

에너지/화학 (Positive)

에너지 전환의 딜레마 : 투자 간극과 공백

“

코로나 시기를 지나며 전세계에 에너지 전환이 본격적으로 진행됐습니다. 그러나 5년이 지난 지금, 전세계는 화석 에너지로 회귀하고 있습니다. 인프라(ESS/전력망) 투자가 제 때 이루어지지 못하며 재생에너지가 신규 발전원으로서의 역할을 못하고 있기 때문입니다. 반면, 기존 발전원 (화력/원자력 등)은 계획대로 퇴출되며 에너지 공백이 생겼습니다. 이제 인프라 투자는 더욱 공격적으로 진행될 것이며, 에너지 공백을 채우기 위해 천연가스(특히, LNG)의 역할이 확대될 것으로 전망합니다.

”



| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 제동 걸린 Net-Zero.....	04
1. 글로벌 에너지 수요 증가.....	05
2. 원활하지 못한 에너지 공급.....	07
3. 낮아지지 않는 인플레이션, 악순환의 반복.....	12
III. 천연가스(LNG)와 인프라 투자 확대.....	16
1. 태양광 투자는 지속되나 속도는 주춤.....	16
2. 재생에너지 효율을 높이기 위한 인프라 투자 가속.....	18
3. 천연가스(LNG) 역할 확대.....	23
IV. 정유/화학: 경쟁 환경 개선되는 중.....	37
1. 수급 환경 개선 기대감 상승.....	37
2. 경쟁 환경도 개선되는 중.....	47
V. 기업분석.....	53
1. SK이노베이션 (096770).....	54
2. SK가스 (018670).....	58
3. 한화솔루션 (009830).....	62
4. S-Oil (010950).....	66
5. LG화학 (051910).....	71
6. 롯데케미칼 (011170).....	75

I. 핵심요약

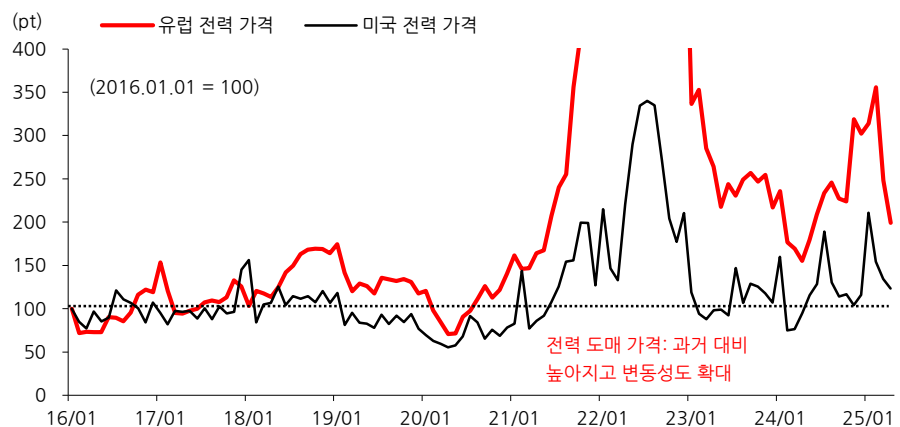
에너지전환의 딜레마: 불안한 신규 발전원	에너지 전환에 제동이 걸렸다. AI 기술 발전으로 전세계 에너지 수요는 증가하고 있는 반면, 에너지 공급은 원활하지 못한 모습이다. 신규 발전원(재생에너지)이 간헐성과 인프라 부족 및 인허가 지연 등의 문제로 제 기능을 못하다 보니, 전통 발전원(석탄, 원자력)의 퇴출 계획은 성급하기까지 하다. 전통 발전원을 퇴출시키자니 공급 불안정으로 에너지 비용이 상승하고, 이를 유지하자니 "에너지 전환"이 아닌 "에너지 추가"로 유지 비용이 상승한다. 에너지 전환의 딜레마다. 비용 상승으로 인해 인플레이션이 잡히지 않고, 높은 금리로 재생에너지 사업성(특히, 풍력 발전)이 하락하니 에너지 전환의 악순환이 지속된다.
에너지 공백 채우기: 1) 인프라 투자 증가와 2) 천연가스(LNG) 역할 확대	인프라와 천연가스 투자가 증가하고 있다. 1) 에너지 공급 불안정을 메우기 위해 태양광 발전 투자는 지속될 것으로 예상되나, 그 효율성을 높이기 위한 인프라 투자가 선행되어야 하기 때문이다. 투자 속도가 달랐던 재생에너지와 인프라(ESS/송배전) 투자는 이제 그 눈높이를 맞춰 나갈 것이다. 2) 재생에너지가 제 역할을 하기까지 전통에너지의 역할도 중요하다. 앞으로의 에너지 공백은 천연가스(LNG)가 채울 것으로 예상된다.
미드스트림 밸류체인 기대	LNG 시장이 확대되며 물량 성장의 수혜를 확실히 누릴 수 있는 미드스트림 밸류체인(액화&재기화 설비/조선/인프라 등)의 성장이 기대된다. 국내에서도 전력수급기본계획 하에 LNG 발전 설비가 확대되는 추세다. SKI E&S, SK가스 등은 자체 LNG 발전소를 기반하여 LNG 밸류체인을 확장하고 있다. 이들은 LNG 사업을 통해 기저 실적을 한층 높일 것으로 전망된다.
정유/화학: 수급 환경 개선 기대	정유 업종은 공급 확대가 주춤해진 반면, 화학 산업은 중국과 중동을 중심으로 증설이 지속되고 있다. 한편 수요 측면에서는, 트럼프 관세 정책으로 인한 불확실성이 커지긴 했으나, 중국 내수 경기 회복 및 러우 종전으로 인한 수요 증가에 대한 기대감이 존재한다. 수급 환경은 개선의 여지가 있다.
미국의 러시아/이란 제재로 경쟁 강도 완화	경쟁 환경도 개선되고 있다. 러우전쟁 이후 글로벌 러시아 제재로 갈 곳을 잃은 러시아 산 원유는 중국/인도로 향했다. 그러나 미국의 러시아/이란 제재가 강해지며 중국/인도도 저렴한 원유 사용이 어려워지고 있다. 중국은 지난 12월 석유 제품에 대한 수출 환급세도 축소했다. 국내 정유/화학 산업이 다시금 원가 경쟁력을 회복할 수 있을 것으로 예상된다.
밸류에이션: 최악의 시나리오에서 되돌림 필요	정유화학 산업은 1) 공급 과잉과 2) 경쟁력 악화로 인해 주가와 밸류에이션이 신저점을 기록하고 있다. 여전히 글로벌 불확실성이 있으나 수급 환경 개선에 대한 기대감도 높아졌다. 밸류에이션 밴드에서의 저점 상향 이동을 생각해 볼 때이다. 한화솔루션은 태양광과 석유화학 사업의 부진으로 주가 부진이 지속됐다. 인프라 투자 효과가 나타나기까지 미국의 태양광 발전 설치 속도는 둔화될 수 있으나, 미국 내 경쟁 환경은 완화되고 있다. 태양광과 석유화학 산업의 턴어라운드 기대된다.

II. 제동 걸린 Net-Zero

급격한 에너지 전환은 예상보다 어려웠다. 가장 큰 문제는 전력 수요는 계속해서 올라가지만 신규 발전원이 제 역할을 못하고 있다는 점이다. 1) 2020년 이후 재생에너지 투자가 급등한 가운데, ESS/전력망 부족과 신규 발전 인허가 문제로 재생에너지의 효율성은 크게 하락했다. 2) 반면, 기존 발전원(화력발전소/원전)의 퇴출은 계획대로 진행되며 에너지 수급에 문제가 발생했다. 이제는 퇴출 계획이 하나 둘 연기되고 있으니, 이 또한 에너지 전환 비용이다. 결국 “에너지 수급 불균형”과 “에너지 추가”는 모두 에너지 비용 증가를 야기하고, 한번 높아진 인플레이션은 잡히질 않고 있다. 높은 금리와 인플레이션은 다시금 재생에너지 사업성을 하락시키며 악순환의 고리가 반복되고 있다.

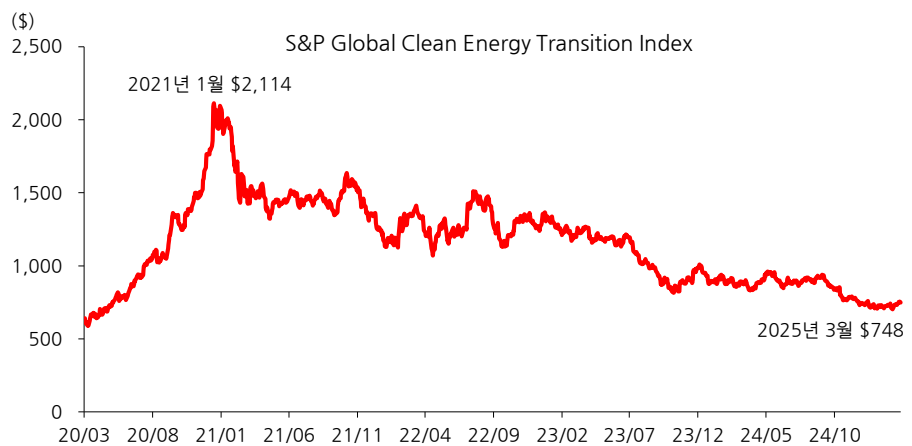
에너지전환에 대한 논란이 끊이질 않는 사이, 재생에너지 기업을 대표하는 주가지수인 “S&P Global Clean Energy Technology”는 2021년 대비 65% 하락했다.

[그림1] 미국과 유럽의 전력 가격은 과거 대비 높아졌고 변동성도 확대



자료: Ember, EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 재생에너지 기업 대표하는 주가지수 2021년 고점 대비 65% 하락



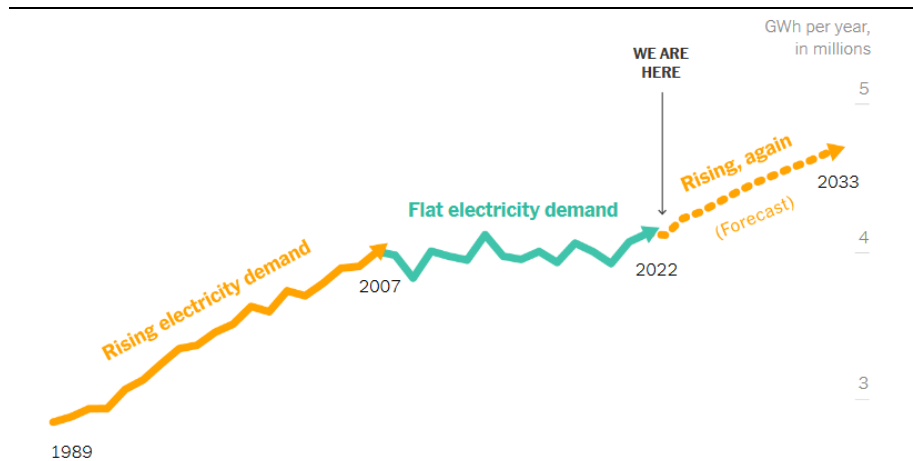
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

1. 글로벌 에너지 수요 증가

AI는 우리 예상보다 더 많은
전력을 요구

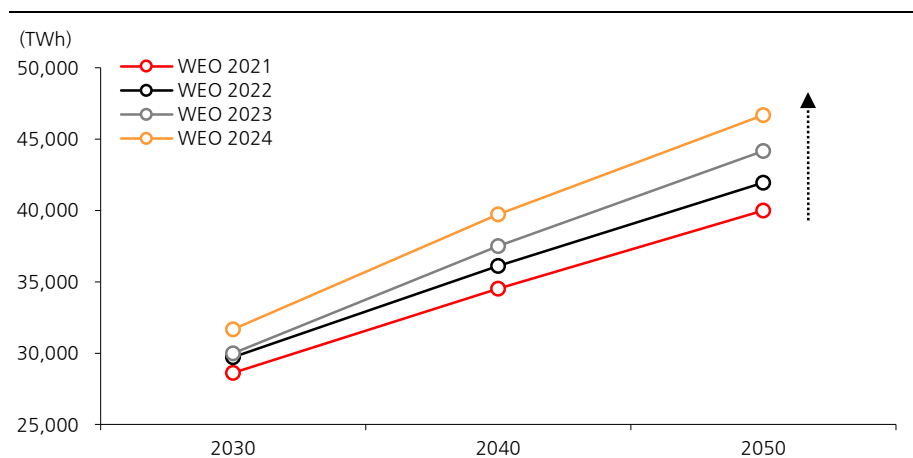
AI의 등장으로 전세계 에너지 수요 전망치는 상향 조정되고 있다. Shell의 2025년 Energy Security 보고서에는 처음으로 'Surge' 시나리오가 추가됐다. AI 영향을 고려한 전력 수요 급증 시나리오다. ChatGPT, DeepSeek의 등장으로 AI시대가 본격화됐고, 데이터 보관/처리량이 급증하기 시작하자 Big Tech기업들은 데이터센터 투자를 확대했다. AI 데이터센터는 일반 데이터센터보다 평균 2.5배 더 많은 전력을 소비한다고 알려졌다. 미국의 데이터센터 전력 수요는 2023년 147TWh에서 2030년 최대 606TWh까지 급증할 것으로 예상된다. 이는 2030년 미국 전체 전력 수요의 11~12%에 해당하는 수치로 현재 데이터센터 전력 소비 비중이 3~4%인걸 고려하면 엄청난 성장이다.

[그림3] 전세계 전력 수요는 경제기 이후 재차 상승 사이클 돌입 전망



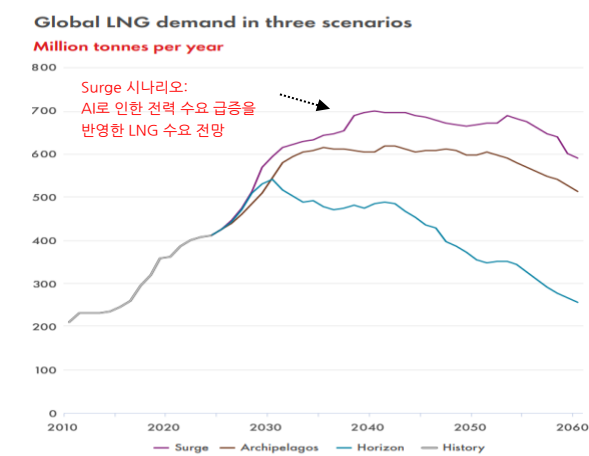
자료: The New York Times, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 해마다 발표되는 수요 전망치도 꾸준히 상향 조정되는 중



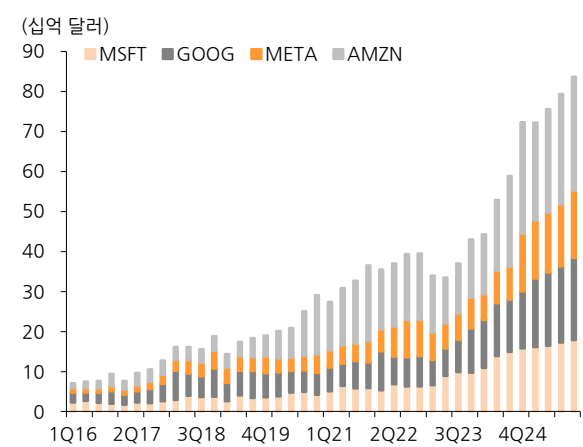
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Surge 시나리오: 2040년 LNG 수요 7억 톤 전망



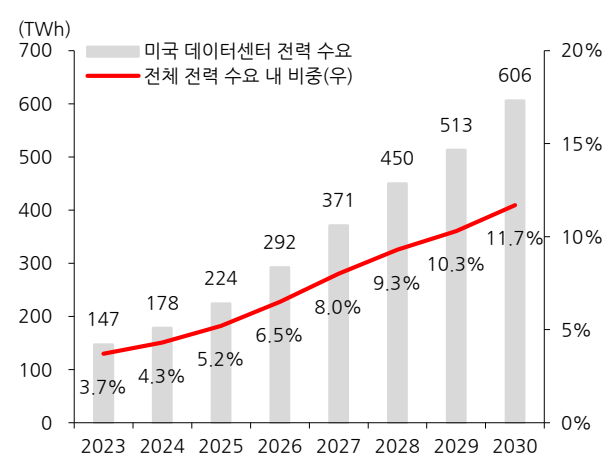
자료: Shell, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 글로벌 Big Tech 기업 CAPEX 추이



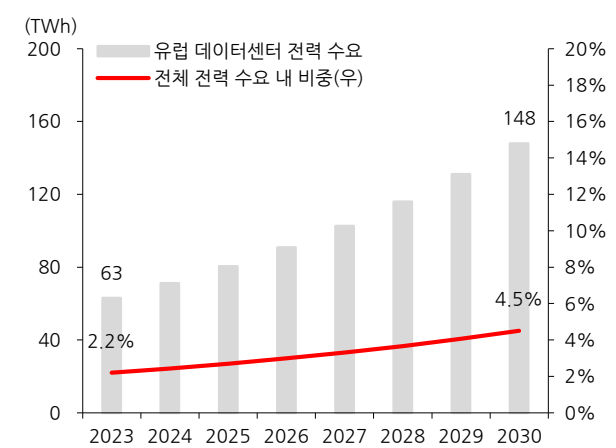
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 데이터센터 전력 수요와 전체 수요 내 비중



자료: Mckinsey, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 유럽 데이터센터 전력 수요와 전체 수요 내 비중



자료: Mckinsey, 한화투자증권 리서치센터

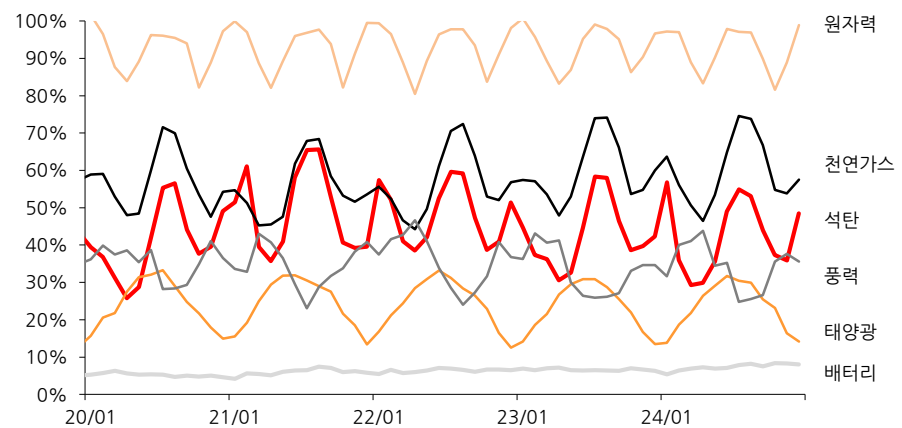
2. 원할하지 못한 에너지 공급

1) 제 기능을 못하는 재생에너지

재생에너지의 간헐성

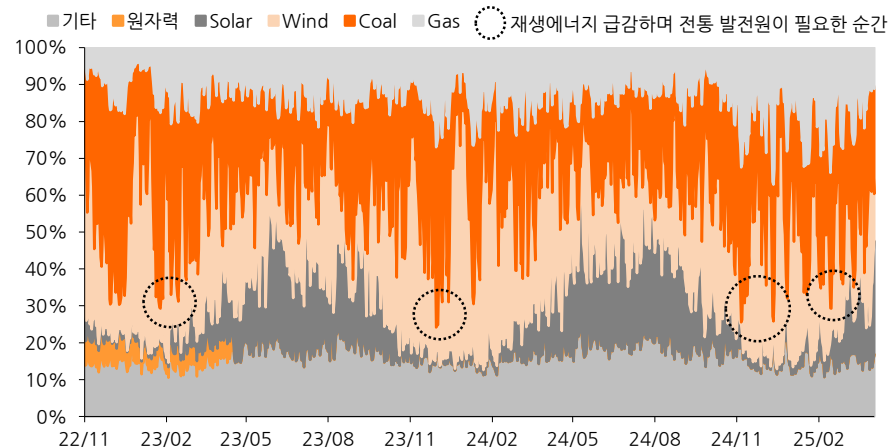
재생에너지는 환경적 장점이 명확하지만, 간헐성이라는 치명적인 단점을 가지고 있다. 화석연료 발전소는 연료만 있으면 24시간 가동이 가능하고, 필요할 때 언제든지 가동될 수 있다. 반면, 태양광과 풍력 발전소는 기상 조건이 맞을 때만 전력을 생산할 수 있다. 평균적으로 태양광과 풍력 발전소의 가동률은 20~40% 수준에 불과하다. 기상 조건과 계절성 등은 예측 가능성을 낮추어 전력망의 신뢰성에도 큰 영향을 미친다. 이미 재생 에너지 프로젝트는 이러한 불확실성을 고려하여 진행되지만, 이 문제는 예상보다 큰 영향을 미칠 때가 많다. 예를 들어, 2024년 겨울 유럽에서는 해와 바람이 없는 동켈플라우테 현상이 증가하면서 가스 발전량이 폭증하고, 이에 따라 가스 가격도 상승했다.

[그림9] 기후와 계절성에 민감한 재생에너지 가동률은 20~40% 수준에 불과



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 동켈플라우테와 같이 해와 바람이 특히 더 없을 때는 가스/석탄 발전량이 급증

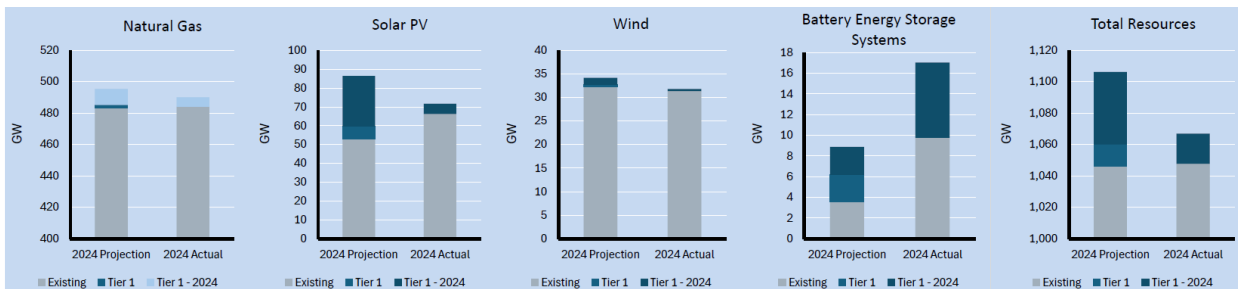


자료: SMARD, 한화투자증권 리서치센터

기대만큼 빠르게 증설되지
않은 재생에너지 발전소

재생에너지 발전소는 빠르게 증가했지만, 최근에는 기대만큼 증설되지 않는 모습이다. NERC(북미전력안정성기업)에 따르면, 2024년 예상했던 재생에너지 발전 용량은 BESS를 제외하면 모두 기대치를 하회했다. 그 원인으로는 1) 프로젝트 초기 대비 재생에너지 프로젝트 수익성의 하락과 2) 길어지는 인허가 절차, 건설 지연으로 인한 비용 증가로 프로젝트 취소가 늘어난 점 등이 있다. 발전소가 증설된다 해도 전력망 연결은 또 다른 문제로 남아있다.

[그림11] 예상보다 빠르게 증가하지 않은 재생에너지 발전원, BESS 만 기대치 상회



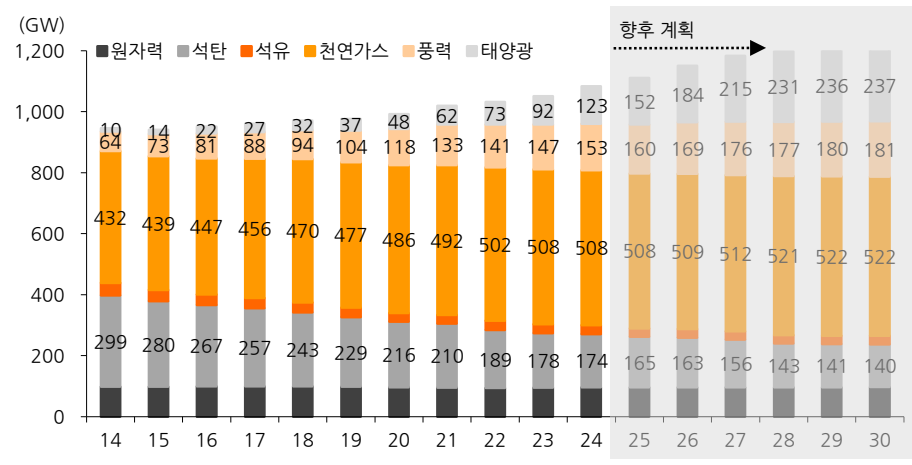
자료: NERC, 한화투자증권 리서치센터

2) 당연하지만 성급해 보이는 전통에너지의 퇴출

빠르게 사라지는
화력/원자력 발전소

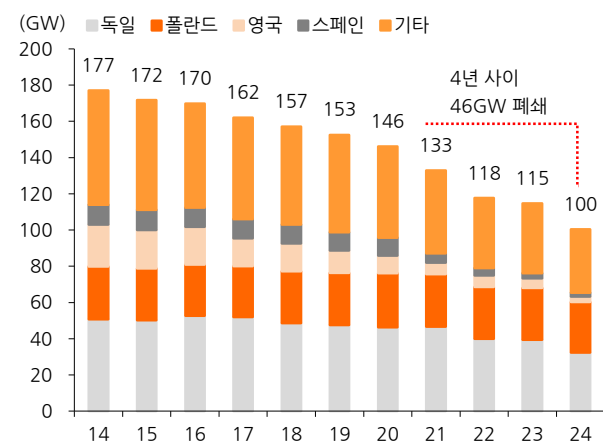
재생에너지로가 추가되며 기존 발전원은 계획대로 폐쇄되고 있다. 당연한 일이다. 미국은 2020년부터 2024년 사이 42GW의 화력(석탄) 발전소가 문을 닫았다. 재생에너지로의 전환이 유독 빨랐던 유럽은 46GW의 화력 발전소와 11GW의 원자력 발전소가 폐쇄됐다. 같은 기간 재생에너지 발전소가 훨씬 더 많이 추가된걸 감안하면 문제가 없어 보이지만, 그럼에도 기존 발전원의 퇴출이 너무 성급하다는 논란이 지속되고 있다.

[그림12] 미국: 빠르게 감소하는 화력(석탄)발전소



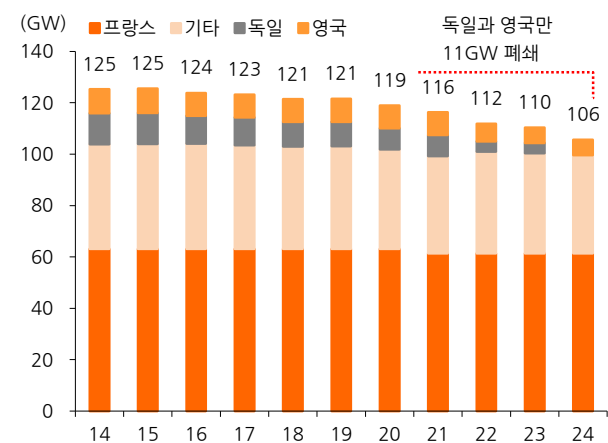
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 유럽 화력 발전소: 4년사이 46GW 폐쇄



자료: beyondfossilfuels, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 유럽 원자력 발전소: 독일/영국만 폐쇄



자료: World Nuclear Association, 한화투자증권 리서치센터

에너지 수급 불균형으로
에너지 비용 상승

재생에너지 발전 용량이 추가된만큼 발전량은 예상에 미치지 못하고 있으며 안정적인 지도 않다. 유럽은 러시아-우크라이나 전쟁 여파로 천연가스 조달에도 차질이 생기자, 에너지 수급 불균형으로 에너지 비용이 크게 증가했다.

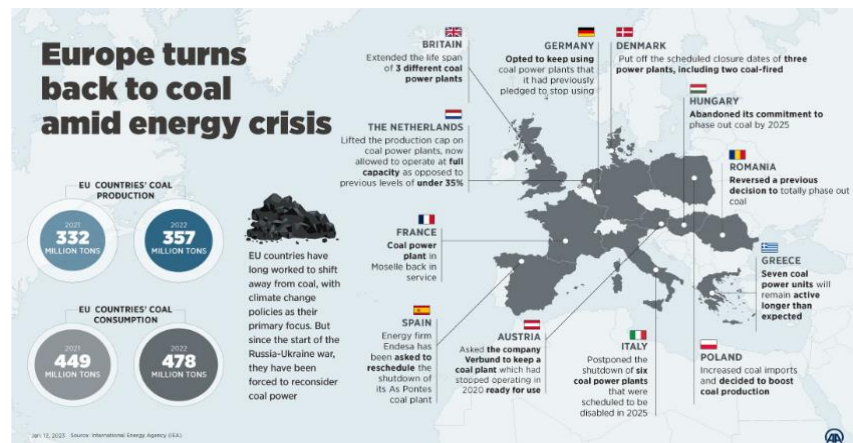
이제는 석탄 발전소 퇴출을
늦추자고 있는 유럽과 미국

이제는 유럽은 기피하던 석탄 발전소 퇴출 계획을 연기하고 있다. 프랑스는 에너지 공급 불안정으로 석탄 발전소 재가동 옵션을 유지했고, 독일도 석탄 발전소 퇴출 목표 년도를 기존 2030년에서 2038년으로 연기했다. 미국에서도 Vistra Energy는 Baldwin 석탄 발전소를 2025년 폐쇄할 예정이었으나, 2027년까지 운영하기로 결정하였다. 오하이오주의 퍼스트에너지 역시 '2030년 탈석탄' 목표를 폐기한다고 2024년 2월 밝혔다. 신규 발전원이 안정적인 에너지 공급을 못하니 기존 발전원도 자리를 지킬 수밖에 없다.

“에너지 전환”이 아닌
“에너지 추가”되는 꼴
→ 에너지 비용 상승

결국 화석에너지에서 재생에너지로 탈바꿈하려던 계획은 더 이상 “에너지 전환”이 아닌 “에너지 추가”의 모습으로 나타나고 있다. 재생에너지(특히, 태양광)는 이미 저렴하나, 그렇다고 함부로 문닫을 수 없는 기존 발전원의 고정비는 누가 부담하는가? 에너지 수요는 큰 변함없이 발전 용량만 추가되다 보니 같은 양의 에너지 생산을 위한 비용만 상승하고 있다.

[그림15] 러시아우크라이나 전쟁까지 겹치며 유럽의 석탄화력 퇴출 연기



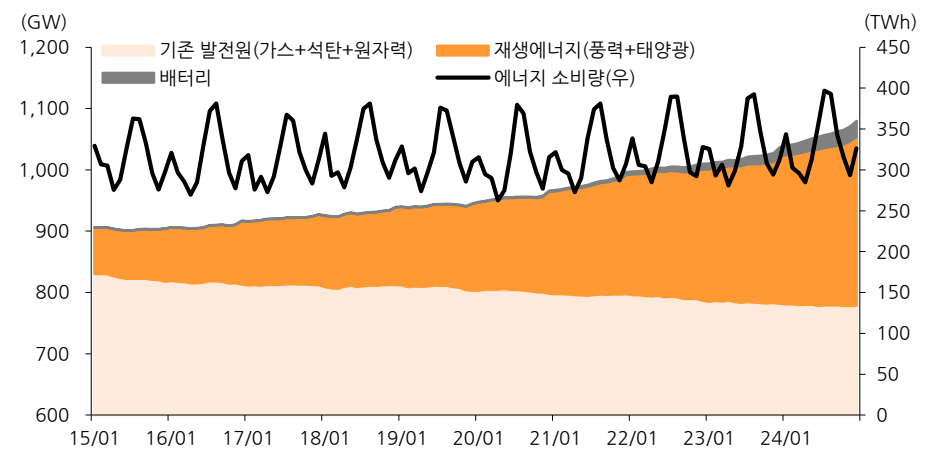
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 트럼프 “Beautiful, Clean Coal”: 석탄 발전 되살리는 미국



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 미국: 에너지 수요의 큰 변화 없이 발전용량만 증가하는 중



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

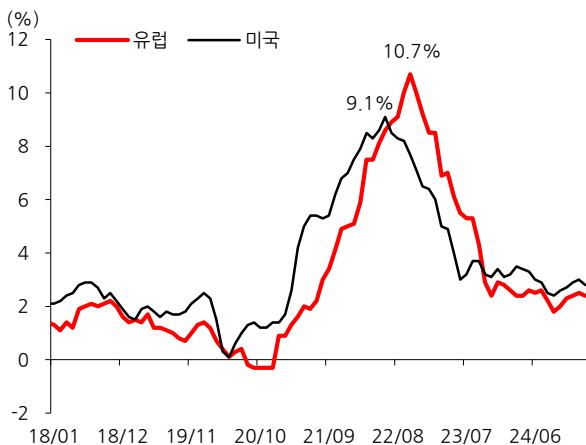
3. 낮아지지 않는 인플레이션, 악순환의 반복

1) 인플레이션 지속되며, 재생에너지 비용 증가

금리 상승과 인플레이션으로
신재생 프로젝트 수익성 하락

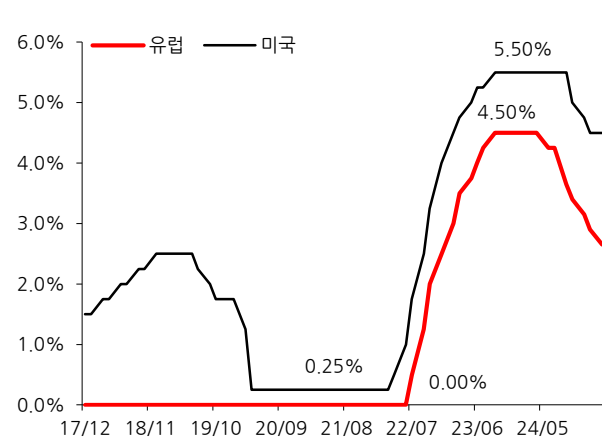
2020년 코로나 시기를 겪으며 전 세계는 기준 금리를 크게 인하했고, 이는 2021년부터 인플레이션을 야기했으며, 2022년부터 금리는 재차 큰 폭으로 상승했다. 이제 인플레이션이 내려와야 할 차례지만, 계획대로 되지 않고 있다. “에너지 수급 불균형”과 “에너지 추가”로 에너지 비용이 상승했기 때문이다. Fed 의장 제롬 파월이 언급한 “인플레이션은 일시적이며, 2%대로 하락할 것이다”는 결국 틀렸으며, 트럼프는 에너지 비용을 낮추는 것을 최우선 과제 중 하나로 삼으며 “Drill, Baby, Drill”을 발표했다. 결국 높아진 금리와 인플레이션은 재생에너지 프로젝트의 CAPEX와 LCOE 상승으로 이어졌다.

