA 기준)



자료: 각사, IBK투자증권

정상화 이익의 해부: 무엇이 남는 이익인가

정상화 이익 = 과거 고점 이익 + 구조 프리미엄

이 숫자에서 가장 검증이 필요한 지점은 정상화 이익의 수준이다. 2027년 정상화 영업이익은 SK엔무브 1.6조원, S-Oil 1.18조원으로 2026년 추정치보다 각각 22%, 15% 낮지만, 2025년과 비교하면 2.6배, 2.0배다. 당사는 이를 두 부분으로 나눠 검증한다. 첫째는 공급 충격 이전 사이클의 고점 이익이다. 윤활 업황이 가장 좋았던 2023년 SK엔무브와 S-Oil 윤활 부문의 영업이익은 각각 9,980억원, 8,110억원 수준이었다. 둘째는 그 위에 얹히는 구조 프리미엄으로, SK엔무브 약 6,000억원(정상화 이익의 38%), S-Oil 약 3,700억원(31%)이다. 장기계약으로 고정되는 프리미엄, 서구권 판매 비중 확대, 유통재고 재축적 수요가 이 몫의 근거다.

표 11. 2027년 정상화 이익의 구성: 2023년 고점 + 구조 프리미엄

(십억원)	2023	2025	2026E	2027E 정상화	구조 프리미엄
SK엔무브	998	608	2,050	1,600	602
S-Oil 윤활	811	582	1,390	1,180	369
2사 합계	1,809	1,190	3,440	2,780	971

자료: SK이노베이션, S-Oil, IBK투자증권

주: 구조 프리미엄 = 2027E 정상화 영업이익 - 2023년 영업이익

약세 시나리오: 프리미엄 소멸 시 가치는 절반

약세 시나리오에 이 구조 프리미엄이 모두 사라지는 경우다. 2027년 이익이 2023년 수준으로 돌아가고 배수도 전통 정유 상단인 6배에 그친다고 가정하면(감가상각비는 기준 시나리오와 동일), SK엔무브의 사업가치는 약 7.4조원, S-Oil 윤활은 약 5.8조원이다. 기준 시나리오의 절반 수준이지만, 뒤에서 보듯 S-Oil의 약세 시나리오 가치조차 현 주가에 내재된 윤활 가치를 웃돈다. 하방이 열려 있지 않다는 점이 이 투자 논리의 안전마진이다.

스프레드 10달러당 4사 연간 이익 5.8억달러

이익의 하락 속도를 가늠하는 변수는 스프레드다. 판매량이 생산능력과 같다고 단순 가정하면, 그룹III 스프레드가 배럴당 10달러 움직일 때 연간 영업이익은 SK엔무브 약 2.6억달러, S-Oil 약 1.6억달러, GS칼텍스 약 0.9억달러, HD현대오일뱅크 약 0.7억달러, 4사 합산 약 5.8억달러 변한다. 스프레드의 하락 방향은 피할 수 없다. 그러나 하락이 한 분기 늦어질 때마다 4사 합산 이익은 스프레드 10달러당 약 1.5억달러씩 더 쌓인다. 당사가 스프레드의 방향보다 속도를 강조하는 이유다.

데이터센터는 이익이 아니라 배수에 반영한다

데이터센터, 이익 반영은
시기상조

데이터센터 냉각유를 2027년 이익 추정에 크게 반영하기에는 아직 이르다. 액체 냉각의 방향성은 분명하지만 직접 액체 냉각과 액침 냉각 간 표준 경쟁이 남아 있고, 하이퍼스케일 고객의 검증 기간도 길다. 투자자가 지금 확인해야 할 것은 시장 규모 전망치보다 실제 고객 승인, 초기 충전, 반복 발주, 멀티사이트 확대가 일어나는지 여부다.

매출보다 배수를 바꾸는
사업

그럼에도 이 사업이 가치평가에서 중요한 이유는 매출보다 배수를 바꿀 수 있기 때문이다. 전통적인 그룹III 기유는 여전히 톤당 스프레드로 평가된다. 반면 데이터센터용 유체는 시스템 설계와 고객 인증에 묶이고, 한 번 채택되면 공급자를 바꾸기 어렵다. 초기 충전 이후 보충, 교체, 회수, 재생까지 연결되면 거래의 성격도 제품 판매에서 반복계약으로 바뀐다. 정유사가 처음으로 배럴당 마진이 아니라 고객 락인과 서비스 반복성으로 평가받을 수 있는 사업을 갖게 된다는 뜻이다.

상용화 단계별 배수
상향 방식

따라서 데이터센터 옵션은 2027년 영업이익에 수천억원을 억지로 더하는 방식보다, 상용화 단계가 올라갈 때마다 적용 배수를 한 단계씩 높이는 방식으로 보는 것이 적절하다. 지금은 6~9배 안에서 옵션가치만 제한적으로 반영하고, 하이퍼스케일 공급계약과 반복 매출이 확인되면 9~10배 이상의 세계 스페셜티 배수로 이동할 가능성을 열어두는 방식이다. 이 접근이 숫자로는 보수적이면서 투자 논리는 더 오래간다.

표 12. 데이터센터 옵션: 이익이 아니라 배수에 반영한다

단계	확인 지표	적용 배수 구간	비고
현재	실증, 지분 투자, 장비사 협업	6~9배 내 옵션가치 제한 반영	2027년 이익에 미반영
1단계	하이퍼스케일 고객 승인	밴드 상단	검증 기간이 김
2단계	초기 충전 발주	한 단계 상향	시스템 사양에 결합
3단계	반복 발주(보충/교체)	한 단계 상향	제품 판매 → 반복계약
4단계	멀티사이트 확대, 장기 공급계약	9~10배 이상	세계 스페셜티 배수 접근

