2026년 정유/화학 미리보기

글로벌 석화 폐쇄사이클 수혜주 찾기!

‘S-Oil, 대한유화’

황규원 화학/정유
02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant
02 3770 5585
seokjun.seo@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

SUMMARY

2026년 글로벌 폐쇄 사이클 수혜기업을 선점하자!

2025년 정유/석유화학을 돌이켜 보면, 바닥 탈출을 시작했지만, 돌발 변수로 4년째 바닥 업황을 맴돌았습니다. 최대의 돌발 변수로 '미국 트럼프 행정부가 주도한 글로벌 상호관세'를 꼽을 수 있습니다. 2025년 8월부터 상호관세가 확정되어 집행되면서, 산업용 연료유와 석화제품 수요 둔화로 이어졌기 때문입니다. 악재만 있었던 것은 아닙니다. OPEC+의 적극적인 원유 생산량 확대로, 국제유가는 배럴당 60 ~ 70$로 안정화되기 시작했습니다. 여기에 몇몇 경쟁력을 가진 석화업체는 하반기 부터 흑자로 돌아서기 시작했습니다.

2026년 희망을 가져보는 긍정 변수는 3가지 입니다. ① 가장 확실한 변수(설비폐쇄), ② 가능성이 높은 변수(OPEC추가 증산), ③그렇게 되길 희망하는 변수(상호관세 무효) !!!

첫째, 글로벌 공급과잉 구조조정이 중요한 이슈로 부각되기 시작했습니다. 특히, 공급과잉 부작용이 우려되면서, 글로벌 주요 국가들이 노후화된 소규모 범용설비 폐쇄 발표가 이어지고 있습니다. 유럽은 380만톤 규모의 NCC설비 폐쇄 계획을 내놓았으며, 일본도 NCC 185톤 설비를 2027년까지 멈출 계획입니다. 한국 정부가 NCC석화설비 270 ~ 370만톤 폐쇄 가이드를 제시했습니다. 중국에서 20 ~ 40년 노화된 정유 및 범용 석화설비를 합리화할 계획입니다. 중국 전체 NCC 5,400만톤 가운데, 400만톤 남짓이 우선 대상입니다. 예정대로 진행되면, 글로벌 NCC 캐파 2.4억톤 가운데 6 ~ 8% 잉여 설비가 줄어들게 됩니다. 대표제품인 에틸렌 스프레드는 250$ 수준으로, 손익분기점으로 회복될 수 있습니다.

둘째, Oil 가격은 50~60$ 수준으로 한단계 더 낮아질 것입니다. OPEC+의 원유 공급정책이 '고유가 유지'에서 '시장점유율 회복 ' 으로 선회했기 때문입니다. 최근 10개년 평균 OPEC+의 글로벌 시장점유율은 51% 수준인데 반해, 2025년 하반기 47%에 그치고 있습니다. 2025년 280만b/d 증산에 끝나지 않고 추가로 공급량을 늘릴 가능성이 큽니다. 여기서 질문이 생깁니다. OPEC+는 얼마나 더 생산량을 높일 수 있을까요? OPEC의 잉여생산여력에서 힌트를 얻을 수 있습니다. 2025년 하반기 잉여생산여력은 320만b/d 수준인데, 과거 평균치는 160만b/d 입니다. 과거 평균치까지 줄이기로 합의하면, 글로벌 원유 공급량을 약 150만b/d 더 늘릴 수 있습니다.

셋째, 미국의 상호관세 위헌 여부가 중요한 변수로 등장할 것입니다. 2025년 2월, 트럼프 대통령은 '국제긴급경제권한법(International Emergency Economic Powers Act)'을 근거로, 통상국에 대해 15 ~ 50% 남짓의 상호관세를 부과했습니다. 그런데, IEEPA법이 발동되기 위한 전제조건 때문에 위헌 논란이 부각되고 있습니다. 미국 이외 국가에 '특이하고 비상한 위협 ' 이 있어야만 한데, 과연 그 정도로 급변상황이 발생되었을까요? 2025년 5월 국제법원과 8월 연방법원에서 위헌 판결을 내렸습니다. 2026년 초, 대법원에서 월권 여부에 대한 최종 판결이 예정되어 있습니다. 만일, 위헌 또는 월권으로 결정되면, 2025년 부과된 상호관세가 효력을 상실하게 됩니다. 자연스레, 글로벌 내구재 생산업체들은 재고를 늘리기 위해 생산 계획을 잡을 것이고, 석화제품 선수요를 기대할 수 있을 것입니다.

종합해보면, 2026년 한국 석유화학업체에 유리해지고 있습니다. '공급과잉 완화, 원가 절감, 미국발 수요 복원 가능성(?)' 등을 반영하면, 8개 정유/화학업체 영업이익은 전년보다 3조원(0.9조원 → 3.9조원) 늘어날 전망입니다. 특히, **주목할 업체는 '대형주 S-Oil(목표가 9.5만원, 현재가 6.5만원)과 중형주 대한유화(목표주가 22만원, 현재가 11만원)' 입니다.**

S-Oil㈜은 최근 3년간 9.5조원이 투자된 석화설비 프로젝트 완공(일명 '샤힌 프로젝트') 완공을 앞두고 있습니다. 대한유화㈜는 국내 NCC 업체 가운데 가장 빨리 흑자 전환에 성공하는 동시에, 울산지역 석유화학 구조조정 과정에서 설비 확장 효과를 기대할 수 있습니다.

CONTENTS

2026년 화학/에너지 전망

원유시장, OPEC+ 증산으로 유가 하방 압박 지속	5 ~ 8
정유시장, 증설과 수요가 동시 회복되면서 사이클은 횡보	9 ~ 15
석화시장, 글로벌 폐쇄 사이클 진입에 따른 바닥 탈출	16 ~ 25
한국 시장 이슈, 한국 석화 구조조정과 S-Oil 샤힌 프로젝트	26 ~ 33
관심 종목 : 석화 구조조정 수혜주를 찾기	34 ~ 52
기타_생산계통도_컴플라이언스 고지	53 ~ 59

황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

2026년 원유시장

1. 2026년 초과공급 규모는 둔화
2. 2026년 두바이유가는 50~60$로 레벨 다운
3. 최대변수는 OPEC의 추가 증산 여부

[원유 수급] 2026년, 초과 공급 지속되지만, 그 폭은 둔화

※ 2026년 원유 시장 공급 압박은 전년대비 소폭 줄어들지만, 초과공급은 지속될 전망. 초과 공급량 2024년 27만b/d, 2025년 193만b/d(e), 2026년 156만b/d(e)

※ 원유 수요 : 2026년 글로벌 원유 하루 수요량 1.051억배럴. 연간 수요증가 규모는 2024년 106만b/d, 2025년 108만b/d, 2026년 110만b/d 등으로, 수요 증분은 개선될 것

2026년 특징) ① 경제성장에 따른 증가 95만b/d, ② 전기차 비중 확대에 따른 감소 △25만 b/d, ③ 유가하락에 따른 증가 28만b/d, ④ 미국 관세 완화시 증가분 12만b/d

※ 원유 공급 : 2026년 글로벌 원유 하루 공급량 1.066억배럴. 연간 공급증가 규모는 2024년 98만b/d, 2025년 273만b/d, 2026년 73만b/d 등으로, 공급 증가 규모는 둔화

