

2025년 2 ~ 3분기 화학/에너지

반등(Rebound)이 추세(Trend)로 이어질까?!

‘2024년과 다른 4가지’

황규원 화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

02 3770 2672

hyunjoo.park@yuantakorea.com





SUMMARY



2025년 반등(Rebound)이 추세(Up-Trend)로 이어질 수 있을까요?!

2025년 정유/석화업체 분위기는 전년과 사뭇 다르게 시작 되었습니다. 수요, 공급, 원가 등 3가지 핵심 변수가 금방 식어버리는 것이 아니라, 지속성을 갖기 시작했습니다. 중국 정부는 이구환신(以舊換新) 예산규모를 61조원으로 전년보다 100% 늘리면서, 자동차, IT제품 등에 대한 소비회복을 꾀하고 있습니다. 이것 때문일까요? 2025년 1분기 한국에서 중국으로 수출하는 에틸렌 물량이 80% 이상 늘어났습니다. 반면, 공급압박이 잦아들고 있습니다. 유럽 노후 설비 철수 움직임 속에 동남아시아에서 무기한 가동 중단 발표가 이어지고 있습니다. 중국 신규 석화설비는 품질을 문제 삼아 양산시기를 1년 정도 늦추고 있습니다. 게다가, 트럼프 2기 행정부가 국제 원유가격 60\$ 이하로 낮추기 위해, 우크라이나 전쟁 종료, 미국 Shale 자원개발 확대 등을 지원하고 있습니다. 한국업체에 원료비 부담을 낮추고 있습니다.

2025년 1분기 시작된 반등(Rebound, 특히 석유화학)은 상승 추세(Trend)로 이어질 수 있을까요? 2025년 2 ~ 3분기, 한국 정유/화학업체를 둘러싼 4가지 변화를 미리 살펴봐야 합니다.

첫째, Oil 가격압력은 높아지지만, 변동이 심할 것으로 보입니다. 러시아와 이란 때문입니다. 우크라이나 전쟁이 휴전 단계에 접어들면, 러시아는 원유 생산량을 전쟁전 수준까지 늘릴 수 있습니다. 수치상으로 약 150만b/d 추가 생산이 가능한데, 글로벌 수요의 1.5%에 해당합니다. 이정도면 국제유가를 △10\$ 낮출 수 있습니다. 반면, 미국 트럼프 행정부가 핵개발 억제를 위해 이란 원유수출량을 지금보다 150만b/d 줄이기 위해 압박 수위를 높일 수 있습니다. 어느 것이 먼저인지에 따라, 국제유가 등락 형태가 결정될 것입니다.

둘째, 우크라이나 휴전 가능성이 점점 높아지고 있습니다. 전쟁 폐널티로 수출이 제한되었던 러시아에서 석유제품과 암모니아 생산에 큰 변화가 예상됩니다. 러시아 정유설비 가동률이 현재 79%에서 전쟁전 레벨인 90%로 높아지면, 경유/나프타 수출량이 80만b/d 늘어날 수 있습니다. 나프타를 원료로 사용하는 NCC업체에 호재로 작용할 것입니다. 비료 원료인 암모니아의 러시아 설비 가동률도 전쟁전 96%에서 86%로 낮아져 있습니다. 수출이 재개되면 글로벌 수요의 1.2%에 해당하는 220만톤을 쏟아낼 수 있는데, 암모니아 가격을 10 ~ 20% 떨어뜨릴 수 있습니다. 가격하락은 암모니아 관련 업체에 불리하게 작용할 것으로 보여, 주의가 필요할 것입니다.

셋째, 미국-북한 관계 개선 움직임도 새로운 기회가 될 수 있습니다. 북한은 석회석/석탄을 원료로 비료산업이 발달해 있지만, 정유와 석화설비는 참담한 수준입니다. 석유정제 용량은 7만b/d(한국 323만b/d)로 낮지만, 그나마 1만b/d만 돌리고 있습니다. 에틸렌 생산능력도 연산 6만톤으로 한국 1,270만톤에 턱없이 부족합니다. 만일, 북-미간 정상회담 등으로 관계 개선이 이루지게 되면, 한국 정유/석화업체는 시장 기회를 얻을 수도 있습니다. 2차례 남북정상회담과 2차례 북미정상회담이 진행되었던 2018년을 다시 한번 살펴봐야 할 때입니다.

넷째, 국내로 눈을 돌려보면, 아직까지 대형투자가 남아 있는 정유/화학업체는 신용등급 관리에 팔을 걷어 올리고 있습니다. LG화학(주) 교환사채/그린본드 발행, SK이노베이션(주) 윤활유 자회사인 SK엔무브(주) 상장, 롯데케미칼(주) TRS 발행 및 유가증권 매각, S-Oil(주) 차입금 조달 등이 대기하고 있습니다. 현금 부족 우려가 낮아지면, 기업가치 회복에 긍정적일 것입니다.

종합해보면, 2025년 석유화학업종은 반등을 넘어 추세로 이어질 수 있다고 봅니다. 우크라이나 전쟁 종료로 값싼 러시아 나프타를 수입할 수 있는 기회가 여전히 남아 있습니다. 북한의 지정학적 위험 수위가 낮아지기 시작하면, 한국 정유/화학제품의 새로운 수요시장도 부각될 수 있을 것입니다. 허리띠를 졸라매는 긴축으로 한국 업체의 재무 리스크도 줄일 것입니다. 2025년 글로벌 수급 여건이 개선되는 에틸렌, 아라미드를 주력으로 생산하는 롯데케미칼(목표가 20만원)과 코오롱인더(목표가 7만원)은 이제 바닥탈출을 시작한 단계입니다.

CONTENTS

2025년 2 ~ 3분기, 화학/에너지 전망

2025년 중반, 주목해야하는 4가지 이슈	5 ~ 16
2025년 정유 사이클 위치 및 전망	17 ~ 23
2025년 석화 사이클 위치 및 전망	24 ~ 30
턴어라운드 종목 : 롯데케미칼 /코오롱인더	31 ~ 45
주요업체 실적_생산계통도_컴플라이언스 고지	46 ~ 51



2025년 중반, 4가지 이슈

1. 원유시장 급등락 변수 발생
2. 우크라이나 종전, 암모니아 가격 하락
3. 미-북 관계 개선시, 화학산업 영향
4. 한국 정유/화학업체 재무위험 축소



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

주요 이슈(1-1) 2025년 중반, O/E 공급 시장 혼란

- ※ 2025년 원유 시장에서 초과공급 규모가 확대될 전망이다(2024년 초과수요 9만b/d, 2025년 초과공급 +52만b/d) 그런데, 2~3분기 러시아와 이란 때문에 원유 공급 등락이 심해질 것
- ※ 원유 수요 : 2024년 글로벌 원유 하루 수요량 1.03억배럴. 연간 수요증가 규모는 2024년 92만b/d, 2025년 128만b/d, 2026년 105만b/d 등으로, 2025년 회복후 둔화될 것
- 2025년 수요 특징) 국제유가 하락 등으로, 원유수요의 64%를 차지하고 있는 자동차용 연료(휘발유, 경유) 수요 복원이 가능 전망
- ※ 원유 공급 : 2024년 글로벌 원유 하루 공급량 1.03억배럴. 연간 공급증가 규모는 2024년 59만b/d, 2025년 158만b/d, 2026년 115만b/d로 높은 수준 이어질 것
- 2025년 공급변화) 공급 증가 - ① 4월 OPEC+ 증산 시작(1.6년 동안 220만b/d) ② 러시아 경제제재 완화시 150만b/d 증산 ③ 미국/기타 증산 170만b/d
- 공급 감소 - ① 베네주엘라 원유 수출 봉쇄 △20만b/d ② 이란 수출봉쇄 가능성 △150만b/d

월별 글로벌 원유 수급 동향 및 전망 : 2025년 52만b/d 초과공급 전망, 2~3분기 러시아 증산과 이란 수출 봉쇄 사이에 혼란 예상

구분 (단위)	2019년 연평균	2020년 연평균	2021년 연평균	2022년 연평균	2023년 연평균	2024년 연평균	2025년			주요 변수	2025년					2026년 연평균
							1월	2월			1분기E	2분기E	3분기E	4분기E	연평균	연평균
글로벌 수요량 (만배럴/일)	10,118	9,228	9,762	9,995	10,185	10,286	10,274	10,517	[%yoy]	Covid19 복원 수요	10,389	10,374	10,447	10,445	10,414	10,532
수요증감	101	890	534	233	190	101	185	200	1.9%	※ 총 수요량 변화(전분기 대비)	38	15	72	-	2	
미국	2,054	1,812	1,988	2,001	2,027	2,030	2,032	2,005	0.5%	※ 전년동기 대비 증감	189	88	140	93	127	118
EU	1,476	1,443	1,311	1,351	1,345	1,354	1,286	1,364	4.6%		[상반기 수요 강세]					
중국	1,423	1,245	1,527	1,515	1,619	1,631	1,643	1,691	0.9%							
인도	486	437	468	502	527	549	559	600	4.2%							
글로벌 공급량 (만배럴/일)	10,060	9,427	9,567	9,998	10,225	10,278	10,299	10,392		①+②+③증산	10,353	10,497	10,491	10,523	10,466	10,595
공급증감	43	633	140	431	227	53	187	156		※ 총공급량 변화(전분기 대비)	15	145	-	7	32	188
OPEC	2,980	2,561	2,627	2,752	2,690	2,674	2,693	2,695	[OPEC 쿼터]	※ 전년동기 대비 증감	133	216	219	185		129
사우디아라비아	978	922	911	1,043	954	902	900	890	898	[세부 항목]						
이라크	470	407	406	445	433	440	430	422	400	① 러시아	598	314	7	10	820	99
UAE	314	281	272	306	295	293	291	293	291	② OPEC(이란, 베네주엘라 제외)	269	72	19	26	820	40
이란	228	196	239	254	287	331	340	345	291	③ 이란 수출	231	91	78	26	262	36
쿠웨이트	272	245	242	270	259	246	242	245	241	④ 베네주엘라 수출	59	17	-	-	73	4
나이지리아	165	154	130	111	124	128	133	138	150	⑤ 미국(셰일증산)	899	452	8	13	1,268	192
리비아	109	36	116	98	115	109	123	127		[참고] 트럼프1기 증산 규모 : 2017년 52만b/d, 2018년 158만b/d, 2019년 126만b						
앙골라	142	124	111	115	117	116	106	109		⑥ 기타 Non-opec 증산	-	1,503	658	38	7	1,914
알제리	102	90	90	100	97	91	91	92	96							
베네주엘라	83	50	56	69	74	83	90	91								
콩고	32	28	26	28	26	24	24	24	28							
가봉	20	17	18	20	20	22	24	22	17							
적도기니	12	11	10	9	6	6	5	6	7							
미국	1,225	1,132	1,124	1,191	1,293	1,322	1,340	1,354								
러시아	1,054	1,051	962	975	958	916	898	893	898							
캐나다	550	524	553	570	576	599	627	629								
수요량-공급량 (만배럴/일)	58	199	195	3	40	9	25	125			36	123	44	78	52	64
OECD재고량 (억배럴)	29.0	30.9	28.5	26.9	27.9	27.9	27.3	27.1		재고 균형 : 28.6억배럴	27.2	27.5	27.7	28.0	27.6	28.7
두바이유가 (달러/배럴)	63	42	69	97	82	80	82	75		균형 유가 : 66\$	77	70	66	63	66	60

주요 이슈(1-2) 두바이 원유 가격 : Level down 60 ~ 70\$ (평균 66\$)

※ 2025년 원유 초과공급 전환 영향으로, 국제 원유가격(두바이 유가)은 하락압력이 높아짐. 2026년까지 공급 압박이 이어질 것으로 보임

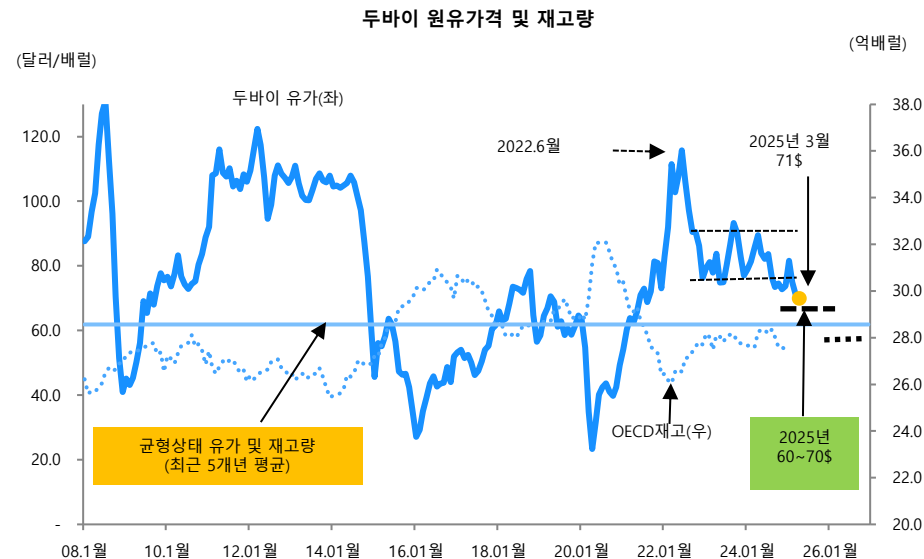
※ 두바이 원유가격 전망) 2022년 97\$/배럴(우크라이나 전쟁), 2023년 82\$, 2024년 80\$ → 2025년 60 ~ 70\$(e) → 2026년 50 ~ 60\$(e)로 하락 예상

2025년 OPEC+의 증산 220만b/d, 경제제재 완화시 러시아에서 생산되는 싼 원유 수출 증가 → 2026년 ~ 2028년 미국 셰일 생산 120~ 300만b/d 증가

※ 참고) 미국 트럼프 2기에서 희망하는 국제유가 범위는 40 ~ 60\$ 수준으로 예상됨(트럼프 1기 평균 58\$/배럴)

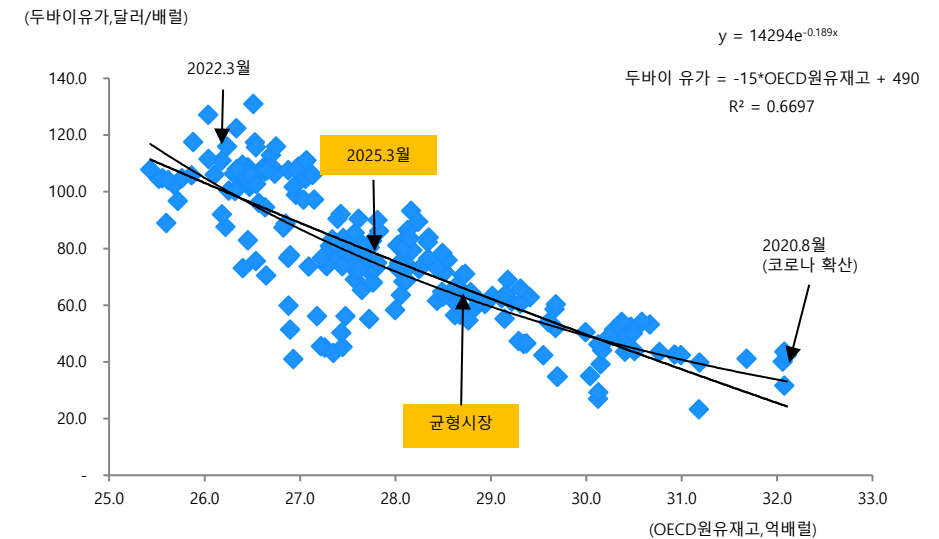
하단선 40\$: 러시아의 원유생산 원가보다 높은 수준임. 중간 50\$: 미국 셰일업체가 이익이 발생하는 구간임. 상단선 60\$: 미국에 물가 압력을 낮출 수 있는 유가 수준

두바이유가(월별 시계열) : 2025년 60~70\$/배럴로 Level down



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유가와 OECD 원유재고량의 관계 : 재고량 +1억배럴 증가시, 국제유가 △14\$ 하락



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 이슈(2-1) 우크라이나 전쟁이 멈춘다면, ① 원유 155만b/d 증가

※ 2025년 2 ~ 3분기, 우크라이나 종전 가능성이 높아지고 있음. 2022년 전쟁 이후 취해진 러시아에 대한 서방선진국의 경제제재가 완화되는 것이 휴전 조건임

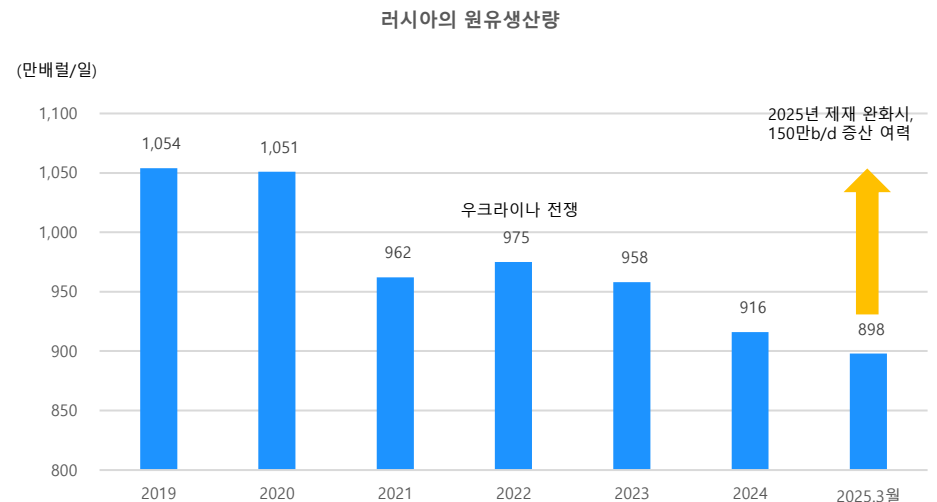
① 원유 ② 석유제품, 암모니아 생산 증가 ③ 한국업체 나프타 원가 절감 등의 효과를 기대할 수 있음

※ 우크라이나 종전 효과 1. 러시아 원유 생산량 증가. 2022년 러시아산 원유에 대해 서방 선진국은 가격 상한제 60\$와 수입금지 조치를 동시에 진행 중인데, 해당 조치가 완화될 전망
기대 효과) 원유생산량을 2025년 초 898만b/d에서 전쟁 이전 정상적인 원유 생산량인 1,054만b/d로 높일 수 있음. 증산 효과는 +155만b/d
Oil 시장 영향) 러시아 원유 증산 = 국제유가 △10\$ 하락 압력으로 작용할 것임. '러시아의 증산 여력 155만b/d = 글로벌 수요 1.04억배럴 대비 1.5%에 해당'

2022년 우크라이나 전쟁 후, 러시아 경제제재 (원유, 석유제품, 암모니아 생산 통제 중심)

구분	시행국가	시행시기	내용
원유	EU	2022.06.03	러시아산 원유 해상 수입 금지
	EU, G7, 호주	2022.12.05	러시아산 원유 가격 상한제(배럴당 최대 \$60)
	영국	2022.04.13	정유 기술 수출 제한
석유화학	EU	2022.05.30	러시아산 석유화학 제품 해상 수입 금지
	EU, G7, 호주	2023.02.05	러시아산 석유화학 제품 가격 상한제 - 경유, 등유, 휘발유 등: 배럴당 \$100 - 중유, 나프타 등: 배럴당 \$45
	러시아	2022.02.08	암모니아 질산 비료 수출 2개월 일시 중단
암모니아 (비료)	러시아, 우크라이나	2022.07.22	흑해곡물협정 체결(우크라이나 곡물 및 러시아 암모니아(비료) 수출 보장) - 120일마다 연장 - 러시아 측 재연장 조건: 암모니아 수송관 가동 재개
	-	2023.06.09	암모니아 수송관(러시아 사마라주 툴리타리 - 우크라이나 오데사 항구) 폭파
	우크라이나	2023.07.17	러시아의 암모니아 수송관 가동 재개 요청 반대
	러시아		흑해곡물협정 탈퇴

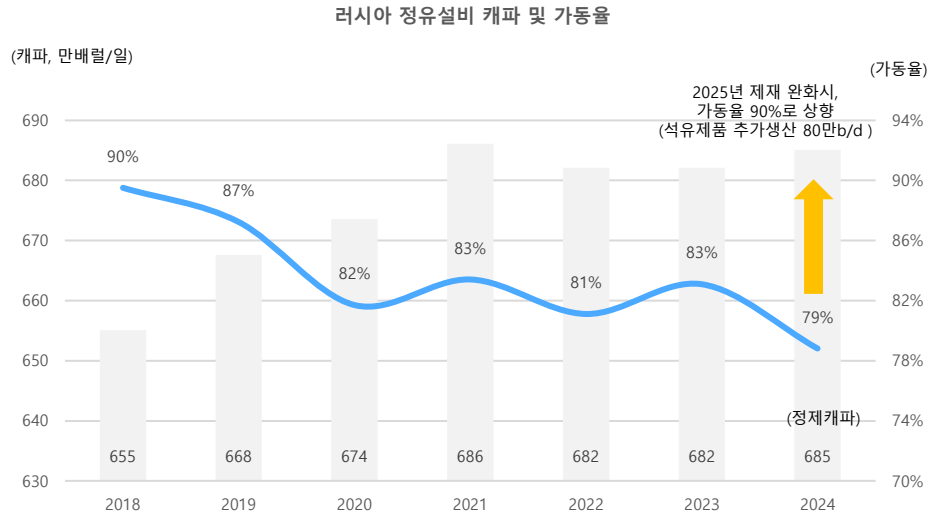
2025년 우크라이나 종전 효과 : ① 원유 150만b/d 증산 (글로벌 수요의 1.5%)



주요 이슈(2-2) 우크라이나 전쟁이 멈춘다면, ② 정유 및 암모니아 가동률 ↑

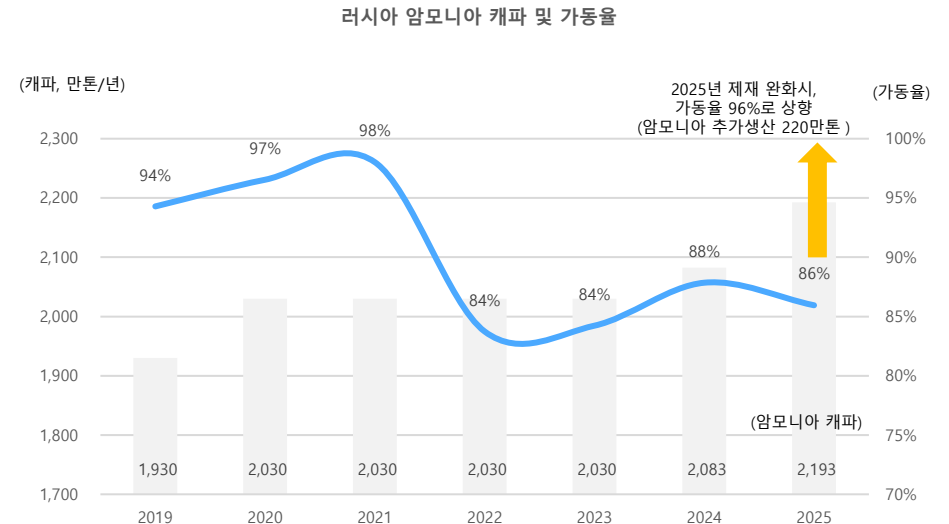
- ※ 우크라이나 종전 효과 2-1. 정유제품 수출 확대. 2022년 부터 러시아산 석유제품(휘발유/등경유/나프타 등)에 대해, 선진국에서 수입을 금지하고 있는데, 해당 조치도 완화될 전망
기대 효과) 러시아 정유설비 가동률이 2025년 초 79%에서 정상수준인 90%로 회복될 수 있음. 정유캐파 685만b/d에서 **증산 효과는 +80만b/d**
국제 시장 영향) 러시아 석유제품 수출 확대 = 타이트한 공급상황 완화. 2025년 글로벌 공급 증가 규모 = 설비 순증 16만b/d + 러시아 증산 80만b/d
- ※ 우크라이나 종전 효과 2-2. 암모니아 수출 확대. 2022 ~ 2023년 러시아의 암모니아 수출 수송관이 파괴되면서, 유럽 등지로 수출량이 급감했는데, 수출 터미널 확대로 수출 회복 기대
기대 효과) 러시아 암모니아 설비 가동률이 2025년 초 86%에서 정상수준인 96%로 회복될 수 있음. 암모니아 캐파 2,193만톤에서 **증산효과 220만톤**
국제 시장 영향) 러시아 암모니아 생산 확대 = 암모니아 가격 하락(암모니아-비료-폭약). 러시아 증산 여력 220만톤 = 글로벌 수요 1.8억톤의 1.2%에 해당

2025년 우크라이나 종전 효과 : ② 정유제품 80만b/d 추가 수출 (vs 글로벌 신증설 16만b/d)



자료: 미국에너지정보청, 유안타증권 리서치센터

2025년 우크라이나 종전 효과 : ② 암모니아 220만톤 추가 수출 (글로벌 수요의 1.2%)



자료: IFA, 유안타증권 리서치센터

주요 이슈(2-3) 우크라이나 전쟁이 멈춘다면, ③ 한국 석화업체 원가 절감

※ 우크라이나 전쟁 종료로, 한국 석유화학업체에 2가지 방향에 긍정적으로 작용할 수 있음.

