

2026년 정유/화학 다시 점검하기

에너지 독립 기업이 대접받을 차례이다!

‘SK이노베이션, S-Oil’

황규원 화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant

02 3770 5585

seokjun.seo@yuantakorea.com





SUMMARY

2026년 이란 전쟁 이후, 아이디어를 찾아보면?

2026년 시작과 함께 글로벌 NCC 석화설비 폐쇄로 4년 만에 석화업황 회복을 기대했습니다. 희망이 무너졌습니다. 3월 이란 전쟁으로, 우리나라를 포함해 아시아 국가들이 원유와 나프타(석화제품 원료) 도입에 큰 차질이 이어졌기 때문입니다. 과연, 2026년 이란 전쟁 이후 후폭풍은 어떻게 전개될까요? 그리고, 투자 아이디어를 어디서 찾아야 될까요?

2026년 하반기, 글로벌 원유 슷티지 더 심각해져

이란 전쟁으로 촉발된 글로벌 원유공급 차질은 2026년 말을 넘어 2027년까지 이어질 것입니다. 중동산 원유의 하루 공급 차질 규모 $\Delta 1,000$ 만배럴에서 주요 선진국에서 공급하는 전략비축유 400만배럴을 차감하더라도, 하루에 $\Delta 600$ 만배럴 정도 공급이 부족한 상황입니다. 공급부족 규모를 알 수 있는 지표가 'OECD 재고량' 입니다. 전쟁 직전인 2026년 2월 28.3억배럴에서 4월 26.7억배럴로, 1.6억배럴 가까이 줄어들었습니다. 여기서 끝이 아닙니다. 2026년 4분기에 25억배럴 전후로 낮아질 것입니다. 재고량 1억배럴 감소할 때마다 국제유가는 15\$ 상승한다는 점을 감안해 보면, 하반기 두바이 유가는 100\$ 이상에서 머물 것입니다. 특히, 올해 8 ~ 9월 미국 허리케인 시즌을 지나기 전까지 낙관론은 금물입니다.

2026년 하반기, 중동 정유설비 3%와 천연가스 설비 3% 파손 충격 남아있어

이란과 중동 Gulf 국가 사이에 벌어진 난타전으로, 2가지 심각한 공급설비 차질이 일어났습니다. ① 중동지역 정유설비 280만b/d가 피격되었는데, 글로벌 수요의 3%에 해당합니다. 사우디 Sadara 55만b/d, UAE Rewais 92만b/d, 카타르 Pearl GTL 14만b/d, 바레인 Sitra 38만b/d, 쿠웨이트 KPC 80만b/d 등입니다. 정상까지 12 ~ 18개월 필요하다고 알려져 있습니다. 특히, 항공유와 나프타 공급 차질이 이어질 것입니다. 정유업체 입장에서는 2027년 상반기까지 정제마진이 초호황을 이어갈 수 있지만, 중동에서 나프타를 구매하는 석화업체는 난감한 상황이 이어질 것입니다. 뿐만 아니라, ② 카타르 천연가스 터미널 설비 1,300만톤 파손으로, 글로벌 공급 3%(글로벌 수요 4.2억톤) 차질이 불가피합니다. 2 ~ 5년이 필요하다고 합니다. 특히, 겨울 난방용 가스 재고를 확보해야 하는 6 ~ 10월 사이에 아시아지역에서 천연가스 공급차질 영향을 피부로 느낄 수 있을 것입니다.

2026년 하반기, 사힌프로젝트와 석화 구조조정은 쟁점으로

이란 전쟁에 상관없이 한국에서는 2가지 빅 이벤트가 진행됩니다. ① 2026년 6월 말, S-Oil(주)에서 9.5조원을 투자한 초대형 석화설비인 사힌프로젝트(에틸렌 180만톤)가 완공됩니다. 3분기 합성수지, 4분기 NCC설비, 2027년 초 정유설비 등으로 양산을 시작합니다. 현재 가격으로 흑자가 가능해 보입니다. 게다가, ② 석유화학 구조조정 결과물이 나오기 시작합니다. 롯데케미칼(주)을 중심으로, 2026년 9월 대산 석유화학 통합법인 출범에 이어, 12월 여수 통합법인이 만들어 집니다. 다만, 울산의 경우, 2027년 하반기까지 기다려야 할 것입니다.

2022년 보다 더 에너지 기업이 대접받아야 하는 시기 : SK이노베이션, S-Oil

2026년 하반기 고유가/정유제품 부족/LNG 품귀 영향으로, 에너지 독립에 기여하는 기업 중요성(?)이 높아져야 합니다. SK이노베이션(적정주가 19만원 ↑)은 해외에서 천연가스를 생산해 국내로 도입하고, 전기를 공급하고 있습니다. 여기에, 5.4조원 규모의 사상 최대 영업이익을 기대할 수 있습니다. S-Oil(적정주가 17.5만원 ↑)은 난국에도 정유설비를 100% 가동해 한국 연료 공급 안정성을 높일 뿐만 아니라, 6월 사힌 프로젝트 기대감이 유효합니다. 특히, 2026년 말부터 고배당(주당 3,000 ~ 4,000원/주) 기업으로 다시 돌아갈 것입니다.

CONTENTS

2026년 이란 전쟁 이후 정유/화학 영향

이란전쟁 후폭풍, 유가/설비차질/투자아이디어 ?	5 ~ 11
정유시장, 호황 사이클 길어진다!	12 ~ 17
석화시장, 고유가 부작용으로 사이클 회복이 지연된다!	18 ~ 22
한국 석화 구조조정, 대산→ 여수 → 울산 순서로 가시권이다!	23 ~ 27
2026년 하반기 기업 이벤트, S-Oil 샤텐프로젝트, 롯데케미칼 구조조정	28 ~ 33
2026년 하반기, 목표가 높일 만 하다! SK이노베이션, S-Oil	34 ~ 51



2026년 이란 전쟁 후폭풍

1. 2026년 이란 전쟁 이후 봉쇄에 따른 유가 영향?
2. Gulf 설비 파괴는 어떤 의미를 가지는가?
3. 투자 아이디어를 찾는다면?



황규원

화학/정유

02 3770 5607

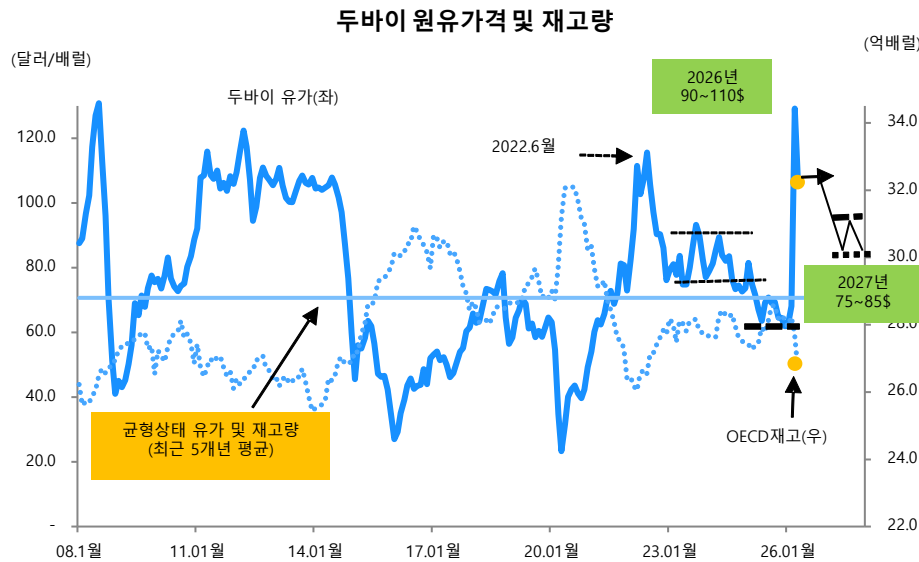
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[호르무즈 봉쇄 영향 1-1] 유가 2027년까지 80\$ 이상의 고유가 지속

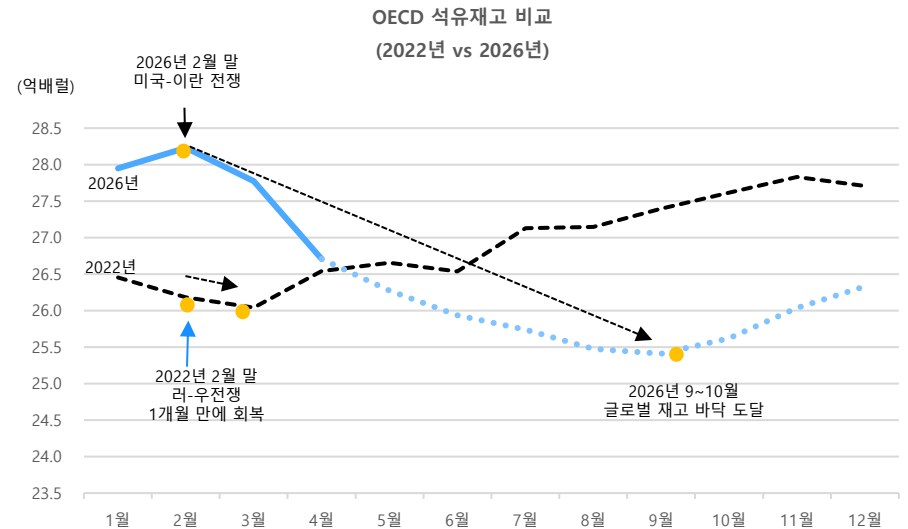
- ※ 2026년 호르무즈 봉쇄로 원유 재고량은 급감하면서, 국제 원유가격(두바이 유가)은 하반기까지 100\$ 수준의 오버 슈팅이 이어질 것. 2027년에는 75~85\$ 고유가 지속 예상
- ※ 두바이 원유가격 전망) 2022년 97\$/배럴(우크라이나 전쟁), 2023년 82\$, 2024년 80\$ → 2025년 69\$ → 2026년 호르무즈 봉쇄 100~120\$(e) → 2027년 완화시 75~85\$(e)
- 펀더멘탈 특징) 원유 수출 차질로 인해, OECD 석유 재고량은 2026년 2월 28.3억배럴에서 10월 25억배럴 수준까지 25억배럴 급감후 회복 예상. (균형 수준 28.8억배럴 지정학 프리미엄) ① 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 원유공급 봉쇄 유가 프리미엄 6\$ + ② 이란 호르무즈 봉쇄로 인한 유가 프리미엄 45 ~ 60\$ 내외로 형성됨
- ※ 2022년과 사뭇 다른 석유 수급상황 예상) 2022년에는 1개월 만에 OECD 원유재고량이 회복되었지만, 2026년 재고량 바닥 시기(수급 타이트)는 9 ~ 10월로 전망됨
- ※ 유가 레벨별 주목할 점) 40\$: 러시아의 원유생산 원가. 50\$: 미국 세일업체 이익 발생 구간. 60\$: 미국 물가 압력 낮아지는 구간. 73\$: 미국 전략비축유 평균 구매 가격

두바이유가(월별 시계열) : 2026년 2분기 110\$ → 4분기 95\$/배럴 → 2027년 75 ~ 85\$

OECD 석유재고량(원유+제품) 비교 : 2022년 러우 전쟁 vs 2026년 이란 호르무즈 봉쇄



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터

[호르무즈 봉쇄 영향 1-2] 원유 공급 부족 연말까지 이어져

※ 2026년 원유 시장 수급 전망. 호르무즈 봉쇄로, 초과 공급량 2025년 236만b/d에서 2026년 2~4분기 공급부족 발생. 2027년 점차 회복

※ 원유 수요 : 2026년 글로벌 원유 하루 수요량 1.04억배럴. 연간 수요증가 규모는 2025년 115만b/d, 2026년 10만b/d(둔화), 2027년 258만b/d(전략비축유 구매수요)

특징) ① 경제성장에 따른 증가 107만b/d, ② 전기차 확대에 따른 감소 △25만 b/d, ③ 호르무즈 봉쇄에 따른 수요 감소 △73만 b/d, ④ 2027년 전력비축유 재구매 수요

※ 원유 공급 : 2026년 글로벌 원유 하루 공급량 1.03억배럴. 연간 공급증가 규모는 2025년 298만b/d, 2026년 △314만b/d, 2027년 838만b/d

특징) 공급 변화 ① 호르무즈 봉쇄 영향 △900 ~ 1,000만b/d 감소, ② 전략비축유 방출로 350 ~ 400만b/d 증가

※ 글로벌 수급 차이, 재고량) 2026년 3월부터 석유 재고량은 4분기까지 계속 감소할 것. 2026년 2월(전쟁전) 28.2억배럴 → 4분기 26.2억배럴(바닥 도달) ...2027년 말 28억배럴 회복

월별 글로벌 원유 수급 동향 및 전망 : 2026년 3월 호르무즈 봉쇄 시작 → 정전 발표(?) 후 정상화까지 8개월 정도 시간 필요 → 2027년 전략비축유 다시 충유 수요 증가

구분 (단위)	Covid 19		러우전쟁		이란전쟁		2026년				주요 변수	2026년				연평균	2027년				연평균	
	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	1월	2월	3월		4월	1분기E	2분기E	3분기E		4분기E	1분기E	2분기E	3분기E		4분기E
	연평균	연평균	연평균	연평균	연평균	연평균	연평균	%yoy														
글로벌 수요량 (만배럴/일)	10,118	9,228	9,762	9,995	10,185	10,281	10,397	10,261	10,468	10,233	10,317	-0.1%	10,321	10,387	10,495	10,425	10,407	10,528	10,681	10,757	10,694	10,665
수요증감	101	890	534	233	190	96	116	89	148	32	11	-0.1%	-145	66	108	-70	10	103	154	76	-63	258
미국	2,054	1,812	1,988	2,001	2,027	2,046	2,061	2,065	2,114	2,053	2,069	2.4%	90	-10	-	-41	107	207	295	262	269	144
EU	1,476	1,443	1,311	1,351	1,345	1,347	1,342	1,251	1,324	1,307	1,325	-3.5%	[세부 항목]				25					
중국	1,423	1,245	1,527	1,515	1,619	1,637	1,660	1,668	1,697	1,661	1,719	2.5%	① 정상 경제성장에 따른 수요증가				72					
인도	486	437	468	502	527	560	567	589	602	592	593	4.0%	② 전기차 판매에 따른 수요감소				114					
													③ 호르무즈 유가상승에 따른 수요변화									
													④ 글로벌 전략비축유 충유 수요									
글로벌 공급량 (만배럴/일)	10,060	9,427	9,567	9,998	10,220	10,331	10,633	10,605	10,886	9,706	9,455		10,320	9,814	10,299	10,767	10,320	10,973	11,134	11,222	11,304	11,158
공급증감	43	633	140	431	222	110	303	323	552	-775	-994		-528	-506	485	468	314	206	161	88	82	838
OPEC	2,980	2,561	2,627	2,752	2,690	2,709	2,923	2,983	3,075	2,127	1,962		-46	-708	-498	-81	-	653	1,320	923	537	
사우디아라비아	978	922	911	1,043	954	902	933	985	1,050	730	680		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
이라크	470	407	406	445	433	440	433	433	440	155	120		-10	-7	18	-	9	-	-	-	-	7
UAE	314	281	272	306	295	328	460	478	484	297	270		-254	-704	408	401	9	154	48	5	4	7
이란	228	196	239	254	287	331	338	335	339	325	315		-7	-17	8	7	-11	4	1	-	-	10
쿠웨이트	272	245	242	270	259	246	249	256	256	115	50		-6	14	9	9	11	6	5	5	5	29
나이지리아	165	154	130	111	124	128	141	137	135	135	145		-24	21	-13	12	7	21	19	-2	11	45
리비아	109	36	116	98	115	109	129	132	129	125	130		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
앙골라	142	124	111	115	117	116	106	98	101	110	106		-148	108	56	38	79	21	66	101	62	225
알제리	102	90	90	100	97	91	93	96	98	97	98		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
베네주엘라	83	50	56	69	74	83	94	78	91	95	99		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
콩고	32	28	26	28	26	24	24	24	25	25	26		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
가봉	20	17	18	20	20	22	24	24	24	23	24		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
적도기니	12	11	10	9	6	6	5	6	4	5	5		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미국	1,225	1,132	1,124	1,191	1,293	1,323	1,358	1,324	1,363	1,373	1,375		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
러시아	1,054	1,051	962	975	958	916	912	920	915	915	880		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
캐나다	550	524	553	570	576	600	627	645	645	644	621		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
브라질	550	524	553	570	428	428	465	445	462	455	488		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
수요량-공급량 (만배럴/일)	58	199	195	3	35	49	236	344	417	527	862		1	573	195	342	87	445	453	465	610	493
OECD 재고량 (억배럴)	29.0	30.9	28.5	26.9	27.9	27.9	27.9	27.9	28.2	27.8	26.7		28.0	26.4	25.9	26.2	26.6	27.0	27.8	28.6	29.7	28.3
두바이유가 (달러/배럴)	63	42	69	97	82	80	69	62	68	129	108		92	108	105	95	100	88	81	74	77	80

[호르무즈 봉쇄 영향 1-3] Gulf 지역 정유설비 300만b/d 파손 의미?

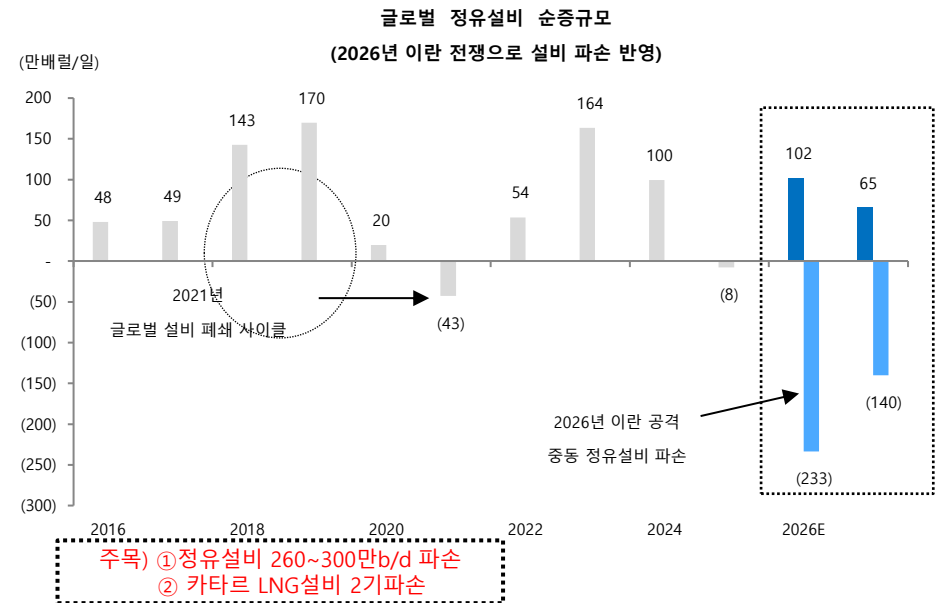
- ※ 2026년 3월 ~ 4월초 이란은 'Gulf만 국가의 에너지 생산/정제/수출 기지에 대해 집중적인 공습'을 감행함. 설비 차질이 해소되기 전까지 중동산 에너지 공급이 정상화되기 힘들어 보임
- ※ Gulf 지역 생산설비 차질 현황) 이란이외 Gulf 6개국 40개 이상 광구/정제설비/수출터미널 피격 + 이란 내 40개 플랜트 파손
 중요설비 파손 : 사우디 Sadra 55만b/d, UAE 르와이스 92만b/d, 카타르 Peal GTL 14만b/d(+LNG터미널 1,270만톤/년), 바레인 Sitra 38만b/d, 쿠웨이트 KPC 80만b/d
- ※ Gulf만 40개 플랜트 파손에서 기억할 것)
 - ① Gulf만 원유/가스 수출기지 설비 파손으로 원유 생산 및 수송 차질 규모 → 최소 700 ~ 최대 1,500만b/d → 종전 이후 약 8개월에 걸쳐 점차 복원될 수 있음
 - ② 이란 전쟁이 종료되더라도, Gulf만 지역 정유설비 280만b/d 및 천연가스 1,270만톤 재건에 12 ~ 18개월 이상 필요 → 항공유 공급차질, 나프타 공급 차질 지속

2026년 이란 전쟁, Gulf만 에너지 설비 스트라이크 : 정유설비 280만b/d + 천연가스 1,300만톤

설비 카테고리	국가	설비명	설비 규모	피해 영향	복구 예상 기간
운영 설비	카타르	라스라판 LNG 4호 트레인	470만톤/년	글로벌 LNG 수요 3% 차질	3~5년
		라스라판 LNG 6호 트레인	800만톤/년		3~5년
		Pearl GTL 2호 트레인	1.6 bcf/d 피드 가스	트레인 1기 손상, 전체 생산 중단	약 1년
		Pearl GTL 2호 트레인	GTL정유설비 14만b/d	트레인 1기 손상, 전체 생산 중단	약 1년
	사우디아라비아	Al jubail 정유공장(Satorp)	55만b/d	일부 유닛 예방 섯다운	1~3개월
		안부 SAMREF 정유공장	40만b/d	제한된 피해 예상	1~3개월
	쿠웨이트	미나 말 아흐마디 정유시설	34.6만b/d	운영 유닛 피해 및 재공격	1~6주
		미나 알둘라 정유시설	45.4만b/d	운영 유닛 피해 및 화재	1~4주
	UAE	샤 가스 플랜트 / 샤 가스전	420만톤/년	UAE 국내 가스망 공급 중단	2~6개월
		합산 가스 처리 단지	6.1 bcf/d	일시 중단 후 재가동	약 4일
		바브 유전	45만b/d	미확인	수일~수주
		푸자이라 터미널	1,800만 m³ / 100만b/d	적재 제한	1~6주
		Rewais 정유공장	92.2만b/d	셋다운	2~8주
바레인	Sitra 정유공장(BAPCO)	38만b/d	불가항력 선언	2~8주	
이라크	사르상 유전	3만b/d	생산 중단 보도 (피해규모 미확인)	1~3주	
	라나스 정유공장	7.5만b/d	가동 중단 보도 (피해규모 미확인)	1~4주	
	사우스 피르스 가스전	이란 가스 70~75%	미확인	2주~12개월	
이스라엘	하이파 정유공장	19.7만b/d	생산설비 운영 지속 및 재가동	수일~수주	
저장탱크-항만-터미널	쿠웨이트	쿠웨이트 공항 연료 저장탱크	미공개	제한된 피해 예상	수일~2주
	UAE	무사파 연료 저장 터미널	미공개	영향 없음	수일~2주
	오만	두름 상업용 연료 저장탱크	미공개	제한된 피해 예상	수일~2주
설비 규모 미공개	이란	살랄라 항 원유 저장 및 연료탱크	간 처리량 600만 톤	운영 중단	1~3주
		메사이에드 산업단지	미공개	산업단지 피해	미확인
		아실후예 산업 허브	미공개	운영 차질	2주~12개월
		아크다시에 저장기지	미공개	9개 저장지점 피해	수주~수개월
		이스파한 가스 스테이션	미공개	가스 설비 피해	수일~4주
		호람사르 발전소 가스 파이프라인	미공개	파이프라인 영향	수일~수주