2026년 특징) 공급 증가 – ① 2025년 4 ~ 9월 OPEC+ 증산 250만b/d ② 2025년 10월 ~ 2026년 상반기, OPEC+ 추가 증산 160만 b/d

공급 감소 변수 – ① 이란 수출봉쇄 가능성 △150만b/d, ③ 러시아 원유 수출 추가 제재

월별 글로벌 원유 수급 동향 및 전망 : 원유 초과 공급 규모 2025년 193만b/d → 2026년 156만b/d 등으로, 초과공급 규모는 둔화

구 분 (단위)	2019년 연평균	2020년 연평균	2021년 연평균	2022년 연평균	2023년 연평균	2024년 연평균	2025년 1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	
글로벌 수요량 (만배럴/일)	**10,118**	**9,228**	**9,762**	**9,995**	**10,185**	**10,291**	**10,174**	**10,330**	**10,206**	**10,332**	**10,315**	**10,570**	**10,523**	**10,465**	**10,461**	**[%yoy]**
수요증감	**101**	**- 890**	**534**	**233**	**190**	**106**	**97**	**41**	**26**	**127**	**16**	**194**	**142**	**129**	**145**	**1.4%**
미국	2,054	1,812	1,988	2,001	2,027	2,046	2,074	2,023	1,995	2,021	2,032	2,101	2,098	2,074	2,015	-1.0%
EU	1,476	1,443	1,311	1,351	**1,345**	1,347	1,248	1,324	1,305	1,373	1,325	1,397	1,397	1,384	1,393	-0.3%
중국	1,423	1,245	1,527	1,515	1,619	1,631	1,622	1,662	1,637	1,673	1,661	1,663	1,639	1,591	1,697	2.6%
인도	486	437	468	502	527	547	554	569	563	562	582	573	551	543	542	9.6%
글로벌 공급량 (만배럴/일)	**10,060**	**9,427**	**9,567**	**9,998**	**10,220**	**10,319**	**10,277**	**10,329**	**10,478**	**10,445**	**10,488**	**10,584**	**10,674**	**10,708**	**10,849**	**[%yoy]**
공급증감	**43**	**- 633**	**140**	**431**	**222**	**98**	**128**	**52**	**122**	**98**	**177**	**274**	**354**	**350**	**602**	**5.9%**
OPEC	2,980	2,561	2,627	2,752	2,690	2,709	2,704	2,716	2,742	2,724	2,771	2,818	2,791	2,777	2,899	9.1%
사우디아라비아	978	922	911	1,043	954	902	885	885	910	890	905	970	920	910	980	
이라크	470	407	406	445	433	440	430	427	435	428	431	432	430	435	437	
UAE	314	281	272	306	295	328	317	316	317	318	330	327	344	348	355	
이란	228	196	239	254	287	331	340	345	335	340	345	325	335	320	345	
쿠웨이트	272	245	242	270	259	246	242	243	245	246	249	250	248	245	255	
나이지리아	165	154	130	111	124	128	133	138	140	138	142	145	142	150	151	
리비아	109	36	116	98	115	109	123	127	124	128	131	129	131	126	132	
앙골라	142	124	111	115	117	116	106	109	108	107	103	93	108	103	111	
알제리	102	90	90	100	97	91	91	92	91	92	92	92	93	94	94	
베네주엘라	83	50	56	69	74	83	90	91	92	93	94	95	95	97	97	
콩고	32	28	26	28	26	24	24	24	23	23	22	23	24	23	24	
가봉	20	17	18	20	20	22	24	22	24	23	24	25	23	24	23	
적도기니	12	11	10	9	6	6	5	6	6	5	6	5	6	5	6	
미국	1,225	1,132	1,124	1,191	1,293	1,323	1,314	1,324	1,345	1,347	1,345	1,353	1,364	1,368	1,371	
러시아	1,054	1,051	962	975	958	916	897	897	897	905	905	905	915	915	910	
캐나다	550	524	553	570	576	600	634	609	639	617	567	606	643	637	623	
수요량-공급량 (만배럴/일)	**58**	**- 199**	**195**	**- 3**	**- 35**	**- 27**	**- 103**	**0**	**- 272**	**- 113**	**- 173**	**- 15**	**- 151**	**- 243**	**- 388**	
OECD재고량 (억배럴)	29.0	30.9	28.5	26.9	**27.9**	**27.9**	**27.4**	**27.3**	**27.4**	**27.4**	**27.9**	**27.8**	**28.0**	**28.4**	**28.8**	
두바이유가 (달러/배럴)	63	42	69	97	**82**	**80**	**82**	**75**	**72**	**67**	**64**	**69**	**71**	**69**	**70**	

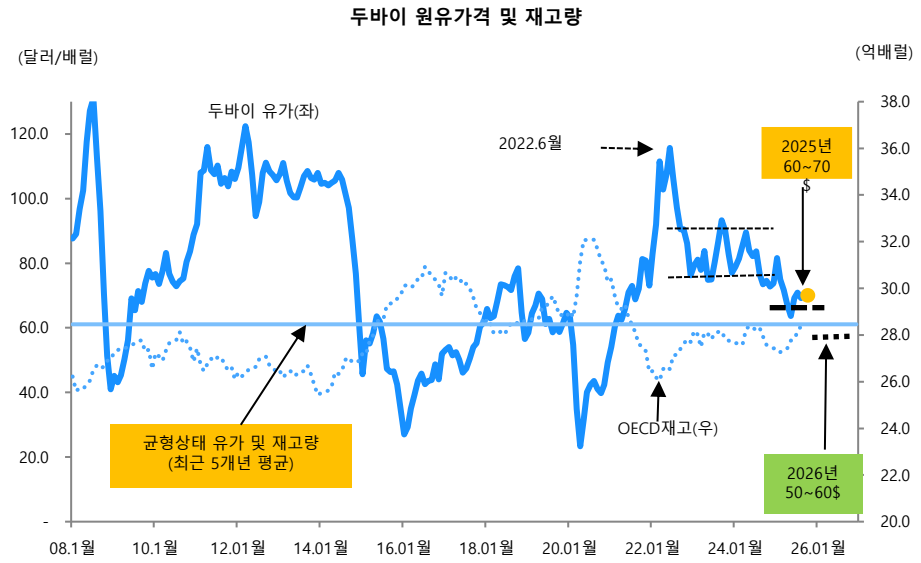
주요 변수	2025년 1분기	2분기E	3분기E	4분기E	연평균	2026년 1분기E	2분기E	3분기E	4분기E	연평균
Covid19 복원 수요	**10,236**	**10,406**	**10,483**	**10,472**	**10,399**	**10,361**	**10,522**	**10,589**	**10,565**	**10,510**
※ 총 수요량 변화(전분기 대비)	- 109	169	78	- 11		- 111	161	67	- 24	
※ 전년동기 대비 증감	**55**	112	**138**	126	108	125	117	106	93	**110**
[세부 항목]										
③정상 경제성장에 따른 수요증가					96					**95**
②전기차 판매에 따른 수요감소					- 21					**- 25**
③유가하락에 따른 수요변화					24					**28**
④미국 상호관세에 따른 수요감소					- 11					**12**
①+②+③증산	**10,361**	**10,506**	**10,744**	**10,757**	**10,592**	**10,665**	**10,662**	**10,684**	**10,690**	**10,665**
※ 총공급량 변화(전분기 대비)	- 22	**144**	238	13		- 91	- 3	22	5	
※ 전년동기 대비 증감	101	183	435	373	273	304	156	- 59	- 67	73
[세부 항목]										
① 러시아	0	**8**	**8**	- **3**	- 10	-	-	-	-	4
② OPEC(이란,베네주엘라 제외)	2	**51**	**53**	**74**	- 10	**2**	-	-	-	4
③ 이란 수출	1	- **3**	- **3**	- **33**	- 3	- 68	- 23	-	-	- 112
④ 베네주엘라 수출	6	**3**	**2**	**1**	11	-	-	-	-	2
⑤ 미국(쉐일증산)	- 18	20	20	- 2	29	- **4**	- **9**	- **14**	**8**	- 2
[참고] 트럼프1기 증산 규모 : 2017년 52만b/d, 2018년 158만b/d, 2019년 126만b/d										
⑥ 기타 Non-opec 증산	- 13	**66**	**159**	- 23	168	- 62	68	36	- 2	85
재고 균형 : 28.5억배럴	**27.4**	**27.7**	**28.4**	**29.6**	**28.3**	**30.5**	**31.1**	**31.4**	**31.9**	**31.2**
균형 유가 : 66$	**76**	**66**	**70**	**63**	**69**	**58**	**53**	**53**	**55**	**55**