① NCC(나프타 분해설비)의 나프타 원료 도입가격 하락 ② 10년에 걸친 우크라이나 재건에 따른 재건용 플라스틱 특수 발생

※ 한국 수혜, 1차 효과) 저가의 러시아 나프타를 블라디보스토크를 통해, 한국이 직도입 다시 가능해짐 → 운송비 등 도입가 40\$/톤(2025년 1분기 나프타 도입가 660\$)을 절감할 수 있음
참고로, 우크라이나 전쟁 전 한국의 나프타 수입량 가운데, 동해를 통한 러시아산 나프타 수입비중은 21~25% 차지했음. 전쟁 이후 '0'으로 떨어짐

※ 한국 수혜, 2차 효과) 우크라이나 전후 복구(향후 10년간)에 따라 재건용 플라스틱(PE, PP, PVC) 특수가 발생됨 → 플라스틱 수출량 증가 효과 + 가격 인상 효과 발생
(우크라이나 재건과 플라스틱) 2024년 초 기준 재건추정액 630조원 x (재건시 플라스틱 사용량 HDPE/PP/PVC 4 ~ 5%) / 재건기간 10년 = 연간 240만톤 추가 수요

한국 석화업체의 나프타 수입 국가 순위 : 우크라이나 전쟁 전 23~25%, 전쟁 후 '0'

2021년 한국의 국가별 나프타 수입액			
구분	국가	백만달러	(구성비)
총수입액		18,705	100.0%
		(4,165만톤)	
1위	러시아	4,383	23.4%
2위	UAE	2,607	13.9%
3위	인도	1,853	9.9%
4위	미국	1,438	7.7%
5위	카타르	1,295	6.9%
6위	알제리	1,273	6.8%
7위	사우디	1,153	6.2%
8위	그리스	1,080	5.8%
9위	쿠웨이트	979	5.2%
10위	이라크	480	2.6%
	기타국가	2,164	11.6%

HS코드 : 2710-12-4000

2024년 한국의 국가별 나프타 수입액			
구분	국가	백만달러	(구성비)
총수입액		19,072	102.0%
		(3,955만톤)	
1위	UAE	4,112	22.0%
2위	알제리	2,468	13.2%
3위	카타르	2,409	12.9%
4위	쿠웨이트	2,076	11.1%
5위	오만	1,481	7.9%
6위	인도	1,430	7.6%
7위	이라크	992	5.3%
8위	그리스	911	4.9%
9위	나이지리아	654	3.5%
10위	사우디아라비아	616	3.3%
	기타국가	1,923	10.3%
	러시아	-	0.0%

우크라이나 재건 수요 : 2024년 초 기준 630조원 → HDPE/PP/PVC 수요 1.1~1.4% ↑

재신유형	직접 손해액 (damage)		경제적 손실 (loss)		복구 추정액 (Needs)	
	(10억달러)	비중	(10억달러)	비중	(10억달러)	비중
주택	55.9	36.7%	17.4	3.5%	80.3	16.5%
교육 및 과학	5.6	3.7%	6.9	1.4%	13.9	2.9%
보건	1.4	0.9%	17.8	3.6%	14.0	2.9%
Social Protection	0.2	0.1%	9.0	1.8%	44.5	9.2%
문화/관광	3.5	2.3%	19.6	3.9%	8.9	1.8%
에너지 및 추출	10.6	7.0%	54.0	10.8%	47.1	9.7%
수송	33.6	22.0%	40.7	8.2%	73.7	15.2%
통신 및 디지털	2.1	1.4%	2.3	0.5%	4.7	1.0%
상하수도	4.0	2.6%	11.6	2.3%	11.1	2.3%
지방 서비스	4.9	3.2%	6.8	1.4%	11.4	2.3%
농업	10.3	6.8%	69.8	14.0%	56.1	11.5%
상업 및 산업	15.6	10.2%	173.2	34.7%	67.5	13.9%
관계시설 및 수자원	0.7	0.5%	0.7	0.1%	10.7	2.2%
금융/은행	---	0.0%	5.7	1.1%	2.3	0.5%
녹지 등 환경자원	3.3	2.2%	26.5	5.3%	2.3	0.5%
응급시스템	0.4	0.3%	0.5	0.1%	3.3	0.7%
법률시스템	0.3	0.2%	1.7	0.3%	0.7	0.1%
지피제거 등			34.6	6.9%	34.6	7.1%
합 계	152.5	100%	499	100%	486.2	100%
지피제거 비용 제외시					451.6	
도시 복구시 소재 등에 플라스틱 비율					4~5%	
도시 재건용 플라스틱 가격					1,000달러/톤	
주요 플라스틱 필요량					1,940~2,400만톤	
재건기간					10년	
연평균 재건 수요량					194~241만톤	
글로벌 HDPE/PP/PVC 연간 소비량					17,200만톤	
재건에 따른 추가 수요증가율					1.1~1.4%	

자료: World Bank(2024.2월), 유안타증권 리서치센터

자료: 무역협회

주요 이슈(3-1) 북한과 협력이 재개된다면, ① 2025년 북미 관계 개선 여부

※ 2025년 북한 이슈 부각 가능성이 높아지고 있음. 에너지/화학 부문에서 대북 협력 방안이 어떤 것이 있는지 미리 학습할 필요가 있음

배경) 트럼프 2기 행정부 시작과 더불어, 국제 불안요인 제거에 나서고 있음(가자지구 휴전, 우크라이나 휴전, 북한 핵위협 통제 등).

※ 미국-북한 협상 예상 방향 : 2019년 2월, 미북 하노이회담 결렬에 따른 학습효과를 예상해 볼 수 있음. 앞으로 '북미정상회담 → 종전 → 북미 수교' 등으로 진행될지 주목해 봐야
하노이 회담 결렬 이유) 사전 협상 내용은 '영변 비핵화 & 북한 경제제재 완화' 등이었지만, 협상중에 미국은 영변의 비핵화를 요구했으며, 북한은 전반적인 제재 해제를 요구했음

참고) 2018년 1월 ~ 2019년 2월 학습 필요가 있음(2018.1.1일 김정은 평창올림픽 참가 - 4월 남북정상회담 - 6월 북미정상회담 - 2019.2월 하노이회담 결렬)

※ 북한의 화학산업 특징 : 경제제재로 정유/NCC 설비 부족 상황임. 반면, 북한내 풍부한 석탄/석회석(카바이드)을 기초로 비료산업 규모는 상대적으로 크고 안정적인

※ 향후 대북관계 개선이 이뤄질 경우, 화학부문 협력 방향 : 단기 효과, 중유/비료 등 직접지원 → 중장기 효과, 정유/석화설비 공동 투자, 석유 자원 공동개발

한국 행정부별 대북관련 히스토리(1988 ~ 2012년) : 2000년 6.15 남북공동성명

구분	시기	내 용
노태우	활성화	1988.07 '민족자존과 통일번영을 위한 특별선언(7.7선언)' 발표 → 남북 경제협력 시작 배경
	활성화	1992.02 남북사이의 화해와 불가침 및 교류 협력에 관한 합의서' 발효
김영삼	위축	1993.03 핵확산금지조약(NPT) 탈퇴 선언 → 남북 교류 위축
	활성화	1994.10 북미 제네바 합의: 북한의 핵 개발 동결 및 NPT 회원국 지위 유지 조건 하 경수로 2기 제공 약속
	위축	1996.09 북한 잠수함 침투 사건 발생 → 남북 교류 및 지원 잠정 중단
	활성화	1997.11 북한 내 식량난 심화로 대규모 아사 발생 → 국제사회의 인도적 지원 본격화
김대중	활성화	1998.04 '남북 경협 활성화 조치' 발표
	활성화	1998.06 현대그룹 금강산 관광 개시 → 남북 경협 본격 시작
	위축	1999.06 제1차 연평해전 발생
	활성화	2000.06 '6.15 남북공동선언' 발표 → 남북 경협 활성화, 개성공단 추진
노무현	활성화	2002.09 개성공단 시범단지 착공 → 남북 경제 협력 확대
	위축	2002.06 제2차 연평해전 발생
	활성화	2005.09 한반도 비핵화 실현을 목표로, 6자회담 공동성명 발표
	위축	2006.1 북한 1차 핵실험 단행
이명박	활성화	2007.1 '남북관계발전과 평화번영을 위한 선언(10.4 선언)' 발표 → 남북 교류 토대 마련
	위축	2008.07 금강산 관광객 피격 사건으로 관광 전면 중단
		2009.04 북한, 2차 핵실험 및 장거리 로켓 발사
		2010.03 천안함 피격 사건 발생
		2010.05 5.24 조치 발표 → 남북 경협 및 교류 전면 중단
		2010.11 연평도 포격 사건

자료: 언론내용 취합

한국 행정부별 대북관련 히스토리(2013 ~ 2024년) : 2018년 ~ 2019.2월 남북 및 북미 정상회담

구분	시기	내 용
박근혜	위축	2013.02 북한, 3차 핵실험 단행
	활성화	2013.04 개성공단 가동 중단 선언 후 남북 협상으로 5개월 만에 재개
	위축	2015.08 비무장지대(DMZ) 지뢰 도발 사건
		2016.01 북한, 4차 핵실험 단행
		2016.02 개성공단 전면 폐쇄 → 남북 경제 협력 중단
문재인	위축	2017.09 북한, 6차 핵실험 및 ICBM급 미사일 시험 발사
		2018.01 1.1일 신년사, 김정은, 한국 평창올림픽에 대표단 참가 제의
	활성화	2018.04 한반도의 완전한 비핵화를 목표로 한 판문점 남북정상회담 개최
		2018.06 미국-북한, 싱가포르 정상회담(싱가폴)
		2018.09 평양 남북정상회담 → 군사합의서 체결, 철도·도로 연결 합의
		2019.02 미국-북한, 하노이 정상회담, 미팅도중 결렬
		(미국 요구 : 영변과 그외지역 비핵화 ↔ 북한 요구 : 경제제재 포함 대북 제재 요구)
윤석열	위축	2020.06 북한, 남북공동연락사무소 폭파
	위축	2022.10 북한, ICBM 포함 미사일 연쇄 발사
		2024.01 북한, 남북 관계 단절 선언 및 헌법 개정 추진

자료: 언론내용 취합

주요 이슈(3-2) 북한과 협력이 재개된다면, ② 북한 화학산업 현황

- ※ **북한 원유 생산/소비** : 원유 소비량은 1만b/d로, 전량 중국 수입에 의존. 1980년 원유 매장 가능 대상지 7곳 탐사를 위해, '원유개발청' 설립 → 성과 없음
- ※ **북한 정유 생산능력** : 7만b/d. 정유설비는 봉화화학공장(3만b/d), 승리화학공장(4만b/d, 현재 가동중단) 등 2곳만 있음
- ※ **북한 NCC 생산능력** : 6만톤/년. 남흥청년화학연합기업소 1곳만 있음. 나프타 원료/NCC설비장비 수입 제재로 정상가동 어려움.
기타 제품) 프로필렌 1.4만톤, EG 0.8만톤, PE 2.5만톤, PP 1.1만톤
- ※ **북한 비료 생산능력** : 비료 287만톤(한국 복합비료 393만톤). 남흥청년화학연합기업소, 흥남비료연합기업소 등이 주력업체로, 석탄 및 석회석을 활용한 무기화학에 집중되어 있음.

북한의 화학산업 현황(2020년 기준) : 경제제재로, 원유/정유/NCC 산업 공급부족

제품 구분	북한 कै파 (한국 कै파 비교)	주요 생산기업 (2020년 기준)	비 고
원유 생산	생산없음. (수입량 1만b/d)	원유개발청	1980년 대 북한은 '원유개발청'을 설립 원유매장 가능 7대분지 거론(서한만, 동한만, 평양, 안주 등)
석유정제	7만b/d (한국 323만b/d)	2개 정유업체 봉화화학공장(3만b/d) 승리화학공장(4만b/d, 가동중단)	1990년 초반, 러시아에서 원유공급 중단으로 가동 중단
에틸렌	6만톤/년 (한국 1,270만톤)	NCC설비는 1개 업체 남흥청년화학연합기업소(6만톤)	나프타분해설비 등 기술/장비 해외 도입이 어려움 기타 제품 : 프로필렌 1.4만톤, EG 0.8만톤, LDPE 2.5만톤, PP 1.1만톤
황산 (비료/공업용)	100만톤 (한국 230만톤)	흥남비료연합기업소(45만톤) 단천제련소(15만톤) 7.7연합기업소 은덕화학(10만톤) 해주제련소(10만톤) 문평제련소(9만톤)	
암모니아	69만톤 (한국 60만톤)	흥남비료연합기업소(30만톤) 남흥청년화학연합기업소(27만톤) 7.7연합기업소(6.7만톤) 2.8비날론연합기업소(5만톤)	

자료: KDB산업은행(2020 북한의 산업II)

북한의 화학산업 현황(2020년 기준) : 석탄화학 중심으로, 비료 생산능력 높음

제품 구분	북한 कै파 (한국 कै파 비교)	주요 생산기업 (2020년 기준)	비 고
질산	35만톤 (한국 148만톤)	흥남비료연합기업소(17만톤) 7.7연합기업소(15만톤)	1990년대부터 석탄가스를 활용한 비료제품 생산 확대 진행
비료	질소 207만톤 인산 80만톤 (한국 복비 393만톤)	남흥청년화학연합기업소(79만톤) 흥남비료연합기업소(42만톤) 흥남비료연합기업소(40만톤) 쌍용인비료(15만톤) 순천인비료(25만톤)	
카바이드	54만톤 (한국 3만톤)	2.8비날론연합기업소(34만톤) 청수화학공장(20만톤)	북한은 석탄/석회석(카바이드)을 원료한 석탄화학 비중이 높음
가성소다	15만톤 (한국 200만톤)	2.8비날론연합기업소(10만톤) 신의주화학섬유연합기업소(3만톤) 길주필프(1.5만톤)	
염산	6.9만톤 (한국 117만톤)	2.8비날론연합기업소(3.9만톤)	

자료: KDB산업은행(2020 북한의 산업II)

주요 이슈(3-3) 북한과 협력이 재개된다면, ③ 화학산업 경제협력 방향

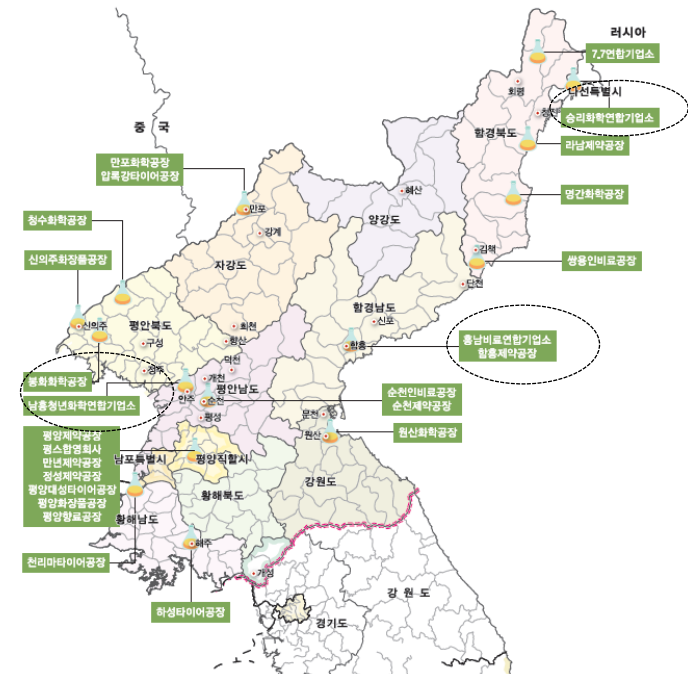
- ※ 미국-북한과의 관계가 진전될 경우, 정유/화학부문에 남북 협력 방향은 4가지 방향으로 전개될 가능성
- ※ 단기 추진, 정유화학 협력안) 발전용 중유/비료 직접 공급, 북한 정유단지(승리화학공장)에 대한 개보수 → 한국 정유사에 기회
- ※ 인프라 투자 진행 : 발전, 수송 등 기반시설 투자
- ※ 중장기 추진, 정유화학 협력안) ① 원유수입항 건설, 정유/석화 단지 합작투자 건설
 ② 송유관, 파이프라인 천연가스 수송관, 석유저장 및 운송시설 합작 투자
 ③ 북한내 석유탐사 프로젝트 공동 참여, 흑연 등 배터리관련 소재 광산 공동 개발

2000년 이후, 남북 경제 협력 사례 : 비료/중유 직접지원 - 설비개보수 - 천연가스 수송관 사업

구 분	시 기	내 용
원유, 천연가스	2005년 남북경제협력추진위원회	남북 경공업 및 지하자원개발 협력 남측: 북측에 의복, 신발, 비누 등 경공업 원자재 제공 북측: 경공업 원자재에 대한 대가를 지하자원 개발권 등으로 상환
	2007년 남북정상회담(10.4)	남북경협공동위, 북한 서해유전 공동개발 논의 서해: 신의주-남포 앞바다 서한만 일대 대륙붕 지역(추정 매장량: 50-400억 배럴)
석유제품 공급	2002년 남북경제협력추진위원회	북한에 비료 10만톤과 쌀 40만톤 제공
	2007년 6자회담(2.13합의)	북한에 중유 5만톤 공급(남북교류협력기금 219억원 지출 의결)
정유설비 개보수	2002년 남북경제협력추진위원회	*2002년 남한의 석유수입업체가 승리화학공장(정유) 개보수 희망
화학설비 투자	2005년 남북경제협력추진	2005년 개성공단에 플라스틱 가공 공장 입주(화학품 용기, 봉제 가공)
	2008년 한-러정상회담(9.29)	한국가스공사, 러시아 가스프롬 MOU 체결 북한 경유 PNG사업: 러시아-북한-한국으로 러시아 천연가스 도입
	2011년 한-러정상회담(11.2)	천연가스 파이프라인 로드맵 확정 2013.09: 러시아 블라디보스토크에서 북한 경유 가스관 공사 착수 2016.12: 가스관 건설 완료 2017.01: 가스 공급 시작

자료: 언론자료 취합, 에너지경제연구원, 대한석유협회, 통일부

북한의 화학산업 공장 위치 : 봉화화학공장-남흥천연화학연합기업소-흥남비료연합기업소



자료: KDB산업은행(2020 북한의 산업II)

주요 이슈(4-1) 한국 정유/화학업체, 제 1과제 ‘재무위험 축소’

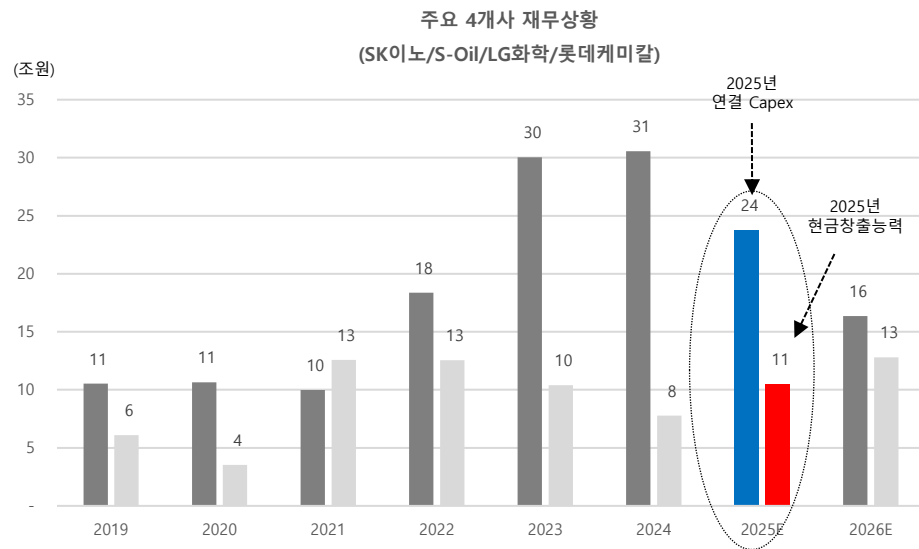
※ 2025년 국내 정유/화학업체의 최우선 과제는 ‘재무위험 축소’ 임.

배경) 2022년부터 사업다각화(배터리 설비 확장), 대형 석화 플랜트 투자가 시작된 반면, 석화사이클 하락이 길어지면서 본업 현금창출 능력이 떨어짐. 2025년 신용등급 하락이 이어짐

※ 국내 주요 정유화학업체 사업구조 재편 방향 및 재무 상황 :

- ① 배터리 소재로 사업다각화 진행 기업 : SK이노베이션(배터리 자회사 SK온(주), 연간 4~7조원 투자), LG화학(배터리 자회사, LG에너지솔루션(주), 연간 10~13조원 투자)
- ② 대형 석화설비 투자로 규모의 경제 진행 기업 : S-Oil(에틸렌 180만톤, 온산 사한 프로젝트 10조원, 2026년 상반기 완공), 롯데케미칼(에틸렌 100만톤, 인도네시아 라인 프로젝트 6조원, 2025년 5월 완공)
- ③ 4대 주요 업체(SK이노/S-Oil/LG화학/롯데케미칼)의 Cash Flow : 2025년 합산 Capex 24조원 vs 영업활동 현금 창출 능력 11조원 → 현금 과부족 △13조원

SK이노베이션/S-Oil/LG화학/롯데케미칼, 2025년 Cash Flow : 약 △13조원 자금 부족



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 주요 업체별 Cash 부족 규모와 차입금 축소 방법

기 업	재무현황				재무위험 축소 방안
	2024년 순차입금	2025년 Cash Flow			
		설비투자(A)	영업현금창출(B)	현금 과부족(B-A)	
※영업현금창출=EBITDA-세금-순이자					
SK이노베이션	29조원 (차입금 32조원) (현금 3조원)	6조원 (배터리 3.5조원) (발전소 1조원)	3조원	△3조원	2022년부터 현금 부족(배터리투자 때문) 2024년 SK E&S(발전소) 흡수합병 2025년 엔무브(윤활유) 상장 진행 부족분 차입
S-Oil	5.8조원 (차입금 7.8조원) (현금 2조원)	4조원 (사한 3.4조원)	1.3조원	△2.7조원	2023년부터 현금 부족(10조원 사한프로젝트) 2024년 2.3조원 차입 2025년 2조원 차입 및 Aramco 지원
LG화학	19조원 (차입금 27조원) (현금 8조원)	13조원 (배터리 10조원) (본사 3조원)	5조원	△8조원	2022년부터 현금 부족(배터리 투자 때문) 2024년 편광판매각, 차입 5.5조원 2025년 석화/에스테틱 매각, EB발행(LG엔솔 그린본드 2조원 발행
롯데케미칼	6.9조원 (차입금 10.4조원) (현금 3.5조원)	1.4조원 (라인 0.7조원)	1.2조원	△0.2조원	2022년부터 현금부족(M&A, 라인프로젝트) 2023년 유상증자 2025년 자산매각(미국, 인도네시아 석화) →차입금 축소 가장 적극적(1~2조원)

자료: 각사 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

주요 이슈(4-2) 한국 정유업체 재무위험 축소, ① SK이노, S-Oil

※ SK이노베이션(주) : 배터리 투자비로 인해, 2022년부터 현금부족 발생. 2024년 말 순차입금 29조원에 육박(=차입금 32조원 - 현금 3조원). 자산매각 + 관계회사 합병 등으로 조달

① 2025년 예상 현금흐름 : Capex 6조원(배터리 3.5조원 + 기타 2.5조원) vs 영업활동 현금 창출 3조원 (=EBITDA-세금-순이자) → △3조원 규모 현금 부족