자료: 언론 내용을 유인타증권 리서치센터에서 취합

글로벌 정유설비 증설과 중동 Gulf만 설비 차질 : 2026년 순증설 102만톤 < 파손 △280만b/d

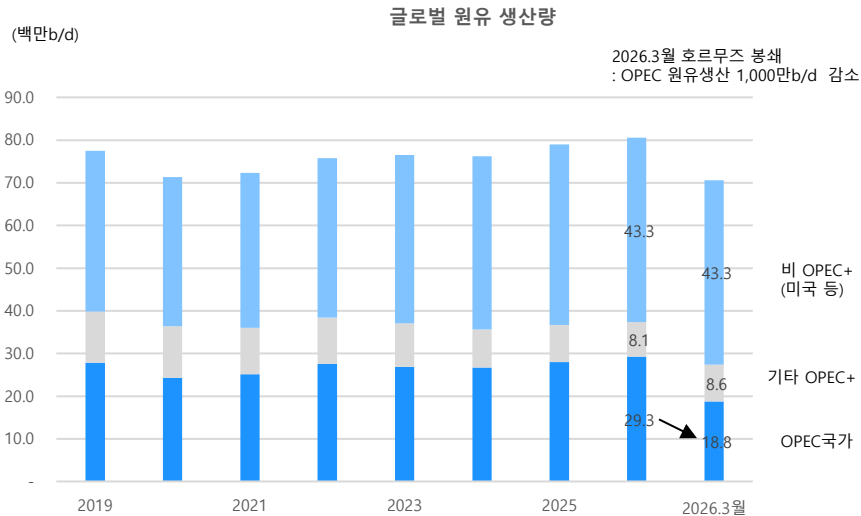


자료: Rysted Energy

[호르무즈 봉쇄 영향 1-4] 글로벌 비축유 방출 이후, 재충유 수요 1년 진행

- ※ '호르무즈 봉쇄에 따른 원유공급 차질'에 대한 영향을 줄이기 위해, IEA(국제에너지 기구)는 '전략비축유 4억배럴 방출 + 소비 통제 가이드' 를 제시함
- ※ 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 원유공급 차질 규모) OPEC 원유 공급량 일 2,930만배럴 → △ 1,000만배럴/일 수송 차질 → 봉쇄 후 2,000만b/d 공급
사우디 △200만b/d(전쟁전 1000만b/d), 이라크 △150만b/d 차질(430만b/d), UAE △150만b/d(360만b/d), 쿠웨이트 △200만b/d(260만b/d), 카타르/바레인 △200만b/d
- ※ IEA 전략비축유 방출에서 기억할 것) 2026년 4 ~ 7월 동안 4억배럴 원유를 주요국의 정부 보유 전략비축유를 민간에 공급하기로 결정함(일평균 공급량 350만배럴 수준)
 - ① IEA 전략비축유 방출 350만b/d 규모는 걸프만 원유 공급차질 △900 ~ △1,000만 배럴에 미달함. 하루에 순공급 부족 △550 ~ △650만b/d 상황이 이어짐
 - ② 2027년, 전략비축유 재구입 이슈가 등장할 것. 방출 후 6개월 ~ 1년 이내에 충유 의무가 있음. → 하루에 150만b/d를 구매해야 하는데, 국제유가가 75 ~ 85\$ 수준을 지지하게 됨

OPEC+의 원유 공급량 : 2026년 3월 호르무즈 통제 영향으로 △1,000만b/d 감소



자료: 미국에너지정보청, 유안타증권 리서치센터에서 취합

호르무즈 봉쇄로 인한 원유공급 차질 △970만배럴 vs IEA 전략비축유 방출 360만배럴

[OPEC+ 원유 차질]	2026년			주요 내역
	2월 백만b/d	3/10일 호르무즈 봉쇄 백만b/d	3월 백만b/d	
사우디	10.2	-2.0	8.2	호르무즈 라스타누라 항구에서 통제 안부 항구로 수출 전환
이라크	4.3	-3.0	1.3	쿠르드 자치구를 통해 30만b/d를 지중해로 판매 가능
UAE	3.6	-1.5	2.1	르와이스 항구 생산 중단, 푸자이라 항구에서 수출
카타르	1.9	-1.5	0.4	
바레인	0.5	-0.3	0.3	
쿠웨이트	2.6	-2.0	0.6	
이란	3.5	0.0	3.5	원유 수출 변화 없음
러시아	9.0	0.5	9.5	1개월 간 한시적으로 원유 1600만배럴(일 50만b/d) 수출 허용
소 계		-9.7		호르무즈 봉쇄로, 원유 생산 차질 970만b/d

[IEA 전략비축유 방출]	총방출 물량 백만배럴	일공급량 백만/일	방출기간 일	주요 내용
미국	170	1.4	120	미국 정부는 120일동안 SPR 방출 기간 설정함
일본	80	0.9	90	
한국	22	0.2	90	한국은 90일동안 방출을 결정함
독일	20	0.2	120	
영국	14	0.1	120	
프랑스	12	0.1	120	
이탈리아	10	0.1	120	
기타	73	0.6	120	
소 계	400	3.6	112.5	(2026.3.16일 부터 방출)

자료: IEA, 언론 내용을 유안타증권 리서치센터

[호르무즈 봉쇄 영향 1-5] 투자 아이디어, 한국 에너지 자급에 기여하는 기업

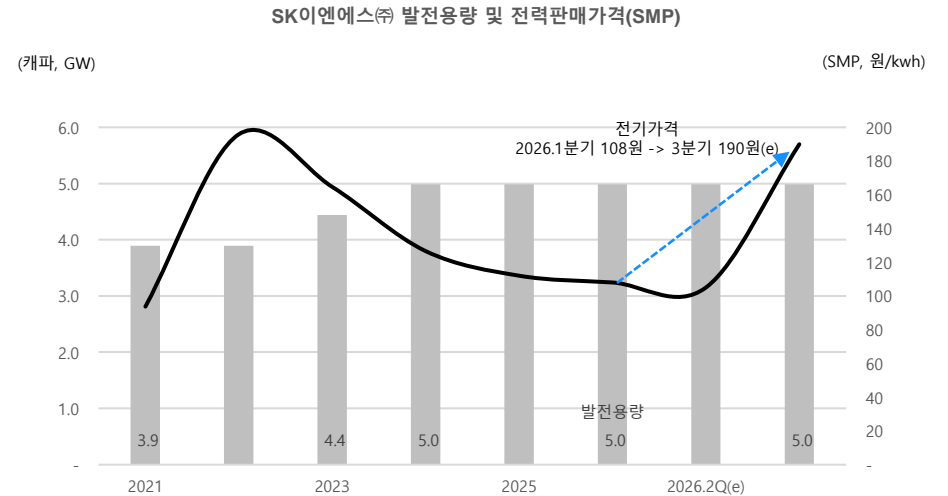
- ※ 호르무즈 봉쇄 영향에서 찾을 수 있는 투자 아이디어는 2가지임. 1차 수혜(한국에 에너지를 안정적으로 공급하는 기업), 2차 수혜(중동 에너지 인프라 Rebuilding 수혜 기업)
- ※ 1차 수혜 : 원유/천연가스 공급 차질에도 안정적으로 한국에 에너지를 공급할 수 있는 기업 중요성이 부각될 것
 - ① 호르무즈 봉쇄로도 원유 조달에 문제가 없어서, 정유설비를 90% 이상 가동할 수 있는 기업
 - S-Oil(주), 사우디 Aramco(주) 증손자회사로, 원유 90%(하루 소비량 65만 b/d)를 사우디 라스타누라 항구(호르무즈 내해)에서 홍해 안부 항구로 우회로를 통한 조달 가능
 - ② 호르무즈 봉쇄에도 해외 원유/천연가스 광구에서 직접 한국으로 도입해, 에너지(전기 등)를 안정적으로 공급할 수 있는 기업
 - SK이노베이션(주), 해외자원개발로 10만b/d 자급 + 천연가스 연간 300만톤 직도입으로 5GW LNG발전소 가동해 전기에너지 공급

2026년 호르무즈 해협 봉쇄 피난처 사우디 안부 항구(홍해) : S-Oil(주) 원유 90%를 우회 선적 중



자료: Nate news

한국 전력도매가격(SMP, kwh 당) : 2026년 1분기 108원 → 3분기 180~200원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

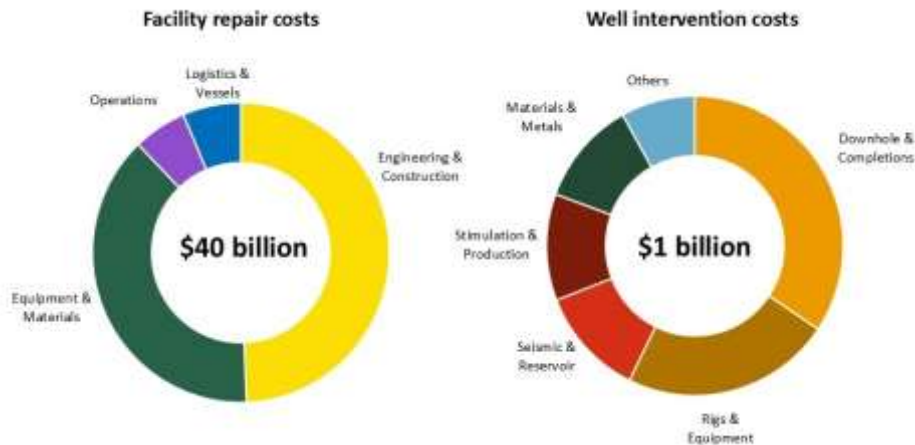
[호르무즈 봉쇄 영향 1-6] 투자 아이디어, 에너지 인프라 Rebuilding

※ 2차 수혜 : 2026년 이란 호르무즈 전쟁이 종료되면, 에너지 시스템에 3가지 Rebuilding(재건)이 반드시 필요함

- ① 호르무즈 봉쇄로 타격이 큰 에너지 부족국가 → 원유 및 석유제품(항공유, 휘발유) 전략비축유 확보를 위한 경쟁 예상
- ② Gulf만 40개 플랜트 파손 설비를 즉각 재건해야 함 → 최소 50조원 규모로, 12개월 ~ 2년 정도 소요될 것
- ③ 호르무즈 내해국의 수출 루트를 홍해 및 지중해로 다변화하는 투자가 시작될 것 → 쿠웨이트-사우디 파이프라인, 카타르-이라크-터키로 이르는 LNG 파이프라인, UAE 르와이스-푸자이라 파이프라인, 오만의 무산담 프로젝트(150조원/30년 소요되는 운하 프로젝트)
- ④ 아시아 각국에서 전략비축유 저장 설비(오일, LNG터미널) 확충 → 기존 IEA에서는 석유수입량의 90일분을 권고했지만, 이번 사태로 턱없이 부족했기 때문

2026년 Gulf만 에너지 플랜트 복구 수요 : 최소 60조원

중동지역 원유 수출 파이프라인 : 전쟁 종료 이후, 홍해/지중해로 에너지 수출 루트 확보 경쟁



자료: Rystad Energy(2026.4.15일)

자료: EIA



이란 전쟁과 정유 사이클 변동

1. 정유 장기 사이클 위치
2. 정제마진 현황
3. 업황 및 스프레드 전망
4. 호르무즈와 글로벌 수급 데이터



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

정유/화학 산업 분석 Tool : 사이클 추적은 무엇 봐야 하나?

※ 정유 및 석유화학은 대표적인 사이클 산업. 사이클이라 함은 Free Cash Flow(또는 영업이익률)가 일정한 주기 4~6년으로 등락을 반복함을 의미함

※ Free Cash Flow = EBITDA - 세금 - 투자비 - 금융비용 - Δ Net Working Capital - 사회적 탄소비용

핵심 요인) 영업이익 = (단위당 ASP - 단위당 Cost) x Capa + 재고손익

※ 사이클 추적 핵심 변수 : ① Δ Oil 가격 변화, ② Δ 제품 수급을 변화(수요, 증설), ③ Δ 해당기업의 Capa 변환

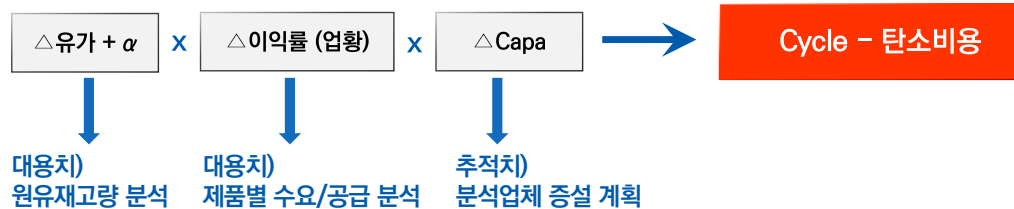
영업활동 Free Cash Flow

$$= \text{EBITDA} - \text{세금} - \text{이자비용} - \text{Capex} + \Delta \text{Net working Capital} - \text{탄소비용}$$

$$= \text{EBIT } t \sim (t+f) - \text{탄소비용}$$

$$= (\text{ASP} - \text{Cost}) \times Q + \Delta \text{Inventory} - \text{탄소비용}$$

$$= \text{ASP} \times \frac{(\text{ASP} - \text{Cost})}{\text{ASP}} \times Q + \Delta \text{Inventory} - \text{탄소비용}$$

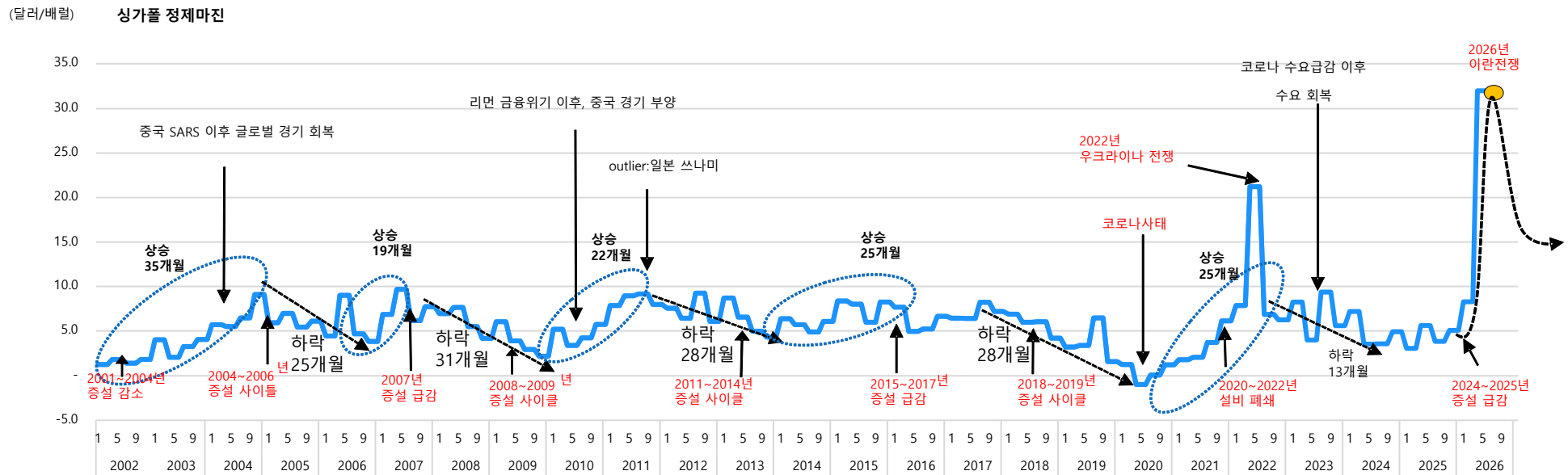


[정유 사이클 2-1] 2026년 수급 타이트 한데, 호르무즈 호재 발생

※ 정유업종은 대표적인 사이클 산업으로, 사이클 발생 원인은 정유제품 수급밸런스가 변동하기 때문임. 정유제품의 수급 밸런스를 추적할 수 있는 대응치로, '정제마진'을 주로 사용함
 과거 사이클 패턴 특징) 최근 25년 동안 5번의 사이클(상승-고점-하락-바닥) 흐름이 있었음. 상승기간과 하락기간이 유사하게 나타났다는 특징이 있음
 상승 사이클 기간은 최소 14개월 ~ 최장 35개월(평균 반등기간 25개월) 하락 사이클 기간은 최소 13개월 ~ 최장 31개월(평균 하락기간 25개월)
 ※ 2021년 ~ 2022년 상승 급등사이클 : 2020년 Covid로 저점 후, 2022년 2분기에 최고치 도달(25개월). 정상적인 사이클 회복 이외에 2022년 우크라이나 전쟁도 크게 영향을 미침
 ※ 2022년 3분기 ~ 2024년 cool down: 우크라이나 전쟁 영향으로 급등했던 outlier가 소멸되는 과정
 ※ 2025 ~ 2027년 : 증설 감소로 견조한 업황 지속는 시기. 2026년 3월, 호르무즈 봉쇄로 아시아 정유설비 가동 차질 발생으로, 사이클 이상 급등. 2027년 진정 예상

2000 ~ 2026년 아시아 정유업황(대응치 : 싱가포르정제마진) 고찰,

정제마진 = (휘발유/등경유/BC/나프타/LPG 가중평균 가격 - 두바이 원유가격)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[싱가폴 정제마진 2-2] 2026년 3 ~ 4월 초 강세 이후, 5월부터 쿨 다운

※ 월별 싱가포르 정제마진 현황 : 2022년 10.8\$(우크라이나 전쟁), 2024년 4.8\$, 2025년 4.4\$ → 2026년 1월 5.4\$ → 3월 호르무즈 봉쇄 → 4월 39\$ → 5월 23\$/배럴

정제마진 밴드 : 손익분기점 4 ~ 4.5\$, 평균 6.4\$, 고점권 9.0\$

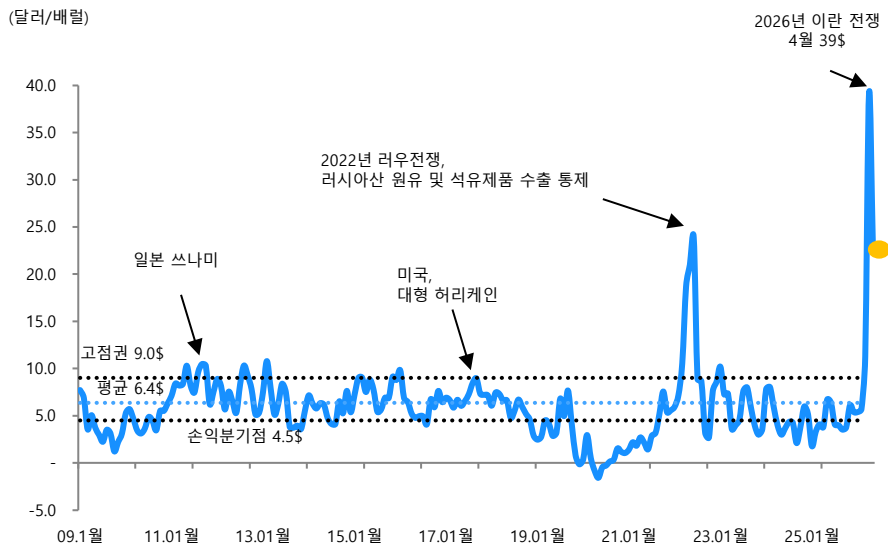
참고로, 싱가포르 정제마진은 싱가포르 가상의 정유회사를 기준으로, Datastream에서 발표하고 있는 자료임

※ 2026년 상반기 석유 정제시장 특징 : 3월 호르무즈 봉쇄로, 아시아 정유설비 가동을 차질 우려 커짐

수요 특징) ① 호르무즈 봉쇄 이후, 글로벌 석유제품 수요 성장율은 1.3%에서 0%로 줄어들기 시작함. ② 에너지 부족 국가를 중심으로, 하반기 에너지 수요 통제 이어질 것

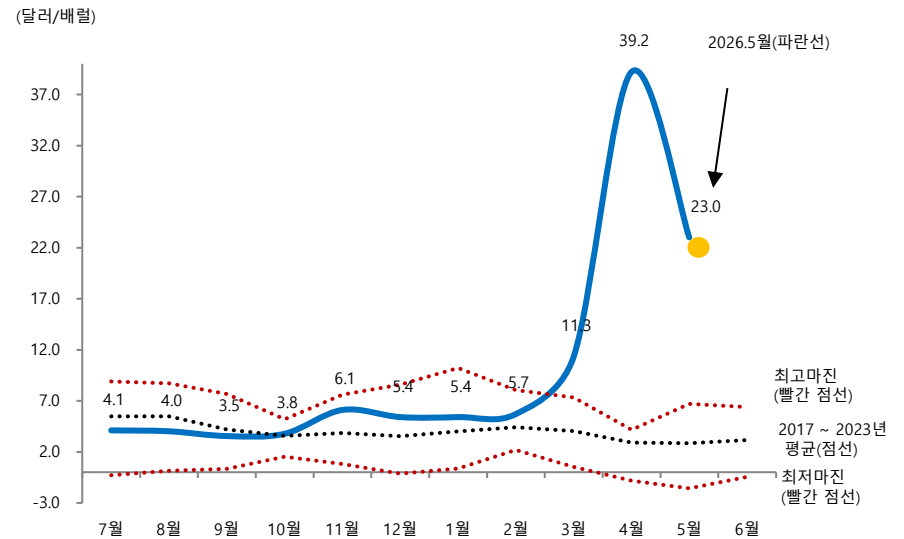
공급 특징) ① 호르무즈 봉쇄 초기, 글로벌 정유가동을 12% 낮아짐(=원유공급 차질 900만b/d + 중동 설비 피격 300만b/d), ② 하반기, 전략비축유 방출 효과로 차질 규모 축소

월별 싱가포르 복합정제마진 동향



자료: datastream

싱가폴 정제마진 월간 변동

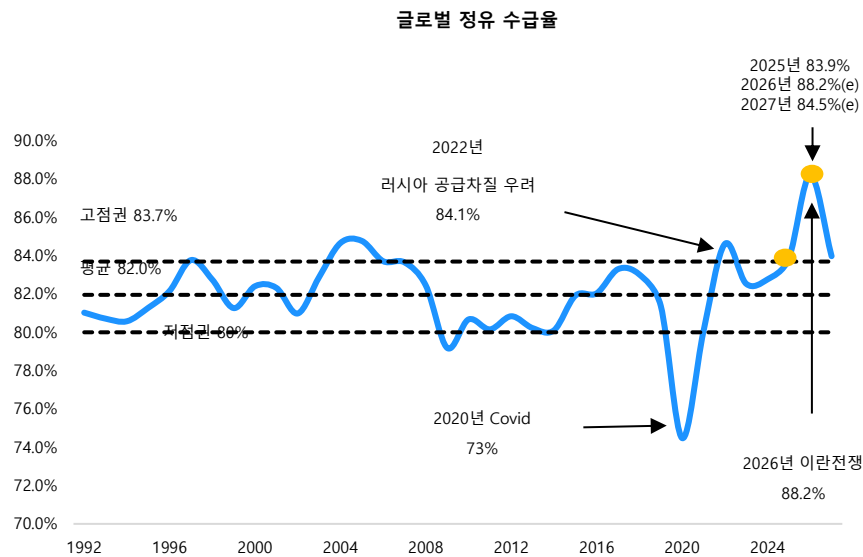


자료: 유안타증권 리서치센터

[정유업황 전망 2-3] 연말까지 정제마진 10 ~ 15\$ 초강세 지속 (2025년 6.4\$)