자료: 미국에너지정보청, 유안타증권 리서치센터

[유가 전망] 두바이 원유 가격, 추가 Level down 50 ~ 60$ (균형치 66$)

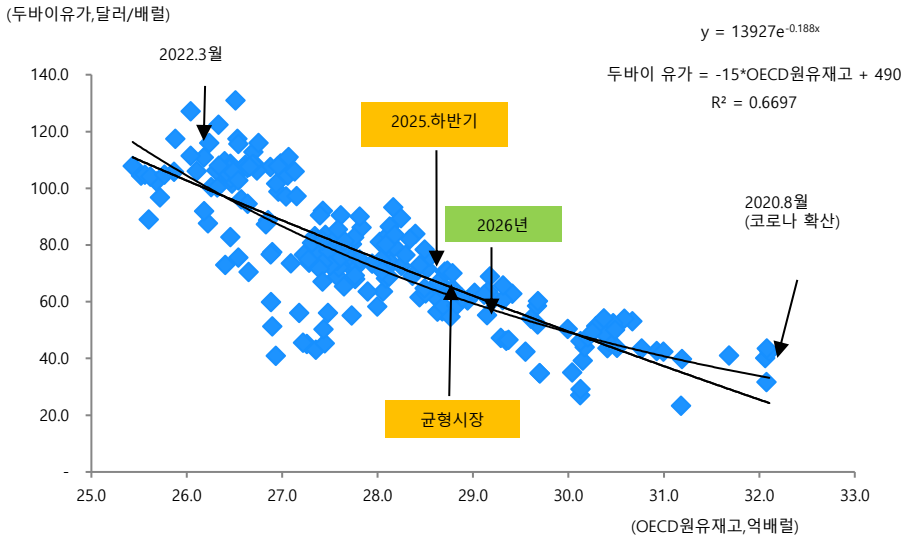
※ 2026년 원유 초과 공급량은 줄어들지만, 원유 재고량은 계속 증가하면서, 국제 원유가격(두바이 유가)은 레벨 다운이 진행될 전망임
※ 두바이 원유가격 전망) 2022년 97$/배럴(우크라이나 전쟁), 2023년 82$, 2024년 80$ → 2025년 70$(e) → 2026년 50 ~ 60$(e)로 하락 예상
펀더멘탈 특징) 글로벌 원유재고량은 평균치인 28.5억배럴을 넘어설 전망. OECD재고량 2024년 27.9억배럴, 2025년 28.3억배럴(e), 2026년 31.2억배럴(e)
지정학 프리미엄) ① 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 원유공급 봉쇄 우려, ② 이란 핵개발에 따른 원유 수출 제재 우려에 따른, 지정학 프리미엄 5$ 내외로 형성됨
※ 유가 레벨별 주목할 점) 40$: 러시아의 원유생산 원가보다 높은 수준임. 50$: 미국 쉐일업체가 이익이 발생되는 구간임. 60$: 미국에 물가 압력을 낮출 수 있는 유가 수준

두바이유가(월별 시계열) : 2026년 50 ~ 60$/배럴로 Level down



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유가와 OECD 원유재고량의 관계 : 2026년 재고증가로, 균형치 65$ 하회 불가피

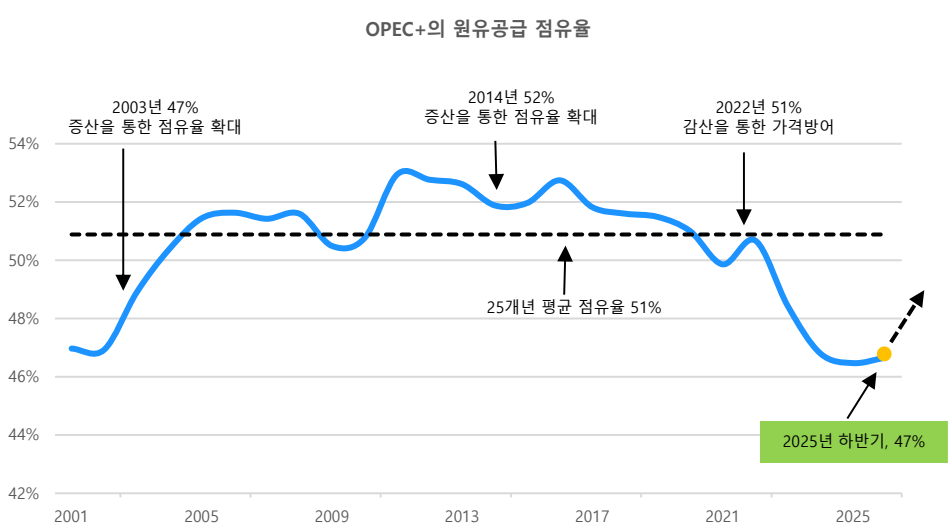


자료: 유안타증권 리서치센터

[공급 변수] 2026년 최대 변수는 OPEC+의 추가 증산 여부

※ 2026년 원유공급 시장에서 가장 중요한 변수는 'OPEC+ 의 공급정책 변화 ' 가 될 전망임. 참고로, OPEC의 정책은 2가지 가운데 선택함(① 고유가 지지 or ② 시장지배력 확보)
※ 2022 ~ 2025년 초까지) OPEC+는 공급량 축소를 통해, 적정한 국제유가를 유지하는 가격정책을 실시했음
2022년 OPEC+ 전체 감산 366만b/d + 2023년 7개국 자발적인 220만b/d 감산
※ 2025년 4월 부터) 증산을 통해, 글로벌 공급시장 지배력을 확보하는 방향으로 선회함. 2025년 260만b/d 고속 증산을 진행해, 시장점유율을 2025년 하반기 47%까지 높였음.
그러나, 과거 25개년 평균 점유율이 51%라는 점을 감안하면 여전히 턱없이 낮은 상황임.
※ 2026년 예상) 잉여캐파 내에서 증산을 통한 시장점유율 확대가 이어질 것. 1) 2025년 270만b/d 증산에 이어, 2) 2026년 150만b/d 증산 가능(과거 평균 잉여캐파 167만b/d 고려시)

OPEC+의 글로벌 시장 점유율 : 2025년 하반기 47%으로, 과거 평균 51%에 크게 미달



자료: 미국에너지정보청, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OPEC+의 증산 여력 (잉여 생산능력) : 2025년 하반기 312만 b/d vs 과거 평균 167만b/d

