

리서치센터 기업분석팀

2026
산업전망

| 2025년 12월 3일 |



2차전지 (Neutral) 에너지/화학 (Positive)

희망과 경계의 변곡점

에너지/화학/2차전지 이용욱
yw.lee@hanwha.com
3772-7635

2차전지
에너지/화학

LG에너지솔루션 | 삼성SDI | 엘앤에프 | 포스코퓨처엠 | 에코프로비엠 | 성일하이텍
S-Oil | SK이노베이션 | LG화학 | 롯데케미칼



목차

[2차전지]

- 04 [2025년 리뷰] 최악의 구간을 지나
- 09 [2026년 전망] 기대와 우려가 공존하는 구간
- 20 [투자전략] 우려보다 기대감이 높아지는 업체 선별적 대응
- 22 [기업분석]
LG에너지솔루션 | 삼성SDI | 엘앤에프 | 포스코퓨처엠 | 에코프로비엠 | 성일하이텍

[에너지/화학]

- 48 [정유] 유가 약세지만, 정제마진은 업사이클 진입
- 59 [화학] 업황 부진 속, 구조조정에 따른 회복 시점 가속화 기대
- 71 [기업분석]
S-Oil | SK이노베이션 | LG화학 | 롯데케미칼



I

2차전지

Summary

1. [2025년 리뷰] 최악의 구간을 지나

- ❖ 2025년 배터리와 양극재 업체 가동률은 각각 40%, 30% 수준까지 하락
- ❖ 반면, 글로벌 에너지 안보 강화 트렌드로 ESS 성장성 부각받으며 주가는 강한 반등 시현

2. [2026년 전망] 기대와 우려가 공존하는 구간

- ❖ 우려: 2025년 10월부터 미국 EV 보조금 폐지되며, 2026년 미국 전기차 수요 급감 전망
- ❖ 기대(1): 유럽 CO2 배출 규제로 EV 판매 강세 예상되며, 한국 배터리의 점유율 하락세 완화
- ❖ 기대(2): 미국 ESS 설치량 증가 및 탈중국 기조로 한국 배터리 반대 수혜 기대

3. [투자전략] 우려보다 기대감이 높아지는 업체 선별적 대응

- ❖ 절대적인 실적/출하량 바닥 구간을 지나는 중이며, 일부 기업은 실적 추정치 상향 조정도 기대
- ❖ 다만, ESS에 대한 기대감과 수급 효과로 2차전지 업종 전반적으로 밸류에이션 부담 증가. ESS를 통해 실적 추정치 상향 조정될 수 있는 업체 선별적 대응 추천



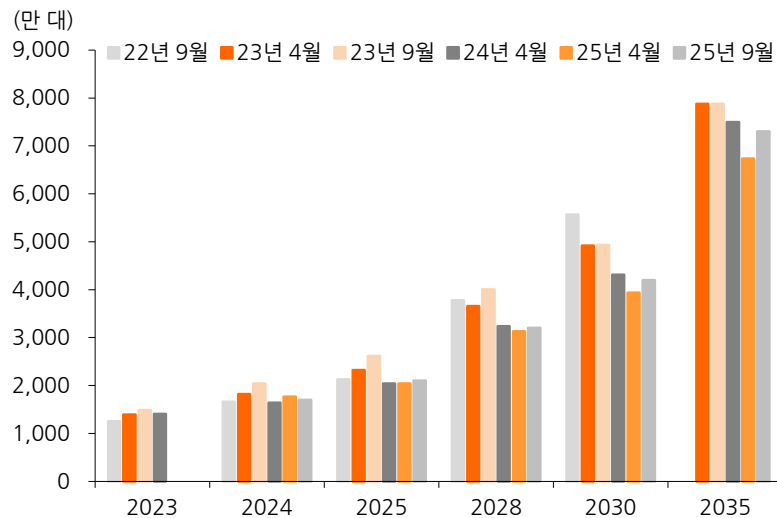
2025년 리뷰 저점 확인에 대한 기대감 반영 중

[한화리서치센터]

❖ 중장기 전기차 판매량 전망치 하락세 멈춰

- 2030년 전기차(BEV + PHEV) 판매량 전망치: 4,916만 대(23년) → 4,312만 대(24년) → 3,940만 대(25년)
- 이차전지 업종 주가지수는 2025년 5월 저점에서 11월 말 기준 75% 상승

전기차 판매량 전망치 하락세는 멈춘걸까?



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

이차전지 업종 주가 급등



주: 배터리/소재 시가총액 단순 합산 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

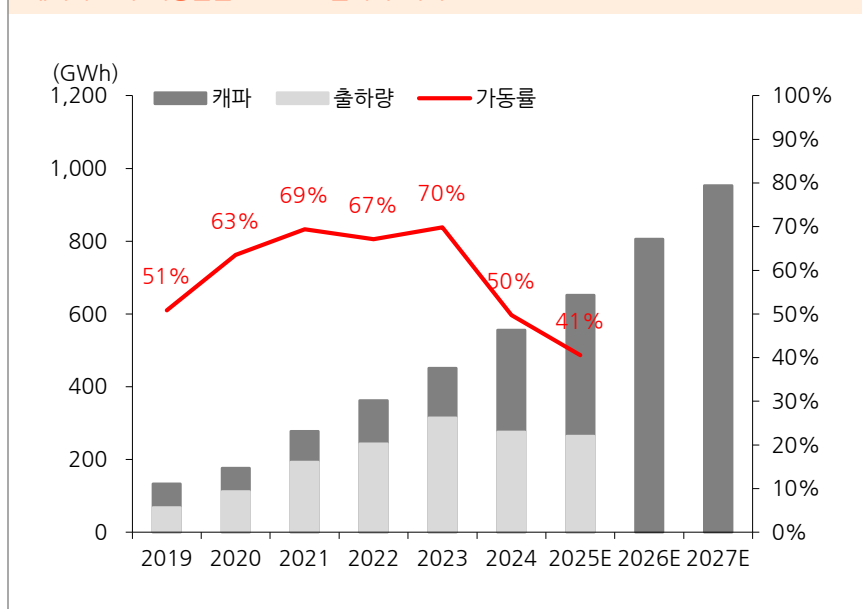


2025년 리뷰 여전히 가동률은 저조

[한화리서치센터]

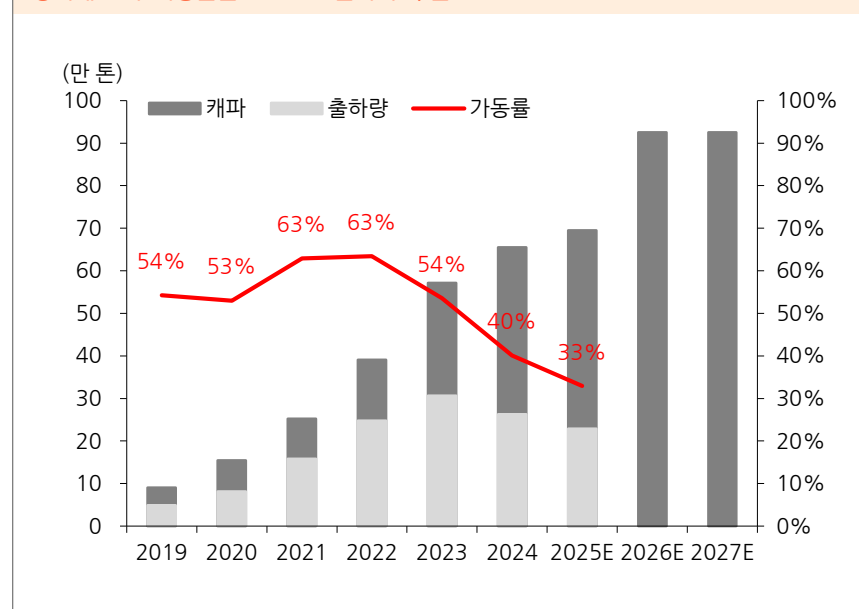
- ❖ 이차전지 업종 평균 가동률 30~40%대 수준
 - 국내 배터리 3사의 가동률은 2025년 들어 41%까지 하락
 - 국내 양극재 4사의 가동률도 2025년 33%까지 하락
- ❖ 저조한 가동률에도 기착공한 공장으로 캐파는 2027년까지 증가 예정
 - 배터리 업체는 EV 라인을 LFP ESS로 전환하여 가동률 회복 전략 추진
 - 반면, 양극재 업체들은 LFP 양극재 생산 없이는 뚜렷한 대안 부재

배터리 3사 가동률은 40% 초반까지 하락



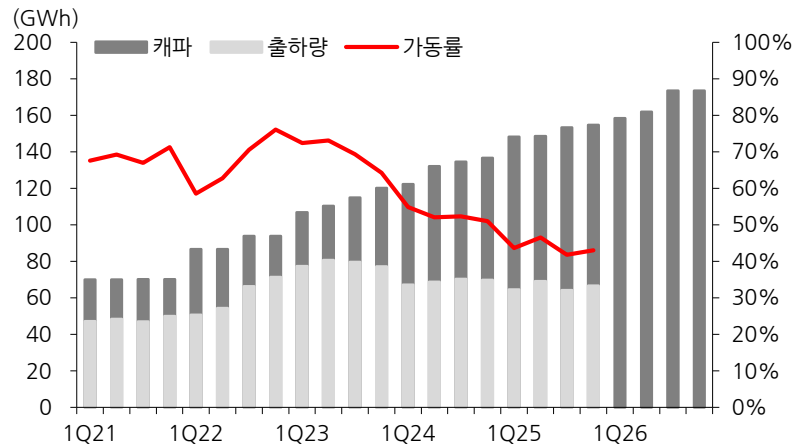
자료: 한화투자증권 리서치센터

양극재 4사 가동률은 30% 초반까지 수준

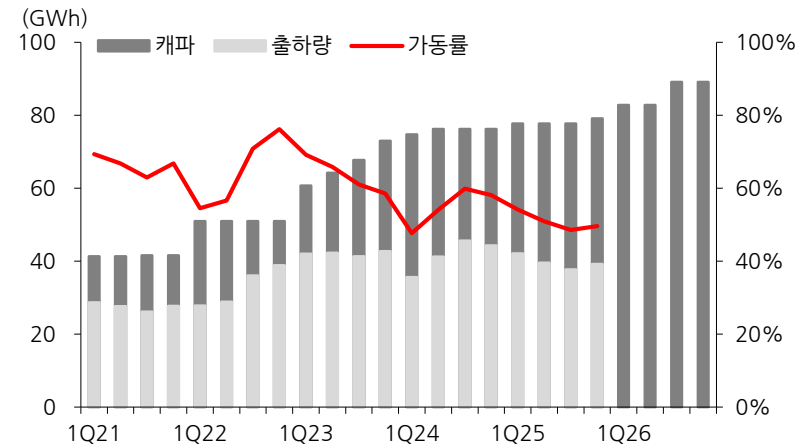


자료: 한화투자증권 리서치센터

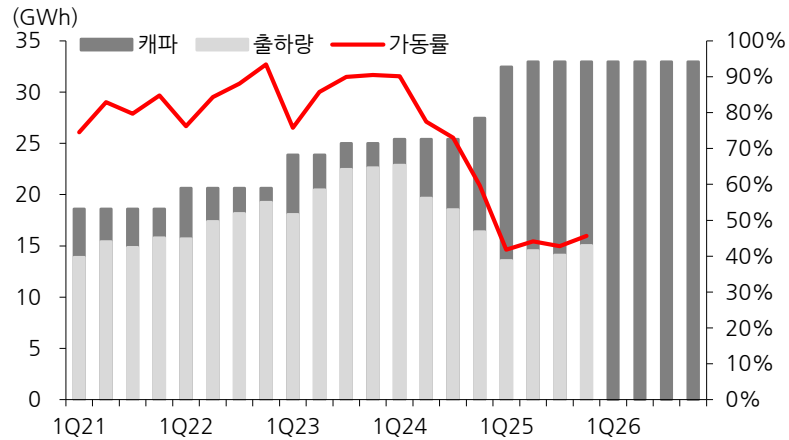
국내 배터리 3사 분기별 출하량/가동률 추이



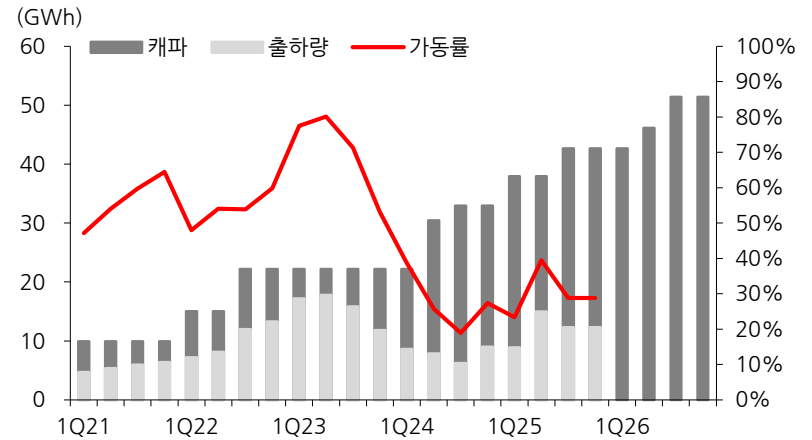
LGES 분기별 출하량/가동률 추이



삼성SDI 분기별 출하량/가동률 추이

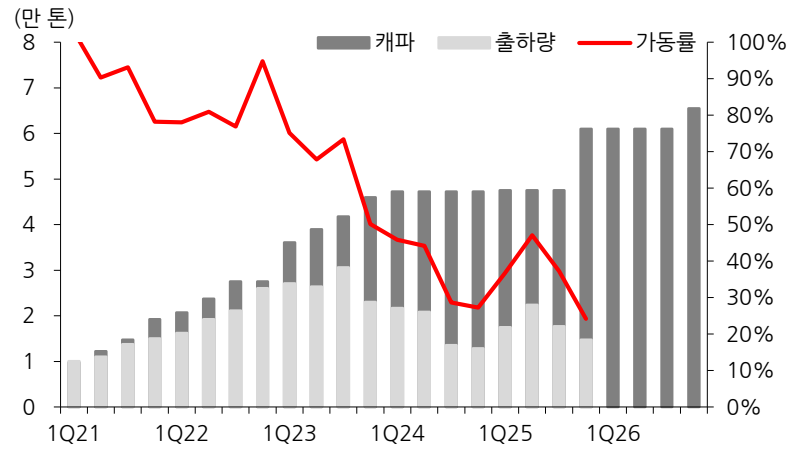


SKOn 분기별 출하량/가동률 추이

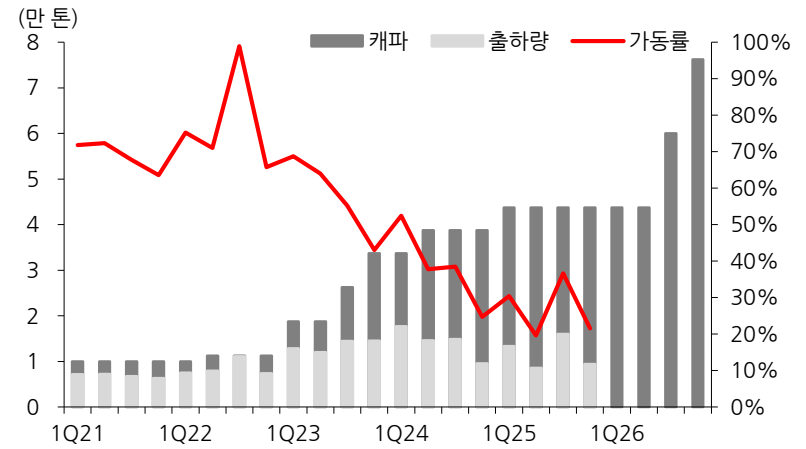


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

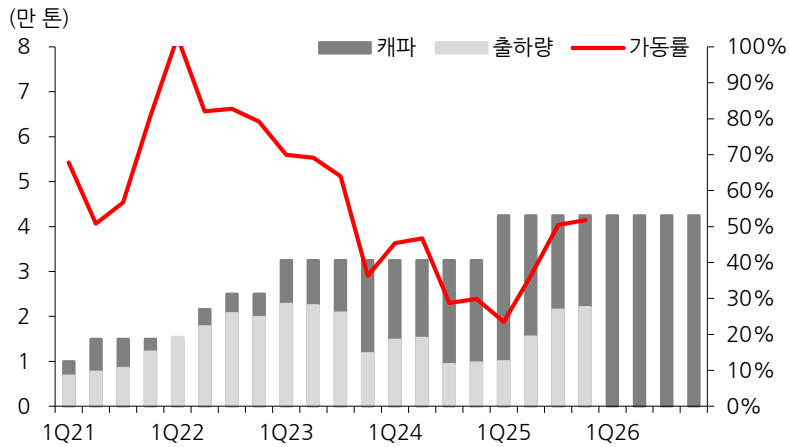
포스코퓨처엠 분기별 출하량/가동률 추이



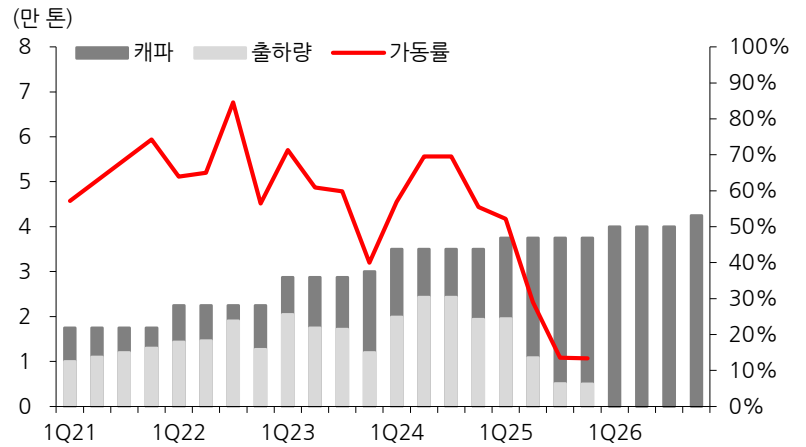
에코프로비엠 분기별 출하량/가동률 추이



엘앤에프 분기별 출하량/가동률 추이



LG화학 분기별 출하량/가동률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

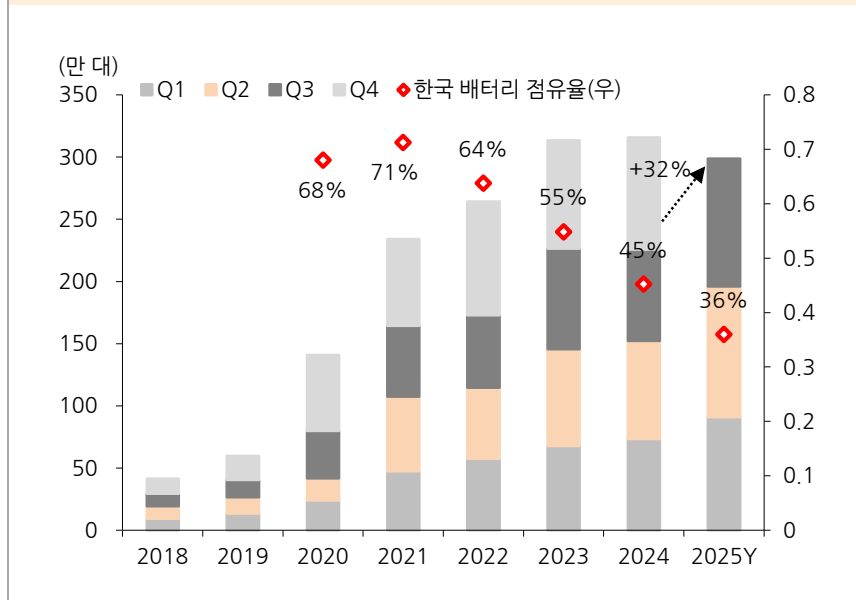


2025년 리뷰 유럽과 미국 시장에서의 부진

[한화리서치센터]

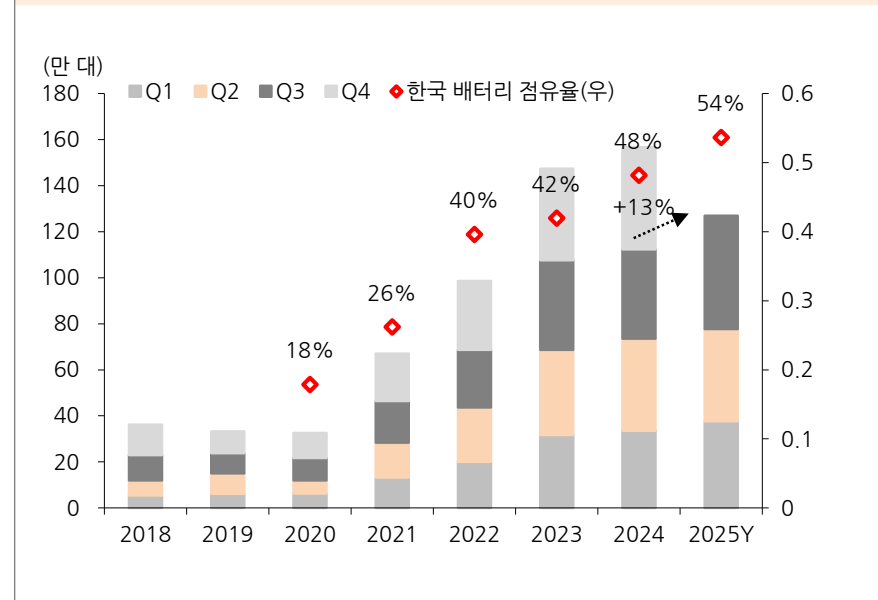
- ❖ 한국 배터리: 점유율이 하락한 유럽 시장과 성장세가 더딘 미국 시장
 - 2025년(1~9월) 유럽 전기차 판매량 YoY 32% 증가했으나, 한국 배터리 점유율은 9%p 하락
 - 2025년(1~9월) 미국 전기차 판매량 YoY 13% 증가, 한국 배터리 점유율도 5%p 증가

유럽 전기차 판매량 및 국내 배터리 점유율 추이



주: BEV + PHEV 기준
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

미국 전기차 판매량 및 국내 배터리 점유율 추이



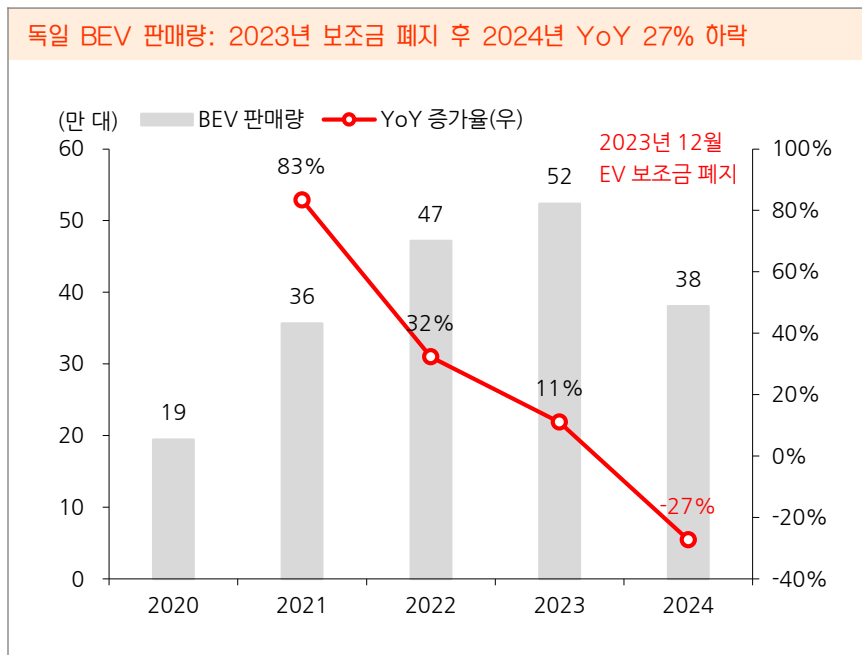
주: BEV + PHEV 기준
자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터



우려 4Q25 미국 전기차 보조금 폐지

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 10월부터 미국은 전기차 보조금 7,500달러 폐지
 - 독일은 2023년 전기차 보조금 폐지 이후 2024년 BEV 판매량 YoY 27% 하락
 - 완성차 업체들은 미국에서 전기차 전략을 후퇴하고 있으며, 신규 전기차 출시도 취소되는 중
- ❖ 2025년 미국에서 한국 배터리의 EV향 출하량은 40~45GWh로 추정되나, 2026년에는 25~30GWh까지 축소될 수 있어



자료: ACEA, 한화투자증권 리서치센터

미국에서 완성차 업체들은 전기차 전략 후퇴	
제조사	내용
현대차	가성비 높은 EV 접근성 확대하는 동시에 하이브리드 라인업 확대 미국 HGMA EV 공장 생산은 HEV 우선 생산
GM	2035년까지 전 차종 EV 전환 목표에서 후퇴 2026년까지는 EV 투자 속도 조절 및 생산, 설비 일부 축소
Honda	GM과 합작 생산 2026년 모델 출시 앞두고 생산 중단 CR-V, Accord, Civic 등 주력 볼륨 모델 대부분 하이브리드로 전환
Benz	2030년까지 완전 EV 전환 전략에서 2030년까지 EV와 HEV를 포함하여 50%로 전략 수정
Ford	2026~2027년 Ford 전동화의 쿼텀점프 예상하지만, 단기적으로는 HEV 확대를 통한 수익성 집중
VW	2035년 100% EV 전환보다 EV/HEV/ICE 병행이 현실적임을 강조 고가 전기차에 대한 불확실성으로 ID.7 출시 무기한 연기
Stellantis	EV 투자는 중저가 신차에 선별적으로 지속하지만, HEV 라인업 중심으로 전략 조정. 주행거리 연장형 HEV 모델을 대안으로 제시
Nissan	저가 모델 Leaf EV로 전환. 중저가 EV/HEV 집중. 플래그십 EV는 일정 지연

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



2026년 미국 신차 절대적인 모델 수 부족

[한화리서치센터]

- ❖ 미국도 신차 출시됨에 따라 Tesla 비중은 낮아지는 추세
 - 특히, GM/Honda 등을 기반으로 LGES의 아웃퍼폼이 지속되어 왔음
- ❖ 2026년 미국은 절대적인 신규 전기차 라인업 부족 및 중국 배터리 진입 우려
 - 2026년 미국에서도 3~5만 달러의 전가 라인업 출시되기 시작
 - 그러나 EV 보조금 폐지되며, 2026년 신규 전기차 출시 계획들은 다수 취소/연기되고 중국 배터리 탑재한 저가 전기차도 일부 진입

미국 주요 BEV 모델별 판매 비중 추이(2025년 Top10 기준)							
	20	21	22	23	24	25Y	배터리
Model Y	26%	39%	31%	33%	29%	23%	Panasonic
Model 3	44%	30%	26%	18%	13%	12%	Panasonic
Equinox	-	-	-	0%	2%	4%	LGES
Mach-E	0%	5%	5%	3%	4%	4%	LGES
IONIQ 5	0%	0%	3%	3%	3%	3%	SKon
Prologue	-	-	-	0%	3%	3%	LGES
CYBERTRUCK	-	-	-	0%	3%	3%	Tesla
i4	-	0%	1%	2%	2%	3%	SDI
F-150 Lightning	0%	0%	2%	2%	3%	2%	SKon
Blazer	-	-	-	0%	2%	2%	LGES
기타	29%	25%	32%	39%	36%	41%	
Total(만 대)	26	58	80	119	127	38	

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

2026년 미국 신규 전기차 모델					
OEM	모델	출시시기	용량	가격(달러)	배터리(추정)
Nissan	Leaf	2H26	75kWh	26k~	AESC
GM	Chevrolet Bolt	1H26	65kWh	30k~	CATL
Toyota	C-HR	1H26	75kWh	35k~	Toyota
Subaru	Trailseeker	1H26	75kWh	40k~	Panasonic
Volvo	EX30	1H26	69kWh	40k~	Sunwoda
Rivian	R2	1H26	92kWh	45k~	LGES
Toyota	bZ Woodland	1H26	75kWh	47k~	Toyota
Honda	0시리즈	1H26	85kWh	50k~	LGES

자료: 언론보도, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

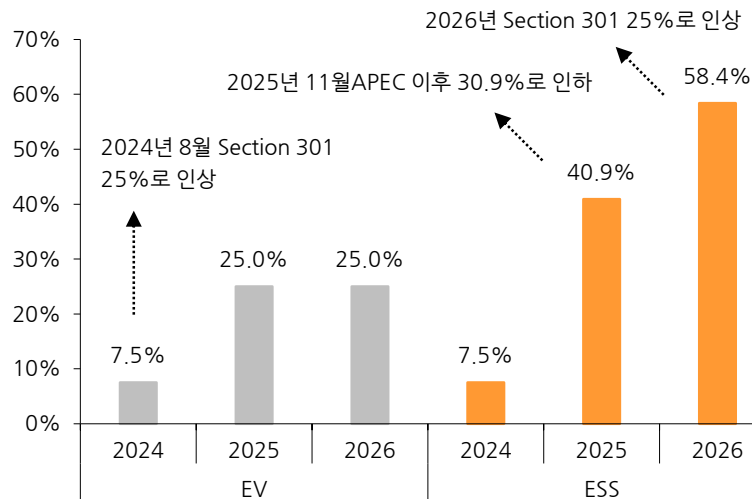


우려 탈중국 강화되려면 관세 인상 필요

[한화리서치센터]

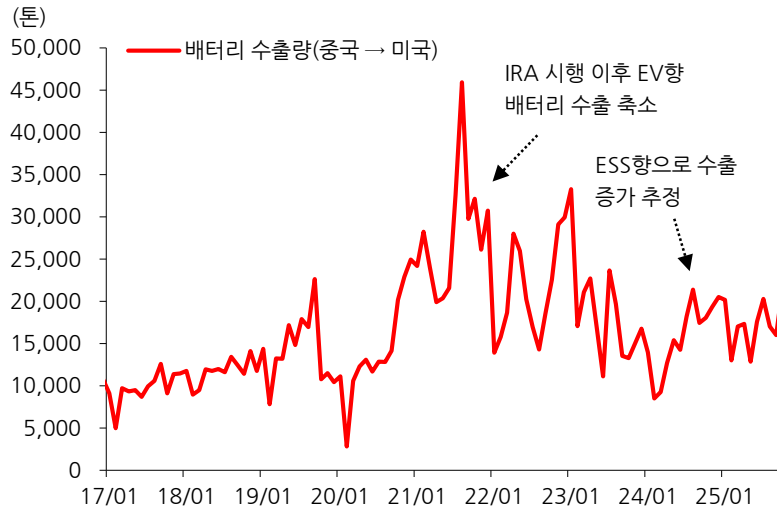
- ❖ 2026년 미국의 대중국 관세: EV 배터리 유지, ESS 배터리 증가
 - 바이든 정부는 2024년 8월 중국 EV용 배터리 관세를 7.5%에서 25%로 인상. 2026년까지도 변동없음
 - ESS용 배터리 셀 관세는 2024년 7.5% → 2025년 30.9% → 2026년 48.4%까지 인상 예정
- ❖ EV용 배터리 관세 인상 여부가 중요
 - 미국 OEM들은 7,500달러 보조금 사라지며 중국 배터리 배제할 유인 크게 축소
 - 중국 내수 배터리 셀 가격은 \$55~60/kWh로 관세를 감안해도 미국 내 한국 배터리 가격(\$100~110/kWh)보다 저렴
 - Grid BESS용 배터리 셀은 ITC 수취를 위한 원가 비중 충족 요건으로 인해 관세와는 별개로 미국 BESS 업체들의 탈중국 니즈 강력

미국의 대중국 배터리 관세 추이 및 계획



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

중국의 미국향 배터리 수출량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



기대감 1 유럽 시장에서의 회복

[한화리서치센터]

- ❖ 유럽 CO2 배출 규제(2025.03 Action Plan): 2025~2027년 3년 평균 CO2 배출 규제(93.4gCo2/km)
 - 규제 맞추기 2025~2027년 전기차(BEV+PHEV) 판매 비중 28% 충족 필요(vs 2025 1~9월 전기차 판매 비중 23%)
 - 2027년까지 유럽 전기차 판매량 증가세 지속 전망: 2027년까지 CAGR +25% 증가 필요
- ❖ 규제 충족하기 어려운 OEM은 1) 벌금 납부, 2) Credit 구입, 3) Pooling 전략, 4) ICE 판매 축소 등의 선택지 존재
- ❖ 유럽은 완성차 업체들의 부담을 덜어 주기 위해 보조금 부활
 - 영국과 독일은 각각 2022년/2023년 폐지했던 전기차 보조금을 2025년/2026년부터 부활시킴
 - 다만, 과거와 달리 저가 전기차 중심으로 지원

당초 유럽의 CO2 규제 맞추기 위해서는 전기차 판매 비중 28%까지 증대 필요

“2025년 유럽 탄소규제 강화”

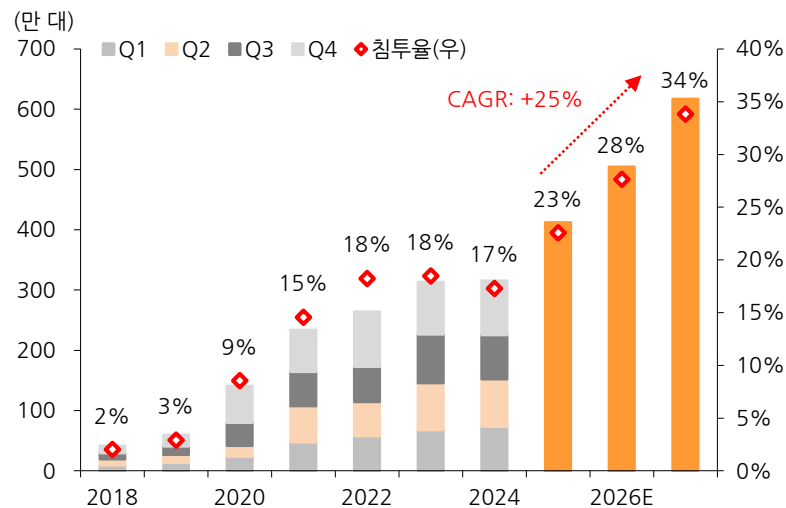
벌금

초과된 CO2 g수 x 연간 차량 판매 대수 x 95유로

	ICE+HEV	BEV+PHEV
평균 CO2 배출량(g/km)	119	27.5
판매 비중	72%	28%
가중평균 CO2 배출량		93.4

자료: 한화투자증권 리서치센터

탄소 배출 규제 충족을 위해 EV 판매 25~27년 CAGR +25% 증가 필요



자료: Marklines, SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

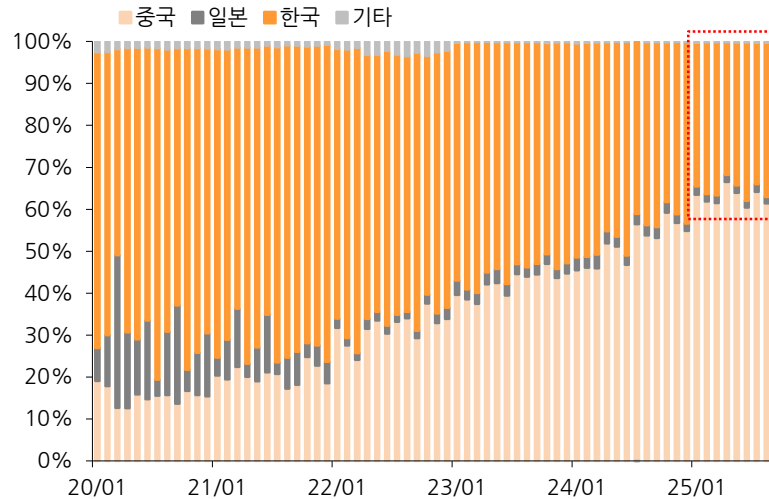


기대감 1 유럽 시장에서의 회복

[한화리서치센터]