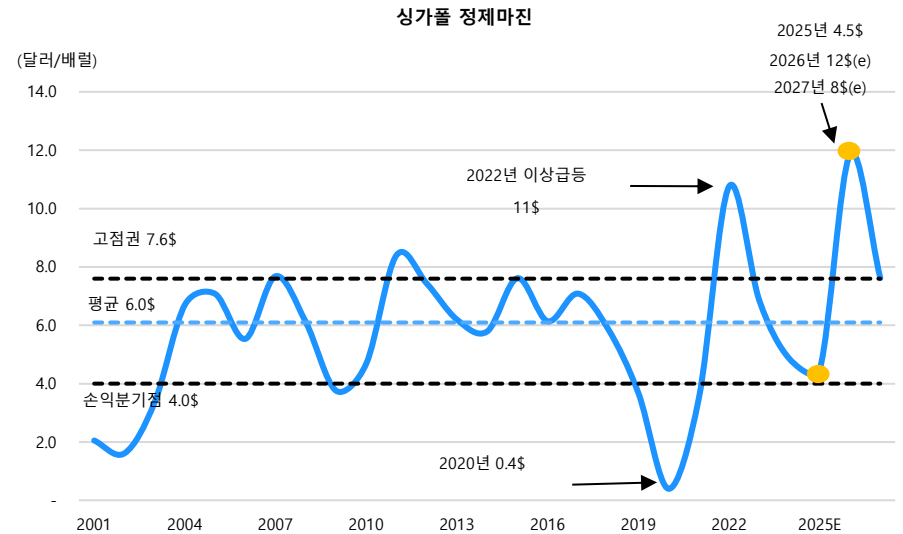
- ※ 호르무즈 봉쇄 영향을 반영하면, 글로벌 정유업황은 2026년 말까지 초강세가 이어질 전망. 2027년 과거보다 높은 호황수준 수준으로 낮아질 것. 참고로, 정유업황은 수급율로 판단함
- ※ 2026년 글로벌 수급율 전망(=수요량/생산개파) : 2026년 초호황 수준인 88%까지 급등, 2027년 호황수준인 84.5%로 진정 (판단 기준 : 불황권 80%, 평균업황 82%, 고점권 84%)
연간 수급율 추이 : 2022년 84.6%(우크라이나 전쟁), 2023년 82.5%, 2024년 82.8%, 2025년 83.9%, 2026년 88%(e), 2027년 85%(e)
- ※ 2026년 싱가포르 기준 복합정제마진 전망 : 배럴당 10~15\$ 흐름이 연말까지 이어진 후, 2027년 7\$ 수준으로 안정 흐름 전망 (판단 기준 : 손익분기점 4\$, 평균 6\$, 고점 8\$)
연평균 흐름(평균치 6\$/배럴) : 2022년 10.6\$(우크라이나 전쟁), 2023년 5.8\$, 2024년 4.8\$, 2025년 6.4\$, 2026년 11\$(e), 2027년 7\$/배럴
- ※ 정제마진 변수 전망 : ① 호르무즈 봉쇄에 따른 정제설비 가동차질 2027년까지 이어질 것 ② 종전이 되더라도, 에너지 부족국가에서 경쟁적인 전략비축용 구매 움직임이 이어질 것

글로벌 정유 업황(수급률= 수요/Capa) : 2026년 88.2%로 급등(2025년 83.9%)



자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

싱가포르정제마진 : 2026년 연말까지 10~15\$로 강세 이어진 후 2027년 진정(2025년 6.5\$)



자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

표. 글로벌 업체별 정유설비 증설: 2026년 공급차질 △605만b/d

지역 구분	2022년 (만b/d)	2023년 (만b/d)	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)	2028년 (만b/d)	2029년 (만b/d)	2030년 (만b/d)
아메리카	Petroperu(페루) 3.3 GCC(미국) 5.0 Phillips66(미국, Belle Chasse) - 24.7	Exxon Mobil(Beaumont,미국) 25.0 NLR(캐나다) 3.5	Phillips66(미국, Rodeo) - 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 베이오징유) 5.0	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q) - 26.4 Phillips66(미국, California, 4Q) - 13.9 Olmeca(멕시코) 34.0	Valero(미국, California, 4월) - 17.0				Petrobras(브라질) 11.5
소 계	- 16.4	28.5	- 7.5	- 6.3	- 17.0	-	-	-	11.5
유럽	Donges(프랑스) 22.2 Ukratnafta(우크라이나) - 20.1		Eni(이탈리아, Livorno) - 12.0	Shell(독일, Rheinland) - 14.7 Gelsenkirchen(독일) - 8.0 Grangemouth(영국) - 13.1					
소 계	-	-	- 12.0	- 35.8					
동유럽	Scrap - 12.0 SOCAR(아제르바이잔) 3.0 HISK Refinery(러시아) 7.0	Uzbekneftegaz(우즈베키스탄) 10.0	Yaysky(러시아) 3.0		Novoskhtinsk(러시아) 5.0 Seydi(투르크메니스탄) 2.0 Ordabasy(카자흐스탄) 4.0 Danghara(타지스탄) 1.0				
소 계	10.0	10.0	3.0	-	12.0	-	-	-	-
아프리카	Trinity Energy(남수단) 2.5 natref Refinery(남아공) 10.8		Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0				Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0 Dangote Oil Refinery 2(나이지리아) 75.0		
소 계	- 14.7	11.0	65.0	-	-	-	-	-	85.0
아시아	중국 Rongsheng Petrochemical(II,2분기) 20.0 Shenghong Petchem 32.0	Sinopec Hainan 10.0 Petrochina PDVSA-Jieyang(1H) 40.0 Hebei Xinhai 17.0		Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Sinopec Zhenhai(중국) 25.8 CNOOC Dixie 12.0 Petrochina Dalian(중국, 3분기) - 41.0 Dalian2 - 8.0 Dalian 2 - 12.0	CNPC(Karamay) 10.0 Changling Petchem(합병) - 23.0	Huajin Aramco Petrochemical 30.0 Qilu petchem 7.0			Aramco/Sinopec Gulei 32.0
중국 소 계	42.0	67.0	- 8.0	24.8	- 13.0	30.0	7.0		32.0
일본	Eneos(4Q) - 11.2	Eneos(4Q) - 11.9	Idemitsu(yamaguchi, 1Q) - 12.0						
한국					S-Oil 6.0				
인도		Nagarjuna Oil 12.0	Visakhapatnam2 7.0		Hindustan Petroleum(Rajasthan) 18.0 Numaligarh Refinery 10.0 Indian Oil(Panipat) 20.0 Indian Oil-koyali 8.1	Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil-Barauni 7.1 Indian Oil-Barauni 13.1			10.0
태국					Petamina-balikpapan 10.0	Thai Oil 12.5			
인도네시아					Petamina-balikpapan 10.0				
몽골리아	Mongolsekiu 3.0			MEIL 3.0					
아시아 소 계	58.8	71.1	-13.0	27.8	59.1	65.4	7.0	0.0	42.0
중동	Scrap - 18.0								
이란		NIOC-Abadan 20.0			NIOC-Siraf 6.0 Persian Gulf Star(스플리터) 12.0		NIOC-Abadan - 23.5 DHI Qar 10.0		- 23.5
쿠웨이트			KNPC-AI-Zhour 61.5						
이라크			Karbala Refinery(3Q) 14.0	Basra refinery 6.5	Maysan Refinery 7.0		Diwanya refinery 7.0		10.0
바레인			Bahrain Petroleum-sitra -11.3		Bahrain Petroleum-sitra 22.5				
소 계	3.0	43.0	64.2	6.5	47.5	-	6.5	-	13.5
글로벌 신규증설 합계	53.5	163.6	99.7	- 7.8	101.6	65.4	85.5	11.5	28.5
[글로벌 수급]									
글로벌 상압정제 capa(병목)	10,191	10,354	10,454	10,446	10,548	10,613	10,699	10,710	10,739
Capa 증감	54	164	100	8	102	65	86	12	29
지정확변수	315	315			605	405			
글로벌 상압정제 capa(유료)	9,876	10,354	10,454	10,446	9,943	10,413			
글로벌 정제량	8,356	8,546	8,652	8,760	8,770	8,912	8,953	9,014	9,076
수요 증감	230	190	106	108	10	142	40	61	62
글로벌 설비 가동률(유료)	84.6%	82.5%	82.8%	83.9%	88.2%	84.0%	83.7%	84.2%	84.5%



이란 전쟁과 석화 사이클 변동

1. NCC설비 장기 사이클 위치
2. 에틸렌 스프레드 현황
3. 업황 및 스프레드 전망
4. 호르무즈와 글로벌 에틸렌 수급 데이터



황규원

화학/정유

02 3770 5607

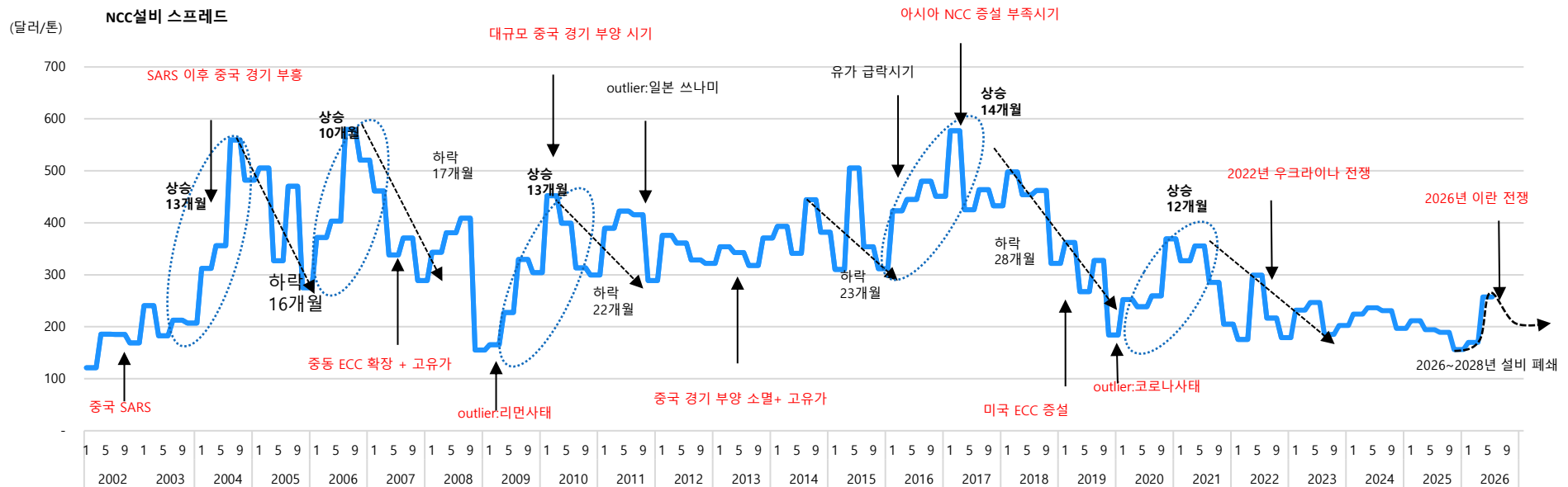
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[석화 사이클 3-1] 2026 ~ 2027년 글로벌 폐쇄 사이클인데, 복병 발생 ...

- ※ 석화업종도 대표적인 사이클 산업으로, 수급 밸런스(업황)를 추적할 수 있는 대용치는 '석화 스프레드'를 사용함. 특히, 나프타에서 액체제품을 만드는 'NCC 설비 스프레드'가 핵심인 사이클 패턴) 최근 25년간 사이클은 5번이 발생되었음. 상승기간이 짧고 반등폭이 큰 반면, 하락 기간은 길게 진행되었다는 특징이 있음
상승 사이클 기간은 최소 10개월 ~ 최장 14개월 (평균 반등기간 12개월) 하락 사이클 기간은 최소 16개월 ~ 최장 28개월(평균 하락기간 20개월)
- ※ 2021년 ~ 2022년 말 하락 사이클 : Covid 바닥 후 2021년 상반기 재난지원금 지급에 따른 내구재 수요회복 이후, 하락사이클에 진입함
- ※ 2022년 4분기 ~ 2025년 상반기 : 글로벌 수요 부진으로 바닥 도달 후 약세권에서 박스권 등락 진행. 특히, 2025년에는 미국의 상호관세 문제로, 글로벌 석화제품 수요 위축이 발생됨
- ※ 2025년 하반기 ~ 2027년 회복 사이클 : 사상 처음으로 글로벌 폐쇄 사이클에 진입 시기. 그런데, 3월 호르무즈 봉쇄로 아시아 NCC업체 공급 복병으로 회복 늦어져...

2000 ~ 2026년 NCC 사이클(대용치 : NCC설비 스프레드) 고찰

$$\text{NCC설비 스프레드} = (\text{에틸렌} + 0.58 * \text{프로필렌} + 0.33 * \text{부타디엔} / 2 + 0.38 * \text{벤젠} + 0.22 * \text{톨루엔} + 0.15 * \text{자일렌}) - \text{나프타}$$

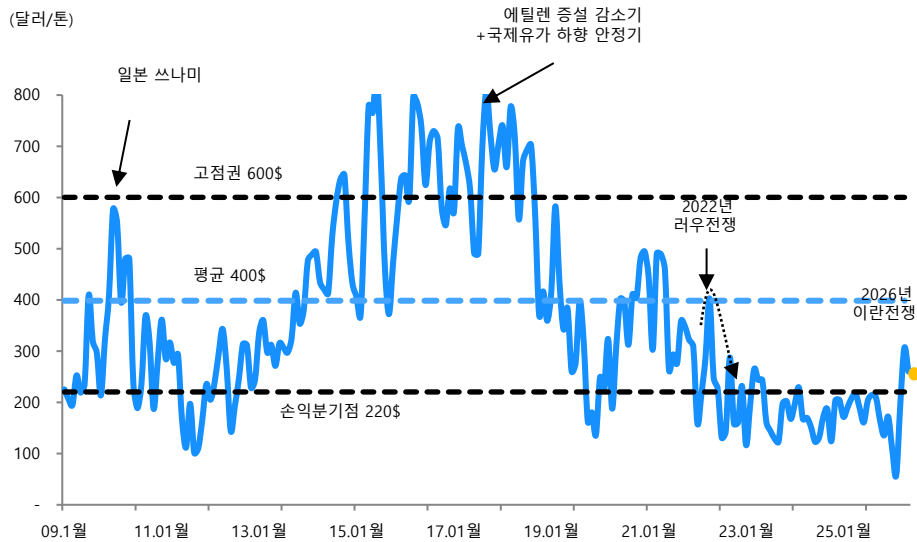


자료: 유안타증권 리서치센터

[에틸렌 스프레드 3-2] 2026년 3 ~ 4월 반등 후, 5월 이후 다시 조정

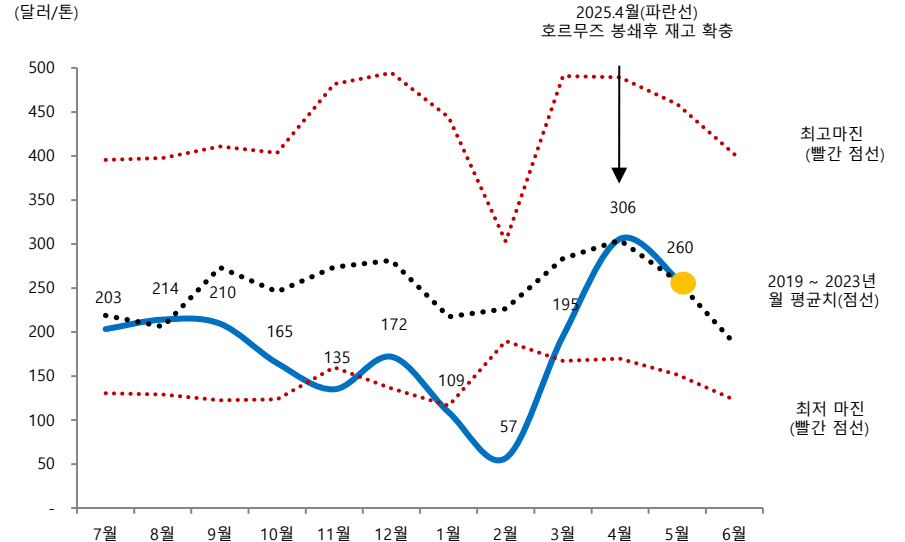
※ 에틸렌(석화 대표제품) 스프레드 추이 : 2022년 220\$(우크라이나 전쟁), 2024년 170\$, 2025년 187\$ → 2026년 2월 57\$ → 3월 호르무즈 봉쇄 → 4월 306\$ → 5월 260\$/톤
 스프레드 밴드 : 손익분기점 220\$, 평균 400\$, 고점권 600\$/톤
 참고로, 국내 업체별 구성은 LG화학(에틸렌 캐파 330만톤), 롯데케미칼(233만톤), 여천NCC(229만톤), 대한유화(90만톤)
 ※ 2026년 상반기 에틸렌 시장 특징 : 3월 호르무즈 봉쇄로, 나프타 구입 난제 발생 → 2분기 나프타 폭등 및 물량 확보 어려움 본격화
 수요 특징) ① 3 ~ 4월 호르무즈 봉쇄 직후, 포장재 등 범용제품 중심으로 Restocking 확보 수요 발생 ② 5월 이후, 고유가 등의 영향으로 구매 수요 약세 국면 진입
 공급 특징) ① 아시아 석화 설비 폐쇄 계획은 예정대로 진행 ② 3월, 호르무즈 봉쇄로 중동 및 아시아 NCC 설비 가동 20 ~ 30%p 하락(나프타 공급 부족 때문)

월별 에틸렌 스프레드(=에틸렌-나프타) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

석화 대표제품 에틸렌 스프레드(=에틸렌-나프타) 월간 변동



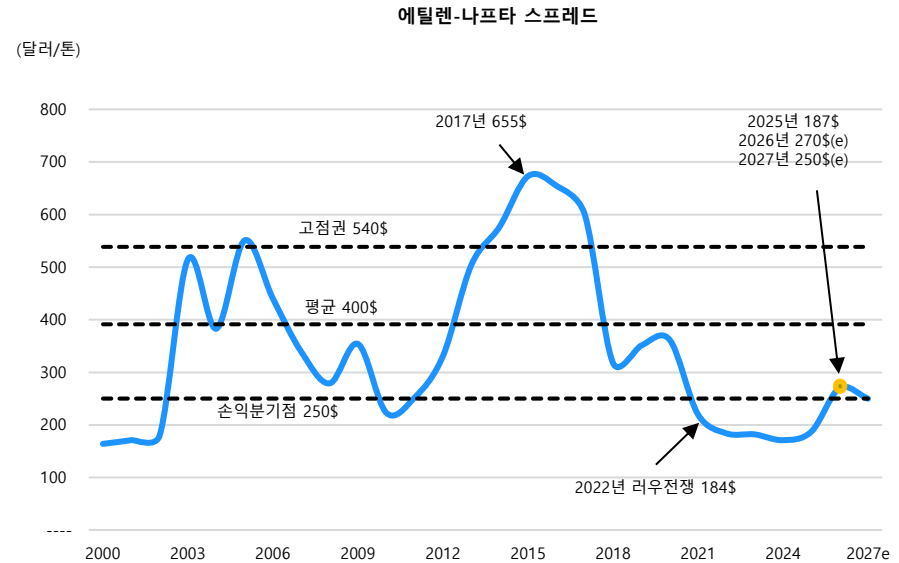
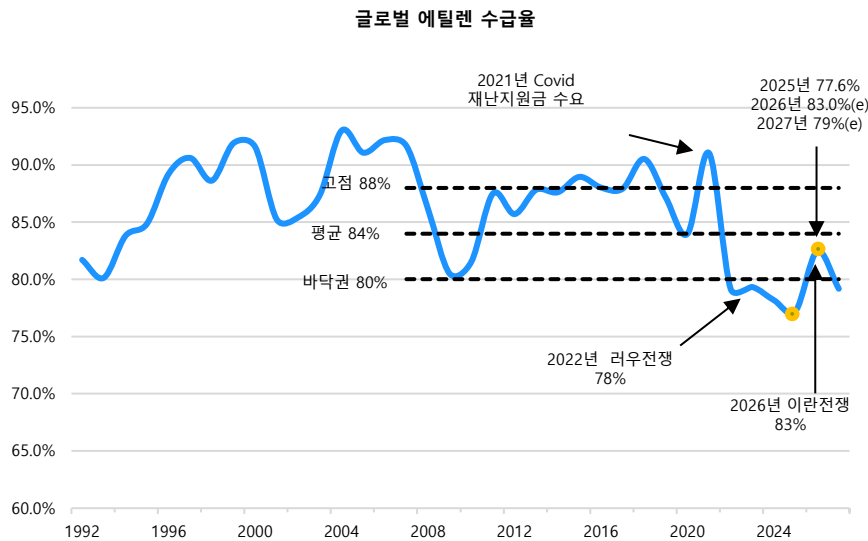
자료: 유안타증권 리서치센터

[에틸렌 전망 3-3] 연말까지 에틸렌 스프레드 270\$/톤 지속 될지? (BEP 회복)

※ NCC 공급 차질과 고유가에 따른 수요 둔화를 종합하면, 2026년 호르무즈 초기에 반등하지만 지속하기 힘들 것으로 전망됨. 참고로, 에틸렌 업황은 수급율로 판단함
 ※ 2026년 글로벌 수급율 전망(=수요량/생산캐파) : 전년 78% → 2026년 83%로 바닥권에서 탈출 후, 2027년 다시 하락 (판단 기준 : 불황권 80%, 평균업황 84%, 고점권 88%)
 연간 수급율 추이 : 2022년 78%(우크라이나 전쟁),..., 2025년 77.6%, 2026년 83.0%(e), 2027년 79.0%(e)
 ※ 2026년 에틸렌 스프레드 전망(=에틸렌 - 나프타, 1톤당) : 전년 187\$ → 2026년 270\$ 손익분기점을 회복 후, 2027년 하락 (판단 기준 : 손익분기점 250\$, 평균 400\$, 고점 540\$)
 연평균 흐름(평균치 400\$/톤) : 2022년 184\$(Covid 특수 소멸), 2023년 182\$, 2024년 180\$, 2025년 187\$, 2026년 270\$(e). 2027년 250\$(e)
 ※ 스프레드 변수 전망 : ① 고유가로 인해 하반기 석화제품 수요 감소 영향 발생될 것 ② 중동 정유설비 파손 영향으로, 글로벌 나프타 수입 프리미엄 10% 내외로 발생

글로벌 에틸렌 업황 전망(수급율) : 호르무즈 영향으로 2026년 83%로 개선(2025년 77.6%)

에틸렌 스프레드 전망(1톤당) : 2026년 270\$로 회복 전망(2025년 200\$)



자료: 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

표. 에틸렌 글로벌 증설 : 2026년 공급차질 △1,700만톤

지역 구분	2022년 (만톤/년)	2023년 (만톤/년)	2024년 (만톤/년)	2025년 (만톤/년)	2026년 (만톤/년)	2027년 (만톤/년)	2028년 (만톤/년)	2029년 (만톤/년)	2030년 (만톤/년)	
아메리카	미국 Exxon/SABIC(2021.4Q) NOVA Chemical(캐나다)	180 35							DOW(캐나다) phase 1 130	DOW(캐나다) phase 2(연말) 60
	아메리카 소계	501	-	-	-	-	-	-	130	60
유럽	러시아/동유럽		PJSC(Nizhnekamskneftekhim) 60		Gazprom Neftekhim 60		Irkutsk Oil 65 Sibur Amur GCC 230	Baltic Chemical 240	KazMunayGas(카자흐스탄) 125	PNK Orlen(폴란드) 74 PNK Orlen(폴란드) - 34
	서유럽		Ineos Rafnes Craker2(노르웨이) 50	Exxon(프랑스) 폐쇄 - 42 SABIC(네델란드) 폐쇄(1Q) - 55 ENI(이탈리아, 브린디시 2Q) - 41	ENI(이탈리아, 프리올로) - 43 Exxon(영국, FEP, 2월) - 83		Ineos Cracker(벨기에) 125 TotalEnergy(벨기에, Antwerp, 2-) 110 Dow(독일 Bohlem, 연말) - 57			
	유럽 소계	-	110	- 42	- 36	- 126	254	240	125	40
아시아	중국	Gulei Refinery 100 Lianyungang Petchem 2 125 Sinopec Zhijin(CTO, 2H) 30 Shenhua Ningxia(CTO) 30 Sinopec Tianjin - 20	Petrochina Jieyang 120 Sinopec Hainan Refining & Chem 100 Wanhua Chemical II(4Q) 120 Petrochina Jilin(2Q) 100 Inner Mongolia Baofeng(MTO) 55 Petrochina Jilin - 15	Sinopec Tianjin 120 Wanhua Chemical II(4Q) 120 Nanshan Group(Yulong) 300 Petrochina Jilin(2Q) 120 Petrochina Guangxi (4Q) 120 Sinopec Yanshan - 80	Exxon Huizhou Ethylene I (1) 160 Nanshan Group(Yulong) 300 Xinjiang Zhongtai Newmateril 50 Guangxi Huayi Energy Chemik 52 Petrochina Lanzhou - 24 Petrochina Dushanzi - 22 Sinopec Maoming - 36	BASF Zhanjiang(1Q) 100 CHN Energy Ningxia Coal Ind 70 Xinjiang Zhongtai Newmateril 50 Tangshan Xuyang 150 Guangxi Huayi Energy Chemik 52 중국 추가 폐쇄 (40년 노후 잔여) - 216 중국 폐쇄 (30년 노후 설비) - 220	Huajin Aramco(Panjin) 150 Sinopec maoming 100 Tangshan Xuyang 150 Sinopec Yueyang 100	Sinopec(Zhenhai) 150 CNOOC/Shell 3 160 SABIC/Gulei Petchem 150 Sinopec(Yueyang) 100	ZPC(Rongheng, 미정) 140	ZPC(Rongheng, 미정) 140
	중국 소계	265	360	240	620	190	- 36	560	-	-
	한국	현대케미칼(2-3Q) 85	대한유화(1Q) 10	GS칼텍스(Debotte, 4Q) 15		롯데케미칼 (허만기) - 100 S-Oil(허만기) 180	여진NCC - 90 SK지오센트릭 - 66 IG화학 - 120			
	일본					Maruzen(폐쇄) - 53	Idemitsu kosan(폐쇄) - 37 Eneos(가와사키 1곳 폐쇄) - 45			Mitsubishi or Asahikasei - 50
	말레이시아	Petronas(제가동) 120								
	베트남									
	브루나이									
	싱가폴					Exxon Mobil(Jurong, 3월) - 90				
	아시아 소계	490	498	480	620	227	- 294	885	120	50
중동	이란		Gachsaran PC 100 Bushehr PC 100	Sepehr Makran Chabahar 140 Dehloran Sepehr PC 50		Ganaveh-Dashtestan PC 50				
	사우디아라비아									
	UAE									
	오만									
	카타르									
	중동 소계	-	200	190	-	200	165	210	-	480
아프리카	아프리카 소계	-	-	-	-	-	-	150	-	-
								Tahrir Petchem(이집트) 150		
								Ras Laffan Petchem(Chevron, 210		
	글로벌 신규증설 합계	991	808	628	584	301	124	1,485	375	530
[글로벌 수급]										
글로벌 에틸렌 capa	21,429	22,636	23,264	23,848	22,433	24,059	25,544	25,919	26,449	
Capa 증감	991	808	628	584	301	124	1,485	375	530	
공급차질 여부	[리우 전정 영향] - 400	[리우 전정 영향 완화] 400		[이란 전정 영향 6개월] - 1,716	[이란 전정 차질 해소] 1,502					
글로벌 에틸렌 수요	17,595	17,957	18,187	18,418	18,500	19,050	19,621	20,210	20,816	
수요 증감	82	362	230	231	62	549	571	589	606	
글로벌 설비 가동률	82.1%	79.3%	78.2%	77.2%	82.5%	79.2%	76.8%	78.0%	78.7%	