자료 : 미국 에너지정보청, 유안타증권 리서치센터

황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

2026년 정유 사이클

1. 정유업종 장기 사이클 위치
2. 2026년 정유수요 견조한 회복
3. 2026년 신규증설 확대
4. 업황/정제마진 강보합 유지 예상

정유/화학 산업 분석 Tool : 사이클 추적은 무얼 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 수급율 변화(수요, 증설), ③ △해당기업의 Capa 변환

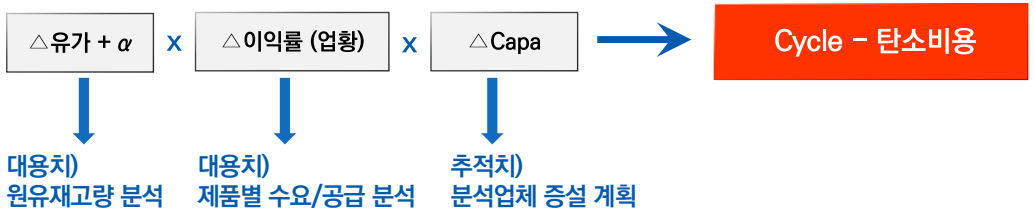
영업활동 Free Cash Flow

= EBITDA – 세금 – 이자비용 – Capex + △Net working Capital – 탄소비용

= EBIT t~(t+f) – 탄소비용

= (ASP – Cost) x Q + △Inventory – 탄소비용

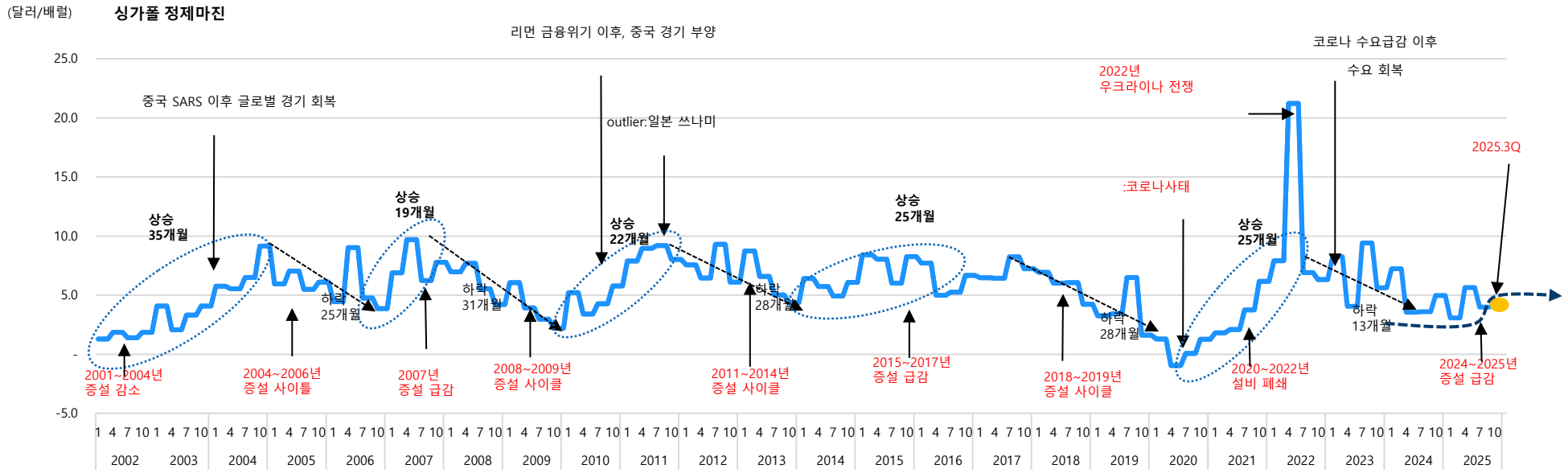
$$= ASP \times \frac{(ASP - Cost)}{ASP} \times Q + \triangle Inventory - 탄소비용$$



[정유 사이클] 2025 ~ 2026년 횡보 사이클 진행

※ 정유업종은 대표적인 사이클 산업으로, 사이클 발생 원인은 정유제품 수급밸런스가 변동하기 때문임. 정유제품의 수급 밸런스를 추적할 수 있는 대용치로, 정제마진을 주로 사용함
과거 사이클 패턴 특징) 최근 25년 동안 5번의 사이클(상승-고점-하락-바닥) 흐름이 있었음. 상승기간과 하락기간이 유사하게 나타났다는 특징이 있음
상승 사이클 기간은 최소 14개월 ~ 최장 35개월(평균 반등기간 25개월) 하락 사이클 기간은 최소 13개월 ~ 최장 31개월(평균 하락기간 25개월)
※ 2021년 ~ 2022년 상승 급등사이클 : 2020년 Covid로 저점 후, 2022년 2분기에 최고치 도달(25개월). 정상적인 사이클 회복 이외에 2022년 우크라이나 전쟁도 크게 영향을 미침
※ 2022년 3분기 ~ 2024년 cool down: 우크라이나 전쟁 영향으로 급등했던 outlier가 소멸되는 과정
※ 2025 ~ 2026년 : 수요둔화와 증설 감소가 동시에 진행되는 시기. 평균 정도 수익성을 유지하면서, 횡보 흐름이 이어지게 됨

2000 ~ 2025년 아시아 정유업황(대용치 : 싱가폴정제마진) 고찰, 정제마진 = (휘발유/등경유/BC/나프타/LPG 가중평균 가격 – 두바이 원유가격)

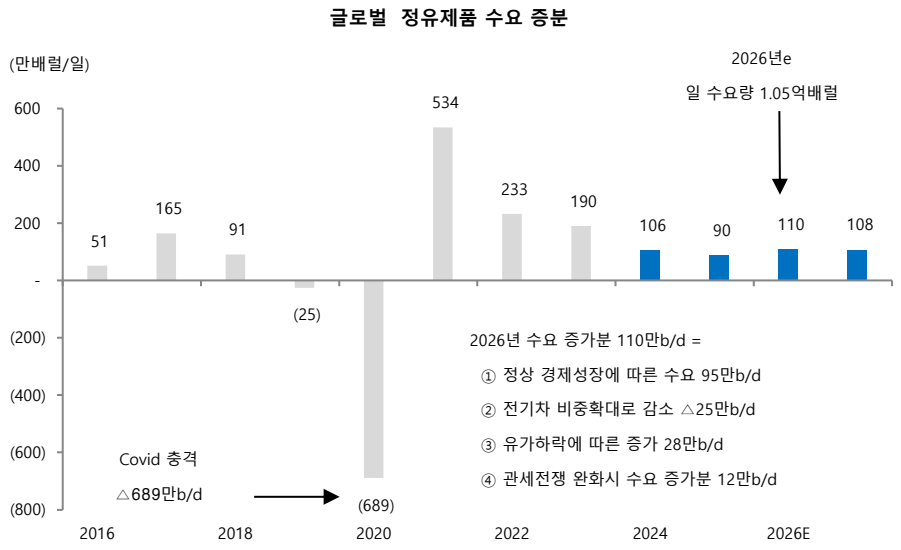


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[정유 수요] 2026년 정유 수요 증분 110만b/d로 개선