[그림18] 2021년부터 미국/유럽 인플레이션율 급증



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 잇따라 기준금리 상승

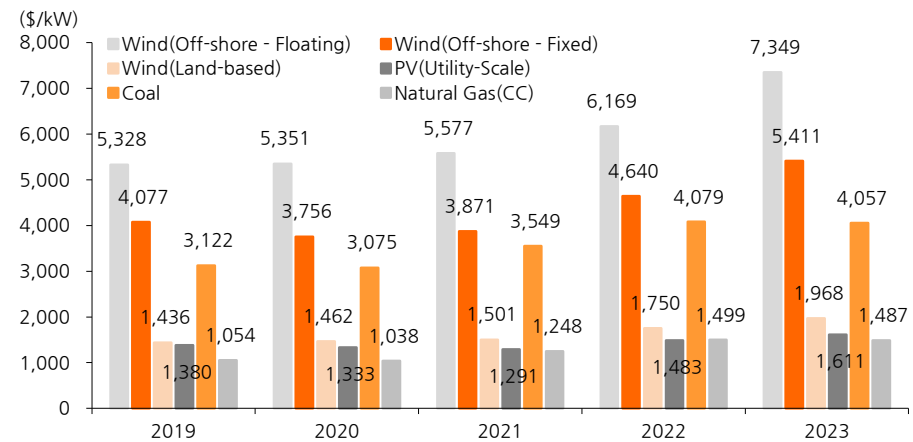


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

특히, 미국 해상 풍력
프로젝트 수익성 악화

NREL에 따르면, 2023년 미국의 발전 프로젝트의 단위당 투자비는 2019년 대비 평균적으로 30~40%(태양광은 17%) 상승했고, LCOE는 특히 해상풍력의 상승 폭이 컸다. 미국의 전력 도매 가격이 약 40달러/MWh인 점을 고려하면, 해상 풍력발전은 보조금 없이 유지할 수 없는 사업이다. 트럼프는 지난 1월 해외기업에 대한 해상풍력 발전 단지의 임대를 중단하겠다고 발표했다. 다수의 재생에너지 발전 업체는 이미 미국 해상 풍력 프로젝트에 대한 손상차손을 반영했고 사업을 철수하고 있다.

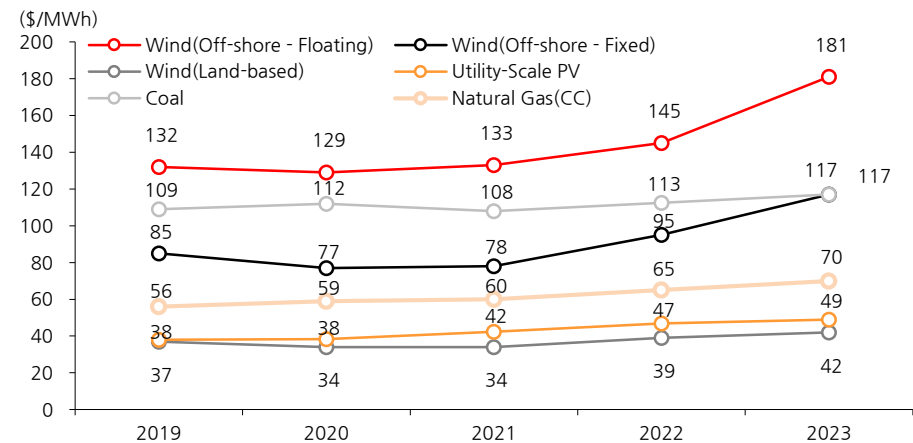
[그림20] 금리 상승과 인플레이션 영향으로 발전 프로젝트 CAPEX 상승



주: 미국 발전소 기준

자료: NREL, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 특히, 해상 풍력발전 위주로 LCOE 는 2022 년부터 급증



주: 미국 발전소 기준

자료: NREL, Lazard, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요 기업들은 미국 해상풍력 사업 철수

기업	발표 일자	주요 내용
Shell	25년 1월	애틀랜틱 쇼어 사우스 프로젝트에서 완전히 철수, 10억 달러 투자금 회수
BP	25년 1월	해상풍력 투자 계획을 100억 달러에서 32억 5000만 달러로 축소, 일본 전력업체 JERA와 합작사를 설립하여 해상풍력 부문을 매각
Prismian	25년 1월	미국 내 해상풍력 케이블 공장 건설 계획 전면 취소
GE Vernova	24년~25년	해상풍력 터빈 건설 계획 취소. 2021~2023년 동안 약 40억 달러 상당의 해상풍력 장비 재고 누적
Orsted	23년 10월	23년 해상풍력 사업 철수하며 2021~2024년 총 42,366 mn DKK의 손상차손 인식

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

2) 재생에너지 투자 축소하고 전통에너지 투자 재개하는 기업들

재생에너지 투자
축소하는 기업들

재생에너지 수익성이 하락하자 각국 정부와 기업들은 재생에너지 투자를 줄이고 그 공백을 채우기 위해 전통에너지 투자를 재개했다. BP는 2020년 유럽 그린딜 정책에 힘입어 재생에너지 투자를 대폭 확대했으나, 이 결정은 실적 및 현금흐름을 악화시키는 악수가 되었다. 결국 4Q24 실적발표에서 재생에너지 투자를 축소하고 화석 연료 생산을 확대하겠다고 발표했다. Shell은 지난 12월 해상풍력 사업 투자를 중단했으며, 노르웨이 에너지 대기업 Equinor도 2024~2027년 재생에너지 투자 계획을 절반으로 줄였다. 유럽 업체뿐 아니라 일본의 Japex도 2030년까지 화석연료 투자를 우선시한다고 밝혔다.

전통에너지 투자 증가:
늦춰지는
화석연료 Peak-out

의욕만 앞섰던 신재생 프로젝트에 현실적인 문제점들이 더해지며 전통에너지 수요 Peak-Out 시기는 조금씩 밀리고 있다. 트럼프는 신재생/EV를 지원하는 AMPC를 축소하겠다고 하며, Big Oil 기업은 전통에너지에 대한 M&A 및 투자를 늘렸다.

[표2] 재생에너지 투자 축소하고 화석연료 투자 재개하는 중

	재생에너지	전통에너지
BP	재생에너지 투자 50억 달러 이상 삭감. 신재생에너지 투자 15~20억달러로 70% 감축 발표 (25년 02월)	석유·가스 투자를 연간 100억달러로 약 20% 증액 (25년 3월)
	'30년까지 재생에너지 20배 확대(50GW) 목표 공식 철회 (24년 09월)	석유·가스 생산 감축 목표 40%에서 25%로 하향 조정(23년)
Shell	신규 해상 풍력 투자 중단, 전력 사업부 분할 (24년 12월)	LNG 공급용량 '23년 3,800만톤에서 '29년 4,900만톤으로 확대 계획 (25년 1월)
	재생에너지 및 솔루션 투자비 '22년 35억달러에서 '23년 27억달러로 축소 (23년)	탄소 크레딧 활용한 기후 목표 달성 경향 강화; 2024년 글로벌 시장에서 1490만개의 크레딧을 소각(25년 1월)
Exxon Mobil	태양광·풍력이 아닌 탄소 포집 및 저장(걸프 코스트 허브에 1천억달러 투자), 바이오 연료 프로젝트(12개 개발 중)에 집중(24년)	'30년까지 석유 및 가스 생산량 18% 증산 계획; 가이아나 유전 개발 및 세일 업체 피오니어 내추럴 리소스 인수(23년~24년)
Equinor	'24년~'27년까지의 재생에너지 및 저탄소 솔루션 관련 투자 계획 기존 대비 50% 감축. '30년까지 총 자본지출의 50% 재생에너지와 저탄소 솔루션 할당 목표 철회(25년 01월)	석유 및 가스 생산량 '24~'27년 기간 동안 10% 이상 성장 전망 (25년 01월)
Japex	'30년까지 수익 확보 위해 재생에너지보다 석유·가스 탐사와 생산(E&P) 투자 우선시 발표 (25년 02월)	'30년까지 화석 연료 개발에 당초 계획의 두 배인 4000억 엔을 투입 예정 (24년 09월)

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치

[표3] Big Oil의 전통에너지 M&A 사례

인수 주체	인수 대상	일시	거래금액(십억 달러)
Diamondback Energy	Double Eagle IV Midco	2025-02-18	4.08
Nabors Industries	Parker Wellbore	2024-10-17	0.36
SM Energy, NOG	Uinta Basin	2024-06-28	2.55
Conocophillips	Marathon Oil MRO	2024-05-29	22.50
Energy Transfer	WTG Midstream	2024-05-28	3.25
ChampionX	SLB	2024-04-02	7.75
Diamondback Energy	Endeavor Energy	2024-02-12	26.00
Chesapeake Energy	Southwestern Energy	2024-01-12	7.40
Occidental Petroleum	CrownRock	2023-12-11	12.00
Chevron	Hess Corporation	2023-10-11	53.00
ExxonMobil	Pioneer Natural Resources	2023-10-11	65.75
Chevron	Hess	2023-10-23	60.13
Occidental Petroleum	Anadarko Petroleum	2019-04-24	57.81
ONEOK	Magellan Midstream Partners	2023-05-14	18.83
Adani Ports and Special Economic Zone	Indian Oiltanking	2022-09-11	14.33
Woodside Petroleum	BHP Petroleum International	2020-07-20	14.21
Chevron	Noble Energy	2020-10-19	13.76
ConocoPhillips	Concho Resources	2020-10-19	13.13
Brookfield Infrastructure Partners	Inter Pipeline	2021-02-10	12.44
IFM Investors	Buckeye Partners	2019-05-10	11.26

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치

III. 천연가스(LNG)와 인프라 투자 확대

1. 태양광 투자는 지속되나 속도는 주춤

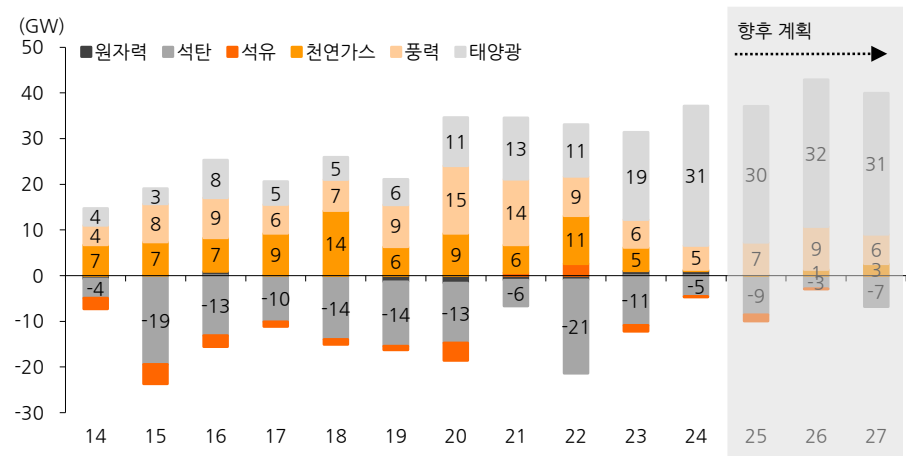
태양광 투자 지속 필요

태양광 투자는 지속될 것이다. 에너지 공백을 메우기 위해서라도 발전원은 필요하기 때문이다. 특히, 비용이 크게 상승한 풍력보다 태양광 중심으로 투자 재편이 이루어지고 있다. 2024년 미국에서 가장 많이 설치된 발전원도 태양광이 31GW(유틸리티 기준)로 압도적이었다. 에너지 안보 차원에서 재생에너지로의 전환이 더욱 중요한 유럽은 2024년 66GW의 태양광 발전이 설치됐다.

그러나 인프라 투자가
선행되기까지
속도 조절은 있을 것

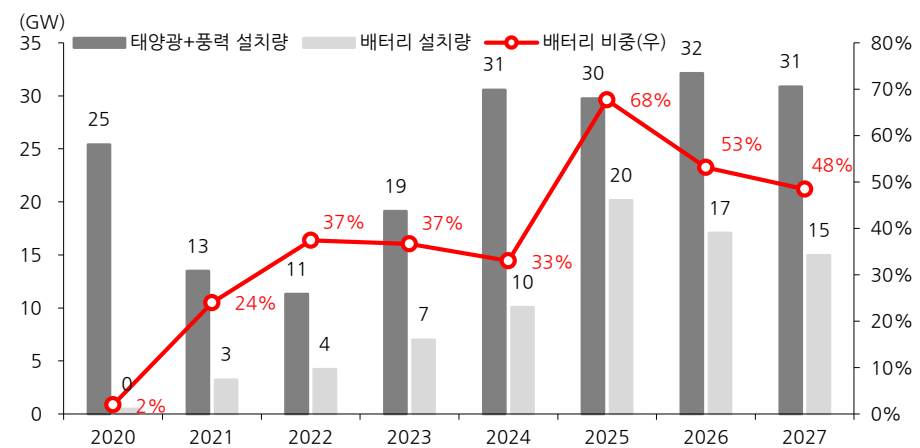
그러나, 투자는 속도는 잠시 주춤할 수 있다. 설치된 태양광 발전의 효율을 높이기 위해 인프라 투자가 선행되어야 하기 때문이다. 2020~2024년 미국에서 태양광과 풍력이 각각 85GW, 49GW 설치될 사이 배터리 설치량은 25GW에 그쳤다. 19% 수준이다. 2025~2027년에는 그 비중이 45%까지 늘어날 것으로 예정되어 있다. 유럽도 마찬가지다. Solar Power Europe이 전망하는 유럽의 태양광 발전 설치량 전망치는 해마다 하향 조정 되고 있다. 1) 유럽에서 재생에너지에 덜 우호적인 우파 정당의 약진, 2) 다수의 국가가 국가 에너지와 기후 계획(NECPs)을 달성하며 정치적 의지 둔화, 3) 지원 제도의 감소, 4) ESS/전력망 부족으로 인한 EU 전역에 Negative Electricity Price 사례 증가 때문이다. 유럽에서도 ESS 및 전력망 등의 인프라 투자와 느릿느릿한 인허가 제도의 개선이 선행되어야 한다는 목소리가 커지고 있다.

[그림22] 미국: 재생에너지 투자 축소에도 태양광 투자는 지속, 그러나 속도는 잠시 주춤



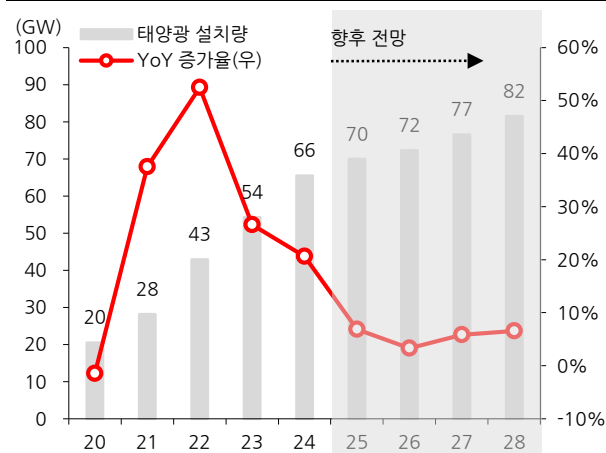
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 미국: 재생에너지 대비 배터리 투자 비중 확대될 전망



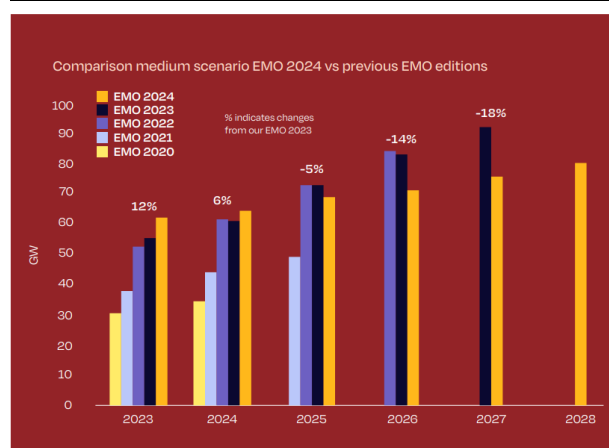
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 유럽: 태양광 설치 지속되나 속도는 둔화



자료: SolarPowerEurope, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 유럽: 태양광 설치량 전망치도 하향 조정되는 중



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

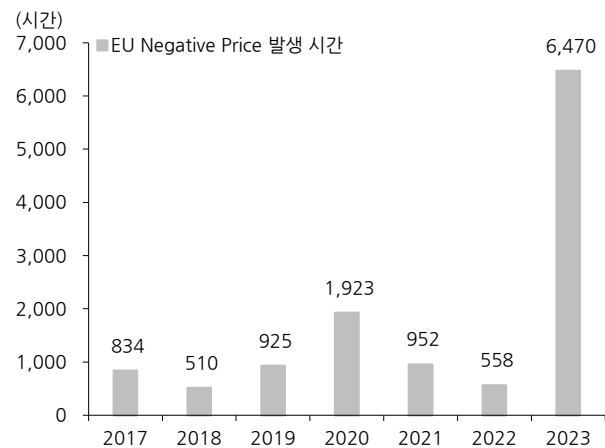
2. 재생에너지 효율을 높이기 위한 인프라 투자 가속

재생에너지를 보완할 수 있는 인프라 투자 부족

전세계적으로 가팔랐던 재생에너지 투자 대비 ESS 및 송배전 시스템 투자는 부족했다. 재생에너지의 간헐성과 공급 과잉을 해소하기 위해서는 ESS 및 전력망의 역할이 중요하다. 전력이 과잉 생산될 경우 시스템 과부하를 막기 위해 잉여 전력을 저장할 ESS나 내보낼 송배전 시스템이 필요하기 때문이다. 잉여 전력을 내보낼 곳이 없으면 발전 사업자는 ‘마이너스 가격’으로 손해를 보고 전력을 판매하기도 한다. 전력비가 마이너스라도 REC 등을 통해 수익을 보전할 수 있거나, 시스템 과부하 방지를 위해 발전소를 중단하는 비용이 마이너스 가격에 판매하는 것보다 손해일 수 있기 때문이다.

ESS와 전력망 연결은 재생 에너지 발전의 효율성을 높여준다. 일부 지역에서 에너지 생산이 부족하면 다른 지역 전력을 공급받을 수 있고, 잉여 전력이 생기면 마이너스 가격에 팔지 않고도 부족한 지역에 판매하여 수익을 얻을 수 있기 때문이다.

[그림26] 재생에너지 발전 비중과 Negative Price 발생 빈도 비례



자료: ACER, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 2023년에 이어 2024년에도 Negative Price 발생 증가

Germany records 457 hours of negative electricity prices in 2024

Germany's Federal Network Agency (Bundesnetzagentur) says negative wholesale electricity prices occurred for 457 hours in 2024, up from 301 hours in 2023.

JANUARY 6, 2025 SANDRA ENKHARDT

COMMERCIAL & INDUSTRIAL PV MARKETS RESIDENTIAL PV UTILITY SCALE PV GERMANY



Image: Daniel Brosch, Unsplash

자료: 언론보고, 한화투자증권 리서치센터

1) ESS 투자

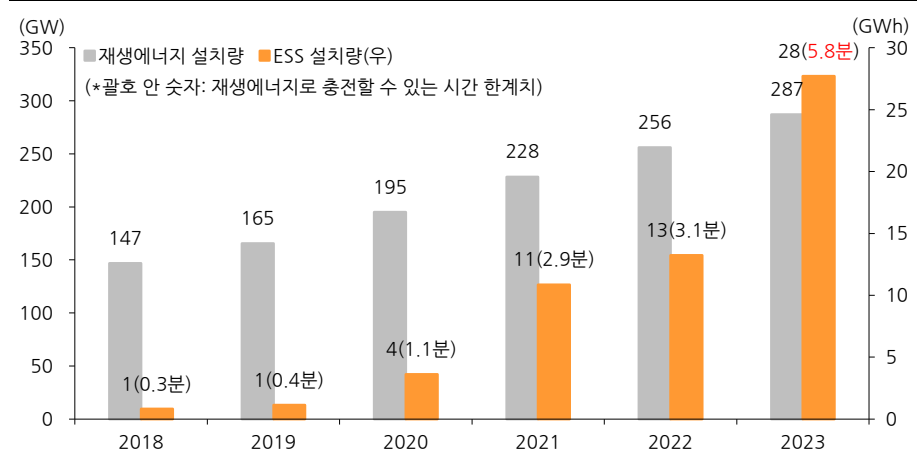
대규모 투자 필요한 ESS

2023년 전세계 설치된 재생에너지 발전 용량은 3,517GW이다. 이에 반해 ESS 설치 용량은 103.5GWh에 불과하다. 1.8분만 충전할 수 있는 용량이다. 재생에너지 x ESS 설치량간 표준화된 설치 비율은 없으나, 미국의 재생에너지 프로젝트는 1) MW급에서는 50%, 2) GW급에서는 10~15%의 ESS를 함께 설치하는 것으로 알려졌다. 중국과 인도는 일반적으로 발전 용량의 10%의 용량으로 2시간 저장할 수 있는(e.g. 30MW 태양광 프로젝트는 3MW x 2hr = 6MWh ESS 설치 필요) ESS를 함께 도입할 것을 의무화하고 있다. 향후 증설될 전세계 모든 재생에너지 발전(2025~2030년 4,854GW, IEA 전망치)에 중국/인도와 같은 규정을 도입하면 신규 ESS 설치량은 2030년까지 971GWh의 ESS 설치가 필요하며, 이는 약 80~90조 원에 해당하는 규모다. 산업이 성숙할수록 ESS 설치 비율은 더욱 커질 것이다.

ESS 시장에서 입지가
작아진 한국 배터리,
LFP ESS 개발 시급

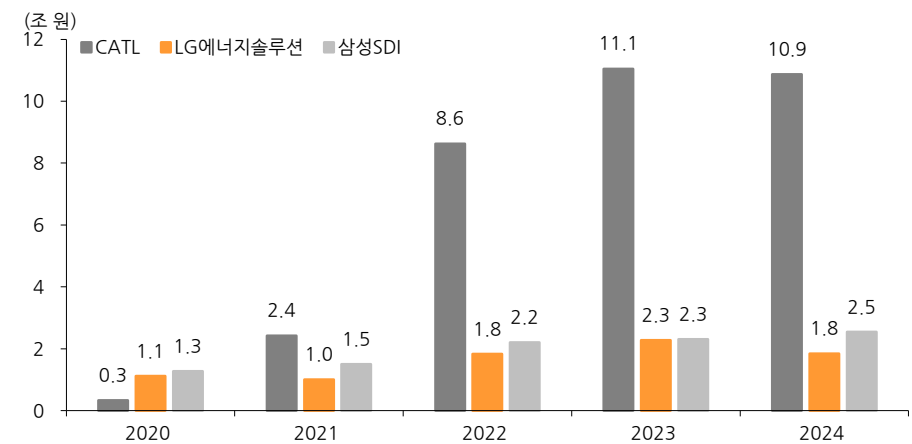
안타까운 부분은 전세계 ESS 시장에서 한국 배터리의 위상이 축소됐다는 점이다. 2024년 CATL의 ESS 부문 매출은 10.9조 원으로 LGES(1.8조 원)과 삼성SDI(2.5조 원)를 크게 웃돈다. 테슬라의 메가팩도 CATL의 LFP 배터리를 사용한다. 전기차와는 달리 부피 제약이 적은 ESS는 원가 경쟁력이 높은 LFP ESS가 대부분을 차지하기 때문이다. 전기차용 배터리와 전력용 ESS 시장의 TAM은 전기차용 배터리가 6,480GWh로 전력용 ESS 883GWh를 월등히 앞서나 전방 시장 확대를 위해 국내 배터리 업체들도 LFP ESS 개발이 필요하다. 다행히 LGES는 2023년부터 중국에서 LFP ESS를 생산하기 시작했으며, 미국과 유럽에서는 각각 1H25, 2H26 양산을 시작할 계획이다. 특히, 미국은 1) ESS 설치량이 가속되고 있으며, 2) 중국 업체들의 진입이 어렵다는 점에서 국내 배터리 업체에게 기회 땅이다. 삼성SDI는 2026년 LFP ESS 양산을 목표로 투자금도 확보했다.

[그림28] 재생에너지 설치량 대비 현저히 부족한 ESS 캐파(미국)



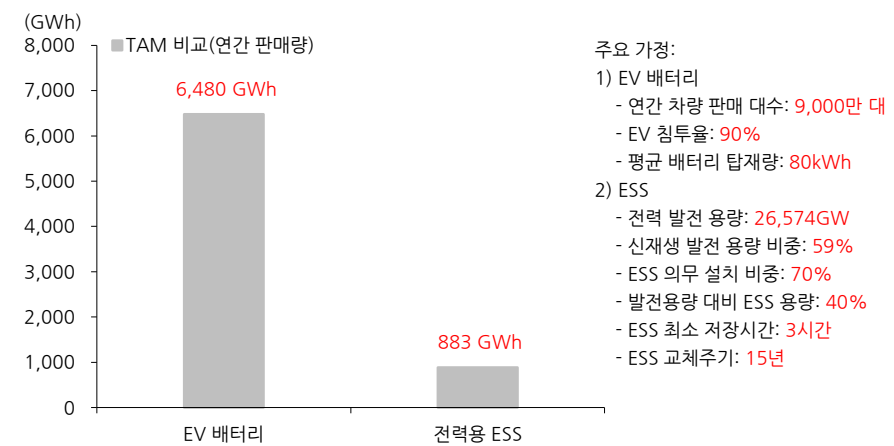
자료: IRENA, Wood Mackenzie, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] LFP 배터리 기반으로 앞서나가는 중국



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 시장 규모: EV 배터리 대비 상대적으로 작은 전력용 ESS



주: ESS 시장 규모는 가장 큰 시장을 형성할 전력발전소만 추정(상업/가정용 등은 제외)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 국내 업체들의 LFP 배터리 개발 및 증설 현황

기업	공장	개발 현황 및 양산 일정	생산 개파
LG 에너지솔루션	중국 난징	2024년 말 생산 시작, NCM 라인 전환	9GWh 추정
	유럽 폴란드	2H25 양산 예정, NCM 라인 전환	6~9GWh 추정
	미국 미시간	1H25 양산 예정	16GWh
삼성 SDI	미국 미시간	배터리 팩 생산 라인 ESS 용 전환 투자 진행 중	-
	한국 울산(양산성 검증용)	마더 라인 구축 중, 1H26 양산 목표	-
SKon	미국	미국형 파우치 LFP ESS 개발 중	-

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

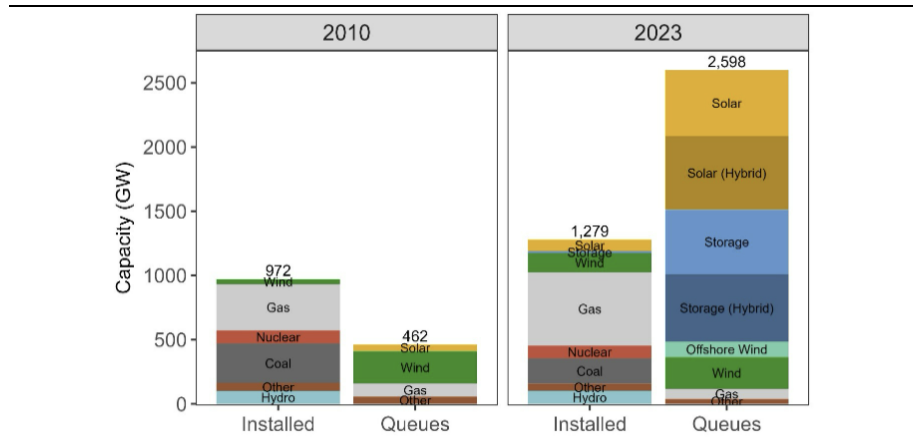
2) 전력망 투자

전력망 부족으로
재생에너지 한계 부각

로렌스 버클리 국립 연구소에 따르면, 미국은 IRA 법안 발표 이후 신재생 프로젝트가 증가하여 2023년 전력망 연결 대기 용량이 2,598GW까지 급증했다. 2023년 미국 전체 발전 용량(1,279GW)에 2배에 달하며, 이 중 재생에너지 비중이 95% 이상을 차지한다(이 중 대부분의 프로젝트는 취소되는 ‘허수 프로젝트’라는 점도 문제다). 충분치 못한 인프라와 넘치는 전력망 연결 요청으로 평균 연결 대기 시간도 4~5년으로 증가했다. 2024년 1년동안 미국의 전력 계통에서는 8GW의 화력발전과 0.8GW의 원자력 발전이 사라졌다. 같은 기간동안 태양광은 31GW가 증설되었으나, 전력망에 실제 연결된 용량은 13GW에 그쳤다. 실제 태양광 발전소의 가동률을 고려하면, 유효한 전력량은 약 3GW가 늘어난 셈이다.

유럽도 500GW 이상의 재생에너지 용량이 그리드 인프라 부족으로 인해 유휴 상태로 있다고 한다. 히타치 에너지의 대표 쉬렌벡은 그리드 확장 프로젝트도 중요하지만 그에 앞서 긴 시간이 소요되는 인허가 및 승인 절차의 단축도 필요하다 강조했다. 그리드 확장 프로젝트 건설에는 2~3년이 소요되나, 인허가 등의 절차로 인해 기간이 7~8년까지 늘어났기 때문이다. 프로젝트 가동 시점 지연도 결국 비용이다.

[그림31] 2023년 미국 전력망 대기열(Queues) 급증: 95%가 재생에너지 용량



자료: Berkeley Lab, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 미국 BPS 발전원별 용량: 빠르게 사라지는 전통 발전원

(단위: GW)

구분		2023	2024	차이
전통 발전원	석탄	189	180	(8.5)
	석유	32	31	(1.1)
	천연가스	483	484	0.8
	원자력	106	105	(0.8)
	기타	2	1	(1.4)
재생 에너지	태양광	53	66	13.3
	풍력	32	31	(0.9)
	수력	105	108	2.9
	배터리	25	29	4.3
	기타	12	11	(0.3)

주: BPS(Bulk Power System): 전력망(Grid)에 실제 연결되어 운영 가능한 발전 용량

자료: NERC, 한화투자증권 리서치센터

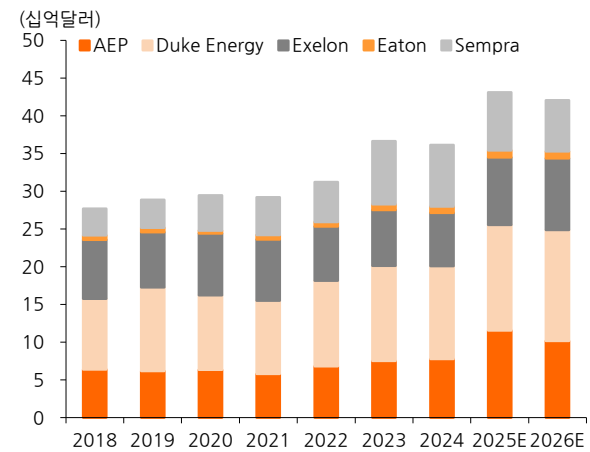
DOE는 2035년까지 미국의 송전 인프라는 57% 확대될 필요가 있다고 한다. 이에 따라 송전망 현대화를 위한 투자로 ‘송전 촉진 프로그램(TFP)’와 ‘전력망 복원력 핵심 파트너십 프로그램(GRIP)’에 각각 25억 달러, 105달러를 투자할 계획이다. 2023년부터 미국과 유럽의 송배전 유틸리티 업체들의 CAPEX 계획은 크게 상승했다.

[그림32] DOE 송전/전력망 현대화에 130 억 달러 투자 계획

Program Name (DOE)	Funding Amount
Grid Hardening Grants. Preventing Outages and Enhancing the Resilience of the Electric Grid / Hazard Hardening. IIJA § 40101	\$2.5B formula
	\$2.5B competitive
Grid Resilience Demos. Program Upgrading Our Electric Grid and Ensuring Reliability and Resiliency. IIJA § 40103	\$5B
Smart Grid Grants. Deployment of Technologies to Enhance Grid Flexibility. IIJA § 40107	\$3B
Transmission Facilitation Program. IIJA § 40106	\$2.5B

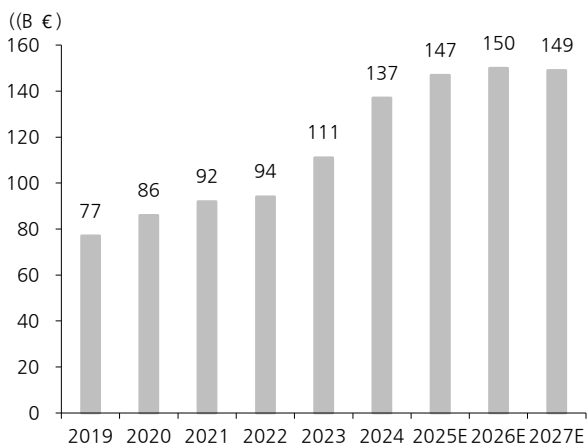
자료: DOE, rtinsider, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 미국 송배전 유틸리티 업체 CAPEX 추이 및 전망



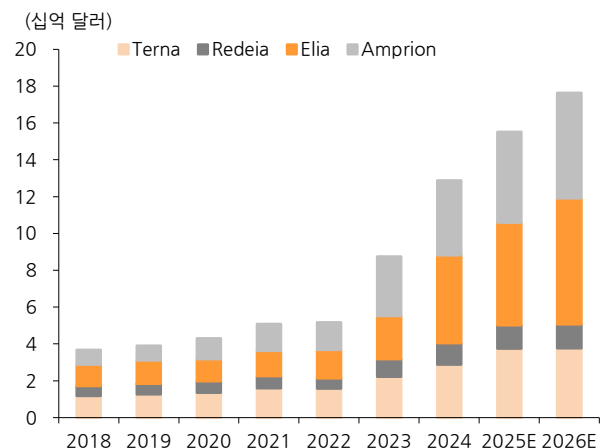
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 유럽 상위 25 개 유틸리티 업체들의 CAPEX



자료: S&P Global Ratings, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 유럽 송배전 유틸리티 업체 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3. 천연가스(LNG) 역할 확대

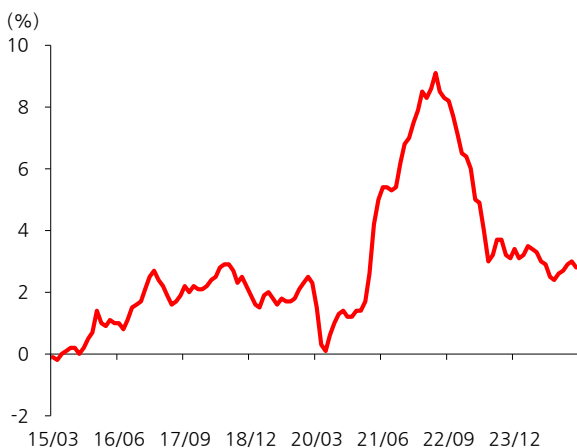
Net-Zero로 가는 길에 에너지 위기가 발생하는 이유 중 하나는 신에너지에 대한 스트레스 테스트 없이 기존 연료를 빠르게 퇴출하고 있다는 점이다. 에너지 전환의 시그니처라 할 수 있는 전기차와 재생에너지 산업의 차이를 볼 수 있다. EV 판매가 더디고, ICE가 많이 팔린다해도 여전히 ICE를 위한 휘발유는 충분하다. 그러나 재생에너지 생산이 더디면 이를 대체할 발전원은 부족해졌다. 대체 발전원이 필요하다. 환경 파괴적이고 비싼 석탄과 건설에 오랜 시간이 소요되는 원전보다는 천연가스가 현실적인 대안이다.