자료: 업계, IBK투자증권

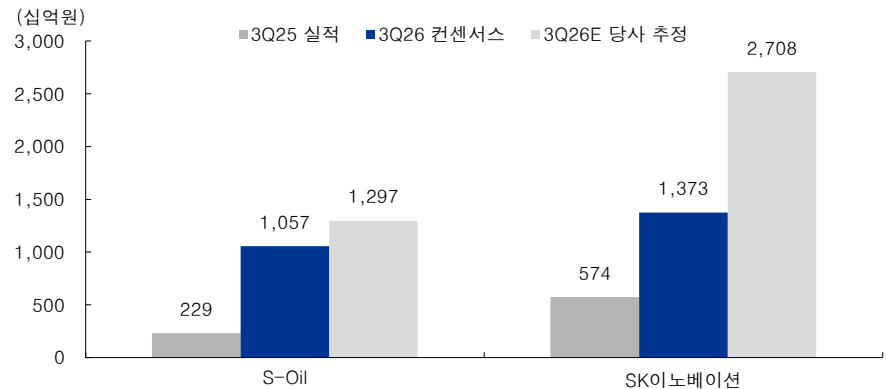
시장이 아직 반영하지 않은 것

컨센서스는 여전히 정제마진을 축으로 짜여 있다

당사 3Q26 추정,
컨센서스 대비 23~97%
상회

주가와 컨센서스는 이미 상당 부분 움직였다. 2026년 3분기 영업이익 컨센서스는 S-Oil 1조 574억원(전년 대비 +361%), SK이노베이션 1조 3,732억원(전년 대비 +139%)이다. 당사 추정치는 S-Oil 1조 2,970억원, SK이노베이션 2조 7,080억원으로 컨센서스를 각각 23%, 97% 웃돈다. 당사는 3분기 윤활 영업이익을 SK엔무브 7,040억원, S-Oil 4,930억원으로 2분기와 같거나 높은 수준으로 추정하는 반면, 컨센서스는 여전히 정제마진과 재고효과를 축으로 짜여 있고 윤활 부문은 일시적 보너스로 처리되고 있다. 당사는 시장이 아직 가격에 반영하지 않은 변수를 크게 세 가지로 본다.

그림 36. 3Q26 영업이익: 당사 추정은 컨센서스를 23~97% 상회



자료: FnGuide, 각사, IBK투자증권

미반영 1: 계약 구조의 전환

가장 먼저 짚어야 할 것은 계약 구조의 전환이다. 스팟 시장의 가격 급등은 되돌림도 빠르지만, 장기 공급계약으로 전환된 프리미엄은 계약 기간 동안 고정된다. 2026년 들어 세계 윤활유 업체들이 중동 의존도를 낮추기 위해 한국 생산자와 장기 조달계약을 체결하는 사례가 확인되고 있으며, 8월 SK엔무브와 HF Sinclair의 북미 그룹III 장기 공급 협약이 대표적이다. 프리미엄이 가격에서 계약으로 고착되는 단계에 진입했다는 신호다.

미반영 2: 판매 지역 믹스 개선

두 번째는 판매 지역 믹스의 개선이다. 앞서 본 지역의 비대칭은 이미 숫자로 확인된다. 2026년 8월 미국향 윤활기유 수출단가는 배럴당 447달러로, 같은 달(1~20일 기준) 전제 평균 295달러보다 약 52% 높았다. 아시아 현물가격만 추적하는 모델은 이 믹스 개선을 구조적으로 과소평가한다.

미반영 3: 원료 측면 반사이익

세 번째는 원료 측면의 반사이익이다. 앞서 설명한 시차의 비대칭에 따라, 유가나 사우디 OSP가 하락하는 국면에서 원가는 먼저 내려가고 그룹III 판가는 규격 희소성 때문에 늦게 반응한다. 통상적인 정유 스프레드 모델은 이 비대칭 구간을 포착하지 못한다.

재고 재축적과 수출 관리 완화

여기에 두 가지 변수가 더해진다. 공급이 돌아오는 초기의 재고 재축적 수요는 오히려 가격을 지지하고, 정책적으로 묶인 수출 물량은 관리가 완화되는 시점에 모델에 없는 추가 이익 요인으로 전환된다.

현 주가에 내재된 유탄 가치

S-Oil 현 주가, 유탄에
3~5배만 반영

시장이 유탄 가치를 반영하지 않았다는 주장은 역산으로 확인할 수 있다. S-Oil의 기업가치(시가총액 18.3조원과 2027년 말 예상 순차입금 3.7조원의 합)는 약 21.9조원이다. 여기서 정유/석화 부문의 가치(2027년 EBITDA 3.08조원 기준)를 빼면 시장이 유탄 사업에 부여하는 가치가 남는다. 정유/석화에 6배를 적용하면 유탄에 남는 가치는 약 3.4조원으로 유탄 EBITDA의 2.6배, 5배를 적용해도 약 6.5조원, 4.9배에 그친다. 현 주가는 세계 그룹III 공급의 핵심 자산에 전통 정유와 같거나 그보다 낮은 배수를 매기고 있다.

표 13. S-Oil 현 주가에 내재된 유탄 배수(2027F 기준)

(조원, 배)	정유/석화 4배	5배	6배	7배
기업가치(EV)	21.9	21.9	21.9	21.9
정유/석화 가치	12.3	15.4	18.5	21.6
내재 유탄 가치	9.6	6.5	3.4	0.3
내재 유탄 배수	7.2	4.9	2.6	0.3

자료: S-Oil, IBK투자증권

주: EV = 시가총액(10/12) + 2027F 순차입금, 배수는 EV/EBITDA, 2027F EBITDA는 정유/석화 3.08조원, 유탄 1.34조원

S-Oil 목표주가
210,000원: SOTP

같은 틀로 목표주가를 산정했다. 2027년 EBITDA 기준으로 정유/석화에 전통 정유 밴드 상단인 6배, 유탄에 당사 밴드(7~8배)의 중간값인 7.5배를 적용하면 영업가치는 28.5조원이다. 순차입금 3.7조원을 빼면 주주가치는 24.9조원, 주당 약 213,000원이며, 이를 바탕으로 목표주가를 210,000원으로 제시한다. 목표주가를 정당화하는 데 필요한 유탄 배수는 7.2배로, 해외 특수유체 배수(9~10배)는 물론 Castrol 거래 배수(8.6배)보다도 낮다.