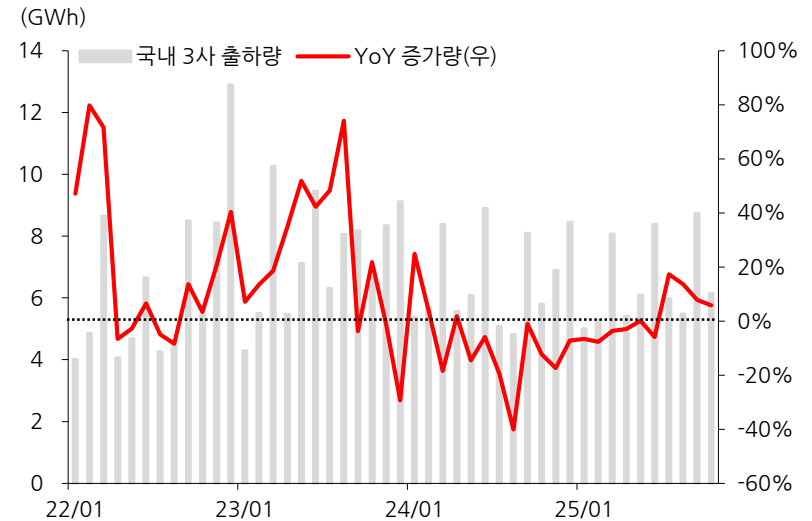
- ❖ 유럽에서 한국 배터리 점유율은 2025년 들어 30~40% 수준에서 하락세 멈춰
 - 유럽 내 한국 배터리 점유율: 68%(20년) → 71%(21년) → 64%(22년) → 55%(23년) → 45%(24년) → 36%(25년)
 - 다만, 유럽은 여전히 명확한 탈중국 전략 미흡한 상황
- ❖ 점유율 유지되면, 유럽 내 한국 배터리 출하량도 2027년까지 CAGR +25% 증가 가능
 - 유럽에서 점유율 하락세 멈추며, 한국 배터리 탑재량은 7월부터 증가세로 전환
 - 2025년 유럽 내 한국 배터리 출하량은 70~75GWh로 추정되나, 점유율 유지되면 2026년 85~90GWh까지 회복 기대

유럽에서 한국 배터리 점유율: 2025년 들어 하락세는 주춤



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

유럽 내 국내 3사 배터리 탑재량: 2025년 7월부터 YoY 증가세 전환



자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터



2026년 유럽 신차 저가 EV 중심 출시

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 유럽에서는 저가 전기차 확대되며, 중국 배터리 비중 확대됨
 - Tesla 비중은 낮아지고, 저가 전기차 비중 증가
 - 저가 전기차는 CATL 중심으로 중국 배터리 탑재 비중 높아
- ❖ 2026년에도 국내 배터리 업체들의 신차 진입은 제한적이나, 일부 저가 전기차 대응 예상
 - 삼성SDI의 현대/기아차와의 협력 및 LGES/SKon는 LFP/미드니켈 기반으로 저가 차종 일부 대응
 - VW그룹은 자체 PowerCo. 배터리 사용 예정이나, 셀 양산 차질 있을 경우 중국으로부터 배터리 조달할 것으로 예상

유럽 주요 BEV 모델별 판매 비중 추이(2025년 Top10 기준)							
	20	21	22	23	24	25Y	배터리
Model Y	0%	2%	8%	12%	10%	6%	CATL/LGES
ENYAQ	0%	3%	3%	4%	4%	3%	CATL/LGES/SKon
ID.3	7%	5%	3%	3%	3%	3%	CATL
EV3	-	-	-	-	0%	3%	LGES
ELROQ	-	-	-	-	-	3%	CATL/SKon
Model 3	11%	11%	6%	5%	5%	3%	CATL/LGES
ID.7	-	-	-	-	1%	3%	CATL/SKon
ID.4	1%	4%	4%	3%	3%	3%	CATL/LGES
R5	-	-	-	-	1%	3%	AESC
Q4 e-tron	-	2%	3%	3%	3%	2%	CATL
기타	81%	72%	73%	70%	70%	69%	
Total(만 대)	78	129	163	217	216	172	

자료: SNE리서치, 한화투자증권 리서치센터

2026년 유럽 신규 전기차 모델					
OEM	모델	출시시기	용량	가격(유로)	배터리(추정)
Skoda	Epiq	2H26	38/56kWh	22k~	PowerCo, CATL
VW	ID.Polo	2H26	38/56kWh	22k~	PowerCo, CATL
VW	ID.Cross	2H26	56kWh	25k~	PowerCo, CATL
Cupra	Raval	1H26	38/56kWh	25k~	PowerCo, CATL
현대차	Ioniq 2	1H26	58/81kWh	28k~	CATL, 삼성SDI
현대차	Ioniq 3	2H26	58/81kWh	30k~	CATL, 삼성SDI
기아	EV 2	1H26	40/60kWh	30k~	CATL, 삼성SDI
Lexus	ES 350e	1H26	77kWh	54k~	Toyota
Lexus	ES 500e	1H26	90kWh	68k~	Toyota
Benz	GLC EQ	1H26	64/94kWh	65k~	CATL, LGES
BMW	iX3	1H26	109kWh	69k~	CATL, EVE
현대차	GV90	2H26	113kWh	75k~	삼성SDI

자료: 언론보도, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

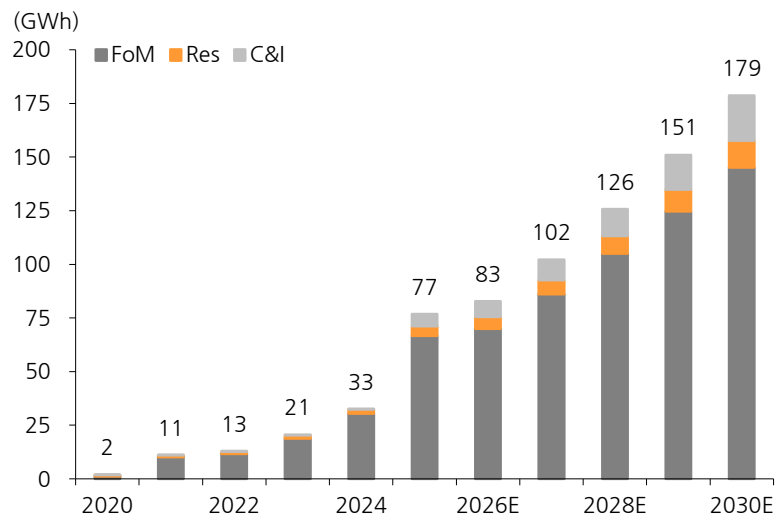


기대감 2 미국 BESS 설치량 증가

[한화리서치센터]

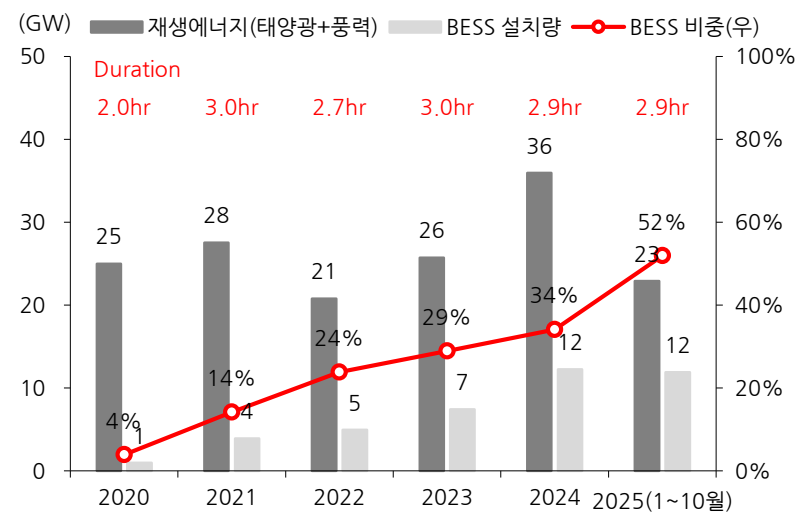
- ❖ 미국 BESS 연간 설치량 2028년 120GWh 이상 확대 전망
 - 재생에너지 설치량 대비 40%에 해당하는 출력과 4hr duration 가정
 - 미국에서 BESS 설치량은 1) 재생에너지 대비 설치 비중과 2) Duration 모두 증가 추세

미국 BESS 설치량 전망



자료: EIA, SPE, 한화투자증권 리서치센터

미국 재생에너지 대비 BESS 설치 비중: 2025년 45%까지 확장



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터



기대감 2 미국 BESS 시장에서 점유율 확대

[한화리서치센터]

- ❖ 미국에서 BESS 사업을 위해 ITC 수취는 필수
 - 미국 BESS CAPEX에서 배터리 시스템 가격은 50% 수준으로 추정
 - ITC는 CAPEX의 최대 50% 지원(MACR, 및 부품/노동 조건 충족 필요)
- ❖ 한편, 2025년 8월 미국 정부는 **Grid-scale BESS의 배터리셀 원가 비중을 52%**로 제시
 - 미국 재무부와 국세청은 DOE의 비용 분석을 기반으로 한 표준 원가 비율 제시, domestic content bonus credit 계산에 적용
 - 납세자는 기존 방식(실제 제조원가 기반 계산) 대신 해당 Safe Harbor 표를 기반으로 국내·외산 비중을 계산

미국 BESS CAPEX와 ITC 지급 규모 및 조건		2025년 8월 미 정부는 BESS 부품 원가 비중 계산을 위한 비율 발표			
총 CAPEX: \$325/kWh ESS: 60MW, 240MWh 중국 LFP 배터리 셀 기준	ITC 수취액과 지급 조건	APC	MPC	Grid-scale BESS	Distributed BESS
	Base ITC: 30% MACR 요건 충족	Battery Pack/Module	Cells	52.0	26.9
	Domestic Content Bonus: 10% 미국 내 부품 생산 비중 충족 (2025년 45%, 2026년 50%, 2027년 55%)		Packaging	5.6	13.4
	Labor Compliance: 10% 최저임금 및 견습공 요건 충족		Production	8.0	2.9
	위 조건 충족 시, 투자액의 50% 세액공제 제공	Inverter/Converter	Printed Circuit Board Assembly	1.4	5.4
			Thermal Management System for Inverter	0.4	-
			Electrical Parts	0.5	-
			Enclosure & Skids	0.4	1.0
		Battery Container/Housing	Production	1.9	4.3
			Enclosure	14.8	22.8
			Battery Management System	7.4	10.1
			Thermal Management System for Battery Container/Housing	5.6	10.1
			Production	2.0	3.1
		Steel or iron reinforcing products in foundation	-	Steel /Iron Product	-

자료: NREL, US Congress, 한화투자증권 리서치센터

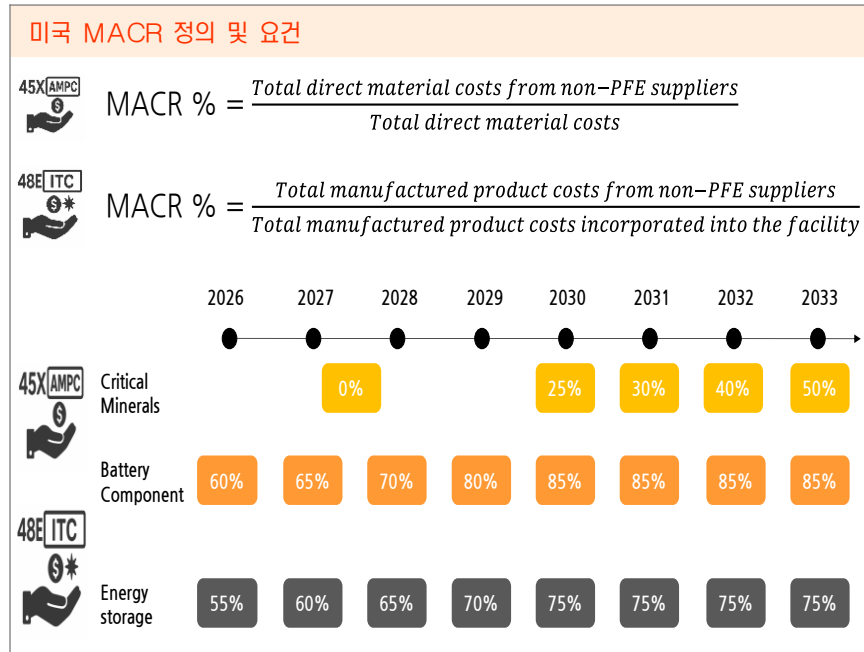
자료: IRS, 한화투자증권 리서치센터



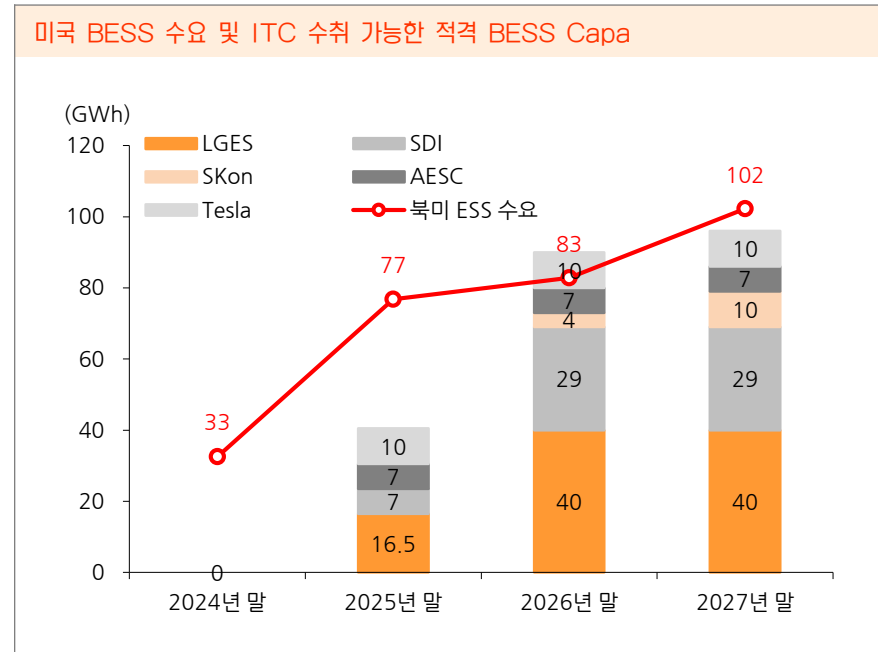
기대감 2 미국 BESS 시장에서 점유율 확대

[한화리서치센터]

- ❖ BESS 프로젝트가 ITC를 받기 위해서는 MACR 기준(비-FEOC 비용 비중) 충족 필요
 - 2026년 BESS용 MACR은 55%에서 2030년 75%까지 증가(중국 부품 사용 비중은 45%에서 25%까지 하락)
 - 미 정부의 Grid-Scale BESS 원가 표에 따르면, 배터리 셀 비중은 52%로 2026년부터 중국 배터리 셀 사용 시 ITC 수취 불가
- ❖ 2026년부터 ITC 수취를 위한 적격 BESS Capa 부족
 - 2026년 미국 BESS 설치량 계획 83GWh 대비 2025년 말 적격 BESS Capa는 41GWh에 불과
 - 2025년 미국에서 국내 3사의 ESS향 출하량(국내 수출 제외)은 4GWh로 예상하나, 2026년에는 25~35GWh까지 확대 기대



자료: US Congress, 한화투자증권 리서치센터



자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

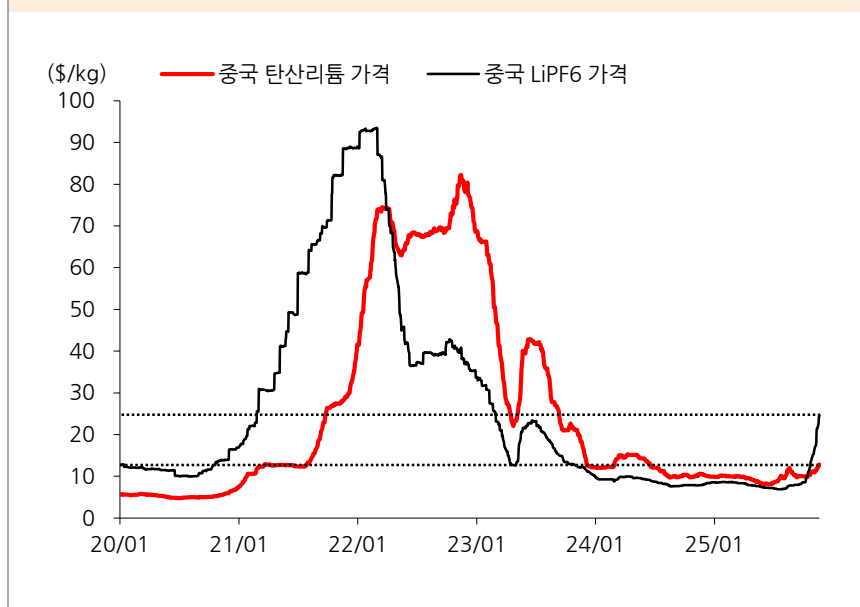


리튬 수급 여건 개선되며, 2026년부터 완만한 가격 상승 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 하반기 들어 리튬 가격 급등
 - 탄산리튬 가격은 6월 57위안(약 \$8/kg)에서 11월 100위안(약 \$14/kg)까지 상승
 - LiPF6 가격은 7월 50위안(약 \$7/kg)에서 11월 150위안(약 \$21/kg)까지 상승
- ❖ 리튬 가격: 공급 과잉 지속되고 있으나, 수급 균형 개선되며 완만한 상승세 전망
 - 공급 과잉은 여전하지만, 고비용 광산에서의 감산으로 하반기 수급 여건은 개선되는 중
 - 리튬 업체 전반적으로 2H25~1H26부터 완만한 상승세 전망. 일부 업체는 2026년부터 리튬 공급 부족 전망

중국 탄산리튬 및 LiPF6 가격 추이



자료: Bloomberg, Wind, 한화투자증권 리서치센터

2Q25~3Q25 실적발표 당시 글로벌 리튬 업체들의 전망

	리튬 수급	리튬 가격
Albemarle	2024~2030년 리튬 수요 CAGR +15~20% 전망. 2026년 수급 안정화, 2027년 공급 부족 예상	안정적인 수급을 위해 장기적으로 LCE 가격 \$20~30/kg 전망
SQM	2025년 글로벌 리튬 수요 YoY +20% 전망. EV/ESS 수요 강세	3Q25 가격 반등했으며, 4Q25까지도 우상향 기조 이어질 것으로 전망
Rio Tinto	2030년까지 리튬 수요 CAGR +10% 전망. 2H25 일부 프로젝트 감산 및 중국 재고소진 효과 기대	리튬 가격 하락세 멈췄으며, 2026년 초 반등 구간 진입
Tianqi Lithium	중국 리튬 판매 약세, 공급 과잉 압력 여전히 존재. 단, 2026년부터 ESS가 새로운 수요의 중심축	2025년 말 ~ 2026년 초 반등 가능성 시사
Ganfeng Lithium	유럽/동남아 EV 시장 회복 및 ESS 수요 강세. 리튬 공급 과잉이나, 고비용 광산 감산으로 2026년 시장 균형 전환 가능성 언급	현재 가격 명백히 바닥권이며, 2026년 수급 타이트해지며 안정적인 반등 시작 전망

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

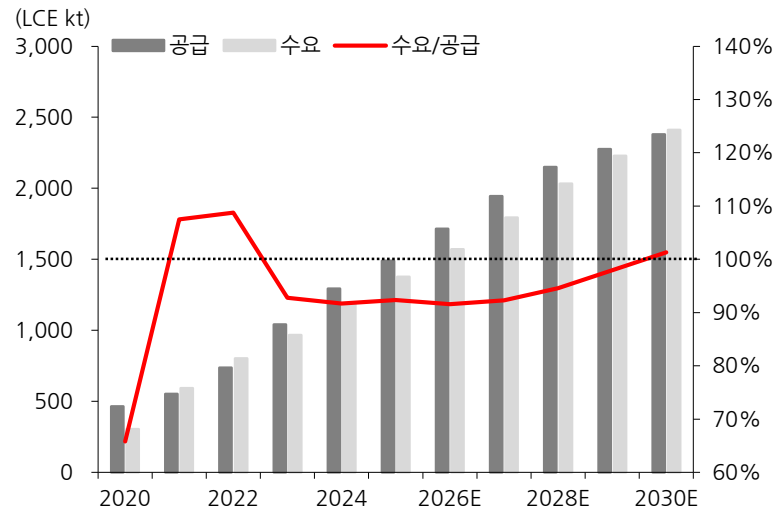


리튬 수요 확대에 따라 가격 하한선 높아지는 중

[한화리서치센터]

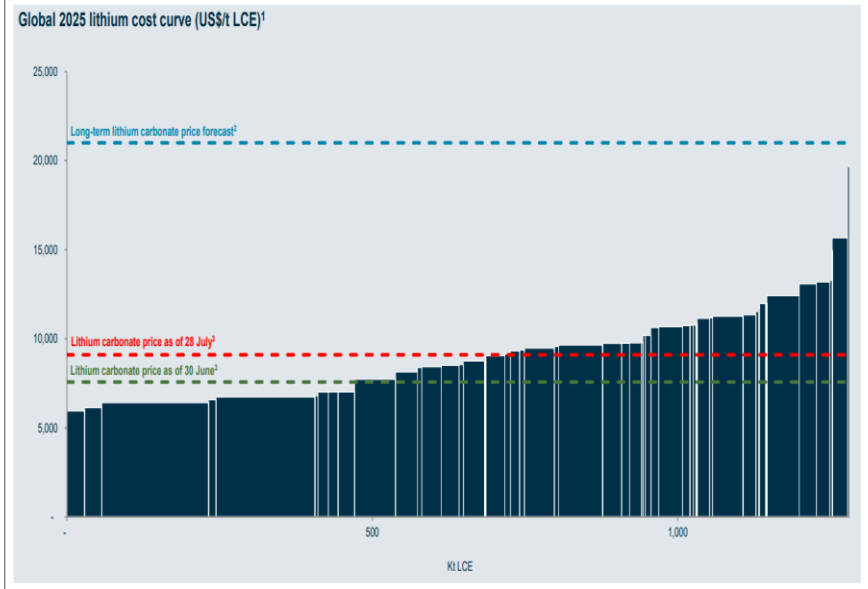
- ❖ 2026년 리튬 수요 YoY +14% 증가 전망
 - 호주 OCE에 따르면, 리튬 수요(LCE 기준)는 2024년 1,186kt → 2025년 1,376kt → 2026년 1,571kt
 - 한편, 호주 OCE는 공급도 같이 증가하며 2030년 수급 균형 예상
- ❖ 리튬 수요 확대되며 리튬 Cash Cost 가격도 점차 높아질 것
 - BMI에 따르면, 리튬 가격 \$15/kg 이하에서는 1,200kt(LCE 기준)의 Capa만 수익 구간(생산+감가상각+자본비용 포함 기준)

리튬 수급 추이 및 전망



주: 탄산리튬 환산 기준
자료: 호주 OCE, 한화투자증권 리서치센터

리튬 Cost Curve 비교(2025년 기준)



주: C3 Cost Curve 기준(생산원가+운영비+자본비용 등)
자료: BMI(2Q25 자료 기준), Pilbara Minerals, 한화투자증권 리서치센터

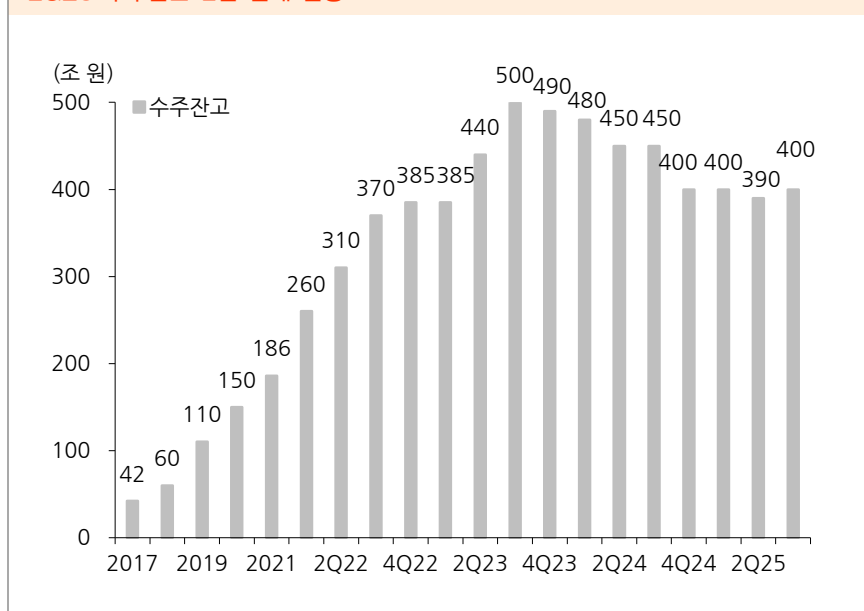


투자전략 수주잔고 및 실적 전망치 반등 시기 도래

[한화리서치센터]

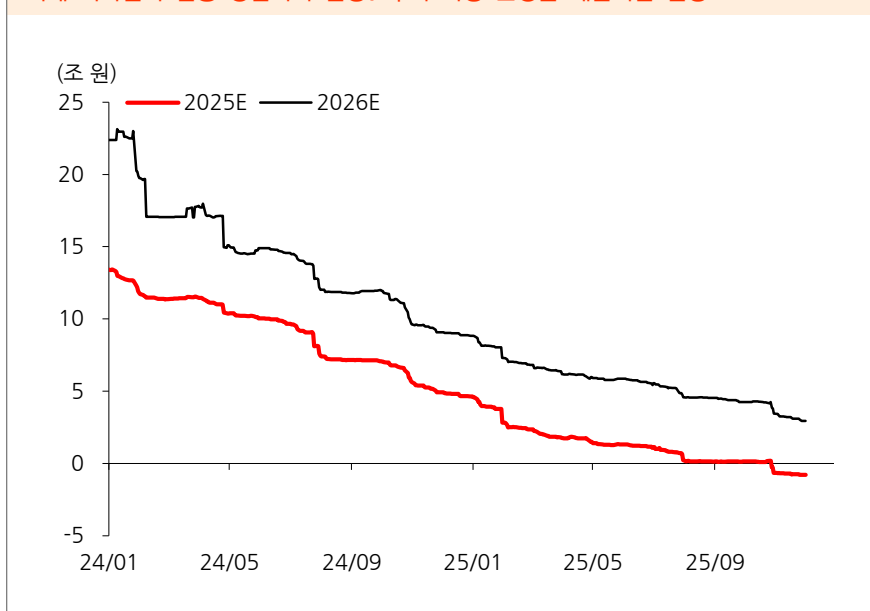
- ❖ ESS 기반으로 수주잔고 반등 기대
 - 전기차 수요 둔화로 완성차 업체들의 EV 프로젝트 취소/연기되며 배터리 수주잔고는 3Q23를 고점으로 감소
 - 여전히 일부 EV 프로젝트 취소 사례 존재하지만, ESS/46 Series 기반으로 수주잔고 반등 국면 진입
- ❖ 국내 2차전지 업종 실적 전망치 추가 하향 조정은 제한적일 것
 - 국내 이차전지 업종의 2026년 합산 영업이익 컨센서스는 11월 기준 2.9조 원(vs. 25년 초 8.8조 원)까지 하락
 - 미국의 전기차 수요 급감 우려 있으나, 유럽 EV 및 ESS 시장의 성장으로 실적 전망치의 반등 가능

LGES 수주잔고 2년 만에 반등



자료: LGES, 한화투자증권 리서치센터

국내 이차전지 업종 영업이익 전망: 추가 하향 조정은 제한적일 전망



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

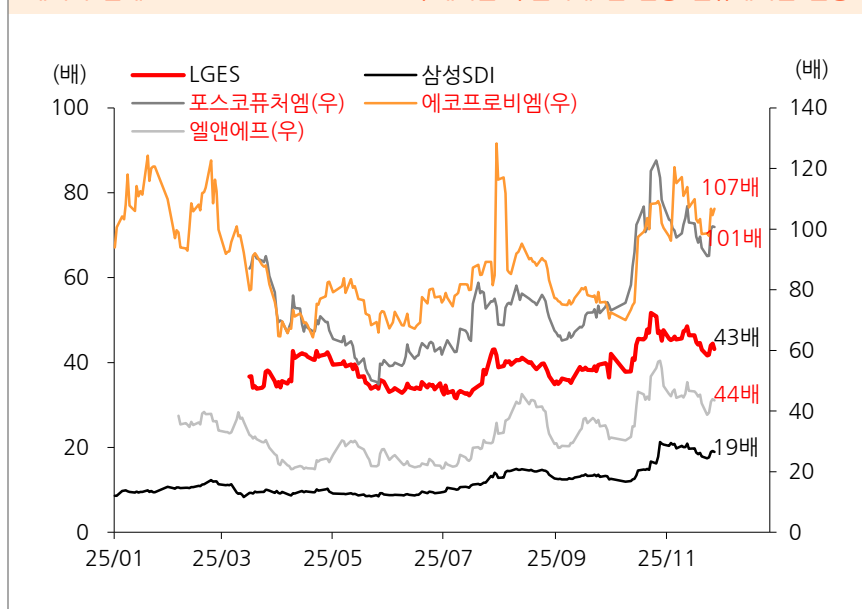


투자전략 다만, 기대감이 크게 반영된 밸류에이션

[한화리서치센터]

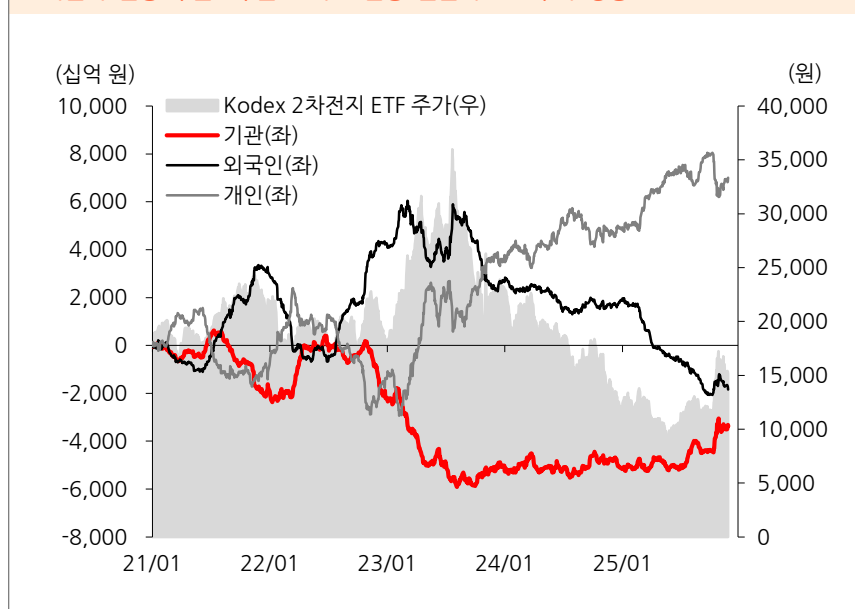
- ❖ 기대감으로 주가 급등하며 밸류에이션 부담 증가
 - 유럽 EV 시장 회복 및 미국 ESS 수요 증가에 대한 기대감 높지만, 업체별 수혜 강도는 차별화될 예정
 - 반면, 글로벌 유동성 확대에 의한 수급 효과가 더해지며 업종 전반적으로 밸류에이션 부담 증가
- ❖ ESS 모멘텀 및 유럽 시장 회복 가시화되는 기업 선별적으로 접근 추천: LGES, 삼성SDI, 엘앤에프
 - LGES는 국내 3사 중 유일하게 LFP ESS 배터리 셀을 양산하고 있으며, 미국 ESS 업체들의 수주 물리는 중
 - 엘앤에프는 3Q26 LFP 양극재 양산을 계획하고 있어, 미국 시장 내 LFP 양극재 선점 효과 기대

배터리 업체 24M Fwd PER: ESS 수혜와는 무관하게 전 업종 밸류에이션 급등



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

2차전지 업종 수급: 수급 효과로 업종 전반적으로 주가 상승



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터



LG에너지솔루션 (373220) 기대와 우려 사이

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 570,000원

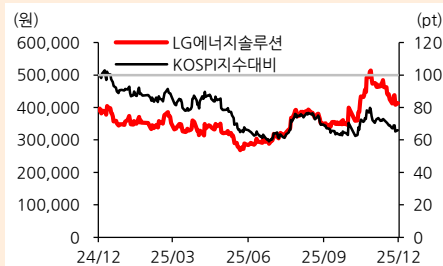
Stock Data

현재 주가(12/1)	413,000원
상승여력	▲ 38.0%
시가총액	966,420억원
발행주식수	234,000천주
52주 최고가/최저가	514,000/268,000원
90일 일평균 거래대금	1,546.55억원
외국인 지분율	4.7%

주주 구성

LG화학 (외 1인)	79.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.1%
강성모 (외 1인)	0.0%