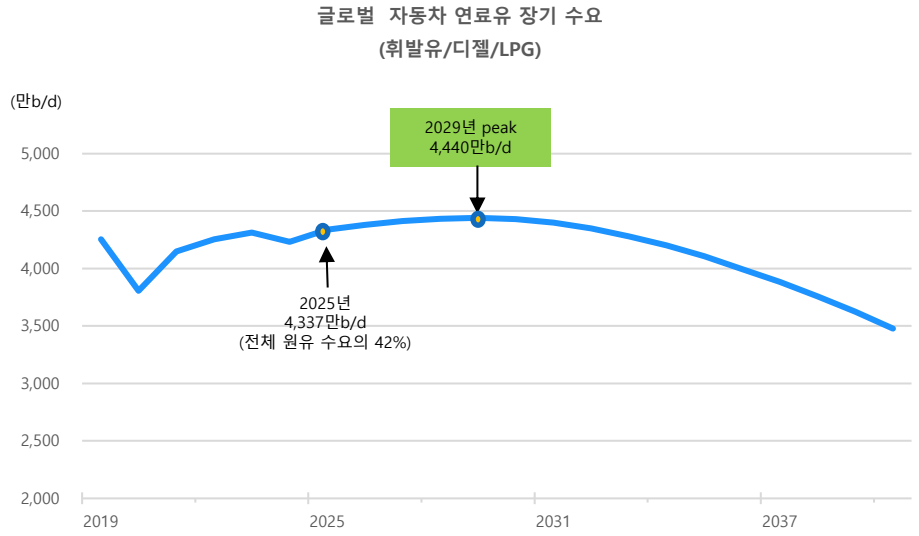
※ 2026년 석유제품(휘발유/등경유 등) 수요는 2025년 보다 개선될 전망. 실물경기 회복, 유가하락에 따른 운행거리 증가 등의 효과가 전기차 대체에 따른 수요감소분을 초과하기 때문
※ 정유제품 일일 수요 : 2026년 8,978만배럴/일
연간 수요 증가 규모(적정수준 120만b/d) : 2023년 190만b/d, 2024년 106만b/d, 2025년 108만b/d(e), 2026년 110만b/d(e) 등으로, 저유가 효과로 견조한 수요개선 기대
2026년 수요 특징) ① 글로벌 GDP 3% 성장에 따른 수요 증가분 97만b/d + ② 전기차 등록비율 1.3%p(EV 비중 6.6%)에 따른 감소분 △25만b/d
+ ③ 유가하락에 따른 수요 증가분 28/만b/d + ④ 추가 변수 : 미국 대법원에서 상호관세 부과가 월권으로 결정 날 경우, 무역회복에 따른 수요 증가분 12만b/d
※ 전기차 침투에 따른 연료유 장기 수요 전망(휘발유/디젤/LPG, 전체 제품에서 42% 차지) : 2029년 글로벌 전기차 등록비중이 10% 넘어서면서, 연료유 절대 수요 Peak 도달할 전망

글로벌 정유제품 수요 전망 : 2026년 수요증분 110만b/d로, 2025년 90만b/d 대비 개선



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

전기차 도입에 따른 영향 : 2029년 자동차용 연료유 수요 Peak, 당초 예상 2027년 보다 늦춰져…

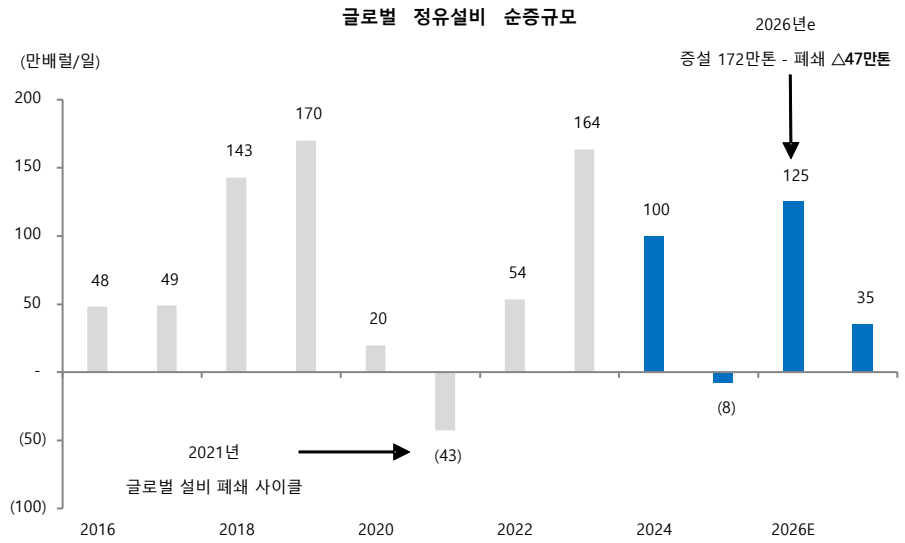


자료: BNEF (2025.6월 전망)

[정유 공급] 2026년 정유설비 순증설 125만b/d로 확대

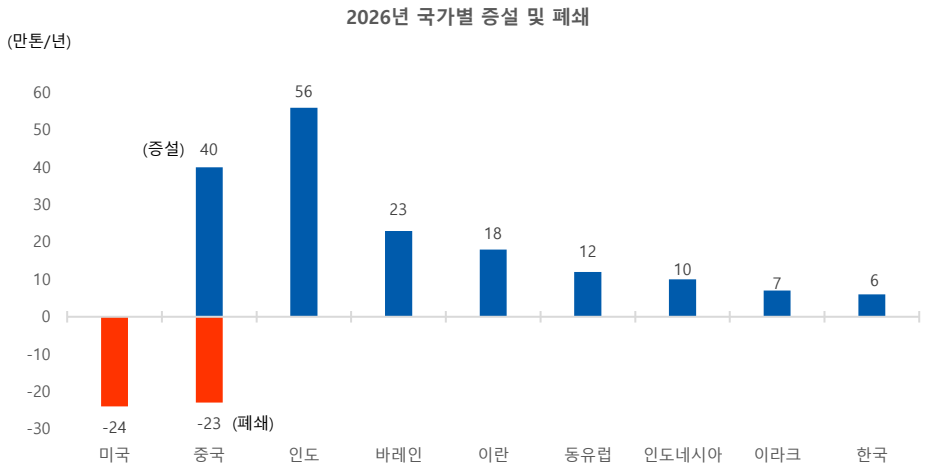
※ 2026년 글로벌 정유 신규 순증설 규모는 2025년 보다 확대될 전망. 중국/인도/중동을 중심으로 증설되는 설비 규모가 미국/중국 폐쇄 보다 크기 때문
※ 글로벌 정유설비 일일 생산 캐파 : 2026년 1억 571만배럴/일
연간 순증설 규모(적정수준 120만b/d) : 2023년 164만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 △8만b/d(e), 2026년 125만b/d(e) 등으로, 증설규모가 증가할 전망
2026년 증설 특징) 증설 : 중국 Huajin Petchem 30만b/d, CNPC 10만b/d, 인도 Indian Oil 20만b/d, Hindustan Petroleum 18만b/d, Numaligarh refinery 10만b/d
인도네시아 Petamina 10만b/d, 바레인 Brain Petroleum 23만b/d, 이란 PersianGulf Star 12만b/d, 한국 S-Oil 6만b/d
폐쇄 : 미국 Valero △24만b/d, 중국 Changling Petrochem △23만b/d