표 14. S-Oil 목표주가 산정(SOTP, 2027F 기준)

구분	EBITDA(십억원)	배수(배)	가치(십억원)	비고
정유/석화	3,081	6.0	18,486	전통 정유 밴드 상단
유탄	1,340	7.5	10,050	당사 밴드(7~8배) 중간값
영업가치			28,536	
순차입금(차감)			3,661	2027F
주주가치			24,875	
주당가치(원)			213,327	발행주식수 116,605천주
목표주가(원)			210,000	10월 12일 대비 32.0%

자료: S-Oil, IBK투자증권

SK이노베이션: 유탄
가치가 시총의 56~64%

SK이노베이션은 배터리, 정유, 화학이 함께 있어 같은 방식의 역산이 단순하지 않다. 다만 SK엔무브의 유탄 사업가치 14.6~16.5조원은 현재 시가총액 25.9조원의 56~64%, 순차입금과 비지배지분을 포함한 기업가치 약 60조원의 24~27%에 해당한다. 2027년 전사 영업이익의 약 26%를 만드는 단일 사업이 시가총액의 절반 이상을 설명한다는 점에서, 유탄 가치의 재평가는 SK이노베이션 주가의 가장 큰 단일 변수다.

점검해야 할 하방 변수

속도는 바뀌어도
방향은 유지

논리의 강도만큼 반대 방향의 변수도 명확히 해둘 필요가 있다. 호르무즈 해협 통항이 예상보다 빨리 정상화되고 Pearl GTL이 공식 일정보다 앞당겨 복구되는 경우, 북미와 사우디의 그룹III 증설이 조기에 가동되는 경우, 높은 디젤 크랙에 따른 VGO 배분 경쟁이 장기화되어 국내 생산자의 원료 제약이 커지는 경우, 그리고 데이터센터 냉각 방식의 표준 경쟁에서 액침 냉각이 직접 액체 냉각에 밀리는 경우가 대표적이다. 이들 변수는 이익의 피크아웃 속도를 앞당길 수 있다. 그러나 규격의 벽과 재고 재축적이라는 구조적 지지선을 제거하지는 못한다. 구조 프리미엄이 모두 사라지는 약세 시나리오에서도, 정유/석화에 6배를 적용하면 S-Oil의 윤활 가치는 현 주가에 내재된 수준을 웃돈다는 것이 당사의 판단이다.

표 15. 시장이 반영하지 않은 변수와 점검할 하방 변수

구분	변수	방향	확인 지표
미반영	스팟 → 장기계약 전환	+	SK엔무브-HF Sinclair 등 장기 공급계약, 계약 기간/물량
	판매 지역 믹스 개선	+	미국향 단가 프리미엄(8월 +52%), 대미 수출량
	원료 하락/평가 유지	+	병커C/OSP 대비 수출단가, 분기 스프레드
	수출 물량 관리 완화	+	정부 수출 관리 조치, 월간 석유제품 수출량
하방	호르무즈 조기 정상화/Pearl 조기 복구	-	통항량, Shell 재가동 공지
	북미/사우디 증설 조기 가동	-	Chevron/ExxonMobil/Luberef 가동 공지
	VGO 배분 경쟁 장기화	-	디젤 크랙, 국내 기유 가동률
	냉각 표준 경쟁에서 액침 냉각 열위	-	하이퍼스케일러 냉각 방식 채택

자료: 업계, IBK투자증권

정유주를 향한 질문이 바뀌어야 한다

피크 연율화도,
완전 회귀 가정도 오류

2026년은 명백히 비정상적인 호황이다. 네 회사의 2분기 유희기유 영업이익을 합치면 약 1.7조원에 달하고, 35~52%의 영업이익률은 장기간 유지되기 어렵다. 따라서 피크 분기 이익을 연율화한 뒤 10배를 적용하는 식의 가치평가는 피해야 한다. 그러나 공급이 회복되면 유희기유 이익이 과거 수준으로 완전히 회귀한다는 가정은 그룹III의 공급 집중, 규격의 벽, 판매망 재편, 장기계약을 무시하는 것이다. 2026년 이익보다 2027년 이익의 질을 봐야 하는 이유다.

정제마진과 무관한
ROIC 자산을 몰아야

원유 처리능력은 돈을 들이면 복제할 수 있지만, 그룹III 설비, OEM 승인 이력, 글로벌 고객관계, 판매망을 같은 시간 안에 복제하기는 어렵다. 앞으로 정유주를 볼 때는 질문도 바뀌어야 한다. 정제마진이 얼마인지만 묻는 것으로는 부족하다. 전사 이익 가운데 정제마진과 무관하게 높은 투자자본이익률을 낼 수 있는 자산이 얼마인지, 그리고 시장이 그 자산에 어떤 배수를 주고 있는지를 함께 봐야 한다.

4사별 관전 포인트

이 기준으로 보면 SK엔무브는 독립 사업가치가 가장 높은 자산이고, S-Oil은 그 가치를 상장 주가에 가장 직접적으로 연결할 수 있는 회사다. GS칼텍스는 GS의 NAV 안에서 아직 충분히 분해되지 않은 가치가 크고, HD현대오일뱅크는 현재 가치보다 그룹III 전환에 따른 가치 변화율을 봐야 한다.

재평가는 시장이 정유사를
분해하는 순간 시작

해외에서는 이미 정유와 유희/스페셜티를 분리해 평가하려는 기업 행동이 나타나고 있다. 국내 정유사에서 실제 분사가 일어날 필요는 없다. 시장이 먼저 머릿속에서 사업을 분리해 가격을 매기기 시작하면 된다. 유희기유의 재평가는 그 순간부터 시작될 것이다.