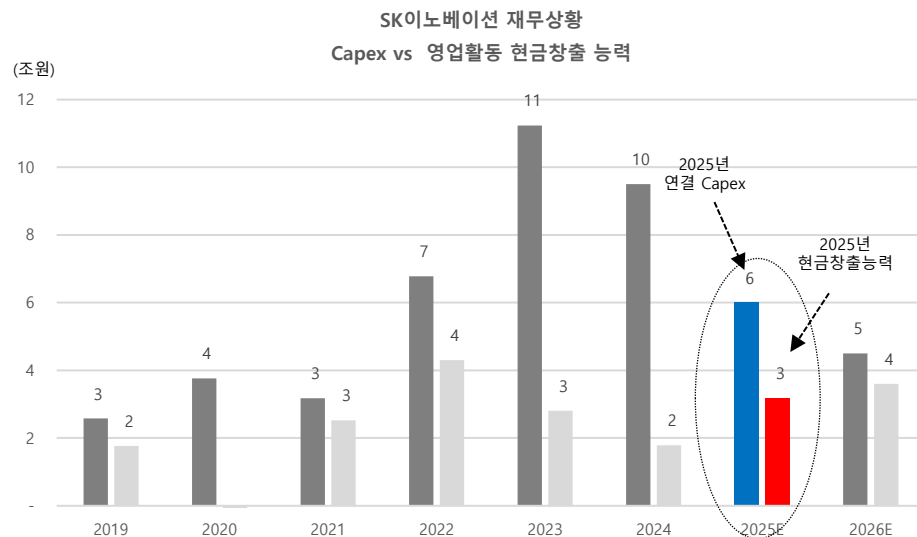
② 부족현금 창출 방법 : 2024년 SK E&S(LNG발전소) 흡수합병, SK온(배터리) Pre-IPO → 2025년 자회사인 SK엔무브(윤활유) 상장으로 현금 확보 + 석화매각 + 차입금조달

※ S-Oil(주) : 180만톤 에틸렌 설비 투자(사한 프로젝트)로 인해, 2023년부터 현금 부족 발생. 2024년말, 순차입금 5.8조원(=차입금 7.8조원 - 현금 2조원). 차입금 위주 조달

① 2025년 예상 현금흐름 : Capex 4조원(사한 3.4조원 + 기타 0.6조원) vs 영업활동 현금창출 1.3조원 → △2.7조원 규모 현금 부족

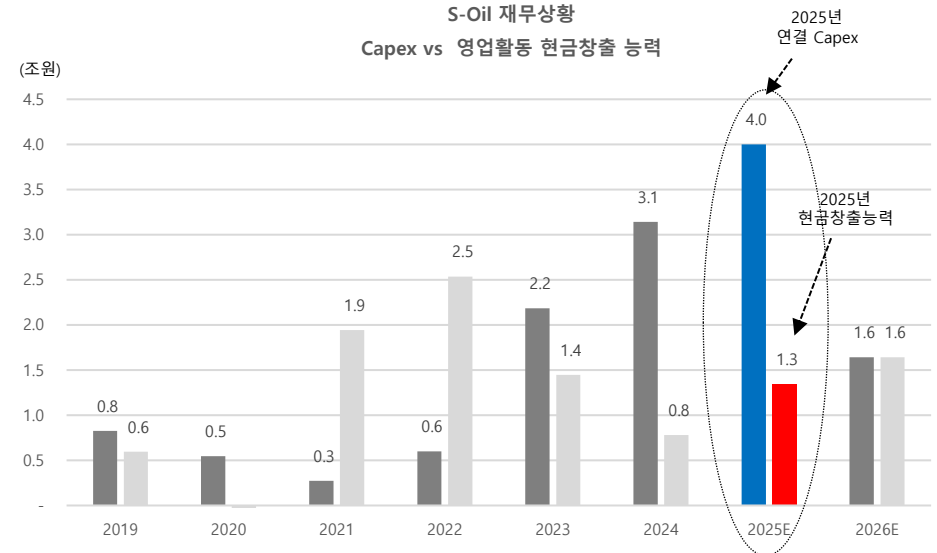
② 부족현금 창출 방법 : 2024년 차입금 2.3조원 확대, 2025년 차입금 1~2조원 확대

SK이노베이션, 2025년 Cash Flow : 약 △3조원 규모의 자금 부족



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil, 2025년 Cash Flow : 약 △2.7조원 규모의 자금 부족



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 이슈(4-3) 한국 화학업체 재무위험 축소, ② LG화학, 롯데케미칼

※ LG화학(주) : 배터리 투자비로 인해, 2022년부터 현금부족 발생. 2024년 말 순차입금 19조원에 육박(=차입금 27조원 - 현금 8조원). 자산매각, 차입금으로 조달

① 2025년 예상 현금흐름 : Capex 12~13조원(배터리 10조원 + 화학 3조원) vs 영업활동 현금 창출 5조원 (=EBITDA-세금-순이자) → △8조원 규모 현금 부족

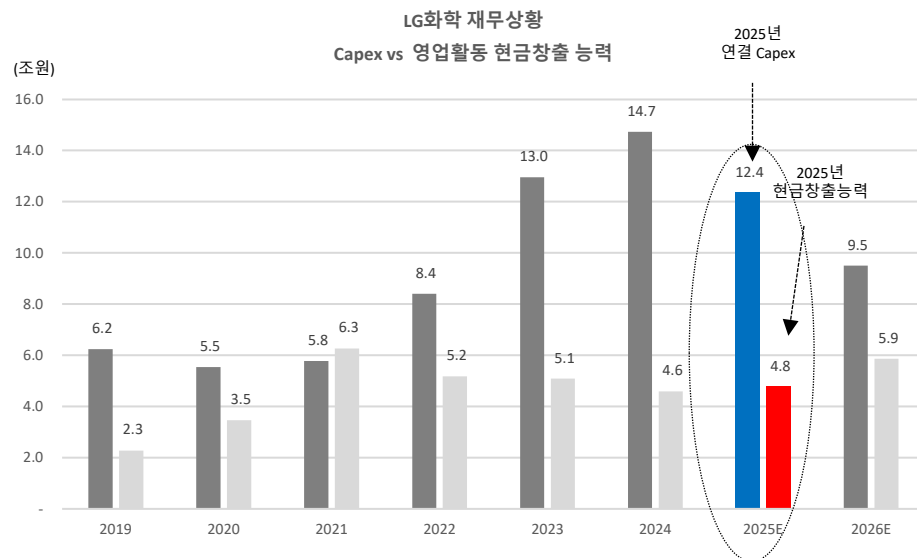
② 부족현금 창출 방법 : 2024년 편광판 매각, 차입금 5.5조원 확대 → 2025년 여수NCC석화 매각, 에스텍 등 매각, 교환사채(LG에너지솔루션(주) 기초) 발행, 그린본드 발행 등

※ 롯데케미칼(주) : 100만톤 에틸렌 설비 투자(라인 프로젝트)로 인해, 2022년부터 현금 부족 발생. 2024년말, 순차입금 7.0조원(=차입금 10.4조원 - 현금 3.4조원). 자산 매각으로 조달

① 2025년 예상 현금흐름 : Capex 1.4조원(라인프로젝트 0.7조원 + 기타 0.7조원) vs 영업활동 현금창출 1.2조원 → △0.2조원 규모 현금 부족 규모 줄어듦

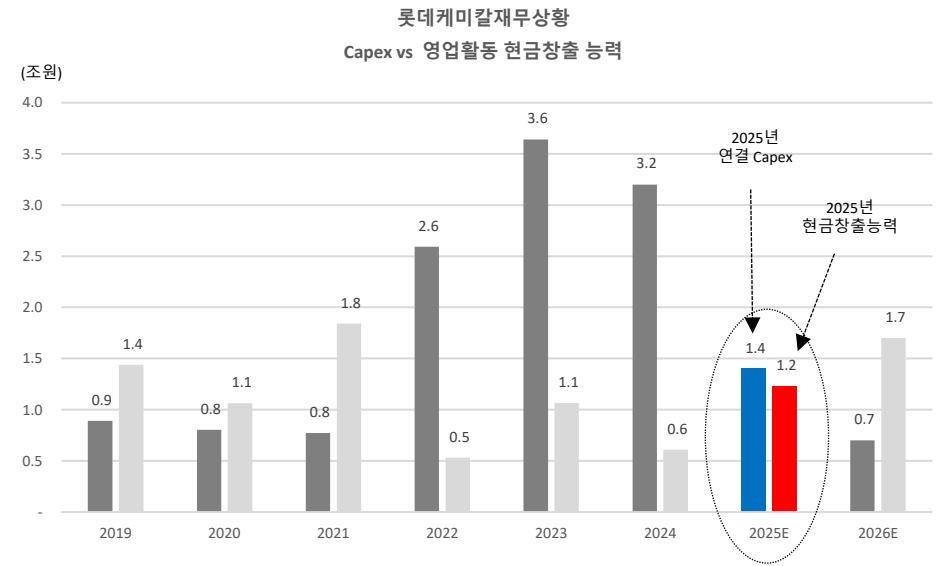
② 부족현금 창출 방법 : 2023년 유상증자, 2025년 감가비 범위내에서 Capex 진행. 순차입금 축소를 위해, Lotte USA 유동화, 인도네시아 라인프로젝트 유동화, 유가증권 매각

LG화학, 2025년 Cash Flow : 약 △7.6조원 규모의 자금 부족



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼, 2025년 Cash Flow : 자금 부족 규모 △0.2조원으로, 밸런스에 근접



자료: 유안타증권 리서치센터



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

2025년 정유 사이클

1. 정유업종 장기 사이클 위치
2. 2025년 정제마진 동향
3. 2025년 예상보다 강한 수요
4. 2025년 간과했던 추가 공급 변수

정유/화학 산업 분석 Tool : 사이클 추적은 무엇 봐야 하나?

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

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

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

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

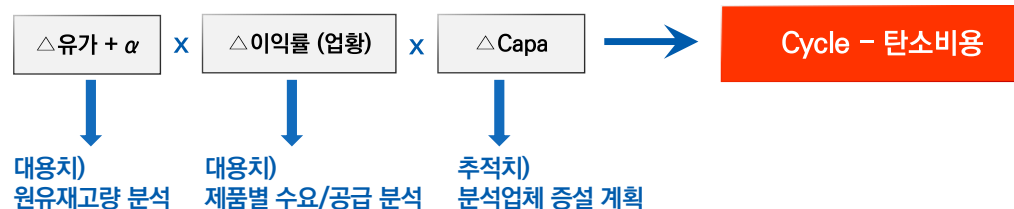
영업활동 Free Cash Flow

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

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

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

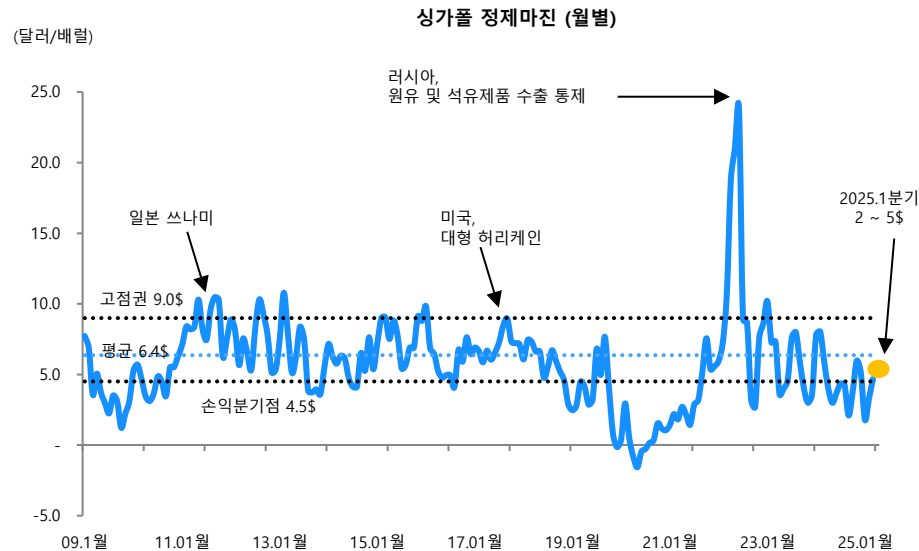
$$= \text{ASP} \times \frac{(\text{ASP} - \text{Cost})}{\text{ASP}} \times Q + \Delta \text{Inventory} - \text{탄소비용}$$



[정제마진] 2025년 상반기 3 ~ 5\$/배럴(2024년 4.8\$)

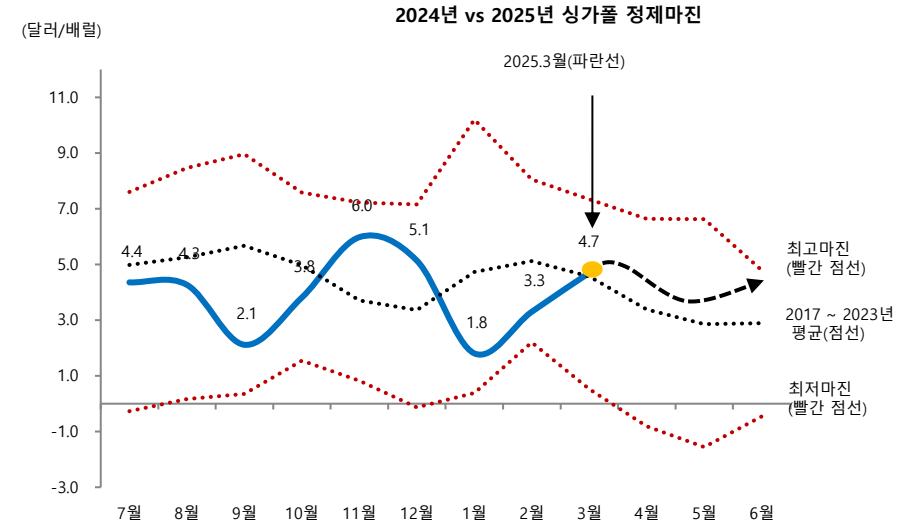
- ※ 2025년 정제마진은 전년 4.8\$에서 평균수준인 5 ~ 6\$로 회귀할 것으로 전망. 다만, 러시아 변수가 발생되면서 기존 전망치 5.5 ~ 6.5\$ 보다 소폭 낮아지는 것으로 조정함
 - 정제마진 연평균 흐름(평균치 6.4\$/배럴) : 2020년 0.4\$/배럴 → 2021년 3.5\$ → 2022년 10.6\$ → 2023년 5.8\$ → 2024년 4.8\$ → 2025년 예상 5 ~ 6\$(e) 회귀
 - 2025년 월별 흐름 : 1월 1.8\$ → 2월 3.3\$ → 3월 4.7\$
- ※ 2025년 예상 특징 : 수요) 국제 원유가격이 낮아지면서, 휘발유 등 석유제품 수요는 전년보다 120 ~ 130만b/d(전년 100만b/d 증가) 증가할 것으로 전망.
공급) 정유설비 증설 및 폐쇄로 인해, 순증설 규모는 16만b/d 로 부담이 줄어들.
- ※ 2025년 2~3분기 주의점 : 우크라이나 전쟁 완화로, 그동안 금지되었던 러시아산 석유제품 수출이 허용되면, 국제시장에서 80만b/d 규모의 공급이 증가할 수 있음 → 정제마진 압박

싱가폴 정제마진 월별 동향 : 2025년 평균 5 ~ 6\$ 수준으로 회귀 전망



자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

2025년 싱가포르 정제마진 월별 비교 : 최근 5개년 vs 현시점

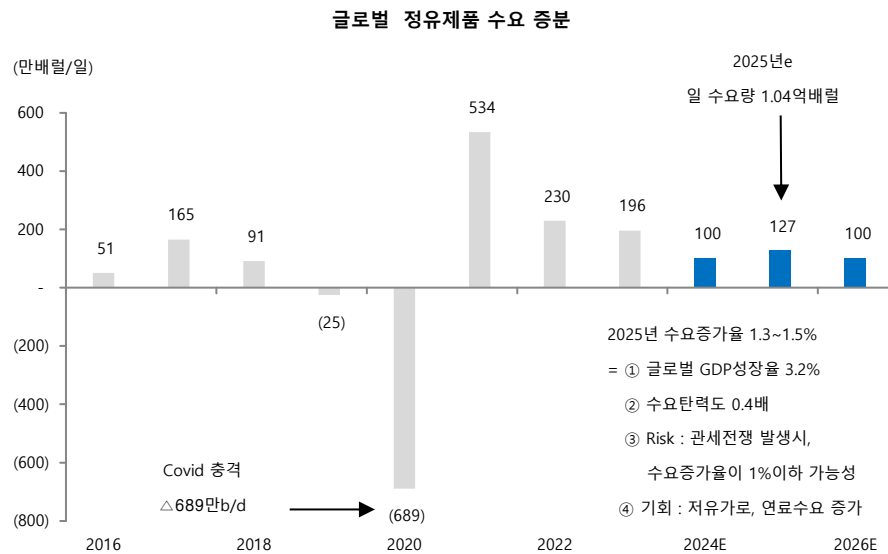


자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

[정유 수요] 2025년 상반기 수요 예상보다 좋아

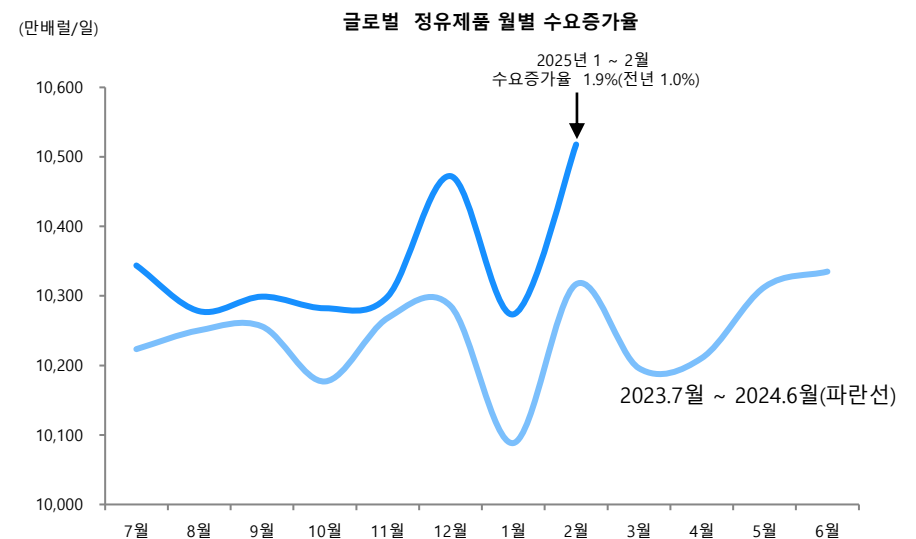
- ※ 2025년 석유제품(휘발유, 등경유 등) 수요 회복이 예상보다 좋음. 수요증분 전망치를 기존 110만b/d(일일 소비량 1.04억배럴)에서 120 ~ 130만b/d(1.5%yoy)로 소폭 상향함
 → 연간 수요 증가 규모(적정수준 120만b/d) : 2021년 534만b/d(Covid 반사효과), 2023년 196만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 127만b/d(e), 2026년 100만b/d(e)
 → 2025년 월별 수요 증분 : 1월 185만b/d, 2월 200만b/d → 예상보다 건조한 회복을 보임
- ※ 2025년 수요 특징) ① 2022 ~ 2023년 이후 석유제품 수요 회복 레벨이 낮아진 것은 '전기차 보급으로 자동차용 연료가 전기로 대체' 되고 있기 때문
 → 전기차 보급에 따른 Peak Oil 전망 : 2027년 자동차 연료(휘발유+경유, 전체 오일 수요의 45% 차지함) peak, 2029 ~ 2030년 oil 전체 수요 peak
 ② 2025년 수요증가율 예상치는 1.5%로, GDP 증가율 3.2% 대비 0.4배에 해당함. 관세전쟁에 따른 우려도 있지만, 유가하락 효과로 연료유 수요 회복으로 보완

글로벌 정유제품 수요 전망 : 2025년 수요증분 120 ~ 130만b/d (기존 전망치 110만b/d)



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 글로벌 오일 수요 : 2024년 수요증가율 +1.0% → 2025년 1분기 +1.9%



자료: BNEF (2023.10월 전망)

[정유 공급] 2025년 순증설 16만b/d + 80만b/d(?)

※ 2025년 글로벌 정유 신규 설비 공급 압박(16만b/d)은 크게 줄어들 것으로 예상됨. 다만, 러시아 정유설비 가동을 상승으로 공급 규모(80만b/d)가 늘어날 수 있음.

→ 글로벌 순증설 규모(적정 판단 기준 120만b/d) : 2021년 △43만b/d(설비 폐쇄), 2023년 164만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 16만b/d, 2026년 102만b/d

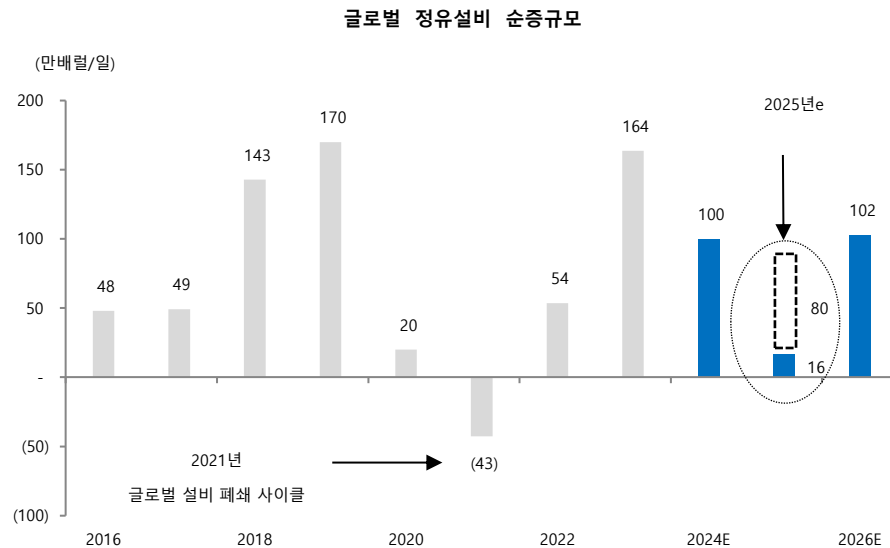
※ 2025년 아시아지역 신규 증설 특징 : 중국의 증설(Yulong Refinery 43만b/d)과 대형 정유설비 폐쇄(Petrochina Dalian △41만b/d)가 균형을 이루면서, 공급 압박이 크지 않음

→ 상반기, 중국 Yulong Refinery 43만b/d, 멕시코 Olmeca Refinery 34만b/d

→ 하반기, 중국 Petro-China Dalian △41만b/d 폐쇄(노후설비 폐쇄 정책 일환임), 미국 Phillips66 △13.9만b/d 폐쇄

※ 2025년 간과했던 공급 변수, 러시아 원유수출 : 우크라이나 전쟁 종료시, 러시아 정유설비 685만b/d에서 가동률이 2025년 초 79%에서 90%로 높아질 수 있음 → 증산 80만b/d 가능

글로벌 연간 신규 정유설비 증설 계획 : 2025년 순증 16만b/d + 러시아 변수 80만b/d



자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 주요 업체 정유설비 가동 계획

분 기	글로벌 주요 정유설비(상업정제설비) 증설		
	2023년	2024년	2025년
1분기	Thai Oil(태국) 12.5만b/d Exxon Mobil(미국) 25만b/d CNPC/PDVSDA(중국) 40만b/d	Idemitsu(일본) -12.0만b/d Phillips66(미국) -12.5만b/d Phillips66(미국, 바이오정유) 5만b/d Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65만b/d KPC Al-zour(쿠웨이트) 61.5만b/d	Yulong(중국) 43만b/d BAPCO(바레인) 11.3만b/d Houston Refining(미국, 1Q) -26.4만b/d
2분기	Abadan(이란) 23만b/d		Sinopec Zhenhai(중국) 25.8만b/d Indian Oil(인도) 20.8만b/d Omeqa(멕시코) 34만b/d
3분기	Hebei(중국) 16만b/d	Karbala(이라크) 14만b/d	Petrochina Dalian(중국) 폐쇄 -41만b/d 우크라이나 전쟁 종료시, → 러시아 정유제품 80만b/d 수출 재개
4분기	Sinopec Hainan(중국) 10만b/d ENEOS(일본) -11.9만b/d Al-Duqm(오만) 23만b/d		Phillips66(미국) -13.9만b/d