Stock Price



미국 EV 수요 부진하지만, 유럽 EV 회복 및 미국 ESS 출하 확대 기대

- 동사의 2026년 실적은 매출액 30조 원, 영업이익 2.6조 원(AMPC 제외 시 0.9조 원)으로 전망
- 중대형전지 출하량은 YoY -11% 예상. 미국 EV 보조금 일몰 영향으로 미국향 배터리 출하 YoY 50% 하락할 것으로 보이나, 유럽 EV 시장 회복이 일부 상쇄할 것으로 전망. 한편, 고수익성 북미 공장 가동을 하락과 북미 신규 공장들이 들어서며 고정비 부담으로 인해 적자(AMPC 제외) 규모는 유사할 것. 반면, 미국 ESS 시장 확대로 ESS 출하량은 YoY +190% 증가 예상. 다만 일부 ESS는 캐나다 STLA JV에서 생산할 것으로 예상되어, 2026년 AMPC 추정치를 1.8조 원(YoY +7%)로 하향 했으며, 캐나다에서도 유사한 규모의 현금지원 예상. 소형전지는 테슬라의 견조한 수요가 이어질 것으로 보이는 가운데, 신규 고객 46-Series 판매가 시작되며 출하량은 YoY +14% 상승하고 수익성도 7% 수준으로 회복 전망

투자의견 BUY, 목표주가 57만 원 유지

- 동사의 수주잔고는 3Q25 400조 원(vs. 2Q25 390조 원)으로 2년 만에 반등. 일부 EV 프로젝트 취소 사례가 존재하지만, ESS 및 46-Series 수주가 이를 충분히 상쇄하는 중. 단기적으로 미국 EV 보조금 일몰 영향이 예상보다 크게 작용할 수 있으나, 미국 완성차 업체들의 재고 조정이 마무리되면 1) ESS/원통형전지 판매 확대와 2) 유럽 EV 시장 회복 기대감 높아질 것. 다만, 11월 말 LG화학이 중장기적으로 LGES의 지분을 현재 79%에서 70%로 낮추겠다고 공시함에 따라 오버행 리스크 존재

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	33,745	25,620	23,563	29,952	38,583
영업이익	1,486	-905	1,320	2,639	5,648
EBITDA	3,773	2,141	4,934	6,894	10,601
지배주주순이익	1,237	-1,019	-553	1,079	3,490
EPS	5,287	-4,354	-2,365	4,610	14,916
순차입금	5,870	12,493	20,360	23,299	22,208
PER	80.9	-79.9	-174.6	89.6	27.7
PBR	5.0	3.9	4.7	4.5	3.8
EV/EBITDA	28.1	43.9	23.7	17.4	11.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.4	-4.9	-2.7	5.1	14.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



LG에너지솔루션 (373220) 기대와 우려 사이

[한화리서치센터]

LG에너지솔루션 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,265	5,565	5,700	6,033	6,191	6,975	7,957	8,829	25,620	23,563	29,952	38,583
자동차전지	4,160	3,634	3,448	2,771	2,645	2,890	3,038	3,089	16,572	14,014	11,661	13,836
ESS	445	401	598	1,309	1,759	2,269	3,073	3,841	1,838	2,753	10,942	16,579
소형전지	1,660	1,530	1,653	1,952	1,786	1,817	1,847	1,899	7,210	6,796	7,349	8,167
영업이익	375	492	601	-149	365	519	713	1,043	575	1,320	2,639	5,648
영업이익(AMPC 제외)	-83	1	236	-494	10	116	241	492	-905	-340	858	2,539
AMPC	458	491	366	346	356	403	471	551	1,480	1,660	1,781	3,109
자동차전지	-83	-73	103	-554	-212	-202	-152	-31	-955	-607	-597	346
ESS	-80	0	30	-92	88	178	283	386	-183	-142	936	1,607
소형전지	80	74	102	152	133	140	110	136	234	408	519	587
영업이익률	6.0%	8.8%	10.5%	-2.5%	5.9%	7.4%	9.0%	11.8%	2.2%	5.6%	8.8%	14.6%
영업이익률(AMPC 제외)	-1.3%	0.0%	4.1%	-8.2%	0.2%	1.7%	3.0%	5.6%	-3.5%	-1.4%	2.9%	6.6%
자동차전지	-2.0%	-2.0%	3.0%	-20.0%	-8.0%	-7.0%	-5.0%	-1.0%	-5.8%	-4.3%	-5.1%	2.5%
ESS	-18.0%	0.0%	5.0%	-7.0%	5.0%	7.9%	9.2%	10.1%	-10.0%	-5.1%	8.6%	9.7%
소형전지	4.8%	4.8%	6.2%	7.8%	7.5%	7.7%	6.0%	7.2%	3.2%	6.0%	7.1%	7.2%
EBITDA	1,231	1,375	1,519	809	1,356	1,526	1,828	2,183	3,621	4,934	6,894	10,601
EBITDA(AMPC 제외)	773	884	1,519	464	1,001	1,123	1,357	1,632	2,141	3,274	5,113	7,492
EBITDAM	19.6%	24.7%	26.6%	13.4%	21.9%	21.9%	23.0%	24.7%	14.1%	20.9%	23.0%	27.5%
EBITDAM(AMPC 제외)	12.3%	15.9%	26.6%	7.7%	16.2%	16.1%	17.1%	18.5%	8.4%	13.9%	17.1%	19.4%

자료: LG에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터



LG에너지솔루션 (373220) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	33,745	25,620	23,563	29,952	38,583
매출총이익	4,943	3,406	4,519	8,630	13,365
영업이익	1,486	-905	1,320	2,639	5,648
EBITDA	3,773	2,141	4,934	6,894	10,601
순이자손익	-138	-341	-618	-594	-676
외화관련손익	1,091	714	370	0	0
지분법손익	-47	45	-8	-10	-23
세전계속사업손익	2,043	349	582	2,100	4,927
당기순이익	1,638	339	603	2,106	4,719
지배주주순이익	1,237	-1,019	-553	1,079	3,490
증가율(%)					
매출액	31.8	-24.1	-8.0	27.1	28.8
영업이익	22.5	적전	흑전	100.0	114.0
EBITDA	23.5	-43.3	130.4	39.7	53.8
순이익	110.0	-79.3	78.1	249.3	124.0
이익률(%)					
매출총이익률	14.6	13.3	19.2	28.8	34.6
영업이익률	4.4	-3.5	5.6	8.8	14.6
EBITDA이익률	11.2	8.4	20.9	23.0	27.5
세전이익률	6.1	1.4	2.5	7.0	12.8
순이익률	4.9	1.3	2.6	7.0	12.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,208	15,327	15,599	15,332	19,871
현금성자산	5,139	3,899	4,571	2,131	3,222
매출채권	5,679	5,548	5,682	6,723	8,660
재고자산	5,396	4,552	3,967	5,042	6,495
비유동자산	28,229	44,979	49,827	52,868	54,092
투자자산	3,698	5,345	5,621	5,817	6,021
유형자산	23,655	38,350	42,731	45,406	46,256
무형자산	876	1,285	1,475	1,645	1,815
자산총계	45,437	60,307	65,426	68,200	73,963
유동부채	10,937	12,055	14,577	15,647	17,789
매입채무	6,911	8,361	6,214	7,227	9,310
유동성이자부채	3,219	2,491	6,962	6,962	6,962
비유동부채	10,126	17,285	21,088	21,714	21,845
비유동이자부채	7,790	13,901	17,969	18,469	18,469
부채총계	21,064	29,340	35,665	37,361	39,633
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	17,165	17,165	17,165	17,165	17,165
이익잉여금	2,364	1,397	826	1,905	5,395
자본조정	555	2,437	2,437	2,437	2,437
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	24,374	30,967	29,761	30,840	34,330





LG에너지솔루션 (373220) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	4,444	5,112	2,832	4,366	7,290
당기순이익	1,638	339	603	2,106	4,719
자산상각비	2,287	3,046	3,614	4,255	4,953
운전자본증감	-277	691	-1,639	-1,103	-1,307
매출채권 감소(증가)	-165	664	85	-1,041	-1,937
채고자산 감소(증가)	1,934	984	645	-1,076	-1,453
매입채무 증가(감소)	-927	-924	-1,996	1,013	2,083
투자현금흐름	-9,719	-12,065	-9,551	-7,307	-6,200
유형자산처분(취득)	-9,821	-12,324	-9,318	-6,930	-5,802
무형자산 감소(증가)	-101	-111	-154	-170	-170
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
재무현금흐름	4,355	5,382	7,397	500	0
차입금의 증가(감소)	2,486	2,101	7,311	500	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	5,245	5,323	5,254	5,469	8,596
(-)운전자본증가(감소)	68	-2,486	1,547	1,103	1,307
(-)설비투자	9,923	12,399	9,349	6,930	5,802
(+)자산매각	1	-36	-123	-170	-170
Free Cash Flow	-4,745	-4,626	-5,765	-2,734	1,318
(-)기타투자	6	1,425	171	206	226
잉여현금	-4,751	-6,051	-5,936	-2,940	1,091
NOPLAT	1,191	-878	957	1,913	5,410
(+) Dep	2,287	3,046	3,614	4,255	4,953
(-)운전자본투자	68	-2,486	1,547	1,103	1,307
(-)Capex	9,923	12,399	9,349	6,930	5,802
OpFCF	-6,513	-7,745	-6,325	-1,865	3,253

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	5,287	-4,354	-2,365	4,610	14,916
BPS	86,328	90,240	87,800	92,410	107,326
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	22,414	22,748	22,453	23,374	36,737
ROA(%)	3.0	-1.9	-0.9	1.6	4.9
ROE(%)	6.4	-4.9	-2.7	5.1	14.9
ROIC(%)	4.6	-2.4	2.1	3.7	9.9
Multiples(x,%)					
PER	80.9	-79.9	-174.6	89.6	27.7
PBR	5.0	3.9	4.7	4.5	3.8
PSR	3.0	3.2	4.1	3.2	2.5
PCR	19.1	15.3	18.4	17.7	11.2
EV/EBITDA	28.1	43.9	23.7	17.4	11.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	86.4	94.7	119.8	121.1	115.4
Net debt/Equity	24.1	40.3	68.4	75.6	64.7
Net debt/EBITDA	155.6	583.5	412.6	338.0	209.5
유동비율	157.3	127.1	107.0	98.0	111.7
이자보상배율(배)	4.7	n/a	1.6	3.2	6.3
자산구조(%)					
투하자본	77.1	82.2	82.9	87.0	85.8
현금+투자자산	22.9	17.8	17.1	13.0	14.2
자본구조(%)					
차입금	31.1	34.6	45.6	45.2	42.6
자기자본	68.9	65.4	54.4	54.8	57.4



삼성SDI (006400) 상대적 모멘텀 부족하나, 회복 기대감 유효

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 360,000원

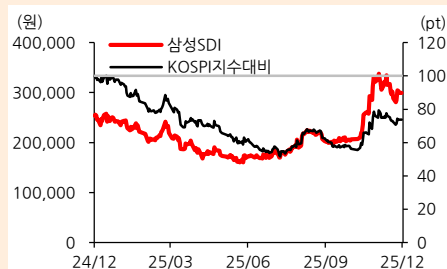
Stock Data

현재 주가(12/1)	299,000원
상승여력	▲ 20.4%
시가총액	240,951억원
발행주식수	80,586천주
52주 최고가/최저가	337,500/160,200원
90일 일평균 거래대금	1,898.94억원
외국인 지분율	24.3%

주주 구성

삼성전자 (외 5인)	20.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.9%
자사주 (외 1인)	4.1%

Stock Price



유럽 EV 회복 및 미국 ESS 출하 확대 기대

- 동사의 2026년 실적은 매출액 17조 원, 영업적자 1,179억 원(AMPC 제외 시 9,500억 원 적자)으로 전망
- 중대형전기차 출하량은 YoY +18% 예상. 유럽의 CO2 배출 규제로 현대차/AUDI/STLA향 출하 회복될 것으로 예상하며, 미국 EV향 출하 회복 기대감은 없으나 2025년 연간 출하는 3GWh 내외로 기저도 낮은 상황. 출하가 회복되어도 각형 EV 부문 가동률은 40% 하회할 것으로 예상되어 1조 원 수준의 적자 지속 전망. 소형전기차 부문도 원통형 EV 고객 및 BBU향을 기반으로 출하가 YoY +9% 증가할 것으로 추정하나, 핵심 고객사(리비안)의 빈자리로 가동률은 60% 수준에 머물 것으로 보여 1,500억 원의 적자 지속 전망. 반면, 미국 ESS 시장 확대로 ESS 출하량은 YoY +100% 증가 예상. 이에 따라 2026년 AMPC 규모도 6,567억 원(vs. 2025년 2,945억 원)으로 확대 기대

투자의견 BUY, 목표주가 36만 원 유지

- 동사의 2026년 배터리 출하량은 YoY +28% 증가할 것으로 예상됨에도 가동률은 50%를 하회할 것으로 추정됨에 따라 적자 지속될 것으로 전망. 유럽에서는 저가 EV 판매 확대 기조가 지속되며, 그동안 프리미엄 EV 위주로 대응해왔던 동사에게는 점유율 하락세가 지속되던 상황. 2026년에는 현대차 기반으로 저가 EV 진입도 일부 확대될 것으로 기대. 경쟁사 대비 중장기 고객사 확대 모멘텀 부족하지만, 주가에 이미 선반영 되어 있다 판단하며 유럽 EV/ESS의 회복 기대감은 유효하므로 투자의견 BUY 유지

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,437	16,592	12,968	16,797	22,894
영업이익	1,545	363	-1,657	-118	2,344
EBITDA	3,273	2,238	429	2,185	4,690
지배주주순이익	2,009	599	-476	41	1,638
EPS	28,557	8,503	-6,183	507	21,178
순차입금	3,665	9,679	9,905	10,383	10,003
PER	16.5	29.1	-48.4	589.4	14.1
PBR	1.8	0.9	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.2	12.0	80.0	15.9	7.3
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	11.5	3.1	-2.3	0.2	7.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성SDI (006400) 상대적 모멘텀 부족하나, 회복 기대감 유효

[한화리서치센터]

삼성SDI 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,177	3,179	3,052	3,560	3,807	4,036	4,170	4,783	16,592	12,968	16,797	22,894
에너지솔루션	2,981	2,961	2,820	3,319	3,599	3,806	3,926	4,528	15,691	12,081	15,859	21,889
중대형	2,176	1,925	1,763	2,198	2,591	2,758	2,855	3,436	10,871	8,061	11,640	16,959
EV	1,550	1,273	1,072	1,161	1,183	1,378	1,503	1,488	8,332	5,056	5,552	6,229
ESS	626	651	691	1,037	1,408	1,380	1,352	1,947	2,539	3,005	6,088	10,730
소형	805	1,036	1,058	1,121	1,008	1,048	1,070	1,092	4,820	4,020	4,219	4,930
전자재료	196	218	232	241	208	230	245	256	901	887	938	1,005
영업이익	(434)	(398)	(591)	(234)	(230)	(97)	(29)	238	363	(1,657)	(118)	2,344
에너지솔루션 (AMPC 제외)	(562)	(497)	(650)	(376)	(363)	(266)	(228)	(93)	128	(2,084)	(950)	511
AMPC	109	66	20	99	97	123	150	286	90	295	657	1,645
전자재료	18	33	39	42	37	45	49	45	146	133	175	189
영업이익률	-13.7%	-12.5%	-19.4%	-6.6%	-6.0%	-2.4%	-0.7%	5.0%	2.2%	-12.8%	-0.7%	10.2%
에너지솔루션 (AMPC 제외)	-18.8%	-16.8%	-23.0%	-11.3%	-10.1%	-7.0%	-5.8%	-2.1%	0.8%	-17.3%	-6.0%	2.3%
AMPC	3.7%	2.2%	0.7%	3.0%	2.7%	3.2%	3.8%	6.3%	0.6%	2.4%	4.1%	7.5%
전자재료	9.3%	15.1%	16.7%	17.6%	17.7%	19.6%	19.9%	17.5%	16.2%	14.9%	18.7%	18.8%
EBITDA	73	111	(77)	301	(230)	(97)	(29)	238	2,238	408	2,103	4,611
EBITDA 마진율	2.3%	3.5%	-2.5%	8.5%	-6.0%	-2.4%	-0.7%	5.0%	13.5%	3.1%	12.5%	20.1%

자료: 삼성SDI, 한화투자증권 리서치센터



삼성SDI (006400) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	21,437	16,592	12,968	16,797	22,894
매출총이익	3,782	3,094	1,289	4,057	8,034
영업이익	1,545	363	-1,657	-118	2,344
EBITDA	3,273	2,238	429	2,185	4,690
순이자손익	-177	-266	-245	-275	-275
외화관련손익	12	-40	2	0	0
지분법손익	1,017	801	695	765	772
세전계속사업손익	2,382	527	-1,139	406	2,876
당기순이익	2,066	576	-373	353	2,444
지배주주순이익	2,009	599	-476	41	1,638
증가율(%)					
매출액	6.5	-22.6	-21.8	29.5	36.3
영업이익	-14.5	-76.5	적전	적지	흑전
EBITDA	0.1	-31.6	-80.8	409.4	114.7
순이익	1.3	-72.1	적전	흑전	591.5
이익률(%)					
매출총이익률	17.6	18.6	9.9	24.2	35.1
영업이익률	7.2	2.2	-12.8	-0.7	10.2
EBITDA이익률	15.3	13.5	3.3	13.0	20.5
세전이익률	11.1	3.2	-8.8	2.4	12.6
순이익률	9.6	3.5	-2.9	2.1	10.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,187	10,334	9,026	9,988	13,570
현금성자산	2,134	2,061	1,736	1,758	3,139
매출채권	3,145	3,310	3,644	4,296	5,855
재고자산	3,297	2,879	2,536	2,779	3,375
비유동자산	24,852	30,263	33,036	33,948	34,866
투자자산	12,100	11,889	13,048	13,079	13,112
유형자산	11,893	17,707	19,315	20,216	21,118
무형자산	859	668	673	653	636
자산총계	34,039	40,597	42,061	43,936	48,436
유동부채	8,519	10,856	10,039	11,334	13,151
매입채무	4,513	3,367	3,644	4,902	6,681
유동성이자부채	2,894	6,550	5,498	5,498	5,498
비유동부채	5,613	8,174	9,211	9,828	10,949
비유동이자부채	2,905	5,190	6,143	6,643	7,643
부채총계	14,132	19,030	19,250	21,162	24,101
자본금	357	357	416	416	416
자본잉여금	5,002	5,002	6,589	6,589	6,589
이익잉여금	12,336	12,780	12,233	12,197	13,757
자본조정	817	1,628	1,628	1,628	1,628
자기주식	-345	-345	-345	-345	-345
자본총계	19,907	21,567	22,811	22,774	24,335





삼성SDI (006400) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,104	-138	344	2,050	2,948
당기순이익	2,066	576	-482	353	2,444
자산상각비	1,728	1,875	2,086	2,302	2,345
운전자본증감	-938	-2,622	320	354	-384
매출채권 감소(증가)	-484	-272	-300	-652	-1,559
채고자산 감소(증가)	-134	252	346	-243	-596
매입채무 증가(감소)	-120	-1,278	635	1,258	1,779
투자현금흐름	-4,105	-4,920	-3,192	-2,484	-2,525
유형자산처분(취득)	-4,037	-6,263	-3,682	-3,123	-3,168
무형자산 감소(증가)	-12	-85	-58	-61	-61
투자자산 감소(증가)	0	0	-8	-33	-34
재무현금흐름	903	5,544	1,666	423	923
차입금의 증가(감소)	345	5,365	-166	500	1,000
자본의 증가(감소)	-72	-70	1,588	-77	-77
배당금의 지급	-72	-70	-67	-77	-77
총현금흐름	3,564	2,972	195	1,695	3,333
(-)운전자본증가(감소)	87	2,539	-1,219	-354	384
(-)설비투자	4,048	6,271	3,698	3,123	3,168
(+)자산매각	-1	-77	-43	-61	-61
Free Cash Flow	-572	-5,915	-2,326	-1,134	-282
(-)기타투자	907	-1,345	343	-733	-739
잉여현금	-1,479	-4,570	-2,669	-401	457
NOPLAT	1,284	358	-1,201	-103	1,993
(+) Dep	1,728	1,875	2,086	2,302	2,345
(-)운전자본투자	87	2,539	-1,219	-354	384
(-)Capex	4,048	6,271	3,698	3,123	3,168
OpFCF	-1,123	-6,577	-1,594	-568	785

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	28,557	8,503	-6,183	507	21,178
BPS	263,011	280,843	253,829	253,386	272,369
DPS	978	978	980	980	980
CFPS	49,553	41,326	2,375	20,624	40,540
ROA(%)	6.2	1.6	-1.2	0.1	3.5
ROE(%)	11.5	3.1	-2.3	0.2	7.6
ROIC(%)	12.0	2.2	-5.9	-0.5	9.3
Multiples(x,%)					
PER	16.5	29.1	-48.4	589.4	14.1
PBR	1.8	0.9	1.2	1.2	1.1
PSR	1.6	1.1	1.9	1.5	1.1
PCR	9.5	6.0	125.9	14.5	7.4
EV/EBITDA	11.2	12.0	80.0	15.9	7.3
배당수익률	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	71.0	88.2	84.4	92.9	99.0
Net debt/Equity	18.4	44.9	43.4	45.6	41.1
Net debt/EBITDA	112.0	432.5	2,309.6	475.3	213.3
유동비율	107.8	95.2	89.9	88.1	103.2
이자보상배율(배)	5.6	1.1	n/a	n/a	7.2
자산구조(%)					
투하자본	46.3	59.1	58.0	58.5	57.6
현금+투자자산	53.7	40.9	42.0	41.5	42.4
자본구조(%)					
차입금	22.6	35.2	33.8	34.8	35.1
자기자본	77.4	64.8	66.2	65.2	64.9



엘앤에프 (066970) 리레이팅 구간 진입

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

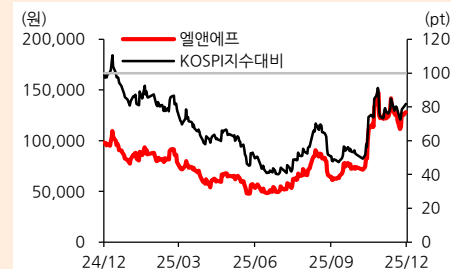
Stock Data

현재 주가(12/1)	128,100원
상승여력	▲ 40.5%
시가총액	50,601억원
발행주식수	39,501천주
52주 최고가/최저가	147,000/47,800원
90일 일평균 거래대금	756.29억원
외국인 지분율	14.8%

주주 구성

새로닉스 (외 19인)	21.9%
자사주 (외 1인)	6.9%
김충건 (외 1인)	0.0%

Stock Price



Tesla/Europe/LFP 삼박자가 좋다

- 동사의 2026년 실적은 매출액 2.9조 원, 영업이익 785억 원으로 전망
- 2026년 양극재 출하량과 판가는 각각 YoY 43% 상승, 10% 하락할 것으로 전망. 판가 하락은 저렴한 LFP 양극재 생산에 따른 Mix 영향. 동사는 1) Tesla 내에서 독점적 점유율이 유지되는 가운데 2) Tesla의 유럽/중국 판매 증가 영향으로 견조한 성장세 예상되며, 3) 유럽 중저가 EV 판매 증가하며 SKOn향 미드니켈 판매 늘어날 것으로 예상. 2027년부터는 미국에서도 복수의 신규 고객향 하이니켈 양극재 판매 본격화될 것으로 기대
- 동사는 2026년 말까지 LFP 양극재 Capa 6만 톤(배터리 약 24GWh) 확보 계획. 3Q26 양산을 시작하여 연간 9,000톤(배터리 약 4GWh) 판매 기대. 삼성SDI/SKon도 2H26 LFP ESS 양산 목표하고 있으며, 삼성SDI는 2026년 말 22GWh의 LFP ESS Capa 확보 계획 중. 그동안 수익성 악화의 주된 원인인 고가의 리튬 조달 이슈도 사라지며, 수익성 회복 전망

투자의견 BUY, 목표주가 18만 원 유지

- 동사는 ESS 모멘텀 및 미국의 탈중국 전략으로 동사의 LFP 양극재 기대감 높아지는 중. 견조한 테슬라량 판매, 낮은 미국 노출도, 고가의 리튬 원가 인식 종료, BW 발행으로 인한 재무 리스크 완화도 긍정적. 2027년부터는 미국에서 복수의 고객사향 판매 확대와 LFP 기대감이 맞물리며 리레이팅 구간에 진입했다고 판단

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,644	1,907	2,241	2,935	4,086
영업이익	-222	-559	-230	78	207
EBITDA	-176	-495	-141	175	313
지배주주순이익	-194	-378	-355	-55	63
EPS	-5,361	-10,412	-10,566	-1,625	1,880
순차입금	1,775	1,570	2,001	2,298	2,271
PER	-38.1	-7.8	-12.1	-78.9	68.1
PBR	6.7	4.1	12.9	15.3	12.6
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-49.9	42.1	23.4
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-16.4	-41.7	-66.1	-16.4	18.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



엘앤에프 [066970] 리레이팅 구간 진입

[한화리서치센터]

엘앤에프 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	364.8	520.1	652.3	703.4	706.7	712.6	742.9	773.1	1,907.5	2,240.5	2,935.3	4,086.1
삼원계	364.8	520.1	652.3	703.4	706.7	712.6	712.6	712.6	1,907.5	2,240.5	2,844.6	3,662.7
LFP							30.2	60.5			90.7	423.4
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	9.1	15.3	20.4	18.9	23.8	(558.7)	(230.3)	78.5	206.7
영업이익률	-38.4%	-23.3%	3.4%	1.3%	2.2%	2.9%	2.5%	3.1%	-29.3%	-10.3%	2.7%	5.1%
양극재 출하량(톤)	9,975	15,475	21,460	22,000	22,188	22,375	25,375	28,375	48,978	68,910	98,313	157,000
QoQ/YoY	3%	55%	39%	3%	1%	1%	13%	12%	-37%	41%	43%	60%
삼원계	9,975	15,475	21,460	22,000	22,188	22,375	22,375	22,375	48,978	68,910	89,313	115,000
LFP							3,000	6,000			9,000	42,000

자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터



엘앤에프 (066970) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,644	1,907	2,241	2,935	4,086
매출총이익	-140	-463	-128	240	431
영업이익	-222	-559	-230	78	207
EBITDA	-176	-495	-141	175	313
순이자손익	-70	-101	-24	-96	-91
외화관련손익	7	-11	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	0
세전계속사업손익	-296	-520	-408	-64	70
당기순이익	-195	-381	-356	-55	63
지배주주순이익	-194	-378	-355	-55	63
증가율(%)					
매출액	19.5	-58.9	17.5	31.0	39.2
영업이익	적전	적지	적지	흑전	163.4
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	79.3
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	-3.0	-24.3	-5.7	8.2	10.6
영업이익률	-4.8	-29.3	-10.3	2.7	5.1
EBITDA이익률	-3.8	-26.0	-6.3	6.0	7.7
세전이익률	-6.4	-27.2	-18.2	-2.2	1.7
순이익률	-4.2	-20.0	-15.9	-1.9	1.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,969	1,090	1,182	1,217	1,501
현금성자산	259	286	250	154	180
매출채권	426	214	302	404	562
재고자산	1,163	575	578	606	703
비유동자산	1,382	1,710	1,800	2,018	1,977
투자자산	250	433	495	508	520
유형자산	1,120	1,260	1,289	1,493	1,437
무형자산	12	17	15	18	20
자산총계	3,351	2,800	2,982	3,236	3,478
유동부채	1,747	1,552	2,160	2,268	2,447
매입채무	201	212	347	454	633
유동성이자부채	1,543	1,336	1,799	1,799	1,799
비유동부채	494	524	459	659	659
비유동이자부채	491	519	453	653	653
부채총계	2,241	2,076	2,619	2,927	3,106
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	225	225	225
이익잉여금	358	-23	100	46	109
자본조정	17	16	16	16	16
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,110	723	363	308	371





엘앤에프 (066970) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-375	281	-76	19	91
당기순이익	-195	-381	-356	-55	63
자산상각비	46	63	89	96	107
운전자본증감	-24	776	103	-24	-79
매출채권 감소(증가)	370	209	-86	-102	-158
채고자산 감소(증가)	64	589	-29	-28	-97
매입채무 증가(감소)	-448	-88	253	108	178
투자현금흐름	-561	-240	-138	-315	-65
유형자산처분(취득)	-482	-208	-118	-300	-50
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-14	16	-17	0	0
재무현금흐름	1,050	-20	187	200	0
차입금의 증가(감소)	1,053	103	199	200	0
자본의 증가(감소)	7	2	1	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0	0
총현금흐름	-180	-457	-127	43	170
(-)운전자본증가(감소)	78	-918	-18	24	79
(-)설비투자	482	208	119	300	50
(+)자산매각	-4	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-744	250	-229	-283	39
(-)기타투자	7	188	-84	13	13
잉여현금	-751	62	-145	-296	26
NOPLAT	-161	-405	-167	57	186
(+) Dep	46	63	89	96	107
(-)운전자본투자	78	-918	-18	24	79
(-)Capex	482	208	119	300	50
OpFCF	-675	368	-179	-170	164

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-5,361	-10,412	-10,566	-1,625	1,880
BPS	30,268	19,660	9,893	8,391	10,129
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-4,968	-12,598	-3,493	1,176	4,678
ROA(%)	-6.1	-12.3	-12.3	-1.8	1.9
ROE(%)	-16.4	-41.7	-66.1	-16.4	18.8
ROIC(%)	-6.6	-16.7	-7.8	2.5	7.7
Multiples(x,%)					
PER	-38.1	-7.8	-12.1	-78.9	68.1
PBR	6.7	4.1	12.9	15.3	12.6
PSR	1.6	1.5	2.1	1.6	1.1
PCR	-41.1	-6.4	-36.7	108.9	27.4
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-49.9	42.1	23.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	201.9	287.1	721.7	949.4	836.2
Net debt/Equity	159.9	217.0	551.5	745.1	611.4
Net debt/EBITDA	-1,009.8	-316.9	-1,415.6	1,315.1	725.2
유동비율	112.7	70.2	54.7	53.7	61.3
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	0.8	2.2
자산구조(%)					
투하자본	84.4	74.6	74.4	78.5	77.8
현금+투자자산	15.6	25.4	25.6	21.5	22.2
자본구조(%)					
차입금	64.7	72.0	86.1	88.8	86.8
자기자본	35.3	28.0	13.9	11.2	13.2



포스코퓨처엠 (003670) 높아진 미국 노출도의 역효과

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(유지): 210,000원

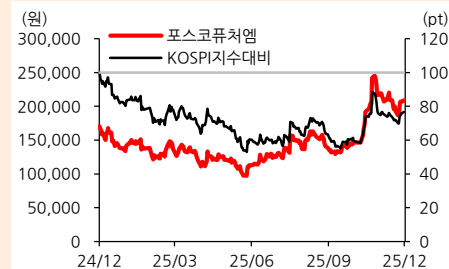
Stock Data

현재 주가(12/1)	209,000원
상승여력	▲ 0.5%
시가총액	185,898억원
발행주식수	88,946천주
52주 최고가/최저가	245,500/97,028원
90일 일평균 거래대금	955.25억원
외국인 지분율	9.2%

주주 구성

포스코홀딩스 (외 7인)	60.9%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
포스코퓨처엠우리스주 (외 1인)	2.7%

Stock Price



미국 노출도 높아 회복 속도도 제한적일 전망

- 동사의 2026년 실적은 매출액 3.4조 원, 영업이익 1,223억 원으로 전망
- 2026년 양극재 출하량과 판가는 각각 YoY 13%, 2% 증가할 것으로 전망. 동사의 미국 노출도는 2024년 72% → 2025년 45%로 추정되며, 경쟁사 대비 미국 노출도가 높아 미국 EV 보조금 일몰 여파도 클 것으로 예상. 삼성SDI향 NCA ESS 진입 및 LGES x 현대차향 EV3, Casper(Inster) EV의 판매 호조가 관건. 2026년 출하량 증가는 제한적인 반면, 신규 캐파가 들어서며 연말 캐파는 2025년 18.5만 톤에서 2026년 30.5만 톤까지 확대되어 고정비 부담 가중도 우려되는 부분. 한편 음극재 부문은 12월 미국의 AD/CVD 최종 판정을 앞두고 있으며, 긍정 판정 시 중국 음극재는 총 160%의 관세 부담할 것으로 예상. 이에 따라 미국에서 동사의 음극재 수주 확대와 판가 인상에 따른 수익성 제고도 가능할 것으로 기대

투자의견 HOLD, 목표주가 21만 원 유지

- 동사는 2021~2023년 사이 미국의 탈중국 정책과 그룹사의 수직계열화 전략에 힘입어 양극재 판매량을 빠르게 확대. 그러나 2025년 트럼프 정부가 들어서며, 미국 노출도가 높아진 점이 오히려 역효과. 음극재 부문 기대감은 유효하나, 양극재 부문이 반등하지 않는 주가 유지하기 어렵다고 판단. 여전히 미국의 탈중국 기조는 유효하고 포스코 그룹의 수직계열화 강점도 공고하나, 양극재 출하 회복에는 시간이 필요할 것으로 예상

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,760	3,700	3,048	3,364	4,827
영업이익	36	1	79	122	311
EBITDA	173	185	283	391	634
지배주주순이익	29	-212	34	51	254
EPS	359	-2,655	380	575	2,856
순차입금	2,716	2,989	2,918	4,033	3,985
PER	968.7	-51.9	550.0	363.6	73.2
PBR	11.5	3.6	4.5	4.5	4.2
EV/EBITDA	176.0	75.7	76.0	57.8	35.6
배당수익률(%)	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.2	-8.0	1.0	1.2	5.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



포스코퓨처엠 (003670) 높아진 미국 노출도의 역효과

[한화리서치센터]

포스코퓨처엠 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	845.4	660.9	874.8	667.0	732.1	793.4	878.1	960.8	3,699.9	3,051.0	3,364.4	4,826.7
양극재	466.7	276.8	511.0	311.2	351.4	398.9	480.2	571.8	2,203.3	1,565.8	1,802.3	2,984.6
음극재	39.1	42.3	25.4	30.6	35.0	42.3	50.0	57.9	154.3	137.4	185.1	465.1
철강 사업부	339.8	345.5	341.4	325.1	345.8	352.2	347.9	331.2	1,360.1	1,351.8	1,377.0	1,377.0
매출 비중(%)												
양극재	55%	42%	58%	47%	48%	50%	55%	60%	60%	51%	54%	62%
음극재	5%	6%	3%	5%	5%	5%	6%	6%	4%	5%	6%	10%
철강 사업부	40%	52%	39%	49%	47%	44%	40%	34%	37%	44%	41%	29%
영업이익	17.2	0.8	66.7	6.4	17.8	24.6	34.7	45.1	0.7	91.0	122.3	311.0
영업이익률(%)	2.0%	0.1%	7.6%	1.0%	2.4%	3.1%	3.9%	4.7%	0.0%	3.0%	3.6%	6.4%
양극재 출하량	13,334	8,600	16,054	9,425	10,500	11,888	14,250	16,913	56,883	47,414	53,550	88,000
QoQ/YoY(%)	38.9%	-35.5%	86.7%	-41.3%	11.4%	13.2%	19.9%	18.7%	5.5%	-16.6%	12.9%	64.3%