표 16. 4사별 관전 포인트

회사	2Q26 유희 영업이익 (영업이익률)	관전 포인트	확인할 지표
SK엔무브 (SK이노베이션)	6,919억원 (34.9%)	독립 사업가치가 가장 큰 자산, 유체가 인프라가 되는 경로	장기계약, 울산 증설, 액침 냉각 수주
S-Oil	4,774억원 (36.7%)	유희 가치를 상장 주가에 가장 직접 연결	유희 스프레드, 전 등급 믹스
GS칼텍스 (GS)	3,577억원 (52.1%)	GS NAV 안에서 아직 분해되지 않은 가치	유희 영업이익률, 지주 할인율
HD현대오일뱅크	1,814억원 (48.6%)	현재 가치보다 그룹III 전환에 따른 변화율	그룹III 상업가동(2027년)

자료: 각사, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	매수 (유지)	210,000원 (상향)
S-Oil (010950)	매수 (유지)	210,000원 (상향)

매수 (유지)

목표주가 (상향) 210,000원
현재가 (10/13) 156,800원

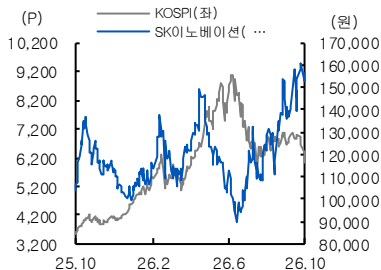
KOSPI (10/13) 6,035.35pt
시가총액 26,599십억원
발행주식수 170,301천주
액면가 5,000원
52주 최고가 160,900원
최저가 89,500원
60일 일평균거래대금 133십억원
외국인 지분율 16.5%
배당수익률 (2026F) 1.3%

주주구성
SK 외 12 인 52.09%
국민연금공단 7.14%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	24%	24%	-10%
절대기준	8%	29%	51%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	210,000	200,000	▲
EPS(26)	23,170	15,487	▲
EPS(27)	21,454	12,671	▲

SK이노베이션 상대주가 (%)



SK이노베이션 (096770)

흩어진 생산망, 모인 지분: YUBASE의 희소가치

승인된 기유를 제때 보낼 수 있는 능력의 값

SK이노베이션의 유통기유 경쟁력은 생산 규모뿐만 아니라 생산거점의 분산에서 나온다. 울산에 더해 인도네시아 두마이와 스페인 카르타헤나에 생산 기반을 갖추고 있어, 특정 지역의 공급 차질에 대응할 수 있는 폭이 넓다. 특히 인도네시아 두마이 거점은 중동은 물론 한국과도 지리적으로 분리된 별도의 공급원이라는 점에서 의미가 크다. 당사는 이러한 생산망이 중동 의존도를 낮추려는 세계 블렌더의 조달 다변화 과정에서 유리하게 작용할 것으로 판단한다. 공급 부족기에 고객이 원하는 것은 낮은 가격보다 승인된 제품을 제때 받을 수 있는 능력이기 때문이다. 인도네시아 생산법인은 단순한 해외 설비를 넘어, 공급 안정성을 고객관계로 전환하는 기반이다.

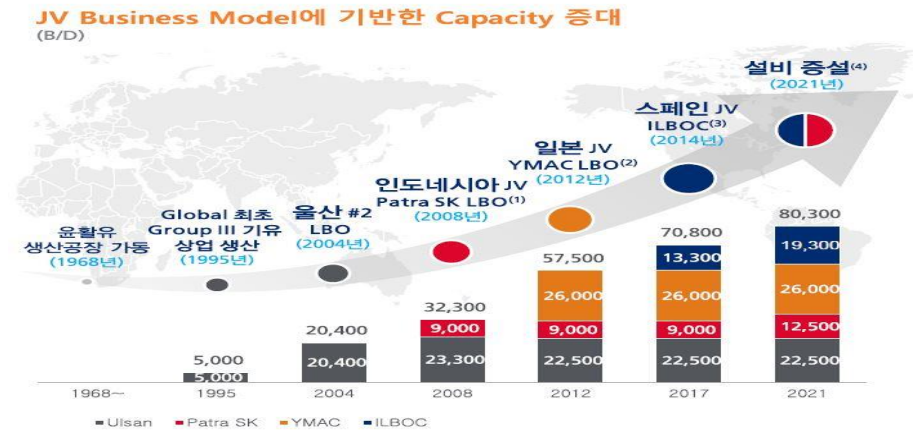
유통 사업의 지분 확대는 이 경쟁력의 경제적 과실을 확보했다는 점에서 긍정적이다. SK이노베이션은 2025년 7월 재무적투자자가 보유한 SK엔무브 잔여 지분 30%를 인수해 당시 지분율을 100%로 높였다. 기존에도 연결 실적에 반영되던 사업인 만큼 지분 취득 자체가 연결 영업이익을 늘리는 것은 아니지만, 외부 주주와 나누던 이익에 대한 권리를 확보했다는 의미가 있다. 이후 SK온과의 합병을 통해 유통 사업의 현금창출력을 전동화 사업과 결합할 수 있는 기반도 마련됐다. 세계 공급망이 사업의 경쟁력을 높였다면, 지분 확대는 그 경쟁력에서 발생하는 가치의 귀속을 강화한 결정이다.

당사는 복수 생산거점과 YUBASE 판매망을 통해 확보한 고객 기반이 이익의 하단을 지지할 가능성에 주목한다. 여기에 지분 확대를 통해 확보한 경제적 권리와 유통 현금흐름의 활용도가 더해지면, 사업가치 재평가가 전사 재무 부담 완화로 이어질 수 있다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,270	80,296	106,936	129,550	111,410
영업이익	356	449	10,087	6,127	6,078
세전이익	-2,302	-5,869	5,905	5,205	5,387
지배주주순이익	-2,260	-3,348	3,946	3,654	3,781
EPS(원)	-21,236	-21,056	23,170	21,454	22,204
증가율(%)	-909.4	-0.8	-210.0	-7.4	3.5
영업이익률(%)	0.5	0.6	9.4	4.7	5.5
순이익률(%)	-3.2	-6.8	3.8	3.1	3.8
ROE(%)	-9.6	-14.4	15.6	11.9	11.1
PER	-5.3	-4.8	6.6	7.1	6.9
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	22.4	15.4	4.2	5.7	5.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 37. SK이노베이션 윤활기유 생산능력 추이