이란 전쟁과 한국 석화 구조조정

1. 이란 전쟁, 한국 석화 구조조정 영향?
2. 가장 빠른, 대산단지
3. 2번째로 진행, 여수단지
4. 아직 갈피를 잡지 못한, 울산단지



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[국내 석화 구조조정 4-1] 2026년 9월부터 한국 Box-Up 시작

※ 이란 전쟁 후폭풍에도 불구하고, '한국 석화산업 구조조정'은 예상대로 진행될 것. NCC설비 Box-up(현재 박스로 설비를 봉쇄한후, 시황개선이 재가동)이후, 흑자 전환 가능 기업이 부각될 것

※ 한국 석화 구조조정 목표 : 국내 NCC 경쟁 축소로 만성 적자 탈출과 스페셜티 화학제품 중심으로 재편

1) 국내 NCC 1,240만톤 가운데, 270~370만톤 설비 축소 유도. 참고로, 국내 가장 노후된 1979년 완공된 여천NCC(주). 대부분 1989년 석유화학 산업 진입 자유화 이후 완공

2) 범용제품 규모는 축소하는 대신, 글로벌 경쟁력이 있는 스페셜티에 대해 확장하는 것은 장려

※ 2026 ~ 2027년 구조조정 예상 일정 : 2025년 말까지 자율 폐쇄 계획 마련 → 2026년 9월 대산통합법인 출범 → 12월 여수통합법인 출범 → 2027년 중후반 울산공장 통합화 Box-up 예상), 대산단지 : 롯데케미칼 △110만톤, 여수단지 : 여천NCC △123만톤(1+3호기) + LG화학 △110만톤(가변적?), 울산단지 : SK지오센트릭 △66만톤

한국 NCC 설비 현황 및 구조조정 방향 : 2026년 9월 대산 통합법인 출범 → 12월 여수 통합법인 출범 → 2027년 중후반 울산공장 통합화

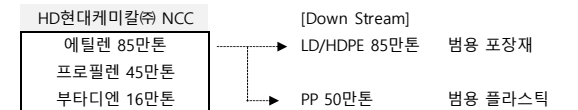
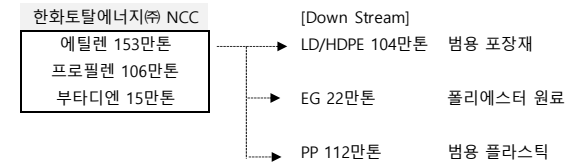
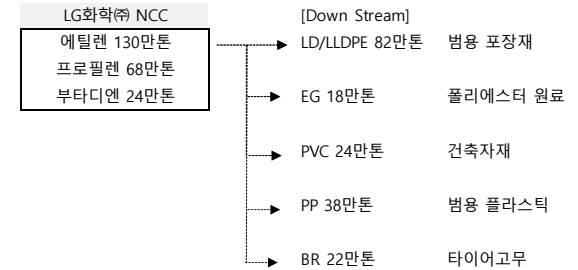
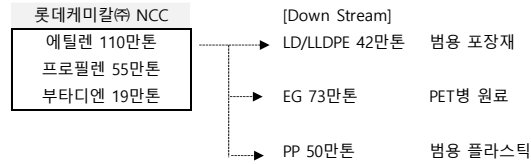
		(단위 : 만톤/년)												2026~2027년 국내 구조조정 가능성 점검	
지역	업체	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	설비 확장 내역	1호기 가동시기		
울산/온산	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	-	2023년 10만톤 증설	1972년	※울산지역 다운사이징 예상(가장 늦음)	
	대한유화	80	80	80	80	80	80	90	90	90	90	2027년 S-Oil 180만톤 신규설비 가동	1992년	→ 2026년까지, 울산 3사 자율 구조조정안 마련	
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	200		2017년	→ 2027년 통합법인 출범 및 Box-up 66만톤	
여수	LG화학	115	115	115	200	200	200	200	200	200	80	2021년 중반 80만톤 확장	1991년	※ 여수지역 다운사이징 예상(2번째로 진행)	
	롯데케미칼	100	123	123	123	123	123	123	123	123	123	2018년 말 롯데케미칼 20만톤 확장	1991년	→ ① 2026년 말, 여천NCC(주)/롯데케미칼(주) 통합법인 설립	
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	106	2021년 여천NCC 34만톤 확장	1979년	→ 123만톤 Box-up	
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75	2022년 GS칼텍스 80만톤 신규설비	2021년	→ ② LG화학(주)/GS칼텍스(주) JV 및 120만톤 Box-up 검토	
대산	LG화학	104	130	130	130	130	130	130	130	130	130	2019년 LG화학 23만톤 확장	1991년	※ 대산지역 다운사이징 예상(가장 빠름)	
	롯데케미칼	110	110	110	110	110	110	110	110	110	-	2019년 한화토탈 30만톤 확장	1998년	→ 2026년 9월, 롯데케미칼(주) + 현대케미칼(주) 통합법인 설립	
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153	2022년 현대케미칼 85만톤 신규 설비	1991년	→ 110만톤 Box-Up	
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85		2022년		
한국 에틸렌 생산능력 합산		912	991	965	1,185	1,270	1,280	1,280	1,280	1,280	1,041				
증설규모			79	-	26	220	85	10	-	-	239	2021~2026년 동안 454만톤 증설			
[주요 업체별 한국내 합산 에틸렌 개파]															
NCC업체	LG화학	219	245	245	330	330	330	330	330	330	210			[각사별 구조재편 방향]	
	롯데케미칼	210	233	233	233	233	233	233	233	233	123			ABS 등 스페셜티 중심으로 다운사이징	
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	106			첨단소재/정밀화학 중심으로 다운사이징	
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153			여수 NCC 통합후, 노후 설비 다운사이징	
	대한유화	80	80	80	80	80	90	90	90	90	90			정유설비를 기반으로, 석화 등 수직계열화 확보	
정유업체	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	-			NCC매각, BTX 중심으로 운영	
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75			여수공장 통합화	
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	200			2026년 4분기 Oil to Chemical 설비 정상 가동 목표	
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85			대산공장 통합화	

자료: 유안타증권 리서치센터

[대산 공단 4-2] 2026년 9월 합작법인 출범. 롯데케미칼 수혜

- ※ 대산 석유화학 공단의 에틸렌 캐파는 478만톤으로, 국내 총캐파 1,420만톤에서 34%를 차지. 구조조정은 정유-석화 수직 계열로 진행될 전망
- ※ 에틸렌 캐파 구성(478만톤/년) 및 특징 : 1) 한화토탈에너지 153만톤, 초경질원유 정제설비와 수직 계열로 연결되어 있지만, 범용위주 제품 생산
 2) LG화학 130만톤, PVC와 합성고무 등 특화제품으로 연결되어 있음
 3) 롯데케미칼 110만톤, PE/PP/EG 등 범용제품 위주로, 롯데 그룹차원에서 범용설비 축소를 진행하고 있음
 4) HD현대케미칼, 현대오일뱅크에 수직계열화된 최신 설비이지만, 범용제품으로 연결되어 있음
- ※ 구조조정 방향 : 롯데케미칼(주)과 HD현대케미칼(주) 합작(롯데케미칼(주) 설비 110만톤 Box-up 포함). LG화학(주)과 한화토탈(주) 합작 가능성
- ※ 구조조정 수혜 : 롯데케미칼(주)은 석화사업을 50% 자회사로 전환하면서, 스페셜티 중심으로 재편

대산지역 NCC 설비 현황 및 구조조정 : 범용 구조조정 이후, 스페셜티 확장이라는 과제가 남을 것



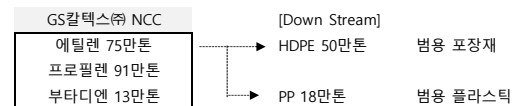
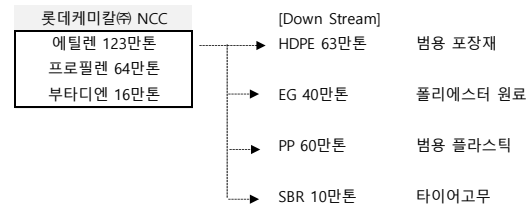
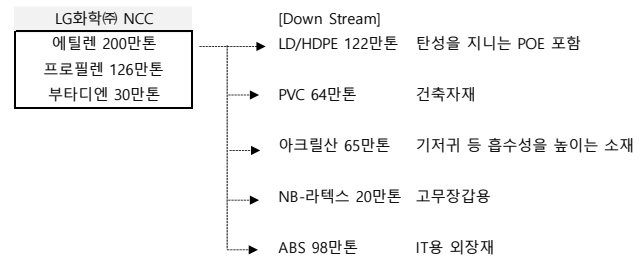
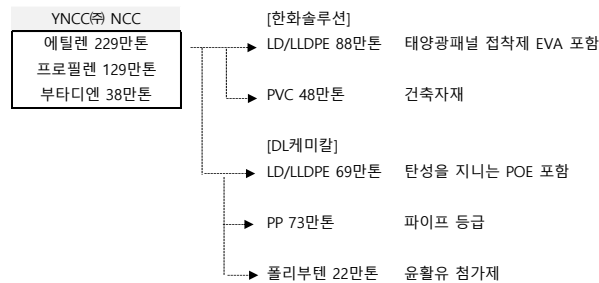
- [특징]
- NCC 규모 : 478만톤으로, 국내 단지 가운데 2위에 해당 (=한화토탈에너지 153만톤, LG화학 130만톤, 롯데케미칼 110만톤, HD현대케미칼 85만톤)
 - 설비 노후화 정도 : 한화토탈에너지(주), 구 현대석유화학(현, LG화학(주) + 롯데케미칼)은 1991년 완공
 HD현대케미칼 설비는 2022년 완공
 - 다운스트림 특징 : 롯데케미칼(주), 한화토탈(주), HD현대케미칼(주)은 주로 범용제품을 생산
 LG화학(주)은 합성고무에 연결되어 있음
 - NCC 구조조정 방향 : 롯데케미칼과 HD현대케미칼 합작(롯데케미칼 110만톤 박스업) → 2026년 9월 합작법인(가장 빠름)
 LG화학(주)과 한화토탈에너지(주) 합작 가능성
 - 구조조정 수혜 : 롯데케미칼(주) 대산 순수석화를 50% 자회사로 전환하고, 스페셜티 중심으로 재편

자료: 한국석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

[여수 공단 4-3] 2026년 말 합작법인 출범. 롯데케미칼 수혜

- ※ 여수 석유화학 공단의 에틸렌 캐파는 627만톤으로, 국내 총캐파 1,420만톤에서 44%를 차지. 구조조정 진행 시, 롯데케미칼(주)이 상대적인 수혜
- ※ 에틸렌 캐파 구성(627만톤/년) 및 특징 : 1) 여천NCC 229만톤, 1호기 완공시기가 1979년으로 가장 오래됨. 한화솔루션(주)과 DL케미칼(주)에 원료를 공급 중임
2) LG화학 200만톤, PVC, ABS, SAP(고흡수성 수지) 등 가장 고부가가치로 재편되어 있음
3) 롯데케미칼 123만톤, EG, PE/범용제품 위주로 구성. 롯데 그룹 차원에서 범용 설비를 줄이고 스페셜티를 확장하려는 계획을 가지고 있음
4) GS칼텍스 85만톤, 2021년에 완공된 정유-석화 수직 계열화 설비로, 다운스트림이 규모가 작아서 밸런스가 맞지 않음
- ※ 구조조정 방향 : 여천NCC(주)와 롯데케미칼(주) 합작(여천NCC(주) 1호기 Box-up 포함). LG화학(주)과 GS칼텍스(주) 합작(LG화학 80만톤 box-up)
- ※ 구조조정 수혜 : 롯데케미칼(주)은 순수석화 사업부문을 33% 자회사로 전환하며, 스페셜티 중심으로 재편

여수지역 NCC 설비 현황 및 구조조정 수혜 : NCC 캐파는 줄어들지 않지만, 스페셜티로 유리한 롯데케미칼(주) 수혜



- [특징]
- NCC 규모 : 627만톤으로, 국내 단지 가운데 가장 큼(=여천NCC 229만톤, LG화학 200만톤, 롯데케미칼 123만톤, GS칼텍스 75만톤)
 - 설비 노후화 정도 : 여천NCC 1호기는 1979년 완공으로 가장 오래됨
LG화학(주), 롯데케미칼(주) 설비는 1991년 완공
GS칼텍스(주) 설비는 2021년에 완공
 - 다운스트림 특징 : LG화학(주)은 PVC, ABS, 합성고무 등으로 다양한 제품 생산
여천NCC(주)는 한화솔루션(주) PVC과 DL케미칼(주) 폴리부텐 등 스페셜티 생산
롯데케미칼(주)과 GS칼텍스(주)는 주로 범용 그레이트 생산
 - NCC 구조조정 방향 : 여천NCC(주) + 롯데케미칼(주) 여수공장 합작 (여천NCC 123 만톤 box-up) → 2026년 말 합작법인 출범
LG화학(주)과 GS칼텍스(주) NCC부문 합작 가능성 (LG화학 80만톤 박스업 포함)
 - NCC 구조조정 수혜 : 롯데케미칼(주) 여수공장을 지분법 33% 자회사로 전환하고, 스페셜티 중심으로 재편

자료: 한국석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

[울산 공단 4-4] 2027년에나 가능. S-Oil 유리할 듯...

※ 울산 석유화학 공단의 에틸렌 캐파는 356만톤으로, 국내 총캐파 1,420만톤(S-Oil 증설 반영후)에서 25%를 차지. 구조조정 진행 시, 대한유화(주)와 S-Oil(주)이 수혜

※ 에틸렌 캐파 구성(356만톤/년) 및 특징 : 1) SK지오센트릭 66만톤, 가장 오래됐으며, 범용위주 제품 생산

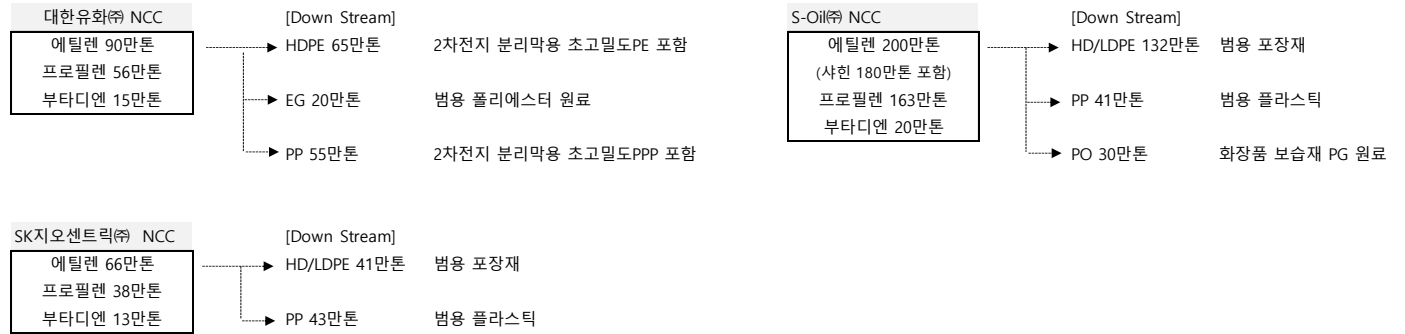
2) 대한유화 90만톤, 국내 유일의 Slurry 공법 장점을 살려 2차 전지 분리막용 초고밀도 PE/PP 등을 생산

3) S-Oil 200만톤, 2026년 중반 180만톤 완공 예정인 최신설비. 제품은 범용제품 위주로 구성되어 있음

※ 구조조정 방향 : SK지오센트릭(주)와 대한유화(주) 합작 + S-Oil(주) 신설비 가동 조정안 제시(SK지오센트릭(주) 설비는 Box-up 포함) → 자율 합의에 난항

※ 구조조정 진행 될 경우 수혜 : 단지내 경쟁업체 에틸렌 생산이 줄어들게 되면, S-Oil(주) 사힌 프로젝트(에틸렌 180만톤) 판매 부담이 줄어들게 됨

울산지역 NCC 설비 현황 및 구조조정 수혜 : 사힌프로젝트 증설이 이루어지는 S-Oil(주) 수혜



[특징]

- NCC 규모 : 356만톤으로, 국내 단지 가운데 가장 작음(=대한유화 90만톤, SK지오센트릭 66만톤, S-Oil 200만톤)
- 설비 노후화 정도 : SK지오센트릭 현재 설비는 1989년 투자완공
대한유화(주) 설비는 1992년 완공
S-Oil(주) 설비는 2018년 시작으로, 2026년 중반 사힌 대형 프로젝트 완공
- 다운스트림 특징 : 대한유화(주)는 2차전지 분리막용 PE/PP를 생산
SK지오센트릭(주)과 S-Oil(주)는 주로 범용 등급 제품 생산
- NCC 구조조정 방향 : SK지오센트릭(주)과 대한유화(주)의 합작 형태 등 검토 중(설비 Box-up 포함) -> 가장 어려움
- 구조조정 이후 변수 : 2027년 S-Oil(주) 180만톤 대형설비가 가동되며, 범용제품 공급압박이 예상됨
- 수혜 업체 : NCC 구조조정이 이뤄지면, S-Oil이 가장 수혜



2026년 하반기, 한국 빅 이벤트

1. S-Oil, 사한 프로젝트 완공, 5,000억원 증익
2. 롯데케미칼, Spin off 구조조정, 1조원 절감



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

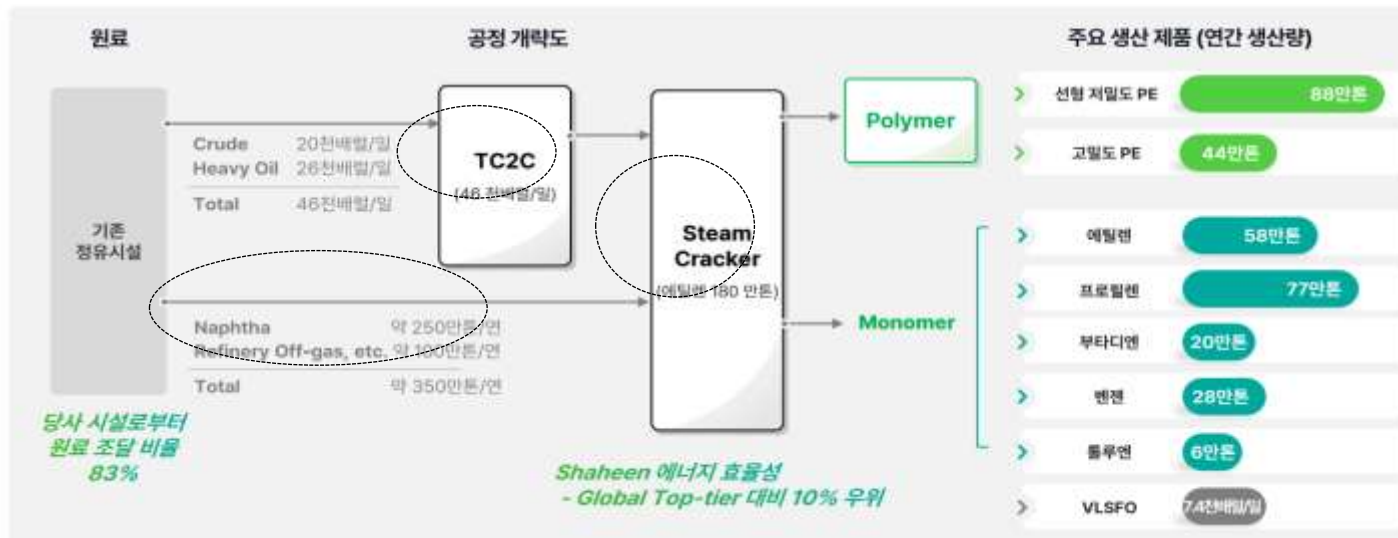
[S-Oil. 5-1] 2026년 6월 완공, 샤힌 프로젝트

- ※ 2026년 6월, S-Oil(주)의 울산 지역에 9.5조원을 투자한 샤힌 프로젝트 설비(NCC석화 설비)가 완공됨
- ※ 샤힌 프로젝트(의미 : 독수리 프로젝트) : 2023 ~ 2026년 동안 9.5조원을 투자해, Mixed Feed Cracker 를 완공
 - Mixed Feed Cracker : 기존 석화 원료인 나프타를 포함해, LPG, 중유, Heavy Oil 등을 원료로 투입해, 에틸렌, 프로필렌 등을 생산하는 설비
 - 샤힌 프로젝트 완공 후 생산 캐파 : 에틸렌 180만톤, 프로필렌 77만톤, 부타디엔 20만톤, 폴리에틸렌 132만톤, BTX 34만톤, 저유황연료유 37만톤 등
- ※ 샤힌 프로젝트 설비 특징
 - ① 원료인 나프타를 기존 생산물(대한유화(주)로 공급하던 물량)과 Crude oil to Chemical 정유설비에서 생산되는 나프타를 이용함
 - ② 에틸렌(상온 기체) 180만톤 캐파에서 PE(고체 형태) 122만톤 생산하고, 나머지 58만톤을 울산 지역에 공급 판매하게 됨 → 대한유화/SK지오센트릭 분쟁

S-Oil(주)의 샤힌 프로젝트 개요 : 울산 석화설비 문제의 핵심은, 에틸렌 58만톤을 어떻게 팔 것인가?