글로벌 연간 신규 정유설비 증설 계획 : 2026년 125만b/d로. 2025년 보다 많음



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

2026년 국가별 정유설비 증설 및 폐쇄 : 증설 규모 172만b/d – 폐쇄 △47만b/d



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

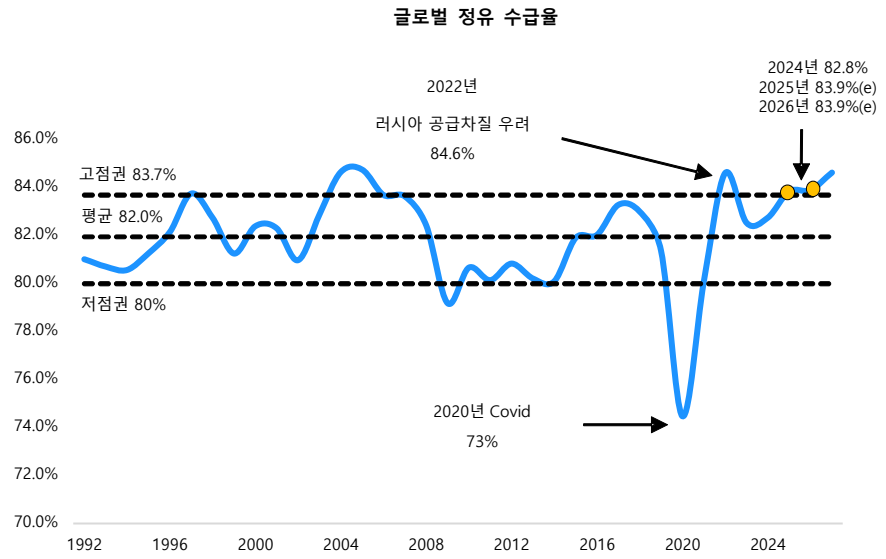
표. 글로벌 업체별 정유설비 증설: 2026년 순증 125만b/d로 확대

지역	구분	2024년	(만b/d)	2025년	(만b/d)	2026년	(만b/d)	2027년	(만b/d)	2028년	(만b/d)	2029년	(만b/d)	2030년	(만b/d)
아메리카		Phillips66(미국, Rodeo)	- 12.5	LyondellBasell(Houston,미국,1Q)	- 26.4	Valero(미국, California, 검토)	- 23.6					Petrobras(브라질)	11.5		
		Phillips66(미국, Rodeo, 바이오정유)	5.0	Pillips66(미국, california, 4Q)	- 13.9										
				Olmeca(멕시코)	34.0										
	소 계		**- 7.5**		**- 6.3**		**- 23.6**		-		-		**11.5**		-
유럽		Eni(이탈리아,Livomo)	- 12.0	Shell(독일, Rheinland)	- 14.7										
				Gelsenkirchen(독일)	- 8.0										
				Grangemouth(영국)	- 13.1										
	소 계		**- 12.0**		**- 35.8**										
동유럽		Yaysky(러시아)	3.0			Novoshakhtinsk(러시아)	5.0								
						Seydi(투르크메니스탄)	2.0								
						Ordabasy(카자흐스탄)	4.0								
						Danghara(타지스탄)	1.0								
	소 계		**3.0**		-		**12.0**		-						
아프리카		Dangote Oil Refinery(나이지리아)	65.0							Sonatrach-Hassi Messoud(알제리)	10.0				
	소 계		**65.0**		-		-		-		**10.0**				
아시아	중국			Nanshan Group(Yulong project)	40.0	Huajin Aramco Petrochemical	30.0			Qilu petchem	7.0			Aramco/Sinopec Gulei	32.0
				Sinopec Zhenhai(중국)	25.8	CNPC(Karamay)	10.0								
				CNOOC Daxie	12.0										
				Petrochina Dalian(중국, 3분기)	- 41.0										
		Dalian2	- 8.0	Dailian 2	- 12.0	Changling Petchem(합병)	- 23.0								
	중국 소계		**- 8.0**		**24.8**		**17.0**		-		**7.0**				**32.0**
	일본	Idemitsu(yamaguchi, 1Q)	- 12.0												
	한국					S-Oil	6.0								
	인도	Visakhapatnam2	7.0			Hindustan Petroleum(Rajasthan)	18.0	Chennai Petroleum	16.9						10.0
						Numaligarh Refinery	10.0	Indian Oil-Barauni	- 7.1						
						Indian Oil(Panipat)	20.0	Indian Oil-Barauni	13.1						
						Indian Oil-koyali	8.1								
	태국							Thai Oil	12.5						
	인도네시아					Petamina-balikpapan	10.0								
	몽골리아			MEIL	3.0										
	아시아 소 계		**-13.0**		**27.8**		**89.1**		**35.4**		**7.0**		**0.0**		**42.0**
중동	이란					NIOC-Siraf	6.0			NIOC-Abadan	- 23.5				- 23.5
						Persian Gulf Star(스플리터)	12.0			Dhi Qar	10.0				
	쿠웨이트	KNPC-Al-Zhour	61.5												
	이라크	Karbala Refinery(3Q)	14.0	Basra refinery	6.5	Maysan Refinery	7.0			Diwaniya refinery	7.0				10.0
	바레인	Bahrain Petroleum-sitra	-11.3			Bahrain Petroleum-sitra	22.5								
	소 계		**64.2**		**6.5**		**47.5**		-		**- 6.5**		-		**- 13.5**
글로벌 신규증설 합계			**99.7**		**- 7.8**		**125.0**		**35.4**		**10.5**		**11.5**		**28.5**
[글로벌 수급]															
글로벌 상압정제 capa(명목)			10,454		10,446		10,571		10,606		10,617		10,628		10,657
	Capa 증감		100		- 8		125		35		11		12		29
글로벌 정제량			8,652		8,760		8,870		8,978		9,019		9,081		9,143
	수요 증감		106		108		110		108		41		62		62
글로벌 설비 가동률(유효)			**82.8%**		**83.9%**		**83.9%**		**84.7%**		**85.0%**		**85.4%**		**85.8%**

[정유업황] 정제마진 4 ~ 5$ 강보합 전망(2025년 4.5$)