자료: SK이노베이션, SK엔무브, IBK투자증권

표 17. SK엔무브 지분/구조 변경 이력

구분	내용	금액(억원)	SK이노 지분
2021.07	SK루브리칸츠 지분 40%를 IMM크레딧앤솔루션(ICS)에 매각(EV 약 2.75조원)	11,000	60%
2022~24	ICS 배당 수취 누적 약 6,000억원	6,000	60%
2024.10	콜옵션 행사, 400만주(10%) 재매입	1,427	70%
2025.06.25	이사회 의결: 잔여 30%(1,200만주) 주당 71,605원 취득, IPO 잠정 중단	8,593	70%
2025.07.02	잔여 30% 취득 완료. 100% 자회사		100%
2025.07.30	SK온-SK엔무브 합병 결의, SK온 FI CPS 3조 5,880억원 매입, SK온 2조원 유증(PRS)	35,880	
2025.08	Patra SK 지분 14% KPI 매각		
2025.11.01	SK온이 SK엔무브 흡수합병, 합병법인 출범		
2025.12	포드와 BlueOval SK 합작 종료 합의		

자료: SK이노베이션, SK엔무브, IBK투자증권

표 18. SK이노베이션 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	21,026	19,427	20,533	19,310	24,212	29,236	27,305	26,183	77,288	74,270	80,296	106,936
석유사업	11,918	11,119	12,442	11,711	14,994	16,742	15,296	13,958	47,551	49,840	47,190	60,989
화학사업	2,477	2,269	2,415	2,121	3,213	3,733	2,715	2,235	10,744	10,352	9,282	11,896
윤활유사업	972	894	981	990	1,222	1,983	2,063	1,865	4,693	4,235	3,836	7,134
기타 및 조정	5,659	5,146	4,695	4,488	4,783	6,778	7,231	8,125	14,301	9,843	19,988	26,917
영업이익	-31	-431	573	337	2,162	3,566	2,708	1,651	1,904	356	449	10,087
%OP	-0.1	-2.2	2.8	1.7	8.9	12.2	9.9	6.3	2.5	0.5	0.6	9.4
석유사업	36	-466	304	475	1,930	1,473	1,816	1,137	811	461	349	6,355
화학사업	-114	-119	-25	-9	128	44	159	70	517	125	-266	400
윤활유사업	121	135	171	181	189	692	704	466	998	687	608	2,050
기타 및 조정	-74	19	123	-310	-84	1,358	29	-21	-421	-917	-242	1,282

자료: SK이노베이션, IBK투자증권

SK이노베이션 (096770)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	74,270	80,296	106,936	129,550	111,410
증가율(%)	-3.9	8.1	33.2	21.1	-14.0
매출원가	70,256	75,996	91,815	117,481	100,285
매출총이익	4,013	4,300	15,121	12,069	11,125
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	14.1	9.3	10.0
판매비	3,950	4,570	5,113	5,942	5,047
판매비율(%)	5.3	5.7	4.8	4.6	4.5
영업이익	356	449	10,087	6,127	6,078
증가율(%)	-81.3	26.1	2,148.2	-39.3	-0.8
영업이익률(%)	0.5	0.6	9.4	4.7	5.5
순금융손익	-1,714	-1,593	-2,896	-872	-691
이자손익	-1,067	-1,120	-1,068	-842	-721
기타	-647	-473	-1,828	-30	30
기타영업외손익	-514	-4,479	-1,300	0	0
중속/관계기업손익	-430	-246	13	-50	0
세전이익	-2,302	-5,869	5,905	5,205	5,387
법인세	0	-955	1,885	1,145	1,185
법인세율	0.0	16.3	31.9	22.0	22.0
계속사업이익	-2,302	-4,914	4,020	4,060	4,202
중단사업손익	-70	-523	23	0	0
당기순이익	-2,372	-5,436	4,043	4,060	4,202
증가율(%)	-527.6	129.1	-174.4	0.4	3.5
당기순이익률 (%)	-3.2	-6.8	3.8	3.1	3.8
지배주주당기순이익	-2,260	-3,348	3,946	3,654	3,781
기타포괄이익	3,388	-501	1,721	0	0
총포괄이익	1,016	-5,938	5,764	4,060	4,202
EBITDA	2,810	3,684	13,956	9,877	9,798
증가율(%)	-28.6	31.1	278.8	-29.2	-0.8
EBITDA마진율(%)	3.8	4.6	13.1	7.6	8.8

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-21,236	-21,056	23,170	21,454	22,204
BPS	161,813	127,962	170,035	189,494	209,702
DPS	2,000	0	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	-5.3	-4.8	6.6	7.1	6.9
PBR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	22.4	15.4	4.2	5.7	5.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.9	8.1	33.2	21.1	-14.0
EPS증가율	-909.4	-0.8	-210.0	-7.4	3.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	0.0	1.3	1.3	1.3
ROE	-9.6	-14.4	15.6	11.9	11.1
ROA	-2.5	-5.0	3.9	3.7	3.7
ROIC	-4.7	-9.9	7.8	7.6	7.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	178.8	190.2	148.7	159.3	131.2
순차입금 비율(%)	78.3	68.3	51.2	40.9	28.0
이자보상배율(배)	0.0	-0.2	6.6	4.3	4.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.5	12.2	15.8	14.9	12.3
재고자산회전율	6.9	8.1	11.3	11.8	9.7
총자산회전율	0.8	0.7	1.0	1.2	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	36,318	42,795	38,711	51,256	48,779
현금및현금성자산	15,865	16,092	17,642	22,759	25,696
유가증권	236	253	289	390	316
매출채권	7,038	6,104	7,402	10,012	8,110
재고자산	10,336	9,559	9,343	12,637	10,236
비유동자산	74,212	62,813	62,952	64,389	63,249
유형자산	56,720	47,195	47,573	47,594	47,613
무형자산	2,938	2,339	2,281	2,010	1,771
투자자산	10,467	8,524	9,190	9,499	9,583
자산총계	110,530	105,608	101,663	115,645	112,028
유동부채	37,726	41,057	32,161	40,879	34,526
매입채무및기타채무	9,912	9,140	7,837	10,600	8,586
단기차입금	12,051	7,202	7,198	9,736	7,887
유동성장기부채	6,050	9,372	7,436	7,436	7,436
비유동부채	33,156	28,160	28,618	30,163	29,037
사채	11,634	5,806	9,228	9,228	9,228
장기차입금	15,398	16,959	13,088	13,088	13,088
부채총계	70,881	69,217	60,779	71,042	63,563
지배주주지분	24,641	21,792	28,957	32,271	35,713
자본금	786	876	876	876	876
자본잉여금	12,747	13,245	13,982	13,982	13,982
자본조정등	-216	462	32	32	32
기타포괄이익누계액	3,094	2,905	5,113	5,113	5,113
이익잉여금	8,231	4,304	8,257	11,571	15,013
비지배주주지분	15,007	14,599	11,926	12,332	12,752
자본총계	39,649	36,391	40,883	44,603	48,465
비이자부채	23,753	28,035	21,906	29,631	24,002
총차입금	47,128	41,182	38,873	41,411	39,561
순차입금	31,027	24,837	20,942	18,261	13,549