자료: 유안타증권 리서치센터

표. 글로벌 업체별 정유설비 증설: 2025년 순증 16만b/d로 급감

지역 구분	2022년	(만b/d)	2023년	(만b/d)	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)	2028년	(만b/d)
아메리카	Petroperu(페루)	3.3	Exxon Mobil(Beaumont, 미국)	25.0	Phillips66(미국, Rodeo)	- 12.5	Houston Reining(미국, 1Q)	- 26.4	Valero(미국, California, 검토)	- 23.6			Petrobras(브라질)	11.5
	GCC(미국)	5.0	NLRC(캐나다)	3.5	Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유)	5.0	Phillips66(미국, California, 4Q)	- 13.9						
	Phillips66(미국, Belle Chasse)	- 24.7					Olmea(멕시코)	34.0						
	소 계	- 16.4		28.5		- 7.5	- 6.3	- 23.6	-				11.5	
유럽	Donges(프랑스)	22.2			Eni(이탈리아, Livorno)	- 12.0	Shell(독일, Rheinland)	- 14.7						
	Ukratnafta(우크라이나)	- 20.1					Gelsenkirchen(독일)	- 8.0						
소 계				-	- 12.0		- 35.8							
동유럽	Scrap	- 12.0												
	SOCAR(아제르바이잔)	3.0	Uzbekneftegaz(우즈베크스탄)	10.0	Yaysky(러시아)	3.0			Novoshakhtinsk(러시아)	5.0				
	IISC Refinery(러시아)	7.0							Seydi(투르크메니스탄)	2.0				
소 계		10.0		10.0	3.0		-	12.0	Ordabasy(카자흐스탄)	4.0				
									Danghara(타지스탄)	1.0				
아프리카	Trinity Energy(남수단)	2.5			Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0								
	Shell/BP(남아공, Durban)	- 17.2	Cape Town Refinery(남아공)	11.0					Sonatrach-Hassi Messoud(알제리)	10.0				
	natref Refinery(남아공)	10.8												
소 계		14.7		11.0	65.0		-	10.0						
아시아	중국													
	Rongsheng Petrochemical(II, 2분기)	20.0	Sinopec Hainan	10.0			Nanshan Group(Yulong project)	40.0	Huajin Aramco Petrochemical	30.0	Aramco/Sinopec Gulei	32.0		
	Shenghong Petchem	32.0	Petrochina PDVSA-Jieyang(1H)	40.0			Sinopec Zhenhai(중국)	25.8	CNPC(Karamay)	10.0				
			Hebei Xinhai	17.0			CNOOC Daxie	12.0						
	local(3Q)	- 10.0					Petrochina Dalian(중국, 3분기)	- 41.0						
					Dalian2	- 8.0	Dalian 2	- 12.0	Changling Petchem(합병)	- 23.0				
	중국 소계	42.0		67.0	- 8.0	24.8		17.0	32.0					
	일본	Eneos(4Q)	- 11.2	Eneos(4Q)	- 11.9	Idemitsu(yamaguchi, 1Q)	- 12.0							
	한국								S-Oil	6.0				
	대만													
	인도		Nagarjuna Oil	12.0	Visakhapatnam2	7.0	Indian Oil-Barauni	- 7.1	Hindustan Petroleum(Rajasthan)	18.0	Chennai Petroleum	16.9	Indian Oil(Panipat)	10.0
							Indian Oil-Barauni	13.1	Numaligarh Refinery	10.0	Indian Oil(Panipat)	10.0		
	태국						Indian Oil-koyali	8.1						
	말레이시아	Petronas(목발후 재가동)	22.0						Thai Oil	12.5				
	베트남		Petro Vietnam/Gazprom Neft	4.0										
	인도네시아						Petamina-balikpapan	10.0		Petamina/Rosneft	30.0			
중동	브루나이													
	필리핀													
	파키스탄	National Refinery	3.0											
	몽골리아	Mongolsekiu	3.0				MEIL	3.0						
	호주	Caltex-Lytton	- 12.9											
	아시아 소 계	58.8		71.1	-13.0	51.9	63.5	88.9	10.0					
	Scrap	- 18.0												
	이란		NIOC-Abadan	20.0				NIOC-Siraf	6.0		NIOC-Abadan	- 23.5		
	쿠웨이트				KNPC-AI-Zhour	61.5		Persian Gulf Star(스플리터)	12.0					
	사우디아라비아													
중동	이라크				Karbala Refinery(3Q)	14.0	Basra refinery	6.5			Dhi Qar refinery	10.0		
	오만	Sohar Bitumen Refinery	3.0	Oman Refinery(Dugm, 1Q)	23.0									
	카타르													
	UAE													
	소 계	3.0		43.0	64.2	6.5	40.5	-	13.5					
글로벌 신규증설 합계		53.5		163.6	99.7	16.3	102.4	88.9	8.0					



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

2025년 석화 사이클

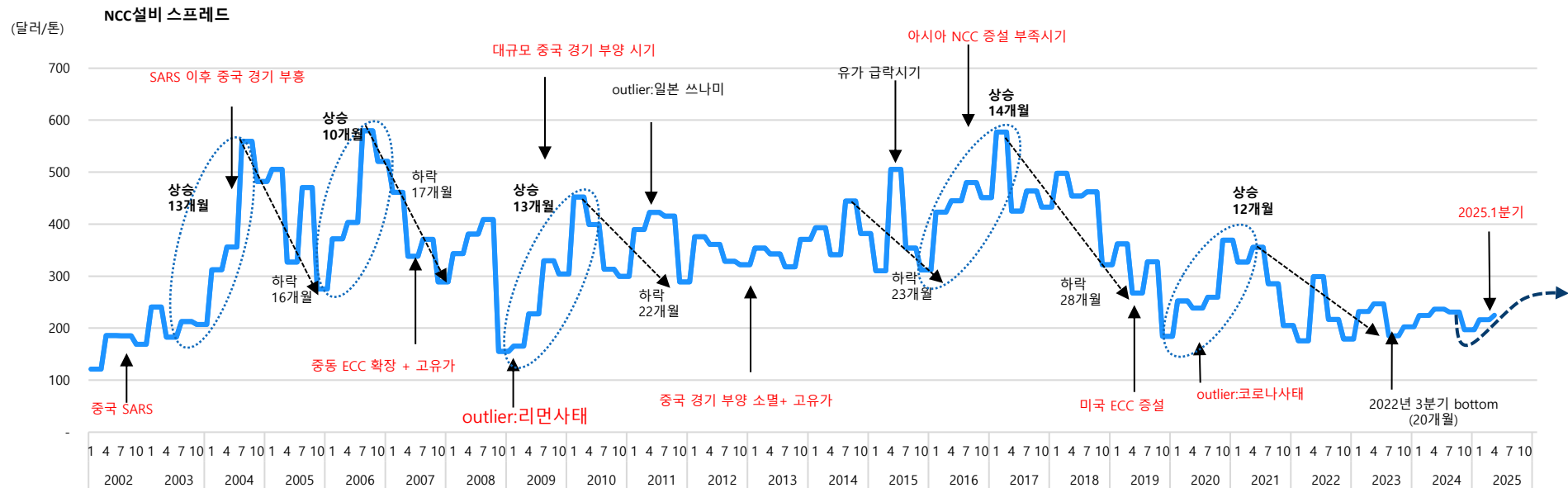
1. NCC설비 장기 사이클 위치
2. 2025년 에틸렌 스프레드 동향
3. 2025년 이구환신 發 수요 개선
4. 2025년 증가하는 공급통제
5. 2025년 수급개선 스페셜티, 아라미드

[석화 사이클] 2025년 지리한 바닥 탈출 시도 ...

- ※ 석화업종도 대표적인 사이클 산업으로, 석화수요 지속기간과 설비증설 기간이 일치하지 않기 때문임. 석화제품의 수급 밸런스를 추적할 수 있는 대용치로, 석화 스프레드를 주로 사용함
사이클 패턴) 최근 25년간 사이클은 5번이 발생되었음. 상승기간이 짧고 반등폭이 큰 반면, 하락 기간은 길게 진행되었다는 특징이 있음
상승 사이클 기간은 최소 10개월 ~ 최장 14개월 (평균 반등기간 12개월) 하락 사이클 기간은 최소 16개월 ~ 최장 28개월(평균 하락기간 20개월)
- ※ 2021년 ~ 2022년 말 하락 사이클 : Covid 바닥 후 2021년 상반기 재난지원금 지급에 따른 내구재 수요회복 이후, 하락사이클에 진입함
- ※ 2022년 4분기 ~ 2024년 하반기 : 글로벌 수요 부진으로 바닥 도달 후 약세권에서 박스권 등락 진행
- ※ 2025년 점진적인 회복 사이클 : 증설 감소, 수요회복, 유가 하락이라는 3가지 장점을 기반으로, 회복 국면 접어들 전망 (특징 : 수요 복원 속도가 더며 회복 기간이 길어질 수 있음)

2000 ~ 2025년 NCC 사이클(대용치 : NCC설비 스프레드) 고찰

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



자료: 유안타증권 리서치센터

[에틸렌 스프레드] 2025년 상반기 200 ~ 250\$/톤(2024년 170\$)

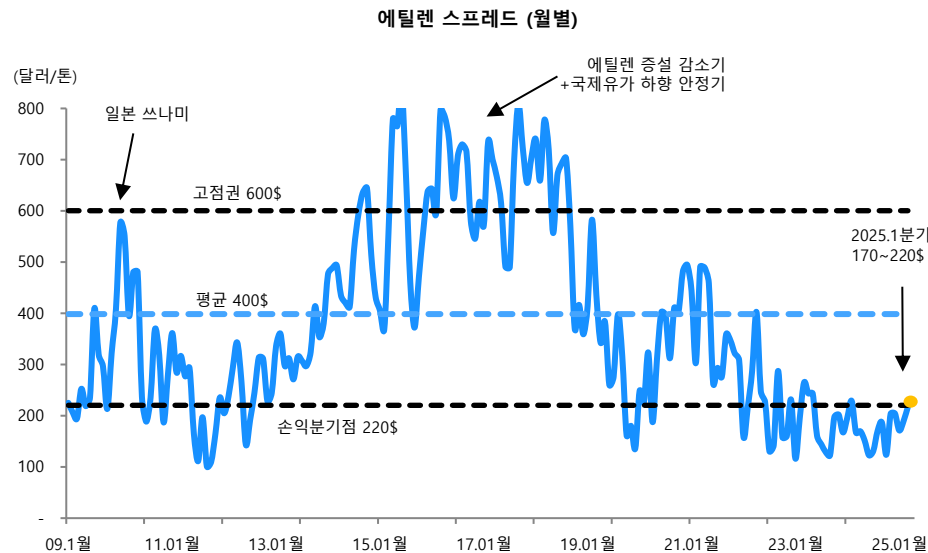
※ 2025년 에틸렌(석화 기초제품) 스프레드는 흑자수준인 200 ~ 250\$로 회귀할 것으로 전망. 2 ~ 3분기, 원료인 나프타 가격 하락 효과를 기대하고 있음

→ 에틸렌 스프레드 연평균 흐름(평균치 400\$/톤) : 2020년 351\$/톤 → 2021년 362\$ → 2022년 220\$ → 2023년 184\$ → 2024년 170\$ → 2025년 예상 200 ~ 250\$(e) 회귀
→ 2025년 월별 흐름 : 1월 171\$ → 2월 190\$ → 3월 218\$

※ 2025년 예상 특징 : 수요) 관세 전쟁 우려에도, 중국/유럽의 적극적인 소비진작용 재정정책으로 인해, 에틸렌 수요는 전년보다 550~600만톤(전년 460만톤) 증가할 것으로 전망
공급) 유럽 폐쇄, 동남아시아 가동중단, 중국의 신설비 양산 지연 등으로, 순증설 규모는 300만톤 수준으로 증설 부담이 줄어들.

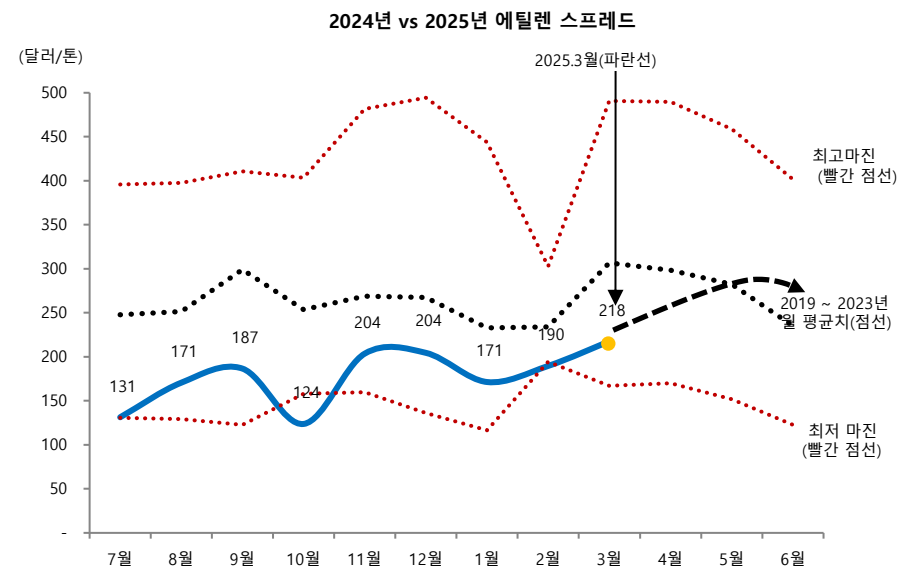
※ 2025년 2 ~ 3분기 주목할 점 : 우크라이나 휴전/또는 종전으로 접어들면, 한국 업체는 유가하락과 러시아산 저가 나프타를 다시 수입할 수 있는 기회가 생길 것 → 스프레드 개선

에틸렌 스프레드(=에틸렌 - 나프타) 월별 동향 : 손익분기점인 210\$ 이상으로 회귀 전망



자료: chemlocus, 유안타증권 리서치센터

2025년 에틸렌 스프레드 월별 비교 : 최근 5개년 vs 현시점

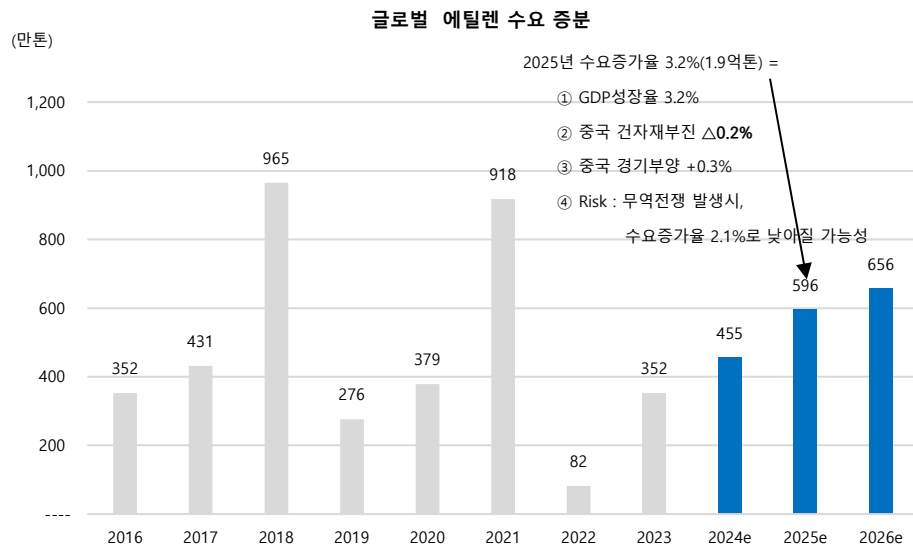


자료: chemlocus, 유안타증권 리서치센터

[수요 전망] 2025년 상반기, 한국의 에틸렌 수출 잘 아...

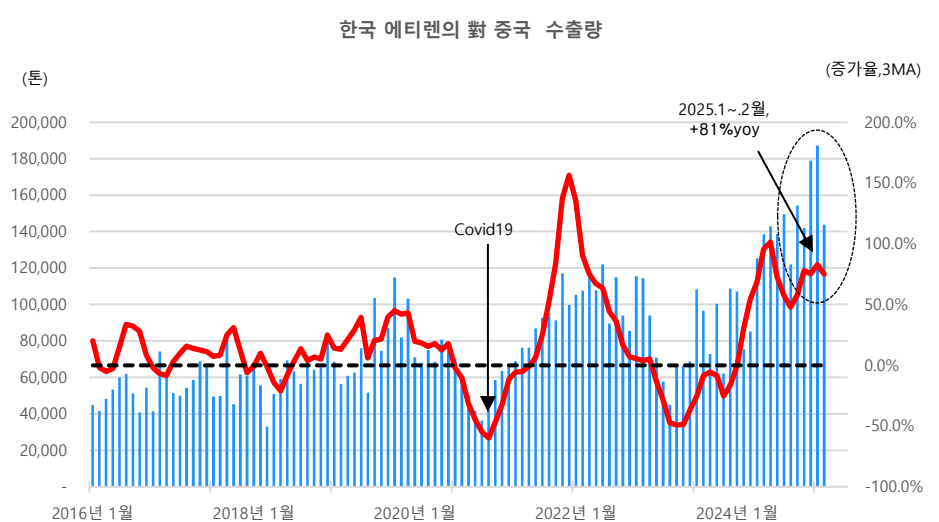
※ 2025년 석화 대표제품인 에틸렌의 2025년 글로벌 연간 수요는 1.9억톤으로, 전년대비 600만톤(3.2%yoy) 성장이 예상됨. 특히, 한국의 중국 수출량이 크게 증가하고 있어 긍정적임
 → 연간 수요 증가 규모(적정수준 700만b/d) : 2021년 918만톤(Covid 반사효과), 2023년 352만톤, 2024년 455만톤, 2025년 600만톤(e), 2026년 660만톤(e)
 ※ 2025년 수요 특징) ① 글로벌 GDP 성장률 3.2% x 석화제품 탄력도 1.0배 = 정상적인 수요증가 3.2%
 ② 기획 : 중국 경기부양 390조원(5년간 1,950조원 재정적자 결정)은 중국 GDP의 2%를 높이는 것으로, 글로벌 에틸렌 수요개선 효과 +0.3%p
 ③ Risk : 관세전쟁으로, 에틸렌 수요증가율이 0.4 ~ 0.9%p 낮아질 수 있음. 미국의 대중국 관세 인상폭이 당초 60% 우려와 달리 20% 정도에 그치고 있음
 ※ 한국의 에틸렌 중국 수출량 : 2025년 1 ~ 2월 +81% → 중국의 적극적인 이구환산 확대효과로, 에틸렌 수출 여건 호전되고 있음

글로벌 에틸렌 수요 전망 : 2025년 1.9억톤(수요증가 600만톤) - 관세전쟁 + 중국 내수진작 정책



자료: 유안타증권 리서치센터

한국의 에틸렌 중국향 수출량 : 2025년 1~2월 +81% 증가

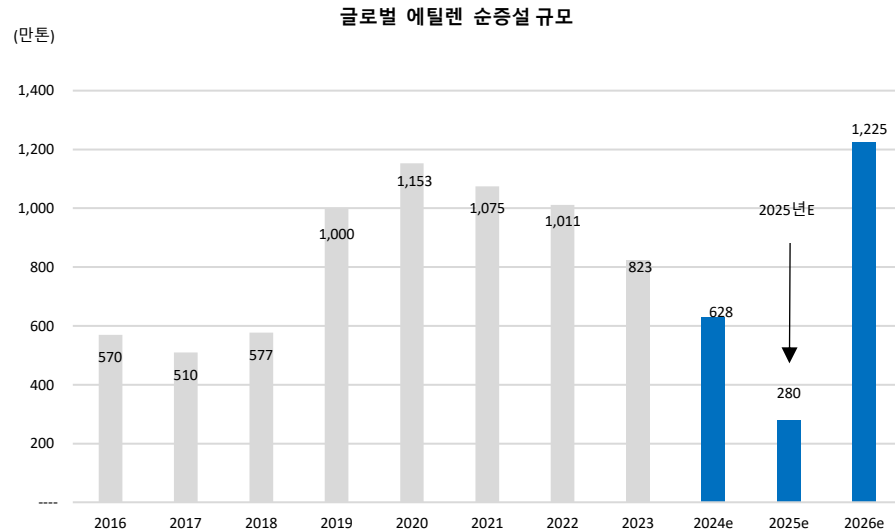


자료: 무역협회

[공급 전망] 2025년 글로벌 에틸렌 신증설, 280만톤으로 둔화

- ※ 2025년 글로벌 대표 석화제품인 에틸렌 신규 증설 규모는 2년 연속 줄어들며, 신규 증설 압박은 크지 않을 전망이다. 2024년에 이어, 유럽 및 동남아시아 설비 가동 중단이 이어질 것
 → 글로벌 순증설 규모(적정 판단 기준 600만톤/년) : 2019 ~ 2022년 연평균 1,100만톤(과잉증설), 2023년 823만톤, 2024년 628만톤, **2025년 280만톤, 2026년 1,225만톤**
- ※ 2025년 증설 특징 : ① 유럽 노후 에틸렌 폐쇄 △139만톤, ② 중국 신규설비 양산시기가 품질문제로 늦춰짐, ③ 동남아시아에서 무기한 생산 축소 발표가 이어지고 있음
- 상반기, 중국 Yulong 150만톤(1호기, 2026년 연기), Petrochina 120만톤, (폐쇄) SABIC(네델란드) △55만톤, ENI(이탈리아) △41만톤
 동남아시아 가동중단 발표 : 말레이시아 타이탄 △27만톤, Prefchem △120만톤, 필리핀 JG Summit △46만톤
- 하반기, 중국 Yulong 150만톤(2호기, 2026년 연기), 인도네시아 롯데케미칼 Line Project 120만톤(연말), (폐쇄) ENI(이탈리아) △43만톤

글로벌 연간 에틸렌 증설 계획 : 2025년 280만톤으로 감소



자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 주요 업체 에틸렌 가동 계획

분 기	글로벌 주요 에틸렌 증설		
	2023년	2024년	2025년
1분기	대한유화(한국) 10만톤(확장) Sinopec Hainan(중국) 100만톤 Petrochina Jieyang(중국) 120만톤 Sanjiang Chemical(중국) 100만톤	HPCL Barmer(인도) 90만톤	SABIC(네델란드) 폐쇄 -55만톤 Yulong(중국) 1호기 150만톤 (2026년초 연기) Prefchem(말레이시아) 120만톤 중단 JG Summit(필리핀) 46만톤 중단 롯데타이탄(말레이시아) 27만톤 중단
2분기		Dehloran Sepehr PC(이란) 50만톤 Sepehr Makran Chabahar(이란) 140만톤 Exxon(프랑스) 폐쇄 -42만톤	Petrochina Jilin(중국) 120만톤 PNK Orlen(폴란드) 74만톤 Exxon Huizhou(중국) 160만톤 ENI(이탈리아) 폐쇄 -41만톤
3분기	HPCL/Mittal(인도) 120만톤 Gachsaran PC(이란) 100만톤	Nghi Son(베트남) 135만톤 Sinopec Tianjin(중국) 120만톤	Inner Mongolia Baofeng(중국) 83만톤 Yulong(중국) 2호기 150만톤 (2025년중반-> 연기)
4분기	PJSC(NKNK, 러시아) 60만톤 Bushehr PC(이란) 100만톤	Wanhua Chemical II(중국) 120만톤	롯데케미칼(인도네시아) 120만톤 ENI(이탈리아) 폐쇄 -43만톤