1) 미국과 카타르 중심으로 LNG 확대

에너지(석유/천연가스) 공급
확대를 외치는 트럼프

마침 트럼프는 Drill, Baby, Drill을 외치며 전통에너지 생산을 밀어 부치고 있다. 트럼프는 에너지 비용을 낮춰(석유/가스 공급을 확대하여) 인플레이션을 잡겠다고 한다. 에너지 가격이 낮아지면 중국이 앞서가고 있는 신재생 분야도 압박할 수 있어 미국에게는 뽕 먹고 알 먹기다.

[그림36] 코로나 이후 인플레이션 급증



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 트럼프: 에너지 비용 하락으로 인플레이션 잡겠다

Trump signs orders to try to tackle inflation and lower energy prices

President's energy emergency declaration aims to usher in 'affordable and reliable American energy'



Trump at the White House after being inaugurated. Photograph: Carlos Barria/Reuters

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

미국은 셰일혁명 이후 전세계
최대 석유 생산국

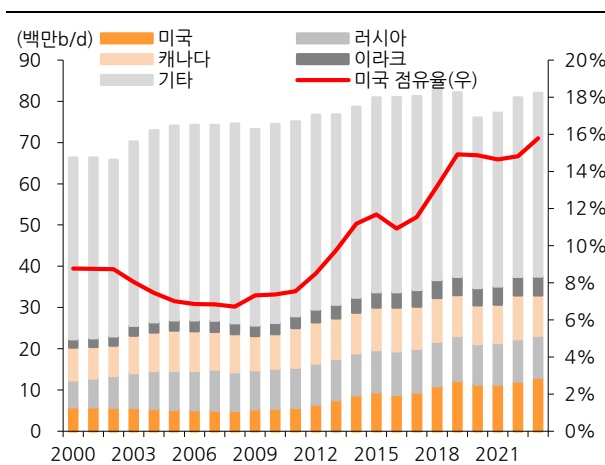
미국은 2018년 최대 석유 생산국이 되었다. 2023년 미국 석유 생산량은 12.9mb/d로 전세계 생산량의 16%를 차지했으며, 2위 사우디아라비아(10.3mb/d, 13%), 3위 러시아(9.7mb/d, 12%)와의 격차도 벌어지고 있다. 트럼프 정부는 이러한 추세를 밀어 부치며 1) 바이든 정부의 환경 규제 철폐 및 국공유지에서 신속한 시추 허가를 추진하고, 2) 전략비축유(SPR)도 보충하며 생산량 증대를 유도하고 있다.

다만, 석유 공급 증가는
제한적일 수 있어

반면, 트럼프와 석유 기업간의 이해관계는 다르다. 미국 셰일 기업들은 생산량을 유지하려고만 해도 중동 업체보다 더 많은 자본이 투입된다. 셰일 유전의 높은 생산 비용과 짧은 수명은 생산량 유지를 위해 새로운 유전 개발과 기존 유전에 대한 지속적인 유지보수가 필요하기 때문이다. 이 때문에 유가가 낮았던 2015~2017년은 셰일 기업에게 특히나 힘든 시기였다. 이후에도 유가 영향으로 수익성 변동성이 매우 컸다. 미국 Oil & Gas 기업에게 핵심은 경제성이며, 현재 유가 수준에서 트럼프의 소원대로 공급을 무작정 늘릴 기업이 있을지 의문이다.

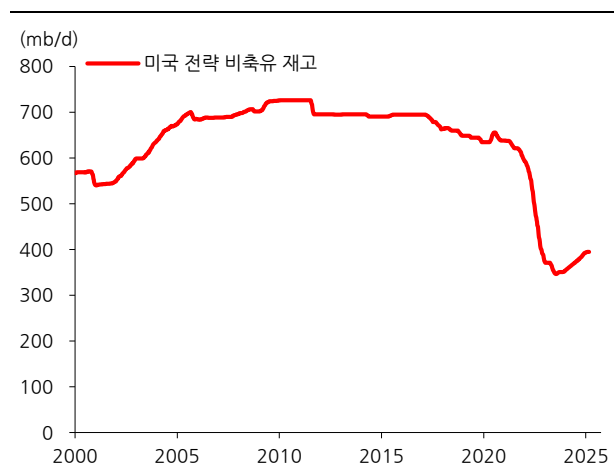
Drill Baby Drill is Dead?!
트럼프와 Oil & Gas 기업간
이해관계 달라

[그림38] 연도별 원유 생산량, 미국 비중 지속 상승



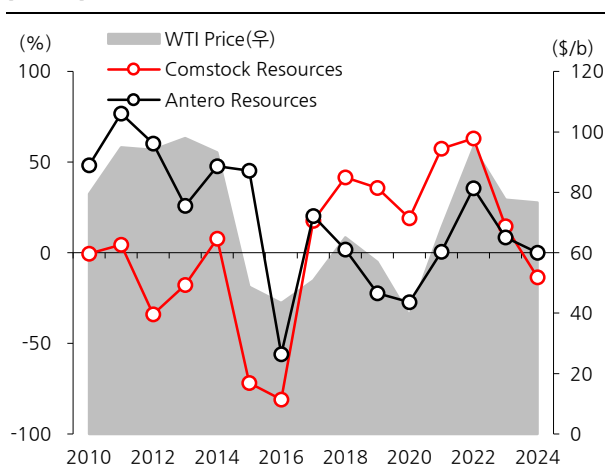
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 미국의 SPR 재고는 2023년 중순부터 증가 추세



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 순수 셰일 업체 수익성: 유가에 따른 변동성 매우 높아



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] Drill Baby Drill is Dead?!: 기업은 수익성 중심 투자 원해

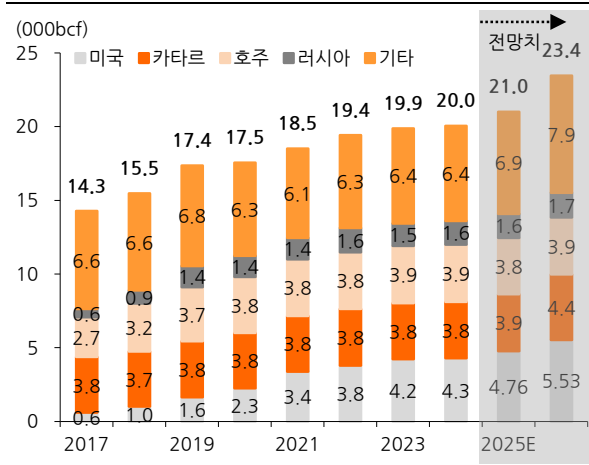


자료: Oilprice.com, 한화투자증권 리서치센터

미국은 전세계 최대 LNG
수요처이자 수출국

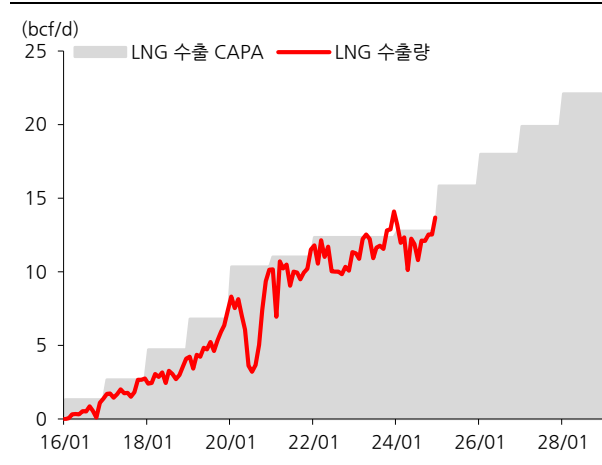
2010년까지만 해도 미국은 LNG ‘수입국’이었다. 2010년대 후반 셰일가스 붐으로 인해 미국은 LNG ‘수출국’으로 탈바꿈했고, 2023년에는 카타르를 제치고 세계 1위 수출국이 되었다. 현재 미국의 일부 LNG 수출 터미널도 당시 LNG 수입을 위한 시설들이었다. 한편으로 미국은 최대 천연가스 소비국이다. 2023년 미국은 전세계 천연가스 소비량의 22%를 차지했고, 2023년 미국이 수출한 LNG 4,343bcf도 미국이 생산한 천연가스의 11%에 불과하다. 즉, 미국의 천연가스 산업은 여전히 내수가 기반이며, 이제는 수출을 확대하며 성장을 이어나가려고 한다.

[그림42] 전세계 LNG 수출량: 2023년 미국 1위로 등극



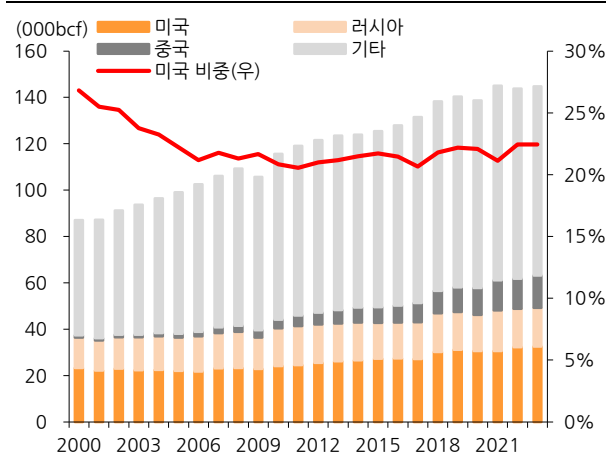
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] LNG 수출 캐파 증설하며 수출량 지속 증가 전망



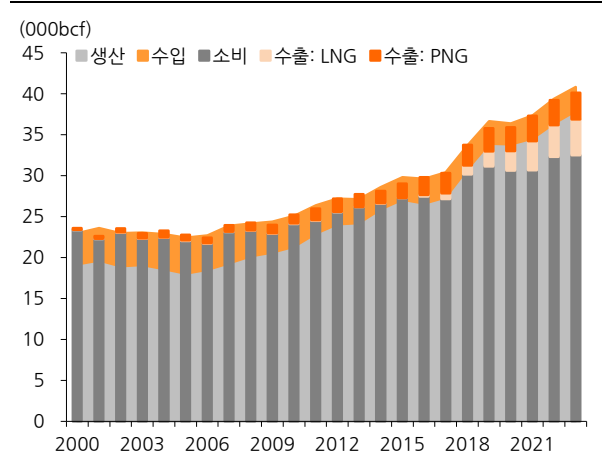
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 전세계 천연가스 소비량: 미국이 1위



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 미국 천연가스 생산+수입 vs 소비+수출: 내수가 기반

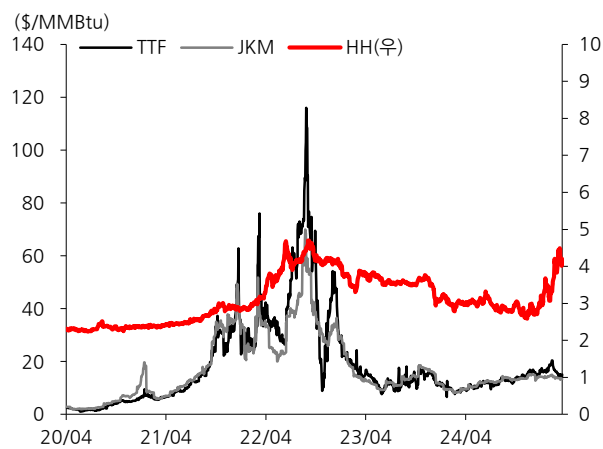


자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

미국 천연가스 확대 지속:
공급 확대에도 가격 하락은
제한적

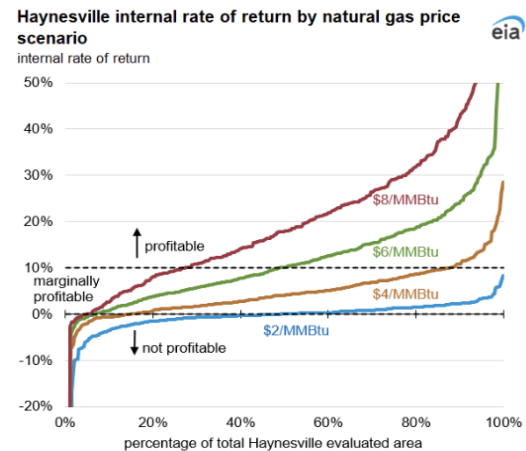
미국의 천연가스 공급 확대 전략에 있어서는 트럼프와 산업간의 이해관계도 맞아떨어진 다. 2024년 11월부터 미국 천연가스(Henry Hub, HH) 가격은 상승 추세로 접어들었다. 미국 천연가스의 Cash cost는 약 1.6~3.5\$/mmbtu로 현재 HH 가격 4\$/mmbtu에서는 기업들도 확대할 유인이 크다. EIA에 따르면, 천연가스 가격 \$4/MMBtu에서 85% 이상의 천연가스 프로젝트가 수익을 낼 수 있다. 공급이 확대되더라도 석유 산업과 비교 하면 가격 하락 폭은 제한적일 것이다. 트럼프의 수출 확대 전략과 이를 뒷받침해줄 유럽/아시아 및 데이터센터 수요가 있기 때문이다.

[그림46] 지역별 천연가스 가격 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 천연가스 \$4에서 85% 이상의 미국 기업 BEP 이상



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

트럼프는 바이든 정부가 중단한 LNG 수출 프로젝트 승인을 재개하고 있다. 트럼프는 취임 이후 2달 사이 5개의 LNG 프로젝트를 승인했다. 앞으로도 10개 이상의 프로젝트가 승인을 앞두고 있다. 미국의 LNG 수출량은 2024년 4,281 Bcf/d에서 2025년 4,763Bcf(YoY +11%), 2026년에는 5,532Bcf (YoY +16%)까지 증가할 것으로 전망된다.

[표6] 트럼프 LNG 프로젝트 관련 정리

프로젝트	승인 일자	주요 내용
커먼웰스 LNG	2월 14일	루이지애나주 건설 예정
LNG 벙커링 연료 사용 제한 제거 명령	2월 28일	LNG 선박 연료 사용 촉진
골든 패스 LNG 수출 시작 기한 연장	3월 5일	텍사스 사빈 패스에 위치. Qatar Energy, Exxonmobil 소유. 일일 최대 2.57 Bcf의 LNG 수출 가능
델핀 LNG 수출 시작 기한 추가 연장	3월 10일	수출 시작 기한 추가 연장 승인
벤처 글로벌 CP2 LNG 수출	3월 19일	루이지애나주 캐머런 패리시에 위치. 일일 최대 3.96 Bcf의 LNG 수출 가능

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

기존 LNG 수출국 1위였던
카타르의 수출 전략도
공격적

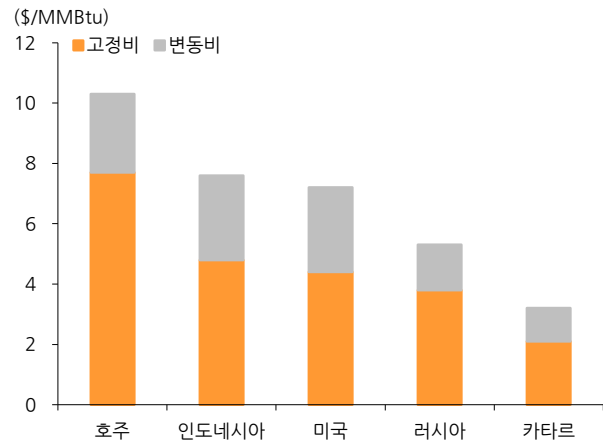
2024년 2월 QatarEnergy CEO Saad al-Kaabi는 카타르의 LNG 수출 전략을 발표했다. LNG 생산량을 2024년 77mpta(약 3,700bcf)에서 2030년 142mpta(약 6,800bcf)까지 확대할 계획이다. 카타르의 LNG 생산 단가는 전세계적으로 가장 낮은 수준으로 알려졌다. 러시아-우크라이나 전쟁 이후 유럽의 러시아산 가스 대체 수요를 충족시키는 전략을 펼치고 있다. 2030년까지 LNG 수출 캐파 확대의 57%는 미국과 카타르가 담당할 것으로 전망된다.

[그림48] 카타르, 2030년까지 LNG 생산량 +85% 확대



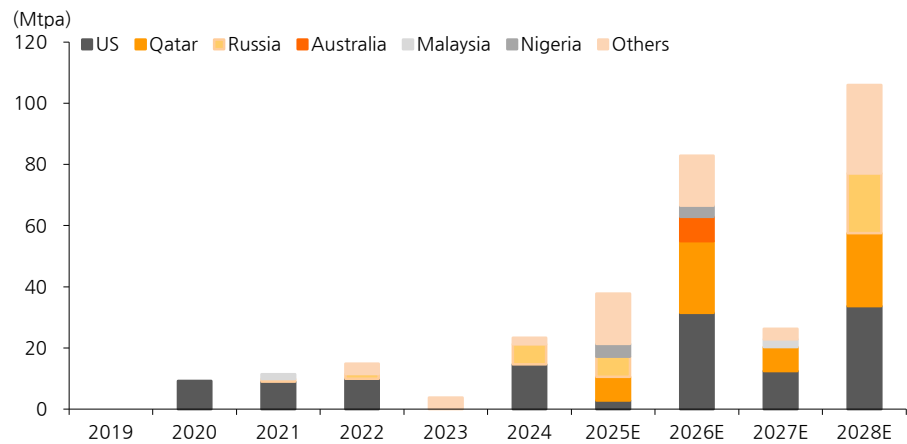
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] LNG 생산 비용: 카타르 전세계에서 가장 저렴



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] LNG 수출 터미널 캐파 증분(2025~2028년)의 57%는 미국/카타르가 담당



자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

2) 재생에너지가 저렴해도 천연가스 밖에 대안이 없는 유럽

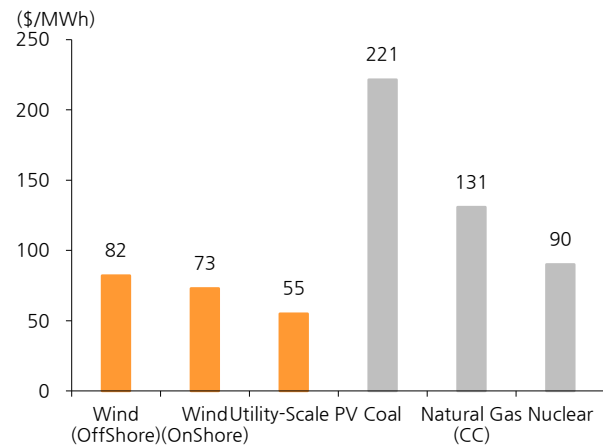
재생에너지가 가장
저렴해진 유럽

유럽은 전반적으로 에너지 비용이 높는데 화석 연료는 특히 더 그렇다. 미국에서 4달러/MMBtu하던 천연가스도 유럽으로 오면 13달러/MMBtu가 된다. 액화/운송/재기화 등이 추가되기 때문이다. 유럽은 재생에너지 가격이 가장 저렴하다. 재생에너지 산업에 대한 보조금도 줄었다. 2022년 에너지 위기를 겪으며 오히려 화석에너지 산업에 더 많은 보조금을 지원하고 있다. 에너지 수입 의존도가 높은 유럽은 에너지 안보를 위해서라도 재생에너지로의 전환이 시급하다.

재생에너지가 제 역할
하기까지 울며 겨자 먹기로
천연가스 확대

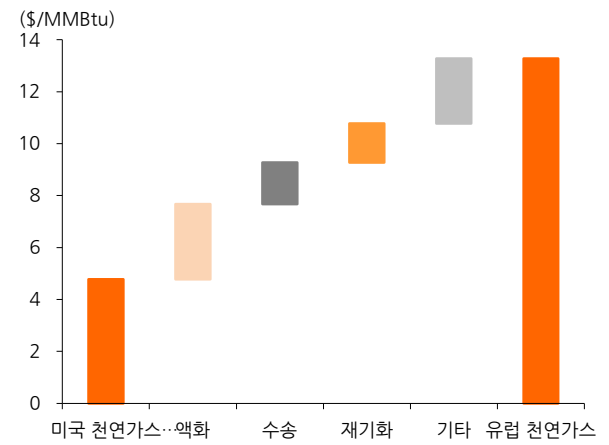
그러나, 2022년과 같은 에너지 위기를 겪지 않기 위해서는 현실적인 준비가 필요하다. 재생에너지의 간헐성을 보완할 1) 점진적인 화석연료 퇴출 계획과 2) 인프라 투자가 발맞춰 병행되어야 한다. 유럽의 발전 용량에서 재생에너지가 차지하는 비중은 2023년 40%(vs. 2019년 29%)까지 증가했다. 한편, 석탄/원자력 등 기존 발전 설비 퇴출은 빨랐고, 가스 발전소 증설은 지연되고 있다. 2022년 재생에너지 발전에서 기대만큼의 전력 생산이 안되고, 이를 충당할 기존 발전원이 부족해지며 에너지 위기가 발발했다. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로 러시아산 LNG 공급까지 차질을 겪다보니 전례 없는 에너지 가격 폭등 현상이 일어난 점을 기억해야 한다. 결국 유럽의 에너지전환은 예상보다 더디게 진행될 것이며, 재생에너지의 빈자리는 천연가스가 대체할 수밖에 없다.

[그림51] 유럽 LCOE 비교: 재생에너지가 가장 저렴



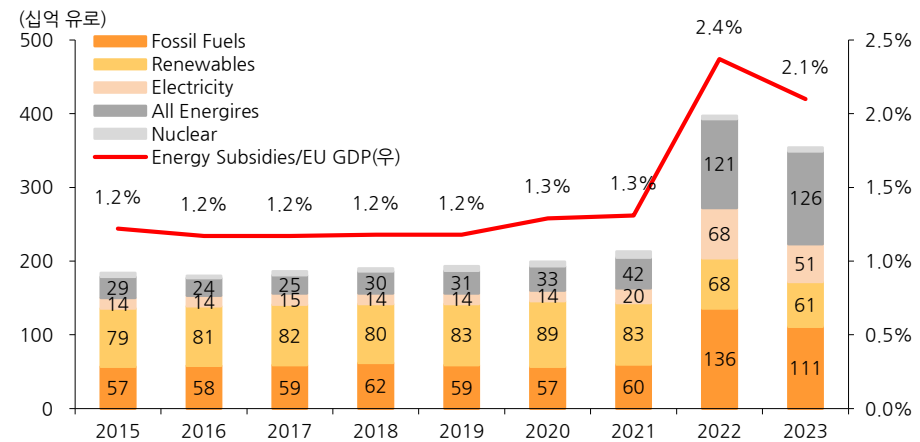
자료: Fraunhofer, NEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 유럽에 오면 비싸지는 천연가스



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] EU 에너지 산업 보조금 추이: 2022년부터 화석연료가 재생에너지 보조금 상회

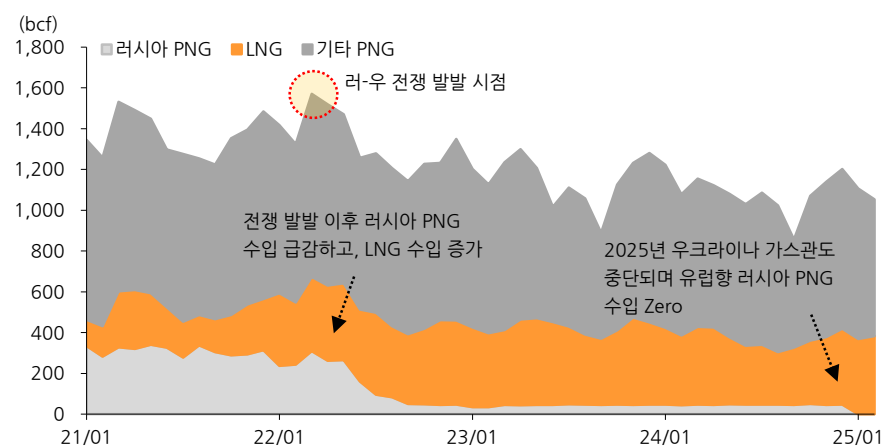


자료: EUR-Lex, 한화투자증권 리서치센터

러시아산 PNG/LNG와
미국/카타르산 LNG
사이에서 고민하는 유럽

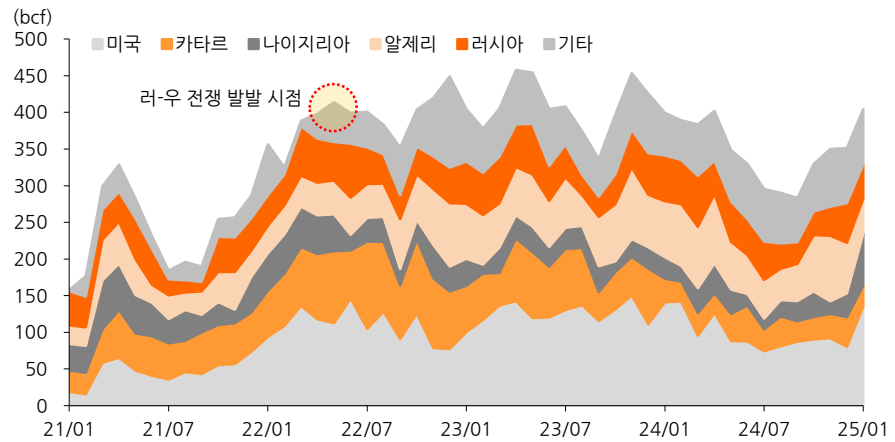
그러나 옆친데 덮친 격으로 러우 전쟁이 발발하며, 유럽은 러시아산 PNG 수입을 크게 줄였고 천연가스 채고도 낮은 수준이다. 미국/알제리 등으로부터 LNG 수입을 늘렸으나, 2025년 2월까지 가스 저장량 목표치인 50%는 미달했고, 11월 목표치인 90%도 미달할 것이다. 현재 유럽에게 가장 실리적인 방법은 러시아산 PNG 재개 및 LNG 수입 확대다. 그러나, 에너지 안보를 위해 EU는 REPowerEU 계획 하에 2027년까지 러시아산 PNG/LNG 수입을 중단하겠다는 목표를 세웠다. 경제성을 고려해서인지 여전히 러시아산 LNG 수입은 줄지 않고 있으나, 미국과 카타르도 공격적으로 LNG 수출 확대를 계획하고 있는만큼 향후 유럽 내 미국과 카타르 LNG 비중은 증가할 것으로 예상된다.

[그림54] 유럽의 천연가스 수입량 추이



자료: ENSTO-G, 한화투자증권 리서치센터

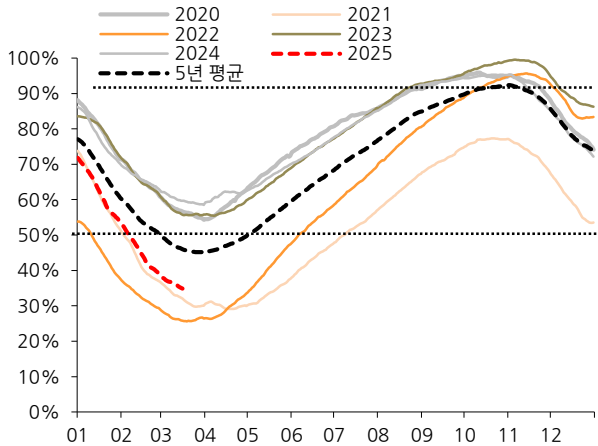
[그림55] 유럽의 LNG 수입량 추이



주: 2022년 1~4월은 데이터는 추정치 기준

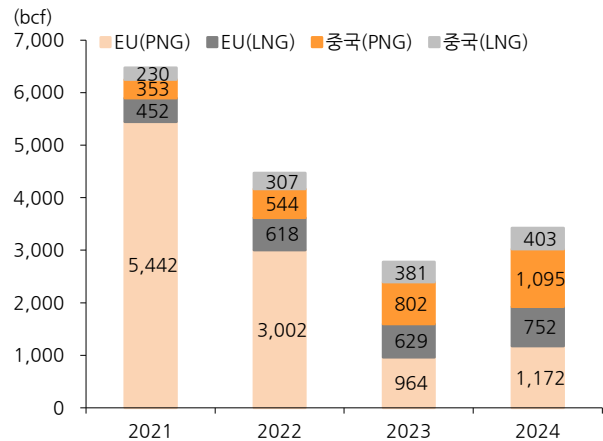
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 2025년 유럽의 천연가스 재고량도 낮은 수준



자료: GIE, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 러시아 천연가스 수출: 타개책으로 중국 시장 진출



자료: bne intellinews, 한화투자증권 리서치센터

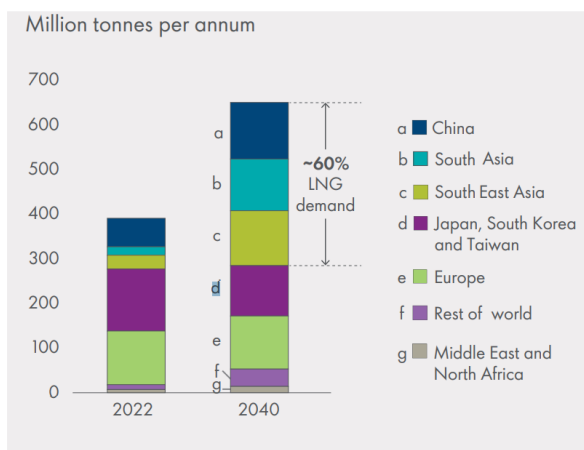
3) 아시아 시장으로 확장하는 미국 LNG

기회의 땅 아시아:
1) Pie 성장과 2) M/S 확대
동시에 가능한 지역

아시아는 가장 큰 경제 성장(=에너지 수요)이 기대되는 지역이다. 중국과 인도, 그리고 동남아 지역의 성장 때문이다. Shell의 2025년 Energy Security 보고서에 따르면, 2040년 LNG 수요의 60%는 아시아 신흥국 시장에서 소비된다고 한다. 미국에게도 아시아는 에너지 수요가 정체된 유럽보다 더 매력적이다. 특히, 중국/인도는 여전히 석탄 발전 비중이 높고, 대부분의 아시아 국가도 미국보다 카타르/호주의 LNG 비중이 높다. 미국에게 아시아는 1) 에너지 수요가 가파르게 증가하는 지역임과 동시에 2) 시장 내 M/S도 확대할 수 있는 지역이다.

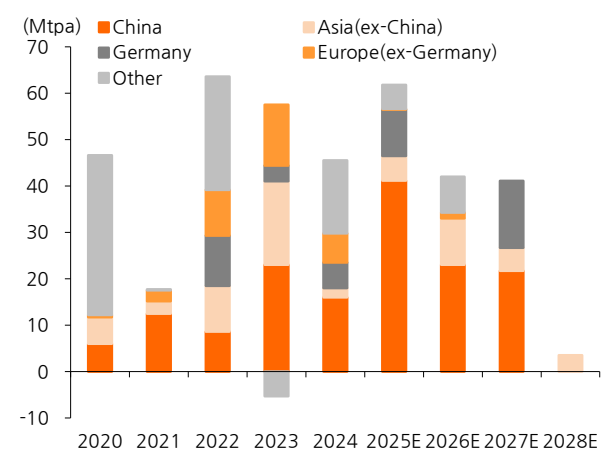
한편, 아시아 천연가스 시장을 향한 경쟁은 치열해지고 있다. 러우 전쟁 발발 이후 갈 곳 잃은 러시아 천연가스는 중국으로 향했다. 2019년 가동을 시작한 러시아와 중국을 잇는 Russia's 'Sila Sibiri(Power of Siberia)' 파이프라인은 2024년 12월 계획보다 빠르게 최대 계약 물량에 도달했다고 한다. 향후 추가 공급 가능성도 논의되고 있다. 미국에게도 아시아 시장으로의 발빠른 진입은 중요하다.