자료: 포스코퓨처엠, 한화투자증권 리서치센터



포스코퓨처엠 (003670) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,760	3,700	3,048	3,364	4,827
매출총이익	257	236	308	360	530
영업이익	36	1	79	122	311
EBITDA	173	185	283	391	634
순이자손익	-34	-49	-44	-46	-46
외화관련손익	2	-42	-15	0	0
지분법손익	-31	-95	-25	-30	-30
세전계속사업손익	-16	-432	55	79	268
당기순이익	4	-231	38	51	208
지배주주순이익	29	-212	34	51	254
증가율(%)					
매출액	44.2	-22.3	-17.6	10.4	43.5
영업이익	-78.4	-98.0	10,824.7	55.2	154.3
EBITDA	-32.8	6.6	53.2	38.1	62.2
순이익	-96.4	적전	흑전	35.0	307.6
이익률(%)					
매출총이익률	5.4	6.4	10.1	10.7	11.0
영업이익률	0.8	0.0	2.6	3.6	6.4
EBITDA이익률	3.6	5.0	9.3	11.6	13.1
세전이익률	-0.3	-11.7	1.8	2.3	5.5
순이익률	0.1	-6.3	1.2	1.5	4.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,412	2,113	2,189	1,937	2,392
현금성자산	414	668	988	473	521
매출채권	770	473	423	526	755
재고자산	917	768	585	737	906
비유동자산	3,923	5,820	6,869	7,823	7,824
투자자산	522	615	588	604	621
유형자산	3,359	5,160	6,235	7,177	7,163
무형자산	41	45	46	42	39
자산총계	6,335	7,932	9,057	9,761	10,216
유동부채	1,396	1,570	1,763	1,814	2,014
매입채무	572	920	582	632	831
유동성이자부채	816	644	1,163	1,163	1,163
비유동부채	2,327	3,042	2,787	3,388	3,390
비유동이자부채	2,314	3,013	2,743	3,343	3,343
부채총계	3,723	4,612	4,550	5,202	5,403
자본금	39	39	44	44	44
자본잉여금	1,457	1,459	2,556	2,556	2,556
이익잉여금	998	761	776	827	1,081
자본조정	-144	711	115	115	115
자기주식	-6	-4	0	0	0
자본총계	2,611	3,321	4,508	4,559	4,813





포스코퓨처엠 (003670) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-445	671	358	139	403
당기순이익	4	-231	38	51	208
자산상각비	138	184	204	269	323
운전자본증감	-616	473	58	-213	-206
매출채권 감소(증가)	-481	303	60	-104	-229
채고자산 감소(증가)	-138	167	203	-152	-169
매입채무 증가(감소)	0	40	-132	50	199
투자현금흐름	-1,031	-1,810	-1,848	-1,271	-373
유형자산처분(취득)	-1,351	-2,034	-1,588	-1,200	-300
무형자산 감소(증가)	-14	-16	-10	-7	-7
투자자산 감소(증가)	347	217	-338	-17	-18
재무현금흐름	1,592	1,375	1,405	600	0
차입금의 증가(감소)	1,506	721	250	600	0
자본의 증가(감소)	-24	-22	1,101	0	0
배당금의 지급	-24	-22	0	0	0
총현금흐름	277	233	331	352	609
(-)운전자본증가(감소)	179	-899	82	213	206
(-)설비투자	1,352	2,042	1,592	1,200	300
(+)자산매각	-12	-9	-7	-7	-7
Free Cash Flow	-1,267	-919	-1,350	-1,068	96
(-)기타투자	451	403	-229	47	48
잉여현금	-1,718	-1,322	-1,121	-1,115	48
NOPLAT	26	1	55	79	242
(+) Dep	138	184	204	269	323
(-)운전자본투자	179	-899	82	213	206
(-)Capex	1,352	2,042	1,592	1,200	300
OpFCF	-1,368	-958	-1,415	-1,065	59

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	359	-2,655	380	575	2,856
BPS	30,340	38,344	45,999	46,573	49,428
DPS	242	0	0	0	0
CFPS	3,463	2,916	3,718	3,956	6,851
ROA(%)	0.5	-3.0	0.4	0.5	2.5
ROE(%)	1.2	-8.0	1.0	1.2	5.9
ROIC(%)	0.6	0.0	0.8	1.0	2.8
Multiples(x,%)					
PER	968.7	-51.9	550.0	363.6	73.2
PBR	11.5	3.6	4.5	4.5	4.2
PSR	5.8	3.0	6.1	5.5	3.9
PCR	100.5	47.2	56.2	52.8	30.5
EV/EBITDA	176.0	75.7	76.0	57.8	35.6
배당수익률	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	142.6	138.9	100.9	114.1	112.3
Net debt/Equity	104.0	90.0	64.7	88.5	82.8
Net debt/EBITDA	1,565.6	1,617.0	1,030.6	1,031.2	628.0
유동비율	172.7	134.6	124.1	106.8	118.8
이자보상배율(배)	0.7	0.0	1.3	1.8	4.5
자산구조(%)					
투하자본	84.3	82.6	82.1	88.6	88.3
현금+투자자산	15.7	17.4	17.9	11.4	11.7
자본구조(%)					
차입금	54.5	52.4	46.4	49.7	48.4
자기자본	45.5	47.6	53.6	50.3	51.6



에코프로비엠 (247540) 두 고객사향 엇갈린 모멘텀

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(유지): 140,000원

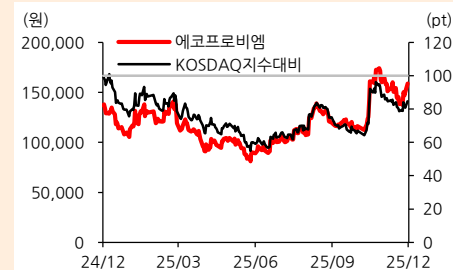
Stock Data

현재 주가(12/1)	158,900원
상승여력	▼ 11.9%
시가총액	155,406억원
발행주식수	97,801천주
52주 최고가/최저가	174,100/81,200원
90일 일평균 거래대금	1,034.04억원
외국인 지분율	12.6%

주주 구성

에코프로 (외 15인)	45.6%
권우석 (외 1인)	0.2%
에코프로비엠우리사주 (외 1인)	0.2%

Stock Price



삼성SDI향으로 회복하나, SKon은 부진

- 동사의 2026년 실적은 매출액 2.8조 원, 영업이익 732억 원으로 전망
- 2026년 양극재 출하량과 판가는 각각 YoY 11%, 1% 증가할 것으로 전망. 출하량 증가는 대부분 에코프로이엠 부문으로 삼성 SDI향 북미 NCA ESS 및 유럽 저가 EV로 YoY +27% 증가 기대. 반면, 에코프로비엠 부문 출하량은 2026년 북미에서 Ford의 판매가 급락하고 유럽에서는 하이니켈 → 미드니켈 변경 기조가 유지됨에 따라 YoY 11% 하락 추정. 한편 2026년에는 ESG 법인 투자이익이 사라지며 수익성이 하락하지만, 비용구조 변경 등에 따라 흑자 기조는 이어질 것으로 전망

투자의견 HOLD, 목표주가 14만 원 유지

- 2026년 고객사별 양극재 출하 비중은 삼성SDI 65%, SKon 35%로 전망(vs. 2025년 삼성SDI 60%, SKon 40%). 2025년에는 삼성SDI 유럽 가동률이 저조했고, SKon은 미국 EV 보조금 일몰 전 일시적인 풀인 수요 존재했음. 반면, 2026년에는 삼성SDI향 유럽 EV 및 미국 NCA ESS향 판매가 확대되고, SKon은 북미 판매가 축소될 것으로 전망. 한편, 2026년에는 비용 구조 변경 및 출하량이 소폭 회복되어도 헝가리, CAM8(국내) 등의 공장이 들어서며 고정비 부담도 존재할 것. LFP 양극재 생산 계획은 시간이 다소 소요될 것으로 예상되어, 단기적인 북미 LFP ESS 모멘텀은 제한적

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,901	2,767	2,556	2,826	3,607
영업이익	156	-34	125	73	140
EBITDA	249	76	156	172	259
지배주주순이익	-9	-97	27	10	87
EPS	-89	-987	280	106	888
순차입금	1,314	1,426	1,919	2,150	2,206
PER	-3,224.7	-111.4	567.6	1,505.4	178.9
PBR	20.5	6.3	9.0	8.9	8.5
EV/EBITDA	118.5	161.2	111.7	102.6	68.5
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-0.6	-6.3	1.6	0.6	4.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



에코프로비엠 (247540) 두 고객사향 엇갈린 모멘텀

[한화리서치센터]

에코프로비엠 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	629.8	779.7	625.3	521.2	597.2	665.8	760.4	803.0	2,766.8	2,556.0	2,826.4	3,606.8
EV	502.6	533.2	304.8	218.9	286.7	332.9	395.4	441.7	1,916.8	1,559.5	1,456.6	2,073.9
P/T	79.4	120.0	110.1	106.9	113.5	113.2	114.1	112.4	383.9	416.4	453.1	450.8
ESS 및 기타	47.8	86.0	168.8	192.8	197.1	219.7	250.9	248.9	466.1	495.4	916.6	1,082.0
영업이익	2.3	49.0	50.7	23.2	7.1	13.6	24.3	28.3	(34.1)	125.2	73.2	140.0
영업이익률(%)	0.4%	6.3%	8.1%	4.5%	1.2%	2.0%	3.2%	3.5%	-1.2%	4.9%	2.6%	3.9%
양극재 출하량	17,460	22,382	17,719	14,744	16,969	18,831	21,506	22,769	68,991	72,304	80,075	102,600
QoQ/YoY(%)	35.7%	28.2%	-20.8%	-16.8%	15.1%	11.0%	14.2%	5.9%	-35.7%	4.8%	10.7%	28.1%

자료: 에코프로비엠, 한화투자증권 리서치센터





에코프로비엠 (247540) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,901	2,767	2,556	2,826	3,607
매출총이익	293	95	269	261	379
영업이익	156	-34	125	73	140
EBITDA	249	76	156	172	259
순이자손익	-58	-68	-53	-52	-39
외화관련손익	8	1	-6	0	0
지분법손익	-4	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	-93	63	16	123
당기순이익	55	-59	83	14	108
지배주주순이익	-9	-97	27	10	87
증가율(%)					
매출액	28.8	-59.9	-7.6	10.6	27.6
영업이익	-59.0	적전	흑전	-41.4	91.2
EBITDA	-44.2	-69.6	106.9	10.3	50.3
순이익	-79.9	적전	흑전	-83.6	700.8
이익률(%)					
매출총이익률	4.3	3.4	10.5	9.2	10.5
영업이익률	2.3	-1.2	4.9	2.6	3.9
EBITDA이익률	3.6	2.7	6.1	6.1	7.2
세전이익률	1.1	-3.4	2.5	0.6	3.4
순이익률	0.8	-2.1	3.2	0.5	3.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,443	1,378	1,377	1,540	1,616
현금성자산	513	522	388	156	100
매출채권	785	148	400	572	618
재고자산	1,109	616	485	704	786
비유동자산	1,918	2,946	3,314	3,392	3,450
투자자산	80	134	296	302	308
유형자산	1,824	2,793	2,986	3,046	3,088
무형자산	14	19	32	44	53
자산총계	4,362	4,324	4,691	4,932	5,065
유동부채	2,131	1,297	1,948	2,177	2,223
매입채무	865	359	343	572	618
유동성이자부채	1,232	920	1,601	1,601	1,601
비유동부채	631	1,049	731	732	733
비유동이자부채	596	1,028	705	705	705
부채총계	2,762	2,347	2,679	2,909	2,956
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	914	915	915	915	915
이익잉여금	375	275	287	297	384
자본조정	34	473	141	141	141
자기주식	-15	-8	-8	-8	-8
자본총계	1,599	1,977	2,013	2,023	2,110





에코프로비엠 (247540) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	21	670	-48	-55	121
당기순이익	55	-59	83	14	108
자산상각비	93	110	31	99	119
운전자본증감	-384	650	67	-165	-86
매출채권 감소(증가)	83	623	32	-172	-46
재고자산 감소(증가)	-442	551	19	-219	-82
매입채무 증가(감소)	-98	-442	16	229	46
투자현금흐름	-673	-1,022	-401	-177	-178
유형자산처분(취득)	-756	-1,024	-338	-150	-150
무형자산 감소(증가)	0	-7	-17	-21	-21
투자자산 감소(증가)	29	-15	0	-1	-1
재무현금흐름	847	323	320	0	0
차입금의 증가(감소)	913	58	373	0	0
자본의 증가(감소)	-44	0	0	0	0
배당금의 지급	-44	0	0	0	0
총현금흐름	463	61	-97	110	207
(-)운전자본증가(감소)	23	-552	163	165	86
(-)설비투자	756	1,024	339	150	150
(+)자산매각	0	-7	-16	-21	-21
Free Cash Flow	-317	-418	-615	-226	-50
(-)기타투자	307	-122	-185	6	6
잉여현금	-623	-296	-430	-232	-56
NOPLAT	110	-25	91	60	123
(+) Dep	93	110	31	99	119
(-)운전자본투자	23	-552	163	165	86
(-)Capex	756	1,024	339	150	150
OpFCF	-577	-387	-380	-156	6

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-89	-987	280	106	888
BPS	14,023	17,505	17,651	17,757	18,644
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,736	619	-992	1,130	2,116
ROA(%)	-0.2	-2.2	0.6	0.2	1.7
ROE(%)	-0.6	-6.3	1.6	0.6	4.9
ROIC(%)	4.5	-0.8	2.5	1.5	3.0
Multiples(x,%)					
PER	-3,224.7	-111.4	567.6	1,505.4	178.9
PBR	20.5	6.3	9.0	8.9	8.5
PSR	4.1	3.9	6.1	5.5	4.3
PCR	60.8	177.6	-160.2	140.6	75.1
EV/EBITDA	118.5	161.2	111.7	102.6	68.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	172.7	118.7	133.1	143.8	140.1
Net debt/Equity	82.2	72.1	95.3	106.3	104.6
Net debt/EBITDA	528.4	1,888.0	1,227.3	1,246.8	851.4
유동비율	114.6	106.2	70.7	70.7	72.7
이자보상배율(배)	2.2	n/a	1.8	1.1	2.5
자산구조(%)					
투하자본	83.0	83.8	84.7	89.8	91.1
현금+투자자산	17.0	16.2	15.3	10.2	8.9
자본구조(%)					
차입금	53.3	49.6	53.4	53.3	52.2
자기자본	46.7	50.4	46.6	46.7	47.8



성일하이텍 (365340) 회복 시그널 가시화되는 중

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 47,000원

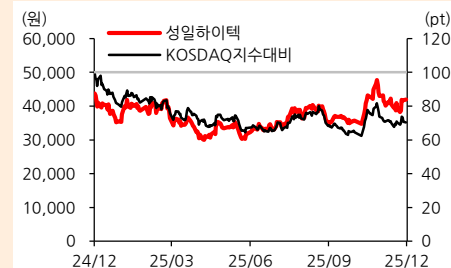
Stock Data

현재 주가(12/1)	41,950원
상승여력	▲ 12.0%
시가총액	5,133억원
발행주식수	12,235천주
52주 최고가/최저가	47,700/30,000원
90일 일평균 거래대금	17.57억원
외국인 지분율	2.3%

주주 구성

이강명 (외 3인)	32.1%
삼성SDI (외 2인)	13.3%
성일하이텍우리사주 (외 1인)	1.1%

Stock Price



메탈 가격 강세와 원소재 수급저 확보

- 동사의 2026년 실적은 매출액 3,189억 원, 영업적자 59억 원으로 전망
- 1) 2025년 10월 들어 메탈 가격 강세. 11월 코발트 가격은 \$48/kg(vs. 3분기 \$33/kg), 리튬은 \$13/kg(vs. 3분기 \$10/kg)까지 상승. 세계 최대 코발트 생산국(약 80%)인 콩고가 2월 수출 금지 발표 한 후 10월에는 수출 쿼터제 시행하며 가격이 두 차례 크게 상승. 수출 쿼터는 2027년까지 지속 예정. 리튬은 여전히 글로벌 공급과잉이 지속되고 있으나, 유럽/중국 전기차 및 ESS 중심으로 수요 강세에 따른 수급 개선 기대감 유효. 전반적으로 메탈 가격 완만한 상승세 예상
- 2) 유럽에서는 2026년 11월 9일부터 비OECD 국가로 블랙매스(BM) 수출 금지 예정. 그동안 중국 업체들이 공격적으로 BM 매입하며 원재료 수급 경쟁이 치열해졌고, 동사의 가동률과 수익성 악화됐음. 그러나 2026년부터는 원재료 수급이 원활해지며 가동률도 빠르게 회복될 것으로 기대

투자의견 BUY, 목표주가 47,000원 유지

- 리사이클링 산업은 그동안 1) 메탈 가격 약세, 2) 원재료 수급의 어려움, 3) 정책적 지원 약화 등으로 어려운 시간 보냄. 그러나 메탈 가격이 반등세를 보이고 있으며, 원재료 수급도 개선되는 중. 여전히 21~22년 대비 낮은 메탈 가격과 악화된 재무구조는 부담이지만, 2026년부터 원재료 수급이 원활해지며 가동률과 실적이 빠르게 개선될 것으로 기대

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	247	136	192	319	380
영업이익	-8	-71	-54	-6	15
EBITDA	6	-50	-17	35	58
지배주주순이익	25	-110	-81	-17	-1
EPS	2,059	-9,065	-6,618	-1,414	-43
순차입금	164	382	437	448	448
PER	53.0	-3.9	-6.3	-29.7	-969.6
PBR	4.2	2.1	4.1	4.8	4.8
EV/EBITDA	267.7	-16.3	-55.1	27.2	16.7
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	8.3	-43.0	-49.3	-15.0	-0.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



성일하이텍 (365340) 회복 시그널 가시화되는 중

[한화리서치센터]

성일하이텍 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	33.4	64.0	43.8	50.8	70.3	76.8	83.4	88.3	136.6	192.0	318.9	379.6
코발트	7.1	18.7	7.9	11.2	16.9	20.3	23.7	25.4	33.1	44.9	86.4	93.1
니켈	11.1	32.8	21.5	21.8	29.4	31.5	33.6	35.7	55.0	87.2	130.2	147.0
리튬	10.3	6.1	11.2	14.7	20.8	21.8	22.9	24.0	25.2	42.3	89.4	128.2
기타	4.9	6.4	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	23.3	17.6	12.8	11.2
영업이익	-15.5	-17.4	-12.3	-9.2	-5.3	-2.7	-0.2	2.3	-73.0	-54.4	-5.9	14.7
영업이익률(%)	-46.4%	-27.2%	-28.1%	-18.2%	-7.5%	-3.5%	-0.2%	2.6%	-53.4%	-28.4%	-1.8%	3.9%
EBITDA	-6.9	-8.8	-2.4	0.9	4.7	7.6	10.2	12.8	-51.7	-17.2	35.4	57.7
EMITDAM(%)	-20.8%	-13.7%	-5.5%	1.8%	6.7%	9.9%	12.3%	14.5%	-37.8%	-9.0%	11.1%	15.2%

자료: 성일하이텍, 한화투자증권 리서치센터



성일하이텍 (365340) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	247	136	192	319	380
매출총이익	22	-37	-30	38	67
영업이익	-8	-71	-54	-6	15
EBITDA	6	-50	-17	35	58
순이자손익	-2	-7	-20	-21	-21
외화관련손익	-2	2	-3	0	0
지분법손익	-4	-5	-6	14	14
세전계속사업손익	-12	-88	-88	-21	-1
당기순이익	25	-112	-83	-17	-1
지배주주순이익	25	-110	-81	-17	-1
증가율(%)					
매출액	-8.3	-44.9	41.0	66.1	19.0
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	-90.5	적전	적지	흑전	63.2
순이익	-35.5	적전	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	9.1	-27.2	-15.4	11.9	17.6
영업이익률	-3.4	-52.4	-28.4	-1.8	3.9
EBITDA이익률	2.2	-36.7	-9.0	11.1	15.2
세전이익률	-4.7	-64.9	-45.6	-6.5	-0.1
순이익률	10.2	-82.6	-43.0	-5.4	-0.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	146	127	101	133	152
현금성자산	45	33	26	15	14
매출채권	19	15	20	39	46
재고자산	60	68	39	63	75
비유동자산	429	553	541	506	494
투자자산	80	61	56	57	59
유형자산	346	491	484	448	435
무형자산	3	0	0	0	0
자산총계	575	679	642	639	646
유동부채	120	253	299	313	320
매입채무	32	29	25	39	46
유동성이자부채	85	220	269	269	269
비유동부채	131	201	200	201	201
비유동이자부채	124	195	194	194	194
부채총계	251	455	499	513	521
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	256	257	256	256	256
이익잉여금	56	-55	-135	-152	-153
자본조정	-9	-5	-3	-3	-3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	324	225	143	126	125





성일하이텍 (365340) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-4	-55	-8	-19	17
당기순이익	25	-112	-83	-17	-1
자산상각비	14	21	37	41	43
운전자본증감	-11	-9	18	-29	-12
매출채권 감소(증가)	10	4	-7	-18	-7
재고자산 감소(증가)	0	-11	25	-24	-12
매입채무 증가(감소)	-12	-2	1	14	7
투자현금흐름	-185	-164	-38	7	-18
유형자산처분(취득)	-190	-173	-34	-5	-30
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	6	-111	0	0
재무현금흐름	117	211	46	0	0
차입금의 증가(감소)	115	201	45	0	0
자본의 증가(감소)	2	2	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	12	-42	-19	11	29
(-)운전자본증가(감소)	3	-4	-16	29	12
(-)설비투자	190	173	34	5	30
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-181	-212	-37	-24	-13
(-)기타투자	3	9	-109	-13	-13
잉여현금	-184	-221	71	-11	-1
NOPLAT	-6	-52	-39	-4	11
(+) Dep	14	21	37	41	43
(-)운전자본투자	3	-4	-16	29	12
(-)Capex	190	173	34	5	30
OpFCF	-185	-200	-21	3	11

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,059	-9,065	-6,618	-1,414	-43
BPS	25,675	16,747	10,145	8,732	8,688
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	966	-3,494	-1,558	862	2,381
ROA(%)	5.0	-17.6	-12.2	-2.7	-0.1
ROE(%)	8.3	-43.0	-49.3	-15.0	-0.5
ROIC(%)	-1.7	-10.0	-7.0	-0.8	2.0
Multiples(x,%)					
PER	53.0	-3.9	-6.3	-29.7	-969.6
PBR	4.2	2.1	4.1	4.8	4.8
PSR	5.3	3.2	2.7	1.6	1.3
PCR	113.0	-10.2	-26.9	48.7	17.6
EV/EBITDA	267.7	-16.3	-55.1	27.2	16.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	77.4	202.3	348.6	407.5	415.5
Net debt/Equity	50.5	170.1	304.9	355.5	357.6
Net debt/EBITDA	2,966.4	-764.8	-2,530.7	1,266.1	777.0
유동비율	121.2	50.1	33.9	42.6	47.6
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.7
자산구조(%)					
투하자본	78.7	86.0	87.0	88.2	88.2
현금+투자자산	21.3	14.0	13.0	11.8	11.8
자본구조(%)					
차입금	39.2	64.9	76.4	78.6	78.7
자기자본	60.8	35.1	23.6	21.4	21.3

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





II

에너지/화학

Summary

1. [정유] 유가 약세지만, 정제마진은 업사이클 진입

- ❖ 2026년 유가 약세에 대한 전망이 우세
- ❖ 다만, EU/미국의 러시아 제재로 정제마진은 역사적으로 높은 수준까지 상승. 과거 대비 정제 설비 순증설 규모도 축소되며 정제마진은 높은 수준 유지될 것으로 전망
- ❖ 인도/중국의 저렴한 러시아 원유 사용 줄어들며 국내 업체들의 원가 경쟁력 확대 기대

2. [화학] 업황 부진 속, 구조조정에 따른 회복 시점 가속화 기대

- ❖ NCC 스프레드 개선세 부재하며, 글로벌 공급 과잉으로 2028년까지 가동을 회복 어려울 것
- ❖ 미국 관세 영향 본격화되며, 글로벌 수요 성장률도 낮아질 것으로 우려
- ❖ 글로벌 구조조정 진행 중이며, 정상화 위해 계획 대비 추가 2천만 톤의 에틸렌 설비 폐쇄 필요. 최근 중국 및 한국 등의 구조조정 현실화 정도에 따라 회복 시점 가속화 기대감 상승

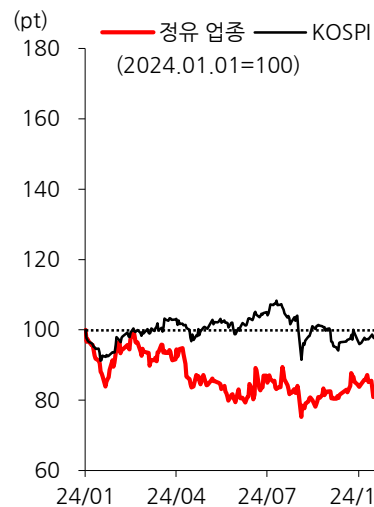


[정유] 2025년 리뷰 유가 하락 우려가 주가 하방 압력으로 작용

[한화리서치센터]

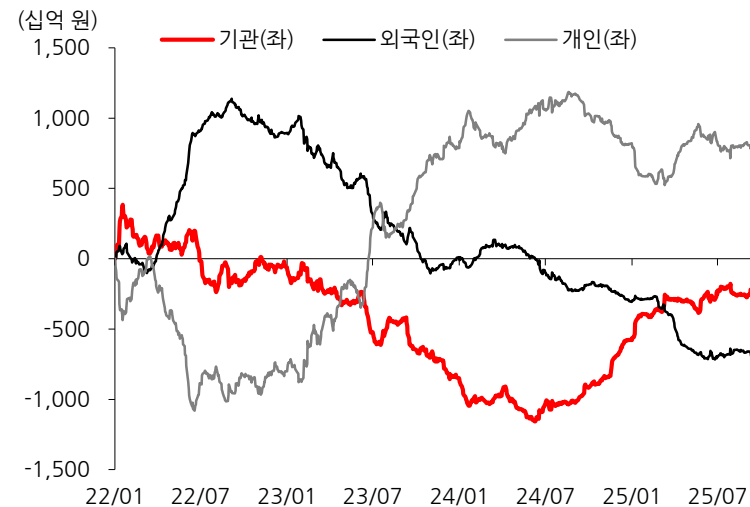
- ❖ 2025년 정유 업종 주가는 코스피 하회
 - 2025년 초 유가 약세에 대한 우려가 주가 하방 압력으로 작용
 - 그러나 2025년 9월부터 정제마진 강세 지속되며, 정유 업종 주가는 연초 대비 26% 상승(vs. 코스피 63%)
- ❖ 외국인/기관 수급도 2025년 9월부터 증가

정유 업종 코스피 가격 추이



주: S-Oil, SK이노베이션, GS 합산 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

정유 업종 수급 추이



주: S-Oil, SK이노베이션, GS 합산 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터



유가 여전히 하락 전망 우세

[한화리서치센터]

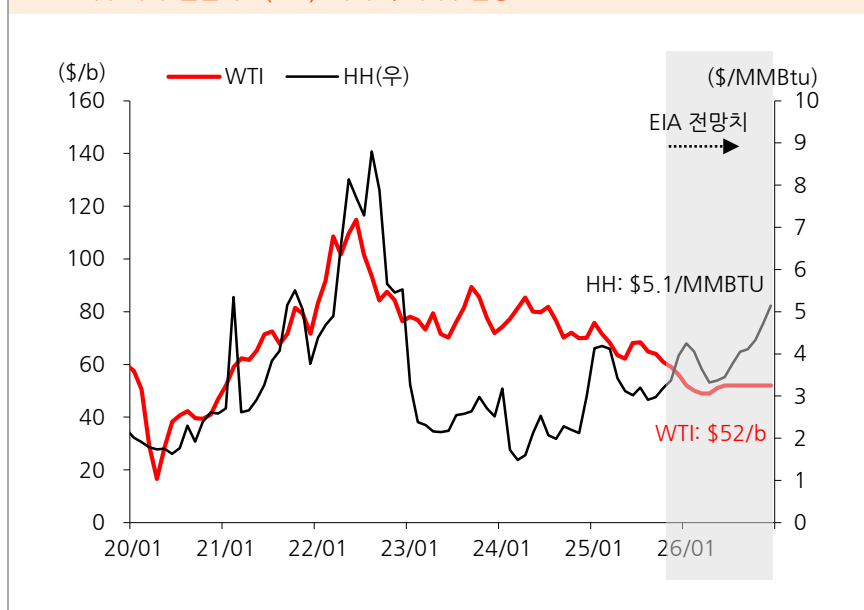
❖ 유가 하락세 전망 우세

- 유가(WTI 기준)는 연초 \$80/b에서 11월 \$58/b까지 하락하며, 연중 변동성은 컸으나 하락세 이어옴
- EIA는 2026년 말 WTI 가격 \$52/b까지 하락할 것으로 전망
- 반면, 미국 천연가스(HH) 가격은 2026년 말 \$5.1/MMBtu로 강세 전망(vs. 2025년 10월 \$3.2/b)

❖ OSP는 2024년부터 \$1~3/b 사이에서 보합세 이어왔으며, 당분간 강보합세 예상

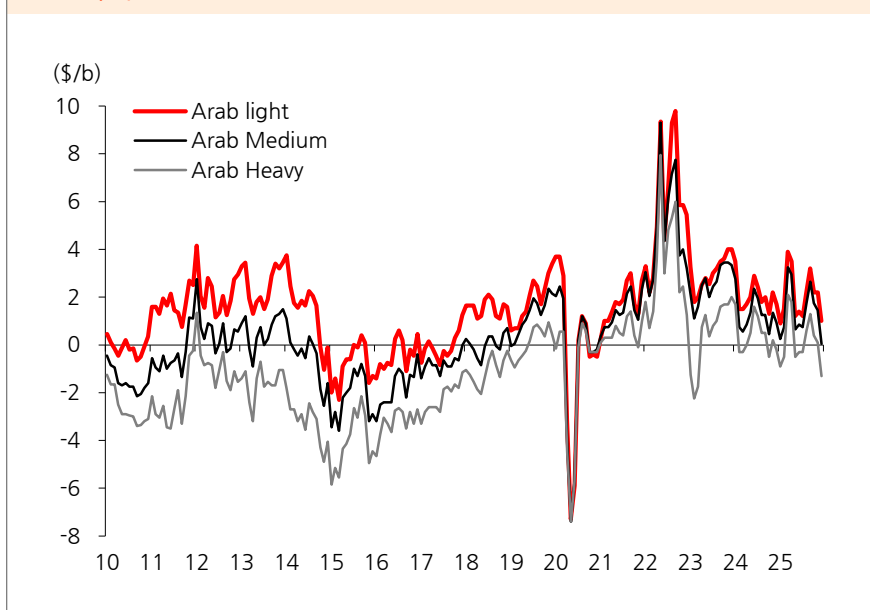
- 중동 산유국의 재정 상황과 감산 전략, 서방국의 러시아 원유 제재 등을 고려하면 OSP는 강보합세 전망
- 다만, 1) 글로벌 경기 둔화, 2) 러시아 원유 제재 강도 약화에 따라 아시아향 경쟁 물량 확대되면 OSP 하락 조정될 것

WTI 및 미국 천연가스(HH) 가격 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

OSP 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

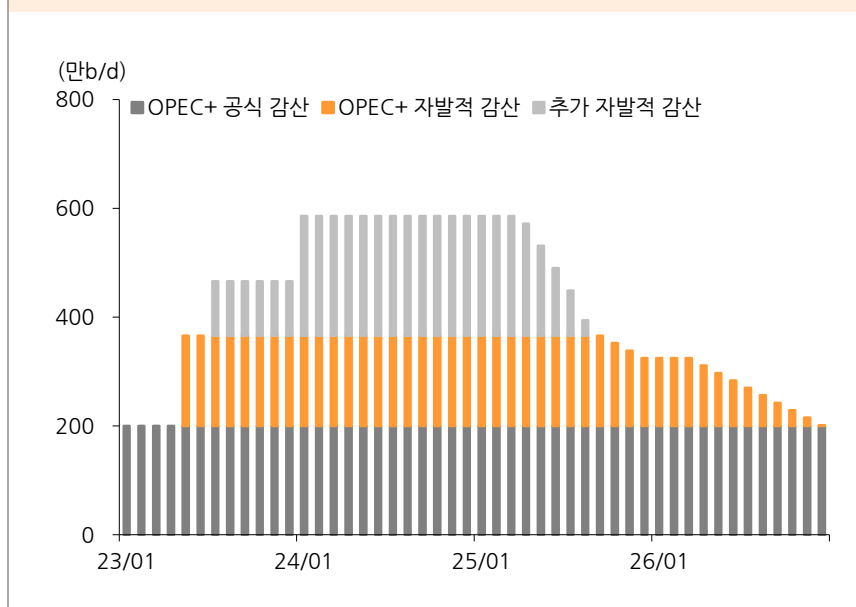


유가 여전히 하락 전망 우세

[한화리서치센터]