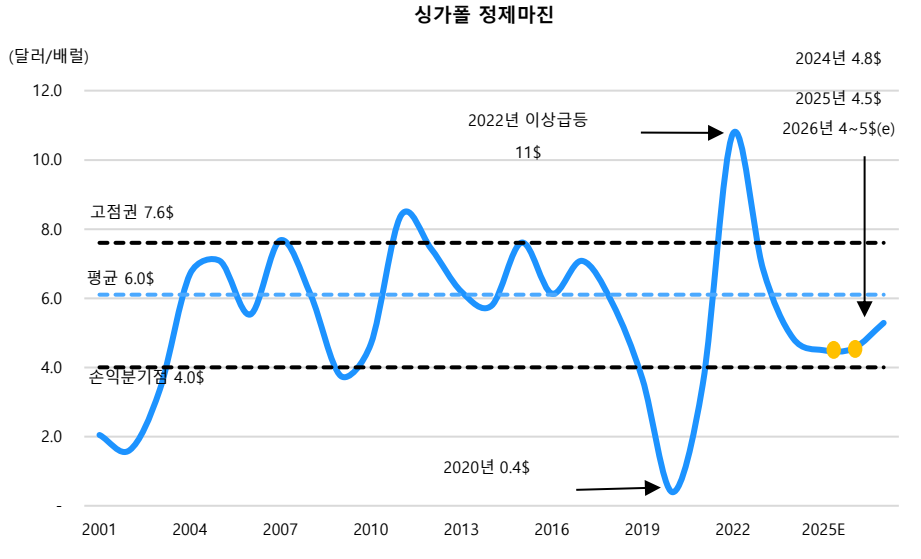
※ 정유제품 수요와 증설 밸런스를 종합하면, 2026년 글로벌 정유업황은 전년과 비슷한 펀더멘탈과 정제마진 강보합을 예상할 수 있음. 참고로, 정유업황은 수급율로 판단함
※ 2026년 글로벌 수급율 전망(=수요량/생산캐파) : 83.7%로 견조한 흐름 이어진다는 뜻, (판단 기준 : 불황권 80%, 평균업황 82%, 고점권 84%)
연간 수급율 추이 : 2022년 84.6%(우크라이나 전쟁), 2023년 82.5%, 2024년 82.8%, 2025년 83.9%(e), 2026년 83.9%(e), 2027년 84.7%(e)
※ 2026년 싱가폴 기준 복합정제마진 전망 : 4 ~ 5$로, 전년과 비슷한 강보합 흐름 전망됨 (판단 기준 : 손익분기점 4$, 평균 6$, 고점 8$)
연평균 흐름(평균치 6$/배럴) : 2022년 10.6$(우크라이나 전쟁), 2023년 5.8$, 2024년 4.8$, 2025년 4.5$(e), 2026년 4 ~ 5$(e) 강보합
※ 정제마진 변수 : ① 우크라이나 전쟁이 종료되어 러시아산 석유제품 수출이 허용되면, 정제마진 △1$ 하락 위험 ② 미국의 글로벌 상호관세가 위법으로 판결되면, 정제마진 0.3$ 상승

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



자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

싱가폴정제마진 : 2026년 4 ~ 5$ 횡보(2025년 4.5$)



자료: datastream, 유안타증권 리서치센터

황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

2026년 석화 사이클

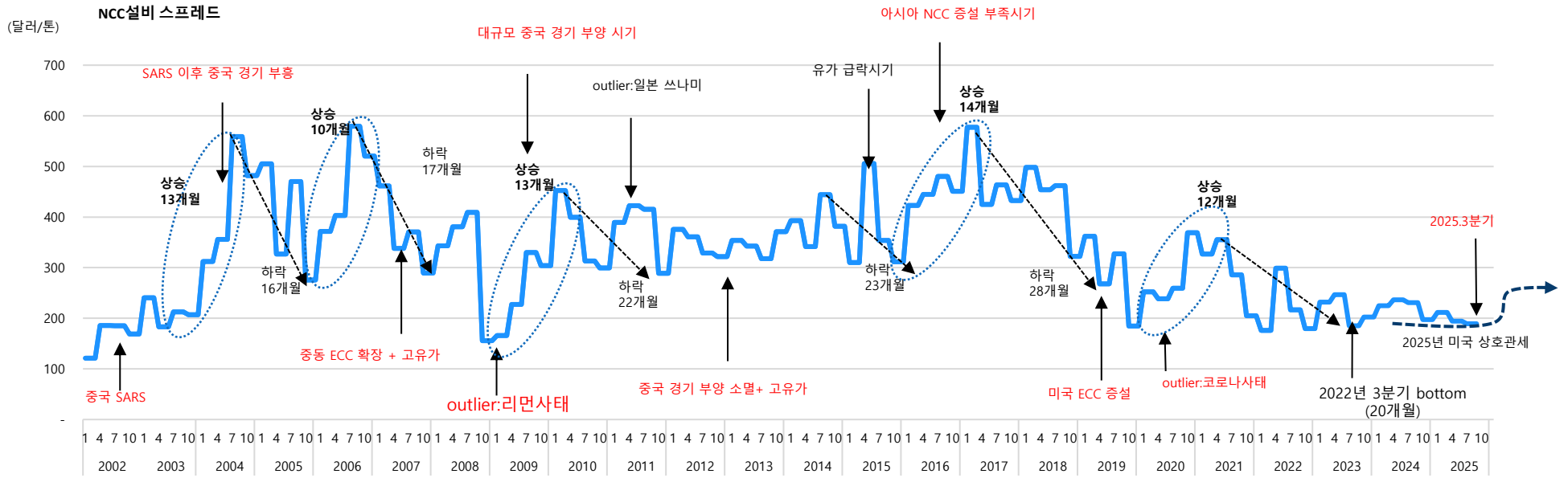
1. NCC설비 장기 사이클 위치
2. 2026년 에틸렌 수요 증가
3. 2026년 에틸렌 순증설 둔화
4. 글로벌 폐쇄 사이클 진입
5. 업황/스프레드 바닥 탈출 기대