샤힌 프로젝트 경쟁력

- > Naphtha, Heavy Oil, Off-gas 등 Feedstock의 83%를 기존 정유시설 등 내부에서 조달하여 경쟁력 확보
- > 세계 최고 수준의 에너지 효율성을 통해 경쟁력 있는 설비 가동 예정



[S-Oil. 5-2] 사힌 프로젝트 경제성 분석

※ 사힌 프로젝트에 따른 사업가치 증가 규모는 : 3.4(현재 시황) ~ 4.6(평균시황) ~ 6.3조원(호황)
 ※ 다른 NCC업체와의 원가 우위 : NCC설비 원가 경쟁력은 '톤당 생산 Cost'로 비교하게 되는데, 사힌프로젝트는 경쟁 NCC업체 대비 톤당 50~60\$ 비용 절감을 기대할 수 있음
 ① 기존 NCC업체의 한국 에틸렌 평균 생산 원가 = 210 ~ 230\$/톤
 ② 사힌 프로젝트 생산 원가 170 ~ 180\$ 전후 = ① LNG자체 발전으로 전력비 절감 15\$, ② 규모의 경제로 인건비 절감 5\$, ③ 저가로 나프타 조달 40\$
 ※ 경제성 분석) ① 2026년 4월 가격 기준 매출액 6.1조원, 영업이익 2,133억원, ② 과거 평균 업황을 가정할 경우 매출액 4.3조원, 영업이익 3,949억원
 ※ 기업가치 증가) 사업가치 = EBITDA x 평균 6.5배. ① 2026년 4월 기준 3.4조원(EBITDA 5,299억원, 주당 3.1만원), ② 평균업황 가정시 4.6조원(주당 4.1만원)

S-Oil(주)의 사힌 프로젝트 경제성 분석 :

[2026년 4월 기준]												추정 실적						
원료비(나프타, A)	원료비 이외 비용(B)			생산원가(A+B)	톤당 손익 (판가-원가)	설비가동율 환율	매출액			영업이익								
	기존 NCC C&F Japan 달러/톤	S-Oil 절감규모 달러/톤	[특징]				감가비 \$/톤	에너지비용 \$/톤	인건비 \$/톤	기타비용 \$/톤	합계 \$/톤	원/달러	억 원	억 원	영업이익률 %			
에틸렌	180	48	1,375	1,064	41	※S-Oil은 원료를 내부에서 저렴하게 조달	59	47	15	50	171	1,194	181	100%	1350	8,910	1,173	13.2%
프로필렌	77	77	1,280	1,064	41	※ 나프타 conversion Factor 9.5배					171	1,194	86	100%	1350	13,306	894	6.7%
부타디엔	20	20	2,475	1,064	41						271	1,294	1,181	100%	1350	6,683	3,189	47.7%
BTX	34	34	1,170	1,064	41						171	1,194	24	100%	1350	5,370	110	-2.1%
LSFO	37	37	771	1,064	41						171	1,194	423	100%	1350	3,836	2,104	-54.8%
HD/LLDPE	132	132	1,293	1,064	41						321	1,344	51	100%	1350	23,041	909	-3.9%
합계	480	348														61,146	2,133	3.5%

[과거 10개년 평균 스프레드 기준]													
사힌프로젝트 생산제품	외부판매량 만톤/년	평균 가격 (10개년 평균) \$/톤	평균 나프타 C&F Japan (10개년 평균) \$/톤	평균 스프레드 (판가-나프타) 만톤/년	톤당 고정비(D) 나프타 절감			톤당 손익(E) (판가-원가) \$/톤	설비가동율 환율	평균 매출액 평균 영업이익			
					\$/톤	\$/톤	\$/톤			원/달러	억 원	억 원	영업이익률 %
에틸렌	48	980	570	410	171	-	41	198	100%	1,350	6,350	1,285	20.2%
프로필렌	77	880	570	310	171	-	41	98	100%	1,350	9,148	1,022	11.2%
부타디엔	20	1,130	570	560	271	-	41	248	100%	1,350	3,051	670	22.0%
BTX	34	800	570	230	171	-	41	18	100%	1,350	3,672	84	2.3%
LSFO	37	429	570	141	171	-	41	353	100%	1,350	2,134	1,755	-82.2%
HD/LLDPE	132	1,080	570	510	321	-	41	148	100%	1,350	19,246	2,643	13.7%
합계	348										43,601	3,949	9.1%

[valuation]								
시황 시나리오	영업이익 억 원	감가비 억 원	EBITDA 억 원	FV/EBITDA 배	사업가치 억 원	발행주식수 주	주당가치 원/주	
[현재시황, opm 3.5%]	2,133	3,167	5,299	6.5	34,446	112,582,792	31,000	
[평균업황, opm 9.1%]	3,949	3,167	7,116	6.5	46,253	112,582,792	41,000	
[호황업황, opm 15%]	6,540	3,167	9,707	6.5	63,094	112,582,792	56,000	

[롯데케미칼. 5-3] 2026~2027년 사업 전략 수정

※ 2026년 ~ 2027년, 롯데케미칼(주)은 그동안 ‘차입에 의한 확장 전략’에서 ‘수익 위주의 다운사이징’으로 사업 전략을 수정. 전후의 사업가치 변화에 주목해야 함

※ 사업재편 방향 : 순수석화 규모를 확대한다는 기존의 전략을 수정해, 범용석화 다운사이징과 스페셜티 중심으로 재편

- ① 범용석화 사업 축소 : 국내 대산 및 여수 NCC 설비를 자회사로 전환, 말레이시아 타이탄(주) 매각
- ② 스페셜티 확장 : ABS(IT외장재) 컴파운딩 설비 확장 + 동박 등 2차전지 확장 + 롯데정밀화학(주) 확장

※ 사업재편에 따른 에틸렌 캐파 변화) 2025년 지분율 기준 475만톤(한국 본사 233만톤 + 말레이시아 62만톤 + 인도네시아 88만톤 + 미국 50만톤 + 관계사 43만톤)
 → (△45% 삭감) → 2027년 260만톤(한국 본사 0만톤 + 인도네시아 88만톤 + 미국 50만톤 + 관계사 119만톤)

롯데케미칼(주)의 에틸렌 캐파 변동 : 2025년 475만톤 → (2026~2027년 구조조정) → 2027년 초 260만톤

구	분	단위	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2026~2027년 설비 변동 내역
[롯데케미칼(주) 에틸렌 설비]														
국내	여수공장	만톤	103	103	123	123	123	123	123	123	123	123	0	2026년 말, 여천NCC(주)로 통합
	대산공장	만톤	110	110	110	110	110	110	110	110	110	0	0	2026년 9월, 현대케미칼(주)로 통합
	롯데케미칼(주) 지분율	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0%	
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤	213	213	233	233	233	233	233	233	233	123	0	
해외	말레이시아 타이탄	만톤	72	81	81	81	81	81	81	81	81	81	0	2026~2027년 타이탄(주) 자산 인도 매각
	롯데케미칼(주) 지분율	%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	0%	
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤	55	62	62	62	62	62	62	62	62	62	-	
	인도네시아 타이탄	만톤									100	100	100	
	롯데케미칼(주) 지분율	%									88%	88%	88%	
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤								88	88	88		
미국	루이지애나 ECC	만톤			100	100	100	100	100	100	100	100	100	
	롯데케미칼(주) 지분율	%			50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤			50	50	50	50	50	50	50	50	50	
관계회사	현대케미칼(주)	만톤					85	85	85	85	195	85		2026년 롯데케미칼(주) 대산공장 110만톤 통합후, 2026년 110만톤 박스업
	롯데케미칼(주) 지분율	%					40%	40%	40%	40%	50%	50%		
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤					34	34	34	34	98	43		
	여천NCC(주)	만톤										214	2027년 롯데케미칼(주) 여수공장 123만톤 통합후, 2027년 139만톤 박스업	
	롯데케미칼(주) 지분율	%										33%		
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤										70		
	우즈벡 수르길 ECC	만톤	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	
	롯데케미칼(주) 지분율	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
	롯데케미칼(주) 귀속분	만톤	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	
롯데케미칼(주)의 연관 총 에틸렌 캐파			322	331	451	451	451	536	536	536	636	636	536	
롯데케미칼(주) 지분반영 귀속분(A)			277	284	354	354	354	388	388	388	475	429	260	
글로벌 에틸렌 생산능력(B)			17,033	17,610	18,610	19,763	20,138	22,109	22,636	23,264	23,848	21,149	24,247	
롯데케미칼 비중(A/B)			1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	1.1%	

자료: 유안타증권 리서치센터

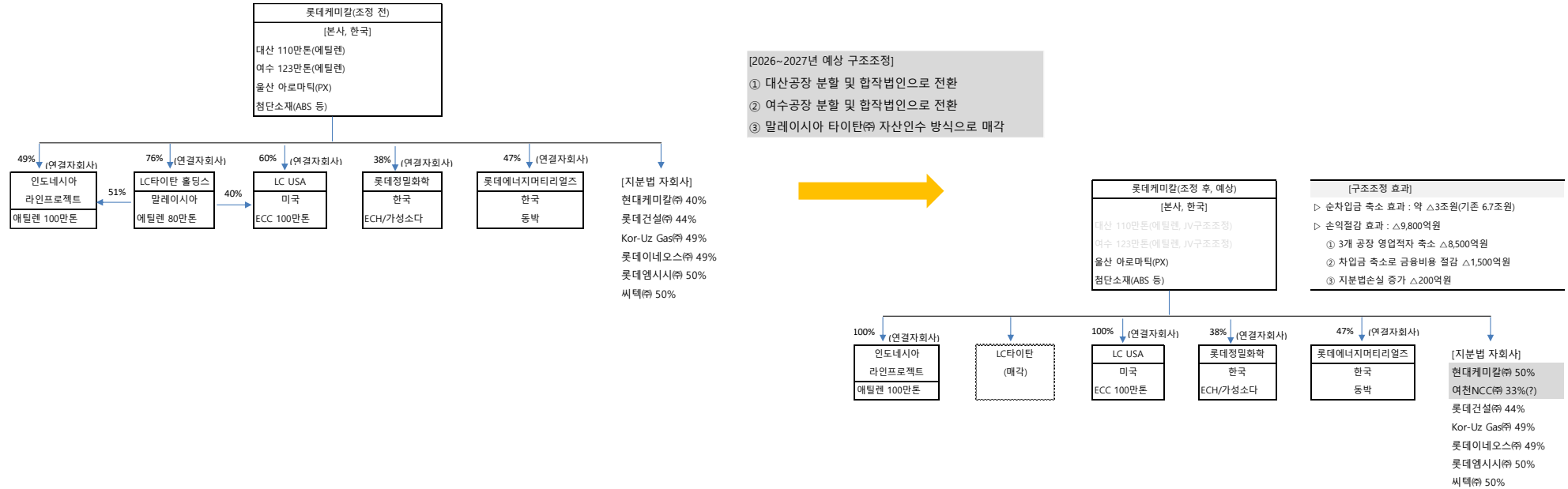
[롯데케미칼. 5-4] 2026년 3가지 구조조정 진행 효과, 1조원 절감

※ 2026년 말까지 크게 3가지 구조조정이 진행됨. 해당 구조조정으로 약 △1조원 정도 적자가 줄어드는 효과를 기대할 수 있음

※ 3가지 구조조정 : ① 2026년 9월을 목표로, 대산 NCC석화 공장을 분할/통합/박스업 과정을 진행하게 됨 → 최종 에틸렌 85만톤 설비에 대한 50% 자회사로 변신
 ② 2026년 12월을 목표로, 여수 NCC석화 공장 분할/통합/박스업 과정을 진행하게 됨 → 최종 에틸렌 214만톤 설비에 대해 33% 자회사로 변신
 ③ 말레이시아 타이탄(주) NCC 설비를 자산만 매각 → 에틸렌 81만톤 축소

※ 구조조정 효과, 1조원) ① 영업적자 감소 △8,500억원 (= 2025년 기준, 대산공장 적자 △3,000억원, 여수공장 △3,000억원, 말레이시아 타이탄 △2,500억원)
 ② 금융비용 절감 △1,500억원 (= 순차입금 6.7조원에서 약 △3조원 축소 x 금융조달비 5 ~ 6%)

롯데케미칼(주)의 사업구조 재편 : 대산공장/여수공장/말레이시아 타이탄(주) 축소



[롯데케미칼. 5-5] 구조조정 사례 : 대산공장

※ 가장 빠르게 진행되는 구조조정 사례로 '대산 석유화학 단지 통폐합'으로, 진행 과정이 벤치마크임. 참고로, 여수공장도 비슷한 유형으로 구조조정 진행될 예정임
 ※ 대산 석유화학 단지 구성(에틸렌 475만톤/년, 구조조정 전) : 롯데케미칼 110만톤 + 현대케미칼 85만톤(현대오일뱅크 자회사) + 한화토탈 153만톤 + LG화학 130만톤
 구조조정 1 : 롯데케미칼 + 현대케미칼. 모든 석화 단지 중에서 가장 빨리 진행 중. 2026년 9월 통합법인 출범 예정
 구조조정 2 : 한화토탈(컨텐세이트 정유설비 보유 기업) + LG화학. 협의 단계 정도 임
 ※ 롯데케미칼 대산 공장 구조조정 과정) ① 2026년 6월 대산공장을 물적분할해 100% 자회사로 전환 → ② 2026년 9월, 물적분할 자회사를 현대케미칼(주)에 합병
 → ③ 통합 현대케미칼(주) 설비 구조조정(롯데대산공장 박스업) → ④ 롯데케미칼/현대오일뱅크에서 통합 현대케미칼(주)에 유상증자로 자금 지원

롯데케미칼(주)의 대산 석화공장 구조조정 사례 : 롯데케미칼(주) 대산공장 → (분할 → 합병 → 설비 상각/현금 출자) → 2026년 9월, 통합 현대케미칼(주) 출범

[2026년 구조조정 사례 예상 : 대산공장]

롯데케미칼 (단위 : 조원)			
자산	31.0	부채	13.5
대산 NCC	110만톤	차입금	9.4
여수 NCC	123만톤	(순차입금)	6.7
울산 아로마틱			
첨단소재			
[투자유가증권]		자기자본	17.5
HD현대케미칼	0.5		

롯데케미칼(대산 분할 후)			
자산	29.1	부채	11.6
대산 NCC	110만톤	차입금	7.8
여수 NCC	123만톤	(순차입금)	5.1
울산 아로마틱			
첨단소재			
[투자유가증권]		자기자본	17.5
HD현대케미칼	0.5		
롯데케미칼 대산공장	0.0		

롯데케미칼(대산+HD현대케미칼)			
자산	29.1	부채	11.6
대산 NCC	110만톤	차입금	7.8
여수 NCC	123만톤	(순차입금)	5.1
울산 아로마틱			
첨단소재			
[투자유가증권]		자기자본	17.5
HD현대케미칼	0.5		

롯데케미칼(구조조정 후)			
자산	29.8	부채	12.1
대산 NCC	110만톤	차입금	8.3
여수 NCC	123만톤	(순차입금)	5.1
울산 아로마틱			
첨단소재			
[투자유가증권]		자기자본	17.7
HD현대케미칼	1.3		

40%

HD현대케미칼			
자산	6.1	부채	4.8
NCC	85만톤	차입금	4.0
		자기자본	1.3

① 분할

롯데케미칼 대산(분할)				HD현대케미칼			
자산	1.93	부채	1.9	자산	6.1	부채	4.8
NCC	110만톤	차입금	1.6	NCC	85만톤	차입금	4.0
		자기자본	0.03			자기자본	1.3

50%

② 합병법인

HD현대케미칼(통합)			
자산	8.03	부채	6.7
NCC	195만톤	차입금	5.6
		자기자본	1.3

50%

(구조조정)

③ 대산NCC 박스업(자산손상 1조원)
④ 유상증자 1.2조원

HD현대케미칼(구조조정 후)			
자산	8.23	부채	5.7
NCC	85만톤	차입금	4.6
현금	1.2		
		자기자본	2.5



2026년 에너지 독립 관심주

1. SK이노베이션, 종합에너지 기업으로 재평가되다!
2. S-Oil, 정유설비 100%로 국내를 안정시키다!



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

SK이노베이션 (096770) : 국민 에너지 기업으로 재평가 되어야...

화학/정유



황규원

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견 BUY (M)

목표주가 190,000원 (U)

현재주가 (5/21) 118,800원

상승여력 60%

시가총액	200,835억원		
총발행주식수	170,301,214주		
60일 평균 거래대금	1,053억원		
60일 평균 거래량	827,157주		
52주 고	149,800원		
52주 저	81,100원		
외인지분율	14.56%		
주요주주	SK 외 12 인 52.09%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.0)	(6.9)	40.9
상대	(27.3)	(30.8)	(52.7)
절대(달러환산)	(13.2)	(10.6)	29.8

- SK이노베이션(주)은 국내 1위 종합에너지 업체 : 한국 1위 에너지 업체. 원유에서 휘발유 등 석유제품을 생산하는 정유설비를 기반으로, 해외자원개발, 에너지 수송, 전기생산, 배터리(에너지 저장) 등 종합에너지 회사로 확장해 왔음. 핵심공장은 울산과 인천에 위치해 있으며, 주요 설비는 '정제능력 115만b/d, 석화 PX(파라자일렌) 330만톤, 윤활기유 8만b/d, 해외자원개발 10만boe/d, 발전소 5GW. 배터리 143GW' 등으로 구성
- 2026년 하반기 기업가치 레벨업 스토리 : 1) 이란 전쟁에 따른 정유 초호황 지속, 2) 2024년 말 흡수한 LNG발전소 가치 부각
- 이란 전쟁 영향으로 겹호재(고유가 및 고마진) 지속 : 1) 호르무즈 봉쇄 영향으로 2026년 중동 원유 공급 차질 규모는 하루에 $\Delta 550 \sim \Delta 650$ 만배럴(=중동 공급차질 900 ~ 1000만b/d - 전략비축유 방출 350만b/d)로, 글로벌 수요량의 6%에 해당함. OECD 석유재고량은 전쟁전 28.3억배럴에서 4분기 25 ~ 26억배럴로 급감하면서, 국제유가 100\$ 이하로 내려오기가 쉽지 않음. 뿐만 아니라, 2) 2026년 이란이 걸프 국가에 대한 공격으로, 글로벌 수요의 3%에 해당하는 정유설비 $\Delta 280$ 만b/d 설비가 파손됨. 정상 복구까지 12 ~ 18개월이 필요하다는 점을 감안하면, 종전이 되더라도 글로벌 정유설비 공급 부족 현상은 2027년 중반까지 이어질 수 밖에 없음
- 2024년말 흡수합병한 SKE&S(주)가 빛 볼 차례 : 2026년 4월 카타르 LNG 설비 1,300만톤(글로벌 수요 4.2억톤의 3%) 파손되어, 향후 2년 이상 공급이 어려울 전망이다. 한국도 당장 올 여름부터 연간 500만톤 공급 차질이 불가피함. 그런데, 2024년 말에 흡수합병한 SK E&S(주)가 해외 광구에서 LNG를 연간 300만톤 직접 한국으로 도입하면서, 에너지 자급 중요성이 부각될 것임. LNG발전소 5GW도 한국 에너지 공급 안정성에 기여할 것
- 2026년 실적 및 적정주가 상황 : 고유가/고마진과 발전소 효과를 배경으로, 영업이익 규모는 2025년 0.5조원에서 2026년 5.4조원(e)으로, 사상 최대 실적을 달성할 전망. 정유 초호황 밸류(EV/EBITDA 8.5배 → 9.5배)를 다시 적용해, 2026년 적정주가를 19만원(기존 17만원)으로 상향!

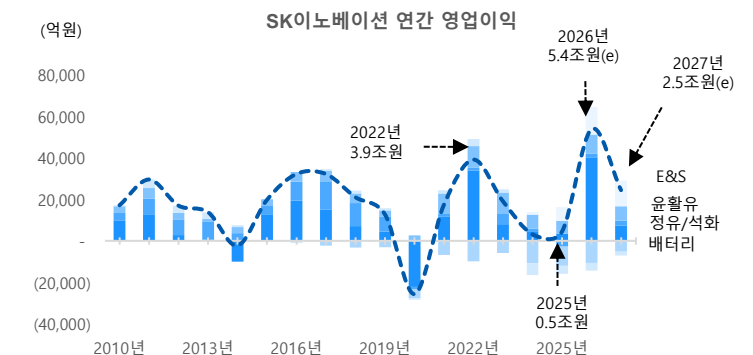
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025A	2026F
매출액	772,885	742,696	802,961	1,037,114
매출액증가율	-1.0	-3.9	8.1	29.2
영업이익	19,039	3,557	4,487	53,893
영업이익률	2.5	0.5	0.6	5.2
지배주주귀속순이익	2,563	-22,600	-33,479	24,690
지배주주 귀속 EPS	2,658	-21,510	-21,223	14,591
EPS 증가율	-83.9	-909.3	-1.3	-168.8
PER	61.5	-5.3	-5.2	8.1
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.4	23.2	19.4	6.5
ROA	0.3	-2.4	-3.1	2.2
ROE	1.2	-9.6	-14.4	10.7

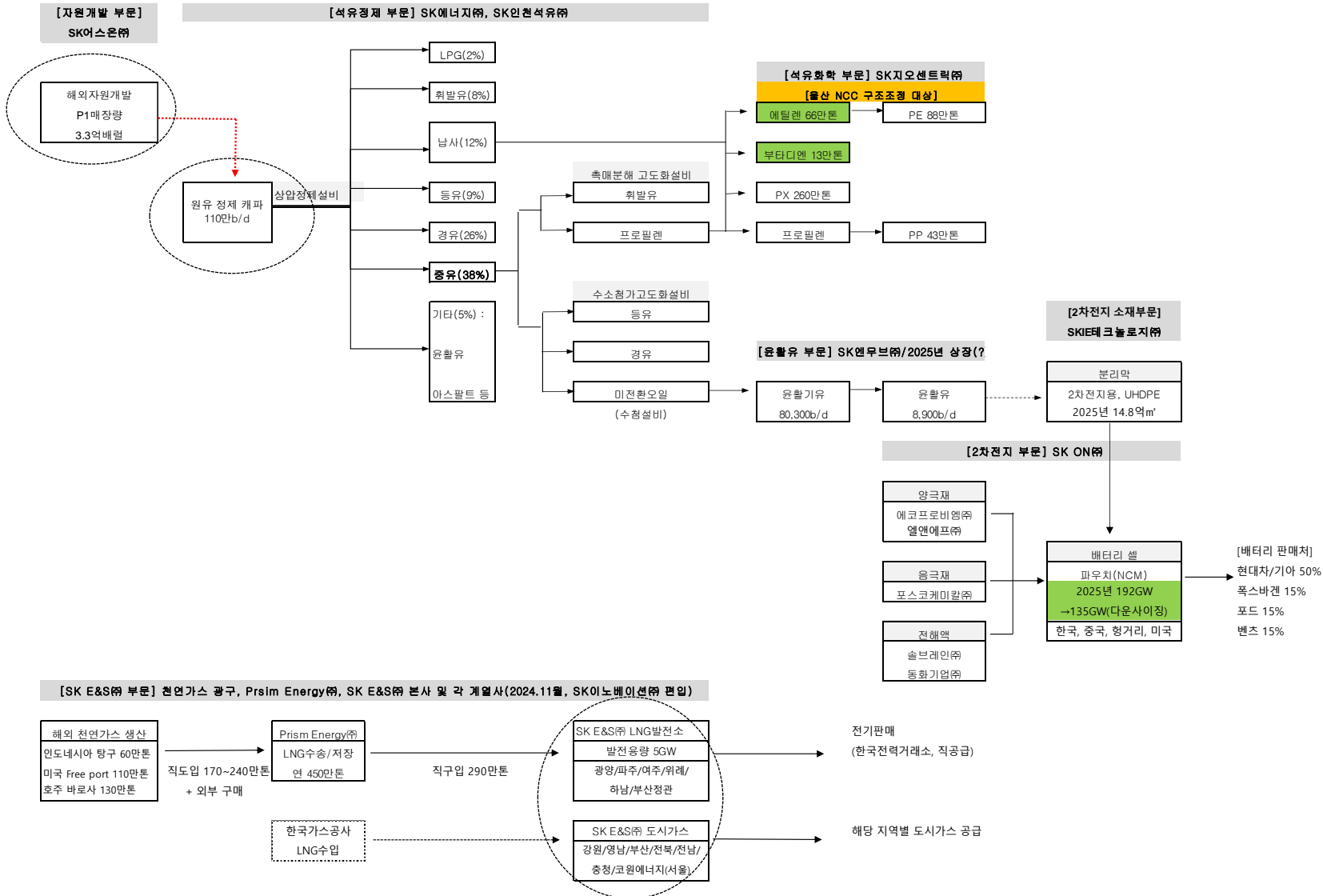
자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 부문별 연간 영업이익의 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 생산 프로세스 : 종합에너지 지향 (에너지 생산-정제-발전-저장)