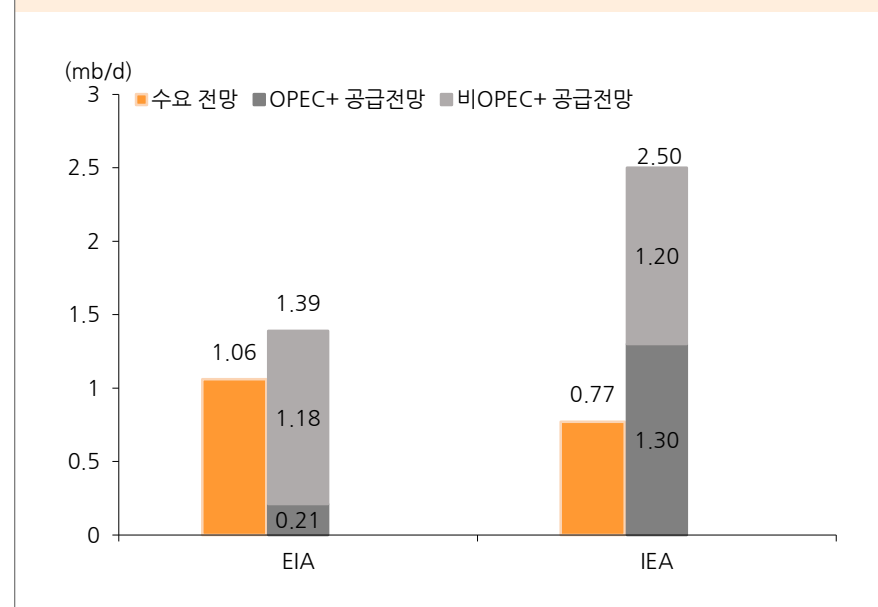
- ❖ 2026년에도 OPEC+의 감산 규모는 축소 예상
 - 2025년 9월 2차 자발적 감산(2.2mb/d) 완전 해제
 - 2025년 10월부터 1차 자발적 감산분도 축소 시작. 단, 2026년 1~3월에는 축소 멈추기로 발표했으며, 4월부터 이어갈 가능성 ↑
- ❖ 2026년 비OPEC+의 공급도 확대되며 공급 과잉 예상
 - 수요 전망: EIA +1.06mb/d, IEA +0.77mb/d, OPEC +1.38mb/d
 - 공급 전망: EIA +1.39mb/d(비OPEC+ +1.18mb/d), IEA +2.5mb/d(비OPEC+ +1.2mb/d)
 - 2026년 미국·브라질·캐나다·가이아나·아르헨티나 중심으로 공급 확대되며 공급과잉 예상

OPEC 감산 축소 현황 및 전망



자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터

2026년 비OPEC+ 공급도 늘어나며 공급 과잉 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

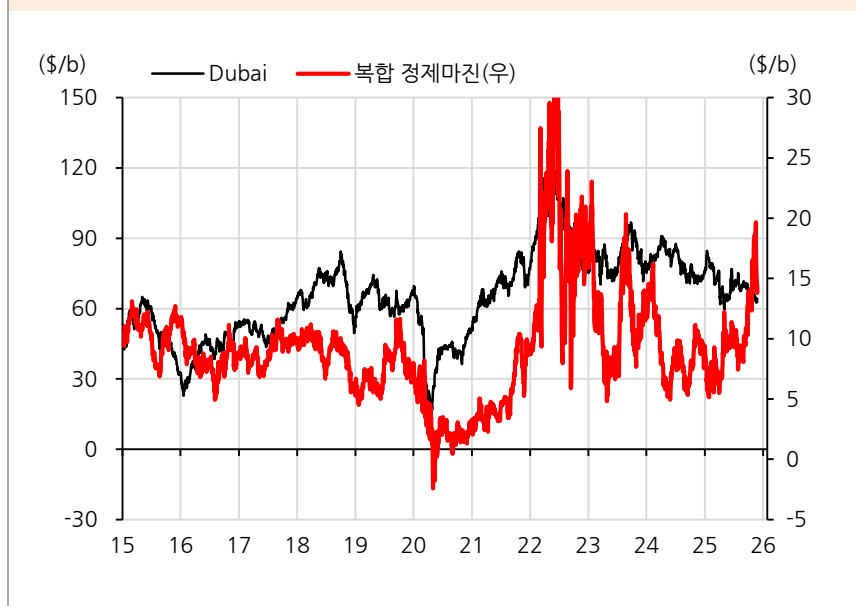


정제마진 역사적 고점 수준까지 급등

[한화리서치센터]

- ❖ 2025년 하반기 복합정제 마진 역사적 고점 수준으로 급등
 - 2025년 11월 복합정제 마진은 \$15~20/b. 2022~2023년 러-우 전쟁에 따른 특수 시기 제외하면 역사적 고점 수준
 - 특히, 등경유 제품 마진이 단기적으로 \$30/b도 초과하며 강세 시현

복합 정제마진 및 유가 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

제품별 정제마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터



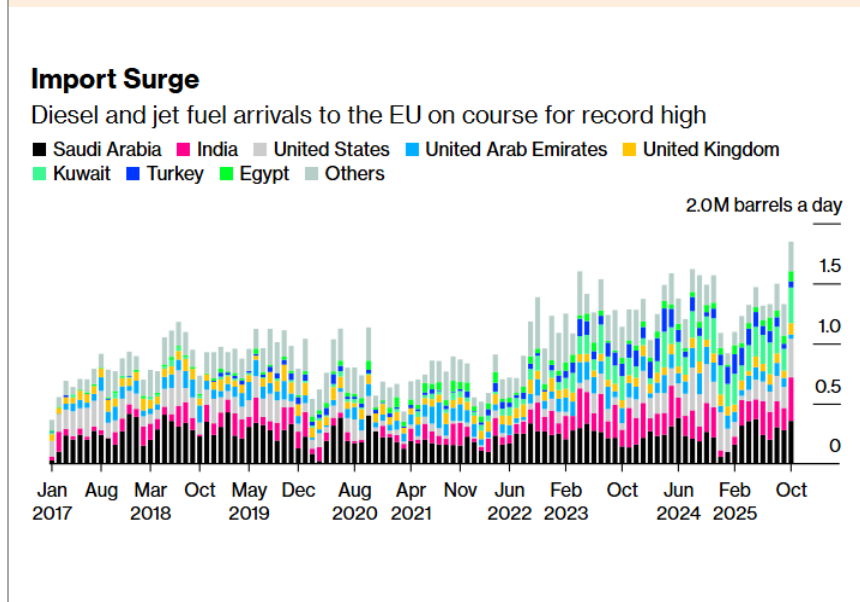
정제마진 강세 유럽의 러시아 제재

[한화리서치센터]

❖ EU, 러시아 18차 제재안 공식 채택

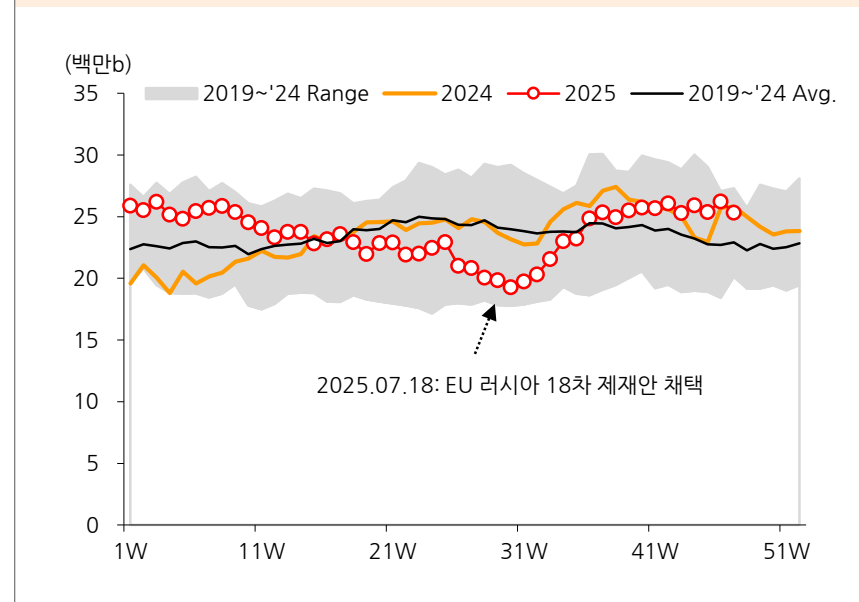
- 1) 2025년 7월 러시아산 원유 거래 가격 상한선 \$47.6/b로 인하(vs. 기존 \$60/b)
 - 2) 2026년 1월 21부터 러시아 원유로 제3국에서 생산된 정제제품의 유럽 수입 금지
- 2022년 러우전쟁 이후 증가한 유럽의 등경유 수입량은 2025년 말 재차 급증하며 재고도 증가

유럽의 등경유 수입량 역대 최대 수준으로 증가



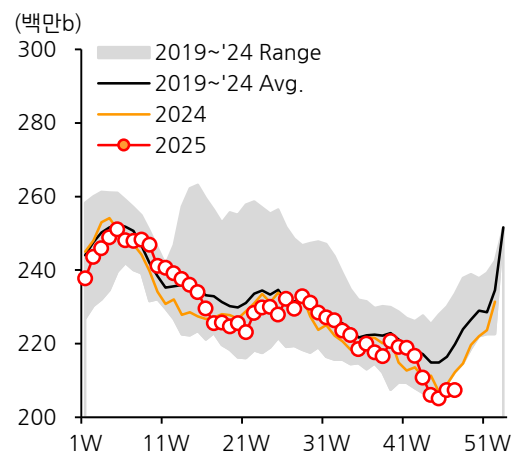
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

EU 러시아 18차 제재안 발표 이후, 유럽의 등경유 재고도 증가

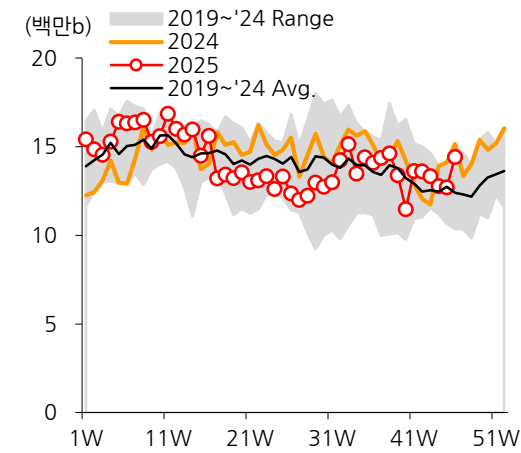


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

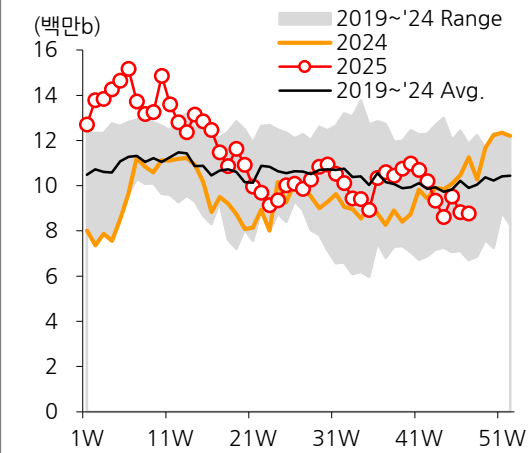
미국 휘발유 재고



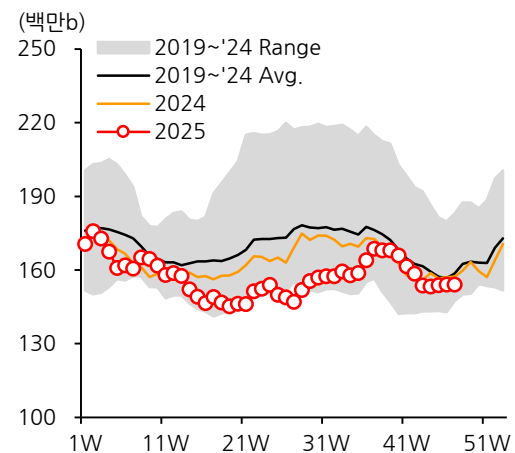
싱가포르 light distillate 재고



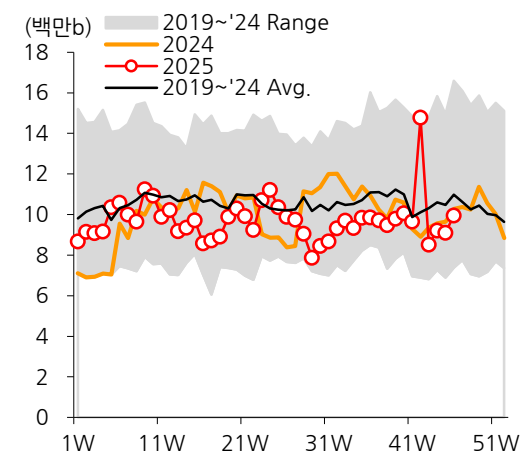
유럽 가솔린 재고



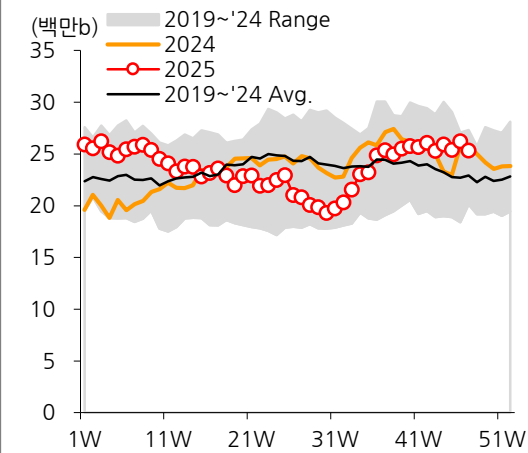
미국 등/경유 재고



싱가포르 middle distillate 재고



유럽 등경유 재고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



정제마진 강세 러시아 정제 설비 공격, 계절적 성수기

[한화리서치센터]

- ❖ 우크라이나의 러시아 정제 설비 공격
 - 러시아 정유 제품 생산량 30~50만b/d 감소(러시아 총 정제설비 약 650만b/d)
 - 2025년 글로벌 정제 설비는 약 8,300만b/d으로 50만b/d는 약 0.6% 수준
- ❖ 겨울철 앞두고 성수기 효과와 유럽의 정제설비 정기보수 까지 더해지며 석유 제품 수급은 더욱 타이트해진 상황

우크라이나의 러시아 정제 시설 공격

Ukraine's Strikes Take 20% of Russia's Oil Refining Offline, but Output Falls Only 3-6%

Ukrainian drones and missiles disabled 20% of Russia's refinery capacity in recent attacks, but Moscow limited losses to a 6% drop by activating idle units at other plants.

by Olena Hrachuk | Nov. 14, 2025, 2:00 pm

Listen to this article

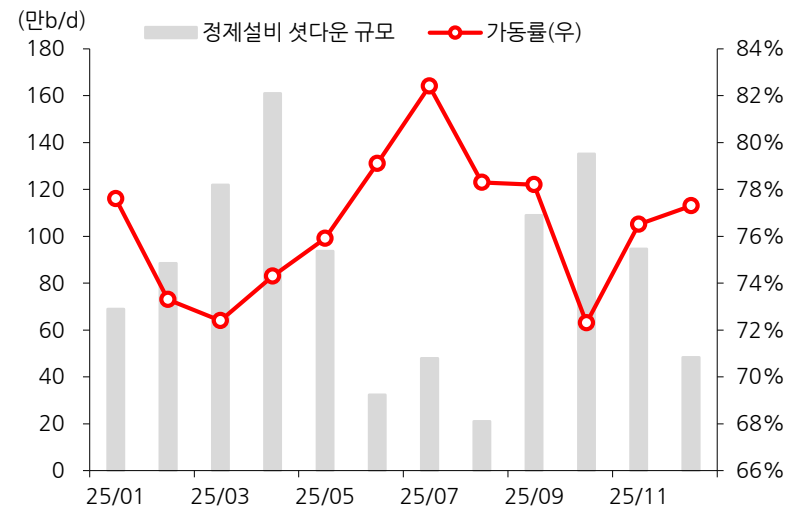
Share



Photo: Illustration: Ministry of Emergency Situations of Russia

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

유럽 정제설비 정기보수까지 더해지며 공급은 매우 타이트한 상황



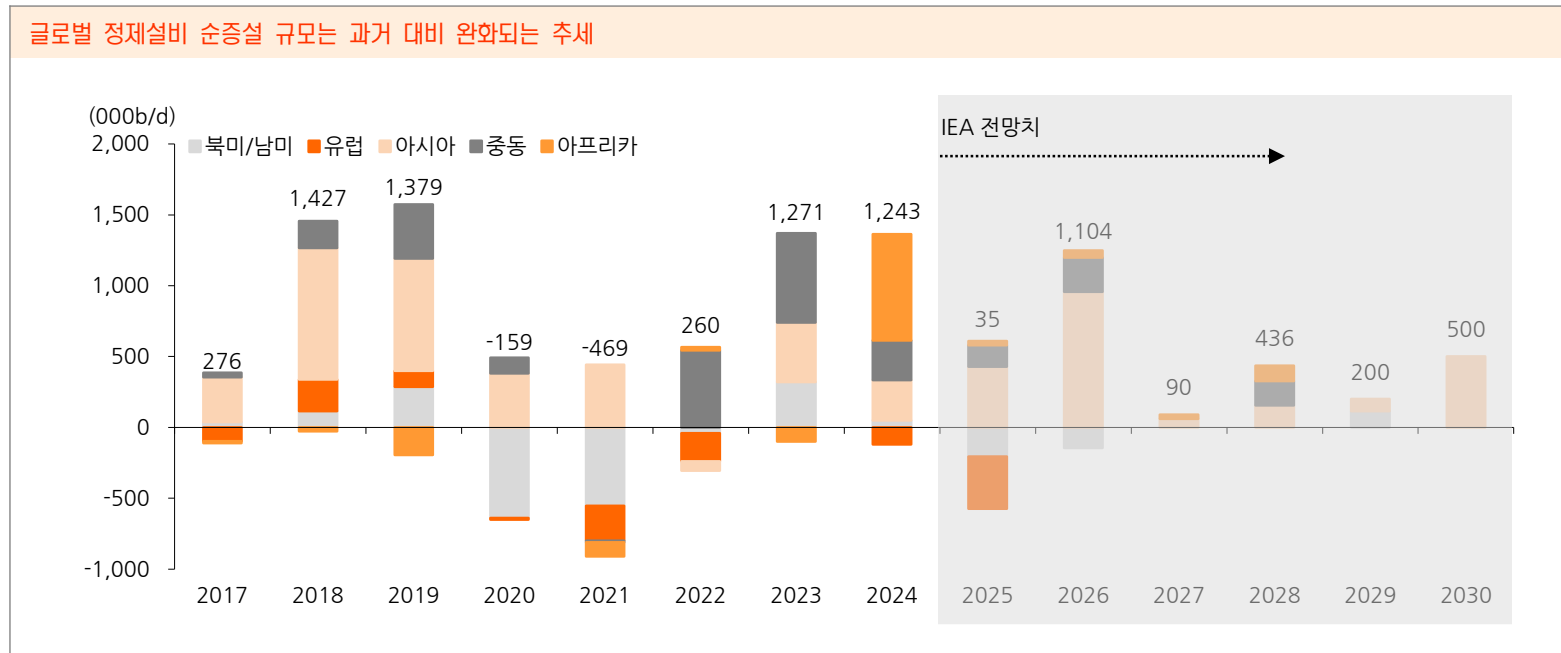
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터



순증설 현황 2026년 순증설 증가하지만, 과거 대비 완화되는 추세

[한화리서치센터]

- ❖ 글로벌 정제설비 순증설 규모는 완화되는 추세
 - 정제설비 순증설 규모(연평균): 2017~2024년: 653kb/d vs 2025~2030년 394kb/d
- ❖ 2026년 순증설 2025년 대비 증가하지만, 선진국의 추가 폐쇄 발표로 순증설 규모는 점차 하락 추세
 - 2026년 순증설은 아시아 지역(동남아, 중국) 중심으로 110만b/d 증가



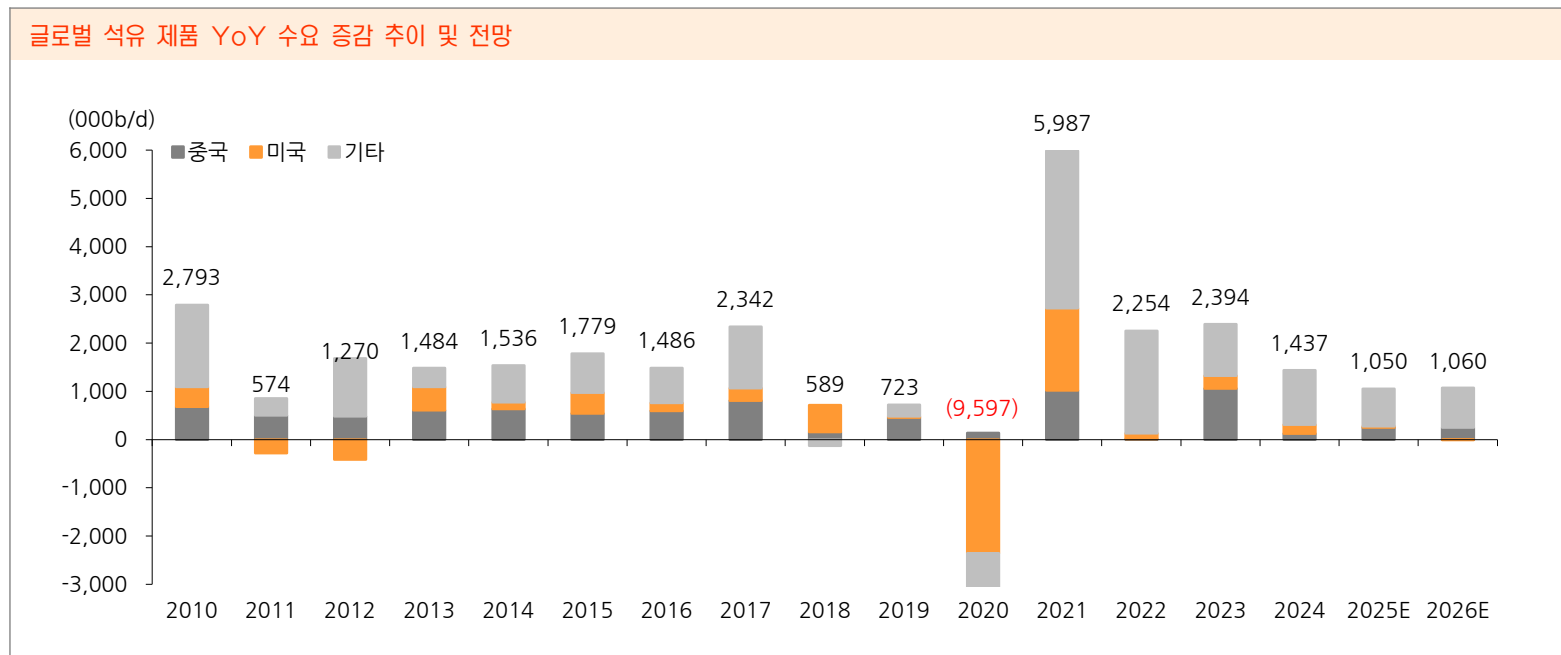
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터



수요 전망 2026년 석유 제품 수요, 순증설과 유사한 수준으로 증가

[한화리서치센터]

- ❖ EIA: 2026년 전세계 석유 수요 YoY 106만b/d 증가 전망
 - 2026년 정제설비 순증설(YoY +110만b/d)와 유사한 수준
 - 2026년 정제마진은 현재의 높은 수준 유지될 것으로 전망되나, 관세 정책/러시아 제재 강도에 따른 불확실성은 높은 상황
- ❖ 2027년부터 정제설비 순증설 규모는 크게 감소하며, 석유 제품 수급은 안정화될 것으로 기대



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

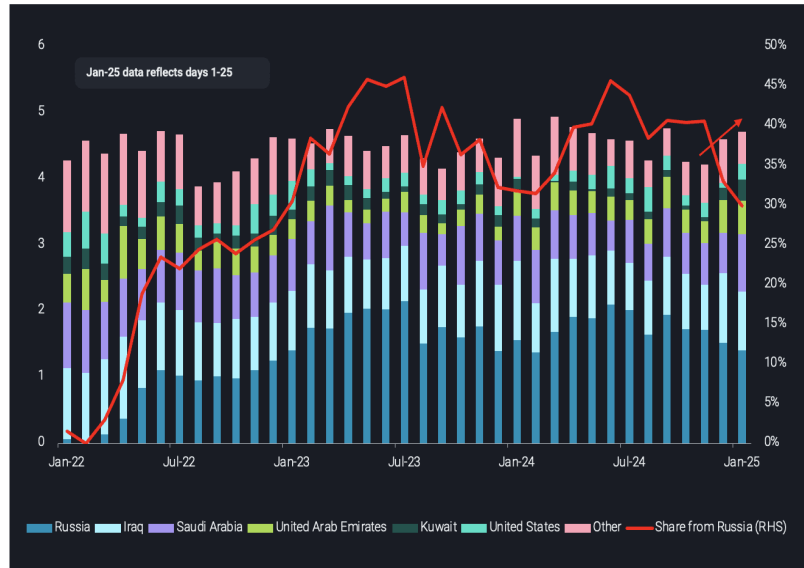


경쟁 현황 한국 정유 업종 인도/중국 대비 원가 경쟁력 회복 기대

[한화리서치센터]

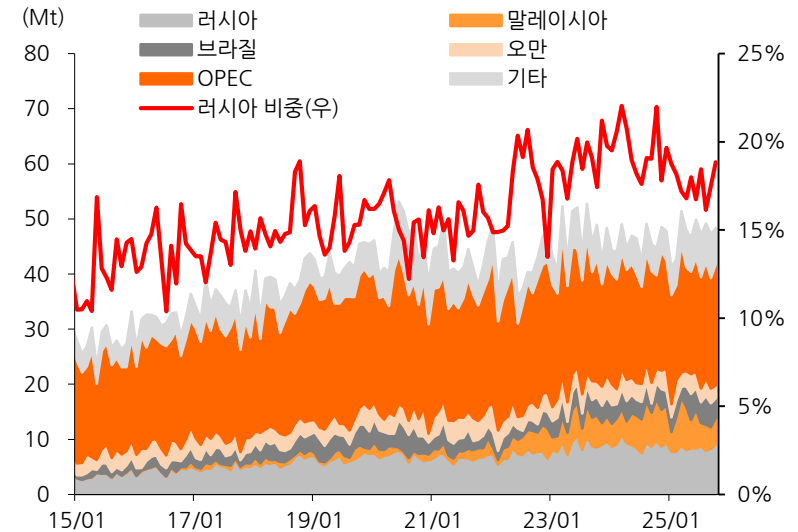
- ❖ 최근 미국/유럽의 러시아 제재 강화되며, 인도/중국의 러시아 제품 수입 축소될 것으로 기대
 - 국내 업체 대비 상대적인 원가 우위 축소 전망
- ❖ 인도와 중국은 러-우 전쟁 이후 저렴해진 러시아산 원유 수입 비중 증가
 - 저렴한 Ural유 비중 높이며, 국내 업체 대비 원가 경쟁력 확대
- ❖ 미국의 이란산 원유 제재도 강해지며, 중국향 이란 원유 가격 할인 폭 확대
 - 로이터에 따르면, ICE Brent 대비 중국향 이란산 ‘라이트’ 원유 할인 폭은 3월 \$3/b → 9월 \$6/b → 12월 \$8/b 이상
 - 2025년 9월 기준 중국 원유 총 수입 중 이란산 원유 비중은 14%로 추정

인도는 2022년 이후 러시아 원유 수입 비중 30~40% 수준



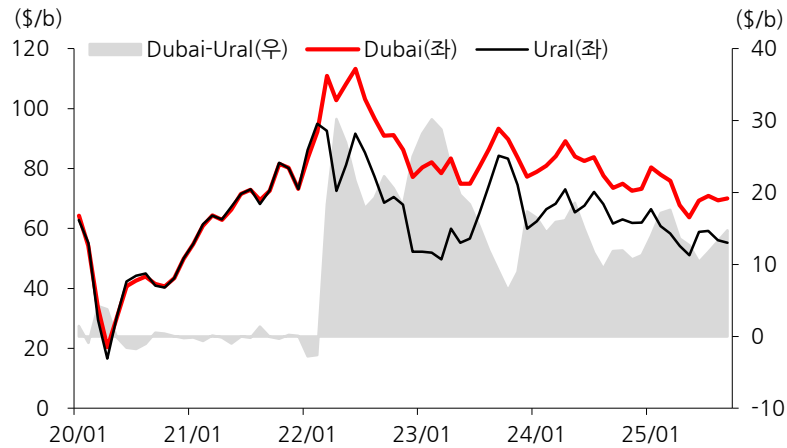
자료: Vortexa, 한화투자증권 리서치센터

중국의 러시아 원유 수입 비중도 20% 수준



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

러-우 전쟁 이후 러시아 원유 할인되어 판매



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

인도/중국의 러시아 석유 수입 축소

국제 : 국제일반

트럼프의 러시아 제재 통했나...“중국·인도, 러 석유 수입 줄인다”

중앙일보 | 입력 2025.10.24 16:50

장문서 기자

구독



인도 구자라트주의 밀라이언스 인터스태츠 원유 공장, AP=연합뉴스

러시아 석유기업을 겨냥한 도널드 트럼프 미국 대통령의 대(對)러시아 추가 제재가

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

미국의 제재로 이란 원유도 할인되어 판매 중



Iranian flag and 3D printed oil barrels miniature are seen in this illustration taken June 23, 2025. REUTERS/Dado Ruvic/Illustration Purchase Licensing Rights C2

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

미국, 이란 제재 우회 지원한 중국 기업 정조준

미, '이란 원유 수출 지원' 中정유기업 등에 제재 부과

등록 2025.10.10 02:14:29 수정 2025.10.10 06:14:24

가 가 가 가

"이란 정권·美위협 단계에 수입 제공"
"이란 원유 수입" 中기업 제재 내면배



[워싱턴=AP/뉴스1] 스티브 베센트 미국 재무장관. 2025.07.23.

[서울=뉴스1] 김승민 기자 = 미국이 이란산 석유 수출을 지원하는 것으로 파악된 중국 기업 등에 대한 제재를 발표했다.

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

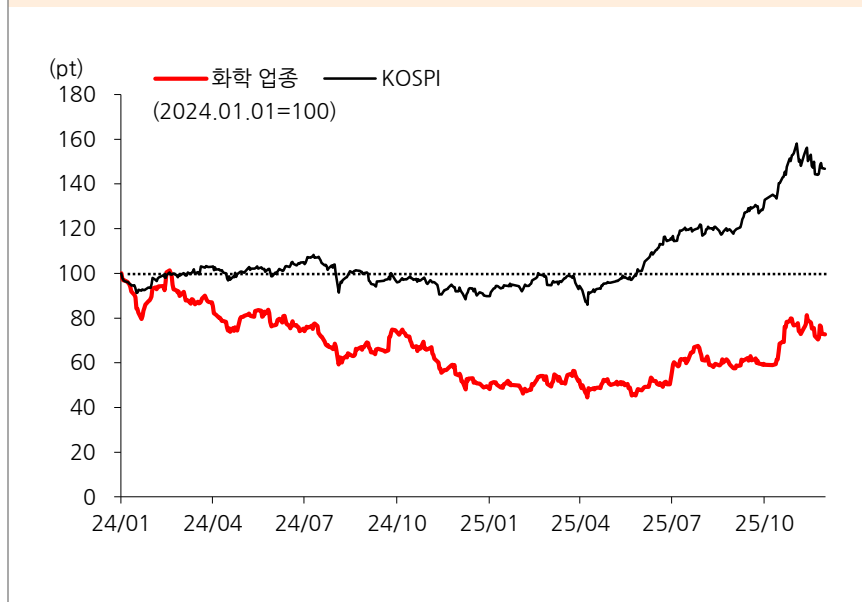


[화학] 2025년 리뷰 부진한 업황 지속되며 주가 반등도 제한적

[한화리서치센터]

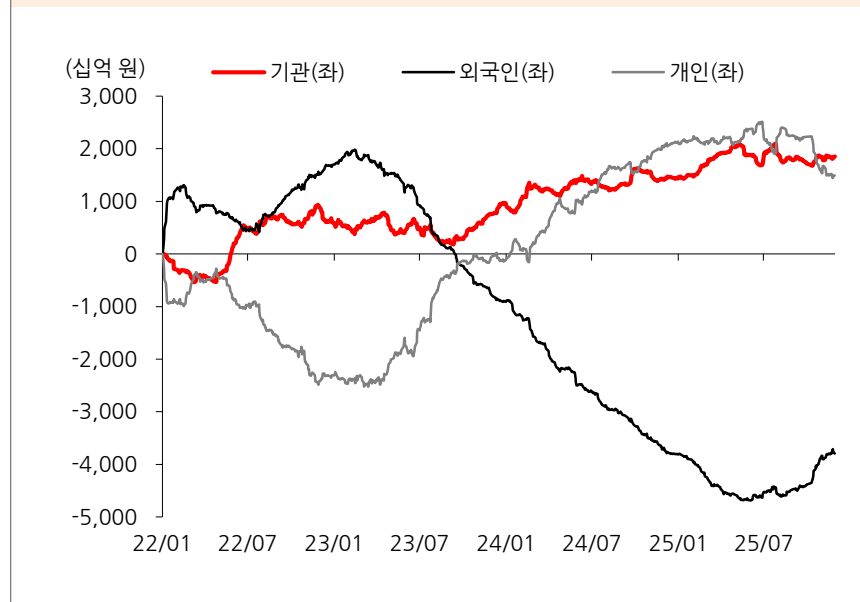
- ❖ 2025년 화학 업종 주가는 코스피 하회
 - 2025년 초 업황 부진이 이어지며 주가 약세 지속됐으나, 2025년 중순부터 주가 반등하며 YTD +53% 상승(vs. 코스피 +63%)
 - 그러나, 주가 상승은 화학 업황 회복에 대한 기대감보다는 LG화학의 지분 가치 재평가 영향이 주요
- ❖ 2년 이상 매도세를 유지해온 외국인 수급은 2025년 하반기부터 반등

화학 업종 주가 추이



주: LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, 한화솔루션, 금호석유화학 합산 시가총액 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

화학 업종 수급 추이



주: LG화학, 롯데케미칼, 대한유화, 한화솔루션, 금호석유화학 합산 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터



업황 부진 지속 주요 제품 스프레드 및 가동률 보합세

[한화리서치센터]

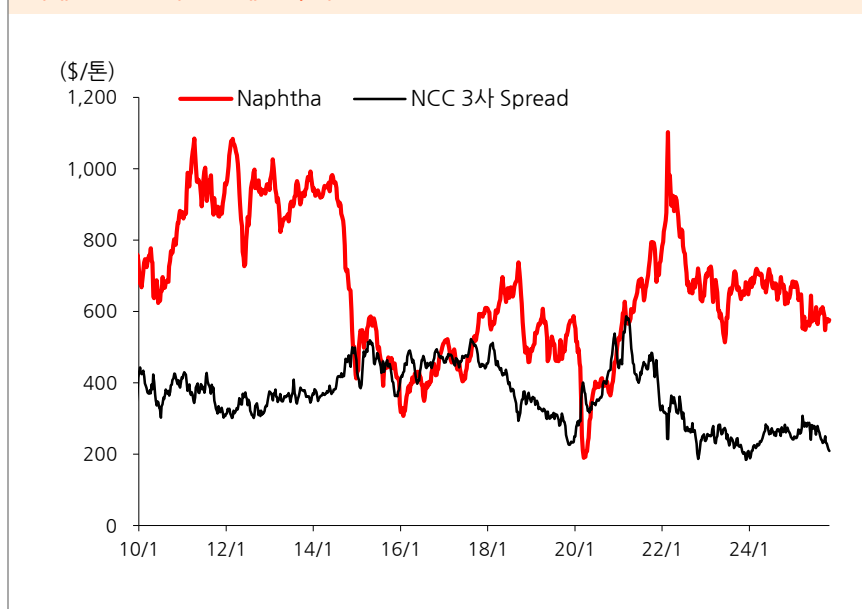
❖ NCC 스프레드 부진 지속

- NCC 스프레드는 2021년 하락기 이후 2024년부터 강보합세 이어지는 중. 2025년 하반기에는 재차 약세 전환
- 글로벌 화학 설비 가동률도 2023년 이후 65~70% 수준에서 보합세