[그림58] 아시아 신흥국 시장의 LNG 수요 성장 가장 커



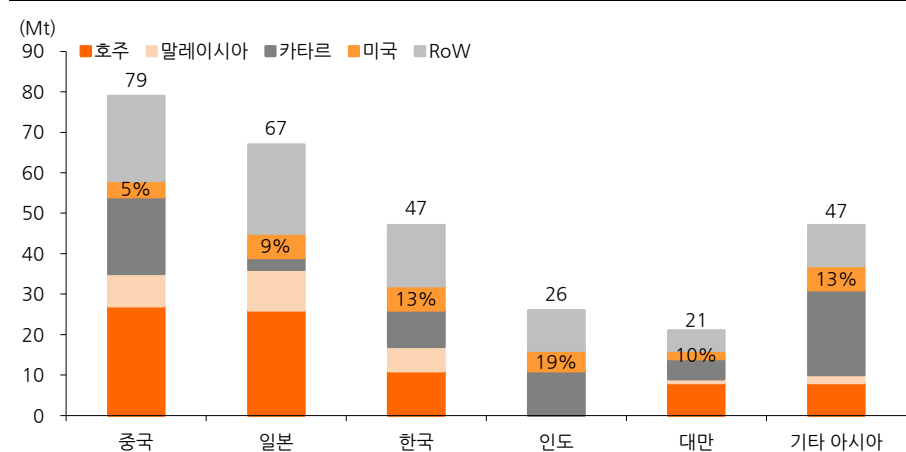
자료: Shell, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] LNG 수입 설비(재기화 시설)도 아시아 중심으로 증설



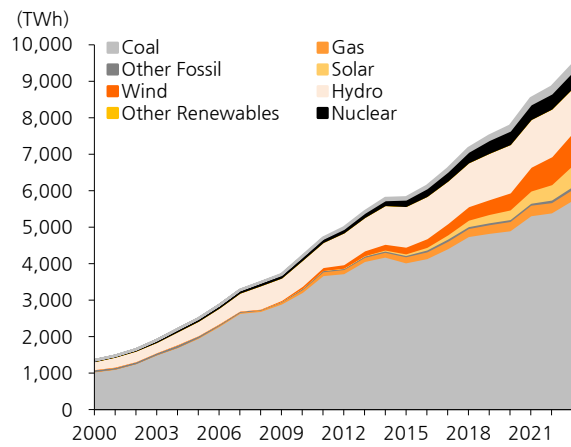
자료: Clarkson, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 아시아 지역의 LNG 수입: 호주/카타르 비중이 높아 - 2024년 기준



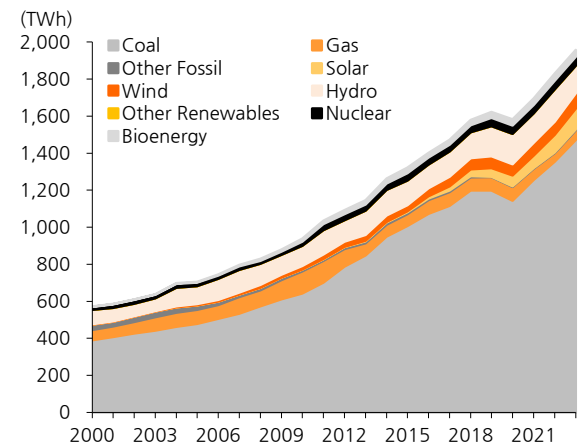
자료: Atlanticcouncil, Kpler, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 중국의 에너지원별 전력 발전량 추이



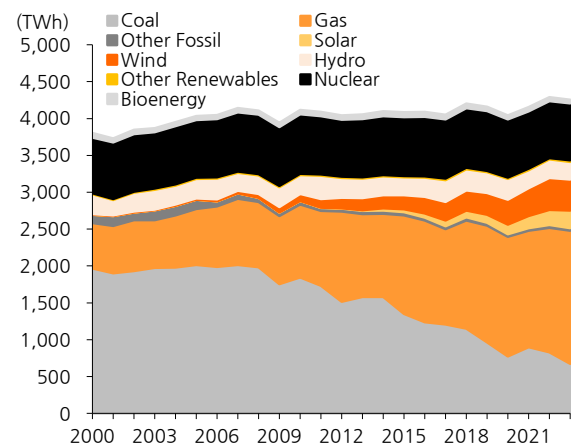
자료: Ember, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 인도의 에너지원별 전력 발전량 추이



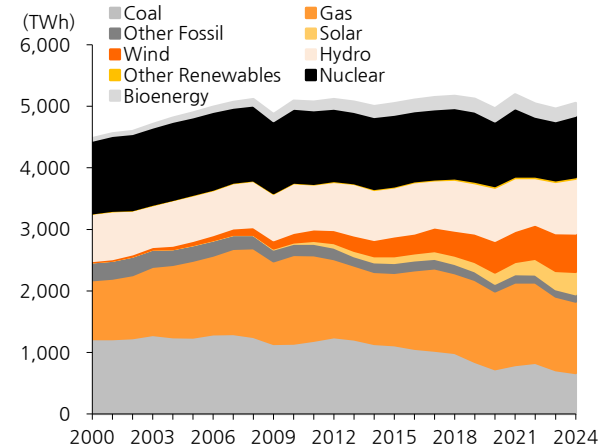
자료: Ember, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 미국의 에너지원별 전력 발전량 추이



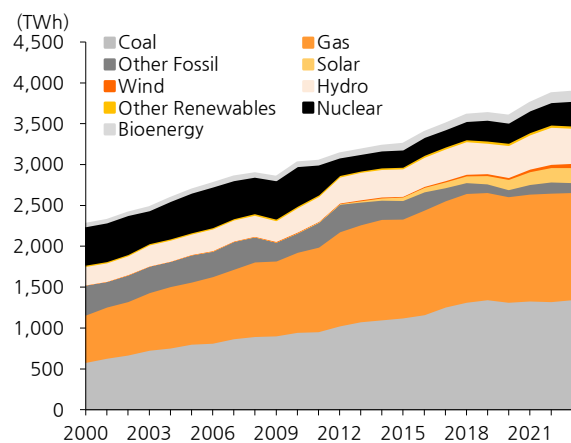
자료: Ember, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 유럽의 에너지원별 전력 발전량 추이



자료: Ember, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 아시아(중국/인도 제외) 에너지원별 전력 발전량 추이



자료: Ember, 한화투자증권 리서치센터

트럼프 압박에 미국 LNG 수입 늘리는 아시아 국가들

트럼프는 아시아 국가를 대상으로 무역 수지 균등을 맞춰야 한다는 명분과 관세와 국력을 무기로 미국산 LNG 수입 확대를 요구하고 있다. 이미 2025년 들어 아시아 국가들은 미국의 LNG 수입 및 프로젝트 참여 계획을 하나둘 발표하고 있다. 일본은 미국 LNG 수입 계획을 밝혔고, 대만은 알래스카 가스 개발 사업에 참여하겠다고 선언했다. 인도도 LNG 수입을 위해 논의 중이다. 미국의 관세 정책에 반발하는 중국만이 미국 LNG 수입을 일시적으로 중단했다. 한국도 미국 LNG 수입 및 알래스카 프로젝트 참여 압박이 커지고 있다. 알래스카 프로젝트 사업성에 대한 논란은 많지만, 미국 LNG 수입 확대는 트럼프가 강조하는 무역수지 균등을 위해 한국이 선택할 수 있는 가장 편안한 선택지다.

[표7] 2025년 아시아 국가들의 미국 LNG 협력 내용

국가	발표 일자	주요 내용
대만	2025-03-20	국영 석유회사 CPC, AGDC와 LNG 구매·투자 의향서 체결 및 인프라 건설 과정 참여 방안 검토
베트남	2025-03-17	국영 가스회사 PetroVietnam Power, ConocoPhillips 및 Exceletrate와 LNG 장기구매 MOU 체결
인도	2025-02-10	Gail-Indian Oil-BPCL 인도 대형 에너지 기업, 미국 기업과 접촉 중이며 미국산 LNG 추가 구매 의지 밝힘
	2025-02-11	Gail, 미국 LNG 공장 지분 매수 및 LNG 구매 장기 계약 체결 언급
	2025-02-11	Indian Oil, Cheniere와 15년 LNG 계약 협상 중, 연간 150~200만 톤 규모
	2025-02-13	미국-인도 정상회담에서 무역 불균형 완화 및 에너지 협력 위해 미국산 LNG 수출 확대 언급
일본	2025-02-06	미국-일본 정상회담에서 알래스카 사업 참여 및 미국산 LNG 대량 구매 확대 의향 표명

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

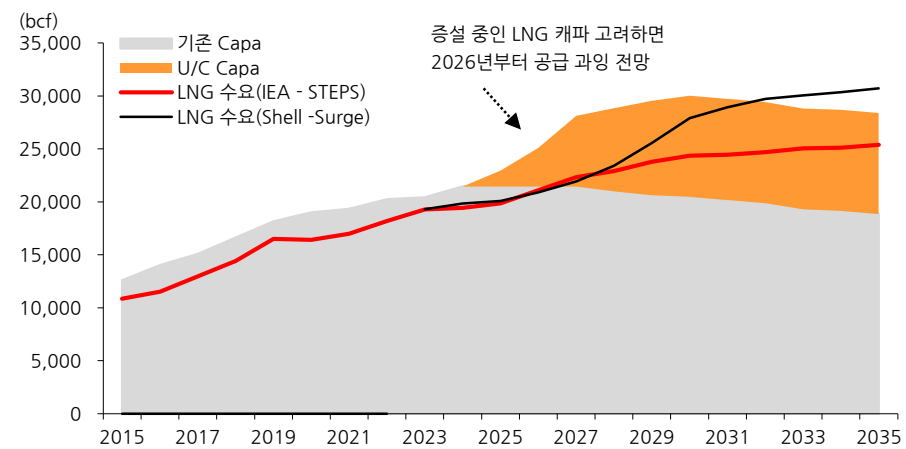
4. 2026년부터 LNG 공급 과잉 전망

26~29년 LNG 공급 과잉,
가격 하방 압력 높아질 전망

LNG 수요 증가보다 더 공격적인 LNG 수출 캐파 증설로 인해 2026년부터 LNG는 공급 과잉이 예상된다. IEA에 따르면, 전세계 LNG 수요는 24~30년까지 4,944bcf 증가할 것으로 예상되나, LNG 수출 캐파 순증가분은 8,581bcf로 예정되어있기 때문이다. IEA는 이와 같은 공급 과잉이 2035년까지도 지속될 것으로 내다보며 알래스카 LNG 프로젝트와 같이 신규 논의 중인 프로젝트가 추가되면 중장기 공급 과잉은 심화될 것으로 전망한다. 한편, Shell의 'Surge 시나리오(AI로 인한 전력 수요 급증 시나리오)'는 LNG 수요가 지속 증가할 것으로 전망하고 있어, 2030년부터 공급과잉은 재차 완화되며 신규 LNG 프로젝트가 필요해질 상황을 보여준다.

2025년까지는 유럽/아시아의 미국 LNG 수요와 전세계 제한적인 수출 캐파 확대에 의해 천연가스 가격 강세가 이어질 수 있으나, 2026년부터는 글로벌 LNG 공급 과잉에 따른 천연가스 가격 하방 압력이 커질 수 있다. IEA는 2030년 유럽 천연가스 가격은 6.5달러/MMBtu(vs. 2024년 말 14.3달러/MMBtu)까지 하락할 것으로 전망했다. 러우 전쟁 종전에 대한 불확실성이 높지만, 종전이 현실화되면 러시아 천연가스 공급이 재개되며 천연가스 가격 하락 시점은 더 빨라질 수 있다.

[그림66] 2026년부터 LNG 공급 과잉 전망 → 천연가스 가격 하방 압력 높아질 것



자료: IEA, Shell, 한화투자증권 리서치센터

5) LNG 시장 확대에 미드스트림 밸류체인 수혜 전망

LNG 시장 확대로
미드스트림 밸류체인
수혜 전망

LNG 시장의 확대는 물량 성장의 수혜를 누릴 수 있는 미드스트림 업체에게 큰 기회를 제공할 것으로 예상되며, 특히 조선/운송과 인프라(액화/재기화 등) 부문에서의 성장이 기대된다. Clarkson에 따르면, 2029년까지 글로벌 천연가스 액화 설비는 253Mtpa(vs. 2024년 말 캐파 493Mtpa), 재기화 설비는 148Mtpa(vs. 2024년 말 캐파 1,020Mtpa)가 증설될 예정이며, LNG선은 2028년까지 348척(vs. 2024년 말 806척)이 신규로 투입될 전망이다.

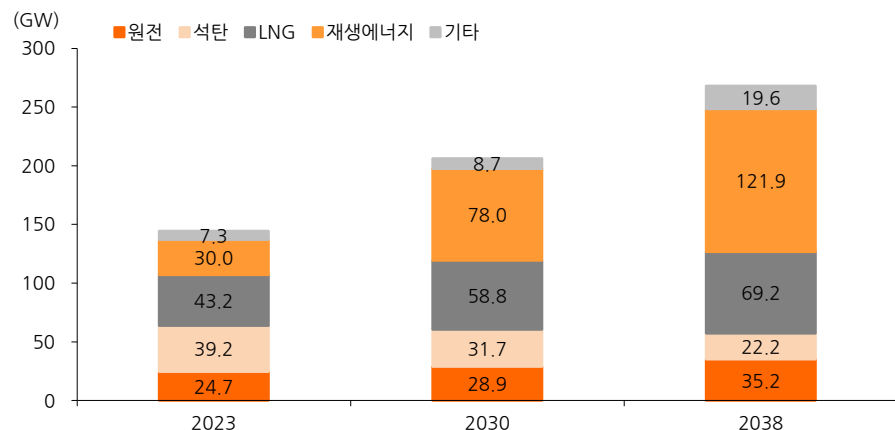
SKI E&S, SK가스
LNG 밸류체인 확장

SKI E&S와 SK가스, 포스코인터내셔널, GS EPS는 국내 민간 LNG 발전 사업자로 자체 발전용 LNG 수요를 기반으로 Up~Midstream까지 밸류체인을 확장하고 있다. 국내는 전력수급기본계획 하에 LNG 의존도가 높아지고 있다. 최근 국내에서는 산업용 전기요금이 인상되며, 기업들이 직접 전기를 구매하려는 수요가 커지고 있으므로 장기적으로 민간발전사들의 입지도 높아질 것으로 예상된다.

SKI E&S는 LNG 업스트림부터 다운스트림까지 통합 밸류체인을 구축했다. 업스트림에서는 연간 240만 톤의 off-take 물량(2024년 한국 LNG 수입량의 5% 수준)을 확보했으며, 미드스트림에서는 2030년까지 1,000만 톤의 거래량을 확보할 계획이다. 다운스트림에서는 5GW의 LNG 발전소를 보유(vs. 2023년 국내 LNG 발전소 43.2GW)한 국내 1위 민간 발전사업자이다. 글로벌 LNG 시장이 확대되며, 안정적인 자체 발전을 기반으로 미드스트림에서의 LNG 사업 이익 성장이 기대된다.

SK가스는 전세계 최초 LNG-LPG 복합화력 발전소(울산GPS) 1.2GW를 운영 중이며, 자회사 KET(한국석유공사와의 JV)는 울산에 재기화 및 송출 인프라와 LNG 탱크 2기를 보유하고 있다. 향후 LNG 탱크를 6기까지 늘릴 계획이며, 자체 발전용 1기를 제외하면 나머지는 LNG 임대 사업용으로 계획 중이다. LNG 시장이 확대되며, 기존 LPG 중심의 사업에서 더 큰 전방 시장으로의 확대가 기대된다.

[그림67] 11 차 전력기본계획 설비용량 전망



주: 원전(SMR 포함), 석탄(암모니아 혼소 포함), LNG(수소 혼전소 포함) 기준

자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

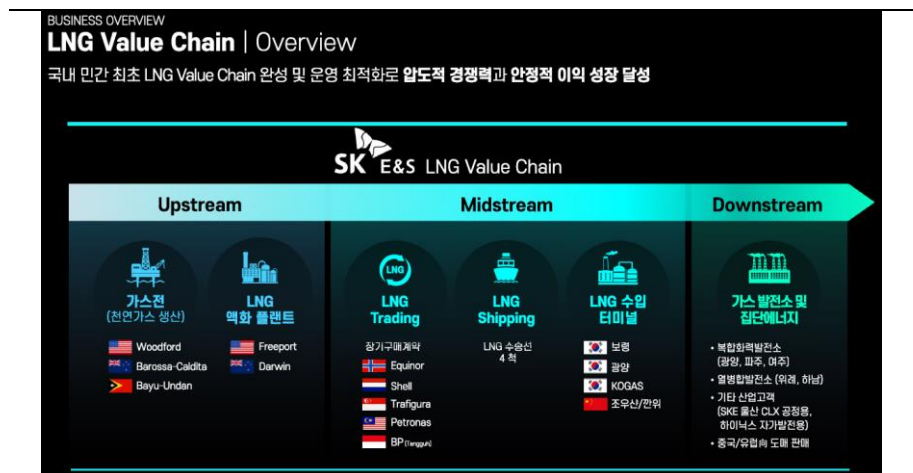
[표8] 국내 LNG 터미널 현황(건설예정 포함)

(단위: 만 k)

구분			운영 중 건설예정		계
			탱크수(저장용량)		
가스공사			인천	23기(348) -	23기(348)
			평택	23기(336) -	23기(336)
			통영	17기(262) -	17기(262)
			삼척	12기(261) -	12기(261)
			당진	- 10기(270)	10기(270)
			제주	2기(9) -	2기(9)
			소계		
민간	SK E&S, GS에너지	보령	6기(120) 1기(20)	7기(140)	
	포스코인터내셔널	광양	5기(73) 3기(60)	8기(133)	
	SK가스, 한국석유공사	울산	- 4기(86)	4기(86)	
	한양, GS에너지	여수	- 4기(80)	4기(80)	
	HDC, 한화에너지	통영	- 1기(20)	1기(20)	
	소계	소계	11기(193) 13기(266)	24기(459)	
계			88기(1,409) 23기(536)	111기(1,945)	

자료: 민간 LNG 산업 협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] SK E&S의 LNG 밸류체인



자료: SK E&S, 한화투자증권 리서치센터

IV. 정유/화학: 경쟁 환경 개선되는 중

1. 수급 환경 개선 기대감 상승

1) 유가 약세, 천연가스 가격 강세 전망 우세

2024년: 유가 하락과
수요 약세로 정제 마진
낮은 수준 유지

2024년 국내 정유 업체들은 석유제품 판매 증가에도 불구하고 유가가 하락하며 1) 재고 평가손실과 2) 부정적인 래깅효과로 수익성이 부진했다. 유가의 하락은 1) 전세계 가장 큰 수요처인 중국과 미국의 경제 둔화, 2) 비-OPEC(미국/브라질/가이아나 등)의 석유 생산 증가에 따른 공급 과잉, 3) 중동 지역에서의 휴전 노력으로 지정학 리스크가 감소한 영향이다. 2024년 유가 하락에도 정제마진은 6~12\$/b 밴드에서 움직였다. 1) 전세계 정유 캐파 증설에 따른 공급 과잉과 2) EV 전환에 따른 가솔린 수요 둔화(항공기 수요만이 건조)로 정유 제품 가격도 하락했다.

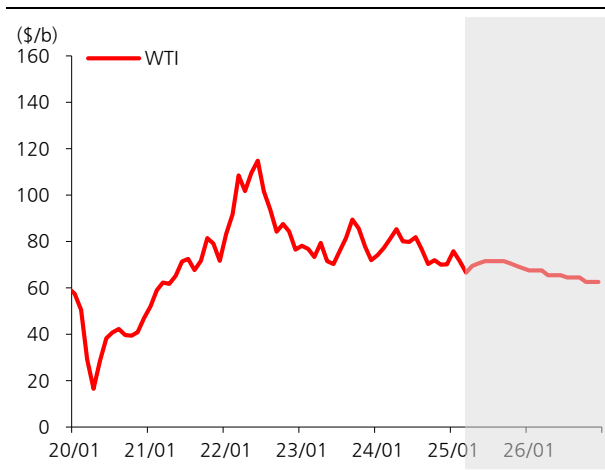
유가 약세, 천연가스 가격
강세 전망 우세

유가는 당분간 약세가 유지될 것으로 예상된다. 1) 트럼프의 관세 정책 등으로 전세계 수요 둔화 우려가 커졌으며, 2) OPEC+는 4월 1일부터 증산 전환했고 5월에는 증산 규모를 확대하기로 결정했다. 글로벌 원유 재고는 낮은 수준이고, 비-OPEC의 생산 확대로 OPEC의 감산 전략이 무색해지고 있기 때문이다. 3) 미국 기업들은 현재 유가 수준에서 무분별한 생산 확대는 제한적이지만, 트럼프의 압박으로 생산이 확대되고 있고 SPR 재고도 증가하고 있다. 4) 러우 전쟁 종전이 현실화되면 러시아산 원유 공급 확대 및 재건 수요 회복이 예상된다.

반면, 천연가스 가격은 강세 전망이 우세하다. 글로벌 에너지 전환에서 오는 에너지 수급 불균형으로 천연가스 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 올해 유럽에서의 낮은 천연가스 재고와 데이터센터향 수요가 가격 강세를 주도할 것으로 예상된다.

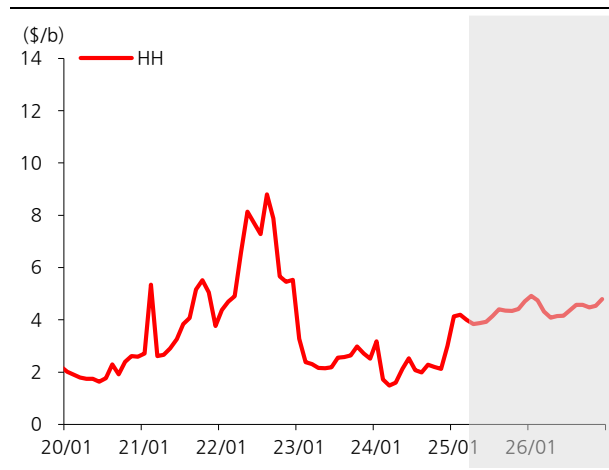
EIA는 WTI 가격을 2024년 말 \$70/b에서 2025년 말 69\$/b, 2026년 말 63\$/b로 전망했다. 반면 천연가스에 대해서는 2024년 말 \$3/MMBtu에서 2025년 말 \$4.7/MMBtu, 2026년 말 \$4.8/MMBtu로 점진적인 강세를 전망했다.

[그림69] WTI 유가 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 미국 천연가스(HH) 가격 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 유가와 정제마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림72] OPEC+는 증산 계획 확대

OPEC+ unexpectedly speeds up oil output hikes, oil drops

By Olesya Astakhova, Ahmad Ghaddar and Alex Lawler
April 4, 2025 9:36 AM GMT+9 · Updated 3 days ago



OPEC logo is seen in this illustration taken, October 8, 2023. REUTERS/Dado Ruvic/Illustration/File Photo Purchase Licensing Rights

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 종전 협상 밀어부치는 트럼프

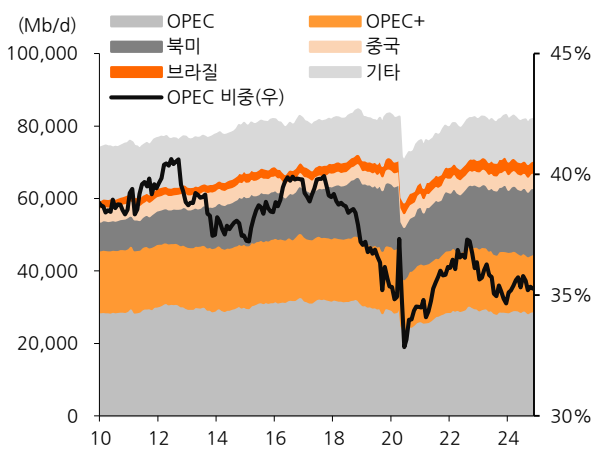
Trump and Putin agree to an immediate ceasefire for energy infrastructure in Ukraine conflict



BY AMELIE MATHIEUX, JULIE WELLES AND KENNETH KACHENOV
Updated at 02:40 GMT+9, March 10, 2025

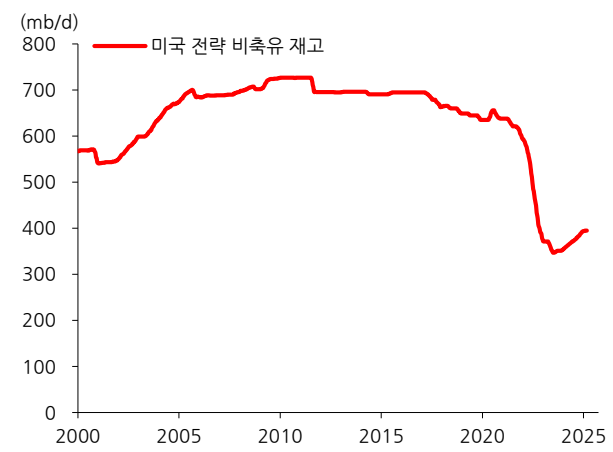
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 바-OPEC의 석유 생산 증대로 OPEC 비중은 감소



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 미국 전략비축유(SPR) 재고 추이



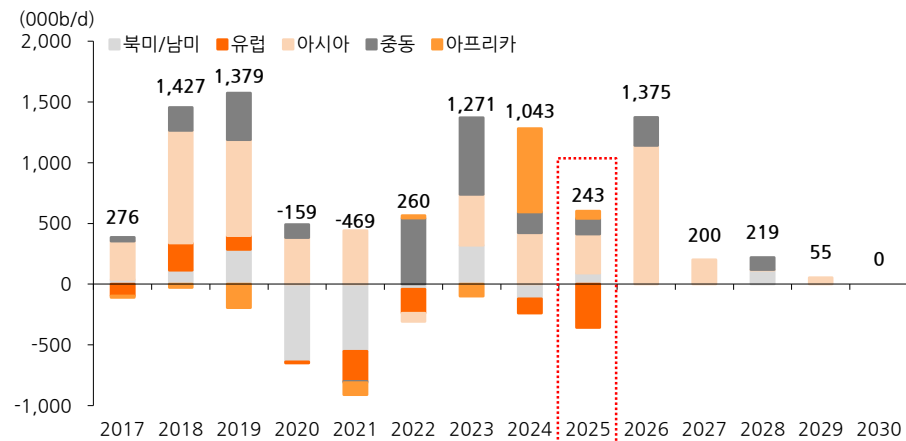
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

2) 정유: 증설은 일단락

2025년 공급 확대 제한적:
중국의 증설은 지속되나,
화학 제품 위주

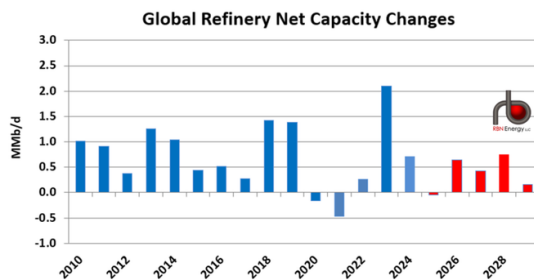
2025년 글로벌 정유 설비 캐파 증분은 243,000b/d로 2023~2024년 대비 낮은 수준으로 예상된다. 미국/유럽 지역에서의 정유 설비 폐쇄가 아시아/중동/남미 지역에서의 증설을 상쇄하기 때문이다. 또한 2025년 캐파 증분의 약 40%를 차지하는 중국의 정유 설비는 석유화학 제품에 치중되어 있다. 중국에서는 전기차 판매 증가로 가솔린 수요가 감소하며, 중국 정부는 정유사에게 휘발유 비중을 줄이고 석유화학 제품 비중을 확대할 것을 요구하고 있기 때문이다. 다만, 2026년 아시아/중동 지역의 대규모 증설이 예정되어 있는 점은 여전히 부담으로 남아있다.

[그림76] 2025년 정유 시설 증설은 제한적



자료: Energy Institute, IEA, 한화투자증권 리서치센터

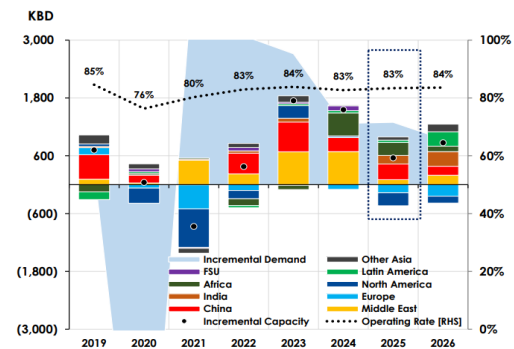
[그림77] RBN Energy 정유 설비 캐파 전망



자료: RBN Energy, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] Thai Oil 정유 설비 캐파 전망

Global Effective CDU Addition VS Additional Demand



Mega Refineries Started Ramping up in 2024 to Pressure Petroleum Market amid Improving in Commercial Flights and Healing Demand

자료: Thai Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 중국 정부, 정유사에게 화학 제품 비중 늘릴 것은 권장

China Asks Refiners to Cut Fuel Output, Shift to Chemicals

by Bloomberg | Bloomberg News | Wednesday, March 05, 2025 | 1:30 AM EST

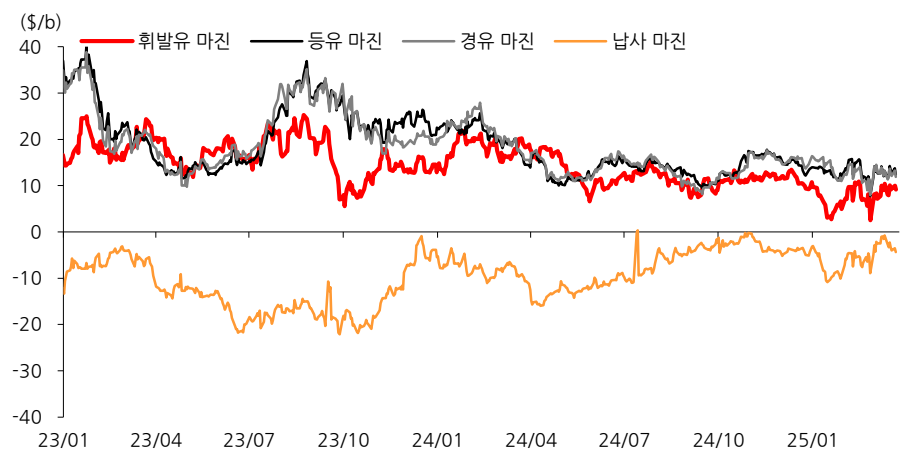


China wants its refiners to produce less fuel and more petrochemical products as its electric-vehicle boom alters the country's consumption of diesel and gasoline.

Image by Scharfain86 via iStock

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 석유 제품별 마진 추이



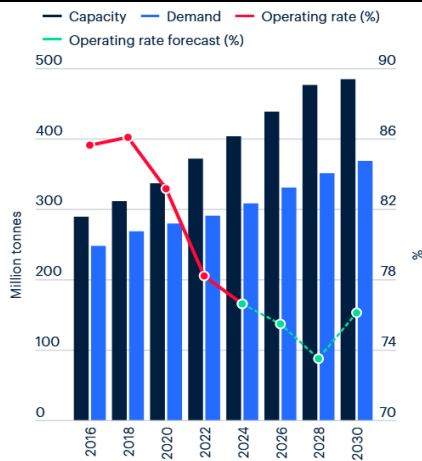
자료: 한화투자증권 리서치센터

3) 화학: 공급 과잉 지속

화학: 공급과잉에도
멈추지 않는 증설

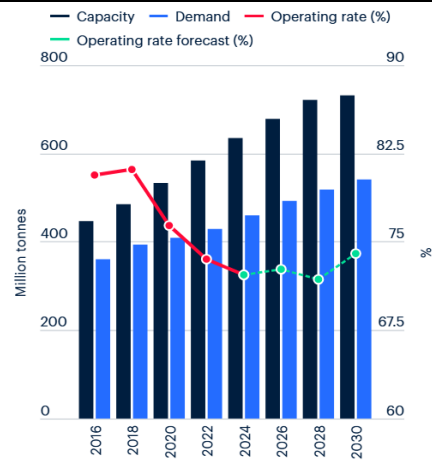
화학 산업은 공급 과잉이 지속되고 있다. 2025년에도 글로벌 석유화학 제품 순증설 규모는 에틸렌 1,000만 톤, 프로필렌 1,200만 톤, 파라자일렌 100만 톤이 예정되어 있다. 대규모 구조조정이 없는 한 당분간 화학 산업 가동률은 반등하기 어렵다. 그러나 구조 조정은 커녕 증설은 2030년까지 이어질 기세다.

[그림81] 올레핀 수요/공급 추이 및 전망



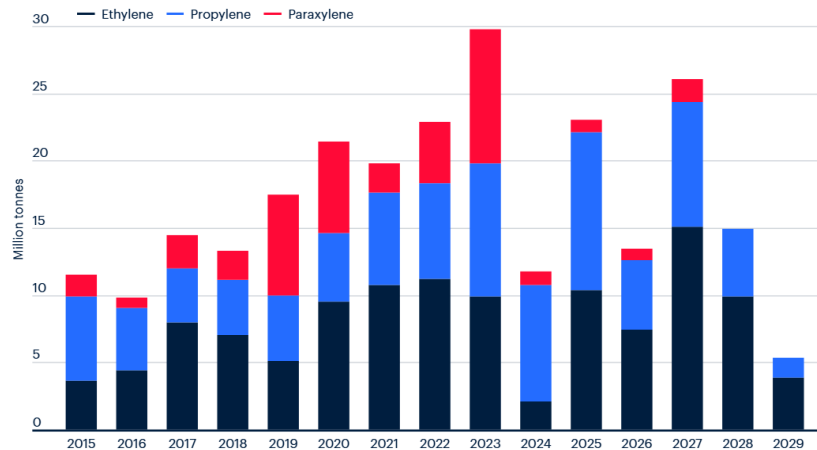
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 아로마틱스 수요/공급 추이 및 전망



자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 에틸렌, 프로필렌, 파라자일렌 연도별 증설 규모 추이 및 전망

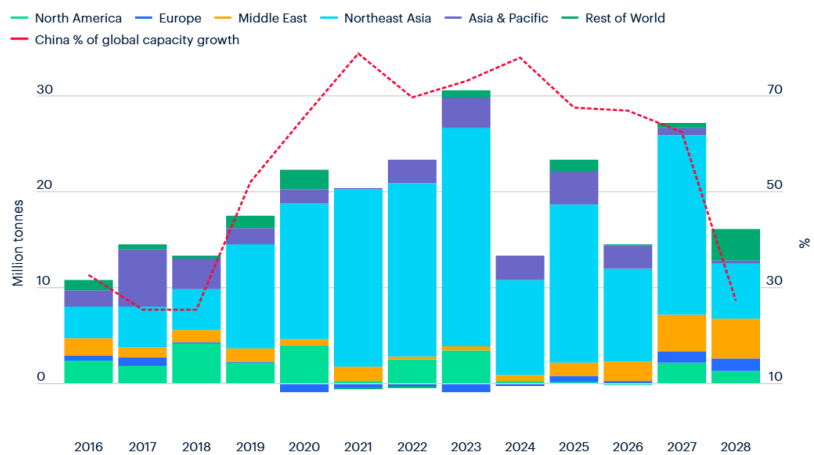


자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

중국 수출 물량 증가하며
공급 과잉 심화

이러한 대규모 증설은 중국이 주도하고 있으며, 2027년부터는 중동 지역 증설 물량도 추가된다. 공급과잉에도 이들이 증설을 이어가는 이유는 1) 정유 업체들은 휘발유/경유 등 정유 제품 peak-out이 우려되는 가운데, 유일하게 성장하는 석유화학 제품으로 사업 영역을 확장하고 있고, 2) 중국은 내수시장 화학제품 자급률이 100% 미만으로 수입 제품을 대체할 수요처가 있었기 때문이다. 중국 석유제품 자급률이 증가하며 한국과 유럽의 중국향 화학 제품 업체 수출은 감소 추세다. 일부 제품에서 중국의 자급률이 100%에 육박하자 중국 석유화학 제품이 아시아권으로 수출되며 공급 과잉은 더욱 심해지고 있다.

[그림84] 화학 제품 증설: 대부분 중국이 차지, 2027년부터 중동 추가



주: 에틸렌, 프로필렌, 파라자일렌 합산 기준
자료: ICS, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 2025년 중국 납사/LPG 수요 YoY +4~6%로 강세

Chemical Feedstocks Will Be The Main Support Of Refined Products Growth

The launch in 2025 of China's new crackers and propane dehydrogenation (PDH) projects will provide solid support for the demand of naphtha and liquefied petroleum gas (LPG). That said, growth from chemical feedstock refined products will add little to profit growth because transportation fuels (gasoline/diesel/jet fuel) still contribute more than 80% of the NOCs' total refined products sales in general.

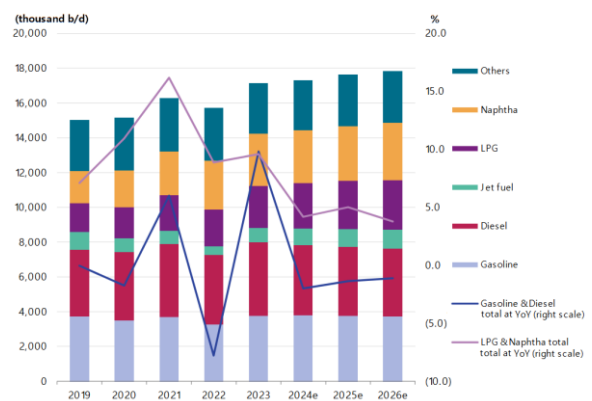
Chinese NOCs continue to shift from fuel-oriented to chemical-oriented production models despite weaknesses in the chemical sector. The NOCs' chemical businesses and the sector as a whole could remain subdued as soft demand and oversupply persist. The shift aligns with China's national strategy to reduce imports of commodity chemicals, and to increase domestic production of advanced chemicals.

Sinopec's key new chemical projects include the ethylene projects in Zhejiang Zhenhai and Guangdong Maoming. China National Petroleum Corp.'s (CNPC) refining and chemical transformation and upgrading projects are located in Jilin and Guangxi.

SPCI forecasts the demand for naphtha and LPG will grow by 4%-6% for 2025, whereas that for gasoline and diesel will drop by 1%-2% (see chart 5).