자료: 유안타증권 리서치센터

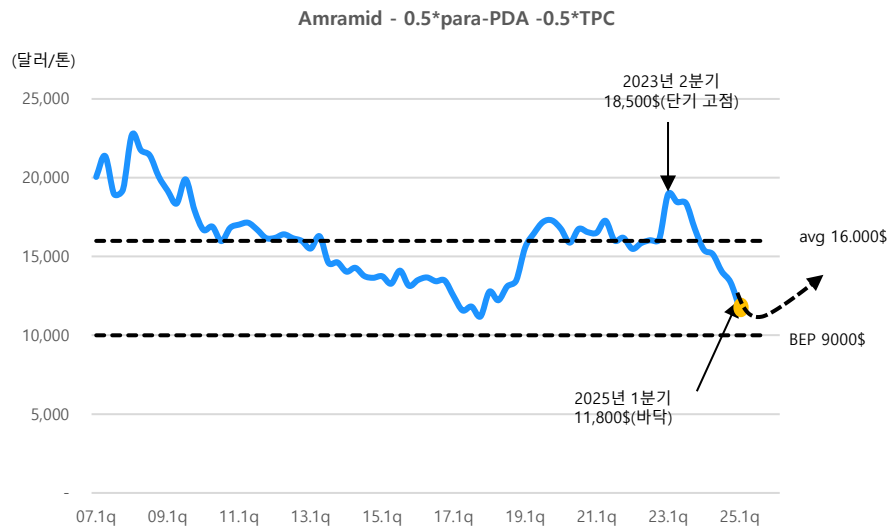
표. 글로벌 업체별 에틸렌 증설 : 2025년 280만톤으로 감소

지역 구분	2022년 (만톤/년)	2023년 (만톤/년)	2024년 (만톤/년)	2025년 (만톤/년)	2026년 (만톤/년)	2027년 (만톤/년)	2028년 (만톤/년)
아메리카							
미국	Exxon/SABIC(2021.4Q) 180 Shell(1~2Q) 180 Baystar(3Q) 100 NOVA Chemical(캐나다) 35					PTTG(미정) 150	
남미	Braskem 6						
아메리카 소계	501	-	-	-	-	-	-
유럽							
러시아/동유럽		PJSC(Nizhnekamskneftekhim) 60		PNK Orlen(폴란드) 74	Sibur Amur GCC(재검토중) 230 Gazprom Neftekhim 100	Irkutsk Oil 65	Baltic Chemical 240
서유럽		Ineos Rafnes Craker2(노르웨이) 50	Exxon(프랑스) 폐쇄 - 42	SABIC(네덜란드) 폐쇄(1Q) - 55 ENI(이탈리아, 브린디시 2Q) - 41	Ineos Cracker(벨기에) 125 ENI(이탈리아, 프리울로) - 43		
유럽 소계	-	110	- 42	- 22	225	65	240
아프리카							
소 계	-	-	-	-	-	-	-
아시아							
중국	Gulei Refinery 100 Lianyungang Petchem 2 125 Sinopec Zhijin(CTO, 2H) 30 Shenhua Ningxia(CTO) 30	Petrochina Jieyang 120 Sinopec Hainan Refining & Chem 100 Saniang Chemical 100 Inner Mongolia Baofeng(MTO) 55	Sinopec Tianjin 120 Wanhua Chemical II(4Q) 120	Petrochina Jilin 120 Exxon Huizhou Ethylene I 160	Nanshan Group(Yulong) 300 BASF Zhanjiang 100 Petrochina Guangxi 120	Huajin Aramco(Panjin) 150 Sinopec(Yueyang) 100 Sinopec maoming 100 Tangshan Xuyang 150 Sinopec(Zhenhai) 150	CNOOC/Shell 3 160 SABIC/Gulei Petchem 150
중국 소계	285	375	240	280	520	650	310
한국	현대케미칼(2~3Q) 85	대한유화(1Q) 10	GS칼텍스(Debotte, 4Q) 15		S-Oil 180		
일본						Idemitsu kosan(폐쇄) - 37	
인도	IOCL(Oaradip) 20	BPCL(Cochin) 8 HPCL/Mittal Energy 120	HPCL(Pachpadra, 1Q) 90				Haldia Petrochemical 160
말레이시아	Petronas(재가동) 120						
베트남			Nghison Petrochem(3q) 135				
인도네시아					Lotte Titan(연초) 100	Pertamina/CPC 100	
브루나이							Brunei Hengyi Industries 165
아시아 소계	510	513	480	280	800	713	635
중동							
이란		Gachsaran PC 100 Bushehr PC 100	Sepehr Makran Chabahar 140 Dehloran Sepehr PC 50		Ganaveh-Dashtestan PC 50		
사우디아라비아						Aramco/Totla/JXTG(Amiral) 165	
UAE					Borouge 4 150		
카타르							Ras Laffan Petchem(Chevron) 210
중동 소 계	-	200	190	-	200	165	210
아프리카						Tahrir Petchem(이집트) 150	Tahrir Petchem(이집트) 150
아프리카 소계		-				150	150
글로벌 신규증설 합계	1,011	823	628	280	1,225	1,093	1,235

[수급 개선 스페셜티] 아라미드(통신용 전선 피복 등)

- ※ 아라미드 : 내열과 강도가 높은 섬유(전기 안 포함). 암모니아계 PDA를 중합해 만들 (용도) 65%(방탄복, 전선/통신선 피복), 메타계 35%(소방복 등)
- ※ 수요증분 : 2023년 0.7만톤, 2024년 △0만톤, 2025년 0.6만톤(총수요 12.3만톤)
- ※ 신규증설 : 2023년 0.6만톤, 2024년 1.1만톤, 2025년 0.4만톤(총개파 14.8만톤)
- ※ 2025년 특징) 2025년 미국/중국 5G-A 투자로 통신케이블용 아라미드 수요 회복
태광산업 증설연기, 유럽 Teijing 폐쇄 등으로, 신규증설 부담 줄어듦
- ※ 코오롱인더 1.5만톤(세계 3위, MS 11%) vs 1위 Dupont/Toray 5.7만톤

아라미드 섬유 스프레드(=아라미드 - 0.5*PPDA - 0.5*TPC) : 2025년 턴-업 예상



자료: 무역협회, 유안타증권 리서치센터

2021 ~ 2026년 글로벌 아라미드 증설 계획

국가명	기업	생산능력(톤)						생산능력(톤)
		2020년 말	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년 말
미주	Dupont(파라계, 미국)	21,000						21,000
	Dupont(메타계, 미국)	15,700						15,700
유럽	Dupont(파라계, 영국)	9,500						9,500
	Teijing(파라계, 네덜란드)	26,450			6,000		1,500	30,950
	Dupont(메타계, 스웨덴)	5,200						5,200
아시아	Toray Dupont(파라계)	2,500						2,500
	Teijing(파라계)	2,750						2,750
	Teijing(메타계)	2,500						2,500
한국	코오롱인더(파라계, 내충격성 우수)	7,500				7,800		15,300
	효성첨단소재(파라계)	1,500	2,200					3,700
	큐비스(메타계, 내열성 우수)	1,000						1,000
	큐비스(파라계)	350						350
	태광산업(파라계)	1,000	500				3,500	5,000
	Toray(메타계)	3,000	200				2,000	5,200
중국	Yantai Tayho Advanced Material(메타)	7,000					5,000	12,000
	Yantai Tayho Advanced Material(파라)	1,500	3,000					4,500
	X-Fiber New Material(메타계)	4,000						4,000
	Sinochem(파라계)	1,000	4,000			3,000		8,000
	Blue star(파라계)	1,000						1,000
	Guangdong Charming(메타계)	1,000						1,000
태국	Hebei Silicon Valley Chemical(메타계)	500						500
	Teijing (메타계)	2,200						2,200
합 계		118,150	9,900	-	6,000	10,800	3,500	153,850
총 생산개파		118,150	128,050	128,050	134,050	144,850	148,350	153,850
한국 개파		11,350	14,050	14,050	14,050	21,850	21,850	25,350
한국비중		9.6%	11.0%	11.0%	10.5%	15.1%	14.7%	16.5%
총 수요 (톤,B)		94,000	100,000	110,000	117,700	117,112	122,967	131,575
성장률			6%	10%	7%	-1%	5%	7%
증분			6,000	10,000	7,700	-	5,856	8,608
가동률 (B/A)		79.6%	78.1%	85.9%	87.8%	80.9%	82.9%	85.5%

자료: 화섬협회, 유안타증권 리서치센터



2025_ 지속 회복 관심주

1. 롯데케미칼, 에틸렌 업황 + 재무개선
2. 코오롱인더, 아라미드 업황 + 재무개선



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

롯데케미칼 (011170) : 업황/재무 빌드업 + PBR 0.2배

화학/정유

황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com



투자 의견 BUY (M)

목표주가 200,000원 (M)

현재주가 (03/26) 68,100원

상승여력 194%

시가총액	29,130억원
총발행주식수	42,775,419주
60일 평균 거래대금	155억원
60일 평균 거래량	234,334주
52주 고	124,500원
52주 저	53,400원
외인지분율	21.90%
주요주주	롯데지주 외 38 인 54.57%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	0.9 11.6 (43.5)
상대	0.8 2.6 (41.1)
절대(달러환산)	(1.4) 11.5 (48.4)

- 롯데케미칼(주)은 국내 순수 석화학업체 대표주자 : NCC(Naphtha Cracking Center)는 나프타를 원료로 에틸렌 등을 생산하는 설비로, 롯데케미칼은 국내외 연간 454만톤 생산능력(2025년 증설 후 기준)을 가지고 있는 한국 1위 NCC업체. 과거 평균 매출액 17조원, 영업이익 1.4조원(평균 OPM 8%)에서 기초화학 68%, 첨단소재 18%, 말레이시아/US 자회사 14% 등으로 구성. 기초화학을 축소하는 대신 첨단소재 확대를 계획하고 있음
- 2025년 기업가치 회복 스토리 : 1) 에틸렌 회복 빌드업, 2) 재무부담 축소 빌드업, 3) 밸류에이션 바닥 탈출 중
- 에틸렌 업황 회복 빌드업 : 글로벌 에틸렌 증설 규모는 2019 ~ 2022년 연평균 1,100만톤, 2024년 613만톤으로 감소한 이후, 2025년 280만톤으로 크게 줄어듦. 특히, 러시아-우크라이나 전쟁이 마무리되면 저가의 러시아 나프타를 직접 도입할 수 있을 것으로 보여, 원가 절감에 큰 도움이 예상됨. 주력 제품인 에틸렌 1톤당 스프레드는 2021년 362\$, 2022년 220\$, 2023년 184\$, 2024년 170\$에서 2025년 250\$(손익분기점 210\$), 2026년 280\$로 회복될 전망임
- 재무부담 축소 빌드업 : 2025년 3가지 방향으로 재무부담을 줄이기 위해 노력 중임. ① 2.2조원 무보증 회사채를 은행보증채로 전환했으며, ② Capex 1.2조원을 감가상각비 범위로 줄여 현금부족을 줄일 계획임. 여기에 ③ 1조원 이상의 자산 매각(미국 EG자회사 일부 유통화, 인도네시아 라인 프로젝트 유통화, 유가증권 매각 등)을 진행하고 있음. 순차입금 규모를 2024년 7.0조원에서 2025년 말 6조원 이하로 낮출 수 있을 전망임
- 주가 밸류에이션 바닥 탈출 시도 중 : 2025년 연간 예상 영업이익은 2,212억원으로, 최근 3개년 적자(2022년 △7,626억원, 2023년 △3,477억원, 2024년 △8,941억원)에서 탈출해 흑자전환할 가능성이 높은 것으로 예상됨. 2024년 말, 주가/순자산 배율(PBR) 0.17배로, 역사상 최저치로 떨어진 이후 2025년 초 회복을 시작함. 흑자에 안착하면 0.5 ~ 0.7배를 바라볼 수 있는데, 주가 20만원에 해당(현주가 6.8만원, 상승여력 194%)

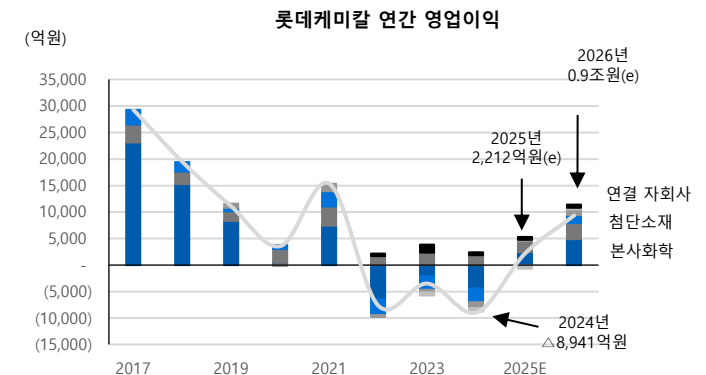
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	199,464	204,304	194,236	187,745	192,618
매출액증가율	-10.5	2.4	-4.9	-3.3	2.6
영업이익	-3,477	-8,941	2,212	9,353	9,272
영업이익률	-1.7	-4.4	1.1	5.0	4.8
지배주주 귀속 순이익	-500	-17,105	-492	4,841	5,091
지배주주 귀속 EPS	-1,194	-39,988	-1,151	11,318	11,901
EPS 증가율	-169.9	3,249.1	-97.1	-1,083.3	5.2
PER	-135.5	-2.6	-59.2	6.0	5.7
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	20.9	45.9	10.8	7.4	7.4
ROA	-0.2	-5.0	-0.1	1.4	1.5
ROE	-0.3	-11.4	-0.4	3.5	3.6

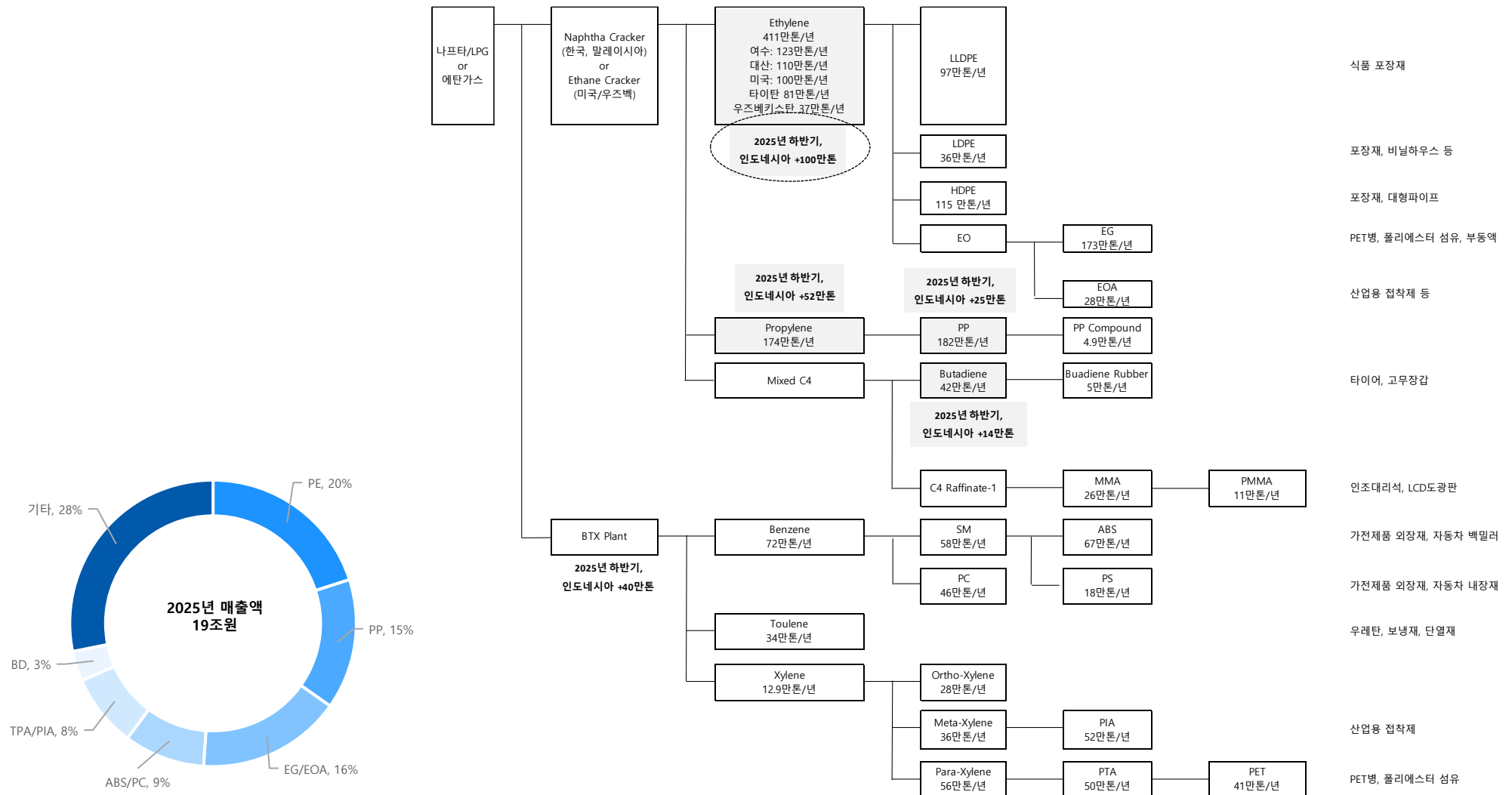
자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 부문별 연간 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 생산 프로세스 : 축소대상 PE/PP, 확장 축 ABS/PC



2025년 포인트 (1) : 3년 만에 에틸렌 턴어라운드 기대

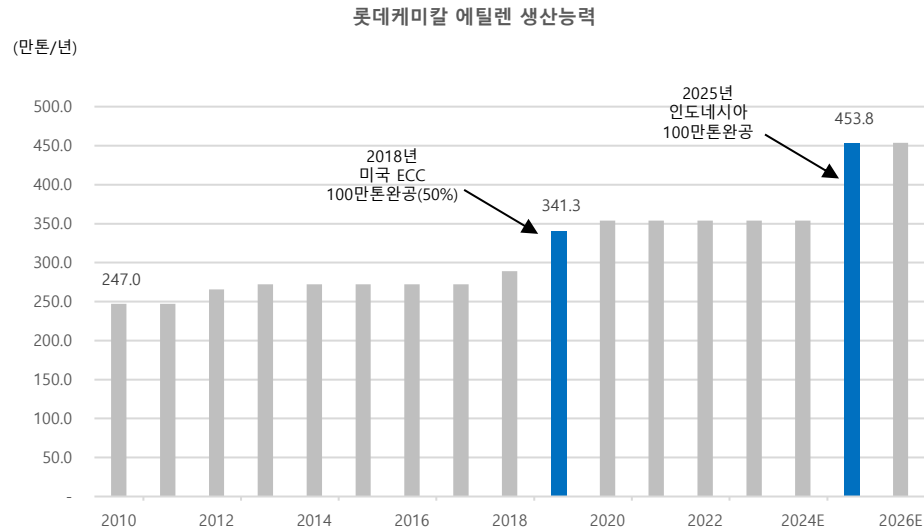
※ 2025년 주력 제품인 에틸렌 업황 턴어라운드와 하반기 인도네시아 라인프로젝트 증설(5월 기계적 완공) 모멘텀이 대기하고 있음

※ 에틸렌 글로벌 증설 축소에 따른 업황 회복 : 2019 ~ 2022년 연평균 1,100만톤, 2023년 823만톤, 2024년 628만톤(e) → 2025년 280만톤(e) → 2026년 1,225만톤(e)
→ 2025년 순증설 압박이 줄어드는 이유는 ① 유럽의 노후설비 △139만톤 폐쇄, ② 동남아시아 설비 장기 중단 △193만톤, ③ 중국 신규설비 품질 문제로 양산지연 △300만톤

※ 에틸렌 1톤당 스프레드(에틸렌-나프타) 턴어라운드 기대 : 2021년 362\$, 2022년 220\$, 2023년 184\$, 2024년 170\$ → 2025년 250\$(e) → 2026년 280\$(e)

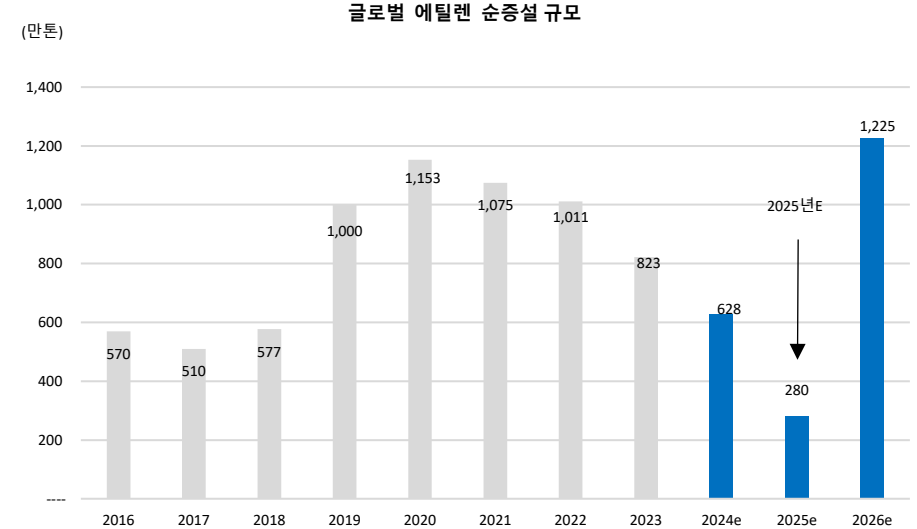
※ 롯데케미칼(주) 에틸렌 캐파 2025년 하반기 확대 : 2010년 247만톤(한국, 말레이시아), 2019년 341만톤(미국 100만톤, 자본율 50%) → 2025년 454만톤(5월 인도네시아 라인프로젝트, 100만톤)
참고로) 2024년 기준 롯데케미칼(주) 주요 석화제품 구성 : 에틸렌 351만톤, PE 250만톤, PP 180만톤, EG 173만톤, ABS/PC 110만톤, PIA 52만톤, BD 42만톤, PET 41만톤 등

롯데케미칼(주) 주력 기초 화학제품인 에틸렌 캐파 : 2025년 5월 인도네시아 100만톤 완공



자료: 롯데케미칼, 유안타증권 리서치센터

글로벌 에틸렌 순증설 전망 : 2025년 300만톤 내외로 증설 압박 완화



자료: 유안타증권 리서치센터

주력제품인 에틸렌 글로벌 증설 : 2025년 280만톤으로 감소

지역 구분	2022년 (만톤/년)	2023년 (만톤/년)	2024년 (만톤/년)	2025년 (만톤/년)	2026년 (만톤/년)	2027년 (만톤/년)	2028년 (만톤/년)
아메리카							
미국	Exxon/SABIC(2021.4Q) 180 Shell(1~2Q) 180 Baystar(3Q) 100 NOVA Chemical(캐나다) 35					PTTG(미정) 150	
남미	Braskem 6						
아메리카 소계	501	-	-	-	-	-	-
유럽							
러시아/동유럽		PJSC(Nizhnekamskneftekhim) 60		PNK Orlen(폴란드) 74	Sibur Amur GCC(재검토중) 230 Gazprom Neftekhim 100	Irkutsk Oil 65	Baltic Chemical 240
서유럽		Ineos Rafnes Craker2(노르웨이) 50	Exxon(프랑스) 폐쇄 - 42	SABIC(네덜란드) 폐쇄(1Q) - 55 ENI(이탈리아, 브린디시 2Q) - 41	Ineos Cracker(벨기에) 125 ENI(이탈리아, 프리울로) - 43		
유럽 소계	-	110	- 42	- 22	225	65	240
아프리카							
소 계	-	-	-	-	-	-	-
아시아							
중국	Gulei Refinery 100 Lianyungang Petchem 2 125 Sinopec Zhijin(CTO, 2H) 30 Shenhua Ningxia(CTO) 30	Petrochina Jieyang 120 Sinopec Hainan Refining & Chem 100 Saniang Chemical 100 Inner Mongolia Baofeng(MTO) 55	Sinopec Tianjin 120 Wanhua Chemical II(4Q) 120	Petrochina Jilin 120 Exxon Huizhou Ethylene I 160	Nanshan Group(Yulong) 300 BASF Zhanjiang 100 Petrochina Guangxi 120	Huajin Aramco(Panjin) 150 Sinopec(Yueyang) 100 Sinopec maoming 100 Tangshan Xuyang 150 Sinopec(Zhenhai) 150	CNOOC/Shell 3 160 SABIC/Gulei Petchem 150
중국 소계	285	375	240	280	520	650	310
한국	현대케미칼(2~3Q) 85	대한유화(1Q) 10	GS칼텍스(Debotte, 4Q) 15		S-Oil 180		
일본						Idemitsu kosan(폐쇄) - 37	
인도	IOCL(Oaradip) 20	BPCL(Cochin) 8 HPCL/Mittal Energy 120	HPCL(Pachpadra, 1Q) 90				Haldia Petrochemical 160
말레이시아	Petronas(재가동) 120						
베트남			Nghison Petrochem(3q) 135				
인도네시아					Lotte Titan(연초) 100	Pertamina/CPC 100	
브루나이							Brunei Hengyi Industries 165
아시아 소계	510	513	480	280	800	713	635
중동							
이란		Gachsaran PC 100 Bushehr PC 100	Sepehr Makran Chabahar 140 Dehloran Sepehr PC 50		Ganaveh-Dashtestan PC 50		
사우디아라비아						Aramco/Totla/JXTG(Amiral) 165	
UAE					Borouge 4 150		
카타르							Ras Laffan Petchem(Chevron) 210
중동 소 계	-	200	190	-	200	165	210
아프리카						Tahrir Petchem(이집트) 150	Tahrir Petchem(이집트) 150
아프리카 소계		-				150	150
글로벌 신규증설 합계	1,011	823	628	280	1,225	1,093	1,235

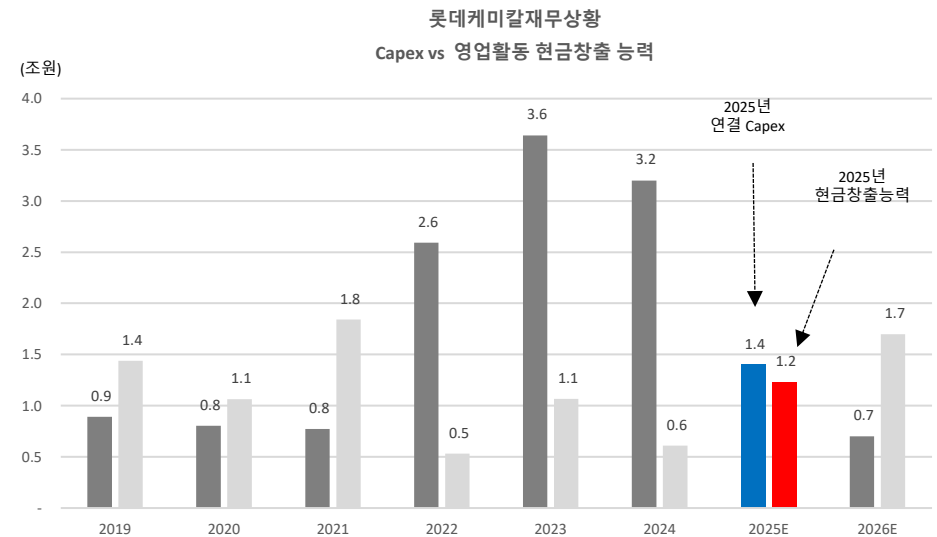
2025년 포인트 (2) : 사력을 다하는 재무부담 축소

- ※ 2025년 Capex 축소와 자산매각 활동 등으로, 재무부담이 줄어듦 전망. 순차입금 규모를 2024년 말 7.0조원(=차입금 10.4조원 - 현금 3.4조원)에서 1조원 정도 줄일 계획임
- ※ 재무부담 축소 진행 1) 2025년 1월, 무보증 회사채 2.2조원을 은행보증채로 전환해, 조기상환 부담을 줄였음. 전환방법으로는 모회사인 롯데물산(주)이 잠실 롯데타워를 담보로 제공함
→ 해당 은행보증채에 대해 만기 상환을 진행할 계획임. 만기금액 2025년 9,250억원, 2026년 7,350억원, 2027년 2,000억원, 2028년 1,550억원, 2029년 1,100억원
- ※ 재무부담 축소 계획 2) Capex 금액을 감가상각비 범위로 줄여, 영업활동 현금 부족 위험을 줄일 계획임
→ 2025년 예상 현금흐름 : Capex 1.4조원(라인프로젝트 0.7조원 + 기타 0.7조원) vs 영업활동 현금창출 1.2조원 → △0.2조원 규모 현금 부족 규모 줄어듦
- ※ 재무부담 축소 계획 3) 2025년 1조원 이상 자산매각. Lotte USA 유동화 6,600억원, 인도네시아 라인프로젝트 유동화 6,500억원, 기타 유가증권 매각 3,000억원

롯데케미칼(주) 재무 상황 : 2024년 말, 순차입금 7조원 → 2025년 말, 6조원 이하로 축소

차입금 구분	2024.12월말 (억원)	
단기차입금	27,876	
[별도기준]	21,712	
[종속회사]	6,164	
회사채	22,930	
[별도기준]	22,930	→ [롯데케미칼(주) 별도기준 회사채]
[종속회사]	-	[만기 구조]
장기차입금	53,249	
[별도기준]	17,767	
[종속회사]	35,482	
차입금합계 (A)	104,054	
[별도기준]	62,409	
[종속회사]	41,646	
현금성 자산 (B)	34,314	
순차입금 (A-B)	69,740	→ 2025년 말, 6조원 이하로 축소

롯데케미칼(주) 2025년 Cash Flow : 자금 부족 규모 △0.2조원으로, 밸런스에 근접



자료: 롯데케미칼, 유안타증권 리서치센터

자료: 롯데케미칼, 유안타증권 리서치센터

2025년 PBR(주가/순자산) 밸류 바닥 탈출 중 : PBR 0.2배 → 0.7배(?)