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,233	2,283	8,742	5,205	9,848
당기순이익	-2,372	-5,436	4,043	4,060	4,202
비현금성 비용 및 수익	4,543	9,016	8,058	4,673	4,411
유형자산감가상각비	2,125	2,865	3,552	3,479	3,481
무형자산상각비	330	370	317	271	239
운전자본변동	1,674	38	-2,188	-2,685	1,956
매출채권등의 감소	796	685	-690	-2,610	1,902
재고자산의 감소	1,815	464	493	-3,294	2,401
매입채무등의 증가	6,111	13,546	4,608	2,763	-2,014
기타 영업현금흐름	-1,612	-1,335	-1,171	-843	-721
투자활동 현금흐름	-7,295	-4,285	-1,323	-6,579	-1,248
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,028	-5,367	-3,564	-3,500	-3,500
유형자산의 감소	72	565	20	0	0
무형자산의 감소(증가)	-175	-224	-218	0	0
투자자산의 감소(증가)	-253	892	292	-159	116
기타	3089	-151	2147	-2920	2136
재무활동 현금흐름	7,327	2,346	-6,267	6,491	-5,663
차입금의 증가(감소)	0	0	-3,646	0	0
자본의 증가	0	2,000	0	0	0
기타	7327	346	-2621	6491	-5663
기타 및 조정	526	-118	399	0	0
현금의 증가	2,791	226	1,551	5,117	2,937
기초현금	13,074	15,865	16,092	17,642	22,759
기말현금	15,865	16,092	17,642	22,759	25,696

매수 (유지)

목표주가 (상향) 210,000원
현재가 (10/13) 158,300원

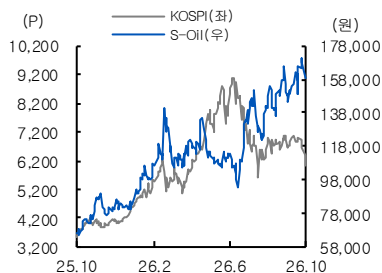
KOSPI (10/13) 6,035.35pt
시가총액 18,165십억원
발행주식수 116,605천주
액면가 2,500원
52주 최고가 170,600원
최저가 65,300원
60일 일평균거래대금 59십억원
외국인 지분율 79.8%
배당수익률 (2026F) 0.7%

주주구성
Aramco Downstream Asia Pte. Ltd 63.43%
국민연금공단 10.20%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	21%	25%	42%
절대기준	6%	30%	139%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	210,000	150,000	▲
EPS(26)	22,683	16,647	▲
EPS(27)	21,046	15,106	▲

S-Oil 상대주가 (%)



S-Oil (010950)

이익의 절반을 만든 설비, 배수의 기준을 바꾼다

유회기유의 가치가 주가에 직접 연결된다

S-Oil의 투자 포인트는 유회기유의 이익 기여 확대가 회사 전체의 평가 기준을 바꿀 수 있다는 데 있다. 2026년 2분기 유회 부문 영업이익은 4,774억원으로 전사 영업이익 9,650억원의 약 49.5%를 차지했다. 회사 측도 정유 부문의 일회성 재고이익 감소를 유회 부문의 사상 최고 이익이 상당 부분 만회했다고 언급했다. 이는 정제마진과 유가만으로 전사 실적을 추정하는 접근의 한계를 보여준다. 유회기유가 이익의 상당 부분을 담당하는 상황에서는 해당 사업의 지속성과 자본효율에 별도의 가격을 부여해야 한다.

당사가 주목하는 것은 피크 이익의 크기보다 공급 회복 이후에도 남은 이익의 수준이다. 중동 생산과 물류가 정상화되면 현재의 초과 스프레드는 축소될 것이다. 그러나 고객의 조달 다변화와 승인된 기유에 대한 반복 수요가 유지된다면, 이익이 과거 평균으로 즉시 회귀한다고 단정하기도 어렵다. 가치평가는 유회 부문의 정상화 이익에 정유 본업과 차별화된 배수를 적용하는 방식이 적절하다. 이 과정에서 올해 대비 감익과 기업가치 상승은 함께 나타날 수 있다. 이익의 규모는 줄어도 지속성에 대한 신뢰가 높아지면 적용 배수가 올라갈 수 있기 때문이다.

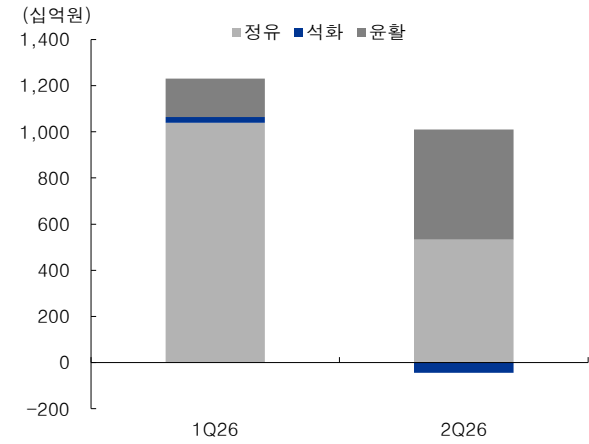
S-Oil은 유회기유의 가치 변화를 상장 주가에 직접 연결하기에 상대적으로 명료한 투자 대상이다. 향후 확인할 변수는 유회 스프레드의 하락 속도, 판매량과 지역별 수익성, 그리고 투자 지출 이후의 차입금 흐름이다. 유회기유의 이익 하단이 높아지고 대규모 투자 부담이 완화된다면, S-Oil에는 이익 구성 개선과 재무 부담 축소가 함께 작용할 수 있다.