2026년 포인트 (1) : 호르무즈 효과로, 고유가/정유업황 호조 지속

※ 2026년 이란의 호르무즈 봉쇄 영향으로, 국제 원유가격(두바이 유가)과 정유업황 초호황 흐름이 2027년 까지 이어질 전망 → SK이노베이션(주) 정유 및 자원개발 호조

※ 두바이 원유가격 전망) 2022년 97\$/배럴(러-우 전쟁), 2023년 82\$, 2024년 80\$ → 2025년 69\$ → 2026년 호르무즈 봉쇄 100~120\$(e) → 2027년 75 ~ 85\$(e)

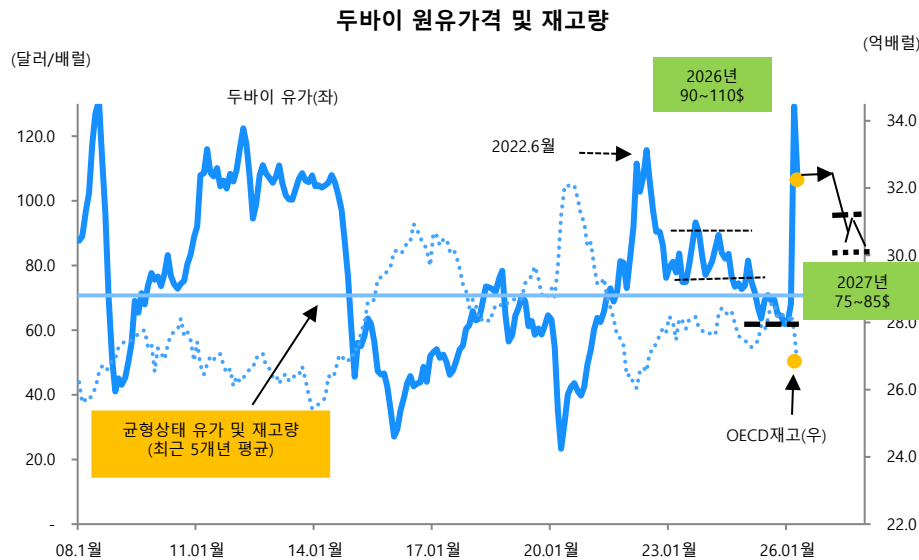
2026년 특징) 중동의 원유 공급 차질로, OECD 석유 재고량은 2026년 2월 28.3억배럴에서 10월 25억배럴 수준까지 25억배럴 급감 예상 (균형 수준 28.8억배럴)

2027년 특징) 중동 원유공급 차질은 완화 되지만, 주요 국가의 전략비축유 총유(4.0 ~ 4.8억배럴 규모, 하루 1.1~1.4만b/d)로, 유가 하락 시기를 늦출 것

※ 싱가포르 정제마진 전망) 2022년 11\$(러-우 전쟁), 2023년 6.8\$, 2024년 4.8\$, 2025년 4.4\$, 2026년 10 ~ 15\$, 2027년 7 ~ 9\$/배럴 (과거 평균 6.0\$)

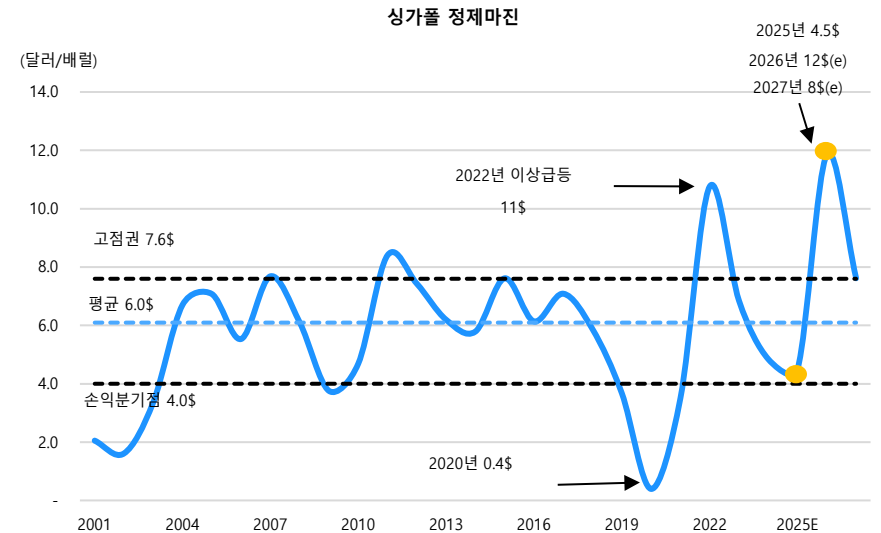
특징) 이란 전쟁으로 정유설비 파손. 2026년 4월 Δ 270만b/d → (12 ~ 18개월 정상화 기간 필요) → 2027년 하반기 되어야 중동 정유설비 공급차질이 해소된다는 뜻

두바이유가(월별 시계열) : 2026년 2분기 110\$ → 4분기 95\$/배럴 → 2027년 75 ~ 85\$



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

싱가포르정제마진 : 2026년 10~15\$로 초강세 지속 후 2027년 하반기 진정(2025년 6.5\$)



자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (2) : 2026년 하반기, 발전소 가치 부각

- ※ 2026년 하반기, 카타르 LNG 공급 차질로 공급부족 발생. SK E&S(SK이노베이션(주) 발전사업)의 해외 천연가스 광구와 국내 LNG발전소 사업가치 부각될 것
- ※ SK이노베이션(주)의 자원개발 및 발전소 수직 계열화 완성 : 해외자원개발로 10만b/d 자급 + 천연가스 연간 300만톤 직도입으로 5GW LNG발전소 가동해 전기에너지 공급
 - ① 원유/천연가스 확보규모 하루 10만배럴(오일기준 환산) = 원유 2.2만b/d + 천연가스 8.1만b/d. 특히, 천연가스 광구 : 호주 바로사 130만톤, 미국 우드포드 110만톤
 - ② 국내 발전소 규모 : 2026년 5GW(=광양 1.1GW+ 파주 1.8GW + 여주 1.1GW + 위례 0.5GW + 하남 0.4GW + 부산정관 0.1GW) + 2027년 말 용인 1.05GW + 2030년 베트남 1.5GW
- ※ 2026년 하반기 아시아 천연가스 공급 차질 우려 : 2026년 4월, 이란의 공격으로 카타르 LNG터미널 1,280만톤 파손됨(글로벌 수요 4.2억톤의 3%). 재건까지 2 ~ 5년 시간 필요함
 - 한국 연간 500만톤 도입차질(한국 소비량 4,600만톤의 11%) → 한국 LNG 도입가격 상승(10\$ → 20 ~ 25\$/톤)과 한국 전력판매가격 상승(110원 → 180원/kwh)

SK이노베이션(주) 자원개발 및 발전소 현황

해외 E&P(자원개발) 현황

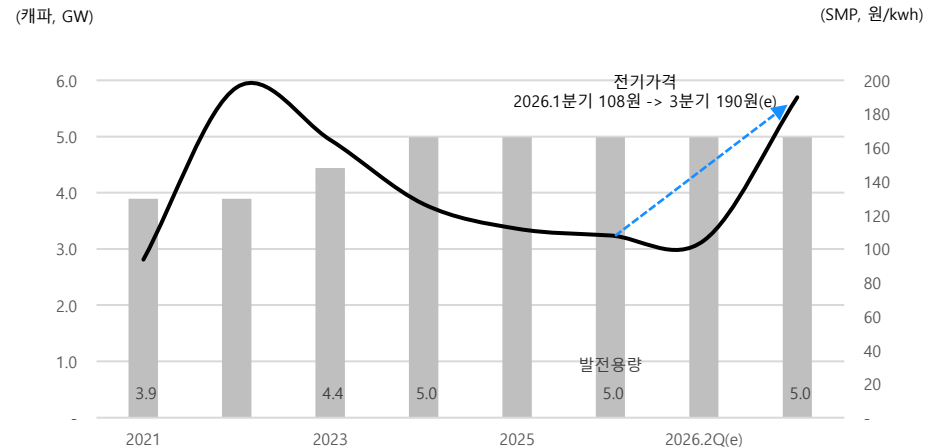
지역	주요광구	생산량	생산시점
(SK이노 귀속분)			
호주	칼디타-바로사 가스전	130만톤/년	2026년 1분기
미국	우드포드 가스전	110만톤/년	2014년 3분기
베트남	15-1/05광구	미정	2026년
	15-1광구	2500b/d	2003년 4분기
	15-2/17광구	미정	탐사중
	16-2광구	미정	탐사중
중국	17/03광구	9,500b/d	2023년 2분기
페루	88광구	8,300b/d	2004년
		25,000boe/d(가스)	
	56광구	2,000b/d	2008년
		8,000boe/d(가스)	
리비아	NC174광구	230b/d	2004년
말레이시아	SK427광구	미정	탐사중
	KETAPU Cluster	미정	탐사중
합 계	원유 생산	22,530b/d	
	천연가스 생산	404만톤/년(81,000boe/d)	

SK E&S 발전소 현황

위치	발전 용량 (GW)	비고
광양LNG	1.1	
파주에너지	1.8	51% 보유
여주에너지	1.1	
위례 열병합	0.5	
하남 열병합	0.4	
강동연료전지	0.02	
부산정관에너지	0.1	
용인 LNG	1.05	2027년 말 완공
베트남 VND꾸인랩 LNG	1.5	2030년 완공
합 계	5.0GW	
	2.6GW 건설중	

한국 전력도매가격(SMP, kwh 당) : 2026년 1분기 108원 → 3분기 180~200원(e)

SK이엔에스(주) 발전용량 및 전력판매가격(SMP)



자료: SK이노베이션, 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 추정 실적 : 2026년 예상 영업이익 5.4조원(전년 0.4조원)

	2025				2026				연간실적														
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E		
생산 Capa																							
석유정제 (만배럴/일)	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	
석유화학 PX (만톤)	83	83	83	83	83	83	83	83	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	
자원개발 원유등가물 생산량 (만배럴/일)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
운할기유 (만배럴/일)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	
중대형전지 (GW)	38.4	47.7	47.7	45.9	45.9	36.7	45.9	45.9	0.8	0.9	1.0	2.9	4.7	17.8	56.7	81.7	90.7	113	180	174	184		
	<small>중국 33GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>	<small>중국 7GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>	<small>중국 33GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>	<small>중국 7GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>											<small>중국 33GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>	<small>중국 7GW</small>	<small>미국 14.7GW</small>	
LNG발전소 (GW/h)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0													5.0	6.2	
																							<small>2027년 말 용인 1.2GW</small>
주요제품 가격																							
두바이유(원재료) \$/배럴	76.1	66.7	69.9	63.6	90.0	108.0	105.0	95.0	51.9	40.3	52.8	69.9	63.1	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	99.5	80.0		
SMP(전력판매가격) 원/kwh	116	123	115	94	104	128	170	150										114	112	138	130		
사업부문별 가격 및 스프레드																							
싱가폴정제마진(Datastream) \$/배럴	3.1	5.5	3.9	5.1	8.3	23.1	19.0	15.0	7.6	6.1	7.1	5.9	3.7	0.4	3.5	10.8	6.7	4.9	4.4	16.3	9.0		
OSP(초경질 15%, 경질 25%, 중질 60%) \$/배럴	1.1	2.2	1.2	1.9	0.3	6.1	12.0	8.0	-1.2	-2.0	-0.8	0.0	1.0	-0.5	1.5	4.6	3.4	1.8	1.6	6.6	4.0		
OSP 50% 반영후 싱가포르정제마진 \$/배럴	2.5	4.4	3.3	4.2	8.2	20.0	13.0	11.0	8.2	7.1	7.5	5.9	3.2	0.7	2.7	8.5	5.0	3.9	3.6	13.0	7.0		
매출액 억원	211,466	193,066	205,332	193,097	242,121	265,115	273,418	256,460	483,563	395,205	461,627	542,165	498,765	345,499	468,534	780,569	772,885	747,170	802,961	1,037,114	871,727		
정유사업 억원	119,181	111,187	124,421	117,114	149,940	173,498	178,745	166,014	352,997	283,698	333,368	391,935	358,168	226,380	295,971	525,817	475,496	498,399	471,903	668,197	520,463		
석화사업 억원	24,770	22,686	23,008	21,211	32,130	37,035	38,746	35,978	92,890	76,865	93,392	106,844	95,424	70,541	95,433	110,269	107,442	103,517	91,675	143,889	138,046		
운할유사업 억원	9,722	8,938	9,805	9,896	12,223	14,808	15,412	13,961	26,188	25,358	30,474	32,661	31,583	23,713	33,512	49,815	46,928	42,354	38,361	56,404	47,510		
E&P 억원	3,792	3,417	3,200	3,227	1,175	1,834	1,841	1,634	6,286	5,305	6,358	7,550	6,687	4,448	8,817	15,255	11,262	14,767	13,636	6,484	5,065		
배터리사업 억원	16,054	21,077	18,079	14,572	17,912	16,981	17,924	19,464			1,457	3,482	6,903	16,102	30,398	76,177	128,972	62,485	69,782	72,281	80,555		
SK E&S(발전소/도시가스) 억원	37,521	25,453	25,278	25,278	36,961	28,560	28,430	26,609										23,734	111,022	120,560	110,686		
영업이익 억원	-446	-4,176	5,735	3,374	21,622	24,313	8,959	-1,001	19,796	32,283	32,218	21,032	12,693	-24,203	17,417	39,173	19,039	3,155	4,487	53,893	24,452		
원유제고평가前 영업이익(E) 억원	-666	-1,176	5,784	4,550	12,941	12,313	10,459	1,999	26,096	28,481	30,144	20,478	11,401	-16,434	6,729	24,304	17,558	4,271	8,492	37,712	28,452		
정유사업 억원	363	-4,663	3,050	4,749	19,303	21,303	2,761	-3,093	12,845	19,393	15,021	7,132	4,503	-22,228	11,616	33,911	8,107	4,611	3,499	40,274	7,483		
석화사업 억원	-1,143	-1,186	-368	-89	1,275	629	324	-449	4,310	9,187	13,772	11,175	7,056	-1,212	1,616	1,271	5,165	1,253	-2,786	1,779	2,298		
운할유사업 억원	1,214	1,346	1,706	1,810	1,885	2,509	2,600	2,173	2,947	4,685	5,049	4,607	3,058	2,622	9,609	10,532	9,978	6,867	6,076	9,167	6,841		
E&P사업 억원	1,204	1,090	893	810	647	902	1,119	1,020	620	1,052	1,884	2,538	1,961	1,437	3,286	6,415	3,682	5,734	3,997	3,688	2,485		
배터리사업(미국 IRA 보조금 반영후) 억원	-2,993	-664	-1,248	-4,330	-3,492	-2,883	-1,820	-2,417			-2,321	-3,175	-3,091	-4,265	-6,827	-9,912	-5,809	-10,787	-9,235	-10,612	-5,263		
SK E&S(발전소/도시가스) 억원	1,931	1,150	2,554	1,176	2,832	2,544	5,594	2,366										1,142	6,811	13,336	12,338		
순이자손익 억원	-3,195	-3,155	-2,964	-1,882	-1,865	-1,828	-1,901	-1,422	-2,111	-1,675	-1,303	-1,713	-2,427	-2,953	-3,389	-4,404	-7,488	-10,996	-11,196	-7,016	-6,202		
지배주주 순이익 억원	-2,290	-7,722	-1,079	-22,388	9,644	10,588	4,316	142	8,150	16,713	21,038	16,511	-357	-21,728	2,921	15,690	2,563	-22,600	-33,479	24,690	13,113		
주당순이익 원/주									8,748	17,988	22,643	17,752	-428	-23,498	3,293	16,553	2,658	-21,510	-21,223	14,591	7,743		
주당순자산 원/주									170,504	183,525	194,069	205,466	198,025	173,957	206,117	224,391	230,495	165,656	129,847	144,016	149,807		
주당EBITDA 원/주									31,277	44,206	44,118	32,615	26,437	-12,825	34,871	59,465	33,961	23,282	18,651	50,310	32,228		
주당배당액 원/주				무배당				2,000	4,800	6,400	8,000	8,000	3,000	0	주식배당	주식배당	자사주소각	2,000	0	2,000	2,000		
자기자본이익률 %									5.1%	9.8%	11.7%	8.6%	-0.2%	-13.5%	1.6%	7.4%	1.2%	-13.0%	-16.3%	10.1%	5.2%		

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 적정 주가 상황(sum-of-parts) : 17만원 → 19만원/주

	기준일 (2026.6월)	주요 내역								
		사업 부문	지분율	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	(참고)	할인율	적정사업가치(억원)
(+) 영업자산가치 (억원)	524,606									
		정유부문	100%	13,654	3,051	16,705	9.5	← 초호황사이클로 전환(기존 호황)	20%	126,959
		석화부문	100%	7,596	1,300	8,896	5.5	← 업황 회복 지연(기존 평균업황)	20%	39,141
		(2026년 NCC 다운사이징 가정. 석화 캐파 16%(△117만톤) 감소)								
		윤활유부문	100%	6,947	818	7,765	11.5	← 호황사이클 반영	20%	71,441
		자원개발부	100%	4,473		4,473	9.7	매장량 3.8억배럴 x 배럴당 9.5\$	20%	34,536
		배터리+분리막	81%/53%	1,711	8,530	10,241	25.0	낙관적(지주사할인 해소)→	20%	153,755
		(2025년말~2026년 배터리 다운사이징 반영. 2025년 캐파 192GW → 145GW)								
		도시가스/발전/LNG	92%	9,050	4384	13,434	10.0	← 초호황사이클 반영(기존 호황)	20%	98,773
		사업가치 합산						배터리 흑자전환 적용시 →		524,606
		주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 실효 지배율								
		주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함								
		주3) 배터리/분리막 영업이익 = 최근 3개년간 캐파 x 평균적인 계약 영업이익률 x 적정 가동률								
(+) 투자자산가치 (억원)	38,320	투자자산 구성		지분율	순자산(2025년 12월)	PBR(배)	적정가치(억원)		비고	
		Sinopec SK 우한		35%	6,566	0.5			3,283 중국 NCC업체	
		대한송유관공사		41%	3,341	0.5			1,671 국내 원유수송	
		전력비축유			677만배럴	배럴당 80\$			7,853	
		기타			51,026	0.5			25,513	
		합계							38,320	
(-) 순차입금 (억원)	245,120									
		현금성자산	178,448	* 2026년 초 현금자산 16.3조원 + 2026년 잉여현금 1.5조원						
		(-) 총차입금	388,559	* 2026년 초 차입금 38.9조원						
		(-) 탄소배출부담	33,136	연간배출량(톤)	탄소가격(\$/톤)	환율	연간 사회적부담액	WACC	현재가치 환산액	
				18,409,041	10	1350	2,485	7.50%	33,136	
보통주 주주가치(A, 억원)	317,806									
발행주식수(B, 주)	169,050,334	* 2025년 유상증자 반영후 169,051,561주 - 자사주 1227주								
보통주 1주당 가치(원/주)	190,000	* 목표주가 상향 배경(기존 17만원 → 19만원) : ① 호르무즈 영향이 장기화로, 정유업종 초호황 밸류 반영(EV/EBITDA 7.5배 → 9.5배)								
(직전 목표주가, 원/주)	170,000									

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 PBR(주가/순자산) 고점 도전 시기 : 1.4배 회복 기대

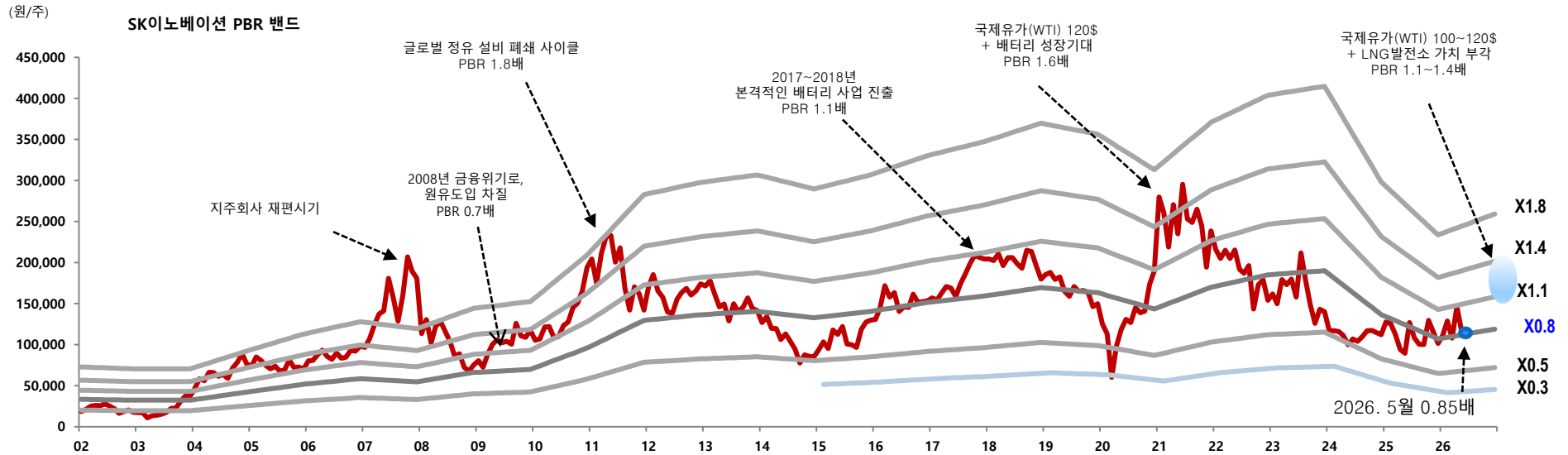
※ 2026년 호르무즈 봉쇄로, 고유가 + 정유설비 공급 부족 + 2024년 말 흡수한 발전소 수익 확대로, PBR 과거 고점권 수준인 1.4배로 재평가 이어질 것. (2026년 5월 PBR 0.85배)

※ 최근 20년간 SK이노베이션(주) PBR 밴드 : 최저 0.3배 ~ 평균 0.8배 ~ 고점권 1.4배

※ PBR 고점 시기 : ① 국제유가 강세 & 글로벌 정유설비 공급감소 & ② SK이노베이션(주) 신사업 확장에 대한 기대감 고조
 사례) 2010~2011년 유가 100\$ 상회 + 글로벌 정유설비 폐쇄, 2017~2018년 정유설비 증설 감소 + 배터리 진출, 2020 ~ 2021년 정유설비 폐쇄+배터리 확장

※ PBR 저점 시기 : ① 국제유가 급락 + 주력사업 정유설비 과잉 증설 + ② 신성장 사업 부진
 사례) 2009년 중국 정유증설 압박 + 유가 40\$, 2013~2014년 미국 정유공급 부담 + 유가 30\$, 2019년 중국 정유설비 집중 + 유가 30\$, 2024~2025년 배터리 사업 부진