※ 2025년 PBR 밸류 바닥 탈출을 시작했음. 주력제품인 에틸렌 사이클 회복과 재무위험 축소 노력이 가시화되면, PBR 0.7배로 회복을 기대함 (2025년 3월 PBR 0.2배, 과거 평균 0.7~1.1배)

※ 최근 20년간 롯데케미칼(주)의 PBR 밴드 : 최저 0.25배 ~ 평균 1.1배 ~ 고점권 1.4배

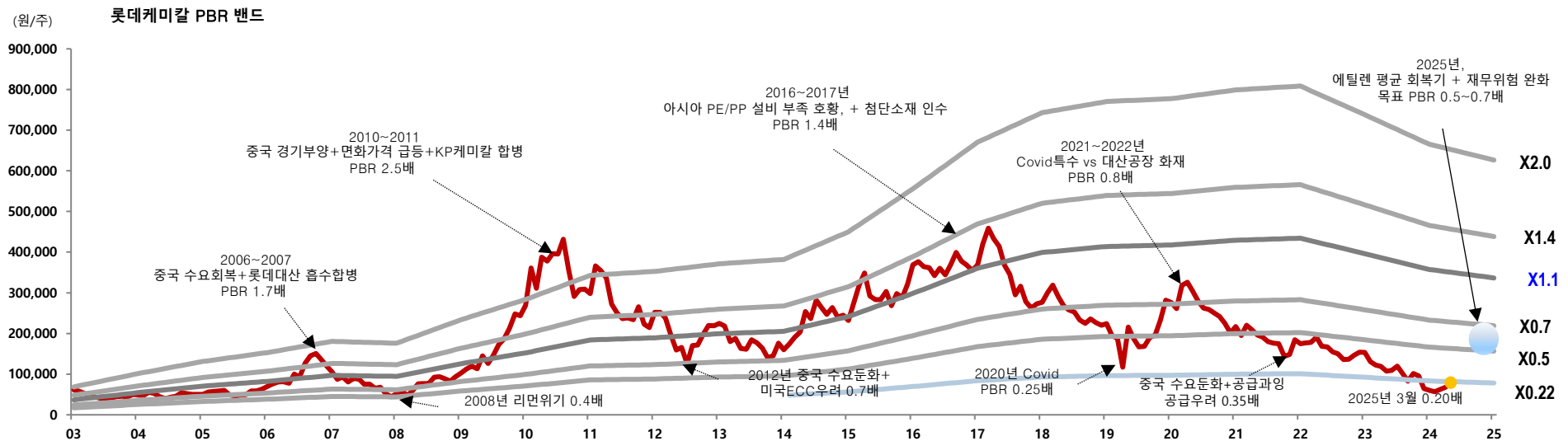
※ PBR 고점 시기 : ① 에틸렌 상승 사이클 & ② 기업인수 효과 기대

사례) 2010년 중국발 특수 + KP케미칼 흡수, 2016 ~ 2017년 PE/PP공급부족 + 첨단소재 인수, 2021년 Covid 재난지원금 특수 + △대산공장 폭발로 상승효과 감소

※ PBR 저점 시기 : ① 주력사업 수요 약세 사이클 + ② 글로벌 대형 증설 부담

사례) 2008년 리먼 사태 + 중동ECC 증설 압박, 2013년 중국 경기하락 + 미국 ECC증설 우려, 2019년 중국 Covid 발생, 2022년 중국 Zero Covid + 중국NCC 증설

롯데케미칼(주)의 PBR(주가/순자산 비율) 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	199,464	204,304	194,236	187,745	192,618
매출원가	191,651	201,005	182,499	169,025	173,938
매출총이익	7,813	3,299	11,737	18,720	18,680
판매비	11,290	12,239	9,525	9,367	9,408
영업이익	-3,477	-8,941	2,212	9,353	9,272
EBITDA	8,249	3,966	15,013	21,096	19,902
영업외손익	-1,046	-13,641	-2,816	-2,402	-2,003
외환관련손익	-148	215	8	5	0
이자손익	-1,731	-2,412	-3,440	-3,017	-2,616
관계기업관련손익	203	-1,208	616	610	613
기타	631	-10,236	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-4,523	-22,581	-605	6,951	7,268
법인세비용	-4,130	-4,326	-103	1,631	1,704
계속사업순손익	-392	-18,256	-502	5,320	5,564
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-392	-18,256	-502	5,320	5,564
지배지분순이익	-500	-17,105	-492	4,841	5,091
포괄순이익	29	-5,168	-502	5,320	5,564
지배지분포괄이익	-53	-8,244	-492	5,222	5,461

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	7,895	15,424	13,057	16,867	15,533
당기순이익	-392	-18,256	-502	5,320	5,564
감가상각비	9,872	10,793	10,789	9,973	9,073
외환손익	188	-100	-8	-5	0
종속, 관계기업관련손익	-203	1,208	-616	-610	-613
자산부채의 증감	1,101	10,290	1,381	418	-49
기타현금흐름	-2,670	11,488	2,013	1,771	1,558
투자활동 현금흐름	-50,746	-19,482	3,309	-5,732	-5,603
투자자산	11,715	270	8,047	97	-33
유형자산 증가 (CAPEX)	-36,400	-22,381	-14,000	-7,000	-7,000
유형자산 감소	917	140	0	0	0
기타현금흐름	-26,977	2,489	9,262	1,171	1,431
재무활동 현금흐름	41,957	-1,875	-15,942	-11,830	-8,391
단기차입금	3,879	3,477	-6,038	-2,956	-1,767
사채 및 장기차입금	32,009	13,007	-4,540	-3,426	-679
자본	11,596	-2,126	0	0	0
현금배당	-1,897	-2,254	-843	-1,265	-1,898
기타현금흐름	-3,629	-13,979	-4,520	-4,183	-4,047
연결범위변동 등 기타	-189	36	9,392	1,771	4,267
현금의 증감	-1,081	-5,897	9,817	1,077	5,807
기초 현금	28,097	27,015	21,118	30,935	32,012
기말 현금	27,015	21,118	30,935	32,012	37,819
NOPLAT	-3,477	-8,941	2,212	9,353	9,272
FCF	-28,505	-6,957	-943	9,867	8,533

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	98,144	89,834	90,530	92,047	97,209
현금및현금성자산	27,015	21,118	30,935	32,012	37,819
매출채권 및 기타채권	23,424	21,948	22,965	23,712	23,056
재고자산	28,017	28,184	26,684	26,510	26,474
비유동자산	236,619	255,689	248,841	244,001	240,404
유형자산	142,726	160,845	164,057	161,084	159,011
관계기업등 지분관련자산	38,336	38,542	30,542	30,542	30,542
기타투자자산	6,599	8,013	7,966	7,870	7,903
자산총계	334,763	345,523	339,371	336,048	337,613
유동부채	65,235	85,023	82,153	73,274	85,449
매입채무 및 기타채무	20,238	18,883	23,901	23,193	23,437
단기차입금	34,441	27,876	26,924	26,512	26,017
유동성장기부채	6,755	25,485	23,671	18,532	32,203
비유동부채	67,202	60,620	57,790	59,291	45,014
장기차입금	34,164	46,619	46,442	45,087	30,738
사채	22,913	4,693	2,144	5,212	5,211
부채총계	132,438	145,644	139,944	132,565	130,463
지배지분	155,431	143,523	136,081	139,657	142,850
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
자본잉여금	19,429	17,304	17,304	17,304	17,304
이익잉여금	129,648	110,624	109,289	112,865	116,058
비지배지분	46,894	56,356	63,347	63,826	64,299
자본총계	202,325	199,879	199,428	203,483	207,150
순차입금	58,075	81,719	69,897	62,438	54,185
총차입금	100,375	116,859	106,281	99,899	97,453

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-1,194	-39,988	-1,151	11,318	11,901
BPS	368,880	340,367	322,718	331,199	338,772
EBITDAPS	19,678	9,272	35,097	49,319	46,527
SPS	475,827	477,620	454,083	438,908	450,300
DPS	3,500	2,000	3,000	4,500	4,500
PER	-135.5	-2.6	-59.2	6.0	5.7
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	20.9	45.9	10.8	7.4	7.4
PSR	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율	-10.5	2.4	-4.9	-3.3	2.6
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	322.9	-0.9
지배순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	5.2
매출총이익률	3.9	1.6	6.0	10.0	9.7
영업이익률	-1.7	-4.4	1.1	5.0	4.8
지배순이익률	-0.3	-8.4	-0.3	2.6	2.6
EBITDA 마진	4.1	1.9	7.7	11.2	10.3
ROIC	-0.2	-3.3	0.8	3.2	3.3
ROA	-0.2	-5.0	-0.1	1.4	1.5
ROE	-0.3	-11.4	-0.4	3.5	3.6
부채비율	65.5	72.9	70.2	65.1	63.0
순차입금/자기자본	37.4	56.9	51.4	44.7	37.9
영업이익/금융비용	-0.9	-2.1	0.5	2.2	2.3

코오롱인더 (120110) : 아라미드 턴어라운드 + PBR 0.3배

화학/정유



황규원

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견 BUY (M)

목표주가 70,000원 (M)

현재주가 (03/26) 30,850원

상승여력 127%

시가총액	9,024억원		
총발행주식수	30,286,951주		
60일 평균 거래대금	36억원		
60일 평균 거래량	113,369주		
52주 고	43,700원		
52주 저	25,800원		
외인지분율	12.60%		
주요주주	코오롱 외 13 인 34.79%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.9)	4.9	(19.0)
상대	(14.0)	(3.6)	(15.6)
절대(달러환산)	(15.9)	4.8	(26.0)

- 코오롱인더(주)는 국내의 중형 규모의 복합 화학업체임 : 주력사업으로 산업자재(에어백, 타이어코드, 아라미드), 화학(석유수지 등 산업용 접착제), 패션(코오롱스포츠), 필름(IT용 가공필름) 등으로 구성. 사업부문간 연계성이 낮은 이유는 2000 ~ 2010년 원사부문 구조조정과정에서 Cash 창출능력이 좋은 사업부문을 흡수합병했기 때문. 최근 5개년 평균 매출액 4.7조원, 영업이익 1,950억원(OPM 4.1%). 부문별 영업이익 구성은 '산업자재 70%, 화학 25%, 패션 16%, 필름 △13%' 등
- 2025년 기업가치 빌드업 : 1) 아라미드 회복 사이클, 2) 재무부담 완화, 3) 밸류에이션 바닥 탈출 시도
- 성장축인 아라미드 회복 사이클 : 초강력 섬유인 아라미드의 글로벌 수요 규모는 12만톤. 2024년 광케이블용 아라미드 부진으로, 글로벌 수요는 역성장한 반면, 2025년 5~6% 회복이 예상됨. 미국/중국에서 5G-Advanced 통신 중계기 투자가 본격화되고 있기 때문. 반면, 공급 증설은 제한될 것으로 전망됨. Teijin(주) 네델란드 1,500톤 설비 영구 폐쇄될 뿐만 아니라, 태광산업(주) 3,500톤 증설 시기가 2025년에서 2026년으로 연기됨.
- 투자마무리로 재무부담 완화 : 2024년 말 순차입금 2.2조원(총차입금 2.5조원 - 현금 0.3조원)에서 2025년 말 2조원으로 낮아질 전망. 아라미드 대형 투자가 마무리되면서 2025년 Capex 규모는 1,200억원으로 줄어드는 반면, 영업활동 창출능력(EBITDA-세금-순이자)은 3,200억원으로 확대되기 때문. 특히, 2024년 패션, 필름, 카시트 부문 구조조정이 마무리되면서, 2025년 구조조정 비용 부담 압박은 크지 않을 것임
- 밸류에이션 바닥탈출 시도 : 2025년 연간 예상 영업이익은 1,915억원으로, 최근 2개년 부진(2023년 1,576억원 필름 분사전 실적, 2024년 1,587억원)에서 반등할 것으로 전망됨. 아라미드 설비가 풀가동되는 2026년에 2,026억원으로 높아질 수 있음. 반면, 주가/순자산 배율(PBR) 0.29배로, 과거 최저치에서 반등을 모색하고 있음. 평균수준인 0.7배 회복 반영한 적정주가 7만원(현재주 3.1만원, 상승여력 127%)

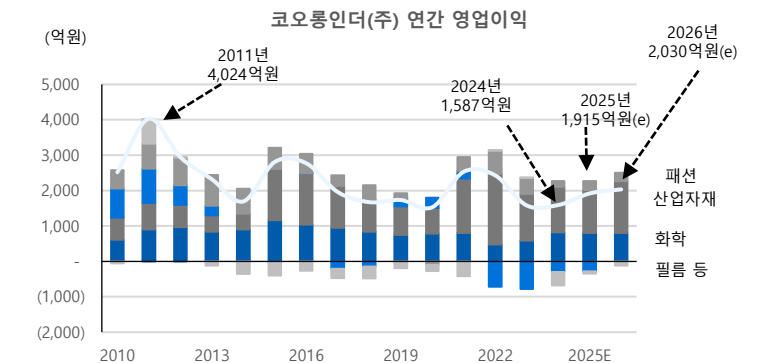
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	47,349	48,430	46,764	45,709	46,784
매출액증가율	-11.8	2.3	-3.4	-2.3	2.4
영업이익	1,997	1,587	1,915	2,030	1,991
영업이익률	4.2	3.3	4.1	4.4	4.3
지배주주귀속순이익	428	986	695	886	970
지배주주 귀속 EPS	1,418	3,447	2,389	3,084	3,390
EPS증가율	-77.8	143.1	-30.7	29.1	9.9
PER	32.3	10.5	12.9	10.0	9.1
PBR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.6	8.0	7.0	6.5	6.9
ROA	0.7	1.5	1.0	1.2	1.4
ROE	1.6	3.1	1.9	2.3	2.5

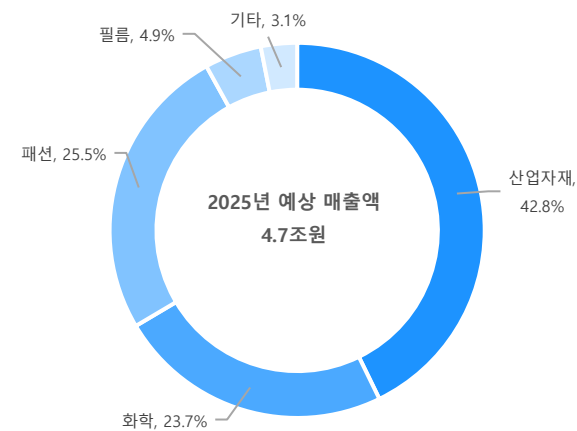
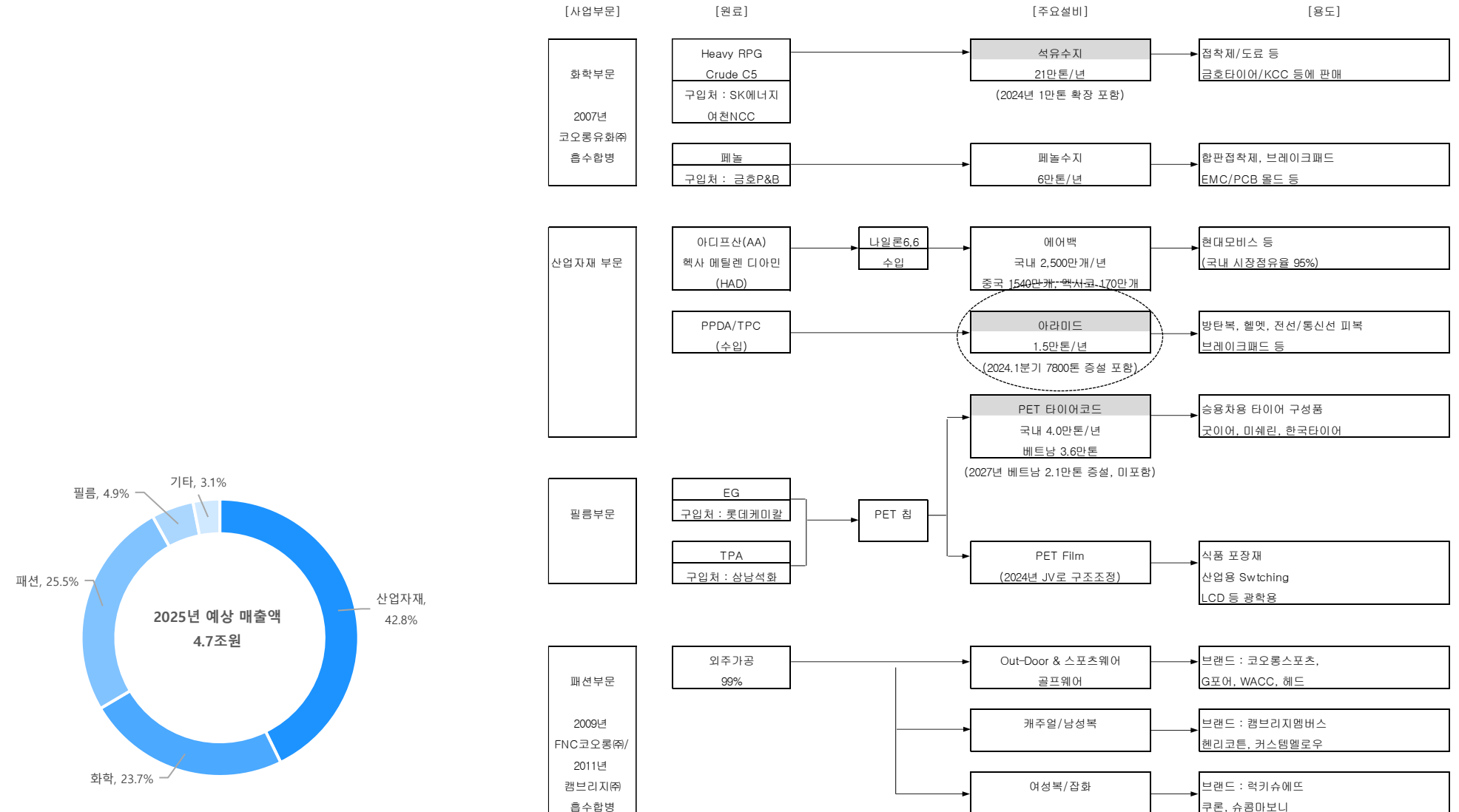
자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더 부문별 연간 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더 생산 프로세스 : 성장축-산업자재, Cash cow-화학/패션



2025년 포인트 (1) : 아라미드(주력제품) 상승 사이클 진입

※ 2025년 산업자재 부문의 중요한 성장축인 '아라미드 업황 회복과 증설효과'를 기대할 수 있음

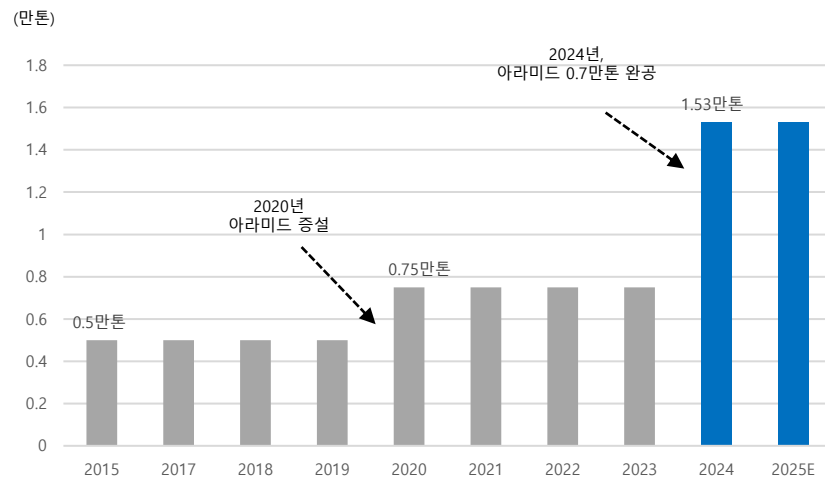
※ 코오롱인더(주)의 아라미드 증설 설비 가동률 높아질 것 : 캐파 2015년 5,000톤 → 2020년 7,500톤(소규모 증설) → 2024년 초 15,000톤(설비 2배 확장) → 2025년 말 90% 가동 전망
참고로) 코오롱인더(주)의 아라미드 판매 비중 : 자동차용 소재 40%(타이어코드, 브레이크패드, 호스), 방탄소재 30%, 광케이블 25%, 오일/가스복합관 등 5%

※ 글로벌 아라미드 업황 회복 가능할 것 : ① 2025년 글로벌 수요 12만톤으로, 2024년 역성장에서 6% 성장. 미국/중국에서 5G-A 통신중계기 설비 증가로, 광케이블용 아라미드 긍정적
② 2025년 글로벌 증설은 제한적. Teijin(주) 유럽공장 △1,500톤 폐쇄, 한국 태광산업(주) 3,500톤 증설 연기(2025년 → 2026년)

※ 코오롱인더(주) 아라미드 증설효과 본격화될 것 : 2024년 증설에도 불구하고, 통신망 수요가 급감하면서, 설비 가동률이 50% 남짓이었음. → 2025년 연말 90% 이상 가동률 회복