목표주가는 정유/석화 6배, 유회 7.5배의 SOTP 기준이다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	41,148	40,235	40,331
영업이익	422	236	4,324	3,282	3,364
세전이익	-333	173	3,627	3,229	3,416
지배주주순이익	-193	177	2,645	2,454	2,596
EPS(원)	-1,656	1,518	22,683	21,046	22,262
증가율(%)	-120.3	-191.7	1,394.7	-7.2	5.8
영업이익률(%)	1.2	0.7	10.5	8.2	8.3
순이익률(%)	-0.5	0.5	6.4	6.1	6.4
ROE(%)	-2.2	2.0	26.1	19.6	17.6
PER	-33.1	54.7	7.0	7.6	7.1
PBR	0.7	1.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	14.9	4.5	5.0	4.3

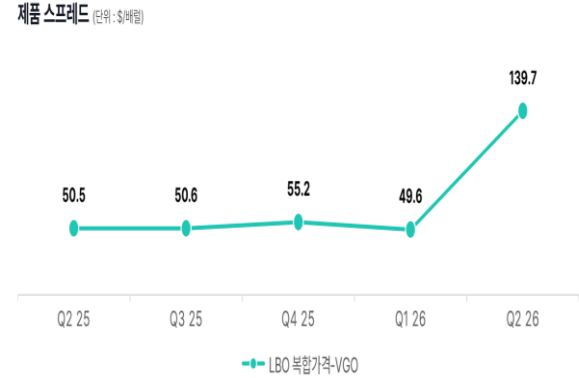
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 38. S-Oil 올해 상반기 사업부문별 영업이익 현황



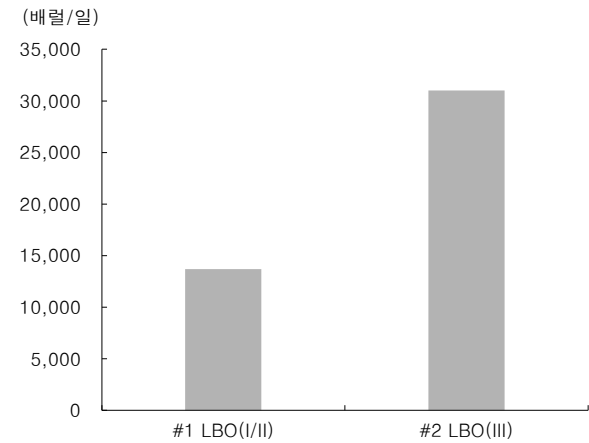
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 39. 유탄기유 스프레드 추이



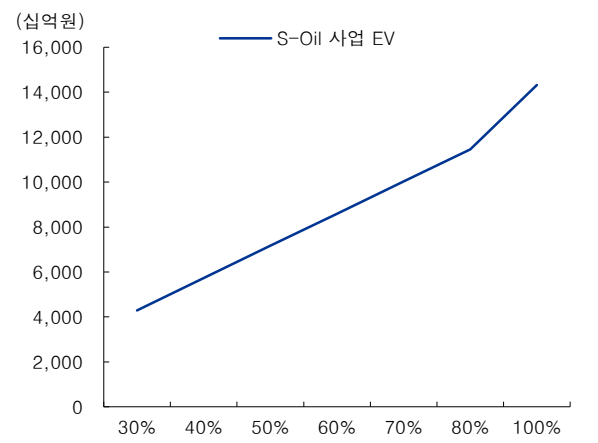
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 40. S-Oil 유탄기유 생산능력 현황



자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 41. S-Oil 연유화 이익 유지율 대비 유탄 사업 EV 비교



자료: S-Oil, IBK투자증권

표 19. S-Oil 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25*	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,793	8,943	11,343	10,725	10,138	35,727	36,637	34,247	41,148
정유	7,072	6,260	6,694	6,979	7,101	9,029	8,262	7,827	28,257	28,804	27,005	32,219
화학	1,128	1,034	1,016	1,056	1,104	1,013	1,097	1,107	4,385	4,703	4,234	4,321
유탄	791	755	705	757	737	1,302	1,366	1,203	3,085	3,130	3,007	4,608
영업이익	-22	-344	229	372	1,231	965	1,297	832	1,355	422	236	4,324
%OP	-0.2	-4.3	2.7	4.2	13.8	8.5	12.1	8.2	3.8	1.2	0.7	10.5
정유	-57	-441	116	225	1,039	532	791	573	353	-273	-157	2,935
화학	-75	-35	-20	-8	26	-45	13	6	191	127	-137	0
유탄	110	132	134	207	167	477	493	253	811	568	582	1,390