SK이노베이션(주)의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	772,885	742,696	802,961	1,037,114	871,727
매출원가	722,745	702,562	759,962	940,657	811,528
매출총이익	50,140	40,135	42,998	96,458	60,199
판매비	37,272	39,501	45,698	42,565	35,747
영업이익	19,039	3,557	4,487	53,893	24,452
EBITDA	33,168	25,179	29,654	85,678	54,885
영업외손익	-9,717	-26,581	-63,175	-14,377	-834
외환관련손익	-1,020	-3,744	3,078	40	861
이자손익	-7,488	-10,670	-11,195	-7,017	-6,233
관계기업관련손익	1,330	-4,303	-2,456	-101	142
기타	-2,539	-7,864	-52,601	-7,299	4,396
법인세비용차감전순이익	9,322	-23,024	-58,688	39,516	23,618
법인세비용	3,773	-1	-9,550	11,213	5,699
계속사업순이익	5,549	-23,023	-49,138	28,303	17,919
중단사업순이익	0	-702	-5,226	0	0
당기순이익	5,549	-23,725	-54,364	28,303	17,919
지배지분순이익	2,563	-22,600	-33,479	24,690	13,113
포괄순이익	6,543	10,157	-59,379	28,303	17,919
지배지분포괄이익	3,662	122	-37,997	24,690	13,113

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	53,679	22,325	22,831	31,167	67,593
당기순이익	5,549	-23,725	-54,364	28,303	17,919
감가상각비	18,213	21,246	28,653	28,240	27,453
외환손익	-1,950	2,617	-2,079	-40	-861
종속, 관계기업관련손익	-1,387	2,824	2,456	101	-142
자산부채의 증감	37,662	16,744	377	-40,196	14,545
기타 현금흐름	-4,409	2,619	47,787	14,758	8,679
투자활동 현금흐름	-112,442	-72,953	-42,854	-36,365	-34,236
투자자산	-11,372	-1,596	9,905	-1,405	903
유형자산 증가 (CAPEX)	-112,381	-100,279	-53,672	-35,000	-36,000
유형자산 감소	212	719	5,650	0	0
기타 현금흐름	11,099	28,203	-4,738	40	861
재무활동 현금흐름	94,904	73,271	23,457	529	-17,148
단기차입금	6,064	40,045	-47,006	9,035	-3,549
사채 및 장기차입금	30,940	128,006	-11,882	-8,506	-13,598
자본	22,387	26,276	5,880	0	0
현금배당	-3,139	-3,137	-6,815	0	-3,367
기타 현금흐름	38,652	-117,919	83,280	0	3,367
연결범위변동 등 기타	-188	5,264	-1,168	52,766	-46,335
현금의 증감	35,953	27,907	2,265	48,096	-30,126
기초 현금	94,791	130,744	158,651	160,916	209,012
기말 현금	130,744	158,651	160,916	209,012	178,886
NOPLAT	19,039	3,557	4,487	53,893	24,452
FCF	-58,702	-77,954	-30,841	-3,833	31,593

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
유동자산	332,796	363,184	427,953	544,144	476,185
현금및현금성자산	130,744	158,651	160,916	209,012	178,886
매출채권 및 기타채권	78,186	85,667	78,791	111,194	97,226
재고자산	111,227	103,356	95,586	131,279	107,412
비유동자산	475,559	742,117	628,132	632,751	637,415
유형자산	358,434	567,196	471,950	478,710	487,257
관계기업등 지분관련자산	60,493	88,179	74,147	74,147	74,147
기타투자자산	6,807	16,491	11,093	12,498	11,595
자산총계	808,355	1,105,301	1,056,085	1,176,895	1,113,600
유동부채	293,992	377,256	410,571	520,906	441,749
매입채무 및 기타채무	173,199	186,893	171,065	229,972	190,675
단기차입금	81,849	120,512	72,017	80,056	77,147
유동성장기부채	34,355	60,499	93,720	112,903	91,515
비유동부채	214,164	331,556	281,599	263,987	265,297
장기차입금	77,110	153,981	169,590	160,591	160,382
사채	100,037	116,341	58,055	39,365	47,364
부채총계	508,155	708,812	692,170	784,894	707,046
지배지분	222,027	246,414	217,921	242,394	252,141
자본금	5,095	7,860	8,761	8,761	8,761
자본잉여금	103,958	127,468	132,448	132,448	132,448
이익잉여금	112,528	82,313	43,043	67,732	77,479
비지배지분	78,173	150,075	145,994	149,607	154,413
자본총계	300,200	396,489	363,915	392,002	406,554
순차입금	175,243	315,326	252,763	205,196	218,174
총차입금	310,496	478,547	419,659	420,187	403,040

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS	2,658	-21,510	-21,223	14,591	7,743
BPS	230,495	165,656	129,847	144,016	149,807
EBITDAPS	33,961	23,660	18,651	50,310	32,228
SPS	791,369	697,896	505,017	608,988	511,874
DPS	0	2,000	0	2,000	2,000
PER	61.5	-5.3	-5.2	8.1	15.3
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.4	23.2	19.4	6.5	10.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 증가율	-1.0	-3.9	8.1	29.2	-15.9
영업이익 증가율	-51.4	-81.3	26.1	1,101.1	-54.6
지배지분이익 증가율	-83.7	0.0	0.0	0.0	-46.9
매출총이익률	6.5	5.4	5.4	9.3	6.9
영업이익률	2.5	0.5	0.6	5.2	2.8
지배지분이익률	0.3	-3.0	-4.2	2.4	1.5
EBITDA 마진	4.3	3.4	3.7	8.3	6.3
ROIC	3.1	0.7	0.7	7.8	3.4
ROA	0.3	-2.4	-3.1	2.2	1.1
ROE	1.2	-9.6	-14.4	10.7	5.3
부채비율	169.3	178.8	190.2	200.2	173.9
순차입금/자기자본	78.9	128.0	116.0	84.7	86.5
영업이익/금융비용	1.7	0.2	0.3	5.1	2.5

S-Oil (010950) : 정유 초호황에 사한 흑자가 더해져...

화학/정유

황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com



투자 의견	BUY (M)
목표주가	175,000원 (U)
현재주가 (10/15)	107,300원
상승여력	63%

시가총액	120,801억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	1,222억원
60일 평균 거래량	970,466주
52주 고	141,300원
52주 저	50,600원
외인지분율	77.95%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(6.1) (10.6) 110.8
상대	(23.3) (33.5) (29.2)
절대(달러환산)	(8.5) (14.1) 94.2

- S-Oil(주)은 국내 3위 정유업체 : 사우디 아람코(주) 증손자 회사로, 원유를 아람코(주)로부터 조달 받아, 국내에서 휘발유, 등경유, 나프타 등을 생산하고 있음. 한국 온산에 위치해 있으며, 주요 생산 설비는 '정유설비 일산 71만b/d(=기존 65만b/d + 2026년 말 4.6만b/d), PX(파라자일렌) 석화 연산 160만톤, 윤활기유 4.1만b/d' 등으로 구성되어 있음. 2026년 에틸렌 180만톤 설비를 완성해, 석유화학 비중을 높이게 됨
- 2026년 하반기 기업가치 레벨업 스토리 : 1) 이란 전쟁에 따른 2가지 수혜, 2) 10조원 투자한 사한 프로젝트 완공 효과
- 이란 전쟁에 따른 2가지 수혜 : 1) 2026년 이란이 걸프 국가에 대한 공격으로, 글로벌 수요의 3%에 해당하는 정유설비 Δ 280만b/d 설비가 파손됨. 정상 복구까지 12 ~ 18개월이 필요하다는 점을 감안하면, 종전이 되더라도 글로벌 정유설비 공급 부족 현상은 2027년 중반까지 이어질 수 밖에 없다는 뜻임. 뿐만 아니라 2) 호르무즈 봉쇄로 아시아 경쟁업체는 중동산 원유 조달에 어려움을 겪고 있지만, S-Oil(주)은 100% 정유설비 가동이 가능하다는 장점이 부각되고 있음. 사우디 아람코(주)의 증손회사로, 홍해 안부 항구로부터 필요한 원유를 안정적으로 공급받을 수 있기 때문
- 사한 프로젝트 완공으로 기업가치 상승 : 2026년 하반기 대형 석유화학 설비인 사한 프로젝트(투자비 9.5조원)가 완공하게 됨. 2026년 6월 말 기계적 준공 후, 4분기에 NCC 설비(나프타로 석화제품을 생산하는 설비, 에틸렌 180만톤)을 시작으로, 2027년 초 Crude Oil to Chemical 4.6만b/d 정유설비가 순차로 가동하게 됨. Heavy Oil, Off가스 등 낮은 원료를 투입하는 장점 때문에 경쟁업체 보다 톤당 40 ~ 80\$ 절감할 수 있음. 과거 평균 가격을 적용하면, 매출액 4.3조원, 영업이익의 4,000억원 등을 기대할 수 있는데, 기업가치를 4.6조원 높일 수 있음
- 2026년 실적 및 적정주가 상향 : 영업이익의 규모는 2025년 0.2조원에서 2026년 3.2조원(e)로 최대 실적에 접근 예상. 사한 투자 마무리로, 2026년 말부터 고배당(3,000 ~ 4,000원/주) 가능. 정유 초호황 밸류(EV/EBITDA 9.5배)를 적용해, 2026년 적정주가를 17.5만원(기존 15.5만원)으로 상향!

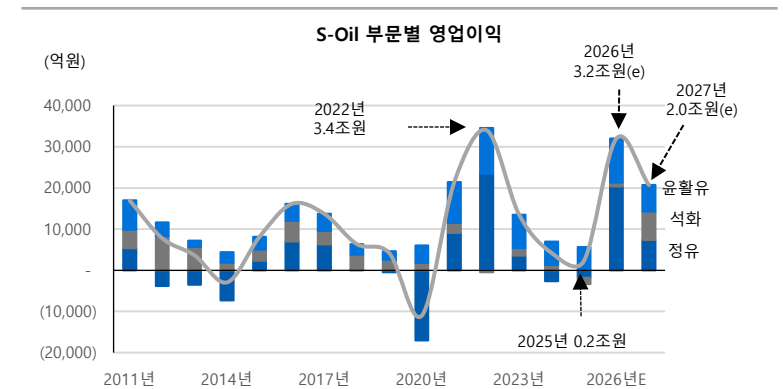
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025A	2026F
매출액	357,267	366,370	342,470	463,019
매출액증가율	-15.8	2.5	-6.5	35.2
영업이익	13,546	4,222	2,356	32,058
영업이익률	3.8	1.2	0.7	6.9
지배주주귀속순이익	9,488	-1,930	1,770	23,904
지배주주 귀속 EPS	8,369	-1,720	1,560	21,129
EPS 증가율	-54.8	-120.6	-190.7	1,254.4
PER	9.0	-38.6	40.6	5.1
PBR	1.0	0.9	0.8	1.1
EV/EBITDA	6.0	11.6	12.8	4.4
ROA	4.6	-0.8	0.7	8.2
ROE	10.8	-2.2	2.0	23.8

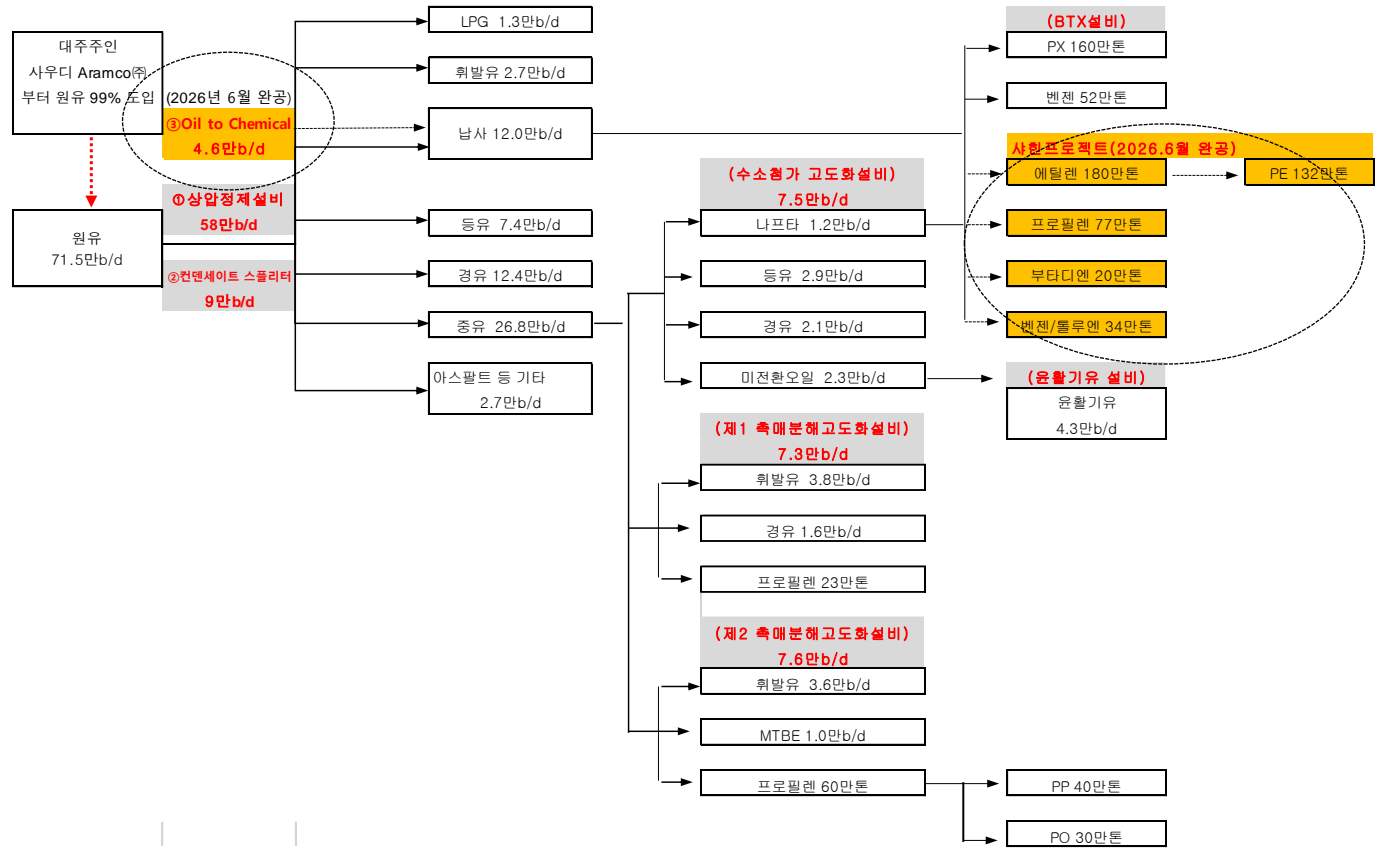
자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 부문별 연간 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 생산 프로세스 : 정유 중심 → NCC 석화로 확대(2026년 6월 사힌 프로젝트 완공)



주요제품 설명

LPG : 부탄, 프로판으로, 난방연료, 자동차 연료로 사용
 휘발유 : 자동차 연료
 납사 : 석유화학 원료로 사용
 등유 : 난방용 또는 항공기 연료로 사용
 경유 : 자동차, 트랙터, 산업용 발전 연료로 사용
 중유 : 발전연료, 선박 연료로 사용

PX : 폴리에스터 섬유의 핵심 원료임
 벤젠 : 전기절연성을 가져서, 주로 IT, 자동차 소재 등에 사용됨
 PP : 딱딱한 플라스틱으로, 장남감, 자동차 범퍼등에 사용
 PO : 인조가죽, 보냉재 등 우레탄 핵심 원료로 사용
 에틸렌 : PE 등의 원료로 사용되는 기초 화학제품
 PE : 포장재, 파이프 등에 사용되는 범용 제품
 부타디엔 : 합성고무 원료로 사용

윤활기유 : 자동차 엔진오일 등에 사용되는 점성을 가진 기초 원료

2026년 포인트 (1) : 호르무즈 효과로, 2027년까지 글로벌 정유 부족

※ 2026년 이란 전쟁으로, S-Oil(주) 2가지 수혜가 예상됨. ① 2027년까지 정제마진 호황 지속과 ② 원유조달 경쟁력 부각 등임

※ 글로벌 정유설비 부족 현상 2027년까지 지속 : 2026년 중동 5개국 정유설비 파손으로, 정유설비 순증규모가 2026년 △168만b/d, 2027년 △71만b/d로 오히려 줄어들

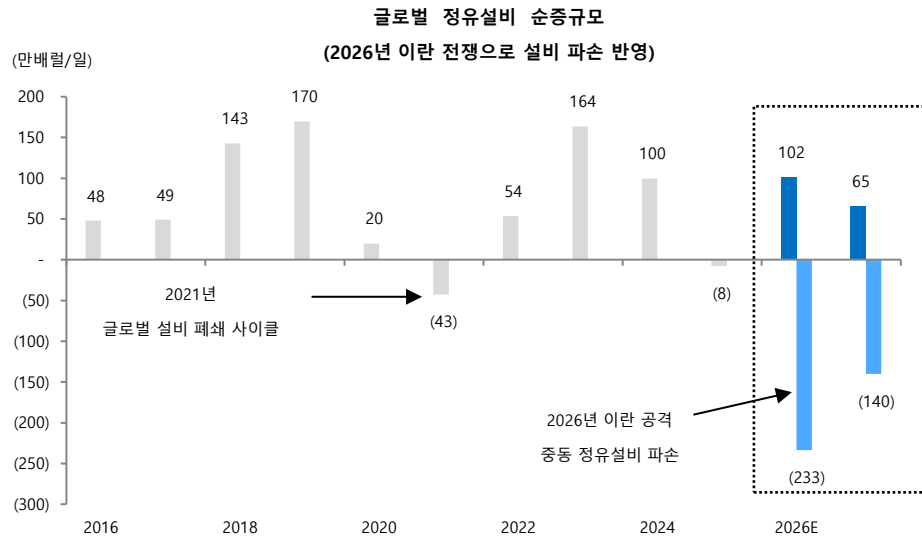
계획된 글로벌 순증설 규모(적정수준 120만b/d) : 2023년 164만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 △8만b/d, 2026년 102만b/d(e), 2027년 64만b/d(e)

이란 전쟁으로 파손된 정유설비 : 2026년 4월 △270만b/d → (12 ~ 18개월 정상화 기간 필요) → 2027년 하반기 되어야 중동 정유설비 공급차질이 해소된다는 뜻

※ 원유조달 경쟁력 부각 : S-Oil(주)의 하루 원유 수입량은 65만b/d(2027년 71만b/d)로, 전쟁전 95%를 사우디 라스타누라 항구(호르무즈 안쪽 해안에 위치)로 부터 수입함

→ (이란의 호르무즈 봉쇄) → 사우디 안부 항구(홍해 동쪽에 위치)를 통해, 정상 물량을 조달 받고 있음 → 2026년 5월부터 정유설비 100% 가동

글로벌 연간 정유설비 증설 계획 : 2026년 102만 b/d < 중동 Gulf 5개국 파손 △280만b/d



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

2026년 호르무즈 해협 봉쇄 피난처 사우디 안부 항구(홍해) : S-Oil(주) 원유 90%를 우회 선적 중



자료: 유안타증권 리서치센터

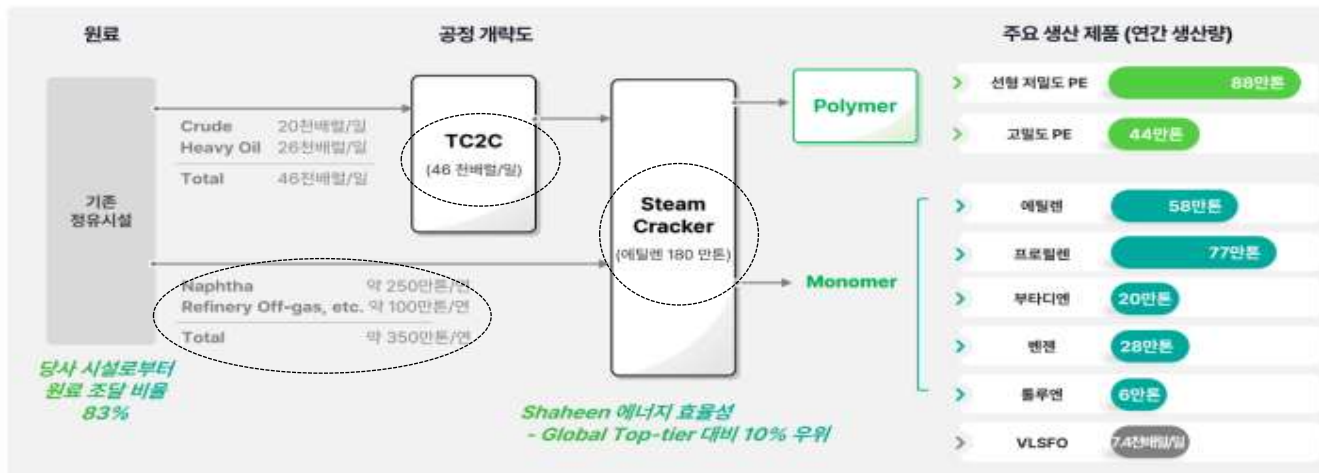
2026년 포인트 (2-1) 2026년 6월 완공, 샤힌 프로젝트

- ※ 2026년 6월, S-Oil(주)의 울산 지역에 9.5조원을 투자한 샤힌 프로젝트 설비(NCC석화 설비)가 완공됨
- ※ 샤힌 프로젝트(의미 : 독수리 프로젝트) : 2023 ~ 2026년 동안 9.5조원을 투자해, Mixed Feed Cracker 를 완공.
 Mixed Feed Cracker : 기존 석화 원료인 나프타를 포함해, LPG, 중유, Heavy Oil 등을 원료로 투입해, 에틸렌, 프로필렌 등을 생산하는 설비
 샤힌 프로젝트 완공 후 생산 캐파 : 에틸렌 180만톤, 프로필렌 77만톤, 부타디엔 20만톤, 폴리에틸렌 132만톤, BTX 34만톤, 저유황연료유 37만톤 등
- ※ 샤힌 프로젝트 설비 특징) ① 원료인 나프타를 기존 생산물(대한유화(주)로 공급하던 물량)과 Crude oil to Chemical 정유설비에서 생산되는 나프타를 이용함
 ② 에틸렌(상온 기체) 180만톤 캐파에서 PE(고체 형태) 122만톤 생산하고, 나머지 58만톤을 울산 지역에 공급 판매하게 됨 → 대한유화/SK지오센트릭 분쟁

S-Oil(주)의 샤힌 프로젝트 개요 : 울산 석화설비 문제의 핵심은, 에틸렌 58만톤을 어떻게 팔 것인가?