코오롱인더(주) 성장축인 아라미드(Aramid) 캐파 : 2024년 2배 증설 → 2025년 판매 ↑

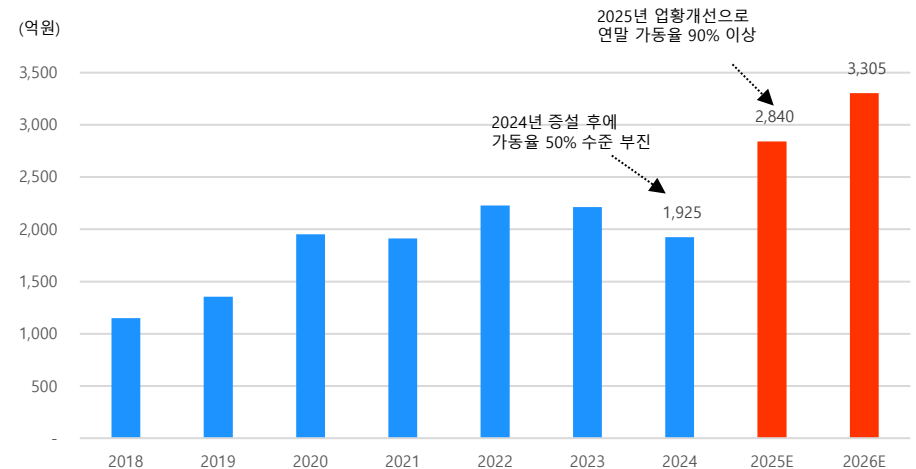
코오롱인더(주)의 아라미드 캐파 변화



자료: 코오롱인더, 유안타증권 리서치센터

코오롱인더(주)의 아라미드 매출액 추정치

아라미드 매출액 추정치

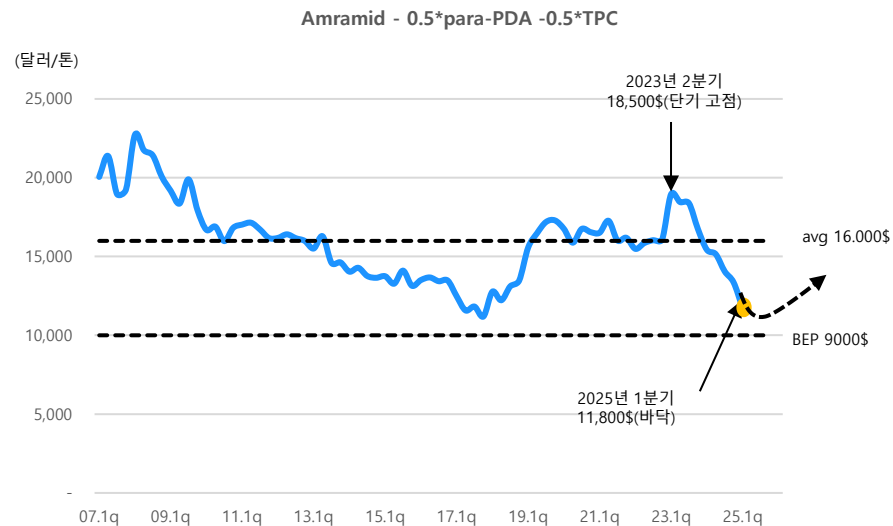


자료: 유안타증권 리서치센터

주력제품 아라미드(통신용 전선 피복 등)의 글로벌 수급

- ※ 아라미드 : 내열과 강도가 높은 섬유(전기 안 포함). 암모니아계 PDA를 중합해 만들 (용도) 65%(방탄복, 전선/통신선 피복), 메타계 35%(소방복 등)
- ※ 수요증분 : 2023년 0.7만톤, 2024년 △0만톤, 2025년 0.6만톤(총수요 12.3만톤)
- ※ 신규증설 : 2023년 0.6만톤, 2024년 1.1만톤, 2025년 0.4만톤(총개파 14.8만톤)
- ※ 2025년 특징) 2025년 미국/중국 5G-A 투자로 통신케이블용 아라미드 수요 회복
태광산업 증설연기, 유럽 Tejin 폐쇄 등으로, 신규증설 부담 줄어듦
- ※ 코오롱인더 1.5만톤(세계 3위, MS 11%) vs 1위 Dupont/Toray 5.7만톤

아라미드 섬유 스프레드(=아라미드 - 0.5*PPDA - 0.5*TPC) : 2025년 턴-업 예상



자료: 무역협회, 유안타증권 리서치센터

2021 ~ 2026년 글로벌 아라미드 증설 계획

국가명	기업	생산능력(톤)						생산능력(톤)
		2020년 말	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년 말
미주	Dupont(파라계, 미국)	21,000						21,000
	Dupont(메타계, 미국)	15,700						15,700
유럽	Dupont(파라계, 영국)	9,500						9,500
	Teijing(파라계, 네덜란드)	26,450			6,000		1,500	30,950
	Dupont(메타계, 스웨덴)	5,200						5,200
아시아								
일본	Toray Dupont(파라계)	2,500						2,500
	Teijing(파라계)	2,750						2,750
	Teijing(메타계)	2,500						2,500
한국	코오롱인더(파라계, 내충격성 우수)	7,500				7,800		15,300
	효성첨단소재(파라계)	1,500	2,200					3,700
	큐비스(메타계, 내열성 우수)	1,000						1,000
	큐비스(파라계)	350						350
	태광산업(파라계)	1,000	500				3,500	5,000
	Toray(메타계)	3,000	200				2,000	5,200
중국	Yantai Tayho Advanced Material(메타)	7,000					5,000	12,000
	Yantai Tayho Advanced Material(파라)	1,500	3,000					4,500
	X-Fiber New Material(메타계)	4,000						4,000
	Sinochem(파라계)	1,000	4,000			3,000		8,000
	Blue star(파라계)	1,000						1,000
	Guangdong Charming(메타계)	1,000						1,000
태국	Hebei Silicon Valley Chemical(메타계)	500						500
	Teijin (메타계)	2,200						2,200
합 계		118,150	9,900	-	6,000	10,800	3,500	153,850
총 생산개파		118,150	128,050	128,050	134,050	144,850	148,350	153,850
한국 개파		11,350	14,050	14,050	14,050	21,850	21,850	25,350
한국비중		9.6%	11.0%	11.0%	10.5%	15.1%	14.7%	16.5%
총 수요 (톤,B)		94,000	100,000	110,000	117,700	117,112	122,967	131,575
성장률			6%	10%	7%	-1%	5%	7%
증분			6,000	10,000	7,700	-	5,856	8,608
가동률 (B/A)		79.6%	78.1%	85.9%	87.8%	80.9%	82.9%	85.5%

자료: 화섬협회, 유안타증권 리서치센터

2025년 포인트 (2) : 구조조정 마무리로 재무부담 완화

※ 2024년 구조조정 및 설비투자 마무리로, 2025년 재무부담이 줄어든 것으로 기대됨

※ 코오롱인더(주) 2024년 3가지 구조조정 마무리 : ① 패션부문, 노후 브랜드 4개 철수(잭니클라우스 등), ② 필름부문, 광학용 PET필름 JV로 분사, ③ 산업자재부문, 카시트 흡수합병
→ 2024년 구조조정 과정에서 일회성 비용 300 ~ 350억원(인력조정, 제품재고처리) 발생됨, 2025년에는 추가 비용부담 없을 것

※ 코오롱인더(주) 투자비 부담 감소 : 2022 ~ 2023년 아라미드 투자 종결로, 2025년 잉여현금 2,000억원 창출 가능

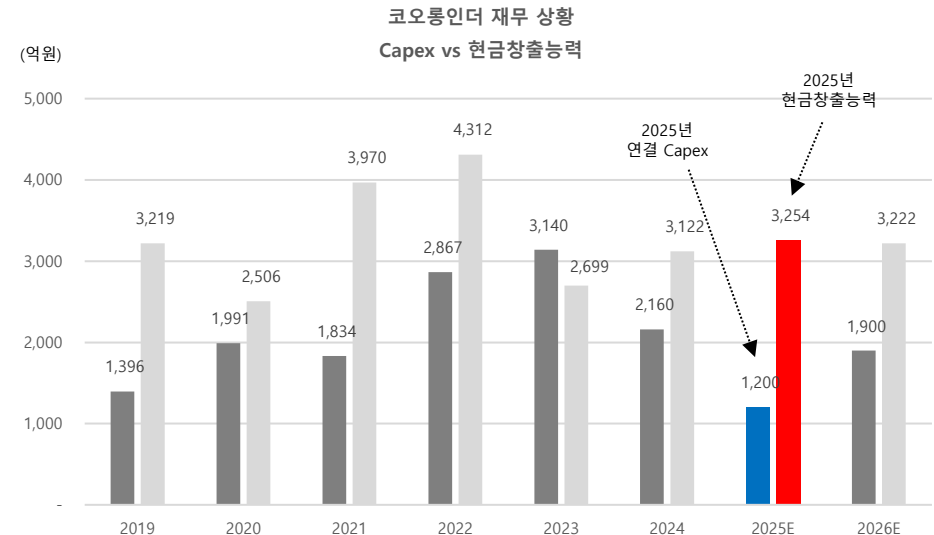
① 2025년 예상 현금흐름 : Capex 1,200억원 vs 영업활동 현금 창출 3,300억원 (=EBITDA-세금-순이자) → 2,000억원 규모 잉여현금 발생

② 잉여현금으로 순차입금 축소 가능할 것: 2024년 말 순차입금 △2.2조원 (총차입금 2.5조원 - 순현금 0.3조원) → 2025년 말, 순차입금 △2조원 수준으로 축소 가능

코오롱인더(주) 사업 구조조정 현황 : 2024년 패션, 필름 축소 → 2025년 비용 절감

	사업부문		최근 사업 변동 내용
	주요제품	코오롱인더 내 역할	
산업자재	타이어코드 에어백 아라미드	성장축	2023년 중국 타이어코드 철수(△3.1만톤) 2024년 아라미드 증설(7,500톤 → 1.5만톤) 2024년 말, 코오롱글로텍(주)의 카시트 부문 흡수합병 2027년 베트남 타이어코드 증설(3.6만톤 → 5.7만톤)
화학	석유수지 페놀수지 에폭시수지	캐시 카우	2024년 수첨수지 1만톤 확장
패션	코오롱스포츠	캐시 카우	2024년 노후 골프웨어 철수 (잭니클라우스, 엘로드 등)
필름	IT용 필름	축소 대상	2020년 PET원사부문 철수 2025년 1월, 광학용 PET필름 JV로 분사

코오롱인더(주)의 2025년 Cash Flow : 순현금창출 2,000억원



자료: 코오롱인더, 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 PBR(주가/순자산) 밸류 바닥 탈출 중 : PBR 0.29배 → 0.7배?

※ 2025년 PBR 밸류 회복이 기대됨. 주력제품인 아라미드 업황 회복과 재무부담 축소 기대로, PBR 0.7배 회복 기대 (2025년 3월 PBR 0.29배, 과거 평균 0.7~1.0배)

※ 최근 20년간 코오롱인더(주)의 PBR 밴드 : 최저 0.3배 ~ 평균 0.85배 ~ 고점권 1.4배

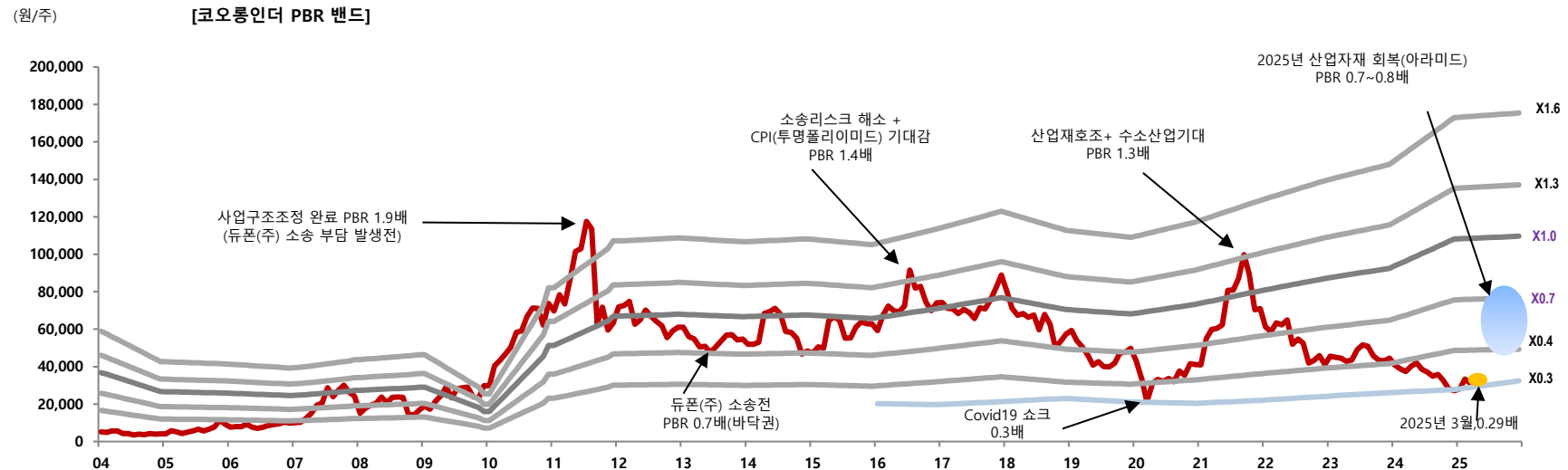
※ PBR 고점 시기 : ① 산업재 호조 사이클 & ② 신성장사업 기대감 부각

사례) 2011년 구조조정 마무리 + 산업재 확대 계획, 2016년 아라미드 소송리스크 해소 + 투명폴리이미드 부각, 2021년 아라미드 호조 + 수소산업(여과막) 기대

※ PBR 저점 시기 : ① 주력산업 부진(특히, 산업자재 업황) & ② 신성장사업 기대 소멸

사례) 2013년 아라미드 듀폰과의 1조원대 피소, 2019년 중국 Covid 발생 + 투명폴리이미드 필름 기대감 소멸, 2024년 아라미드 글로벌 업황 부진

코오롱인더(주)의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름 : 과거 바닥 0.3 ~ 평균 0.85배 ~ 고점 1.4배



자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더 (120110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	47,349	48,430	46,764	45,709	46,784
매출원가	33,983	35,189	34,079	33,163	34,029
매출총이익	13,366	13,241	12,685	12,546	12,755
판매비	11,369	11,653	10,770	10,516	10,763
영업이익	1,997	1,587	1,915	2,030	1,991
EBITDA	4,492	4,195	4,396	4,314	4,105
영업외손익	-530	-373	-918	-767	-608
외환관련손익	38	192	-181	-99	0
이자손익	-977	-953	-1,075	-1,008	-947
관계기업관련손익	324	316	0	0	0
기타	85	72	338	340	339
법인세비용차감전순손익	1,467	1,214	997	1,263	1,383
법인세비용	391	106	241	306	335
계속사업순손익	1,075	1,108	756	957	1,048
중단사업순손익	-568	-2	0	0	0
당기순이익	508	1,106	756	957	1,048
지배지분순이익	428	986	695	886	970
포괄순이익	435	6,693	756	957	1,048
지배지분포괄이익	375	6,532	695	886	970

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,015	2,906	2,268	5,611	1,529
당기순이익	508	1,106	756	957	1,048
감가상각비	2,410	2,524	2,408	2,218	2,054
외환손익	41	-39	181	99	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	484	-1,262	-1,150	2,271	-1,632
기타현금흐름	573	576	73	66	59
투자활동 현금흐름	-2,912	-5,836	-730	-1,356	-1,070
투자자산	-266	-94	10	10	-9
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,140	-2,560	-1,200	-1,900	-1,700
유형자산 감소	15	50	0	0	0
기타현금흐름	479	-3,232	460	534	640
재무활동 현금흐름	-1,419	3,597	-2,200	-3,477	-1,939
단기차입금	-2,583	366	87	-1,322	6
사채 및 장기차입금	1,337	2,996	-649	-593	-436
자본	-12	16	0	0	0
현금배당	-418	-415	-395	-395	-395
기타현금흐름	256	635	-1,243	-1,168	-1,113
연결범위변동 등 기타	16	116	1,550	-24	881
현금의 증감	-299	783	888	754	-599
기초 현금	2,040	1,741	2,524	3,412	4,165
기말 현금	1,741	2,524	3,412	4,165	3,566
NOPLAT	1,997	1,587	1,915	2,030	1,991
FCF	876	346	1,068	3,711	-171

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	22,883	24,018	26,452	24,195	25,760
현금및현금성자산	1,741	2,524	3,412	4,165	3,566
매출채권 및 기타채권	7,496	7,725	8,176	7,029	7,847
재고자산	11,802	11,727	12,885	11,086	12,372
비유동자산	37,145	48,462	47,172	46,778	46,374
유형자산	26,014	30,555	29,348	29,030	28,675
관계기업등 지분관련자산	2,171	2,465	2,465	2,465	2,465
기타투자자산	5,323	7,805	7,795	7,785	7,794
자산총계	60,027	72,481	73,624	70,973	72,135
유동부채	24,174	23,571	24,638	21,985	21,989
매입채무 및 기타채무	6,979	6,351	6,980	5,886	6,632
단기차입금	11,205	11,522	11,637	10,344	10,323
유동성장기부채	3,663	2,617	3,043	2,882	2,063
비유동부채	6,556	11,180	9,978	9,418	9,923
장기차입금	3,366	7,160	6,677	6,682	7,065
사채	1,973	1,786	1,194	758	758
부채총계	30,731	34,750	34,616	31,403	31,912
지배지분	28,015	36,459	37,675	38,166	38,741
자본금	1,514	1,514	1,514	1,514	1,514
자본잉여금	9,891	9,907	9,907	9,907	9,907
이익잉여금	15,020	15,250	15,550	16,041	16,616
비지배지분	1,282	1,271	1,332	1,404	1,482
자본총계	29,297	37,730	39,008	39,570	40,223
순차입금	19,490	21,852	20,402	17,734	17,902
총차입금	22,139	25,500	24,938	23,024	22,593

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,418	3,447	2,389	3,084	3,390
BPS	92,518	120,405	124,422	126,044	127,944
EBITDAPS	14,833	13,850	14,514	14,243	13,553
SPS	156,335	159,904	154,402	150,918	154,469
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
PER	32.3	10.5	12.9	10.0	9.1
PBR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.6	8.0	7.0	6.5	6.9
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율	-11.8	2.3	-3.4	-2.3	2.4
영업이익 증가율	-17.7	-20.5	20.7	6.0	-1.9
지배순이익 증가율	-76.2	130.6	-29.5	27.5	9.5
매출총이익률	28.2	27.3	27.1	27.4	27.3
영업이익률	4.2	3.3	4.1	4.4	4.3
지배순이익률	0.9	2.0	1.5	1.9	2.1
EBITDA 마진	9.5	8.7	9.4	9.4	8.8
ROIC	3.7	3.4	3.0	3.3	3.8
ROA	0.7	1.5	1.0	1.2	1.4
ROE	1.6	3.1	1.9	2.3	2.5
부채비율	104.9	92.1	88.7	79.4	79.3
순차입금/자기자본	69.6	59.9	54.2	46.5	46.2
영업이익/금융비용	1.9	1.5	1.5	1.7	1.8



기타_ 생산계통도_컴플



황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

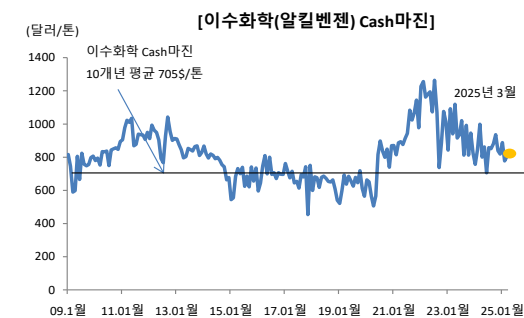
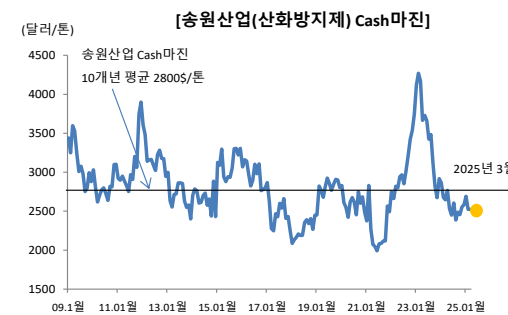
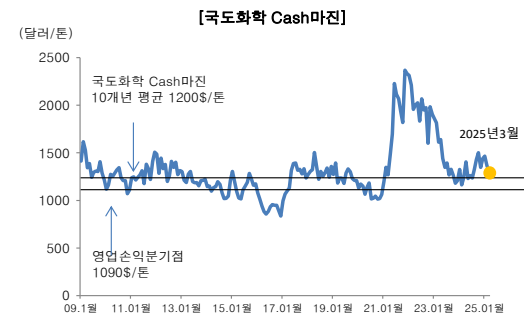
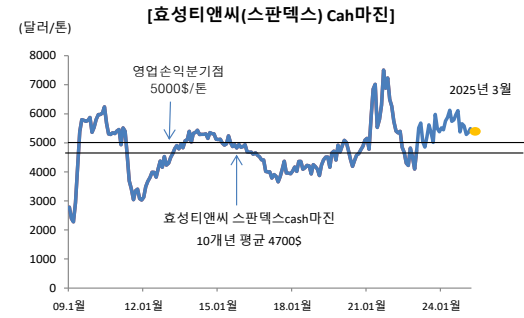
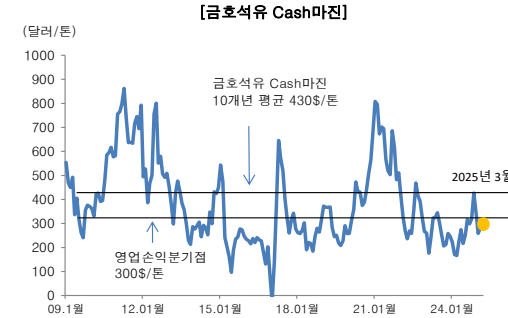
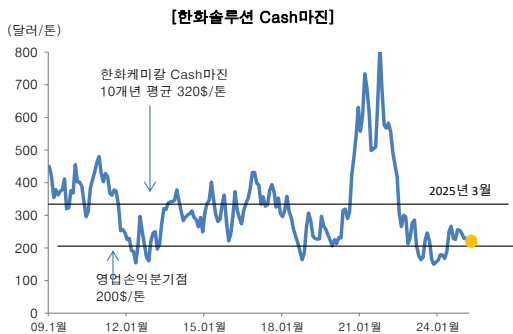
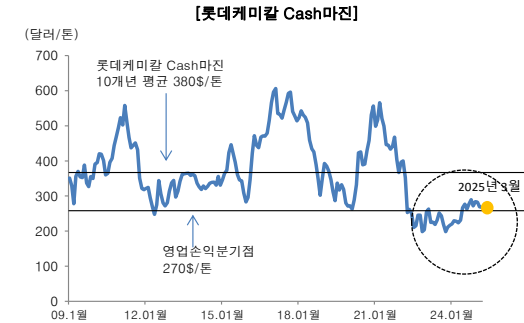
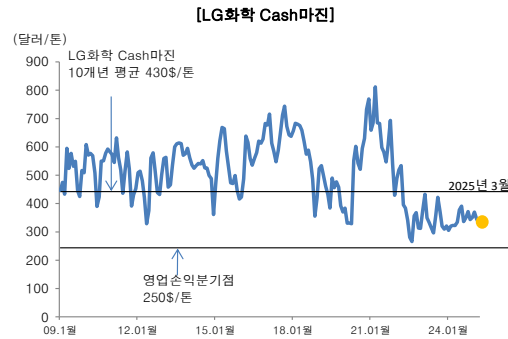
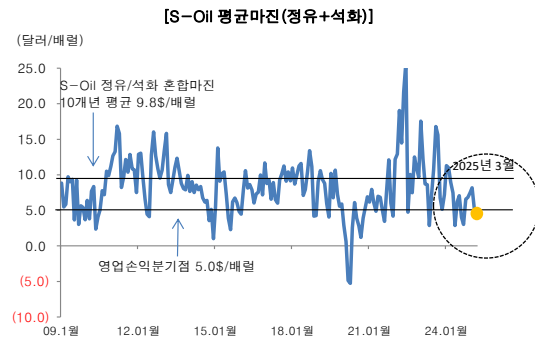
[분기 동향 2] 2025년 주요업체별 실적 table