자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 중국 정유 제품 수요: Fuel 수요 약세, 화학 제품이 상쇄



자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

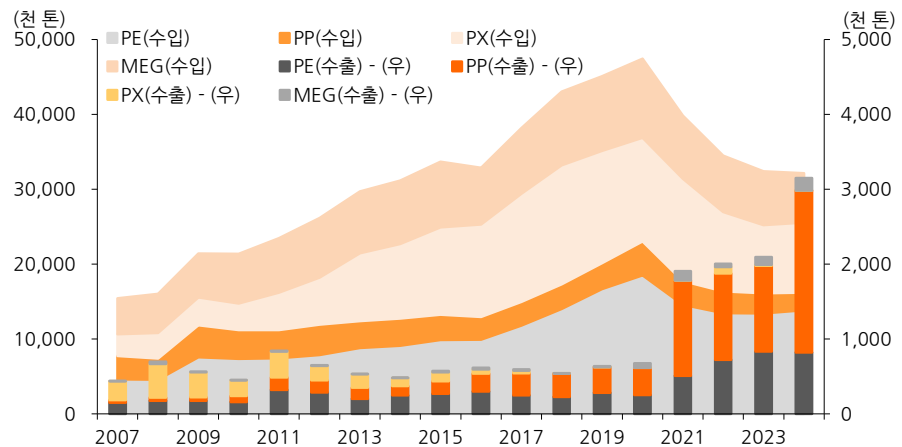
[그림87] 중국의 석유화학 제품 자급률

China self-sufficiency (2015-2025)



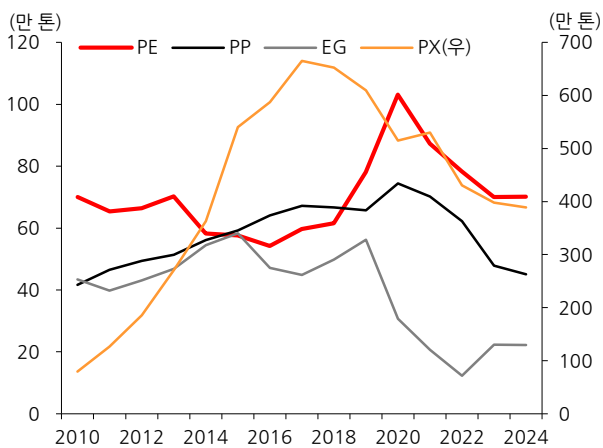
자료: ICS, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 중국 화학 제품 수출입: 2020년을 기점으로 수입 감소, 수출 증가 추세



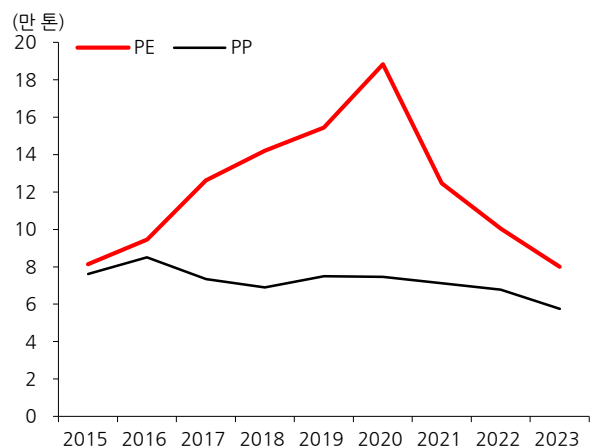
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 국내 화학 제품 중국향 수출은 감소



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 유럽 업체들의 중국향 수출도 감소



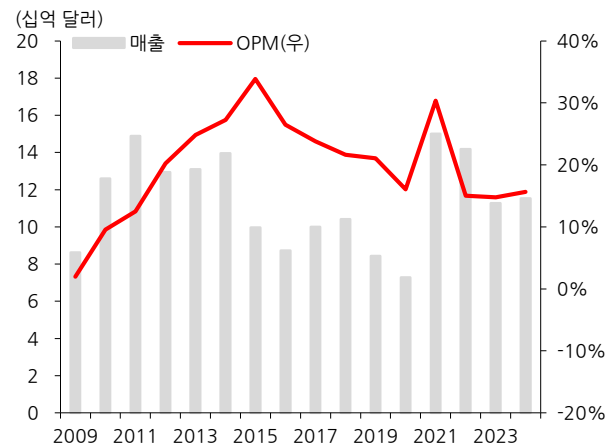
자료: 한화투자증권 리서치센터

공급 과잉으로 주요 제품
스프레드는 저점 수준:
유럽/아시아 화학 업체
수익성 악화

공급 과잉이 지속되다 보니 PE/PP 등 제품 가격 약세가 지속되고 NCC Spread가 하락하며 주요 화학 기업들의 수익성도 급격히 악화됐다. 이는 무작위로 캐파를 증설하던 중국 업체들도 피할 수 없었다. 석유와 천연가스 등 원료가 풍부하고 원가 경쟁력이 높은 북미/중동 업체에게 절대적으로 유리한 싸움이다. 미국 화학 업체 Lyondell Basell의 ECC 기반 미국 화학 사업부와 NCC 기반 유럽/아시아 사업부는 극명한 수익성 차이를 보이고 있으며, 그 차이는 2022년을 기점으로 확대됐다.

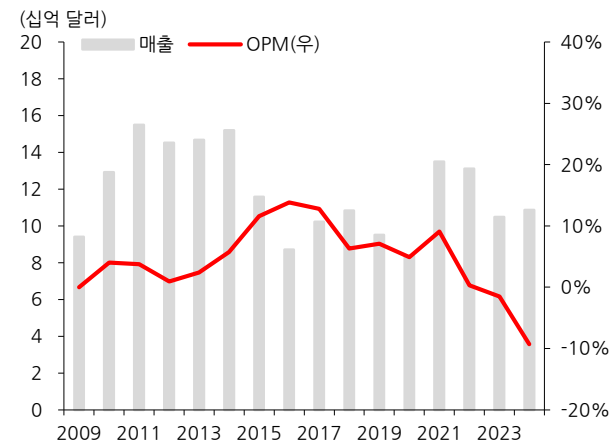
공급 과잉 영향이 덜한 고부가가치 제품 포트폴리오 비중이 높은 업체만 상대적으로 견조한 수익성을 유지하고 있다. 일본 업체들은 과거부터 R&D에 집중하며 빠르게 고부가가치 제품 비중을 높일 수 있었다.

[그림91] Lyondell Basell: ECC 기반의 미국 화학 부문 실적



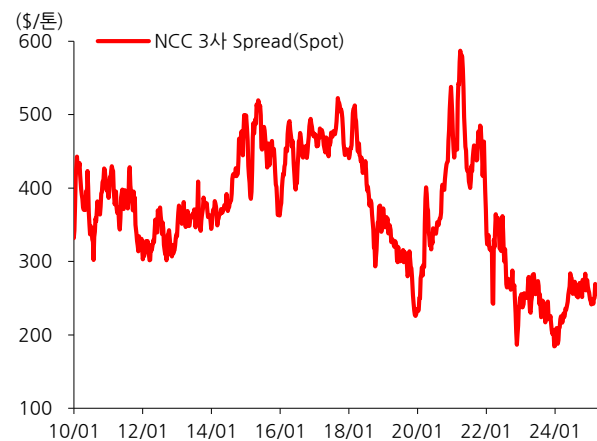
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림92] Lyondell Basell: NCC 기반의 유럽 화학 부문 실적



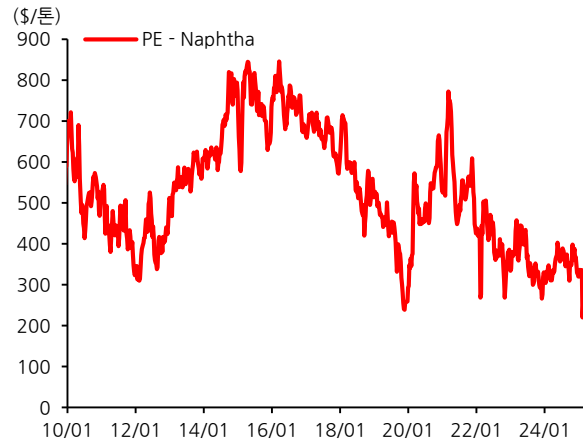
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 국내 NCC 3사 Spread: 공급과잉으로 역사적 저점



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림94] PE Spread



자료: 한화투자증권 리서치센터

3) 수요: 불확실성 있으나 개선에 대한 기대감 상승

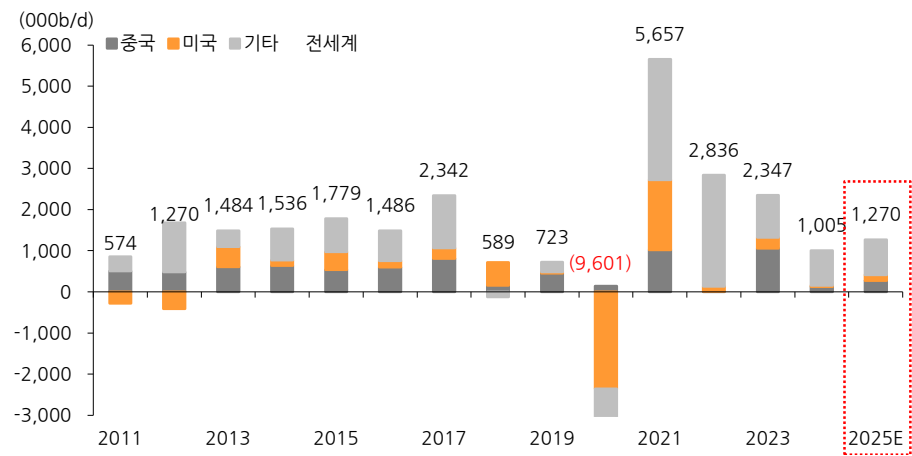
중국 내수 회복 기대
vs 트럼프 관세 전쟁

EIA는 2025년 전세계 석유 수요는 YoY 1.27mb/d 증가(vs. 캐파는 2,43mb/d 증가)할 것으로 전망한다. 2013~2017년 대비 확연히 낮아졌고, 미중 무역분쟁으로 중국 경제 성장률이 하락한 2018~2019보다는 높은 수준이다.

2025년 중국 정부는 내수 시장 회복을 강조했다. 2024년 중국 석유 수요는 부진했다. 전기차 침투율 증가에 따른 가솔린 수요 감소분을 석유화학 제품 수요가 상쇄하던 중에 2024년에는 석유화학 제품 수요도 부진했기 때문이다. 중국은 양회에서 2025년 5% 내외의 경제 성장률을 제시했다. 대외 환경 불확실성이 높아진 가운데, 목표 달성을 위해서는 내수 시장 회복을 강조하는 모습이다.

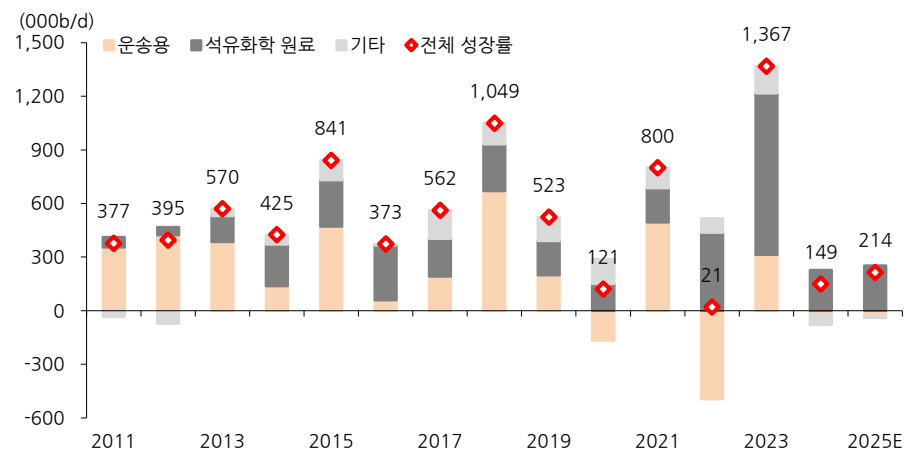
한편, 트럼프의 관세 정책으로 전세계 경제 성장이 둔화될 것으로 관측되고 있다. OECD는 3월 17일 발표한 보고서에서 2025년 전세계 GDP 성장률을 3.1%로 하향(vs. 2024년 12월 전망치: 3.3%)했다.

[그림95] 전세계 석유 수요 증감 추이: 2025년 YoY +1.27mb/d로 소폭 증가



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 중국 제품별 석유 수요: 운송용(휘발유/경유 등) 약세인 가운데, 석유화학 제품 강세



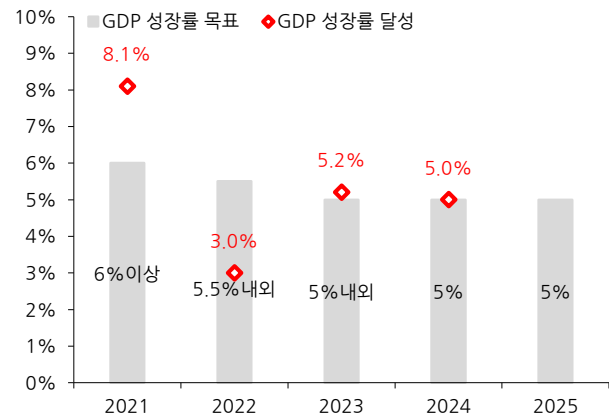
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 2025~2026년 경제성장률 하향 조정



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 중국의 경제 성장률 목표와 달성률



자료: 중국 국무원, 국가통계국, 한화투자증권 리서치센터

러우 전쟁 종전 기대:
재건 수요에 따른 수급
불균형 해소

트럼프 취임 이후 종전 협상이 급물살을 타고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁 종전은 국내 정유 및 석유화학 업황 회복을 촉진할 트리거로 작용할 전망이다. 종전이 이루어질 경우, 재건 수요가 급증하며 PVC, 폴리스티렌, 폴리우레탄 등 건설 자재 생산에 필수적인 제품 수요가 상승하며 현재 정유·화학 산업의 수급 불균형이 개선될 수 있다. 또한 러시아산 에너지 공급이 정상화되면, 글로벌 인플레이션이 완화되어 경제 전반에 긍정적인 효과가 기대된다.

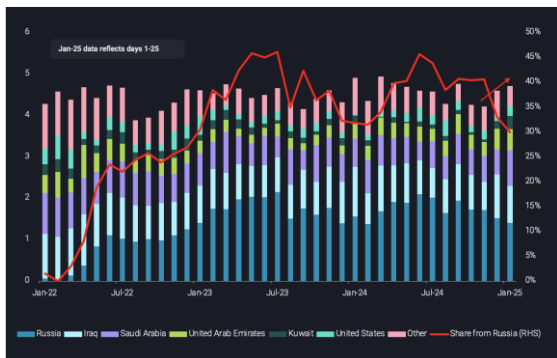
그러나 종전 협상이 순탄치만은 않다. 미국 주도의 일방적 접근으로 트럼프 대통령과 우크라이나-유럽과의 입장 차이가 존재하고, 러시아는 제재 해제를 조건으로 내세우고 있어 협상의 난항이 예상된다.

2. 경쟁 환경도 개선되는 중

러우 전쟁 이후,
중국/인도는 할인된 가격에
러시아/이란 원유 조달

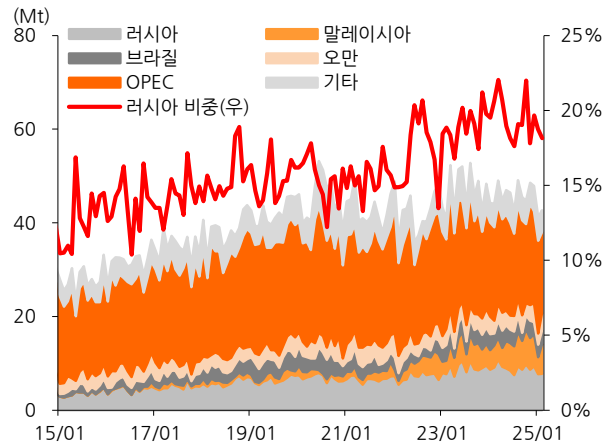
러시아-우크라이나 전쟁 이후 한국은 러시아 원유 수입을 중단했다. 수요처가 줄어든 러시아/이란 원유는 중국과 인도로 향했다. 중국의 원유 수입에서 러시아가 차지하는 비중은 2021년 15.5%에서 2024년 19.6%로 증가했다. 인도도 2021년 미미했던 러시아 원유 수입이 2023~2024년에는 그 비중이 약 35%까지 증가했다. 러시아/이란 원유는 제재 이후 할인된 가격으로 판매되고 있어, 중국과 인도의 정유/화학 업체들은 원가 수혜를 볼 수 있었다. 2022년 6월부터 유가가 급락하며, 대부분의 정유 업체들의 실적이 하락했음에도 러시아 원유 수입 비중이 크게 증가한 인도 정유사들은 견조한 실적을 기록했다. 화학 산업도 전세계 공급 과잉으로 전반적인 수익성이 하락하는 가운데, 인도 업체 수익성은 상대적으로 견조했다.

[그림99] 인도의 러시아 원유 수입량 2022년부터 급증



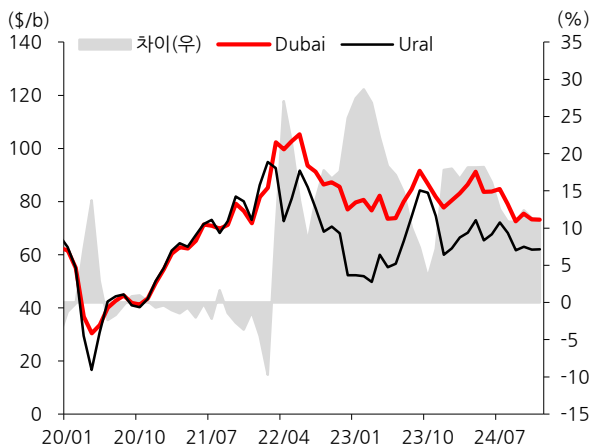
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 중국의 러시아 원유 수입량도 지속 증가



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 전쟁 이후 러시아 원유 할인 판매



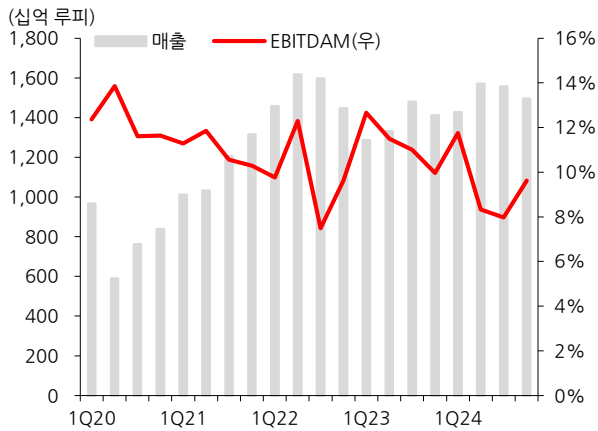
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 이란도 중국에 할인된 가격으로 원유 판매



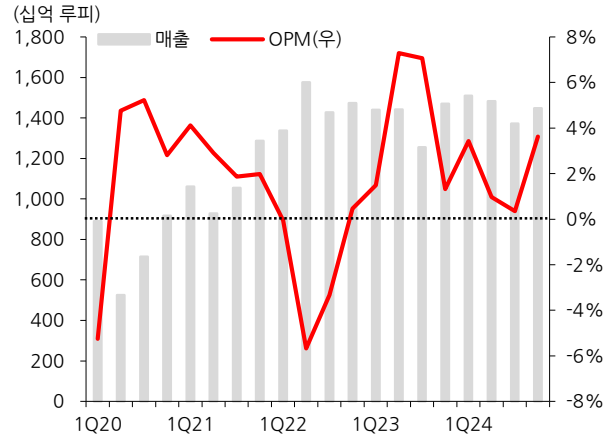
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 인도 Reliance 정유+화학 부문 실적 추이



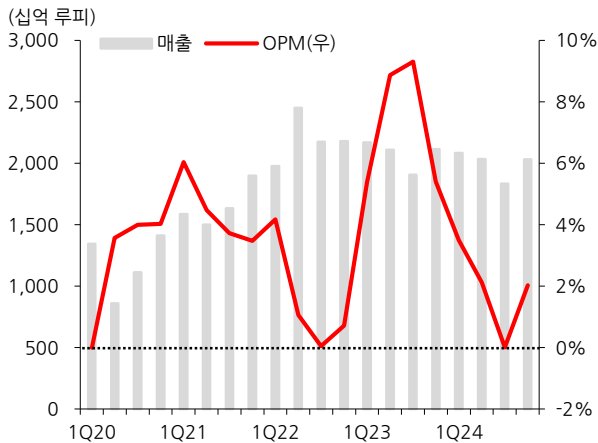
자료: Reliance, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 인도 ONGC의 정유 부문 실적 추이



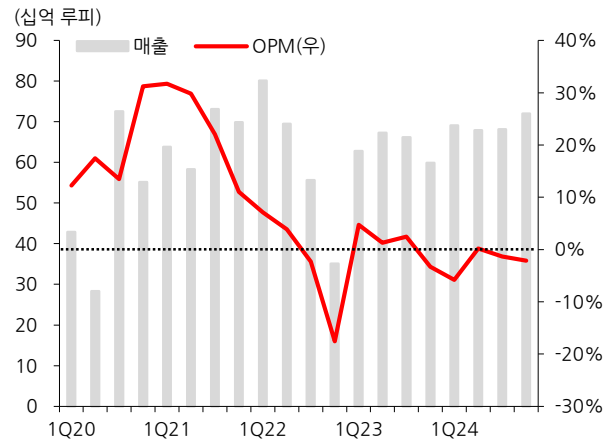
자료: ONGC, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 인도 Indian Oil 정유 부문 실적 추이



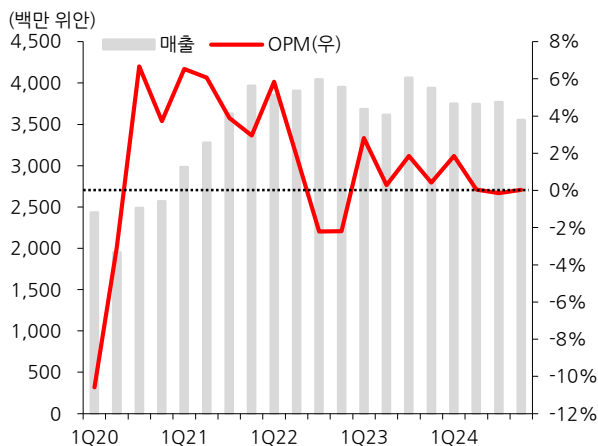
자료: IOC, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 인도 Indian Oil 화학 부문 실적 추이



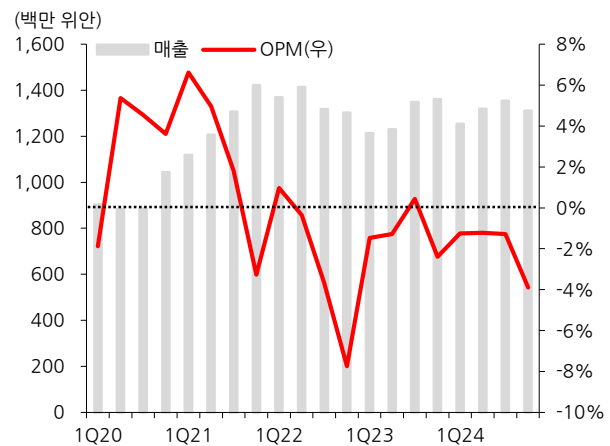
자료: IOC, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 중국 Sinopec 정유 부문 실적



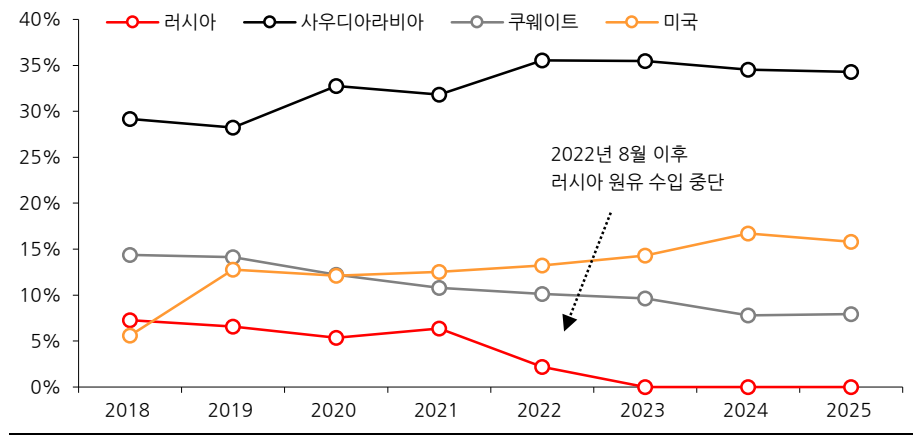
자료: Sinopec, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 중국 Sinopec 화학 부문 실적



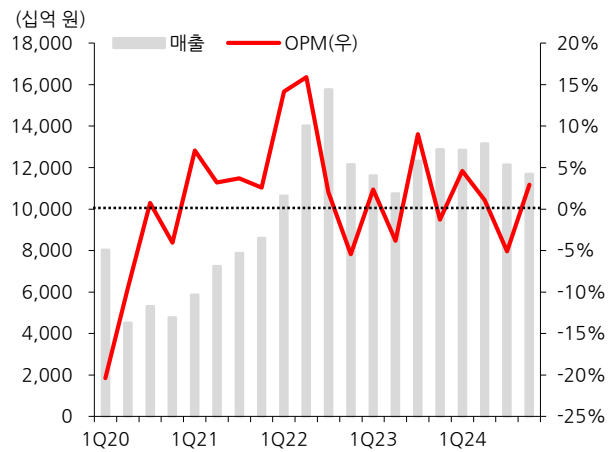
자료: Sinopec, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 한국은 2022년 8월부터 러시아산 원유 수입 중단



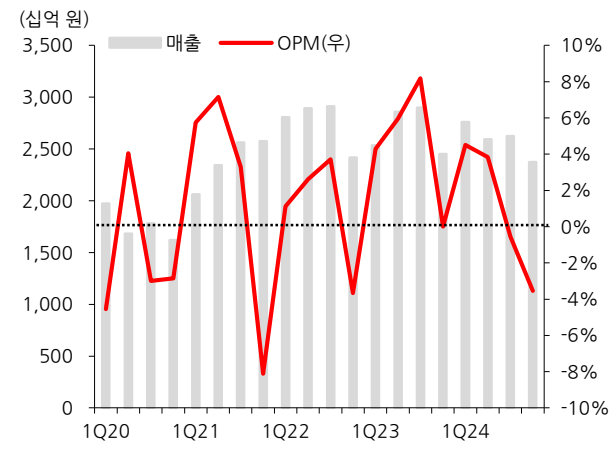
자료: Kita, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] SK 이노베이션 정유 부문 실적 추이



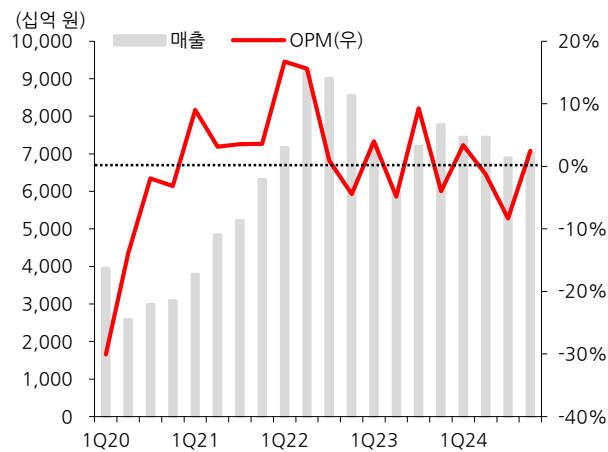
자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] SK 이노베이션 화학 부문 실적 추이



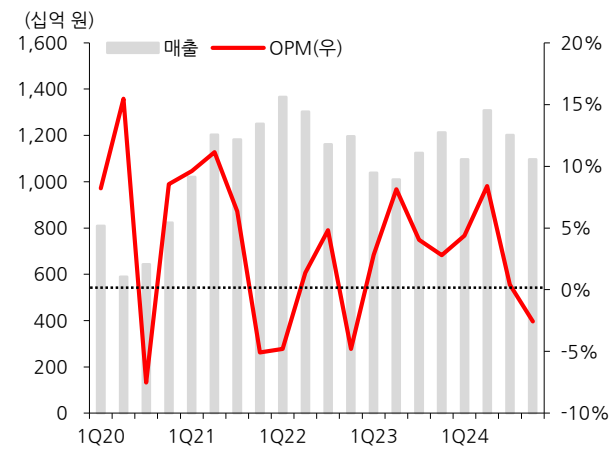
자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] S-Oil 정유 부문 실적 추이



자료: S-oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] S-Oil 화학 부문 실적 추이



자료: S-oil, 한화투자증권 리서치센터

미국의 러시아/이란 제재로
중국/인도도 점차 저렴한
원유 조달 받기 어려워

국내 정유 업체들의 경쟁 환경도 개선되고 있다. 미국은 러시아와 이란의 원유 대한 제재를 강화했다. 바이든 정부는 지난 1월 10일 러시아 그림자 선단 183척에 대한 제재를 강화했고, 트럼프 정부는 지난 3월 20일 이란 원유 제재를 발표하며 해당 원유를 사용하는 것으로 추정되는 중국과 인도의 기업들도 제재 대상에 포함했다. 중국/인도 정유 업체도 점점 저렴한 원유 사용이 어려워지고 있다. 가뜩이나 원가 경쟁력이 약한 중국의 Teapot부터 가동률이 하락하고 있다. 반면, 연초 이후 납사-원유 spread와 과 NCC spread는 개선세를 보이고 있다.

[그림114] 2025년 1월, 미국은 러시아 그림자 선단 제재

美, 러시아 '그림자 선단' 제재... "매달 수십억달러 손실"

등록 2025.01.11 01:16:01 | 수정 2025.01.11 07:06:27

러시아 석유업체 2곳·운송 선박 183척 제재
영국도 제재 동참... "러시아 전쟁자금 거둬"



[노보로시스크=AP/뉴스시스] 2022년 10월 11일 러시아 노보로시스크에 있는 석유-석유제품 운송회사 제노노모르탄스태프 JSO의 제사레스 단지 모습.

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 2025년 3월, 중국/인도 정유사향 이란 석유 제재

US slaps Iran-related sanctions on oil tankers, China 'teapot' refinery

By Timothy Gardner

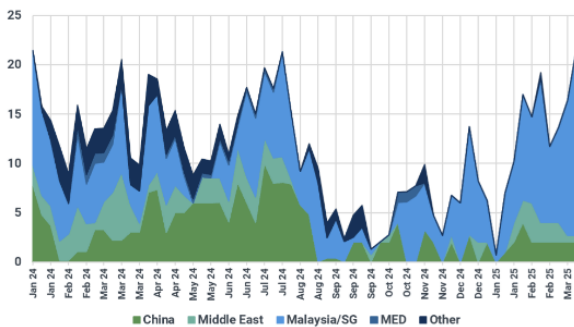
March 21, 2025 11:15 PM GMT+9 · Updated 4 days ago



A bronze seal for the Department of the Treasury is shown at the U.S. Treasury building in Washington, U.S., January 20, 2023. REUTERS/Kevin Lamarque/File Photo Purchase Licensing Rights

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 이란 제재하며, 이란 원유 부유량 최고 수준 도달



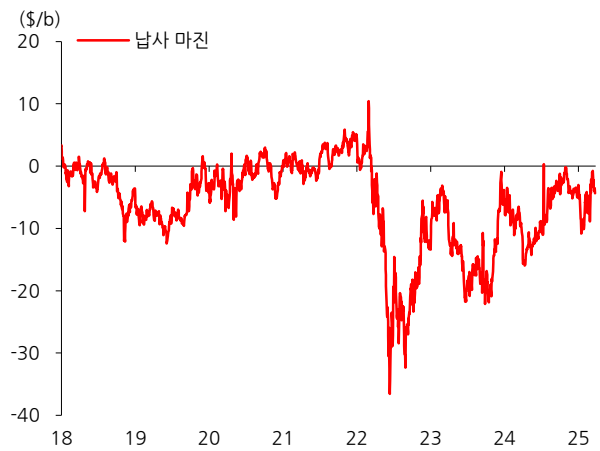
자료: Kpler, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] Teapot 가동률



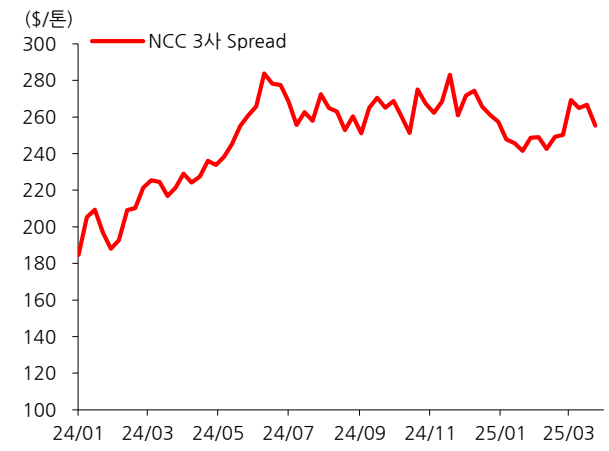
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 연초 이후 납사 마진 개선세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림119] NCC 스프레드도 개선세 보여



자료: 한화투자증권 리서치센터

중국 수출 환급세 축소하며
수출 유인도 감소

중국은 2024년 12월부터 수출 환급세도 기존 13%에서 9%로 축소했다. 중국 업체들의 수출 유인이 감소하며, 12월부터 정유 제품 수출도 감소했다. 글로벌 정유제품 수급 환경이 개선되며 연초 정제마진 상승의 또다른 이유라 판단한다.

[그림120] 2024년 12월, 수출 환급세 13%에서 9%로 축소

December 03, 2024

COMMODITIES 2025: China's export tax rebate cut may tighten Asian middle distillate supply, support cracks

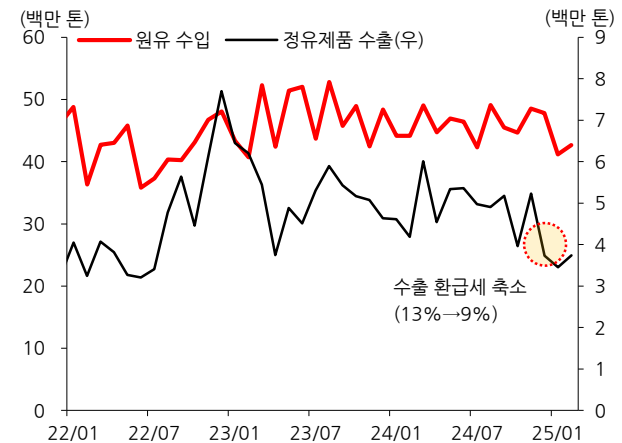
By Shu ling Lee, Gwen Teo, Gawoon Vahn, and Oceana Zhou

HIGHLIGHTS

- Traders, marketers, analysts forecast 10%-13% drop in 2025 Chinese exports
- Market awaits official Chinese export quotas for accurate supply assessment
- South Korean, Thai refiners keen to expand market share, hope for better margins

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 중국 환급세 축소 이후, 정유제품 수출 감소



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



V.