샤힌 프로젝트 경쟁력

- > Naphtha, Heavy Oil, Off-gas 등 Feedstock의 83%를 기존 정유시설 등 내부에서 조달하여 경쟁력 확보
- > 세계 최고 수준의 에너지 효율성을 통해 경쟁력 있는 설비 가동 예정



2026년 포인트 (2-2) 사힌 프로젝트 가치 4.6조원

※ 사힌 프로젝트에 따른 사업가치 증가 규모는 : 3.4(현재 시황) ~ 4.6(평균시황) ~ 6.3조원(호황)
 ※ 다른 NCC업체와의 원가 우위 : NCC설비 원가 경쟁력은 '톤당 생산 Cost'로 비교하게 되는데, 사힌프로젝트는 경쟁 NCC업체 대비 톤당 50~60\$ 비용 절감을 기대할 수 있음
 ① 기존 NCC업체의 한국 에틸렌 평균 생산 원가 = 210 ~ 230\$/톤
 ② 사힌 프로젝트 생산 원가 170 ~ 200\$ 전후 = ① LNG자체 발전으로 전력비 절감 15\$, ② 규모의 경제로 인건비 절감 5\$, ③ 저가로 나프타 조달 40\$
 ※ 경제성 분석) ① 2026년 4월 가격 기준 매출액 6.1조원, 영업이익 2,133억원, ② 과거 평균 업황을 가정할 경우 매출액 4.3조원, 영업이익 3,949억원
 ※ 기업가치 증가) 사업가치 = EBITDA x 평균 6.5배. ① 2026년 4월 기준 3.4조원(EBITDA 5,299억원, 주당 3.1만원), ② 평균업황 가정시 4.6조원(주당 4.1만원)

S-Oil(주)의 사힌 프로젝트 경제성 분석

[2026년 4월 기준]												추정 실적		
원료비(나프타, A)	원료비 이외 비용(B)		생산원가(A+B)	톤당 손익(판가-원가)	설비가동율 환율	매출액		영업이익		영업이익률				
	매출액	영업이익												
에틸렌	180	48	1,375	10,910	1,173	13.2%								
프로필렌	77	77	1,280	13,306	894	6.7%								
부타디엔	20	20	2,475	6,683	3,189	47.7%								
BTX	34	34	1,170	5,370	110	-2.1%								
LSFO	37	37	771	3,836	2,104	-54.8%								
HD/LLDPE	132	132	1,293	23,041	909	-3.9%								
합계	480	348		61,146	2,133	3.5%								

[과거 10개년 평균 스프레드 기준]												
사힌프로젝트 생산제품	외부판매량	평균 가격(10개년 평균)	평균 나프타 C&F Japan(10개년 평균)	평균 스프레드(판가-나프타)	톤당 고정비(D) 나프타 절감		톤당 손익(E)(판가-원가)	설비가동율 환율		평균 매출액 평균 영업이익		영업이익률
					매출액	영업이익						
에틸렌	48	980	570	410	171	41	198	100%	1,350	6,350	1,285	20.2%
프로필렌	77	880	570	310	171	41	98	100%	1,350	9,148	1,022	11.2%
부타디엔	20	1,130	570	560	271	41	248	100%	1,350	3,051	670	22.0%
BTX	34	800	570	230	171	41	18	100%	1,350	3,672	84	2.3%
LSFO	37	429	570	141	171	41	353	100%	1,350	2,134	1,755	-82.2%
HD/LLDPE	132	1,080	570	510	321	41	148	100%	1,350	19,246	2,643	13.7%
합계	348									43,601	3,949	9.1%

[valuation]								
시황 시나리오	영업이익	감가비	EBITDA	FV/EBITDA 배율	사업가치	발행주식수	주당가치	
	억원	억원	억원	배	억원	주	원/주	
[현재시황, opm 3.5%]	2,133	3,167	5,299	6.5	34,446	112,582,792	31,000	
[평균업황, opm 9.1%]	3,949	3,167	7,116	6.5	46,253	112,582,792	41,000	
[호황업황, opm 15%]	6,540	3,167	9,707	6.5	63,094	112,582,792	56,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 추정 실적 : 2026년 예상 영업이익 3.2조원(전년 0.2조원)

									연간실적																									
	2025				2026				2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026E		2027E	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E																										
									이란원유수출 확대로 약세				이란수출 재봉쇄				Covid 수요 급락		우크라이나 전쟁 유가 강세		OPEC 증산		이란 전쟁 유가 강세											
								[정유업황]				[정유업황]				Covid로 수요 급락		정유설비 폐쇄 사이클		타이트한 공급속에 정유사이클 호황														
								[S-Oil 증설]				고도화 설비 투자시기				증설 휴지기		10조원 사천프로젝트 투자시기																
생산 Capa																																		
상압정제설비 (만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9			
고도화정제설비(FCC+HOU) (만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5			
Ethylene (만톤)								45.0																							180.0			
HDPE/LDPE (만톤)								33.0																							132.0			
부타디엔 (만톤)								5.0																							20.0			
PX (만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0			
벤젠 (만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	20.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	61.0	82.0				
프로필렌 (만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	39.9	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	101.9	159.6				
PP (만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0			
PO (만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0			
윤활기유 (만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1			
사천프로젝트 2026년 증반 완공																																		
주요제품 가격																																		
두바이유(원재료) \$/bbl	76.1	66.7	69.9	63.6	90.0	108.0	105.0	95.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.1	99.5	80.0													
사업부문별 스프레드																																		
싱가폴정제마진(S-Oil기준) \$/bbl	1.4	4.4	4.4	8.9	11.9	28.9	23.9	17.9	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	4.8	20.7	11.7													
사우디OSP(50%경질유+50%중질유) \$/bbl	1.8	1.9	2.0	1.4	-0.3	11.0	11.0	7.0	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.8	7.2	4.0													
OSP반영후 싱가포르정제마진 \$/bbl	-0.4	2.5	2.4	7.5	12.2	17.9	12.9	10.9	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	3.0	13.5	7.7													
매출액 억원	89,905	80,485	84,154	87,926	89,427	125,380	126,842	121,370	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	168,297	274,639	424,460	357,267	366,370	342,470	463,019	406,542													
정유부문 억원	70,720	62,599	66,943	69,792	71,013	100,035	102,819	95,212	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	270,054	369,079	283,601													
석화부문 억원	11,280	10,337	10,163	10,561	11,044	14,104	13,541	16,404	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	42,341	55,093	91,107													
윤활기유부문 억원	7,904	7,549	7,047	7,684	7,370	11,241	10,482	9,754	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	30,184	38,847	31,833													
영업이익 억원	-215	-3,440	2,292	3,719	12,311	13,777	5,876	94	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,052	13,546	4,222	2,356	32,058	20,720													
원유재고평가손 영업이익(E) 억원	-337	-1,607	2,340	4,593	7,061	9,777	6,376	1,094	11,476	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,618	4,989	24,308	23,720													
정유부문 억원	-568	-4,411	1,155	1,993	10,390	10,517	2,607	-3,126	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-1,831	20,388	7,400													
석화부문 억원	-745	-349	-199	-211	255	-78	154	604	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,504	935	6,885													
윤활기유부문 억원	1,097	1,318	1,336	1,937	1,666	3,337	3,115	2,616	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,233	9,890	11,107	8,105	5,682	5,688	10,734	6,435													
지배주주 순이익 억원	-446	-668	632	2,251	7,210	11,872	4,585	253	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-1,930	1,770	23,921	16,719													
주당순이익 원/주									5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,369	-1,720	1,560	21,195	14,713													
주당순자산 원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	77,629	74,692	76,339	96,555	108,931													
주당EBITDA 원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	17,784	10,069	8,942	34,565	31,034													
주당배당 원/주		0		330		0		3,000	2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	125	0	3,000	4,000													
자기자본이익률 %									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	-2.3%	2.0%	22.0%	13.5%													

2026년 적정 주가 상황(sum-of-parts) : 15.5만원 → 17.5만원/주

구분	기준일 (2026.6월)	주요 내역								
		사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	업황판단	실효지배율	적정사업가치(억원)	
(+) 영업자산가치(억원)	273,496	▶정유부문	8,553	3,868	12,421	9.5	← 초호황반영(기존 8.5배)	100%	118,000	
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	6.5	← 아로마틱 평균 회복 가정	100%	45,292	
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	11.5	← 호황 업황 가정	100%	63,952	
		▶사린프로젝트	3,949	3,167	7,116	6.5	← 가동 시작과 함께 평균업황가정	100%	46,253	
		합 계	23,185	8,881	32,066	8.5			273,496	
		*사업부문 적정가치 = 평균 EBITDA x 업황판단 EV/EBITDA배율 x 실효 지배율								
		*평균 EBITDA = 예상 매출액 x 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함								
		*정유부문은 EV/EBITDA 배율은 초호황인 9.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)								
		*석화부문은 EV/EBITDA 배율은 부진업황에서 벗어나는 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)								
		*윤활유부문은 EV/EBITDA 배율은 호황업황인 11.5배 적용 (바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)								
*사린프로젝트(에틸렌 180만톤)는 2026년 6월 완공. EV/EBITDA 배율은 평균업황 회복을 적용한 6.5배를 적용함										
(+) 투자자산가치(억원)	7,749	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고			
		S-Oil도탈	50%+1주	320	1.0	320	윤활유제품			
		대한송유관공사	8.87%	634	0.5	317	국내 원유 소송			
		잉여부동산	서산시 89만㎡	1,539	1.0	1,539				
		전략비축유		569만 배럴	배럴당 70\$	5,377				
		기타		390.5	0.5	195				
		합 계		8,261	0.94	7,749				
(-) 순차입금(억원)	84,104	총차입금	75,000	▶2026년 초 차입금 7.8조원 + 2026년 차입금 감소액 0.3조원						
		(-) 현금성자산	17,000							
		(+) 탄소배출 잠재비용	26,104	연간배출량(톤)	탄소가격(달러/톤)	환율(원/달러)	연간비용(억원)	WACC	사회적가치(억원)	
		14,541,000	10	1,350	1,963	7.52%	26,104			
보통주 주주가치(A, 억원)	197,140									
발행주식수(B, 주)	112,582,792									
보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)	175,000	* 2026년 적정주가 상황 배경(기존 15.5만원 → 17.5만원) : ① 호르무즈 봉쇄 및 중동 정유설비 파손 영향으로, 정제마진 초강세 기간이 길어질 것								
(직전 적정주가, 원/주)	155,000	② 2026년 실적 호조로, 순차입금 규모 0.3조원 축소 반영								

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 PBR(주가/순자산) 고점 도전 시기 : 1.8배 회복 기대

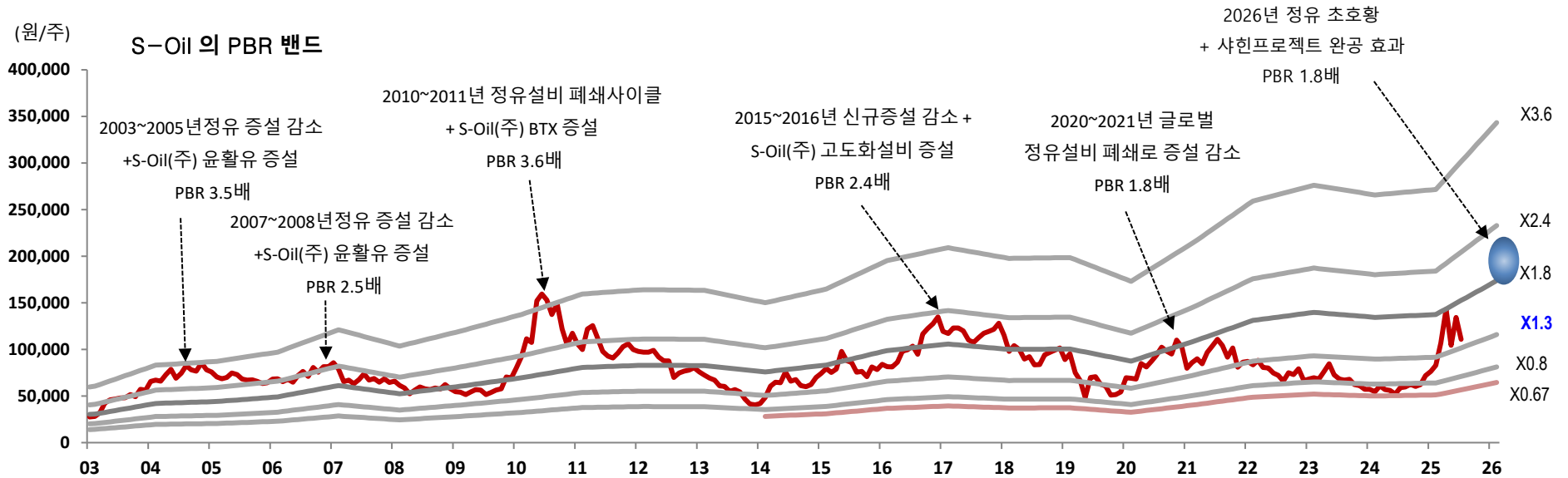
※ 2026년 호르무즈 봉쇄 수해와 10조원 사힌 프로젝트 완공을 배경으로, PBR 과거 고점 수준인 1.8배로 재평가 이어질 것. (2026년 5월 PBR 1.3배)

※ 최근 20년간 S-Oil(주) PBR 밴드 : 최저 0.8배 ~ 평균 1.6배 ~ 고점권 2.4배

※ PBR 고점 시기 : ① 글로벌 정유설비 공급감소 & ② S-Oil(주) 신규 증설 효과
 사례) 2010~2011년 글로벌 정유설비 폐쇄 + S-Oil(주) BTX 증설, 2015~2016년 정유설비 감소 + S-Oil(주) 고도화설비 증설, 2020~2021년 정유설비 폐쇄사이클

※ PBR 저점 시기 : ① 주력사업 정유설비 과잉 증설 + ② 국제유가 급락
 사례) 2009년 중국 정유증설 압박 + 유가 40\$, 2013~2014년 미국 정유공급 부담 + 유가 30\$, 2019년 중국 정유설비 집중 + 유가 30\$, 2022년 중국 정유설비 집중

S-Oil(주)의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	342,470	463,019	406,542
매출원가	336,209	354,112	332,037	424,498	371,722
매출총이익	21,057	12,259	10,433	38,520	34,819
판매비	7,512	8,037	8,076	6,463	14,099
영업이익	13,546	4,222	2,356	32,058	20,720
EBITDA	20,737	11,741	10,426	40,305	36,187
영업외손익	-2,229	-7,547	-624	-125	1,172
외환관련손익	-597	-5,930	921	95	1,564
이자손익	-1,805	-2,292	-2,359	-1,261	-433
관계기업관련손익	23	59	35	1,041	41
기타	150	616	779	0	0
법인세비용차감전순이익	11,317	-3,325	1,732	31,932	21,892
법인세비용	1,829	-1,395	-37	8,028	5,293
계속사업순이익	9,488	-1,930	1,770	23,904	16,599
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,488	-1,930	1,770	23,904	16,599
지배지분순이익	9,488	-1,930	1,770	23,904	16,599
포괄순이익	9,267	-1,526	1,919	23,904	16,599
지배지분포괄이익	9,267	-1,526	1,919	23,904	16,599

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	25,257	14,676	39,423	25,428	30,429
당기순이익	9,488	-1,930	1,770	23,904	16,599
감가상각비	7,115	7,410	7,911	8,104	15,346
외환손익	-901	3,967	1,209	-95	-1,564
종속, 관계기업관련손익	-23	-59	-35	-1,041	-41
자산부채의 증감	14,731	8,289	30,914	-4,326	401
기타현금흐름	-5,152	-3,001	-2,346	-1,118	-313
투자활동 현금흐름	-20,661	-30,270	-37,827	-20,864	-6,642
투자자산	1,366	32	10	-176	94
유형자산 증가 (CAPEX)	-21,856	-30,419	-39,060	-21,167	-8,300
유형자산 감소	203	35	1	0	0
기타현금흐름	-375	82	1,222	480	1,564
재무활동 현금흐름	1,932	15,388	-2,696	4,056	-12,726
단기차입금	1,887	12,037	-11,069	-2,944	-3,935
사채 및 장기차입금	4,298	9,635	10,393	7,000	-8,791
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,727	-1,893	-1	-385	-4,056
기타현금흐름	-526	-4,391	-2,019	385	4,056
연결범위변동 등 기타	2	32	-12	1,929	-6,574
현금의 증감	6,530	-174	-1,112	10,550	4,487
기초 현금	13,103	19,633	19,458	18,347	28,897
기말 현금	19,633	19,458	18,347	28,897	33,384
NOPLAT	13,546	4,222	2,407	32,058	20,720
FCF	3,401	-15,743	363	4,261	22,129

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
유동자산	96,478	100,480	86,156	123,930	112,329
현금및현금성자산	19,633	19,458	18,347	28,897	33,384
매출채권 및 기타채권	29,899	34,792	25,538	35,001	28,357
재고자산	46,392	44,931	41,644	59,789	50,344
비유동자산	119,284	144,034	179,414	192,510	185,249
유형자산	111,520	135,818	169,900	182,963	175,917
관계기업등 지분관련자산	409	427	407	407	407
기타투자자산	1,268	1,603	1,469	1,646	1,552
자산총계	215,761	244,514	265,570	316,440	297,578
유동부채	92,545	116,567	122,109	144,123	129,432
매입채무 및 기타채무	60,740	74,105	93,847	116,707	98,260
단기차입금	21,425	33,549	21,731	18,288	14,619
유동성장기부채	6,398	6,599	3,307	5,404	13,096
비유동부채	32,840	40,991	54,587	59,925	43,210
장기차입금	6,997	13,157	14,780	14,780	11,282
사채	21,370	24,755	35,535	40,438	27,454
부채총계	125,386	157,558	176,696	204,047	172,642
지배지분	90,376	86,956	88,874	112,393	124,936
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	73,796	70,305	72,216	95,735	108,277
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	90,376	86,956	88,874	112,393	124,936
순차입금	38,389	60,007	60,646	54,536	37,323
총차입금	58,381	80,053	79,377	83,433	70,707

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS	8,369	-1,720	1,560	21,129	14,658
BPS	77,629	74,692	76,339	96,540	107,314
EBITDAPS	17,784	10,069	8,942	34,565	31,034
SPS	306,391	314,199	293,701	397,084	348,649
DPS	1,700	125	330	3,000	3,000
PER	9.0	-38.6	40.6	5.1	7.3
PBR	1.0	0.9	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	11.6	12.8	4.4	4.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 증가율	-15.8	2.5	-6.5	35.2	-12.2
영업이익 증가율	-60.2	-68.8	-44.2	1,260.5	-35.4
지배순이익 증가율	-54.9	적전	흑전	1,250.9	-30.6
매출총이익률	5.9	3.3	3.0	8.3	8.6
영업이익률	3.8	1.2	0.7	6.9	5.1
지배순이익률	2.7	-0.5	0.5	5.2	4.1
EBITDA 마진	5.8	3.2	3.0	8.7	8.9
ROIC	9.3	1.8	1.7	16.1	9.8
ROA	4.6	-0.8	0.7	8.2	5.4
ROE	10.8	-2.2	2.0	23.8	14.0
부채비율	138.7	181.2	198.8	181.5	138.2
순차입금/자기자본	42.5	69.0	68.2	48.5	29.9
영업이익/금융비용	5.7	1.5	0.9	9.9	7.0



기타_ 생산계통도_컴플



황규원

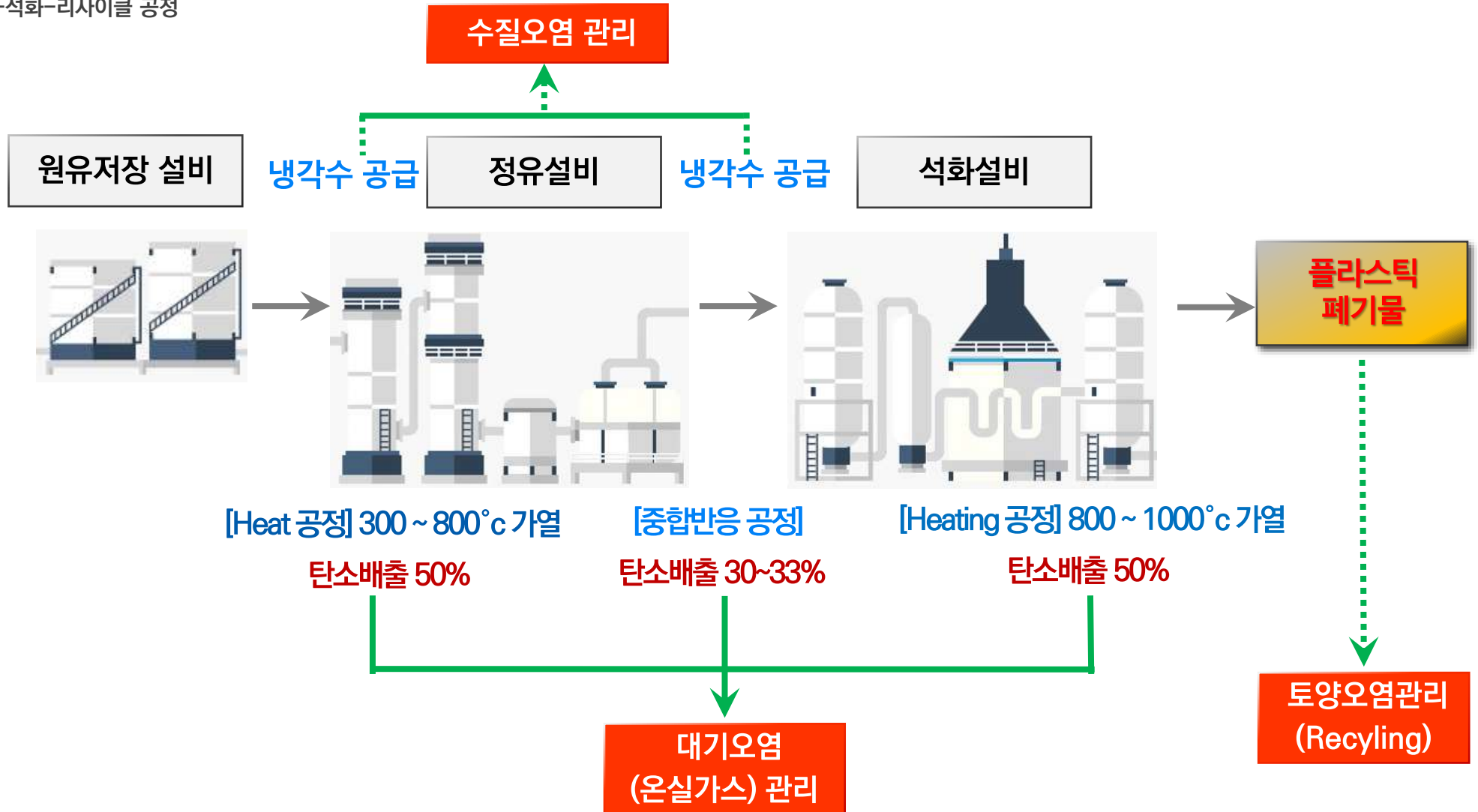
화학/정유

02 3770 5607

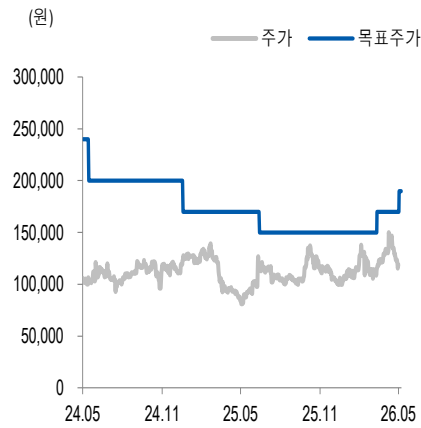
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[별첨] 정유/석화 공정과 Environment(환경) 관리

정유-석화-리사이클 공정

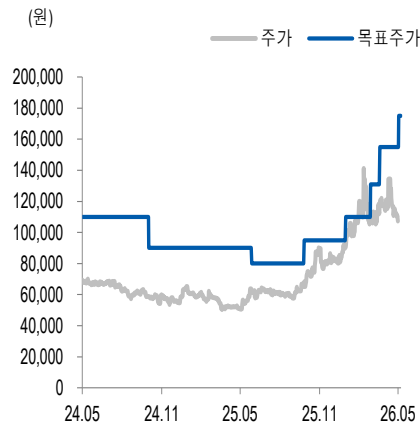


SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-05-22	BUY	190,000	1년		
2026-04-02	BUY	170,000	1년	-24.14	-11.88
2025-07-04	BUY	150,000	1년	-25.12	-8.20
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-05-22	BUY	175,000	1년		
2026-04-09	BUY	155,000	1년	-24.09	-13.23
2026-03-19	BUY	131,000	1년	-15.33	-9.85
2026-01-20	BUY	110,000	1년	-0.43	28.45
2025-10-16	BUY	95,000	1년	-14.90	-3.37
2025-06-17	BUY	80,000	1년	-23.32	-16.50
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

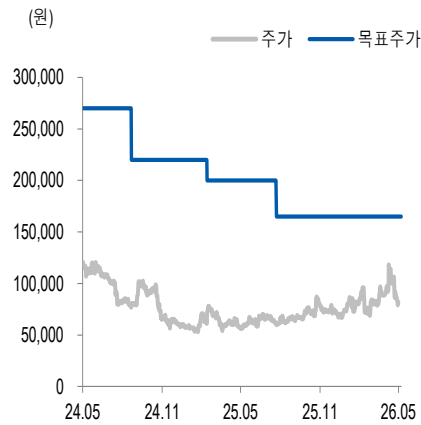
- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-05-22	BUY	165,000	1년		
2025-08-12	BUY	165,000	1년		
2025-03-05	BUY	200,000	1년	-67.99	-61.05
2024-09-11	BUY	220,000	1년	-67.16	-53.45
2024-03-19	BUY	270,000	1년	-61.16	-53.89

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-05-21

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15~15%, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