❖ 2025년 주요 제품 스프레드도 약세 지속

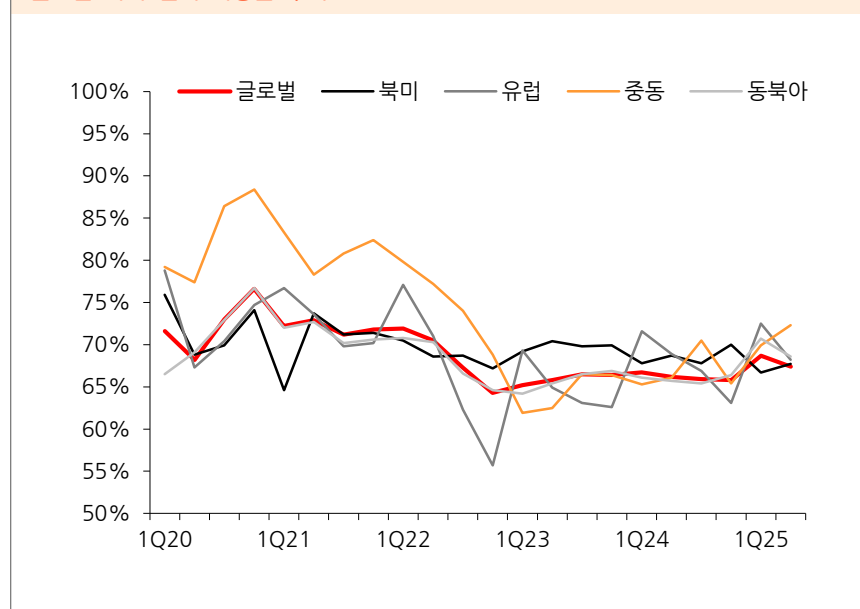
- PE/PP/PX/PVC/MEG 스프레드 부진
- ABS 스프레드는 2024년 이후 중국 이구환신 효과로 회복세 보였으나, 2025년에는 보합세

국내 NCC 3사 스프레드 추이



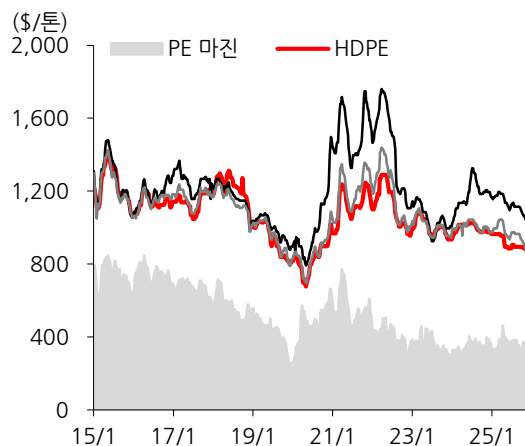
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 화학 설비 가동률 추이

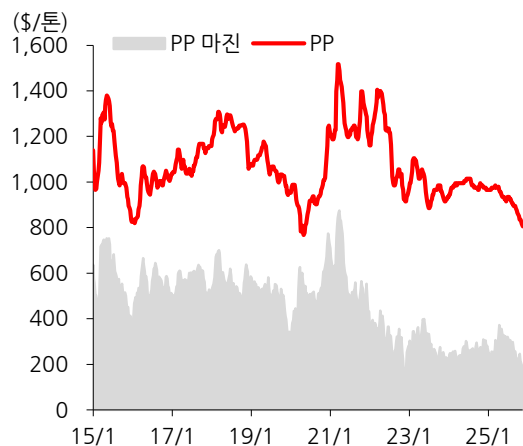


자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

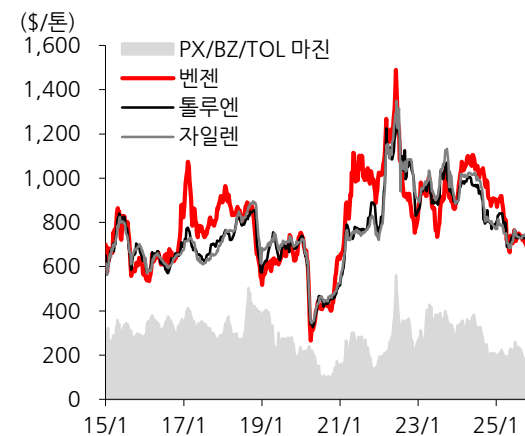
PE 가격 및 스프레드 추이



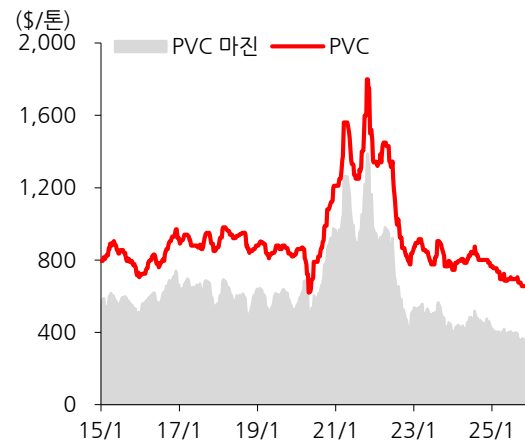
PP 가격 및 스프레드 추이



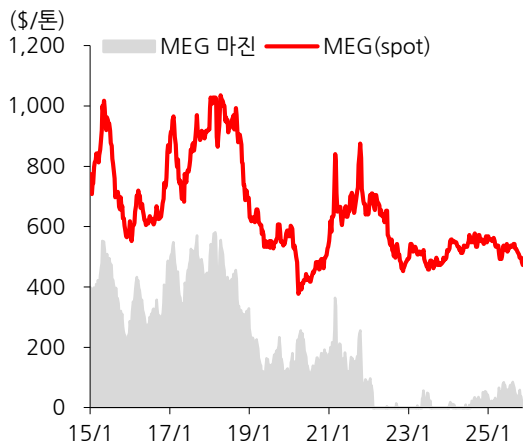
아로마틱스 가격 및 스프레드 추이



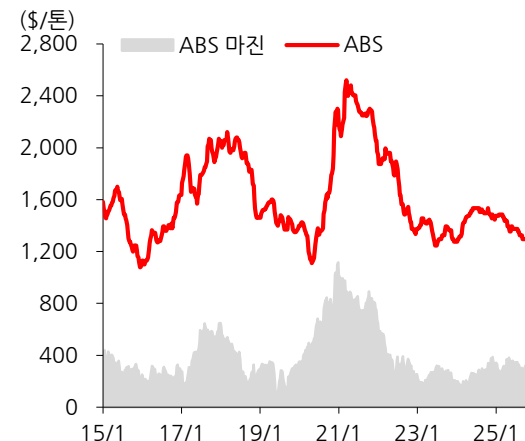
PVC 가격 및 스프레드 추이



MEG 가격 및 스프레드 추이



ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 한화투자증권 리서치센터

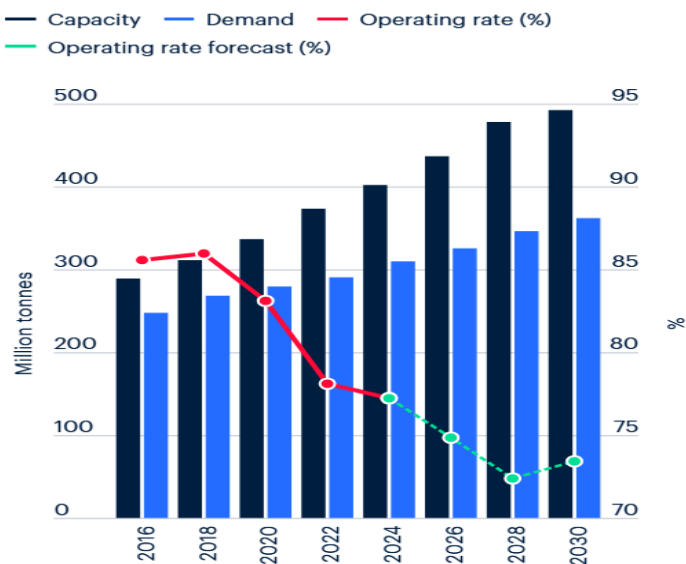


공급 2030년까지도 이어질 공급과잉

[한화리서치센터]

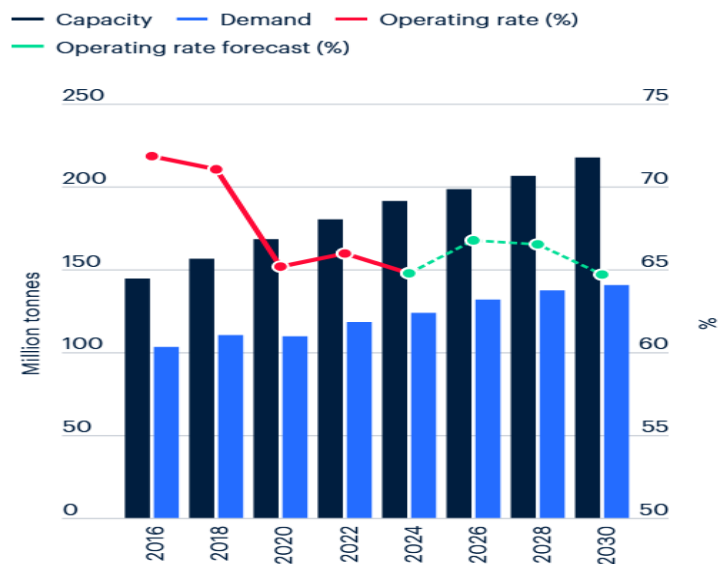
- ❖ 글로벌 올레핀/아로마틱스 공급 과잉은 지속될 전망
 - 중국과 중동/아프리카 중심으로 순증설 이어질 것
- ❖ 에틸렌, 프로필렌은 2030년까지도 증설 이어지며 2028년까지 가동률 하락 예상
- ❖ 반면, PX는 2024년부터 증설 일단락되며, 현재 수준의 가동률 유지 예상

글로벌 올레핀 수급/가동률 추이 및 전망



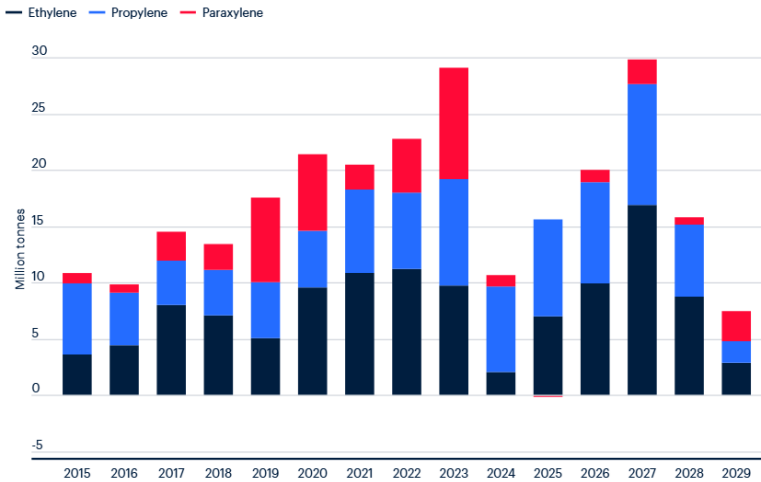
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 아로마틱스 수급/가동률 추이 및 전망



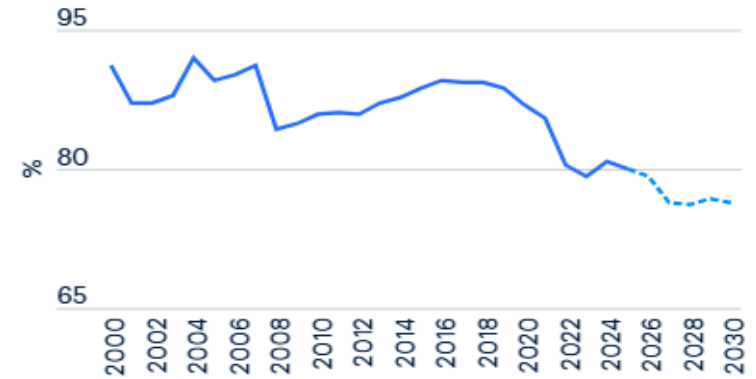
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 화학 제품(올레핀/아로마틱스) 증설 추이 및 전망



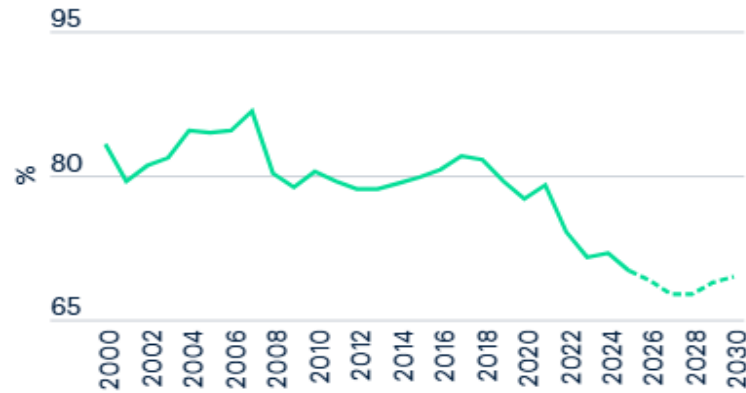
글로벌 에틸렌 가동률 추이 및 전망

Ethylene



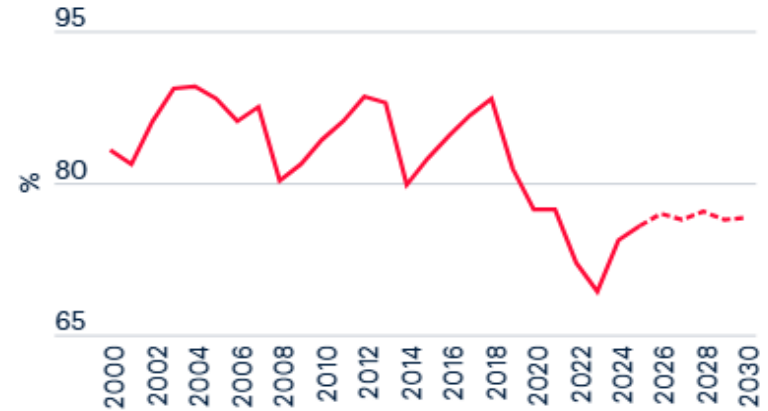
글로벌 프로필렌 가동률 추이 및 전망

Propylene



글로벌 PX 가동률 추이 및 전망

Paraxylene



자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터



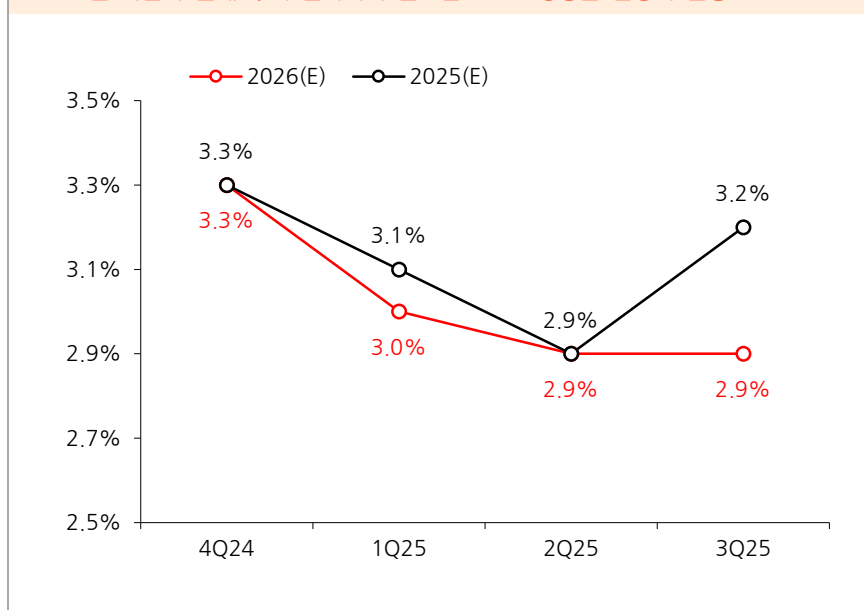
수요 예상보다 강했던 2025년, 그러나 점진적인 둔화 전망

[한화리서치센터]

❖ 2H25 들어 2025~2026년 글로벌 GDP 성장률 전망치 반등/보합세

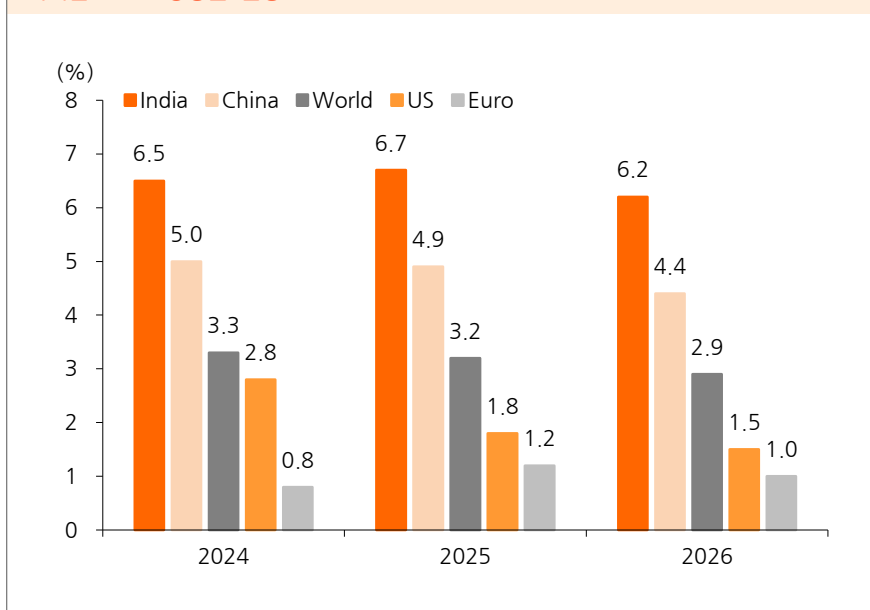
- OECD는 9월 GDP 성장률 전망을 2025년 상향(2.9% → 3.2%), 2026년 보합(2.9% 유지)으로 조정
- 2025년 GDP 성장률 전망의 상향 배경은 미국의 글로벌 관세 인상 전 선행 수요가 예상보다 강했기 때문
- 다만, 관세 인상 효과 본격화되며 성장 모멘텀은 점진적 둔화 전망(GDP 성장률 24년 3.3% → 25년 3.2% → 26년 2.9%)

2025년 하반기 관세 우려 완화되며 글로벌 GDP 성장률 전망치 반등



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

지역별 GDP 성장률 전망



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터



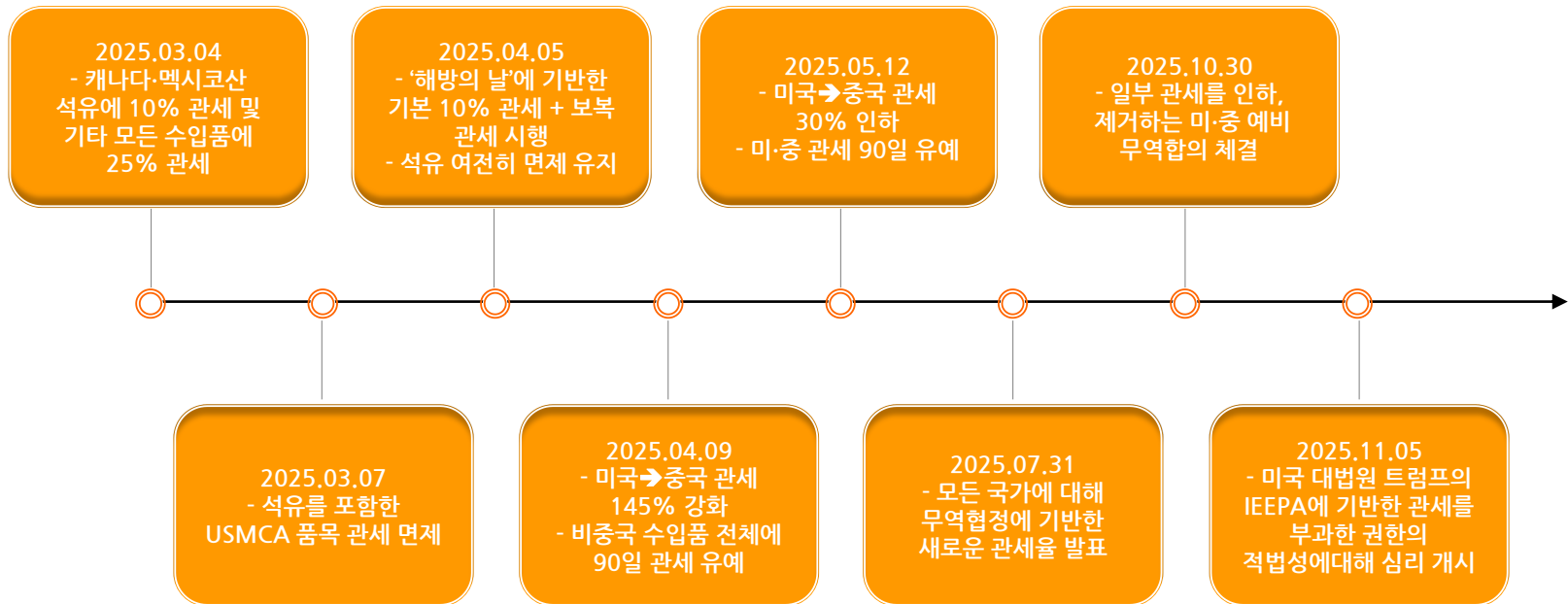
미국의 관세 전쟁 IEEPA법 & 상호관세에 따른 수요 불확실성

[한화리서치센터]

❖ 2025년 미국의 관세 전쟁으로 글로벌 수요에 대한 불확실성 상승

- 트럼프 행정부는 IEEPA(국제비상경제권법)에 근거하여 글로벌 상호관세 부과했으나, 이는 정당한 목적을 벗어난다는 이유로 미국 연방 대법원 심리가 진행 중. 현재 관세 전부 또는 일부가 위법·위헌이라는 결론으로 갈 가능성이 크다는 평가가 우세
- 언론에 따르면, 2025년 말 ~ 2026년 초 판결이 나올 것으로 예상
- 위헌 판결이 나와 관세 인하된다면 중장기 경제 성장률은 높아질 것으로 기대. 다만, IEEPA가 막히면 트럼프 행정부는 무역법 232조, 301조, 반덤핑/상계관세 등을 활용해 유사한 수준의 관세 효과를 유지하는 방안 준비 중인 것으로 보도됨

2025년 미국의 관세 정책 및 무역 협정 일정



자료: Argus, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



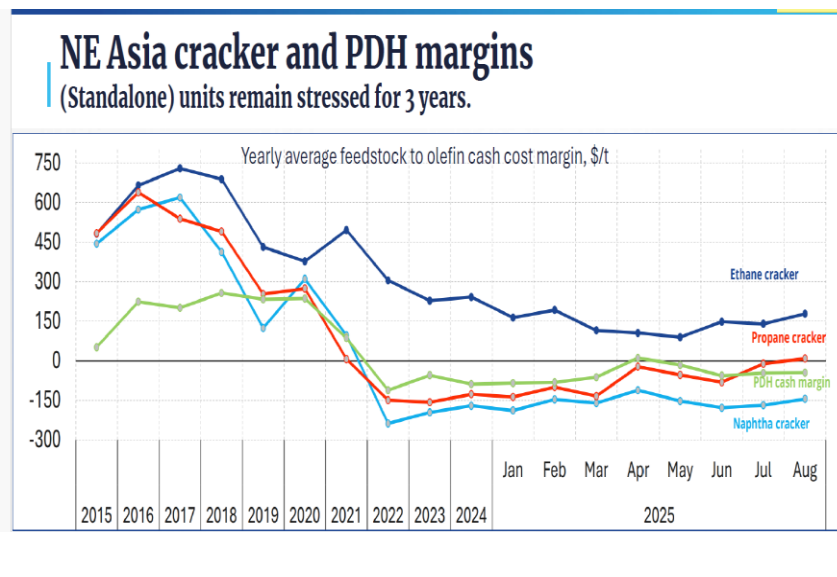
원가 경쟁력 회복 에탄 가격 상승하며 NCC 원가 경쟁력 회복 전망

[한화리서치센터]

❖ 천연가스 가격 강세로 ECC 대비 NCC의 상대적 원가 경쟁력 회복 기대

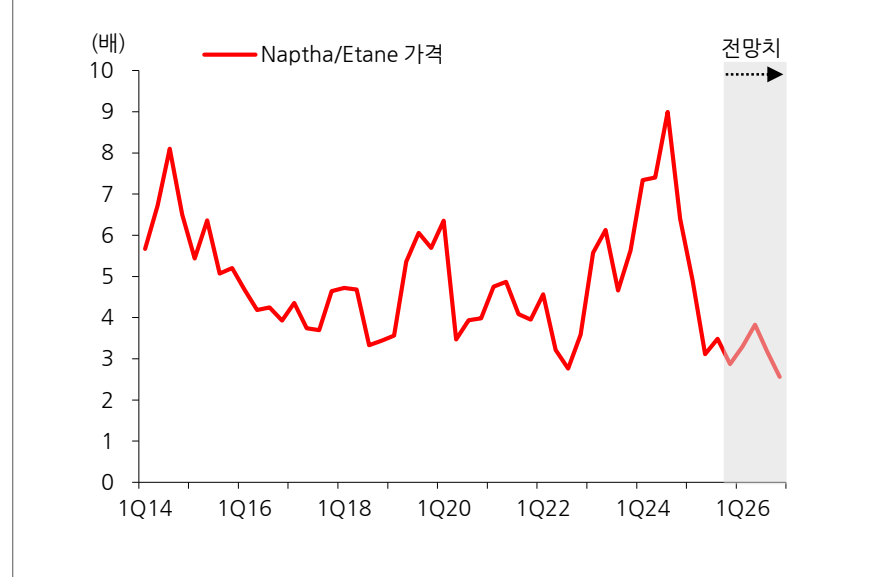
- EIA는 WTI 가격 2026년 말 \$52/b까지 하락 전망. 반면, 천연가스(HH)는 \$5.1/MMBtu 전망로 강세 전망
- Naptha/Ethane 가격 비율은 3Q25 3.5배였으나, 4Q26 2.6배까지 하락하며 당분간 NCC의 상대적 원가 경쟁력 회복 시기 예상
- NCC의 상대적 원가 경쟁력은 2018~2019년, 2021~2023년 급격히 악화. Naptha/Ethane 가격 비율에 따라 크래커 상대 수익성 이 정비례하지는 않지만 중장기 추세는 유사

크래커별 수익성 추이



자료: Argus, 한화투자증권 리서치센터

나프타/에탄 상대 가격 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

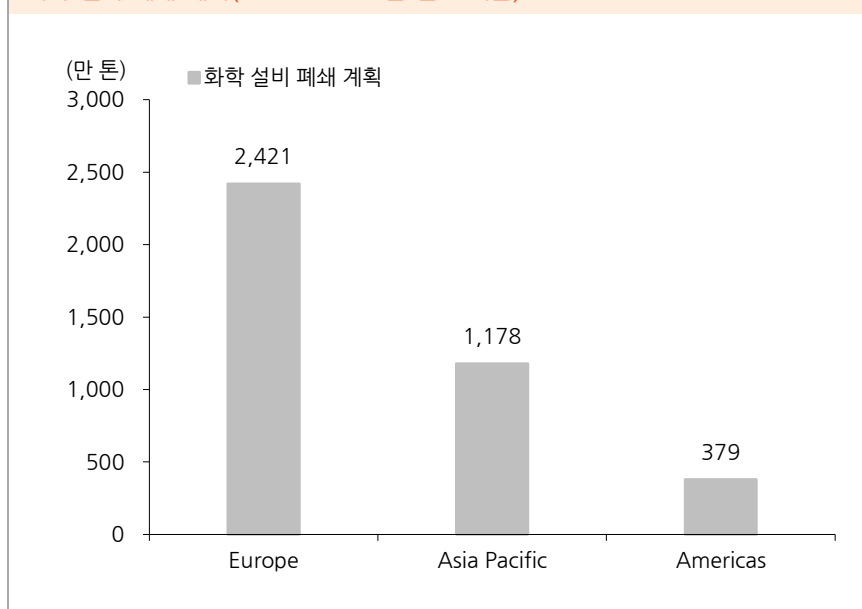


구조조정 2022년부터 글로벌 폐쇄 발표 규모 확대 중

[한화리서치센터]

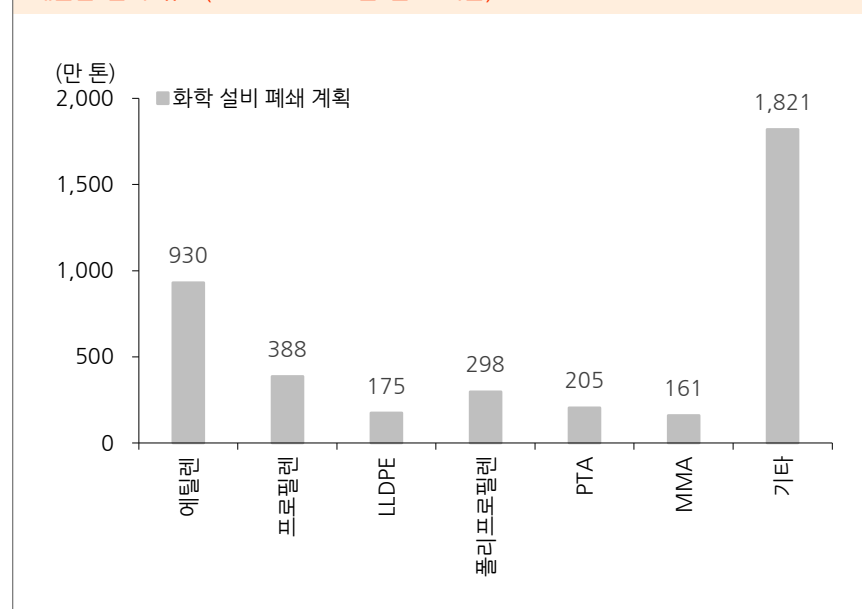
- ❖ 2022~2025년 약 4,000만 톤의 설비 폐쇄 계획 발표됐으며, 지속 확대되는 중
 - 2022년부터 화학 업황 부진 이어지면, 유럽 중심으로 화학 설비 폐쇄 발표 이어짐
 - 2028년까지 화학 설비 폐쇄 계획: 유럽 2,421만 톤, 아시아-태평양 1,178만 톤, 미주 379만 톤

화학 설비 폐쇄 계획(2022~2025년 발표 기준)



주: 모든 소재 폐쇄 Capa 단순 합산 기준
자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터

제품별 감축 규모(2022~2025년 발표 기준)



자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터



구조조정 여전히 2,260만 톤의 추가 설비 폐쇄 필요

[한화리서치센터]

- ❖ 2030년 가동률 85% 회복을 위해 추가 2,260만 톤의 에틸렌 설비 폐쇄 필요
 - 수요 성장률 2.5%(2024~2030년) 가정 시, 2030년 가동률 85% 회복하기 위해 추가 2,260만 톤의 설비 폐쇄 필요
 - 이미 계획된 폐쇄 외에 추가적인 구조조정이 없다면, 가동률 85%는 2033~2034년에야 가능할 전망(연간 2.5% 수요 성장 전제)

2030년 정상화를 위해 계획 대비 추가 2,260만 톤의 설비 폐쇄 필요

		글로벌 에틸렌 가동률																				
수요 성장률 (24 ~30)		70%	71%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	78%	79%	80%	81%	82%	83%	84%	85%	86%	87%	88%	89%	90%
	2.0%	(22.6)	(18.4)	(14.4)	(10.4)	(6.5)	(2.8)	0.9	4.4	7.9	11.3	14.6	17.8	20.9	24.0	27.0	29.9	32.7	35.5	38.2	40.9	43.5
	2.1%	(24.4)	(20.2)	(16.1)	(12.1)	(8.2)	(4.4)	(0.7)	2.8	6.3	9.7	13.0	16.3	19.4	22.5	25.5	28.4	31.3	34.1	36.9	39.5	42.1
	2.2%	(26.1)	(21.9)	(17.8)	(13.8)	(9.9)	(6.1)	(2.4)	1.2	4.7	8.2	11.5	14.7	17.9	21.0	24.0	27.0	29.9	32.7	35.5	38.1	40.8
	2.3%	(27.9)	(23.7)	(19.5)	(15.5)	(11.5)	(7.7)	(4.0)	(0.4)	3.1	6.6	9.9	13.2	16.4	19.5	22.6	25.5	28.4	31.3	34.0	36.7	39.4
	2.4%	(29.7)	(25.4)	(21.2)	(17.2)	(13.2)	(9.4)	(5.6)	(2.0)	1.6	5.0	8.4	11.7	14.9	18.0	21.1	24.1	27.0	29.8	32.6	35.3	38.0
	2.5%	(31.5)	(27.2)	(23.0)	(18.9)	(14.9)	(11.1)	(7.3)	(3.6)	(0.1)	3.4	6.8	10.1	13.4	16.5	19.6	22.6	25.5	28.4	31.2	33.9	36.6
	2.6%	(33.3)	(28.9)	(24.7)	(20.6)	(16.6)	(12.7)	(9.0)	(5.3)	(1.7)	1.8	5.2	8.6	11.8	15.0	18.1	21.1	24.1	27.0	29.8	32.5	35.2
	2.7%	(35.1)	(30.7)	(26.5)	(22.4)	(18.3)	(14.4)	(10.6)	(6.9)	(3.3)	0.2	3.7	7.0	10.3	13.5	16.6	19.6	22.6	25.5	28.3	31.1	33.8
	2.8%	(36.9)	(32.5)	(28.2)	(24.1)	(20.1)	(16.1)	(12.3)	(8.6)	(4.9)	(1.4)	2.1	5.4	8.7	11.9	15.1	18.1	21.1	24.0	26.9	29.7	32.4
	2.9%	(38.7)	(34.3)	(30.0)	(25.8)	(21.8)	(17.8)	(14.0)	(10.2)	(6.6)	(3.0)	0.5	3.9	7.2	10.4	13.6	16.6	19.6	22.6	25.4	28.2	31.0
3.0%	(40.6)	(36.1)	(31.8)	(27.6)	(23.5)	(19.5)	(15.7)	(11.9)	(8.2)	(4.6)	(1.1)	2.3	5.6	8.9	12.0	15.1	18.1	21.1	24.0	26.8	29.6	