기업분석

1. SK이노베이션 (096770)
2. SK가스 (018670)
3. 한화솔루션 (009830)
4. S-Oil (010950)
5. LG화학 (051910)
6. 롯데케미칼 (011170)

SK이노베이션 (096770)

SKI E&S LNG 밸류체인이 주는 안정감



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 140,000원

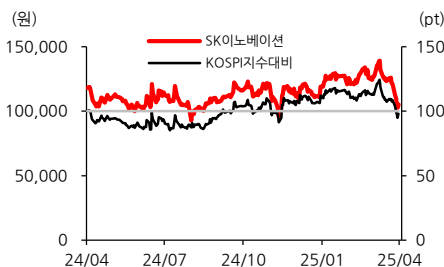
현재 주가(4/4)	105,300원
상승여력	▲33.0%
시가총액	159,040억원
발행주식수	151,035천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 92,800원
90 일 일평균 거래대금	393.33억원
외국인 지분율	14.1%
주주 구성	
SK (외 9인)	55.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%
자사주 (외 1인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.2	-11.5	-9.4	-12.2
상대수익률(KOSPI)	-12.7	-12.5	-5.3	-2.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	77,288	74,717	84,841	77,623
영업이익	1,287	23	1,097	3,293
EBITDA	3,317	2,478	4,551	6,882
지배주주순이익	256	-2,260	-900	1,004
EPS	2,546	-14,978	-5,999	6,655
순차입금	17,528	31,534	27,200	28,659
PER	55.1	-7.5	-17.6	15.8
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.6	19.6	9.5	6.5
배당수익률	n/a	1.8	1.9	1.9
ROE	1.2	-9.6	-3.7	4.2

주가 추이



SK 이노베이션은 SKI E&S 합병 이후 정유·화학·배터리·유탄유·LNG 등 에너지 산업 전반을 아우르는 기업으로 성장했습니다. 전세계 에너지 전환이 진행되는 가운데 천연가스/LNG의 역할은 더 중요해졌으며, SKI E&S의 통합 LNG 밸류체인은 실적 안전성을 한단계 높여줄 것입니다. 동사에 대해 목표주가 14만 원으로 커버리지를 개시합니다.

에너지 전환 시대에 LNG 역할 부각

SKI E&S는 천연가스 가스전부터 액화/재기화 터미널, 국내 발전소에 이르기까지 LNG 통합 밸류체인을 구축했다. LNG 트레이딩 물량은 기존 500만 톤에서 2025년 말 630만 톤, 장기적으로 1,000만 톤까지 확대할 계획이다. 동사는 5GW의 발전소를 보유한 국내 1위 민간 발전 사업자로, 경쟁력 있는 LNG 가격을 통해 다운스트림에서 원가 경쟁력이 높아질 수 있다. 이를 바탕으로 업스트림 사업을 공격적으로 확대할 수 있으며, LNG 시장이 확대됨에 따라 UP/Mid-Stream에서의 이익도 점진적으로 증가할 것으로 기대된다. SKI E&S의 영업이익으로 2025년 xx억 원, 2026년 xx억 원을 전망한다.

배터리 Q 반등 기대되나 흑자전환은 시간 필요

2025년 동사의 배터리 출하량은 YoY +50% 증가할 것으로 전망한다. 현대차는 2025년 3월 미국 조지아 전기차 공장에서 양산이 시작하며, 동사의 조지아 공장도 라인 전환이 완료됐다. 포드의 F-150 Lightning도 2024년 재조정정이 마무리되면서 2024년 12월부터 판매량이 점진적으로 증가하고 있다. 다만, 흑자전환에는 시간이 필요하다. 2025년 BOSK 켄터키 공장이 가동을 시작하며 감가상각비만 2,500억 원 내외 증가하며 고정비 부담이 가중되기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 14만 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 14만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 적용했다. 각 사업부의 영업가치는 정유/화학/유탄유 17조 원, E&S 12조 원, 배터리 14조 원, E&P 3조 원을 반영했다. LNG 시장 확대에 따른 SKI E&S의 통합 밸류체인 가치 상승이 기대되며, E&P와 유탄유 사업부는 안정적 cash cow 역할을 하고 있고, 배터리와 정유·화학은 2024년을 저점으로 점진적 회복세가 기대된다.

[표9] SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	21,456	20,735	21,218	21,432	77,288	74,717	84,841	77,623
QoQ/YoY(%)	-3%	0%	-6%	10%	11%	-3%	2%	1%	-1%	-3%	14%	-9%
영업이익	625	-46	-423	160	89	182	399	427	1,904	316	1,097	3,293
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	0.4%	0.9%	1.9%	2.0%	2.5%	0.4%	1.3%	4.2%
EBITDA	1,187	544	160	879	830	951	1,192	1,245	3,934	2,770	4,218	6,559
EBITDAM(%)	6.3%	2.9%	0.9%	4.5%	3.9%	4.6%	5.6%	5.8%	5.1%	3.7%	5.0%	8.4%
정유												
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	12,000	11,989	12,050	11,723	47,551	49,840	47,761	40,571
영업이익	591	144	-617	342	-34	33	143	161	811	461	303	1,151
영업이익률(%)	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	-0.3%	0.3%	1.2%	1.4%	1.7%	0.9%	0.6%	2.8%
화학												
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,557	2,632	2,758	2,635	10,744	10,352	10,582	10,159
영업이익	125	99	-14	-84	-38	-26	20	23	517	125	-20	93
영업이익률(%)	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-1.5%	-1.0%	0.7%	0.9%	4.8%	1.2%	-0.2%	0.9%
운활기유												
매출액	1,137	1,063	1,065	971	1,113	1,118	1,122	1,144	4,693	4,235	4,498	4,316
영업이익	220	152	174	140	169	147	190	197	998	687	703	587
영업이익률(%)	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	15.2%	13.1%	16.9%	17.2%	21.3%	16.2%	15.6%	13.6%
석유개발												
매출액	370	372	356	379	422	416	418	401	1,126	1,477	1,656	1,494
영업이익	154	142	131	146	149	147	144	132	368	573	572	552
영업이익률(%)	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	35.3%	35.3%	34.4%	33.0%	32.7%	38.8%	34.5%	36.9%
배터리												
매출액	1,684	1,553	1,431	1,599	1,651	1,859	1,977	2,291	12,897	6,267	7,779	9,780
영업이익	-332	-460	24	-359	-244	-197	-146	-2	-582	-1,127	-589	401
영업이익률(%)	-19.7%	-29.6%	1.7%	-22.5%	-14.7%	-10.6%	-7.4%	-0.1%	-4.5%	-18.0%	-7.6%	4.1%
영업이익(ex-AMPC)	-370	-572	-37	-441	-337	-300	-285	-269	-1,199	-1,419	-1,190	-785
AMPC	39	112	61	81	93	103	138	267	617	292	601	1,186
소재												
매출액	50	53	46	43	48	54	51	52	277	193	204	226
영업이익	-134	-124	-122	-148	-129	-124	-120	-122	-208	-527	-496	-370
영업이익률(%)	-266.5%	-232.6%	-263.9%	-341.7%	-269.9%	-229.5%	-236.5%	-236.4%	-74.9%	-273.4%	-242.4%	-163.4%
E&S												
매출액	3,450	2,210	2,530	2,354	3,665	2,667	2,841	3,187	11,167	10,544	12,360	11,078
영업이익	457	193	352	123	216	203	168	38	1,332	1,125	625	880
영업이익률(%)	13.2%	8.7%	13.9%	5.2%	5.9%	7.6%	5.9%	1.2%	11.9%	10.7%	5.1%	7.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

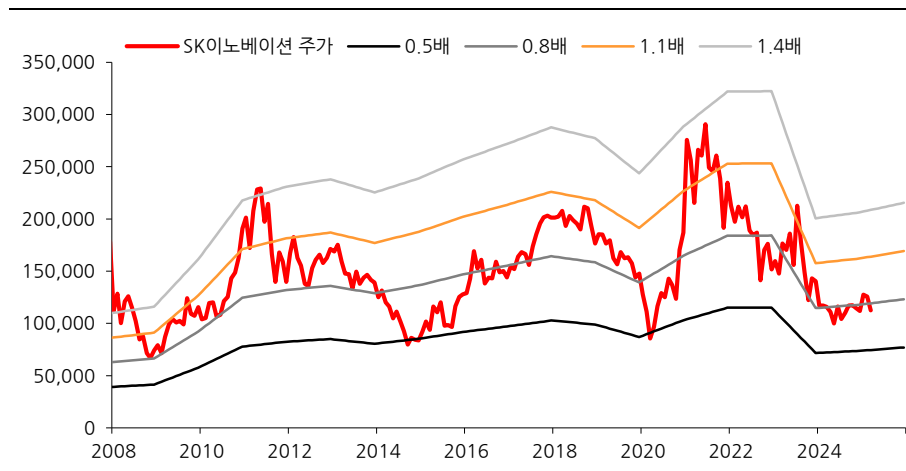
[표10] SK 이노베이션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	2025E EBITDA	배수		비고
영업가치			46,182	
정유/화학/유통가치	2,039	8	17,128	글로벌 정유화학 peer
배터리	1,483	9	13,838	한국/중국 배터리 Peer
E&P	572	5	3,130	Global E&P Peer
SK E&S	1,177	1	12,087	한국/일본 LNG 발전사 peer 30% 할인
SKIET 자본가치			822	당사 목표 시가총액 x 지분율 x 30% 할인
투자자산가치			1,023	장부가액 30% 할인
우선주			89	
순차입금			27,200	2025년 순차입금(SKIET 제외)
적정 시가총액			20,738	
발행주식수(천 주)			151,035	
주당 Value			137,305	
목표주가			140,000	
현재주가			105,300	
상승여력			▲30.4%	

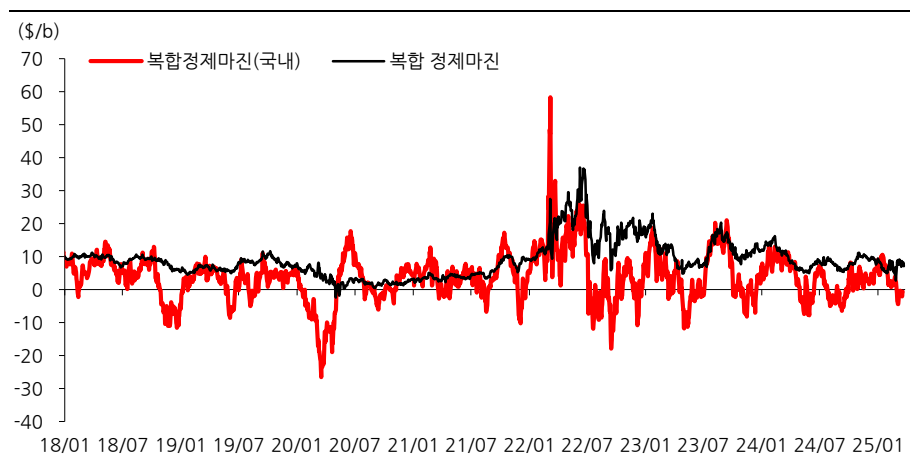
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림122] SK 이노베이션 12m forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 복합 정제마진 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	78,057	77,288	74,717	84,841	77,623
매출총이익	7,027	5,014	4,039	5,851	7,643
영업이익	3,917	1,287	23	1,097	3,293
EBITDA	5,710	3,317	2,478	4,551	6,882
순이자손익	-430	-742	-1,095	-1,046	-1,119
외화관련손익	-256	-102	-374	0	0
지분법손익	4	125	-352	-281	-193
세전계속사업손익	2,860	932	-2,380	-1,145	1,169
당기순이익	1,895	555	-2,372	-884	1,172
지배주주순이익	1,569	256	-2,260	-900	1,004
증가율(%)					
매출액	18.5	-1.0	-3.3	13.6	-8.5
영업이익	흑전	-67.1	-98.2	4,642.0	200.2
EBITDA	848.3	-41.9	-25.3	83.7	51.2
순이익	흑전	-70.7	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	6.5	5.4	6.9	9.8
영업이익률	5.0	1.7	0.0	1.3	4.2
EBITDA 이익률	7.3	4.3	3.3	5.4	8.9
세전이익률	3.7	1.2	-3.2	-1.4	1.5
순이익률	2.4	0.7	-3.2	-1.0	1.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	407	5,368	2,233	5,164	4,825
당기순이익	1,895	555	-2,372	-884	1,172
자산상각비	1,793	2,030	2,455	3,454	3,589
운전자본증감	-4,270	3,766	1,674	2,185	-110
매출채권 감소(증가)	-2,424	162	1,606	816	659
재고자산 감소(증가)	-4,315	1,144	1,815	2,115	699
매입채무 증가(감소)	-284	-1,897	-4,957	-1,308	-1,479
투자현금흐름	-5,123	-11,244	-7,295	-551	-6,000
유형자산처분(취득)	-6,710	-11,217	-9,956	-5,853	-5,355
무형자산 감소(증가)	-288	-218	-175	-242	-242
투자자산 감소(증가)	2,553	1,262	242	-19	-19
재무현금흐름	10,507	9,490	7,327	-1,798	-304
차입금의 증가(감소)	9,019	3,128	5,180	-1,500	0
자본의 증가(감소)	-217	823	-648	-298	-304
배당금의 지급	-217	-314	-314	-298	-304
총현금흐름	5,762	3,258	2,170	2,979	4,935
(-)운전자본증가(감소)	3,484	-3,689	-1,468	-2,185	110
(-)설비투자	6,777	11,238	10,028	5,853	5,355
(+)자산매각	-221	-197	-103	-242	-242
Free Cash Flow	-4,720	-4,488	-6,493	-931	-771
(-)기타투자	1,465	994	-2,801	-5,563	384
잉여현금	-6,185	-5,482	-3,692	4,631	-1,156
NOPLAT	2,596	766	17	795	2,388
(+) Dep	1,793	2,030	2,455	3,454	3,589
(-)운전자본투자	3,484	-3,689	-1,468	-2,185	110
(-)Capex	6,777	11,238	10,028	5,853	5,355
OpFCF	-5,872	-4,753	-6,089	582	512

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	31,967	33,280	36,318	35,691	32,896
현금성자산	11,159	13,522	16,321	19,155	17,696
매출채권	8,095	7,819	8,567	7,751	7,091
재고자산	11,858	11,123	10,336	8,221	7,521
비유동자산	35,252	47,556	74,212	71,009	73,208
투자자산	8,064	9,410	14,555	8,711	8,902
유형자산	25,111	35,843	56,720	59,451	61,540
무형자산	2,078	2,302	2,938	2,847	2,766
자산총계	67,219	80,836	110,530	106,699	106,104
유동부채	27,557	29,399	37,726	35,949	34,503
매입채무	14,411	17,320	18,689	17,381	15,902
유동성이자부채	12,434	11,637	18,256	17,756	17,756
비유동부채	16,419	21,416	33,156	32,299	32,449
비유동이자부채	14,915	19,413	29,599	28,599	28,599
부채총계	43,977	50,816	70,881	68,248	66,952
자본금	469	510	786	786	786
자본잉여금	8,198	10,396	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	11,580	11,253	8,231	7,033	7,734
자본조정	-595	45	2,877	2,733	2,733
자기주식	-1,330	-878	-418	-418	-418
자본총계	23,242	30,020	39,649	38,451	39,152

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	16,553	2,546	-14,978	-5,999	6,655
BPS	209,698	217,879	161,813	153,947	158,547
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
CFPS	60,001	31,967	14,250	19,560	32,408
ROA(%)	2.7	0.3	-2.4	-0.8	0.9
ROE(%)	8.5	1.2	-9.6	-3.7	4.2
ROIC(%)	8.8	2.0	0.0	1.3	3.8
Multiples(x, %)					
PER	9.2	55.1	-7.5	-17.6	15.8
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.5	4.4	7.9	5.4	3.2
EV/EBITDA	5.3	9.6	19.6	9.5	6.5
배당수익률	n/a	n/a	1.8	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	189.2	169.3	178.8	177.5	171.0
Net debt/Equity	69.7	58.4	79.5	70.7	73.2
Net debt/EBITDA	283.5	528.5	1,272.7	597.6	416.4
유동비율	116.0	113.2	96.3	99.3	95.3
이자보상배율(배)	6.1	1.1	0.0	0.7	2.1
자산구조(%)					
투하자본	64.0	64.2	66.5	68.9	70.6
현금+투자자산	36.0	35.8	33.5	31.1	29.4
자본구조(%)					
차입금	54.1	50.8	54.7	54.7	54.2
자기자본	45.9	49.2	45.3	45.3	45.8

SK가스 (018670)

LPG에서 LNG로 리레이팅



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 290,000원

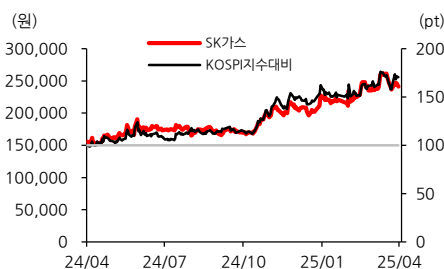
현재 주가(4/4)	241,000원
상승여력	▲20.3%
시가총액	22,281억원
발행주식수	9,245천주
52 주 최고가 / 최저가	262,000 / 152,000원
90 일 일평균 거래대금	24.67억원
외국인 지분율	7.4%
주주 구성	
SK 디스커버리 (외 3 인)	72.2%
자사주 (외 1 인)	2.8%
SK 가스우리사주 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.6	5.9	42.0	56.6
상대수익률(KOSPI)	5.1	5.0	46.1	66.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,992	7,096	9,124	9,162
영업이익	304	287	359	390
EBITDA	411	451	621	669
지배주주순이익	316	179	345	367
EPS	34,267	19,375	38,486	40,911
순차입금	2,114	3,042	3,150	2,979
PER	4.3	10.7	6.3	5.7
PBR	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.5	11.0	8.7	7.7
배당수익률	5.4	3.9	3.3	3.5
ROE	12.9	6.7	12.1	11.7

주가 추이



SK 가스는 800 만 톤의 LPG 를 트레이딩하는 회사에서 LNG 로 사업 영역을 확대하며, 점진적으로 감소하는 LPG 수요를 LNG 가 충분히 상쇄하는 구조를 갖추고 있습니다. 가격 변동성이 높은 천연가스 시장에서 동사의 LNG/LPG 복합 발전소의 실적 안정성은 높은 가치를 제공합니다. 자회사 KET 를 통해 확장하고 있는 LNG 인프라 사업은 향후 실적 상향 조정 요인입니다.

LNG Mid~Down Stream 확보

동사는 2024년 4분기 LNG/LPG 복합화력 발전소 가동을 시작했다. 업황에 따라 LNG와 LPG를 선택하여 사용(옴서널리티)할 수 있어 원가 경쟁력이 우수하다. 2022년과 같은 천연가스/LNG 가격 폭등 시기에 실적 안정성이 부각 받을 수 있다. 현재는 LNG-LPG 가격이 비슷한 수준이지만, LNG 수요 확대에 따라 LNG 가격 강세 전망이 우세하다. 국내는 LNG 가격이 SMP를 결정하므로, LNG 가격 상승 사이클에서 동사는 원가 상승은 제한적인 반면, SMP 상승으로 이익이 확대될 수 있다. 2025년 울산 GPS의 영업이익으로 1,648억 원을 전망한다.

SK가스와 한국석유공사의 합작회사인 KET는 울산에 LNG 탱크 2기와 재기화/송출 인프라를 보유하고 있으며, 탱크 추가 1기를 건설 중에 있다. 2027~2029년 탱크 3기를 추가해 총 6개를 확보할 계획이다. 국내 LNG 의존도가 높아짐에 따라 KET도 LNG 인프라를 확대하며 동사의 기저 실적도 한단계 높아질 것으로 기대된다. 단, LNG 터미널 사업은 아직 초창기 단계로 향후 터미널에서 발생할 이익은 실적 추정치에 반영하지 않아 언제든 실적 업사이드 요인도 열려있다.

투자의견 BUY, 목표주가 29만 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 29만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 BPS에 PBR 0.9배 반영했다. 2014년 당시 LPG 시장 환경 개선과 PDH 사업 진출로 밸류에이션이 밴드 상단을 기록했을 때의 값이다. 동사는 현재 LPG에서 LNG로 사업을 안정적으로 다각화했고, 옴서널리티를 통한 안정적이고 가시성 높은 발전 수익은 높은 가치를 지닌다. LNG 탱크 증설로 사업이 안정화되면 향후 실적 추정치는 상향 조정될 여지가 높다.

[표11] SK가스 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	2,452	2,213	2,276	2,183	6,992	7,096	9,124	9,162
QoQ/YoY(%)	6%	-4%	5%	14%	24%	-10%	3%	-4%	-13%	1%	29%	0%
영업이익	75	47	43	123	90	90	98	81	304	287	359	390
영업이익률(%)	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	3.7%	4.1%	4.3%	3.7%	4.3%	4.0%	3.9%	4.3%
EBITDA	107	85	85	174	152	153	162	146	411	451	612	660
EBITDAM(%)	6.2%	5.1%	4.9%	8.8%	6.2%	6.9%	7.1%	6.7%	5.9%	6.4%	6.7%	7.2%
LPG 사업												
매출액	1,726	1,634	1,645	1,983	2,240	1,967	2,027	1,977	6,992	6,988	8,212	8,186
영업이익	78	50	43	96	56	41	49	49	319	267	194	199
영업이익률(%)	4.5%	3.1%	2.6%	4.8%	2.5%	2.1%	2.4%	2.5%	4.6%	3.8%	2.4%	2.4%
울산 GPS												
매출액	-	18	89	191	212	246	248	206	-15	297	912	976
영업이익	-4	-3	0	27	35	48	49	32	0	24	165	191
영업이익률(%)	-	-16.9%	0.0%	14.0%	16.4%	19.7%	19.9%	15.7%	0.0%	8.0%	18.1%	19.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

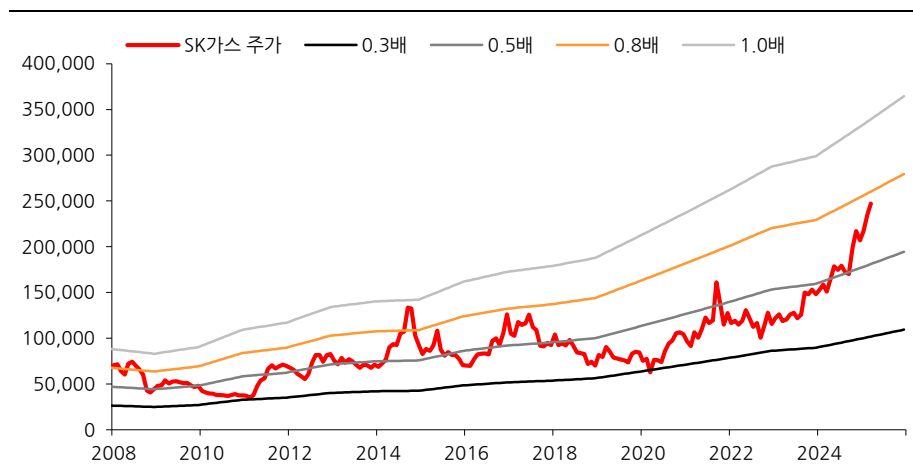
[표12] SK 가스 PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	325,301	2025년 BPS 추정치
Target P/B(배)	0.9	
주당 적정가치	292,770	
목표 주가	290,000	
현재 주가	241,000	
상승 여력	▲20.3%	

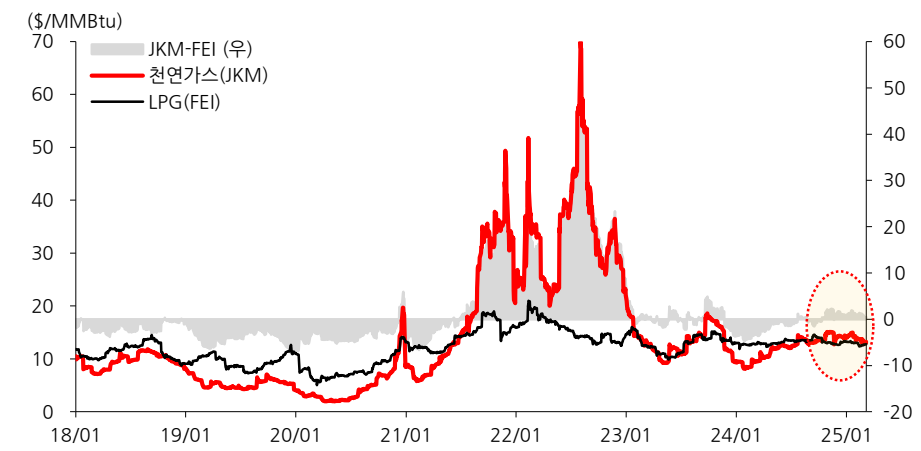
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림124] SK 가스 12m forward PBR Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 천연가스(JKM), LPG(FEI) 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,066	6,992	7,096	9,124	9,162
매출총이익	678	616	608	769	802
영업이익	390	304	287	359	390
EBITDA	499	411	451	621	669
순이자손익	-52	-59	-46	-52	-56
외화관련손익	-80	-37	-68	0	0
지분법손익	-49	-51	-77	-47	-33
세전계속사업손익	305	438	240	431	465
당기순이익	257	316	178	340	367
지배주주순이익	257	316	179	345	367
증가율(%)					
매출액	35.7	-13.3	1.5	28.6	0.4
영업이익	224.5	-22.2	-5.4	25.1	8.5
EBITDA	214.1	-17.5	9.6	37.8	7.7
순이익	159.4	23.0	-43.8	91.4	7.9
이익률(%)					
매출총이익률	8.4	8.8	8.6	8.4	8.7
영업이익률	4.8	4.3	4.0	3.9	4.3
EBITDA 이익률	6.2	5.9	6.4	6.8	7.3
세전이익률	3.8	6.3	3.4	4.7	5.1
순이익률	3.2	4.5	2.5	3.7	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	140	617	373	474	670
당기순이익	257	316	178	340	367
자산상각비	108	108	163	262	279
운전자본증감	-157	337	12	-184	-12
매출채권 감소(증가)	-54	196	-164	-57	-4
재고자산 감소(증가)	2	16	-49	-120	-3
매입채무 증가(감소)	-6	42	155	1	3
투자현금흐름	-57	-520	-163	-522	-439
유형자산처분(취득)	-509	-569	-349	-392	-321
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-4	-12	-12
투자자산 감소(증가)	387	67	116	-11	-12
재무현금흐름	146	-9	-147	-72	-72
차입금의 증가(감소)	253	-40	0	0	0
자본의 증가(감소)	-55	-67	-72	-72	-72
배당금의 지급	-55	-67	-72	-72	-72
총현금흐름	383	381	415	658	683
(-)운전자본증감(감소)	-233	-317	-285	184	12
(-)설비투자	509	571	351	392	321
(+)자산매각	-4	-3	-2	-12	-12
Free Cash Flow	103	124	346	69	337
(-)기타투자	321	-7	198	106	94
잉여현금	-218	130	148	-37	243
NOPLAT	329	219	213	284	308
(+) Dep	108	108	163	262	279
(-)운전자본투자	-233	-317	-285	184	12
(-)Capex	509	571	351	392	321
OpFCF	162	73	310	-30	254

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,581	2,485	2,609	2,689	2,879
현금성자산	626	811	865	756	928
매출채권	968	750	957	1,014	1,018
재고자산	462	448	496	616	618
비유동자산	3,250	3,597	4,931	5,132	5,247
투자자산	1,514	1,382	2,274	2,332	2,393
유형자산	1,621	2,102	2,533	2,672	2,722
무형자산	116	113	125	128	132
자산총계	5,832	6,082	7,540	7,821	8,126
유동부채	1,743	1,461	2,021	2,026	2,033
매입채무	348	397	726	727	730
유동성이자부채	1,317	1,001	1,206	1,206	1,206
비유동부채	1,748	2,033	2,780	2,783	2,786
비유동이자부채	1,644	1,925	2,701	2,701	2,701
부채총계	3,491	3,494	4,801	4,809	4,819
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195	195
이익잉여금	2,110	2,353	2,466	2,740	3,035
자본조정	-11	-14	21	21	21
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	2,341	2,588	2,738	3,012	3,307

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	27,852	34,267	19,375	38,486	40,911
BPS	253,611	279,632	295,658	325,301	357,301
DPS	6,500	8,000	8,000	8,000	8,000
CFPS	41,455	41,235	44,917	71,243	73,966
ROA(%)	4.7	5.3	2.6	4.5	4.6
ROE(%)	11.5	12.9	6.7	12.1	11.7
ROIC(%)	9.0	5.6	4.8	5.5	5.7
Multiples(x, %)					
PER	4.1	4.3	10.7	6.3	5.7
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
PSR	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	2.8	3.6	4.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	6.8	8.5	11.0	8.7	7.7
배당수익률	5.6	5.4	3.9	3.3	3.5
안정성(%)					
부채비율	149.1	135.0	175.3	159.7	145.7
Net debt/Equity	99.8	81.7	111.1	104.6	90.1
Net debt/EBITDA	468.5	514.0	674.9	507.2	445.3
유동비율	148.1	170.1	129.1	132.7	141.7
이자보상배율(배)	6.8	3.9	3.7	4.5	4.7
자산구조(%)					
투하자본	64.4	64.0	61.2	63.3	62.2
현금+투자자산	35.6	36.0	38.8	36.7	37.8
자본구조(%)					
차입금	55.8	53.1	58.8	56.5	54.2
자기자본	44.2	46.9	41.2	43.5	45.8

한화솔루션 (009830)

트럼프 시대에도 성장하는 태양광



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 32,000원

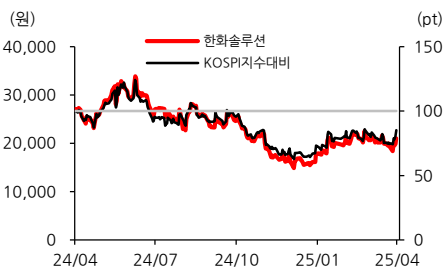
현재 주가(4/4)	21,000원
상승여력	▲52.4%
시가총액	36,097억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	33,900 / 14,860원
90 일 일평균 거래대금	474.42억원
외국인 지분율	13.9%
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
자사주 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.9	17.4	-14.6	-22.7
상대수익률(KOSPI)	4.5	16.5	-10.6	-12.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,289	12,394	13,885	14,853
영업이익	605	-300	415	1,438
EBITDA	1,283	432	1,281	2,373
지배주주순이익	-208	-1,404	-482	333
EPS	-1,216	-8,298	-2,850	1,964
순차입금	7,568	11,216	11,844	11,652
PER	-32.5	-1.9	-7.4	10.7
PBR	0.9	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.2	32.5	12.1	6.5
배당수익률	0.8	1.9	1.4	1.4
ROE	-2.5	-18.4	-6.8	4.8

주가 추이



트럼프 시대에도 태양광 투자는 지속됩니다. 미국 내 중국의 저가 모듈 공세도 줄어드며, 태양광 사업 수익성 개선을 예상합니다. 케미칼 사업도 바닥을 확인하고 있으며 러우 종전 시 턴어라운드를 기대합니다.

미국 내 태양광 투자 지속과 공급 환경 개선

‘Drill, Baby, Drill’을 외치는 트럼프로 재생에너지에 대한 우려의 목소리가 있다. 트럼프의 목적은 에너지 비용을 낮추는 것이며, 태양광은 이미 가장 저렴한 에너지원이다. ESS/전력망 등의 부족으로 태양광 투자 속도가 잠시 주춤할 수 있으나, 에너지 전환 과정에서 오는 에너지 공급 불균형을 고려하면 태양광 성장성에 대해서는 의심의 여지가 없다. EIA에 따르면, 미국 태양광 발전(유틸리티) 순증설량은 2023년 19GW, 2024년 31GW에서 2025년 30GW, 2026년 32GW가 예정되어 있다.

미국 내 태양광 모듈 시장 경쟁 환경은 개선되고 있다. 그동안 중국/동남아에서의 저가 납품으로 모듈 가격이 급락하며, 동사를 비롯한 미국 내 모듈 사업자들의 수익성이 악화됐다. 미국은 2024년 7월 중국/동남아 기업들을 대상으로 상계관세를 부과했으며, 이후 미국의 모듈 수입량이 급감했다. 재고까지 소진되고 나면 미국 내 모듈 가격은 하반기부터 상승할 가능성이 높아졌다. 2025년 태양광 부문 영업이익으로 4,405억 원(AMPC 제외 시 4,480억 원 적자)을 전망한다.

케미칼 지지부진하나 회복에 대한 기대감 상승

케미칼 사업부는 제품별로 상이한 흐름을 보이고 있다. 2025년 들어 EVA/LDPE/가성소다 등은 각각 태양광/전력케이블/산업용으로 수요 회복세를 보이는 반면, PVC는 제품 가격이 지속 하락하며 어려운 업황이 이어지고 있다. 한편, 중국 내수 경기 회복 및 러우 종전에 대한 기대감으로 화학 업황 반등 가능성도 커지고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 32,000 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 32,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 적용했다. 각 사업부의 영업가치는 태양광 14조 원, 케미칼+첨단소재 2조 원을 반영했다. 미국의 태양광 투자 속도 소폭 둔화되겠지만, 경쟁 환경은 개선되고 있다. 화학도 저점을 지나는 중으로 전사 수익성이 개선될 것으로 기대한다.