자료: S-Oil, IBK투자증권

주: 기타 조정 제외

S-Oil (010950)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637	34,247	41,148	40,235	40,331
증가율(%)	2.5	-6.5	20.2	-2.2	0.2
매출원가	35,411	33,204	35,907	36,063	36,077
매출총이익	1,226	1,043	5,242	4,172	4,254
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	12.7	10.4	10.5
판매비	804	808	917	890	890
판매비율(%)	2.2	2.4	2.2	2.2	2.2
영업이익	422	236	4,324	3,282	3,364
증가율(%)	-68.8	-44.2	1,735.3	-24.1	2.5
영업이익률(%)	1.2	0.7	10.5	8.2	8.3
순금융손익	-444	-194	-262	2	84
이자손익	-229	-236	-141	-195	-114
기타	-215	42	-121	197	198
기타영업외손익	-317	128	-444	-65	-45
중속/관계기업손익	6	4	10	10	13
세전이익	-333	173	3,627	3,229	3,416
법인세	-139	-4	983	775	820
법인세율	41.7	-2.3	27.1	24.0	24.0
계속사업이익	-193	177	2,645	2,454	2,596
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	2,645	2,454	2,596
증가율(%)	-120.3	-191.7	1,394.7	-7.2	5.8
당기순이익률 (%)	-0.5	0.5	6.4	6.1	6.4
지배주주당기순이익	-193	177	2,645	2,454	2,596
기타포괄이익	40	15	1	0	0
총포괄이익	-153	192	2,646	2,454	2,596
EBITDA	1,174	1,043	5,493	4,421	4,461
증가율(%)	-43.4	-11.2	426.9	-19.5	0.9
EBITDA마진율(%)	3.2	3.0	13.3	11.0	11.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,656	1,518	22,683	21,046	22,262
BPS	74,574	76,218	97,782	116,899	136,065
DPS	125	330	1,130	2,300	2,300
밸류에이션(배)					
PER	-33.1	54.7	7.0	7.6	7.1
PBR	0.7	1.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	14.9	4.5	5.0	4.3
성장성지표(%)					
매출증가율	2.5	-6.5	20.2	-2.2	0.2
EPS증가율	-120.3	-191.7	1,394.7	-7.2	5.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.4	0.7	1.4	1.4
ROE	-2.2	2.0	26.1	19.6	17.6
ROA	-0.8	0.7	9.3	7.7	7.6
ROIC	-1.4	1.2	16.6	14.1	15.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	181.2	198.8	168.3	142.1	123.7
순차입금 비율(%)	68.9	67.1	57.7	26.9	4.9
이자보상배율(배)	1.5	0.9	30.7	11.0	11.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.4	16.4	18.2	16.1	16.1
재고자산회전율	8.0	7.9	8.2	6.8	6.8
총자산회전율	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048	8,616	11,599	14,710	17,845
현금및현금성자산	1,946	1,835	2,709	5,845	8,958
유가증권	11	8	0	0	0
매출채권	2,171	2,005	2,507	2,501	2,507
재고자산	4,493	4,164	5,909	5,893	5,907
비유동자산	14,403	17,941	18,988	18,297	17,652
유형자산	13,582	16,990	18,080	17,407	16,775
무형자산	149	150	146	129	115
투자자산	203	188	226	225	225
자산총계	24,451	26,557	30,587	33,008	35,497
유동부채	11,657	12,211	12,666	12,634	12,662
매입채무및기타채무	4,982	6,982	6,340	6,323	6,337
단기차입금	3,355	2,173	2,714	2,707	2,714
유동성장기부채	660	331	530	530	530
비유동부채	4,099	5,459	6,519	6,743	6,969
사채	2,475	3,554	3,265	3,265	3,265
장기차입금	1,316	1,478	2,778	3,003	3,228
부채총계	15,756	17,670	19,185	19,377	19,631
지배주주지분	8,696	8,887	11,402	13,631	15,866
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	44	45	0	0	0
이익잉여금	7,030	7,222	10,733	12,962	15,197
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,696	8,887	11,402	13,631	15,866
비이자부채	7807	9864	9897	9872	9894
총차입금	7,949	7,806	9,288	9,505	9,737
순차입금	5,992	5,964	6,578	3,661	779

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,468	3,942	1,891	3,457	3,522
당기순이익	-193	177	2,645	2,454	2,596
비현금성 비용 및 수익	1,328	1,054	2,580	1,192	1,045
유형자산감가상각비	741	791	1,150	1,123	1,082
무형자산상각비	11	16	19	16	15
운전자본변동	829	3,091	-2,943	6	-5
매출채권등의 감소	180	128	-471	7	-6
재고자산의 감소	209	304	-2,085	16	-14
매입채무등의 증가	751	1,888	-869	-17	15
기타 영업현금흐름	-496	-380	-391	-195	-114
투자활동 현금흐름	-3,027	-3,783	-1,815	-415	-420
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,042	-3,906	-2,112	-450	-450
유형자산의 감소	3	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-27	1	1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	3	24	0	0
기타	39	119	271	35	30
재무활동 현금흐름	1,539	-270	796	93	12
차입금의 증가(감소)	592	243	1,291	225	225
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	947	-513	-495	-132	-213
기타 및 조정	3	0	3	0	0
현금의 증가	-17	-111	875	3,135	3,114
기초현금	1,963	1,946	1,835	2,709	5,845
기말현금	1,946	1,835	2,709	5,845	8,958

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

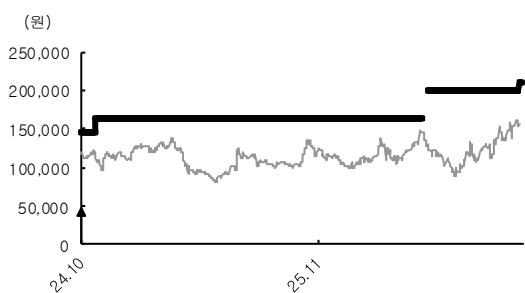
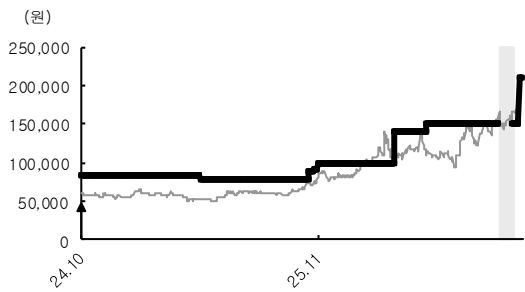
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자 등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자 등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

SK이노베이션	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.08.02	매수	145,000	-23.19	-15.17
	2024.11.06	매수	165,000	-32.69	-15.64
	2025.11.06	1년경과	165,000	-29.72	-9.21
	2026.05.04	매수	200,000	-39.02	-19.55
	2026.10.14	매수	210,000		
S-Oil	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.10.07	매수	85,000	-30.98	-23.18
	2025.03.31	매수	83,000	-36.69	-31.69
	2025.04.29	매수	80,000	-24.78	-6.38
	2025.10.27	매수	90,000	-18.98	-17.89
	2025.11.04	매수	92,000	-17.23	-14.13
	2025.11.11	매수	100,000	-5.03	41.30
	2026.03.18	매수	140,000	-17.03	-3.93
	2026.05.12	매수	150,000	-11.91	13.73
	2026.10.14	매수	210,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
정상휘	연구원	Quant	6915-5663	sh.jeong@ibks.com
김예슬	연구원	글로벌 전략	6915-5526	chchu93@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
장성호	연구원	조선/기계/운송	6915-5661	cpszoo9080@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/방산/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	화장품	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 헬스케어	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	코스닥 제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	코스닥 반도체/장비	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	코스닥 로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 스톡캐프	6915-5655	changsic12@ibks.com
김승규	연구원	코스닥 IT	6915-5686	kimsg@ibks.com

신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		