자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터



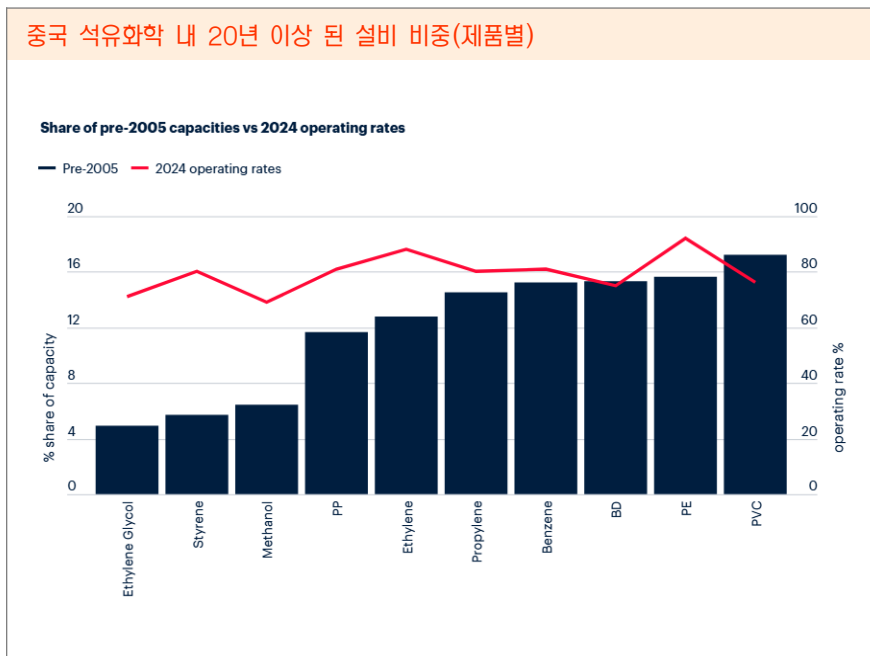
중국 구조조정 노후 설비 폐쇄 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 중국의 반내권: 철강/석유화학/자동차 산업 등에서 비효율적인 출혈 경쟁을 방지하기 위한 구조조정/규제/계획
 - 중국 정부 20년 이상된 석유화학·정유 설비 폐쇄/개조하고 신규 증설 제한하겠다고 밝혀
 - 30년 전 설비는 2030년 전 단계적인 폐지 유도, 20~30년된 설비는 개선 대상으로 삼아 구조조정 계획
 - 20년 이상된 에틸렌 설비는 약 700만 톤으로 추정됨

중국의 정유/화학 설비 구조조정 내용	
구분	내용
정유 설비 총 캐파 상한	10억 톤/년으로 상한 설정. 2024년 실적 약 9.5억 톤/년 수준이라 추가 증설 여지 낮음
소규모 정유 설비	연산 200만 톤 미만 정유소 약 4,880만 톤(전체의 5%) 수준. 단계적 폐쇄·통합 대상
노후(20년 이상) 에틸렌 설비	2025년 기준 에틸렌 캐파의 약 12%가 20년 이상 설비
노후(20년 이상) 프로필렌 설비	2025년 기준 프로필렌 캐파의 약 21%가 20년 이상 설비
중국 내 석화 설비 폐쇄·개조 예상	중국 내 전체 석유화학 설비의 약 10%가 폐쇄 또는 대규모 개보수 대상이라는 전망(한국 업계·언론 추정치)

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



자료: ICIS, 한화투자증권 리서치센터



한국 구조조정 기업들은 연말까지 사업재편 계획서 제출 예정

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 석유화학 기업들은 자율적으로 NCC 에틸렌 270~370만 톤의 설비 감축 목표
 - 2025년 8월 정부는 석유화학 구조조정 방안을 발표했으며, 기업들은 연말까지 사업재편 계획서 제출 예정. 산업통상부는 시한을 맞추지 못하면 정부 지원 제외하겠다고 기업들의 사업재편 압박
 - 정부 지원: 1) 기활법 상 분할/합병 절차 간소화 인센티브, 2) 산자부와 금융기관을 통한 금융 혜택(부채 부담 완화, 여신 한도 상향 등)
 - 감축 목표인 270~370만 톤은 국내 에틸렌 설비 1,460만 톤(S-Oil 사린PJT 포함) 대비 18~25% 수준
 - 대표 사례: 롯데케미칼 & HD현대케미칼 대산 공장 합병 후 통합 운영 발표

국내 석유화학 산업단지 현황			
	기업	Capa(천 톤)	사업 가동일
여수 6,465천 톤	LG화학 1공장	1,180	1,991
	LG화학 2공장	900	2,021
	여천NCC 1공장	900	1,979
	여천NCC 2공장	915	1,989
	여천NCC 3공장	470	1,992
	롯데케미칼	1,200	1,992
	GS칼텍스	900	2,021
대산 4,770천 톤	LG화학	1,270	1,991
	롯데케미칼	1,100	1,998
	HD현대케미칼	850	2,021
	한화토탈	1,550	1,991
울산 3,390천 톤	SK지오센트릭	690	1,989
	대한유화	900	1,991
	S-Oil	1,800	2,026

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

롯데케미칼 국내 1호로 사업재편 계획 승인 심사 신청	
투자판단 관련 주요경영사항	
1. 제목	기업활력 제고를 위한 특별법에 따른 공동사업재편계획 승인 심사 신청
2. 주요내용	당사는 「기업활력 제고를 위한 특별법」에 따라 석유화학산업 경쟁력 제고 방안의 이행 및 국내 석유화학 업계의 구조 개편에 참여하기 위하여, 2025년 11월 26일 산업통상부에 에이치디현대오일뱅크(주), 에이치디현대케미칼(주)와 공동으로 사업재편계획 승인 심사를 신청하였습니다. 사업재편계획(안)은 국내 석유화학 산업의 구조적 과잉 문제로 지적되어 온 납사 크래커(NCC) 설비의 합리화를 위해, 당사 주요사업장인 대산공장을 물적분할하고, 해당 분할회사가 에이치디현대케미칼(주)와 합병하는 구조를 기본으로 하고 있습니다. 이를 통해 NCC 설비 등 석유화학제품 생산에 관한 일원화된 운영체계가 구축될 예정입니다. 합병 이후 대산 산업단지 내 석유화학 제품 생산 기능이 단일 체계에서 운영됨으로써, 생산·공정의 일관성과 운영 안정성이 높아져 사업재편 전반의 실효성이 강화될 것으로 예상됩니다. 당사는 사업 포트폴리오 재편을 통해 사업구조의 안정성과 핵심사업 집중도를 높여 중장기적인 사업 기반을 강화할 계획입니다.

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터



S-Oil (010950) 업사이클 진입

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 95,000원

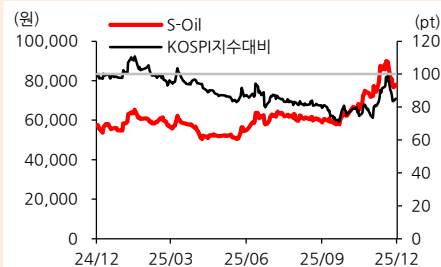
Stock Data

현재 주가(12/1)	77,900원
상승여력	▲ 22.0%
시가총액	87,702억원
발행주식수	112,583천주
52주 최고가/최저가	90,000/50,400원
90일 일평균 거래대금	271.62억원
외국인 지분율	76.9%

주주 구성

AramcoOverseasCompanyBV (외 6인)	63.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%
김형배 (외 1인)	0.0%

Stock Price



정제마진 업사이클 진입

- 동사의 2026년 실적은 매출액 30조 원, 영업이익 2.3조 원으로 전망
- 1) 2026년 유가 약세가 전망. OPEC+의 감산 축소와 비OPEC+의 공급 확대로 2026년 공급은 수요를 웃돌 것으로 예상. 다만, 11월 EIA는 유가 전망치를 소폭 상향 조정. 중국의 전략비축유(SPR) 매입이 예상보다 강하고, 러시아 제재 강화로 공급이 예상보다 적을 수 있다고 예상. 동사는 2026년 유가 하락에 따라 2,000억 원 수준의 재고평가손실이 예상
- 2) 반면, 정제마진은 Up-Cycle 진입. EU는 1월부터 러시아 원유로 생산된 정제 제품 수입을 금지하기로 했으며, 우크라이나 의 러시아 정제 설비 공격으로 공급도 타이트해진 상황. 러우 종전에도 유럽의 러시아 제재는 이어질 것으로 예상되어 2026년에도 견조한 정제마진이 예상. 2027년부터는 순증설 규모도 크게 감소

투자 의견 BUY, 목표주가 95,000원 유지

- 유가 하락 우려는 여전하나, 하락폭은 우려보다 축소될 여지 높다고 판단. 반면, 2026년은 펀더멘탈 개선에 따른 증익이 클 것으로 전망. 정제마진은 예상보다 강세를 보이고 있고, 유럽의 러시아 제재에 따라 2026년에도 견조한 정제마진 예상. 글로벌 화학 구조조정 정도에 따라 2027년 반영되는 사후 프로젝트에 대한 기대감도 유요

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	34,031	30,066	30,807
영업이익	1,355	422	180	2,299	2,310
EBITDA	2,074	1,174	1,002	3,213	3,530
지배주주순이익	949	-193	95	1,527	1,575
EPS	8,369	-1,720	839	13,562	13,986
순차입금	3,839	6,001	6,605	6,308	4,004
PER	8.3	-31.9	92.8	5.7	5.6
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.7	10.5	15.5	4.8	3.7
배당수익률(%)	2.4	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	10.8	-2.2	1.1	16.0	14.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



S-Oil (010950) 업사이클 진입

[한화리서치센터]

S-Oil 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,991	8,049	8,415	8,576	7,734	7,499	7,421	7,412	36,637	34,031	30,066	30,807
QoQ(%)	1%	-10%	5%	2%	-10%	-3%	-1%	0%				
YoY(%)	-3%	-16%	-5%	-4%	-14%	-7%	-12%	-14%	3%	-7%	-12%	2%
1) 정유	7,072	6,260	6,694	7,060	6,312	6,078	5,941	5,953	28,804	27,086	24,284	22,474
QoQ(%)	1%	-11%	7%	5%	-11%	-4%	-2%	0%				
YoY(%)	-5%	-16%	-3%	1%	-11%	-3%	-11%	-16%	2%	-6%	-10%	-7%
2) 석유화학	1,128	1,034	1,016	852	771	785	810	814	4,703	4,030	3,180	5,656
QoQ(%)	3%	-8%	-2%	-16%	-9%	2%	3%	1%				
YoY(%)	3%	-21%	-15%	-22%	-32%	-24%	-20%	-4%	7%	-14%	-21%	78%
3) 윤활기유	791	755	705	665	651	637	670	645	3,130	2,915	2,602	2,677
QoQ(%)	-2%	-5%	-7%	-6%	-2%	-2%	5%	-4%				
YoY(%)	3%	-7%	-5%	-18%	-18%	-16%	-5%	-3%	1%	-7%	-11%	3%
영업이익	-22	-344	229	316	402	749	599	549	422	180	2,299	2,310
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.7%	5.2%	10.0%	8.1%	7.4%	1.2%	0.5%	7.6%	7.5%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	38%	27%	86%	-20%	-8%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	42%	-1968%	-318%	162%	74%	-70%	-54%	1345%	-2%
1) 정유	-57	-441	116	231	324	657	499	461	-273	-152	1,941	1,803
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.3%	5.1%	10.8%	8.4%	7.8%	-0.9%	-0.6%	8.0%	8.0%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	100%	40%	103%	-24%	-8%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	59%	-670%	-249%	332%	100%	적전	흑전	-1378%	-7%
2) 석유화학	-75	-35	-20	-47	-42	-39	-32	-40	127	-176	-153	-73
영업이익률(%)	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-5.5%	-5.5%	-4.9%	-4.0%	-4.9%	2.7%	-4.4%	-4.8%	-1.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-33%	적전	흑전	적전
3) 윤활기유	110	132	134	133	120	131	133	128	568	508	511	579
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	19.9%	18.5%	20.5%	19.8%	19.8%	18.2%	17.4%	19.7%	21.6%
QoQ(%)	-3%	20%	1%	-1%	-9%	8%	2%	-4%				
YoY(%)	-30%	-10%	-13%	17%	10%	-1%	-1%	-4%	-30%	-11%	1%	13%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터





S-Oil (010950) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	35,727	36,637	34,031	30,066	30,807
매출총이익	2,106	1,226	956	2,988	3,016
영업이익	1,355	422	180	2,299	2,310
EBITDA	2,074	1,174	1,002	3,213	3,530
순이자손익	-177	-226	-54	-183	-195
외화관련손익	-60	-593	0	0	0
지분법손익	2	6	5	5	5
세전계속사업손익	1,132	-333	92	1,969	2,030
당기순이익	949	-193	95	1,527	1,575
지배주주순이익	949	-193	95	1,527	1,575
증가율(%)					
매출액	-15.8	2.5	-7.1	-11.7	2.5
영업이익	-60.2	-68.8	-57.4	1,177.3	0.5
EBITDA	-48.9	-43.4	-14.7	220.6	9.9
순이익	-54.9	적전	흑전	1,506.5	3.1
이익률(%)					
매출총이익률	5.9	3.3	2.8	9.9	9.8
영업이익률	3.8	1.2	0.5	7.6	7.5
EBITDA이익률	5.8	3.2	2.9	10.7	11.5
세전이익률	3.2	-0.9	0.3	6.5	6.6
순이익률	2.7	-0.5	0.3	5.1	5.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,648	10,048	8,302	8,179	10,642
현금성자산	1,999	2,005	1,289	2,036	4,340
매출채권	2,990	3,479	2,192	1,894	1,941
재고자산	4,639	4,493	4,355	3,763	3,856
비유동자산	11,928	14,403	17,457	18,571	17,880
투자자산	661	673	719	746	775
유형자산	11,152	13,582	16,590	17,688	16,977
무형자산	116	149	147	137	127
자산총계	21,576	24,451	25,758	26,750	28,522
유동부채	9,255	11,657	11,855	10,880	11,089
매입채무	6,074	7,410	7,519	6,498	6,658
유동성이자부채	2,847	4,071	3,191	3,191	3,191
비유동부채	3,284	4,099	5,113	5,566	5,569
비유동이자부채	2,991	3,934	4,702	5,152	5,152
부채총계	12,539	15,756	16,968	16,446	16,658
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,380	7,030	7,125	8,638	10,198
자본조정	35	42	42	42	42
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	9,038	8,696	8,791	10,303	11,863





S-Oil (010950) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,526	1,468	2,778	2,334	2,843
당기순이익	949	-193	95	1,527	1,575
자산상각비	719	752	822	913	1,220
운전자본증감	1,473	829	1,898	-105	49
매출채권 감소(증가)	-27	180	157	298	-47
재고자산 감소(증가)	209	209	114	591	-93
매입채무 증가(감소)	882	751	1,575	-1,021	160
투자현금흐름	-2,066	-3,027	-3,666	-2,024	-525
유형자산처분(취득)	-2,165	-3,038	-3,613	-2,000	-500
무형자산 감소(증가)	-2	-27	2	0	0
투자자산 감소(증가)	0	3	-3	-2	-2
재무현금흐름	193	1,539	189	435	-15
차입금의 증가(감소)	59	1,810	271	450	0
자본의 증가(감소)	-373	-189	-15	-15	-15
배당금의 지급	-373	-189	-15	-15	-15
총현금흐름	1,944	1,135	1,159	2,439	2,793
(-)운전자본증가(감소)	-866	-783	-2,109	105	-49
(-)설비투자	2,186	3,042	3,614	2,000	500
(+)자산매각	18	-24	2	0	0
Free Cash Flow	642	-1,148	-344	334	2,343
(-)기타투자	-709	-81	262	22	23
잉여현금	1,351	-1,067	-606	312	2,319
NOPLAT	1,136	306	131	1,784	1,792
(+) Dep	719	752	822	913	1,220
(-)운전자본투자	-866	-783	-2,109	105	-49
(-)Capex	2,186	3,042	3,614	2,000	500
OpFCF	535	-1,200	-552	592	2,562

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,369	-1,720	839	13,562	13,986
BPS	77,506	74,574	75,388	88,362	101,740
DPS	1,700	125	130	130	130
CFPS	16,672	9,731	9,935	20,914	23,956
ROA(%)	4.6	-0.8	0.4	5.8	5.7
ROE(%)	10.8	-2.2	1.1	16.0	14.2
ROIC(%)	9.1	2.2	0.9	11.2	11.1
Multiples(x,%)					
PER	8.3	-31.9	92.8	5.7	5.6
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	4.2	5.6	7.8	3.7	3.3
EV/EBITDA	5.7	10.5	15.5	4.8	3.7
배당수익률	2.4	0.2	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	138.7	181.2	193.0	159.6	140.4
Net debt/Equity	42.5	69.0	75.1	61.2	33.7
Net debt/EBITDA	185.1	511.1	659.1	196.3	113.4
유동비율	104.2	86.2	70.0	75.2	96.0
이자보상배율(배)	5.7	1.5	2.6	10.3	9.8
자산구조(%)					
투하자본	82.7	84.5	88.4	85.6	75.6
현금+투자자산	17.3	15.5	11.6	14.4	24.4
자본구조(%)					
차입금	39.2	47.9	47.3	44.7	41.3
자기자본	60.8	52.1	52.7	55.3	58.7



SK이노베이션 (096770) 배터리 난항 속, 다행스러운 정유 회복

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(유지): 120,000원

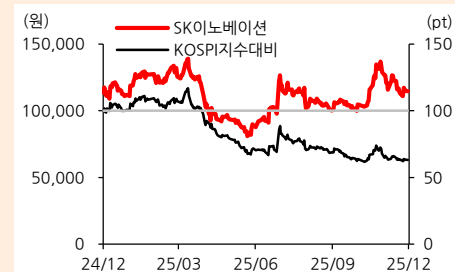
Stock Data

현재 주가(12/1)	114,600원
상승여력	▲ 4.7%
시가총액	193,734억원
발행주식수	169,053천주
52주 최고가/최저가	139,200/81,100원
90일 일평균 거래대금	445.69억원
외국인 지분율	12.7%

주주 구성

SK (외 14인)	52.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
자사주 (외 1인)	2.0%

Stock Price



배터리 난항 속, 다행스러운 정유 회복

- 동사의 2026년 실적은 매출액 77조 원, 영업이익 1.9조 원으로 전망
- 1) 정유: 2026년 영업이익 1.7조 원 전망. 유가 약세가 예상되나, 그보다 정제마진 강세에 따른 증익 전망. 리우 종전되어도 EU의 러시아 제재는 지속될 것으로 예상되고, 2027년부터는 순증설 규모 크게 축소되어 정제마진 강세 이어질 것으로 판단
- 2) 배터리: 2026년 영업적자 1.3조 원 전망. 출하량은 YoY Flat할 것으로 예상. 유럽 지역 판매가 회복되나, 미국 EV 보조금 일몰로 미국향 배터리 출하가 YoY 4GWh 하락하며 수익성/AMPC 모두 감소할 것. 2026년에는 신규 JV(포드/현대차)도 들어서며 고정비 부담도 가중될 것. 미국 Capa 유동화 등 가동률 개선 전략 필요

투자의견 HOLD, 목표주가 12만 원 유지

- 배터리 부문은 미국 전기차 보조금 종료됨에 따라 완성차 업체들의 전동화 전략이 후퇴하며 실적 회복 시점 요원. 다만, 자산 유동화 등을 통해 재무 건전성을 확보하는 과정에서 정유 업황이 빠르게 개선되고 있으며, E&S의 LNG/발전 부문도 안정적인 성장세가 예상됨. 재무 리스크 많이 완화됐으나, 배터리 부문 흑자전환 가시성 확보되어야 본격적인 주가 반등 가능할 것으로 판단

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	81,252	77,763	80,585
영업이익	1,287	23	473	1,850	2,487
EBITDA	3,317	2,478	3,716	5,593	6,609
지배주주순이익	256	-2,260	-1,271	-309	167
EPS	2,546	-14,978	-7,686	-1,876	993
순차입금	17,528	31,534	31,992	35,973	36,477
PER	55.1	-7.5	-14.9	-61.1	115.4
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.6	19.6	13.8	9.9	8.5
배당수익률(%)	n/a	1.8	1.7	1.7	1.7
ROE	1.2	-9.6	-5.0	-1.2	0.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



SK이노베이션 (096770) 배터리 난항 속, 다행스러운 정유 회복

[한화리서치센터]

SK이노베이션 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2025E	2026E	2027E
매출액	21,147	19,307	20,533	20,265	20,215	19,009	18,863	19,676	74,717	81,252	77,763	80,585
QoQ/YoY(%)	9%	-9%	6%	-1%	0%	-6%	-1%	4%	-3%	9%	-4%	4%
영업이익	-45	-418	574	362	334	671	477	369	316	473	1,850	2,487
영업이익률(%)	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.8%	1.6%	3.5%	2.5%	1.9%	0.4%	0.6%	2.4%	3.1%
EBITDA	752	379	1,367	1,188	1,233	1,603	1,430	1,327	2,770	3,685	5,593	6,609
EBITDAM(%)	3.6%	2.0%	6.7%	5.9%	6.1%	8.4%	7.6%	6.7%	3.7%	4.5%	7.2%	8.2%
정유												
매출액	11,918	11,119	12,442	11,822	11,136	10,912	10,936	10,972	49,840	47,301	43,956	41,763
영업이익	36	-466	304	412	296	611	488	352	461	286	1,747	1,816
영업이익률(%)	0.3%	-4.2%	2.4%	3.5%	2.7%	5.6%	4.5%	3.2%	0.9%	0.6%	4.0%	4.3%
화학												
매출액	2,477	2,269	2,415	2,398	2,227	2,243	2,233	2,227	10,352	9,559	8,930	8,627
영업이익	-114	-119	-37	-153	-84	-74	-58	-36	125	-423	-251	-36
영업이익률(%)	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-6.4%	-3.8%	-3.3%	-2.6%	-1.6%	1.2%	-4.4%	-2.8%	-0.4%
운활기유												
매출액	972	894	981	872	837	851	895	868	4,235	3,719	3,451	3,646
영업이익	121	135	171	183	178	171	148	145	687	610	642	700
영업이익률(%)	12.5%	15.1%	17.4%	21.0%	21.3%	20.1%	16.5%	16.7%	16.2%	16.4%	18.6%	19.2%
석유개발												
매출액	383	342	320	313	274	272	282	287	1,477	1,358	1,115	1,139
영업이익	120	109	89	110	95	95	98	100	573	429	389	433
영업이익률(%)	31.4%	31.9%	27.9%	35.1%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%	38.8%	31.6%	34.9%	38.0%
배터리												
매출액	1,605	2,108	1,808	1,731	1,756	1,620	1,636	1,829	6,267	7,252	6,841	8,741
영업이익	-299	-66	-125	-233	-322	-372	-366	-288	-1,127	-724	-1,347	-1,477
영업이익률(%)	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-13.5%	-18.3%	-22.9%	-22.4%	-15.7%	-18.0%	-10.0%	-19.7%	-16.9%
영업이익(ex-AMPC)	-470	-340	-298	-357	-433	-486	-512	-486	-1,419	-1,464	-1,916	-2,546
AMPC	171	273	173	123	111	114	146	198	292	741	569	1,069
소재												
매출액	39	31	40	50	37	45	34	36	193	160	151	170
영업이익	-102	-125	-84	-64	-55	-52	-49	-40	-527	-375	-195	-168
영업이익률(%)	-264%	-406%	-213%	-127%	-149%	-116%	-146%	-110%	-273%	-235%	-129%	-99%
E&S												
매출액	3,752	2,545	2,528	3,078	3,948	3,067	2,847	3,458	2,354	11,903	13,319	16,499
영업이익	193	115	255	107	224	291	215	135	123	671	866	1,218
영업이익률(%)	5.1%	4.5%	10.1%	3.5%	5.7%	9.5%	7.6%	3.9%	5.2%	5.6%	6.5%	7.4%

자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터





SK이노베이션 (096770) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	77,288	74,717	81,252	77,763	80,585
매출총이익	5,014	4,039	4,095	5,148	5,904
영업이익	1,287	23	473	1,850	2,487
EBITDA	3,317	2,478	3,716	5,593	6,609
순이자손익	-742	-1,095	-1,254	-1,368	-1,368
외화관련손익	-102	-374	343	0	0
지분법손익	125	-352	9	-249	-249
세전계속사업손익	932	-2,380	-1,746	-478	-27
당기순이익	555	-2,372	-1,422	-327	170
지배주주순이익	256	-2,260	-1,271	-309	167
증가율(%)					
매출액	-1.0	-3.3	8.7	-4.3	3.6
영업이익	-67.1	-98.2	1,945.2	291.2	34.4
EBITDA	-41.9	-25.3	50.0	50.5	18.2
순이익	-70.7	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	5.4	5.0	6.6	7.3
영업이익률	1.7	0.0	0.6	2.4	3.1
EBITDA이익률	4.3	3.3	4.6	7.2	8.2
세전이익률	1.2	-3.2	-2.1	-0.6	0.0
순이익률	0.7	-3.2	-1.7	-0.4	0.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	33,280	36,318	32,428	28,160	25,385
현금성자산	13,522	16,321	14,254	8,273	4,769
매출채권	7,819	8,567	7,779	9,703	10,055
재고자산	11,123	10,336	9,082	8,818	9,138
비유동자산	47,556	74,212	73,946	73,648	73,953
투자자산	9,410	14,555	14,019	12,475	12,593
유형자산	35,843	56,720	56,941	57,907	57,814
무형자산	2,302	2,938	2,986	3,266	3,546
자산총계	80,836	110,530	106,374	101,808	99,337
유동부채	29,399	37,726	34,561	34,137	34,772
매입채무	17,320	18,689	16,434	15,957	16,536
유동성이자부채	11,637	18,256	16,801	16,801	16,801
비유동부채	21,416	33,156	32,461	28,961	26,021
비유동이자부채	19,413	29,599	29,445	27,445	24,445
부채총계	50,816	70,881	67,022	63,098	60,794
자본금	510	786	876	876	876
자본잉여금	10,396	12,747	14,979	14,979	14,979
이익잉여금	11,253	8,231	6,596	5,954	5,787
자본조정	45	2,877	2,773	2,773	2,773
자기주식	-878	-418	-377	-377	-377
자본총계	30,020	39,649	39,353	38,711	38,544





SK이노베이션 (096770) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	5,368	2,233	4,309	3	4,506
당기순이익	555	-2,372	-1,422	-327	170
자산상각비	2,030	2,455	3,243	3,742	4,122
운전자본증감	3,766	1,674	1,080	-2,137	-93
매출채권 감소(증가)	162	1,606	788	-1,924	-352
채고자산 감소(증가)	1,144	1,815	1,366	264	-320
매입채무 증가(감소)	-1,897	-4,957	-2,273	-478	579
투자현금흐름	-11,244	-7,295	-6,059	-3,681	-4,708
유형자산처분(취득)	-11,217	-9,956	-5,847	-4,666	-4,029
무형자산 감소(증가)	-218	-175	-195	-280	-280
투자자산 감소(증가)	1,262	242	-162	-30	-31
재무현금흐름	9,490	7,327	-455	-2,334	-3,334
차입금의 증가(감소)	3,128	5,180	-1,593	-2,000	-3,000
자본의 증가(감소)	823	-648	1,702	-334	-334
배당금의 지급	-314	-314	-298	-334	-334
총현금흐름	3,258	2,170	4,174	2,140	4,599
(-)운전자본증가(감소)	-3,689	-1,468	-113	2,137	93
(-)설비투자	11,238	10,028	5,900	4,666	4,029
(+)자산매각	-197	-103	-142	-280	-280
Free Cash Flow	-4,488	-6,493	-1,755	-4,943	197
(-)기타투자	994	-2,801	-1,112	-1,295	367
잉여현금	-5,482	-3,692	-643	-3,648	-170
NOPLAT	766	17	343	1,342	1,803
(+) Dep	2,030	2,455	3,243	3,742	4,122
(-)운전자본투자	-3,689	-1,468	-113	2,137	93
(-)Capex	11,238	10,028	5,900	4,666	4,029
OpFCF	-4,753	-6,089	-2,201	-1,720	1,803

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,546	-14,978	-7,686	-1,876	993
BPS	217,879	161,813	152,209	148,438	147,459
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	31,967	14,250	24,511	12,568	27,004
ROA(%)	0.3	-2.4	-1.2	-0.3	0.2
ROE(%)	1.2	-9.6	-5.0	-1.2	0.7
ROIC(%)	2.0	0.0	0.6	2.1	2.8
Multiples(x,%)					
PER	55.1	-7.5	-14.9	-61.1	115.4
PBR	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
PCR	4.4	7.9	4.7	9.1	4.2
EV/EBITDA	9.6	19.6	13.8	9.9	8.5
배당수익률	n/a	1.8	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	169.3	178.8	170.3	163.0	157.7
Net debt/Equity	58.4	79.5	81.3	92.9	94.6
Net debt/EBITDA	528.5	1,272.7	861.0	643.2	552.0
유동비율	113.2	96.3	93.8	82.5	73.0
이자보상배율(배)	1.1	0.0	0.3	1.0	1.4
자산구조(%)					
투하자본	64.2	66.5	68.6	75.8	79.0
현금+투자자산	35.8	33.5	31.4	24.2	21.0
자본구조(%)					
차입금	50.8	54.7	54.0	53.3	51.7
자기자본	49.2	45.3	46.0	46.7	48.3



LG화학 (051910) 실적 회복은 제한적, 지분 활용 기대감은 상승

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 470,000원

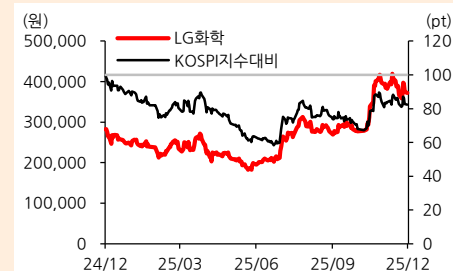
Stock Data

현재 주가(12/1) 372,000원
 상승여력 ▲ 26.3%
 시가총액 262,604억원
 발행주식수 70,592천주
 52주 최고가/최저가 419,500/182,400원
 90일 일평균 거래대금 1,268.11억원
 외국인 지분율 34.4%

주주 구성

LG (외 2인) 35.0%
 국민연금공단 (외 1인) 8.6%
 김종현 (외 1인) 0.0%

Stock Price



화학/첨단소재 부문 개선은 제한적이나, LGES 지분 활용 기대감

- 동사의 2026년 실적은 매출액 53조 원, 영업이익 2.7조 원으로 전망
- 1) 화학: 3분기 말부터 주요 화학 제품 스프레드는 재차 하락세. 2026년 유가 약세에 따른 스프레드 개선 기대감 존재하지만, 중국발 공급 과잉 지속되고 있으며, 미국 관세 전쟁으로 수요 우려도 상존. 2026년 적자 폭은 축소되나, 흑자전환은 시간 필요. 다만 글로벌 화학 설비 구조조정 진행 중이며, 한국/중국 등의 구조조정이 현실화되면 화학 업황 회복 시점도 빨라질 것으로 기대
- 2) 첨단소재: 2026년 양극재 출하량 YoY +13% 전망. 2025년 말 GM/Tesla향 출하 부진으로 양극재 부문 가동률 10% 수준으로 하락. 다만, 2H26부터 일본 고객향 출하 확대되고 Tesla 재진입 기대감 존재. 2027년 본격적인 출하 회복 전망
- 3) 2026년 LGES 실적 매출액 30조 원, 영업이익 2.6조 원 제외하면, 유의미한 실적 개선은 제한적

투자의견 BUY, 목표주가 47만 원 유지

- 동사는 11월 28일 기업가치제고 계획을 발표하며 중장기적 LGES의 지분을 70%(현재 79%)까지 낮추겠다 발표. 11월 PRS 매각한 LGES 지분(2조 원)도 매각 이후 주가 상승으로 3~4천억 원의 차익 실현 가능. LGES 지분 매각을 통해 확보한 자금은 차입금 상환 및 주주환원에 활용할 계획. 단기적인 실적 회복 제한적이나, 화학/양극재 부문 턴어라운드 기대감 유효하고, LGES 지분 활용에 따른 디스카운트 요인 해소 기대

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	55,250	48,916	46,225	53,180	63,179
영업이익	2,544	917	1,343	2,665	6,062
EBITDA	6,501	5,599	6,670	9,148	13,011
지배주주순이익	1,338	-691	-835	261	2,373
EPS	18,565	-9,901	-11,944	3,588	33,508
순차입금	13,269	20,483	23,248	24,756	21,189
PER	26.9	-25.3	-31.1	103.7	11.1
PBR	1.2	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.8	7.0	7.6	5.7	3.8
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	4.2	-2.1	-2.4	0.7	6.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



LG화학 (051910) 실적 회복은 제한적, 지분 활용 기대감은 상승

[한화리서치센터]