[표13] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,393	2,665	2,773	4,563	2,618	3,219	3,663	4,386	13,242	12,394	13,885	14,853
QoQ/YoY(%)	-38%	11%	4%	65%	-43%	23%	14%	20%	1%	-6%	12%	7%
영업이익	-215	-112	-80	107	-60	7	165	303	578	-300	415	1,438
영업이익률(%)	-9.0%	-4.2%	-2.9%	2.3%	-2.3%	0.2%	4.5%	6.9%	4.4%	-2.4%	3.0%	9.7%
EBITDA	-40	58	100	297	133	203	367	513	1,253	415	1,216	2,309
EBITDAM(%)	-1.7%	2.2%	3.6%	6.5%	5.1%	6.3%	10.0%	11.7%	9.5%	3.4%	8.8%	15.5%
케미칼												
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,110	1,285	1,299	1,358	5,097	4,817	5,052	5,234
영업이익	-19	-17	-31	-54	-32	-16	-4	1	60	-121	-50	86
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-2.9%	-1.2%	-0.3%	0.1%	1.2%	-2.5%	-1.0%	1.6%
태양광												
매출액	779	980	1,153	2,869	1,168	1,578	2,002	2,625	6,594	5,780	7,373	8,101
모듈 & etc	436	575	574	1,235	671	849	903	942	4,544	2,820	3,365	3,692
개발권자산 매각/EPC	343	405	579	1,634	497	729	1,099	1,683	2,050	2,960	4,008	4,409
영업이익	-185	-92	-41	61	-25	15	159	292	568	-258	440	1,321
영업이익률(%)	-23.8%	-9.4%	-3.6%	2.1%	-2.2%	0.9%	7.9%	11.1%	8.6%	-4.5%	6.0%	16.3%
모듈 & etc	-236	-222	-193	-251	-209	-181	-111	-74	265	-901	-575	32
개발권자산 매각/EPC	-46	-17	31	121	-5	15	33	84	94	89	127	145
AMPC	97	147	122	190	189	181	236	282	210	555	889	1,144
첨단소재												
매출액	250	266	255	268	250	256	261	266	989	1,038	1,033	1,051
영업이익	11	9	6	-2	-2	9	10	9	64	24	26	32
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-1.0%	3.5%	4.0%	3.5%	6.5%	2.3%	2.5%	3.0%
기타												
매출액	142	196	178	243	90	99	100	138	562	759	427	466
영업이익	-21	-12	-14	103	-1	-1	0	0	-114	55	-2	-1
영업이익률(%)	-8.5%	-4.6%	-5.7%	38.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	-11.5%	5.3%	-0.2%	-0.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

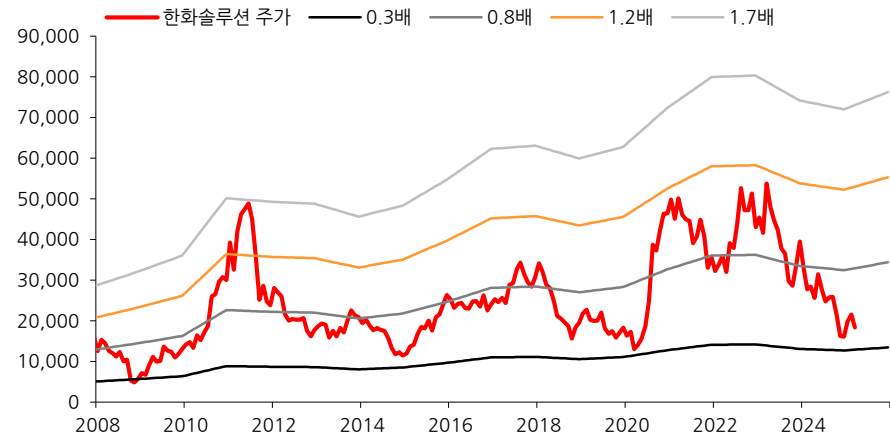
[표14] 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	EBITDA	배수	가치	비고
영업가치(십억 원)			16,159	
태양광	1,793	7.9	14,164	- 2026년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
케미칼/첨단소재	277	7.2	1,995	- 2025년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
비영업가치(십억 원)			1,174	장부가액 70% 할인
YNCC/IMPACT			3,055	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타			859	장부가치, 30% 할인을 적용
순차입금(십억 원)			11,748	2025~2026년 평균
우선주 시가총액(십억 원)			44	
총 기업가치(십억 원)			5,541	
총주식 수(백만 주)			172	
적정 주가			32,233	
목표주가(원)			32,000	
현재주가			21,000	
상승여력			▲53%	

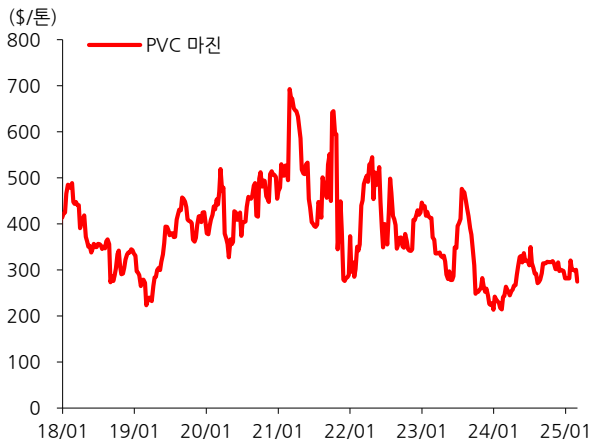
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림126] 한화솔루션 12m forward PBR Band



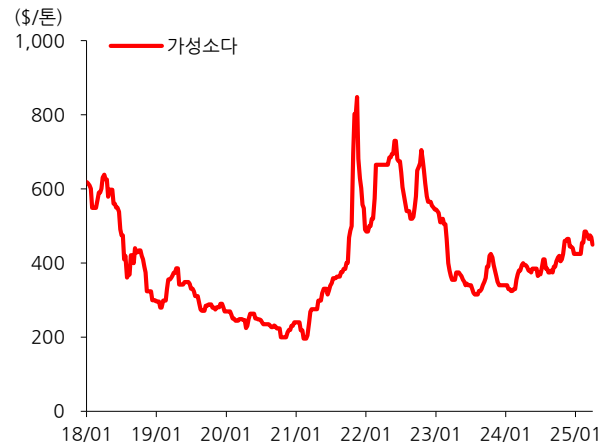
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림127] PVC 마진 추이



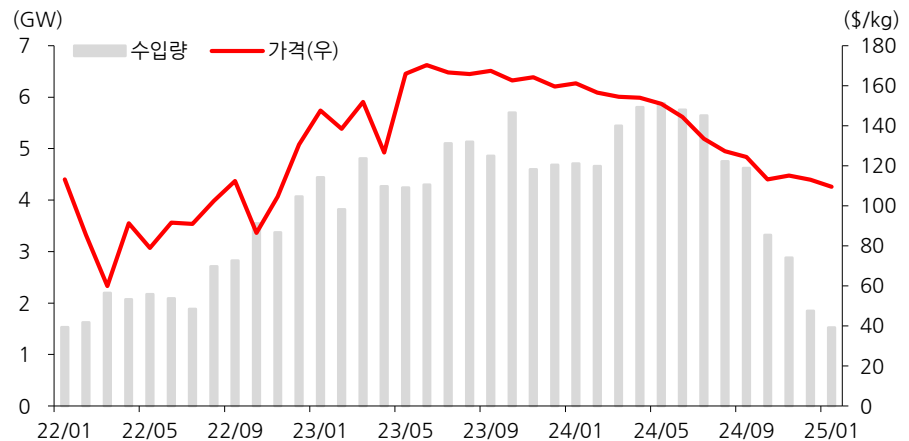
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 미국 태양광 모듈 수입량 추이



자료: U.S. Department of Commerce, Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,131	13,289	12,394	13,885	14,853
매출총이익	2,399	2,239	1,386	1,799	2,919
영업이익	924	605	-300	415	1,438
EBITDA	1,599	1,283	432	1,281	2,373
순이자손익	-172	-322	-442	-436	-463
외화관련손익	-53	16	-49	0	0
지분법손익	-116	11	-325	-330	-191
세전계속사업손익	549	-102	-1,424	-697	483
당기순이익	366	-155	-1,369	-551	381
지배주주순이익	359	-208	-1,404	-482	333
증가율(%)					
매출액	63.0	1.2	-6.7	12.0	7.0
영업이익	553.9	-34.6	적전	흑전	246.6
EBITDA	183.8	-19.8	-66.3	196.8	85.2
순이익	3,113.5	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	18.3	16.8	11.2	13.0	19.7
영업이익률	7.0	4.5	-2.4	3.0	9.7
EBITDA 이익률	12.2	9.7	3.5	9.2	16.0
세전이익률	4.2	-0.8	-11.5	-5.0	3.2
순이익률	2.8	-1.2	-11.0	-4.0	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	116	518	240	1,201	1,339
당기순이익	366	-155	-1,817	-551	381
자산상각비	675	679	732	866	934
운전자본증감	-1,626	-499	561	468	-138
매출채권 감소(증가)	-400	-544	-66	-995	-235
재고자산 감소(증가)	-35	-175	-271	393	-235
매입채무 증가(감소)	-812	290	692	795	292
투자현금흐름	-1,477	-2,799	-3,454	-1,788	-1,108
유형자산처분(취득)	-889	-2,349	-3,391	-1,926	-1,145
무형자산 감소(증가)	-37	-18	-17	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-5	0	-2	-11	-12
재무현금흐름	2,322	1,609	2,679	448	-52
차입금의 증가(감소)	1,207	1,989	3,284	500	0
자본의 증가(감소)	-91	40	-52	-52	-52
배당금의 지급	0	0	-52	-52	-52
총현금흐름	1,706	1,428	-753	733	1,478
(-)운전자본증감(감소)	957	623	-739	-468	138
(-)설비투자	903	2,390	3,406	1,926	1,145
(+)자산매각	-24	23	-2	-14	-14
Free Cash Flow	-178	-1,562	-3,422	-740	180
(-)기타투자	1,215	308	223	-164	-63
잉여현금	-1,393	-1,869	-3,644	-576	243
NOPLAT	584	438	-218	301	1,136
(+) Dep	675	679	732	866	934
(-)운전자본투자	957	623	-739	-468	138
(-)Capex	903	2,390	3,406	1,926	1,145
OpFCF	-600	-1,896	-2,152	-291	787

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,573	8,705	8,636	8,896	9,579
현금성자산	2,805	2,201	1,737	1,610	1,801
매출채권	2,280	2,409	2,369	3,365	3,599
재고자산	3,060	3,297	3,758	3,365	3,599
비유동자산	13,634	14,407	18,278	18,858	18,828
투자자산	5,107	5,593	5,979	5,485	5,231
유형자산	6,879	7,046	10,533	11,658	11,932
무형자산	1,644	1,768	1,766	1,715	1,666
자산총계	23,832	24,493	29,194	30,126	30,876
유동부채	6,808	7,689	11,631	12,486	12,840
매입채무	2,781	2,934	3,386	4,182	4,473
유동성이자부채	3,199	3,967	6,774	6,774	6,774
비유동부채	5,685	6,598	7,198	7,735	7,773
비유동이자부채	4,786	5,802	6,179	6,679	6,679
부채총계	13,935	15,482	20,640	22,106	22,574
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,540	1,540	1,540
이익잉여금	5,561	5,339	4,154	3,621	3,903
자본조정	61	123	110	110	110
자기주식	-112	-110	-110	-110	-110
자본총계	9,897	9,011	8,554	8,020	8,302

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,878	-1,216	-8,298	-2,850	1,964
BPS	46,364	44,979	42,353	39,296	40,911
DPS	0	300	300	300	300
CFPS	8,854	8,186	-4,318	4,201	8,469
ROA(%)	1.6	-0.9	-5.2	-1.6	1.1
ROE(%)	4.2	-2.5	-18.4	-6.8	4.8
ROIC(%)	5.8	3.8	-1.6	2.1	7.9
Multiples(x, %)					
PER	28.6	-32.5	-1.9	-7.4	10.7
PBR	1.2	0.9	0.4	0.5	0.5
PSR	0.8	0.5	0.2	0.3	0.2
PCR	6.1	4.8	-3.7	5.0	2.5
EV/EBITDA	8.4	11.2	32.5	12.1	6.5
배당수익률	n/a	0.8	1.9	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	140.8	171.8	241.3	275.6	271.9
Net debt/Equity	52.3	84.0	131.1	147.7	140.3
Net debt/EBITDA	323.9	589.8	2,597.5	924.3	491.1
유동비율	125.9	113.2	74.3	71.2	74.6
이자보상배율(배)	4.6	1.5	n/a	0.8	2.6
자산구조(%)					
투하자본	58.2	60.9	65.0	67.0	67.3
현금+투자자산	41.8	39.1	35.0	33.0	32.7
자본구조(%)					
차입금	44.7	52.0	60.2	62.7	61.8
자기자본	55.3	48.0	39.8	37.3	38.2

S-Oil (010950)

샤힌 프로젝트로 한단계 도약



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 70,000원

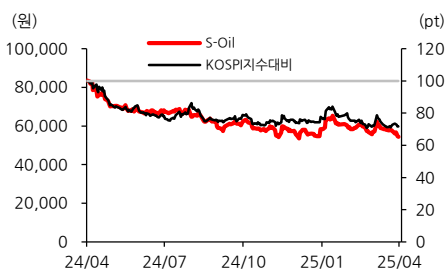
현재 주가(4/4)	54,400원
상승여력	▲28.7%
시가총액	61,245억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	83,500 / 53,600원
90 일 일평균 거래대금	115.15억원
외국인 지분율	74.3%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	-6.8	-12.8	-31.7
상대수익률(KOSPI)	0.2	-7.8	-8.8	-21.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	35,727	36,637	35,726	32,439
영업이익	1,355	422	811	1,158
EBITDA	2,074	1,174	1,629	2,089
지배주주순이익	949	-193	204	457
EPS	8,369	-1,720	1,809	4,056
순차입금	3,839	6,001	8,340	8,022
PER	8.3	-31.9	30.1	13.4
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.7	10.5	9.0	6.8
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2
ROE	10.8	-2.2	2.3	5.0

주가 추이



S-Oil의 수익성 회복이 기대됩니다. 정제 마진이 개선될 수 있는 여러가지 징조가 보입니다. 2027년부터는 샤힌 & GTG 프로젝트로 동사의 실적은 한단계 올라갈 것으로 기대됩니다.

정제마진 개선에 대한 여러가지 기대감

2025년 정유 부문 영업이익은 2,679억 원으로 회복할 것으로 전망한다. 정제마진 개선이 기대되기 때문이다. 1) 수급 환경이 개선되고 있다. 정제 시설 증설은 2026년 마지막으로 대규모 증설은 일단락 될 것으로 보인다. 특히, 증설의 대부분을 차지하는 중국은 석유화학 제품에 치중되어 있어 가솔린/등유/경유의 수급 환경 개선이 기대된다. 2) 최근 미국의 관세 정책으로 수요 불확실성은 커졌지만, 중국은 더욱 내수 부양에 집중할 것으로 예상되며, 3) OPEC+의 증산이 확대되며 유가도 약세 전망이 우세하다. 4) 미국은 러시아/이란 원유에 대한 제재를 강화했고, 그동안 중국/인도 정유사가 누리던 원가 혜택이 축소되어 경쟁 환경도 개선될 것으로 기대한다. 5) 특히 러우 종전 시, 러시아 원유 확대 및 재건 수요 등으로 정제마진의 상승 사이클을 기대해 볼 수 있다.

2027년 재도약: 샤힌 & GTG 프로젝트

2022~2026년 총 9.3조 원이 투자된 샤힌 프로젝트 효과는 2027년부터 동사의 실적을 한단계 끌어올릴 것으로 기대된다. 이후 동사의 석유 화학 비중은 25%까지 확대될 것으로 예상된다. 특히, 샤힌 프로젝트의 올레핀 생산 원가 경쟁력은 동북 아시아 내 상위 10~20% 수준으로 알려져 있어 화학 부문 수익성 개선에 대한 기대감이 크다. 이와 별개로 4기의 천연가스 자가발전시설(GTG)을 건설하고 있으며, 건설이 모두 완료된 후 자가발전 비율은 현재 10%에서 42%까지 상승할 것으로 예상된다. 현재 동사의 전기광열비는 원가를 제외한 비용의 50%를 차지하고 있어 수익성 개선이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 7만 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7만 원으로 커버리지를 개시한다. 2025년 BPS에 PBR 0.9배를 반영했다. 과거 밸류에이션 밴드 하단 값이다. 여전히 정제마진은 낮은 수준이나 개선에 대한 징조가 여러가지 보이므로 충분히 밸류에이션 하단까지 회복이 가능하다고 판단한다. 러우 종전 등 회복 시그널이 확인되면 추가 상승여력도 열려있다.

[표15] S-Oil 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,308	9,571	8,841	8,917	8,880	9,051	9,079	8,716	35,727	36,637	35,726	32,439
QoQ(%)	-5%	3%	-8%	1%	0%	2%	0%	-4%				
YoY(%)	3%	22%	-2%	-9%	-5%	-5%	3%	-2%	-16%	3%	-2%	-9%
1) 정유	7,445	7,451	6,894	7,014	7,048	7,233	7,232	6,989	28,257	28,804	28,502	25,486
QoQ(%)	-4%	0%	-7%	2%	0%	3%	0%	-3%				
YoY(%)	2%	24%	-4%	-10%	-5%	-3%	5%	0%	-17%	2%	-1%	-11%
2) 석유화학	1,097	1,309	1,202	1,096	1,021	1,001	1,009	934	4,385	4,703	3,965	3,783
QoQ(%)	-10%	19%	-8%	-9%	-7%	-2%	1%	-7%				
YoY(%)	6%	30%	7%	-10%	-7%	-24%	-16%	-15%	-13%	7%	-16%	-5%
3) 윤활기유	767	811	745	807	812	817	837	793	3,085	3,130	3,259	3,170
QoQ(%)	-8%	6%	-8%	8%	1%	1%	2%	-5%				
YoY(%)	1%	0%	10%	-3%	6%	1%	12%	-2%	-10%	1%	4%	-3%
영업이익	454	161	-415	261	149	194	247	221	1,355	461	811	1,158
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	1.7%	2.1%	2.7%	2.5%	3.8%	1.3%	2.3%	3.6%
QoQ(%)	-950%	-66%	-380%	-162%	-42%	27%	27%	-7%				
YoY(%)	-14%	260%	-149%	-610%	-66%	27%	-158%	-13%	-53%	-67%	80%	57%
1) 정유	250	-95	-574	173	47	51	91	77	353	-245	268	516
영업이익률(%)	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	0.7%	0.7%	1.3%	1.1%	1.3%	-0.9%	0.9%	2.0%
QoQ(%)	-180%	-138%	504%	-130%	-73%	8%	78%	-15%				
YoY(%)	-14%	-67%	-186%	-156%	-81%	-154%	-116%	-55%	-85%	-169%	-209%	93%
2) 석유화학	48	110	5	-28	-14	17	18	22	191	135	43	50
영업이익률(%)	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-1.4%	1.7%	1.8%	2.3%	4.3%	2.9%	1.1%	1.3%
QoQ(%)	42%	129%	-95%	-662%	-49%	-222%	4%	20%				
YoY(%)	64%	34%	-89%	-183%	-130%	-84%	262%	-177%	-490%	-29%	-68%	17%
3) 윤활기유	156	146	154	116	116	125	137	122	811	571	500	592
영업이익률(%)	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	14.3%	15.3%	16.4%	15.4%	26.3%	18.3%	15.3%	18.7%
QoQ(%)	-30%	-6%	5%	-25%	0%	7%	10%	-11%				
YoY(%)	-20%	-41%	4%	-48%	-25%	-14%	-11%	5%	-27%	-30%	-12%	18%

자료: 한화투자증권 리서치센터

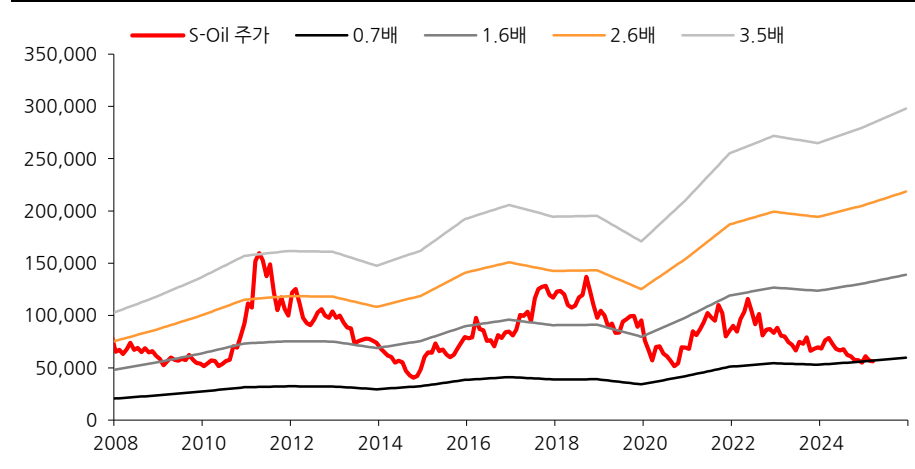
[표16] S-Oil PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	76,199	
Target P/B(배)	0.9	
주당 적정가치	68,579	
목표 추가	70,000	
현재 추가	54,400	
상승 여력	▲28.7%	

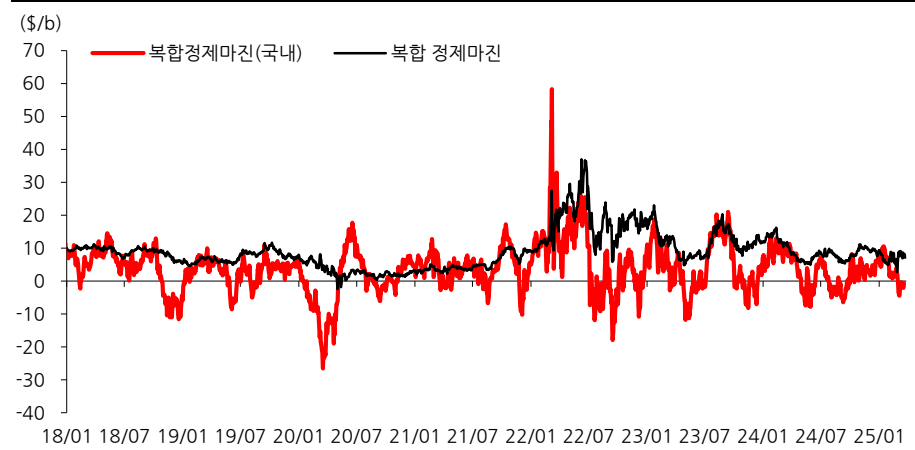
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림130] S-Oil 12m forward PBR Band



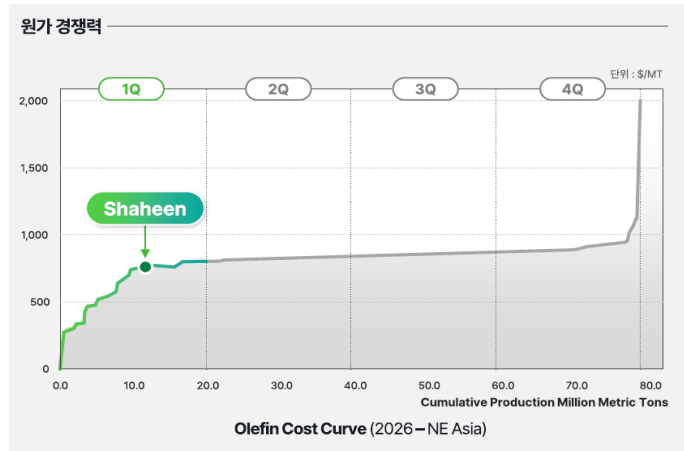
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 복합 정제마진 추이



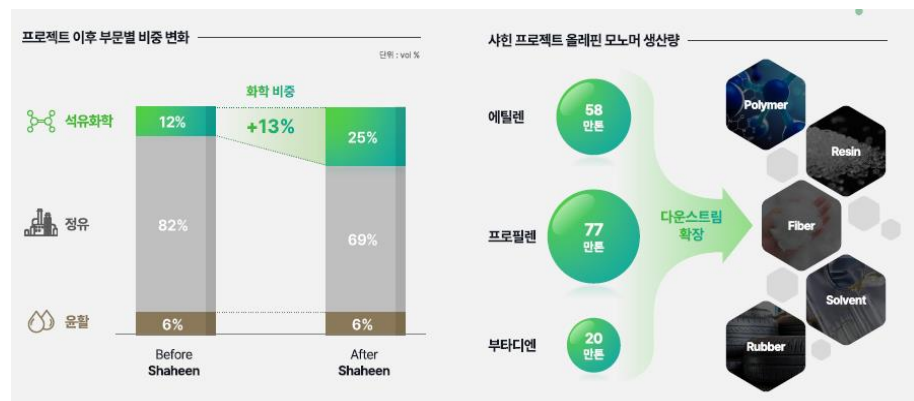
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림132] 올레핀 Cost Curve 추이



자료: S-Oil, Market intelligence agency, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] S-Oil 사한 프로젝트 사업 포트폴리오 확장



자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42,446	35,727	36,637	35,726	32,439
매출총이익	4,155	2,106	1,226	1,514	1,797
영업이익	3,405	1,355	422	811	1,158
EBITDA	4,055	2,074	1,174	1,629	2,089
순이자손익	-118	-177	-226	-265	-282
외화관련손익	-339	-60	-593	0	0
지분법손익	0	2	6	5	5
세전계속사업손익	2,899	1,132	-333	258	579
당기순이익	2,104	949	-193	204	457
지배주주순이익	2,104	949	-193	204	457
증가율(%)					
매출액	48.6	-15.8	2.5	-2.5	-9.2
영업이익	흑전	-60.2	-68.8	92.0	42.9
EBITDA	8,010.2	-48.9	-43.4	38.8	28.2
순이익	흑전	-54.9	적전	흑전	123.9
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	5.9	3.3	4.2	5.5
영업이익률	8.0	3.8	1.2	2.3	3.6
EBITDA 이익률	9.6	5.8	3.2	4.6	6.4
세전이익률	6.8	3.2	-0.9	0.7	1.8
순이익률	5.0	2.7	-0.5	0.6	1.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,651	2,526	1,468	1,295	1,854
당기순이익	2,104	949	-193	204	457
자산상각비	650	719	752	819	931
운전자본증감	-2,132	1,473	829	272	465
매출채권 감소(증가)	-386	-27	180	432	280
재고자산 감소(증가)	-1,338	209	209	83	406
매입채무 증가(감소)	221	882	751	-247	-225
투자현금흐름	-773	-2,066	-3,027	-3,622	-1,524
유형자산처분(취득)	-569	-2,165	-3,038	-3,600	-1,500
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-27	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-2	0	3	-2	-2
재무현금흐름	-1,514	193	1,539	685	435
차입금의 증가(감소)	-819	59	1,810	700	450
자본의 증가(감소)	-617	-373	-189	-15	-15
배당금의 지급	-617	-373	-189	-15	-15
총현금흐름	4,104	1,944	1,135	1,023	1,389
(-)운전자본증감(감소)	1,315	-866	-783	-272	-465
(-)설비투자	599	2,186	3,042	3,600	1,500
(+)자산매각	29	18	-24	-3	-3
Free Cash Flow	2,220	642	-1,148	-2,308	350
(-)기타투자	1,020	-709	-81	16	18
잉여현금	1,201	1,351	-1,067	-2,324	332
NOPLAT	2,472	1,136	306	640	915
(+) Dep	650	719	752	819	931
(-)운전자본투자	1,315	-866	-783	-272	-465
(-)Capex	599	2,186	3,042	3,600	1,500
OpFCF	1,209	535	-1,200	-1,868	811

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,206	9,648	10,048	7,897	7,982
현금성자산	1,494	1,999	2,005	366	1,133
매출채권	2,964	2,990	3,479	3,047	2,767
재고자산	4,733	4,639	4,493	4,410	4,004
비유동자산	10,407	11,928	14,403	17,209	17,804
투자자산	713	661	673	694	717
유형자산	9,588	11,152	13,582	16,374	16,953
무형자산	106	116	149	141	134
자산총계	19,613	21,576	24,451	25,106	25,786
유동부채	8,213	9,255	11,657	11,417	11,199
매입채무	4,752	6,074	7,410	7,164	6,938
유동성이자부채	2,609	2,847	4,071	4,071	4,071
비유동부채	2,917	3,284	4,099	4,804	5,259
비유동이자부채	2,611	2,991	3,934	4,634	5,084
부채총계	11,130	12,539	15,756	16,221	16,458
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	7,380	7,030	7,220	7,663
자본조정	32	35	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,483	9,038	8,696	8,885	9,328

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	18,504	8,369	-1,720	1,809	4,056
BPS	72,754	77,506	74,574	76,199	79,995
DPS	5,500	1,700	125	130	130
CFPS	35,198	16,672	9,731	8,771	11,909
ROA(%)	11.0	4.6	-0.8	0.8	1.8
ROE(%)	27.2	10.8	-2.2	2.3	5.0
ROIC(%)	21.6	9.1	2.2	4.0	5.3
Multiples(x, %)					
PER	4.5	8.3	-31.9	30.1	13.4
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.4	4.2	5.6	6.2	4.6
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	9.0	6.8
배당수익률	6.6	2.4	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	131.2	138.7	181.2	182.6	176.4
Net debt/Equity	43.9	42.5	69.0	93.9	86.0
Net debt/EBITDA	91.9	185.1	511.1	511.8	384.0
유동비율	112.1	104.2	86.2	69.2	71.3
이자보상배율(배)	22.5	5.7	1.5	2.4	3.3
자산구조(%)					
투하자본	84.6	82.7	84.5	94.2	90.3
현금+투자자산	15.4	17.3	15.5	5.8	9.7
자본구조(%)					
차입금	38.1	39.2	47.9	49.5	49.5
자기자본	61.9	60.8	52.1	50.5	50.5

LG화학 (051910)

2차전지와 석유화학 바닥 다지는 중



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 320,000원

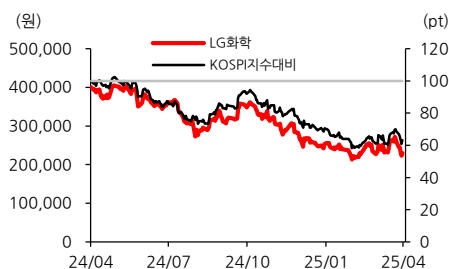
현재 주가(4/4)	229,500원
상승여력	▲39.4%
시가총액	162,009억원
발행주식수	70,592천주
52 주 최고가 / 최저가	405,000 / 213,000원
90 일 일평균 거래대금	754.89억원
외국인 지분율	31.5%
주주 구성	
LG (외 2 인)	35.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
김종현 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.9	-9.5	-34.1	-43.0
상대수익률(KOSPI)	3.4	-10.4	-30.1	-32.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	55,250	48,916	52,958	61,118
영업이익	1,852	-563	2,100	5,555
EBITDA	5,810	4,119	8,347	12,091
지배주주순이익	1,338	-691	-304	1,960
EPS	18,565	-9,901	-4,423	27,646
순차입금	13,269	20,483	25,117	27,251
PER	26.9	-25.3	-51.9	8.3
PBR	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.8	9.6	5.0	3.7
배당수익률	0.7	0.4	0.4	0.4
ROE	4.2	-2.1	-0.9	5.8

주가 추이



LG 화학은 양극재 부문 성장세가 둔화와 석유화학 부문의 어려움 속에서도 2 차전지 업황 반등 및 석유화학 수요 회복에 대한 기대감이 높아지고 있습니다. 추가적인 업황 둔화보다는 실적 회복 가능성에 초점을 맞출 시기입니다.

2025년 양극재 출하량 증가세는 둔화

동사의 2025년 양극재 출하량 가이드스는 YoY +5%로 경쟁사를 하회한다. 이는 1) 2024년 출하량이 YoY +30% 증가하며 높은 기저효과가 작용한 부분도 있으나, 2) 2025년 고객사 내 경쟁 심화에 따른 영향도 존재한다. 메탈 가격은 낮은 수준에서 유지되고 있어, 향후 안정적인 수익성은 유지될 전망이다. 2025년 첨단소재 부문 영업이익을 4,066억 원으로 전망한다. 무엇보다 1) 전방 전기차 판매량 회복과 2) 고객사 확대를 통한 투자 사이클 도래가 필요하다.

석유화학: 공급 과잉 지속되나 회복 기대감도 상존

2025년 석유화학 부문은 2,537억 원의 적자가 지속될 것으로 전망한다. 화학 산업은 중국/중동발 공급 과잉이 지속되며 NCC 스프레드는 바닥 수준을 유지하고 있다. 최근 미국의 관세 정책으로 전세계 수요에 대한 불확실성이 높아졌으나, 반대로 중국은 더욱 내수에 집중하려는 모습도 확인된다. 특히, 러우 종전 시 재건 수요로 인해 석유화학 실적 개선 속도는 가속화될 수 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 32만 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 32만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 적용했다. 각 사업부의 영업가치는 석유화학 3조 원, 첨단소재 7조 원과 LGES의 지분가치 19조 원(지분율에 70% 할인)을 반영했다. 배터리 업황은 2023년 하반기부터 메탈가 하락과 전기차 판매 둔화에 따른 어려운 업황이 지속됐으나, 이제 메탈 가격이 충분히 하락하고 신규 전기차도 하나둘 출시됨에 따라 반등의 시기를 기다리고 있다. 석유화학 산업도 공급 과잉은 지속되겠지만, 수요 반등에 대한 기대감도 있다. 전사 기준 추가적인 업황 둔화보다 실적 회복에 대한 기대감으로 접근할 시기라 판단한다. 연내 NCC 구조조정과 LGES 지분 활용 등에 따른 모멘텀은 추가 업사이드 요소로 작용할 수 있다.