구분	에너지 및 석유화학 업체	분기별 실적				연간 실적 (억원)								
		24. 1분기	24. 2분기	24. 3분기	24. 4분기	25. 1분기	25. 2분기	25. 3분기	25. 4분기					
SK이노베이션 Buy	매출액	186,551	187,981	176,570	194,056	216,620	210,341	182,143	181,652	772,885	747,169	760,936	894,573	
	영업이익	6,247	-438	-4,233	1,989	3,629	4,578	43	5,293	4,963	19,039	3,155	13,928	
	세이익	182	-5,276	-7,296	-11,407	202	2,022	-1,747	3,832	2,943	9,322	-23,797	4,831	
	자혜순이익	-726	-5,729	-6,165	-10,310	155	1,292	-1,612	2,988	1,837	2,563	-22,930	3,378	
	TP 170,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 3,155억원, 영업이익 1,800억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 1,590억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 1,590억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 3,000~4,000억, 영업이익 1,800억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 1,590억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 1,590억												
S-Oil Buy	매출액	93,086	95,708	88,406	89,171	92,451	91,428	76,751	74,383	72,528	357,267	366,371	399,882	
	영업이익	4,541	1,606	-4,149	2,688	1,462	2,893	-518	2,873	2,856	13,546	4,606	11,204	
	세이익	2,272	-409	-2,725	-2,080	3,282	2,196	395	2,969	3,431	11,317	-2,941	8,985	
	자혜순이익	1,682	-213	-2,082	-1,021	2,491	1,803	298	2,252	2,603	9,488	-1,634	6,833	
	TP 90,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 6,653억원, 영업이익 4,608억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 2,600억, 영업이익 1,729억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 1,482억원, 영업이익 1,000억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
[NOC 보유 석화 업체]	LG화학 Buy	116,034	122,897	126,704	123,366	119,154	120,886	122,388	123,428	124,128	552,468	489,161	489,068	519,043
	영업이익	2,646	4,039	4,984	-2,520	1,403	701	3,103	4,701	2,545	23,282	9,168	11,732	18,966
	세이익	3,223	1,873	3,793	-11,569	2,908	-650	2,046	3,025	1,427	24,981	-2,681	9,405	12,594
	자혜순이익	1,367	-3,169	5,447	-10,554	2,043	-639	1,454	2,146	1,012	13,378	-6,909	6,655	5,516
	TP 530,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 1,235억, 영업이익 0.925억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 1,235억, 영업이익 0.925억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 1,235억, 영업이익 0.925억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
롯데케미칼 Buy	매출액	50,861	52,480	52,002	48,951	50,861	52,916	47,724	47,381	48,288	199,464	204,304	194,235	210,962
	영업이익	-1,353	-1,112	-4,136	-2,341	-916	-1,439	-3	1,687	1,464	-3,477	-8,941	2,212	-2,485
	세이익	-876	-1,226	-7,146	-13,333	-1,632	-2,079	-678	841	864	-4,523	-22,581	-605	-5,164
	자혜순이익	-855	-1,094	-4,473	-10,883	-1,191	-1,415	-586	631	654	-500	-17,105	-492	-3,644
	TP 200,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
한화솔루션 Hold	매출액	23,029	26,850	27,732	46,429	31,465	28,084	34,800	35,600	57,717	132,887	124,740	159,562	139,535
	영업이익	-2,166	-1,055	-810	1,070	-249	-535	-42	279	970	6,045	-3,002	938	6,055
	세이익	-5,175	-1,729	-3,704	-2,790	-1,140	-1,933	-1,149	-792	-481	-1,020	-13,373	-3,451	-120
	자혜순이익	-4,591	-3,867	-4,005	-1,327	-1,492	-1,422	-1,105	-927	-341	-2,081	-13,578	-3,542	-82
	TP 26,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
대성화학 Buy	매출액	6,636	7,416	6,828	7,121	7,358	6,860	6,771	7,641	8,027	25,000	28,001	29,789	28,885
	영업이익	-157	-63	-286	-93	-44	-94	108	306	119	-423	-589	489	235
	세이익	-94	-32	-264	60	58	-221	439	255	255	-499	-530	973	501
	자혜순이익	-66	-18	-203	201	-81	23	174	339	201	-290	-45	632	229
	TP 210,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 4,495억, 영업이익 3,000억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 4,495억, 영업이익 3,000억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 4,495억, 영업이익 3,000억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
[NOC 미보유 다공소스 업체]	금호석유 Hold	16,675	18,325	18,279	18,071	20,683	19,539	18,780	17,941	17,204	63,225	71,550	74,708	78,061
	영업이익	786	1,191	661	100	726	748	794	384	384	3,590	2,728	2,888	3,748
	세이익	1,203	1,538	616	701	981	991	1,060	1,087	688	4,851	4,079	3,795	4,835
	자혜순이익	1,025	1,315	531	613	777	827	837	860	541	4,488	3,485	3,014	3,865
	TP 150,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 2,292억, 영업이익 1,590억, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
코오롱인더 Buy	매출액	11,612	12,940	10,935	12,963	11,611	11,600	11,743	11,129	12,080	47,349	48,430	46,764	50,093
	영업이익	306	534	329	338	468	474	553	380	514	1,997	1,387	1,915	2,257
	세이익	309	514	162	230	295	336	270	157	275	1,467	1,214	997	1,769
	자혜순이익	179	412	-94	488	206	274	188	109	192	428	986	635	1,280
	TP 70,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 1,915억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 1,915억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 1,915억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
SKC Hold	매출액	4,152	4,727	4,823	3,714	4,672	4,513	5,300	5,022	4,380	15,708	17,216	19,574	18,504
	영업이익	-762	-627	-620	-760	-515	-351	-201	-300	-2163	-2,163	-2,788	-1,328	-1,045
	세이익	-1,344	-1,501	-1,127	-2,545	-804	-955	-686	-606	-710	-4,020	-6,517	-2,871	-2,761
	자혜순이익	-263	-1,163	-407	-2,601	-573	-627	-497	-425	-511	-2,755	-4,435	-2,006	-1,875
	TP 110,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 1,328억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 1,328억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 1,328억원, 영업이익 1,590억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												
TKS Buy	매출액	3,006	2,807	2,948	3,222	3,383	3,128	3,015	2,925	2,811	10,927	11,995	12,134	13,588
	영업이익	315	215	196	82	178	161	213	196	113	1,232	808	700	900
	세이익	386	281	233	108	176	-	233	213	126	1,534	1,008	747	1,100
	자혜순이익	305	216	183	79	133	132	177	161	95	1,347	792	567	853
	TP 31,000원	▶ 2025년 예상 영업이익 700억원, 영업이익 600억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2024년 4분기 영업이익 700억원, 영업이익 600억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억 ▶ 2025년 1분기 예상 영업이익 700억원, 영업이익 600억원, 석화/석유화학/가연탄/비탄소 2,335억 Capex 6,535억												

[분기 동향 3] 2025년 1분기 업체별 동향 : 음영부문이 관심 종목

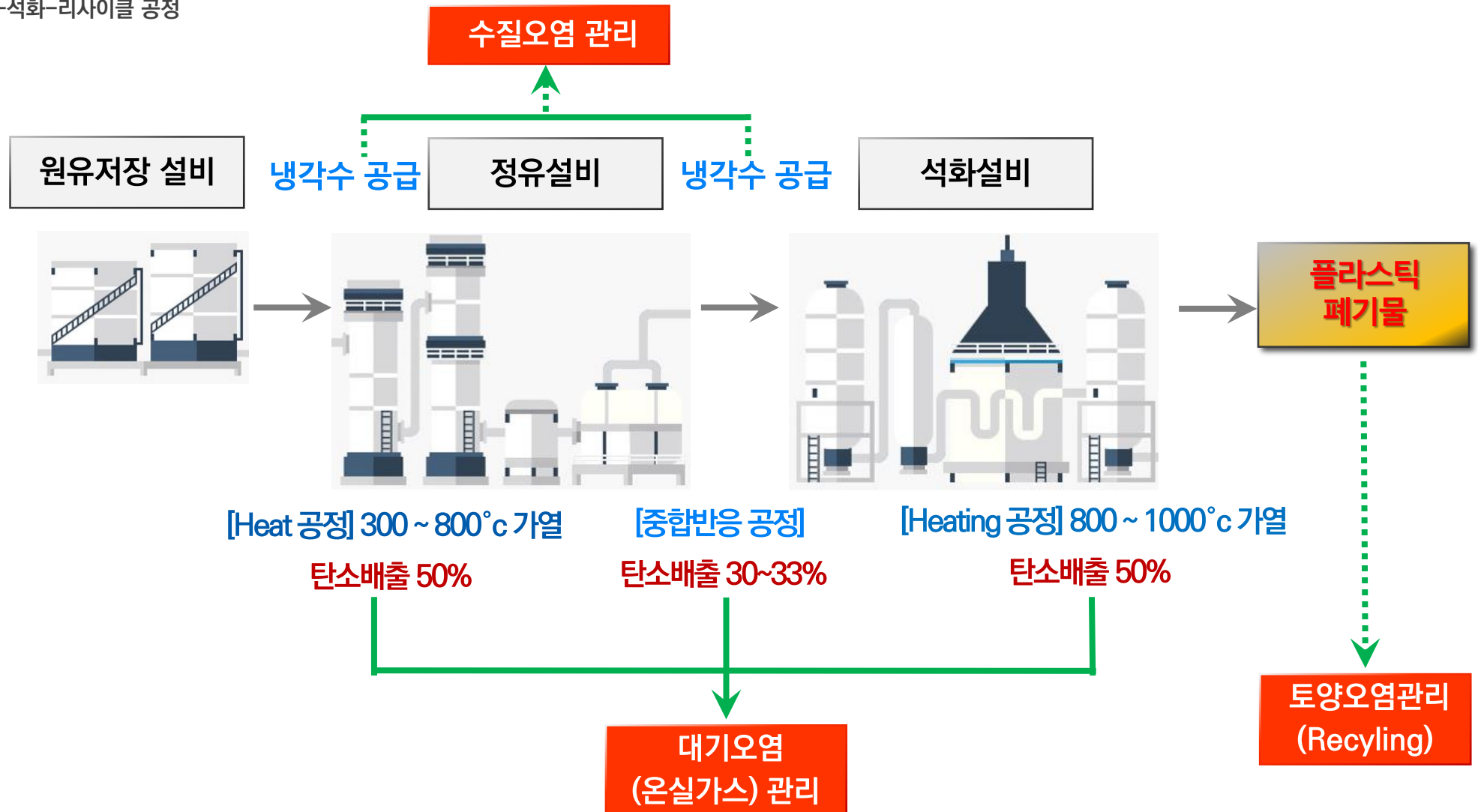
기업	2025년 1분기 예상 영업이익	실적 및 주의점	기업	2025년 1분기 예상 영업이익	실적 및 주의점
SK이노베이션 (정유/배터리/발전소)	3,000억원 (전분기 1,599억원)	▶ 4분기 흑자전환. 정유 3,400억원(재고이익 901억원), 배터리 -3600억원 적자(일회성 재고손실 1,000억원) ▶ 2025.1분기 실적 회복 전망. 정유 감익, 배터리 -2000억원으로 적자폭 축소, SK이엔에스 2,000억원 ▶ 1분기 배터리 : 판매량 20~30% 증가(미국 현대차 向), 판매가격 flat. ▶ 2025년 이슈 : Capex 10조원으로 현금 확보 필요. 7월 전후 SK엔무브(윤활유) 상장 진행	LG화학 (ABS/양극재)	1,500억원 (전분기 -2,520억원)	▶ 4분기 적자전환. 화학 -990억원, 배터리 -2,255억원(재고손실 -3,000억원, AMPC 3770억원), 첨단소재 480억원 ▶ 2025.1분기 소폭 흑자전환 전망. 화학 보합, 배터리 +500억원 흑자전환(재고손실 소멸, AMPC 3600억원) ▶ 양극재 : 2025년 매출액 5~10% 감소로 하향조정. 판매량 5% 증가, 판가 -10% 하락 ▶ Capex 13조원(LG화학 3조원 + LG엔솔 10조원). 신용등급 방어가 중요해짐. 2분기 교환사채(LG엔솔 기초) 대기
S-Oil (정유/석화/윤활유)	1,500억원 (전분기 2,608억원)	▶ 4분기 흑자전환. 정유 1730억원(재고이익 680억원), 석화/윤활유 878억원 ▶ 2025.4분기 감익 전망. 정유부문 손익분기점까지 하락 ▶ 2025년 이슈 : Capex 4조원(사힌프로젝트 3.4조원) 현금흐름 확보	롯데케미칼 (PE/PP/EG)	△916억원 (전분기 △2,348억원)	▶ 4분기 적자 축소. 기초소재 -1,750억원 적자, 첨단/정밀/동박 18억원, 기타 상각 -612억원 ▶ 2025.1분기 적자폭 크게 축소 전망. 기초소재 -750억원, 첨단소재 500억원, PPA상각 -610억원 ▶ 2025년 Capex 1.4조원. 순차입금 규모를 7조원에서 1조원 축소 시킬 계획임. 2~3분기 자산매각 1조원 진행 (인도네시아 라인프로젝트 49% 지분 유통화 7000억원 + 유가증권 매각 3000억원)
			한화솔루션 (PVC/태양전지)	△500억원 (전분기 1,070억원)	▶ 4분기 흑자 전환. 케미칼 -542억원. 신재생에너지 606억원(AMPC 1,901억원, 발전매각 1,210억원), 기타 970억원 ▶ 2025.1분기 소폭 적자전환 전망. 신재생에너지 -200억원(제조 -2100억원, AMPC1600억원). 케미칼 적자 ▶ 태양광 부문 제사: 판매량 10~15%(8GW->9GW, 1분기는 40% 감소), 발전소 매각 4조원 ▶ 2025년 Capex 2조원으로 축소. 3분기에 미국 잉곳/웨이퍼/셀 3.3GW 신설 가동
			금호석유 (합성고무/페놀)	800억원 (전분기 100억원)	▶ 4분기 감익. 합성고무 289억원. 수지/페놀유도체 -317억원(정기보수 진행), 발전소/기타 128억원 ▶ 2025.1분기 정상수준으로 회귀. 원료인 부타디엔 가격 강세로, 시차에 의한 원가 절감효과 발생 ▶ 2025년 Capex 3,000억원 + M&A 2,000억원 계획
			코오롱인더 (아라미드/석유수지 패션)	450억원 (전분기 358억원)	▶ 4분기 감익. 산업자재 256억원, 석화 259억원, 패션 128억원. 구조조정 비용 250억원 발생 ▶ 2025.1분기 450억원 회복 전망. 석유수지/에폭시/페놀수지 호조. 아라미드 판매량 증가로 산업자재 회복 ▶ 아라미드 설비 : 1.5만톤 가운데, 1분기 가동율 55~60%. 2~3분기 미국 BEAD법에 의한 주문 증가 대기 ▶ 2025년 Capex 1,000억원 이하로, Cash flow 개선
			대한유화 (PE/PP)	20억원 (전분기 △93억원)	▶ 4분기 적자폭 축소. NCC 가동율 80% 후반. 12월 에틸렌 스프레드 개선으로 적자폭을 크게 줄였음 ▶ 2025.1분기 소폭 흑자전환 기대. 부타디엔 강세 속에 분리막 PE/PP판매 호조 ▶ 분리막용 PE/PP : 생산 캐파 13만톤. 주요 거래처인 SK온(주) 2025년 설비 확장으로 반사 수혜 기대 ▶ 2025년 Capex 500~600억원으로 긴축
			휴켄스 (MNB, DNT)	170억원 (전분기 82억원)	▶ 4분기 감익. MNB 1호기 정기보수. DNT판매 부진(가동율 77%~>60%) ▶ 2025.1분기 실적 회복 진행. MNB정기보수 종료로 판매 회복. 반편, DNT와 초안 등은 수요 부진으로 약세 ▶ MNB중설 효과 : 2024년 완공된 20만톤 설비 판매는 정상수준을 유지할 것 ▶ 2025년 Capex 340억원

[분기 동향 4] 주요업체별 주력제품 스프레드 : 2025년 3월 수출가격 반영



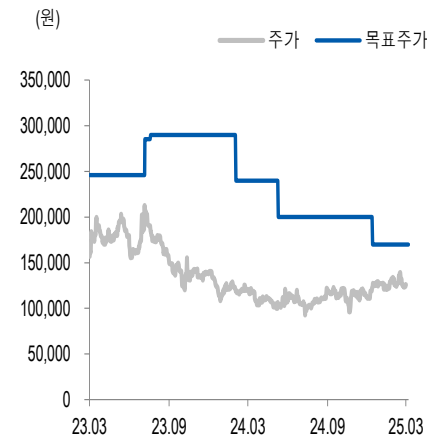
[별첨] 정유/석화 공정과 Environment(환경) 관리

정유-석화-리사이클 공정





SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	170,000	1년		
2025-01-08	BUY	170,000	1년		
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93
2023-08-01	BUY	285,346	1년	-31.61	-27.63
2023-03-21	BUY	245,988	1년	-27.62	-13.60

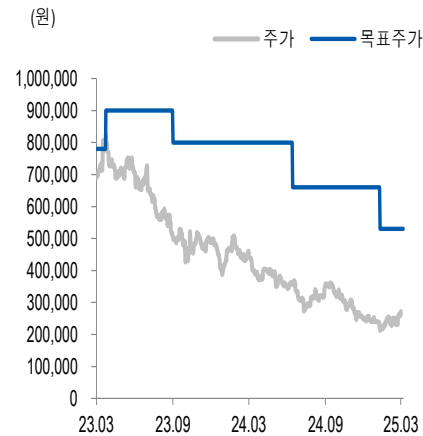
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	530,000	1년		
2025-02-04	BUY	530,000	1년		
2024-07-09	BUY	660,000	1년	-54.61	-44.32
2023-09-26	BUY	800,000	1년	-45.38	-33.88
2023-04-18	BUY	900,000	1년	-26.43	-11.11
2022-11-14	BUY	780,000	1년	-12.78	3.33

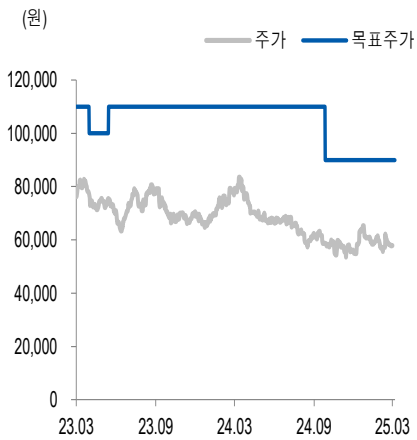
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	90,000	1년		
2024-10-22	BUY	90,000	1년		
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09
2023-04-25	BUY	100,000	1년	-26.34	-24.20
2023-02-02	BUY	110,000	1년	-26.22	-20.82

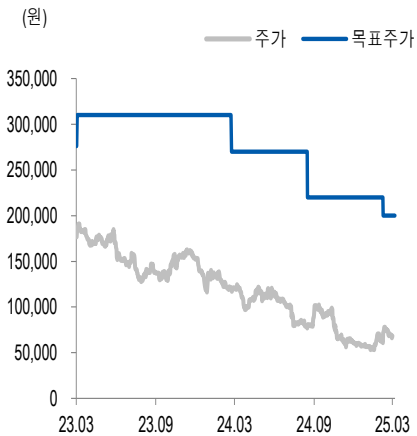
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	200,000	1년		
2025-03-05	BUY	200,000	1년		
2024-09-11	BUY	220,000	1년	-67.16	-53.45
2024-03-19	BUY	270,000	1년	-61.16	-53.89
2023-03-28	BUY	310,000	1년	-51.47	-38.45
2022-11-14	BUY	276,227	1년	-35.81	-31.00

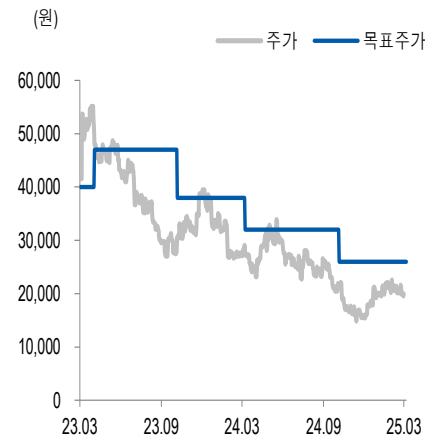
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

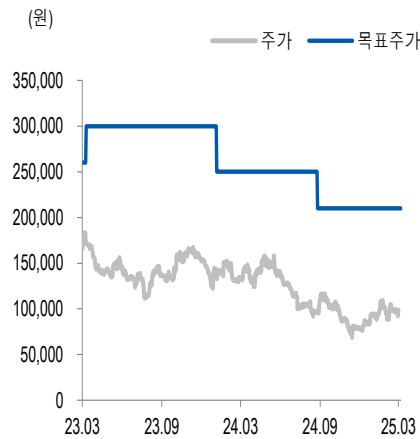
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	HOLD	26,000	1년		
2024-10-31	HOLD	26,000	1년		
2024-04-02	HOLD	32,000	1년	-17.59	5.94
2023-11-01	HOLD	38,000	1년	-15.42	3.95
2023-04-28	HOLD	47,000	1년	-17.18	-42.55
2023-03-28	1년 경과 이후		1년	28.42	4.00
2022-03-28	HOLD	40,000	1년	7.07	36.50

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	210,000	1년		
2024-09-20	BUY	210,000	1년		
2024-01-31	BUY	250,000	1년	-47.84	-36.76
2023-04-04	BUY	300,000	1년	-52.07	-42.93
2022-11-14	BUY	260,000	1년	-35.36	-26.96

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

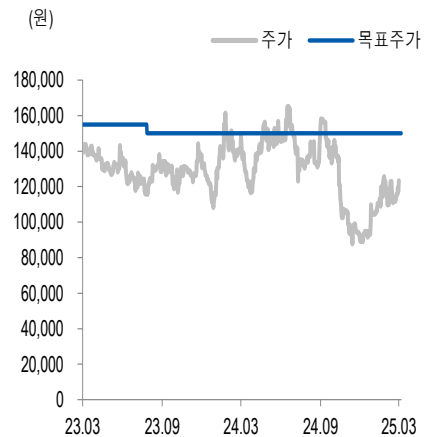
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

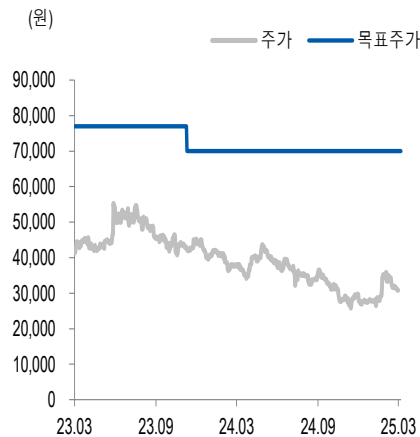
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	HOLD	150,000	1년		
2024-08-22	1년 경과 이후		1년	-21.17	5.40
2023-08-22	HOLD	150,000	1년	-9.70	10.13
2022-11-22	HOLD	155,000	1년	-11.29	5.10

코오롱인더 (120110) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	70,000	1년		
2024-12-05	1년 경과 이후		1년	-57.20	-48.79
2023-12-05	BUY	70,000	1년	-46.74	-35.36
2023-01-11	BUY	77,000	1년	-40.09	-28.18

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

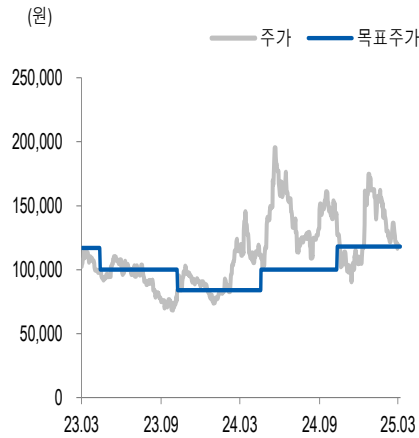
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

SKC (011790) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	HOLD	118,000	1년		
2024-11-06	HOLD	118,000	1년		
2024-05-14	HOLD	100,000	1년	42.30	1.30
2023-11-03	HOLD	84,000	1년	16.37	72.98
2023-05-08	HOLD	100,000	1년	-8.21	-31.50
2022-11-11	HOLD	117,000	1년	-13.23	-0.60

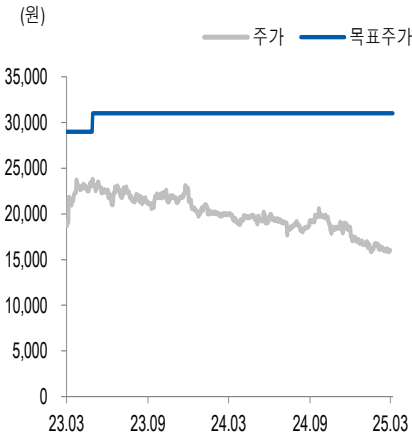
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

TKG휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-27	BUY	31,000	1년		
2024-05-24	1년 경과 이후		1년	-40.89	-33.55
2023-05-24	BUY	31,000	1년	-31.59	-24.19
2023-01-17	BUY	29,000	1년	-28.35	-18.28

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-26

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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

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