LG화학 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2025E	2026E	2027E
매출액	12,171	11,418	11,196	11,490	11,726	12,667	13,828	14,959	48,916	46,275	53,180	63,179
QoQ/YoY(%)	-1%	-6%	-2%	3%	2%	8%	9%	8%	-11%	-5%	15%	19%
영업이익	447	477	680	-261	298	533	735	1,099	917	1,343	2,665	6,062
영업이익률(%)	3.7%	4.2%	6.1%	-2.3%	2.5%	4.2%	5.3%	7.3%	1.9%	2.9%	5.0%	9.6%
EBITDA	1,666	1,749	1,992	1,127	1,727	1,988	2,300	2,690	5,578	6,533	8,704	12,598
EBITDAM(%)	13.7%	15.3%	17.8%	9.8%	14.7%	15.7%	16.6%	18.0%	11.4%	14.1%	16.4%	19.9%
석유화학												
매출액	4,781	4,696	4,461	4,522	4,378	4,446	4,546	4,591	19,160	18,460	17,960	18,331
영업이익	-56	-90	29	-96	-82	-39	-7	10	-105	-214	-118	42
영업이익률(%)	-1.2%	-1.9%	0.7%	-2.1%	-1.9%	-0.9%	-0.2%	0.2%	-0.5%	-1.2%	-0.7%	0.2%
첨단소재												
매출액	1,440	1,060	838	805	942	918	1,049	1,242	6,081	4,143	4,150	5,084
영업이익	127	71	7	18	29	37	49	64	479	223	179	309
영업이익률(%)	8.8%	6.7%	0.8%	2.3%	3.1%	4.0%	4.6%	5.2%	7.9%	5.4%	4.3%	6.1%
생명과학												
매출액	286	337	375	352	297	350	390	366	1,334	1,350	1,404	1,446
영업이익	-13	25	101	7	-5	26	8	11	110	120	40	143
영업이익률(%)	-4.7%	7.4%	26.9%	2.0%	-1.7%	7.4%	2.0%	3.0%	8.2%	8.9%	2.8%	9.9%
팜한농												
매출액	246	242	102	162	241	237	100	158	762	752	737	759
영업이익	31	13	-20	-2	16	14	2	3	44	22	34	30
영업이익률(%)	12.6%	5.4%	-19.6%	-1.4%	6.8%	5.9%	1.6%	1.6%	5.8%	2.9%	4.7%	3.9%
LGES												
매출액	6,265	5,565	5,700	6,033	6,191	6,975	7,957	8,829	25,620	23,563	29,952	38,583
영업이익	375	492	601	-149	365	519	713	1,043	575	1,320	2,639	5,648
영업이익률(%)	6.0%	8.8%	10.5%	-2.5%	5.9%	7.4%	9.0%	11.8%	2.2%	5.6%	8.8%	14.6%

자료: LG화학, 한화투자증권 리서치센터





LG화학 (051910) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	55,250	48,916	46,225	53,180	63,179
매출총이익	8,786	7,536	7,801	10,779	15,702
영업이익	2,544	917	1,343	2,665	6,062
EBITDA	6,501	5,599	6,670	9,148	13,011
순이자손익	-306	-591	-857	-778	-722
외화관련손익	1,506	1,201	592	0	0
지분법손익	-29	80	-130	-97	-84
세전계속사업손익	2,498	-268	222	1,621	5,166
당기순이익	2,053	515	182	1,377	4,391
지배주주순이익	1,338	-691	-835	261	2,373
증가율(%)					
매출액	8.4	-11.5	-5.5	15.0	18.8
영업이익	-14.6	-64.0	46.4	98.5	127.5
EBITDA	2.0	-13.9	19.1	37.1	42.2
순이익	-6.5	-74.9	-64.7	657.1	218.8
이익률(%)					
매출총이익률	15.9	15.4	16.9	20.3	24.9
영업이익률	4.6	1.9	2.9	5.0	9.6
EBITDA이익률	11.8	11.4	14.4	17.2	20.6
세전이익률	4.5	-0.5	0.5	3.0	8.2
순이익률	3.7	1.1	0.4	2.6	7.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	28,859	27,816	30,851	34,315	41,632
현금성자산	9,283	8,288	13,160	12,652	16,218
매출채권	8,708	9,070	8,660	11,275	13,395
재고자산	9,375	8,847	6,926	8,197	9,738
비유동자산	48,607	66,042	70,169	73,284	73,064
투자자산	5,964	7,852	7,667	7,878	8,097
유형자산	38,950	54,570	59,118	62,276	62,057
무형자산	3,693	3,619	3,383	3,130	2,909
자산총계	77,467	93,858	101,020	107,599	114,696
유동부채	18,391	21,086	24,716	27,973	30,630
매입채무	9,803	11,552	10,556	13,743	16,327
유동성이자부채	7,602	7,973	12,438	12,438	12,438
비유동부채	18,138	24,777	27,543	28,683	28,828
비유동이자부채	14,950	20,798	23,969	24,969	24,969
부채총계	36,529	45,862	52,259	56,656	59,458
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	11,572	11,569	11,569	11,569	11,569
이익잉여금	19,651	18,592	17,678	17,861	20,156
자본조정	578	2,732	5,251	7,251	9,251
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	40,938	47,995	48,761	50,943	55,238





LG화학 (051910) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	7,536	7,012	8,781	6,266	8,458
당기순이익	2,053	515	182	1,377	4,391
자산상각비	3,958	4,682	5,328	6,483	6,949
운전자본증감	1,415	1,448	2,270	-715	-1,093
매출채권 감소(증가)	-300	618	410	-2,615	-2,120
채고자산 감소(증가)	2,965	1,119	1,931	-1,271	-1,541
매입채무 증가(감소)	-982	-1,119	-283	3,187	2,584
투자현금흐름	-13,170	-13,663	-11,469	-9,705	-6,822
유형자산처분(취득)	-12,849	-14,493	-11,678	-9,197	-6,318
무형자산 감소(증가)	-151	-153	-172	-191	-191
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	-9	-10
재무현금흐름	6,158	4,821	7,831	2,921	1,921
차입금의 증가(감소)	5,050	1,822	5,443	1,000	0
자본의 증가(감소)	-1,104	-367	2,441	1,921	1,921
배당금의 지급	-1,104	-367	-79	-79	-79
총현금흐름	7,287	6,710	7,685	6,981	9,551
(-)운전자본증가(감소)	412	-2,372	-1,002	715	1,093
(-)설비투자	12,960	14,615	11,829	9,197	6,318
(+)자산매각	-40	-31	-22	-191	-191
Free Cash Flow	-6,125	-5,564	-3,164	-3,122	1,949
(-)기타투자	-1,657	-59	-1,652	308	303
잉여현금	-4,468	-5,505	-1,513	-3,429	1,645
NOPLAT	2,104	665	1,267	2,265	5,153
(+) Dep	3,958	4,682	5,328	6,483	6,949
(-)운전자본투자	412	-2,372	-1,002	715	1,093
(-)Capex	12,960	14,615	11,829	9,197	6,318
OpFCF	-7,311	-6,896	-4,233	-1,163	4,690

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	18,565	-9,901	-11,944	3,588	33,508
BPS	411,243	425,188	445,702	473,585	528,449
DPS	3,500	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	93,084	85,716	98,166	89,178	122,013
ROA(%)	1.8	-0.8	-0.9	0.3	2.1
ROE(%)	4.2	-2.1	-2.4	0.7	6.1
ROIC(%)	4.4	1.1	1.9	3.2	7.0
Multiples(x,%)					
PER	26.9	-25.3	-31.1	103.7	11.1
PBR	1.2	0.6	0.8	0.8	0.7
PSR	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5
PCR	5.4	2.9	3.8	4.2	3.0
EV/EBITDA	7.8	7.0	7.6	5.7	3.8
배당수익률	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	89.2	95.6	107.2	111.2	107.6
Net debt/Equity	32.4	42.7	47.7	48.6	38.4
Net debt/EBITDA	204.1	365.8	348.5	270.6	162.9
유동비율	156.9	131.9	124.8	122.7	135.9
이자보상배율(배)	3.9	1.0	1.1	2.4	5.7
자산구조(%)					
투하자본	77.4	80.3	77.0	78.1	75.3
현금+투자자산	22.6	19.7	23.0	21.9	24.7
자본구조(%)					
차입금	35.5	37.5	42.7	42.3	40.4
자기자본	64.5	62.5	57.3	57.7	59.6



롯데케미칼 (011170) 업황 부진 속 구조조정 선도주

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

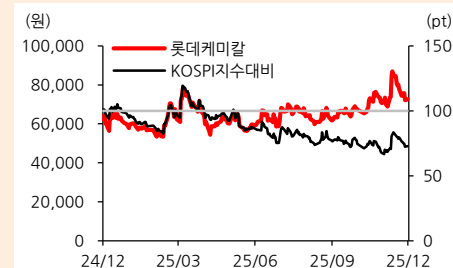
Stock Data

현재 주가(12/1)	72,700원
상승여력	▲ 37.6%
시가총액	31,098억원
발행주식수	42,775천주
52주 최고가/최저가	87,000/53,400원
90일 일평균 거래대금	126.06억원
외국인 지분율	22.4%

주주 구성

롯데지주 (외 43인)	54.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price



업황 부진 속 구조조정 선도주

- 동사의 2026년 실적은 매출액 21조 원, 영업이익자 5,860억 원으로 전망
- 3분기 말부터 주요 화학 제품 스프레드는 재차 하락세. 2026년 유가 약세에 따른 스프레드 개선에 대한 기대감도 일부 존재하지만, 중국발 공급 과잉은 지속되고 있으며, 미국 관세 전쟁으로 2026년 수요에 대한 우려도 상존. 다만 글로벌 화학 설비 구조조정이 진행 중이며, 한국/중국 등의 구조조정이 현실화되면 화학 업황 회복 시점도 빨라질 것으로 기대
- 동사는 11월 26일 대산 공장(NCC 110만 톤) 물적분할 후 HD현대케미칼(NCC 85만 톤)과 합병하는 사업재편계획 신청. 여수/울산 지역의 구조조정도 12월 말까지 구조조정 발표할 것으로 예상. 업황 부진은 지속되나, 대산 NCC 섯다운하여 효율적인 설비 운영을 통한 수익성 제고 및 분할합병 절차 간소화 등의 혜택 기대

투자의견 BUY, 목표주가 10만 원 유지

- 동사는 국내 석유화학 업종에서 1호로 구조조정안 제출. 국내 석유화학의 사업 재편만으로 화학 업황 정상화는 어려우나, 구조조정 현실화됨에 따라 회복 시점 빨라질 것으로 기대되고 운영 효율화 등을 통한 수익성 제고도 가능. 구조조정이 본격화됨에 따라, 밸류에이션도 최저 수준에서 반등할 것으로 판단

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,946	20,430	18,992	20,725	21,353
영업이익	-348	-894	-816	-586	82
EBITDA	825	397	531	1,010	1,652
지배주주순이익	-50	-1,711	-1,057	-835	-391
EPS	-1,170	-39,988	-25,066	-19,809	-9,267
순차입금	5,919	8,212	8,757	8,105	8,108
PER	-131.0	-1.5	-2.9	-3.7	-7.8
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
EV/EBITDA	15.1	27.2	22.4	11.1	6.8
배당수익률(%)	2.3	3.3	2.8	2.8	2.8
ROE	-0.3	-11.4	-7.6	-6.4	-3.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데케미칼 (011170) 업황 부진 속 구조조정 선도주

[한화리서치센터]

롯데케미칼 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,790	4,197	4,786	5,219	5,177	5,182	5,205	5,162	20,430	18,992	20,725	21,353
QoQ/YoY(%)	-2%	-12%	14%	9%	-1%	0%	0%	-1%	1%	-7%	9%	3%
영업이익	-132	-245	-133	-306	-205	-155	-116	-110	-895	-816	-586	82
영업이익률(%)	-2.8%	-5.8%	-2.8%	-5.9%	-4.0%	-3.0%	-2.2%	-2.1%	-4.4%	-4.3%	-2.8%	0.4%
EBITDA	167	50	167	47	147	194	231	235	396	432	807	1,441
EBITDAM(%)	3.5%	1.2%	3.5%	0.9%	2.8%	3.7%	4.4%	4.6%	1.9%	2.3%	3.9%	6.7%
기초소재												
매출액	2,715	2,107	2,423	2,534	2,455	2,462	2,471	2,441	11,286	9,779	9,829	10,071
영업이익	-62	-126	-65	-122	-95	-90	-74	-55	-441	-375	-314	-42
영업이익률(%)	-2.3%	-6.0%	-2.7%	-4.8%	-3.9%	-3.7%	-3.0%	-2.3%	-3.9%	-3.8%	-3.2%	-0.4%
첨단소재												
매출액	1,108	1,046	1,022	948	1,014	996	1,010	989	4,382	4,124	4,008	4,122
영업이익	73	56	58	30	59	72	64	42	188	216	238	244
영업이익률(%)	6.6%	5.4%	5.6%	3.1%	5.9%	7.3%	6.4%	4.2%	4.3%	5.2%	5.9%	5.9%
LC Titan												
매출액	487	466	806	1,110	1,113	1,114	1,105	1,084	2,216	2,870	4,415	4,335
영업이익	-41	-52	-51	-135	-113	-93	-79	-67	-262	-278	-352	-91
영업이익률(%)	-8.4%	-11.2%	-6.3%	-12.1%	-10.2%	-8.4%	-7.1%	-6.2%	-11.8%	-9.7%	-8.0%	-2.1%
LC USA												
매출액	155	114	154	147	126	127	125	119	590	570	496	496
영업이익	-5	-38	-7	-10	-5	-5	-7	-12	-107	-60	-28	2
영업이익률(%)	-3.1%	-33.7%	-4.5%	-6.7%	-4.1%	-3.8%	-5.3%	-9.7%	-18.1%	-10.5%	-5.7%	0.4%
롯데정밀화학												
매출액	446	425	443	445	455	454	449	465	1,671	1,759	1,823	1,917
영업이익	19	9	28	28	33	35	42	38	50	83	148	167
영업이익률(%)	4.2%	2.0%	6.2%	6.2%	7.2%	7.7%	9.4%	8.2%	3.0%	4.7%	8.1%	8.7%
롯데에너지머티												
매출액	158	205	144	173	190	210	227	245	902	680	873	1,130
영업이익	-46	-31	-34	-30	-18	-10	2	8	-65	-141	-18	61
영업이익률(%)	-29.1%	-15.2%	-23.9%	-17.1%	-9.6%	-4.6%	0.7%	3.4%	-7.1%	-20.7%	-2.1%	5.4%
당기순이익	-246	-471	-164	-476	-299	-308	-218	-333	-1,826	-1,357	-1,158	-542
지배주주 순이익	-191	-405	-118	-344	-216	-222	-158	-240	-1,711	-1,057	-835	-391

자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터





롯데케미칼 (011170) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,946	20,430	18,992	20,725	21,353
매출총이익	781	330	4,894	10,024	11,014
영업이익	-348	-894	-816	-586	82
EBITDA	825	397	531	1,010	1,652
순이자손익	-167	-235	-228	-265	-286
외화관련손익	-15	22	-57	0	0
지분법손익	55	-121	-140	-178	-146
세전계속사업손익	-452	-2,258	-1,523	-1,286	-602
당기순이익	-39	-1,826	-1,357	-1,158	-542
지배주주순이익	-50	-1,711	-1,057	-835	-391
증가율(%)					
매출액	-10.5	2.4	-7.0	9.1	3.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	345.1	-51.9	33.9	90.3	63.5
순이익	적전	적지	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	3.9	1.6	25.8	48.4	51.6
영업이익률	-1.7	-4.4	-4.3	-2.8	0.4
EBITDA이익률	4.1	1.9	2.8	4.9	7.7
세전이익률	-2.3	-11.1	-8.0	-6.2	-2.8
순이익률	-0.2	-8.9	-7.1	-5.6	-2.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,814	8,983	10,062	9,923	10,106
현금성자산	4,119	3,474	2,997	3,950	3,946
매출채권	2,342	2,195	2,854	2,372	2,444
재고자산	2,802	2,818	3,628	2,996	3,087
비유동자산	23,662	25,569	24,055	23,819	23,280
투자자산	5,657	6,170	5,344	5,407	5,472
유형자산	14,273	16,085	15,672	15,569	15,147
무형자산	3,732	3,314	3,039	2,844	2,660
자산총계	33,476	34,552	34,116	33,742	33,386
유동부채	6,524	8,502	8,849	9,065	9,155
매입채무	2,024	1,888	2,202	2,403	2,476
유동성이자부채	4,183	6,353	6,251	6,251	6,251
비유동부채	6,720	6,062	6,200	6,529	6,558
비유동이자부채	5,855	5,333	5,503	5,803	5,803
부채총계	13,244	14,564	15,049	15,594	15,713
자본금	214	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,730	1,860	1,860	1,860
이익잉여금	12,965	11,062	10,027	9,107	8,632
자본조정	422	1,346	1,346	1,346	1,346
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	20,233	19,988	19,067	18,148	17,673





롯데케미칼 (011170) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	790	1,542	584	2,275	1,257
당기순이익	-39	-1,826	-1,357	-1,158	-542
자산상각비	1,173	1,291	1,346	1,596	1,570
운전자본증감	110	1,029	-805	1,308	-98
매출채권 감소(증가)	-92	304	-776	483	-72
채고자산 감소(증가)	216	105	-918	632	-91
매입채무 증가(감소)	-203	1,495	758	201	73
투자현금흐름	-5,075	-1,948	-478	-1,559	-1,198
유형자산처분(취득)	-3,548	-2,224	-1,576	-1,304	-972
무형자산 감소(증가)	-6	-17	-5	7	7
투자자산 감소(증가)	389	-25	1,183	-21	-22
재무현금흐름	4,196	-188	311	216	-84
차입금의 증가(감소)	3,462	24	-81	300	0
자본의 증가(감소)	976	-225	-84	-84	-84
배당금의 지급	-190	-225	-84	-84	-84
총현금흐름	870	566	1,395	967	1,355
(-)운전자본증가(감소)	7	5	1,107	-1,308	98
(-)설비투자	3,640	2,238	1,583	1,304	972
(+)자산매각	86	-3	2	7	7
Free Cash Flow	-2,691	-1,680	-1,294	977	292
(-)기타투자	1,792	-1,352	-223	240	211
잉여현금	-4,483	-328	-1,070	737	81
NOPLAT	-252	-648	-591	-425	60
(+) Dep	1,173	1,291	1,346	1,596	1,570
(-)운전자본투자	7	5	1,107	-1,308	98
(-)Capex	3,640	2,238	1,583	1,304	972
OpFCF	-2,727	-1,601	-1,935	1,175	560

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-1,170	-39,988	-25,066	-19,809	-9,267
BPS	363,366	335,527	314,346	292,847	281,740
DPS	3,500	2,000	2,000	2,000	2,000
CFPS	20,345	13,232	32,603	22,596	31,674
ROA(%)	-0.2	-5.0	-3.1	-2.5	-1.2
ROE(%)	-0.3	-11.4	-7.6	-6.4	-3.2
ROIC(%)	-1.3	-2.8	-2.5	-1.8	0.3
Multiples(x,%)					
PER	-131.0	-1.5	-2.9	-3.7	-7.8
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
PSR	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
PCR	7.5	4.5	2.2	3.2	2.3
EV/EBITDA	15.1	27.2	22.4	11.1	6.8
배당수익률	2.3	3.3	2.8	2.8	2.8
안정성(%)					
부채비율	65.5	72.9	78.9	85.9	88.9
Net debt/Equity	29.3	41.1	45.9	44.7	45.9
Net debt/EBITDA	717.6	2,070.5	1,649.6	802.1	490.7
유동비율	150.4	105.7	113.7	109.5	110.4
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2
자산구조(%)					
투하자본	69.1	71.2	74.2	70.6	70.0
현금+투자자산	30.9	28.8	25.8	29.4	30.0
자본구조(%)					
차입금	33.2	36.9	38.1	39.9	40.6
자기자본	66.8	63.1	61.9	60.1	59.4

Compliance Notices

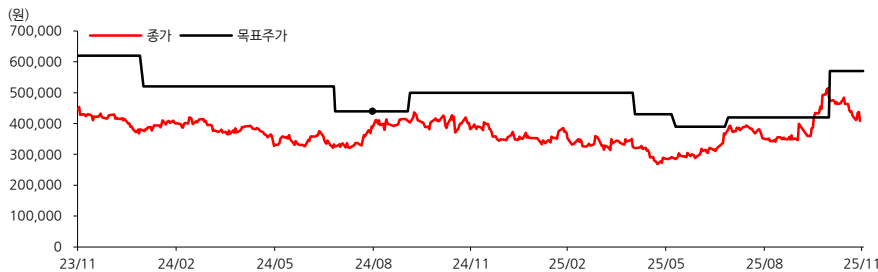
Compliance Notice

(공표일: 2025년 12월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.

LG에너지솔루션 (373220)



투자의견 변동내역

일 시	2024.01.10	2024.01.29	2024.04.08	2024.04.26	2024.06.05	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	620,000	520,000	520,000	520,000	520,000	520,000
일 시	2024.07.09	2024.07.26	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.04	2024.10.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	520,000	440,000	440,000	440,000	500,000	500,000
일 시	2024.10.29	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.29	2024.12.11	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.01.10	2025.01.24	2025.01.31	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.05.02	2025.05.30	2025.06.09	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	430,000	430,000	390,000	390,000	390,000	390,000
일 시	2025.07.28	2025.09.05	2025.10.14	2025.10.31	2025.11.18	2025.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	420,000	420,000	420,000	570,000	570,000	570,000

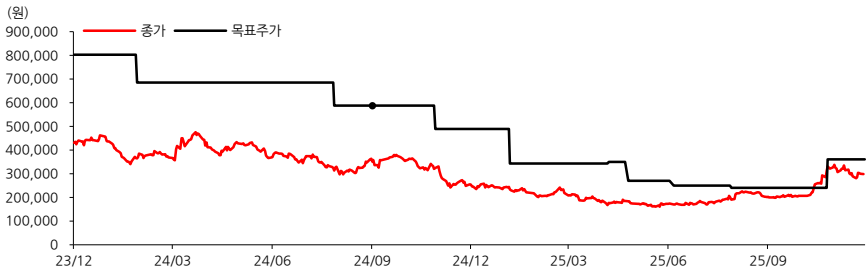
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (LG에너지솔루션)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.29	Buy	520,000	-28.10	-19.33
2024.07.25	Buy	440,000	-16.25	-5.80
2024.10.04	Buy	500,000	-26.56	-12.70
2025.05.02	Buy	430,000	-31.27	-23.84
2025.06.09	Buy	390,000	-20.69	-5.64
2025.07.28	Buy	420,000	-8.58	22.38
2025.10.31	Buy	570,000		

삼성SDI (006400)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.10	2024.01.26	2024.01.31
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		820,000	820,000	820,000	820,000	700,000
일 시	2024.02.29	2024.03.06	2024.03.29	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000	700,000
일 시	2024.06.04	2024.06.05	2024.06.28	2024.07.26	2024.07.31	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	700,000	700,000	700,000	700,000	600,000	600,000
일 시	2024.09.27	2024.10.15	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	600,000	600,000	600,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2024.12.27	2025.01.09	2025.01.31	2025.04.28	2025.06.09	2025.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	350,000	350,000	270,000	250,000	240,000
일 시	2025.08.29	2025.09.05	2025.10.29	2025.11.18	2025.12.02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	240,000	240,000	360,000	360,000	360,000	

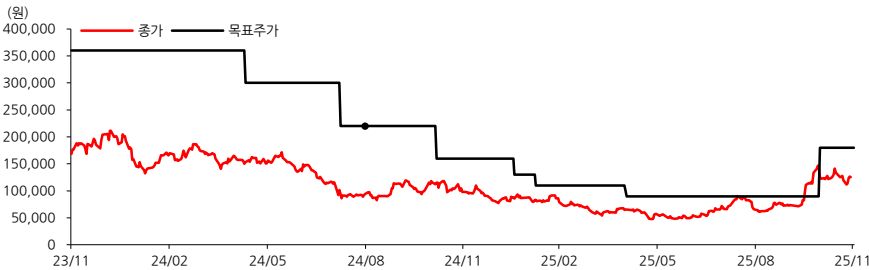
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성SDI)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.31	Buy	685,323	-42.82	-30.57
2024.07.31	Buy	587,420	-42.48	-35.42
2024.11.01	Buy	489,517	-47.30	-32.50
2025.01.09	Buy	342,662	-40.43	-29.43
2025.04.28	Buy	270,000	-36.82	-31.78
2025.06.09	Buy	250,000	-28.52	-17.60
2025.08.01	Buy	240,000	-9.41	22.08
2025.10.29	Buy	360,000		

엘앤에프 (066970)



투자의견 변동내역

일 시	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.06.05	2024.08.07	2024.10.25	2024.11.05	2025.01.17	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	220,000	220,000	160,000	130,000	130,000
일 시	2025.02.06	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	90,000	90,000
일 시	2025.06.09	2025.07.31	2025.08.19	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.10.30	2025.10.31	2025.11.18	2025.11.28	2025.12.02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	

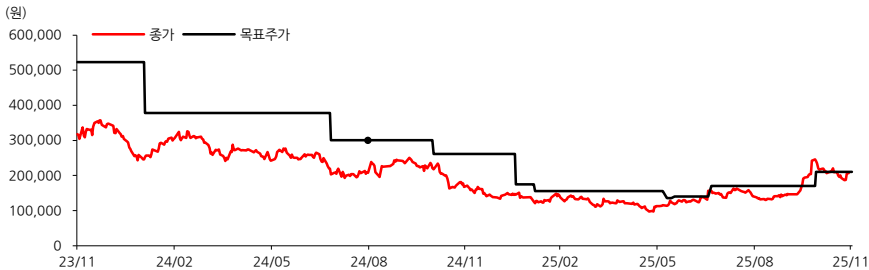
목표주가 변동 내역별 괴리율 (엘앤에프)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.10	Buy	300,000	-52.69	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000	-54.84	-45.73
2024.11.05	Buy	160,000	-39.02	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000	-33.68	-28.23
2025.02.06	Buy	110,000	-35.04	-16.64
2025.05.02	Buy	90,000	-23.22	63.33
2025.10.30	Buy	180,000		

Compliance Notices

포스코퓨처엠 (003670)



투자의견 변동내역

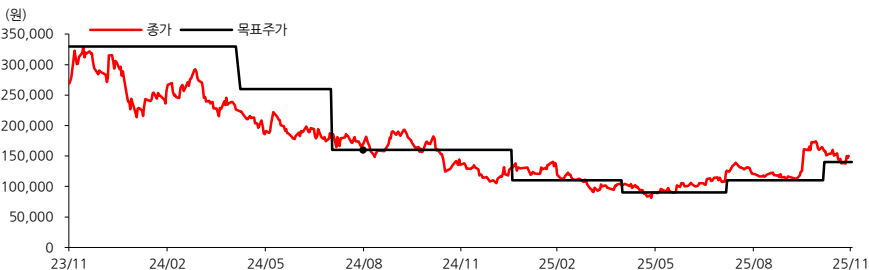
일 시	2016.08.12	2023.11.29	2023.12.28	2024.02.01	2024.04.19	2024.04.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		540,000	540,000	390,000	390,000	390,000
일 시	2024.06.05	2024.06.28	2024.07.26	2024.10.17	2024.10.31	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	390,000	390,000	310,000	310,000	270,000	270,000
일 시	2025.01.17	2025.02.04	2025.04.25	2025.05.14	2025.06.09	2025.07.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	180,000	160,000	160,000	160,000	140,000	170,000
일 시	2025.08.19	2025.10.28	2025.12.02			
투자의견	Hold	Hold	Hold			
목표가격	170,000	210,000	210,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (포스코퓨처엠)

※괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.01	Buy	390,000	-28.12	-13.85
2024.07.25	Buy	310,000	-26.87	-16.61
2024.10.31	Buy	270,000	-36.25	-10.74
2025.01.17	Buy	180,000	-20.31	-13.44
2025.02.04	Buy	160,000	-20.13	-4.37
2025.06.09	Buy	140,000	-5.93	15.62
2025.07.21	Hold	170,000	-9.44	44.41
2025.10.28	Hold	210,000		

에코프로비엠 (247540)



투자의견 변동내역

일 시	2024.02.08	2024.05.07	2024.06.05	2024.08.01	2024.11.05	2025.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	330,000	260,000	260,000	160,000	160,000	110,000
일 시	2025.02.12	2025.04.30	2025.06.09	2025.08.06	2025.08.19	2025.11.05
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	90,000	90,000	110,000	110,000	140,000
일 시	2025.12.02					
투자의견	Hold					
목표가격	140,000					

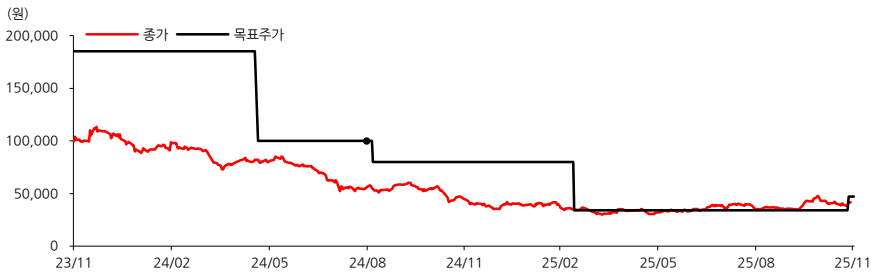
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (에코프로비엠)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.07	Buy	260,000	-24.90	-14.23
2024.08.01	Hold	160,000	-3.94	-34.06
2025.01.17	Hold	110,000	3.91	-17.18
2025.04.30	Hold	90,000	11.14	-9.78
2025.08.06	Hold	110,000	20.33	2.09
2025.11.05	Hold	140,000		

성일하이텍 (365340)



투자의견 변동내역

일 시	2024.05.20	2024.09.05	2025.03.13	2025.09.24	2025.11.26	2025.12.01
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	100,000	80,000	34,000	34,000	47,000	47,000
일 시	2024.05.20	2024.09.05	2025.03.13	2025.09.24	2025.11.26	2025.12.02
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	100,000	80,000	34,000	34,000	47,000	47,000

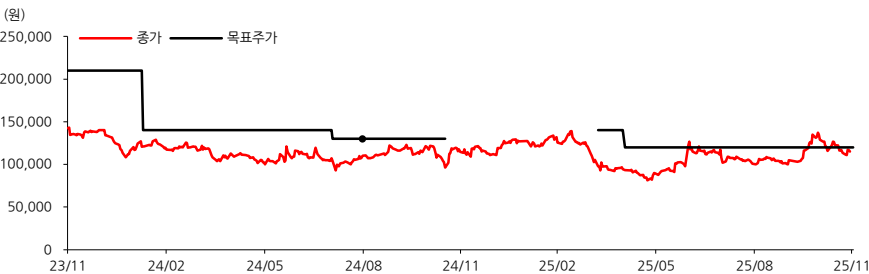
목표주가 변동 내역별 괴리율 (성일하이텍)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.20	Buy	100,000	-30.53	-15.00
2024.09.05	Buy	80,000	-43.19	-24.75
2025.03.13	Hold	34,000	6.45	-11.76
2025.11.26	Buy	47,000		

Compliance Notices

SK이노베이션 (096770)



투자의견 변동내역

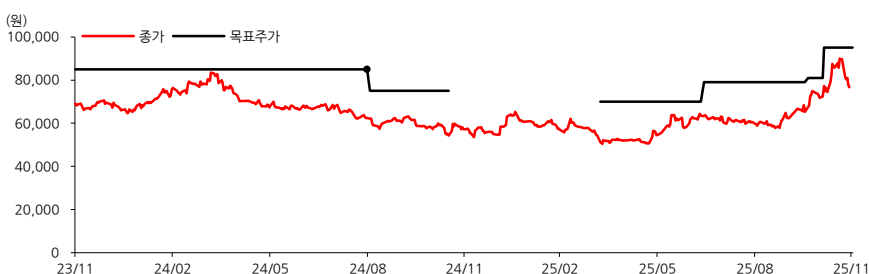
일 시	2016.08.12	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.07	2024.04.30	2024.07.19
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		210,000	210,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2024.08.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.05.02	2025.06.30	2025.08.01
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	130,000	이용육	140,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2025.11.03	2025.12.02				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	120,000	120,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (SK이노베이션)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-31.69	-27.00
2025.05.02	Buy	120,000		

S-Oil (010950)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.01.17	2024.02.28	2024.02.29	2024.04.29	2024.07.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.09.02	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.29	2025.06.27	2025.07.14
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	이용육	70,000	70,000	70,000	79,000
일 시	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.20	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	79,000	79,000	79,000	79,000	81,000	81,000
일 시	2025.11.04	2025.11.28	2025.12.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	95,000	95,000	95,000			

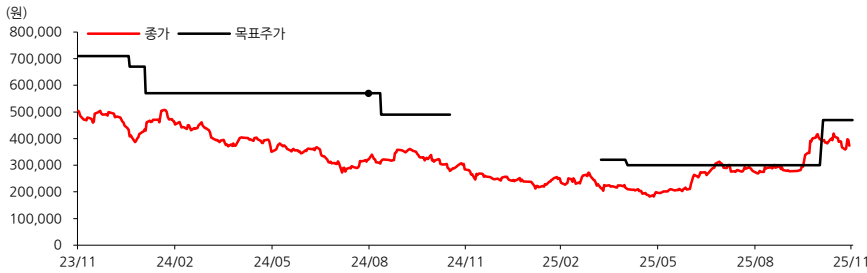
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (S-Oil)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-20.23	-8.00
2025.07.14	Buy	79,000	-22.15	-13.54
2025.10.20	Buy	81,000	-10.79	-7.53
2025.11.04	Buy	95,000		

LG화학 (051910)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.12.04	2024.01.17	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.18
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		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	2025.05.02	2025.07.09	2025.08.19
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	490,000	이용육	320,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.11.03	2025.12.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	470,000	470,000				

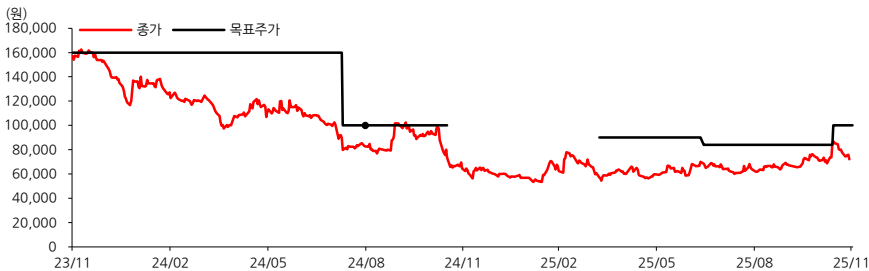
목표주가 변동 내역별 괴리율 (LG화학)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-31.36	-29.53
2025.05.02	Buy	300,000	-11.00	39.00
2025.11.03	Buy	470,000		

Compliance Notices

롯데케미칼 (011170)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.01.17	2024.02.08	2024.04.16	2024.04.26	2024.05.10
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.08.09	2024.10.14	2025.04.07	2025.04.07
투자이견	Buy	Buy	Hold	Hold	담당자변경	Buy
목표가격	160,000	160,000	100,000	100,000	이용록	90,000
일 시	2025.05.14	2025.07.14	2025.08.11	2025.11.13	2025.12.02	
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	90,000	84,000	84,000	100,000	100,000	

목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데케미칼)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.08.09	Hold	100,000	-26.72	2.40
2025.04.07	Buy	90,000	-31.59	-22.22
2025.07.14	Buy	84,000	-20.08	0.95
2025.11.13	Buy	100,000		

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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자이견

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 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구위원	미국주식//자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

박영훈	팀장	Energy	3772-7614	houn0715@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거 제 브 랜 치	055) 730-0400
울 산 W M 센 터	052) 265-0505		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234