[표17] LG 화학 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	11,609	12,300	12,670	12,337	11,720	13,171	14,074	13,994	54,842	48,916	52,958	61,118
QoQ/YoY(%)	-12%	6%	3%	-3%	-5%	12%	7%	-1%	8%	-11%	8%	15%
영업이익	265	406	498	-252	8	381	803	909	2,544	917	2,100	5,555
영업이익률(%)	2.3%	3.3%	3.9%	-2.0%	0.1%	2.9%	5.7%	6.5%	4.6%	1.9%	4.0%	9.1%
EBITDA	1,333	1,496	1,705	1,045	1,395	1,806	2,262	2,411	6,457	5,578	7,875	11,657
EBITDAM(%)	11.5%	12.2%	13.5%	8.5%	11.9%	13.7%	16.1%	17.2%	11.8%	11.4%	14.9%	19.1%
석유화학												
매출액	4,455	4,966	4,813	4,855	5,068	5,378	5,381	5,233	17,809	19,089	21,060	21,048
영업이익	-31	32	-38	-99	-94	-89	-45	-26	-144	-136	-254	488
영업이익률(%)	-0.7%	0.6%	-0.8%	-2.0%	-1.9%	-1.6%	-0.8%	-0.5%	-0.8%	-0.7%	-1.2%	2.3%
첨단소재												
매출액	1,583	1,728	1,712	1,389	1,364	1,531	1,746	1,678	7,408	6,412	6,319	7,312
영업이익	142	170	150	48	78	94	118	117	584	510	407	473
영업이익률(%)	9.0%	9.8%	8.8%	3.5%	5.7%	6.1%	6.8%	7.0%	7.9%	8.0%	6.4%	6.5%
생명과학												
매출액	285	404	307	338	288	420	319	352	1,183	1,334	1,379	1,420
영업이익	3	109	-1	-1	-1	8	4	2	28	110	13	21
영업이익률(%)	1.1%	27.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	2.0%	1.2%	0.7%	2.4%	8.2%	1.0%	1.5%
팜한농												
매출액	246	238	113	165	253	236	114	162	782	762	765	788
영업이익	35	20	-20	9	3	2	0	0	45	44	5	4
영업이익률(%)	14.2%	8.4%	-17.7%	5.5%	1.3%	0.9%	-0.3%	0.0%	5.8%	5.8%	0.7%	0.5%
LGES												
매출액	6,129	6,162	6,878	6,451	5,891	6,662	7,597	7,652	33,746	25,620	27,802	34,917
영업이익	157	195	448	-226	63	408	771	860	2,163	575	2,102	4,742
영업이익률(%)	2.6%	3.2%	6.5%	-3.5%	1.1%	6.1%	10.1%	11.2%	6.4%	2.2%	7.6%	13.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

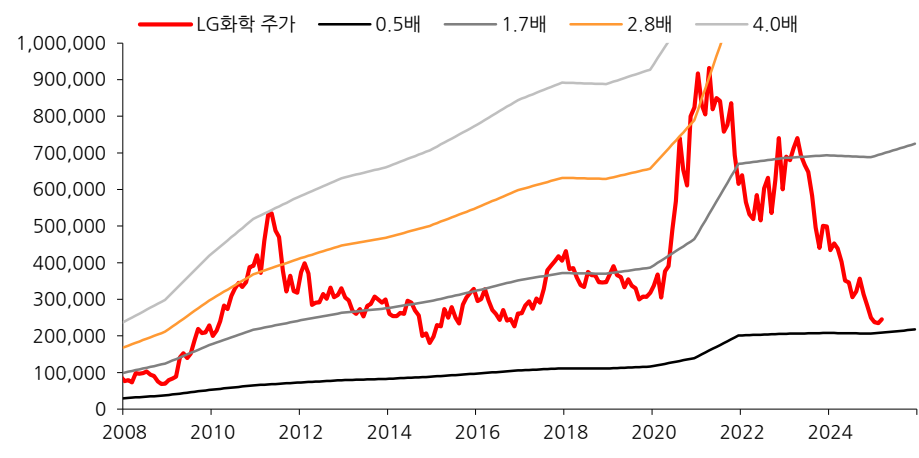
[표18] LG 화학 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	2025E EBITDA	배수	가치	비고
영업가치			13,402	글로벌 NCC Peer 평균
석유화학	823	4	3,291	양극재 Peer 평균 50% 할인(첨단소재 내 양극재 비중 고려)
첨단소재	658	10	6,583	석유화학 사업부 반영
팜한농	127	4	509	국내 바이오 Peer 평균 30% 할인
생명과학	201	15	3,019	LGES 시가총액 x 지분율 x 70% 할인
LGES 지분가치			18,835	장부가액 30% 할인
투자자산가치			1,083	
우선주 시가총액			885	2025년 말 기준(LGES 제외)
순차입금			9,877	
적정 시가총액			22,559	
발행주식수(천 주)			70,592	
주당 Value			319,564	
목표주가			320,000	
현재주가			229,500	
상승여력			▲39.2%	

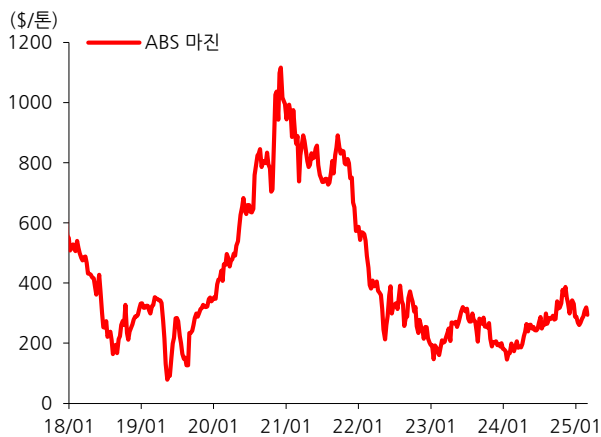
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림134] LG 화학 12m forward PBR Band



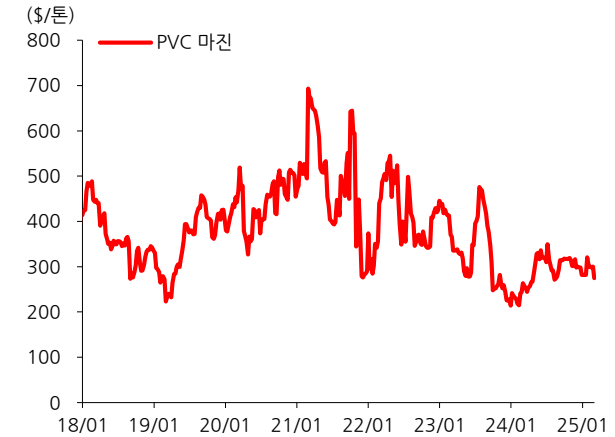
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림135] ABS 마진 추이



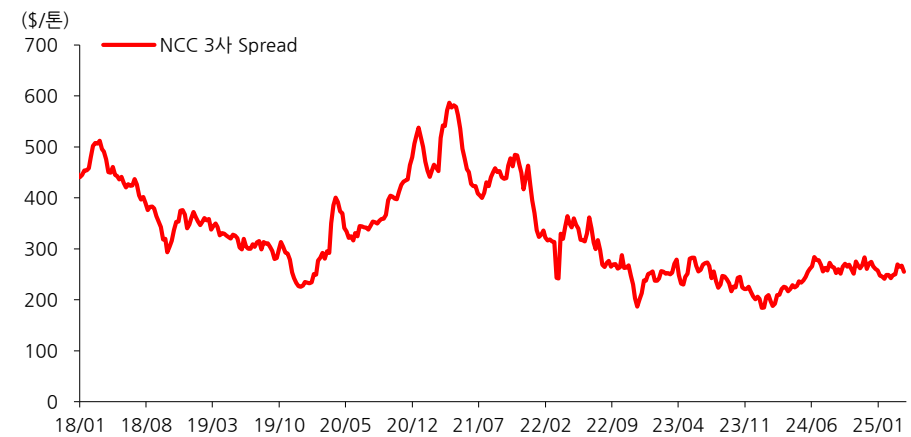
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림136] PVC 마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림137] NCC 마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	50,983	55,250	48,916	52,958	61,118
매출총이익	9,861	8,786	7,536	9,488	14,081
영업이익	2,979	1,852	-563	2,100	5,555
EBITDA	6,375	5,810	4,119	8,347	12,091
순이자손익	-44	-306	-591	-553	-598
외화관련손익	2,004	1,506	1,201	0	0
지분법손익	-46	-29	80	-25	-28
세전계속사업손익	2,778	2,498	-268	1,142	4,722
당기순이익	2,196	2,053	515	902	3,730
지배주주순이익	1,845	1,338	-691	-304	1,960
증가율(%)					
매출액	125.8	8.4	-11.5	8.3	15.4
영업이익	127.3	-37.8	적전	흑전	164.4
EBITDA	159.1	-8.9	-29.1	102.6	44.9
순이익	157.1	-6.5	-74.9	75.2	313.4
이익률(%)					
매출총이익률	19.3	15.9	15.4	17.9	23.0
영업이익률	5.8	3.4	-1.2	4.0	9.1
EBITDA 이익률	12.5	10.5	8.4	15.8	19.8
세전이익률	5.4	4.5	-0.5	2.2	7.7
순이익률	4.3	3.7	1.1	1.7	6.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	570	7,536	7,012	7,503	8,447
당기순이익	2,196	2,053	515	902	3,730
자산상각비	3,396	3,958	4,682	6,247	6,536
운전자본증감	-5,316	1,415	1,448	1,378	-239
매출채권 감소(증가)	-1,447	-300	618	-1,283	-1,595
재고자산 감소(증가)	-3,818	2,965	1,119	1,486	-603
매입채무 증가(감소)	1,147	-982	-1,119	1,177	1,961
투자현금흐름	-9,229	-13,170	-13,663	-12,076	-10,521
유형자산처분(취득)	-8,324	-12,849	-14,493	-11,651	-10,084
무형자산 감소(증가)	-143	-151	-153	-169	-169
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-18	-18
재무현금흐름	13,332	6,158	4,821	1,921	921
차입금의 증가(감소)	500	5,050	1,822	2,000	1,000
자본의 증가(감소)	-834	-1,104	-367	-79	-79
배당금의 지급	-1,091	-1,104	-367	-79	-79
총현금흐름	7,020	7,287	6,710	6,125	8,687
(-)운전자본증감(감소)	3,456	412	-2,372	-1,378	239
(-)설비투자	8,406	12,960	14,615	11,651	10,084
(+)자산매각	-61	-40	-31	-169	-169
Free Cash Flow	-4,904	-6,125	-5,564	-4,317	-1,806
(-)기타투자	2,622	-1,657	-59	238	249
잉여현금	-7,526	-4,468	-5,505	-4,555	-2,055
NOPLAT	2,296	1,532	-408	1,659	4,388
(+) Dep	3,396	3,958	4,682	6,247	6,536
(-)운전자본투자	3,456	412	-2,372	-1,378	239
(-)Capex	8,406	12,960	14,615	11,651	10,084
OpFCF	-6,170	-7,882	-7,969	-2,367	601

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	29,674	28,859	27,816	25,044	26,177
현금성자산	8,651	9,283	8,288	5,654	4,520
매출채권	8,048	8,708	9,070	10,353	11,948
재고자산	11,881	9,375	8,847	7,361	7,964
비유동자산	38,299	48,607	66,042	71,828	75,766
투자자산	5,947	5,964	7,852	8,065	8,287
유형자산	29,663	38,950	54,570	60,447	64,429
무형자산	2,690	3,693	3,619	3,316	3,051
자산총계	67,974	77,467	93,858	96,872	101,943
유동부채	16,460	18,391	21,086	22,326	24,353
매입채무	10,614	9,803	11,552	12,729	14,690
유동성이자부채	3,812	7,602	7,973	7,973	7,973
비유동부채	14,033	18,138	24,777	26,933	28,096
비유동이자부채	12,193	14,950	20,798	22,798	23,798
부채총계	30,493	36,529	45,862	49,259	52,449
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	11,570	11,572	11,569	11,569	11,569
이익잉여금	19,142	19,651	18,592	18,209	20,090
자본조정	347	578	2,732	2,732	2,732
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	37,481	40,938	47,995	47,613	49,494

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	25,047	18,565	-9,901	-4,423	27,646
BPS	401,764	411,243	425,188	420,297	444,326
DPS	10,000	3,500	1,000	1,000	1,000
CFPS	89,671	93,084	85,716	78,238	110,969
ROA(%)	3.1	1.8	-0.8	-0.3	2.0
ROE(%)	6.9	4.2	-2.1	-0.9	5.8
ROIC(%)	6.0	3.2	-0.7	2.4	6.1
Multiples(x, %)					
PER	24.0	26.9	-25.3	-51.9	8.3
PBR	1.5	1.2	0.6	0.5	0.5
PSR	0.9	0.7	0.4	0.3	0.3
PCR	6.7	5.4	2.9	2.9	2.1
EV/EBITDA	8.1	8.8	9.6	5.0	3.7
배당수익률	1.7	0.7	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	81.4	89.2	95.6	103.5	106.0
Net debt/Equity	19.6	32.4	42.7	52.8	55.1
Net debt/EBITDA	115.3	228.4	497.3	300.9	225.4
유동비율	180.3	156.9	131.9	112.2	107.5
이자보상배율(배)	10.0	2.9	n/a	2.3	5.9
자산구조(%)					
투하자본	74.6	77.4	80.3	83.6	85.3
현금+투자자산	25.4	22.6	19.7	16.4	14.7
자본구조(%)					
차입금	29.9	35.5	37.5	39.3	39.1
자기자본	70.1	64.5	62.5	60.7	60.9

롯데케미칼 (011170)

밸류에이션: 최악에서의 되돌림 필요



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (신규)

목표주가(신규): 90,000원

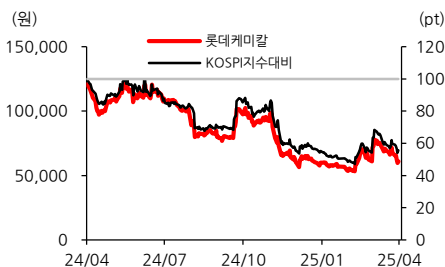
현재 주가(4/4)	60,900원
상승여력	▲47.8%
시가총액	26,050억원
발행주식수	42,775천주
52 주 최고가 / 최저가	121,700 / 53,400원
90 일 일평균 거래대금	163.43억원
외국인 지분율	21.2%
주주 구성	
롯데지주 (외 39 인)	54.6%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.2	1.7	-37.6	-49.8
상대수익률(KOSPI)	2.3	0.7	-33.5	-39.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	19,946	20,430	20,882	23,452
영업이익	-348	-894	-180	126
EBITDA	825	397	1,365	1,661
지배주주순이익	-50	-1,711	-850	-330
EPS	-1,170	-39,988	-20,156	-7,817
순차입금	5,919	8,212	9,039	9,647
PER	-131.0	-1.5	-3.0	-7.8
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	15.1	27.2	8.5	7.4
배당수익률	2.3	3.3	3.3	3.3
ROE	-0.3	-11.4	-6.1	-2.5

주가 추이



롯데케미칼은 화학 산업의 지속된 공급 과잉으로 대규모 적자가 지속됐습니다. 2025 년에도 수요 불확실성은 높아졌으나, 중국 내수 부양에 따른 기대감도 존재합니다. 한편 밸류에이션은 최악을 반영한 수준까지 하락했습니다. 추가적인 업황 둔화보다 개선에 대한 기대감에 무게가 쏠리고 있는 만큼 밸류에이션도 되돌림이 필요하다고 판단합니다.

석유화학: 공급 과잉 지속되나 회복 기대감도 상존

2025년 영업이익으로 1,801억 원의 적자를 전망한다. 적자는 지속되나 그 폭은 축소될 것으로 기대한다. 화학 산업은 중국/중동발 증설이 지속되고 있으며 공급 과잉이 개선될 여지가 안보인다. 이에 따라 NCC 스프레드도 바닥 수준이다. 한편 최근 미국의 관세 정책으로 전세계 수요에 대한 불확실성이 높아졌으나, 반대로 중국은 더욱 내수에 집중하려는 모습도 확인된다. 더불어 미국의 석유화학 제품도 아시아향 수출이 축소됨에 따라 아시아 역내 석유화학 제품의 수급 현황도 개선될 여지가 높아지고 있다. 특히, 리우 종전 시 재건 수요로 인해 석유화학 부문 실적 개선 속도는 가속화될 수 있다.

Asset Light 추진하며 재무건전성 확보 중

동사는 재무 건전성을 강화하기 위한 'Asset Light' 전략을 추진하고 있다. 비핵심 자산 매각과 사업 포트폴리오 전환을 통해 자산을 경량화하고, 고부가가치 신사업에 집중하려는 계획이다. 단기적으로는 신사업 추진보다는 차입금 상환 등 재무 건전성에 보다 초점이 맞춰져 있다. 2024년부터 LCLA/LCI/파키스탄/레조낙 지분 유동화/매각을 통해 1.7~1.8조 원을 확보했으며, 향후 LC Titan, LCI 추가 유동화도 계획 중이다. 2025~2026년 CAPEX로 각각 1.4조 원, 1.7조 원을 계획하고 있고, 올해 LCI 추가 투자(약 4,000억 원) 및 경상 투자를 제외하면 대부분 자회사(롯데정밀화학/LEM)가 차지한다.

투자의견 BUY, 목표주가 9만 원으로 커버리지 개시

우리는 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 9만 원으로 커버리지를 개시한다. 2025년 BPS에 PBR 0.3배 반영했다. 과거 밸류에이션 밴드 하단 값이다. 여전히 부진한 업황이 지속되고 있으나, 추가적인 업황 둔화보다는 수요 회복에 대한 기대감이 더 올라오고 있는 것을 감안하면 과거 밸류에이션 하단까지는 주가 회복을 기대해 볼 수 있다.

[표19] 롯데케미칼 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	5,086	5,248	5,200	4,896	5,079	5,178	5,308	5,317	20,130	20,430	20,882	23,452
QoQ/YoY(%)	-2%	3%	-1%	-6%	4%	2%	3%	0%	-10%	1%	2%	12%
영업이익	-135	-111	-414	-235	-126	-35	-17	-3	-319	-895	-180	126
영업이익률(%)	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-2.5%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-1.6%	-4.4%	-0.9%	0.5%
EBITDA	171	208	-82	98	209	299	318	332	854	396	1,158	1,467
EBITDAM(%)	3.4%	4.0%	-1.6%	2.0%	4.1%	5.8%	6.0%	6.2%	4.2%	1.9%	5.5%	6.3%
기초소재												
매출액	2,872	2,950	2,897	2,567	2,647	2,729	2,735	2,702	10,897	11,286	10,812	11,960
영업이익	-72	-46	-195	-129	-88	-56	-35	-13	-245	-441	-193	-101
영업이익률(%)	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.0%	-3.3%	-2.1%	-1.3%	-0.5%	-2.2%	-3.9%	-1.8%	-0.8%
첨단소재												
매출액	1,032	1,134	1,122	1,094	1,225	1,196	1,212	1,143	4,184	4,382	4,776	4,901
영업이익	44	76	38	30	52	77	46	36	233	188	212	217
영업이익률(%)	4.3%	6.7%	3.4%	2.7%	4.3%	6.4%	3.8%	3.1%	5.6%	4.3%	4.4%	4.4%
LC Titan												
매출액	541	515	587	573	542	496	548	626	2,196	2,216	2,213	3,159
영업이익	-53	-81	-63	-64	-37	-22	-17	-14	-254	-262	-90	9
영업이익률(%)	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-6.8%	-4.5%	-3.2%	-2.2%	-11.6%	-11.8%	-4.1%	0.3%
LC USA												
매출액	135	142	144	168	134	186	193	182	540	590	695	670
영업이익	-6	-12	-107	18	2	9	14	8	-45	-107	34	32
영업이익률(%)	-4.2%	-8.6%	-74.3%	10.9%	1.3%	4.9%	7.5%	4.6%	-8.4%	-18.1%	4.8%	4.8%
롯데정밀화학												
매출액	399	422	420	429	438	448	457	474	1,769	1,671	1,817	1,945
영업이익	11	17	10	12	15	20	31	34	155	50	101	155
영업이익률(%)	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	3.4%	4.5%	6.7%	7.3%	8.7%	3.0%	5.5%	7.9%
롯데에너지머티												
매출액	242	263	211	186	183	220	259	283	645	902	945	1,193
영업이익	4	3	-32	-40	-17	-5	6	9	6	-65	-7	50
영업이익률(%)	1.8%	1.1%	-15.0%	-21.5%	-9.2%	-2.3%	2.2%	3.3%	0.9%	-7.1%	-0.8%	4.2%
당기순이익	-60	-107	-514	-1,144	-142	-118	-37	-295	-39	-1,826	-592	-353
지배주주 순이익	-85	-109	-447	-1,068	-133	-110	-35	-275	-50	-1,711	-553	-330

자료: 한화투자증권 리서치센터

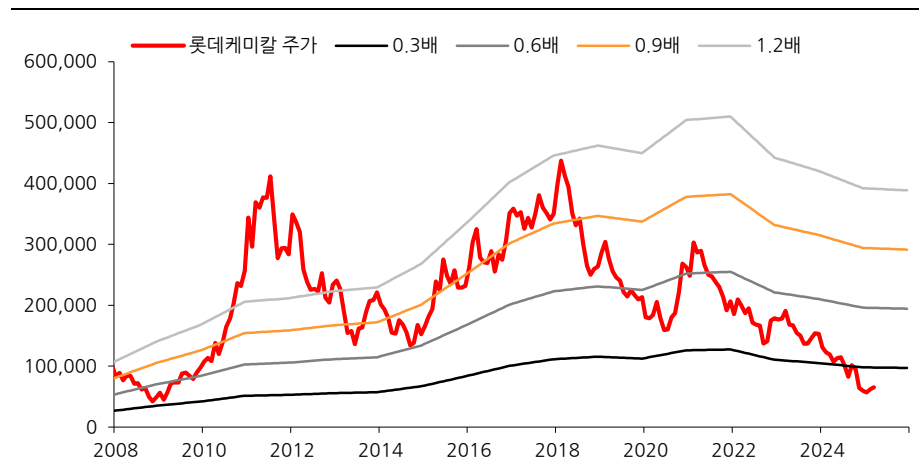
[표20] 롯데케미칼 PBR 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

구분		비고
BPS(원)	313,687	
Target P/B(배)	0.3	이전 PBR 밴드 하단
주당 적정가치	94,106	
목표 주가	90,000	
현재 주가	60,900	
상승 여력	▲47.8%	

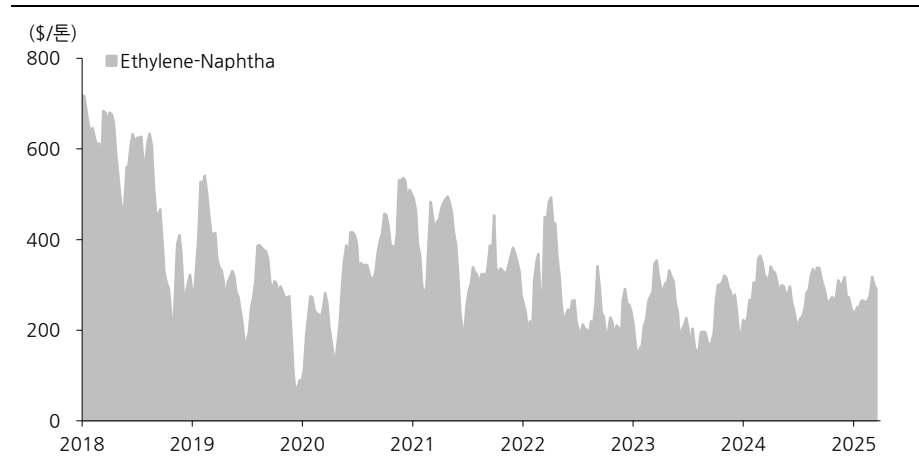
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 롯데케미칼 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 에틸렌-납사 스프레드 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	22,276	19,946	20,430	20,882	23,452
매출총이익	283	781	330	7,086	8,287
영업이익	-763	-348	-894	-180	126
EBITDA	185	825	397	1,365	1,661
순이자손익	-70	-167	-235	-246	-267
외화관련손익	-72	-15	22	0	0
지분법손익	-19	55	-121	-81	-61
세전계속사업손익	-393	-452	-2,258	-1,152	-447
당기순이익	28	-39	-1,826	-910	-353
지배주주순이익	62	-50	-1,711	-850	-330
증가율(%)					
매출액	49.9	-10.5	2.4	2.2	12.3
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	-78.0	345.1	-51.9	244.1	21.7
순이익	-80.6	적전	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	1.3	3.9	1.6	33.9	35.3
영업이익률	-3.4	-1.7	-4.4	-0.9	0.5
EBITDA 이익률	0.8	4.1	1.9	6.5	7.1
세전이익률	-1.8	-2.3	-11.1	-5.5	-1.9
순이익률	0.1	-0.2	-8.9	-4.4	-1.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-167	790	1,542	779	1,381
당기순이익	28	-39	-1,826	-910	-353
자산상각비	948	1,173	1,291	1,545	1,535
운전자본증감	-405	110	1,029	-429	85
매출채권 감소(증가)	132	-92	304	-207	-85
재고자산 감소(증가)	383	216	105	-264	-58
매입채무 증가(감소)	-269	-203	1,495	52	239
투자현금흐름	-688	-5,075	-1,948	-1,577	-1,963
유형자산처분(취득)	-2,581	-3,548	-2,224	-1,357	-1,759
무형자산 감소(증가)	-6	-6	-17	-8	-8
투자자산 감소(증가)	2,151	389	-25	-55	-58
재무현금흐름	2,132	4,196	-188	-84	216
차입금의 증가(감소)	4,302	3,462	24	0	300
자본의 증가(감소)	-400	976	-225	-84	-84
배당금의 지급	-350	-190	-225	-84	-84
총현금흐름	659	870	566	1,208	1,296
(-)운전자본증감(감소)	26	7	5	429	-85
(-)설비투자	2,593	3,640	2,238	1,357	1,759
(+)자산매각	6	86	-3	-8	-8
Free Cash Flow	-1,953	-2,691	-1,680	-586	-385
(-)기타투자	632	1,792	-1,352	156	139
잉여현금	-2,585	-4,483	-328	-743	-524
NOPLAT	-553	-252	-648	-131	92
(+) Dep	948	1,173	1,291	1,545	1,535
(-)운전자본투자	26	7	5	429	-85
(-)Capex	2,593	3,640	2,238	1,357	1,759
OpFCF	-2,223	-2,727	-1,601	-372	-47

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,466	9,814	8,983	8,648	8,504
현금성자산	3,677	4,119	3,474	2,647	2,339
매출채권	2,286	2,342	2,195	2,401	2,487
재고자산	2,549	2,802	2,818	3,083	3,141
비유동자산	17,318	23,662	25,569	25,062	25,372
투자자산	5,375	5,657	6,170	6,245	6,323
유형자산	10,726	14,273	16,085	15,701	16,120
무형자산	1,217	3,732	3,314	3,116	2,929
자산총계	26,785	33,476	34,552	33,710	33,876
유동부채	6,384	6,524	8,502	8,564	8,814
매입채무	2,159	2,024	1,888	1,940	2,179
유동성이자부채	3,943	4,183	6,353	6,353	6,353
비유동부채	3,136	6,720	6,062	6,092	6,422
비유동이자부채	2,505	5,855	5,333	5,333	5,633
부채총계	9,520	13,244	14,564	14,656	15,236
자본금	171	214	214	214	214
자본잉여금	826	1,943	1,730	1,730	1,730
이익잉여금	13,139	12,965	11,062	10,128	9,714
자본조정	310	422	1,346	1,346	1,346
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	17,264	20,233	19,988	19,054	18,640

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,709	-1,170	-39,988	-20,156	-7,817
BPS	421,450	363,366	335,527	313,687	304,009
DPS	3,329	3,500	2,000	2,000	2,000
CFPS	18,296	20,345	13,232	28,237	30,303
ROA(%)	0.2	-0.2	-5.0	-2.5	-1.0
ROE(%)	0.4	-0.3	-11.4	-6.1	-2.5
ROIC(%)	-4.0	-1.3	-2.8	-0.5	0.4
Multiples(x, %)					
PER	104.4	-131.0	-1.5	-3.0	-7.8
PBR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
PSR	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
PCR	9.8	7.5	4.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	56.2	15.1	27.2	8.5	7.4
배당수익률	1.9	2.3	3.3	3.3	3.3
안정성(%)					
부채비율	55.1	65.5	72.9	76.9	81.7
Net debt/Equity	16.1	29.3	41.1	47.4	51.8
Net debt/EBITDA	1,495.5	717.6	2,070.5	662.4	580.8
유동비율	148.3	150.4	105.7	101.0	96.5
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.3
자산구조(%)					
투하자본	63.5	69.1	71.2	72.8	73.4
현금+투자자산	36.5	30.9	28.8	27.2	26.6
자본구조(%)					
차입금	27.2	33.2	36.9	38.0	39.1
자기자본	72.8	66.8	63.1	62.0	60.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 04월 07일)

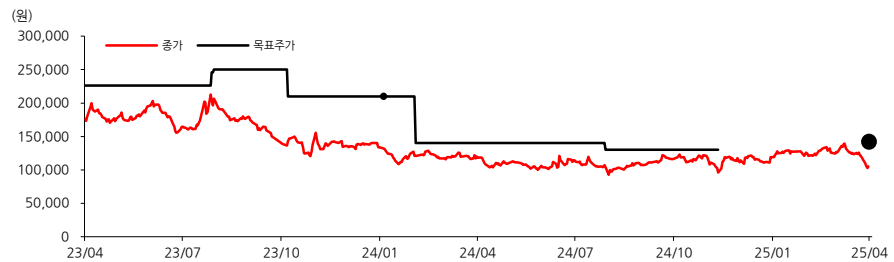
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK이노베이션 주가와 목표주가 추이]



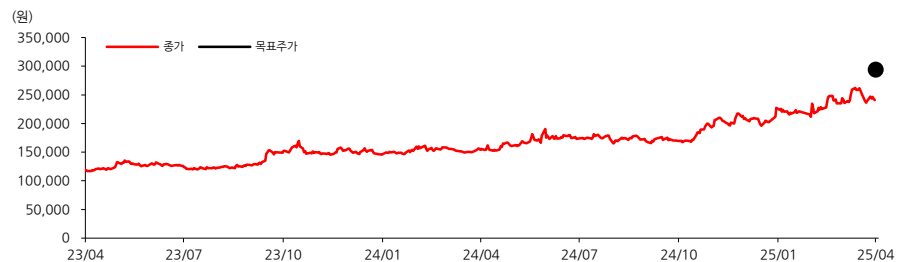
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.07	2023.05.08	2023.05.24	2023.05.31	2023.06.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
일 시	2023.06.27	2023.08.01	2023.10.11	2023.11.06	2023.11.27	2023.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	250,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2024.01.17	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19	2024.08.02	2025.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	210,000	140,000	140,000	140,000	130,000	이용욱
일 시	2025.04.07					
투자의견	Buy					
목표가격	140,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.01	Buy	245,988	-29.94	-16.05
2023.10.11	Buy	210,000	-36.66	-25.95
2024.02.07	Buy	140,000	-19.57	-7.93
2024.08.02	Buy	130,000	-10.01	7.08
2025.04.07	Buy	140,000		

[SK가스 주가와 목표주가 추이]



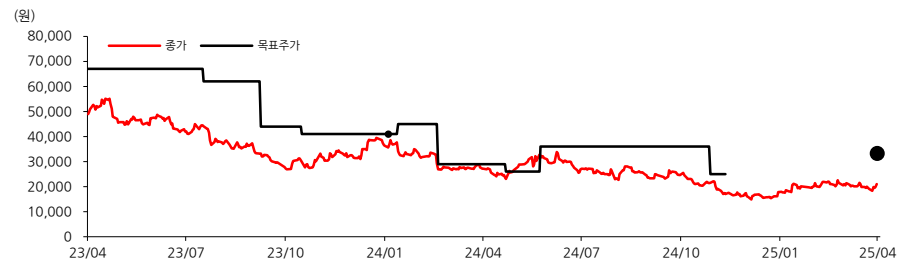
[투자의견 변동 내역]

일 시	2025.04.07	2025.04.07				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이용욱	290,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.04.07	Buy	290,000		

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



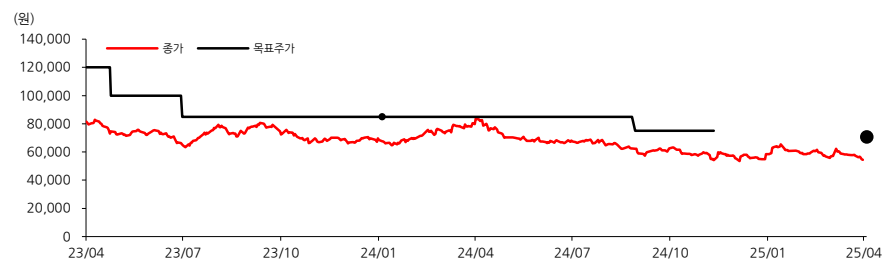
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.28	2023.06.09	2023.07.21	2023.09.12	2023.10.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		67,000	67,000	62,000	44,000	41,000
일 시	2023.11.01	2023.11.27	2024.01.05	2024.01.17	2024.02.23	2024.04.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	41,000	41,000	41,000	45,000	29,000	29,000
일 시	2024.04.26	2024.05.28	2024.11.01	2025.04.07	2025.04.07	
투자의견	Hold	Hold	Buy	담당자변경	Buy	
목표가격	26,000	36,000	25,000	이용욱	32,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.21	Buy	62,000	-39.94	-28.79
2023.09.12	Buy	44,000	-30.95	-24.66
2023.10.20	Buy	41,000	-18.59	-3.66
2024.01.17	Buy	45,000	-27.03	-22.22
2024.02.23	Hold	29,000	-7.73	-17.93
2024.04.26	Hold	26,000	10.35	26.35
2024.05.28	Hold	36,000	-27.73	-5.83
2024.11.01	Buy	25,000	-24.23	-9.80
2025.04.07	Buy	32,000		

[S-E 주가와 목표주가 추이]



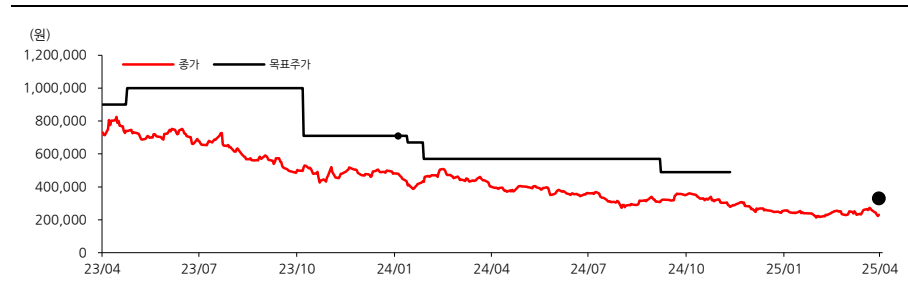
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.07	2023.04.28	2023.07.04	2023.10.11	2023.10.31
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	100,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29	2024.07.29	2024.09.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	75,000
일 시	2025.04.07	2025.04.07				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이용욱	70,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.28	Buy	100,000	-27.43	-24.40
2023.07.04	Buy	85,000	-15.65	-1.76
2024.07.29	Buy	85,000	-23.71	-19.41
2024.09.02	Buy	75,000	-21.53	-12.93
2025.04.07	Buy	70,000		

[LG화학 주가와 목표주가 추이]



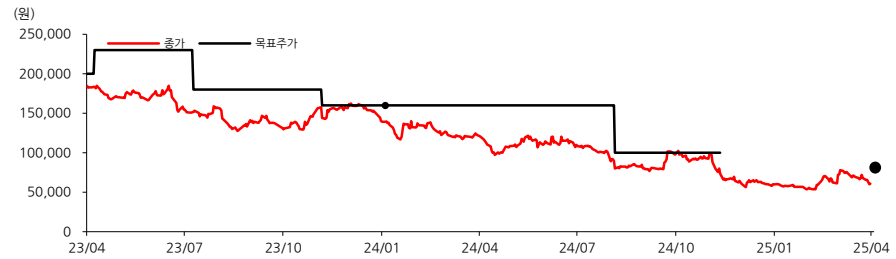
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.28	2023.06.30	2023.07.12	2023.10.11	2023.10.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		1,000,000	1,000,000	1,000,000	710,000	710,000
일 시	2023.10.31	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	710,000	710,000	670,000	570,000	570,000	570,000
일 시	2024.03.29	2024.04.16	2024.05.02	2024.06.28	2024.09.11	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	570,000	570,000	570,000	570,000	490,000	490,000
일 시	2024.10.25	2025.04.07	2025.04.07			
투자의견	Buy	담당자변경	Buy			
목표가격	490,000	이용욱	320,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.28	Buy	1,000,000	-35.35	-24.80
2023.10.11	Buy	710,000	-32.19	-25.49
2024.01.17	Buy	670,000	-38.80	-35.15
2024.02.01	Buy	570,000	-33.23	-10.88
2024.09.11	Buy	490,000	-43.73	-26.33
2025.04.07	Buy	320,000		

[롯데케미칼 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.12	2023.05.12	2023.06.14	2023.07.13	2023.08.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		230,000	230,000	230,000	180,000	180,000
일 시	2023.09.12	2023.10.11	2023.11.10	2024.01.17	2024.02.08	2024.04.16
투자의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.04.26	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.08.09	2024.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	100,000	100,000
일 시	2025.04.07	2025.04.07				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이용욱	90,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.12	Buy	230,000	-26.00	-19.57
2023.07.13	Buy	180,000	-21.35	-11.67
2023.11.10	Hold	160,000	-22.32	1.63
2024.08.09	Hold	100,000	-26.72	2.40
2025.04.07	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%