[석화 사이클] 2026 ~ 2027년 글로벌 폐쇄 사이클 진입 …

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

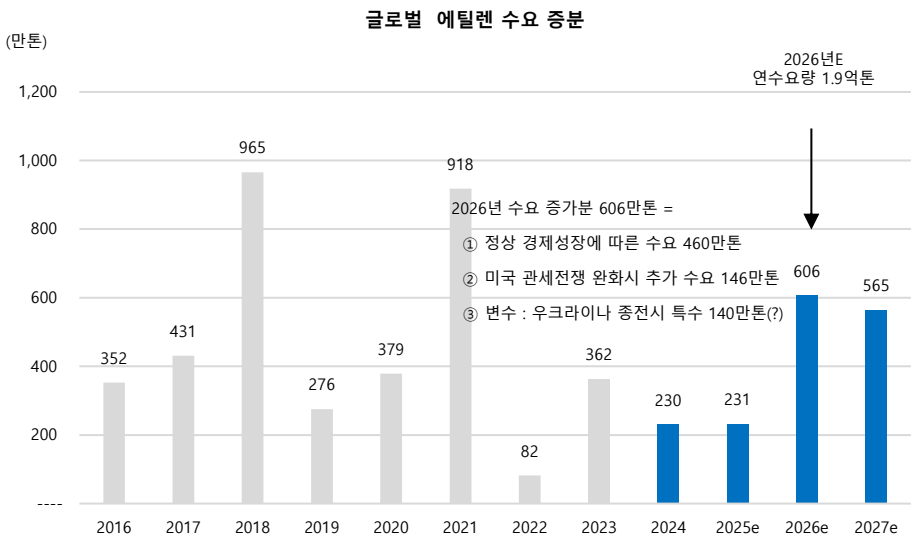


자료: 유안타증권 리서치센터

[수요 전망-1] 2026년 에틸렌 수요 증분 606만톤으로 회복

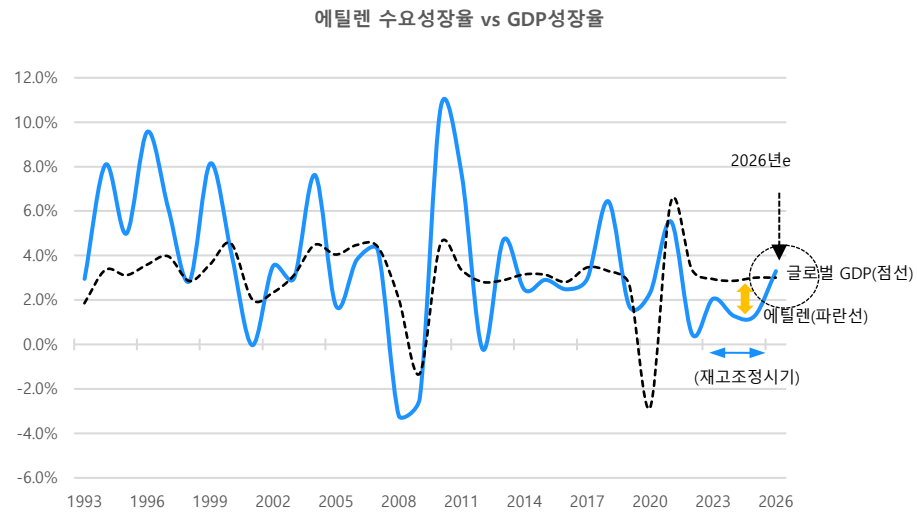
※ 2026년 석화 대표제품인 에틸렌 수요는 2026년 보다 개선 폭이 클 전망. 실물경기 회복과 2025년 발생된 미국의 상호관세에 따른 석화제품 수요 급감 영향이 해소되기 때문
※ 글로벌 에틸렌 연간 수요 : 2026년 1.9억톤/년
연간 수요 증가 규모(적정수준 600만톤) : 2023년 362만톤, 2024년 230만톤, 2025년 231만톤(e), 2026년 606만톤(e) 등으로 수요 여건 개선될 것
2026년 수요 특징) ① 글로벌 GDP 3% 성장에 따른 수요 증가분 460만톤 + ② 2025년 발생된 미국관세로 일시로 감소되었던 석화 수요 회복 146만톤
+ ③ 추가 변수 : 우크라이나 종전이 이뤄질 수 있다면, 재건 수요 연간 140만톤
※ 글로벌 에틸렌 수요와 GDP성장율 관계 : 20년간 에틸렌 연평균 수요증가율 2.9%, GDP 성장율 2.9%로, 평균 탄력도 1.0배 수준임. 2024~205년 0.4배로 정상 이하에서 형성

글로벌 에틸렌 수요 전망 : 2026년 수요 증분 606만톤으로, 전년 231만톤 대비 개선



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 GDP성장율과 에틸렌 수요증가율 관계 : 석화 수요 평균 탄력도 1.0배



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[수요 전망-2] 2026년 미국 상호관세가 '월권'이라면?

※ 2026년 석화제품 수요에 영향을 미치는 변수로 '미국 트럼프 행정부의 상호관세에 대한 월권 판단 여부 ' 에 주목. 2025년 미국의 상호관세로 감소했던 수출수요가 회복될 수 있기 때문

※ 2025년 미국 상호관세 적용 법률과 위법 논란

2025년 트럼프 행정부는 1977년 제정된 '국제긴급경제권한법(International Emergency Economic Powers Act) ' 을 적용해, 국가비상사태 선언과 4월 상호관세 부과를 결정함.

2025년 말, 기업-행정부의 대법원 소송 진행. 국가 비상사태 선언 전제 조건에 대한 법리 논쟁이 치열하게 이뤄지고 있음.

[법리 쟁점] '특이하고 비상한 위협'이 미국 외부 국가에서 발생했다고 판단할 경우에 대외 경제거래(무역, 금융거래)를 통제할 수 있음. 2025년이 과연 그런 상황인가?

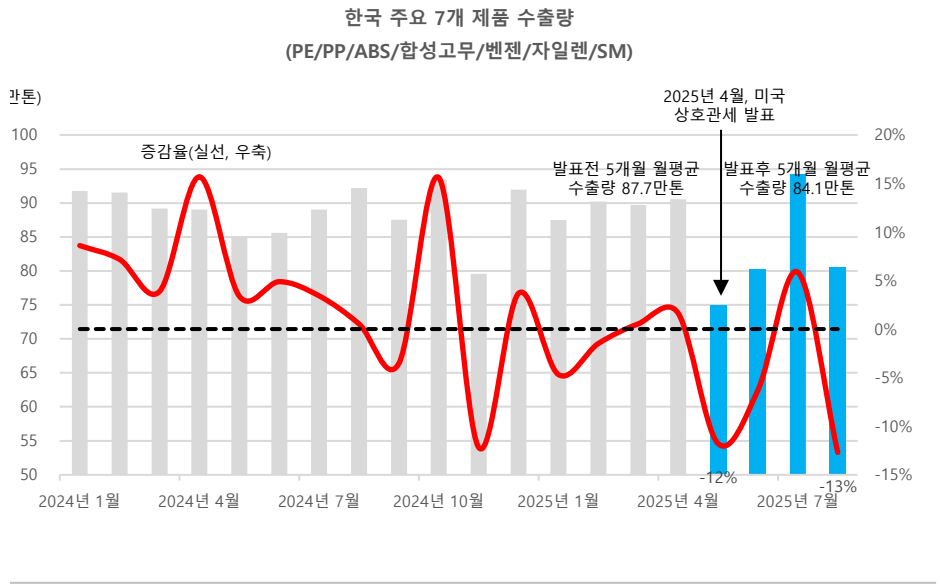
※ 만일, 2026년 미국 대법원에서 행정부 월권으로 판결되면, 상호관세는 무효화됨. 글로벌 상호관세 부과 이후, 한국 주요석화제품 수출량이 △4.3% 감소했는데, 원상 복구 될 수 있음

미국, 상호관세 발동 기초 법률인 '국제긴급경제권한법'

적용법률	주요 내용	현재상황
국제긴급경제권한법 (IEEPA법안)	IEEPA : International Emergency Economic Powers Act [발동 조건] 미국 이외 국가에 '이례적이고 특별한 위협'이 발생된 경우 [절차] 대통령이 국가비상사태 선언 → 의회보고 → 대통령권한 시행 [대통령권한] 수입규제, 외국자산 동결, 무역제한 등	**2025년 2월, IEEPA발동** **→2025년 5월, 국제무역법원 위헌 판결** **→2025년 8월, 연방항소법원, 위헌 판결** **→2026년, 대법원 판결 예정**
슈퍼 301조	OTCA : Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988 [발동 조건] 미국이 자국의 수출확대를 가로막는 '명백한 무역장벽'이나 차별적 무역관행'이 있는 국가 또는 품목 [절차] 미국 통상대표부(USTR)가 매년 우선협상대상국가 지정 → 지정국가에 대해 6~9개월 조사 → → 조사 및 협상기간 12~18개월 이내 → 합의가 이뤄지지 않을 경우, 보복조치 시행 [대통령권한] 보복관세 부과 또는 기타 수입제한 조치	IEEPA 월권 판결시, 검토 가능 법안
무역 확장법 232조	TEA : Trading Expansion Act [발동 조건] 특정품목의 수입이 미국 국가 안보를 위협한다고 판단될 경우 [절차] 미국 정부 또는 이해관계자가 미국 상무부에 서면형으로 조사 요청 → 미국 상무부는 270일 이내에 해당 수입품목이 미국 국가안보에 위협이 되는지 여부 판단 및 결정 → 대통령에 보고 및 권한 행사 [대통령권한] 관세부과 및 수입제한 조치 결정	IEEPA 월권 판결시, 검토 가능 법안

자료: 언론기사, 유안타증권 리서치센터 요약

2025년 미국 상호 관세와 한국 석화제품 수출량 : 관세 발표 후 수출량 △4.3%p 떨어짐



자료: 무역협회

[공급 전망] 2026년 글로벌 에틸렌 순증설, 350만톤으로 둔화

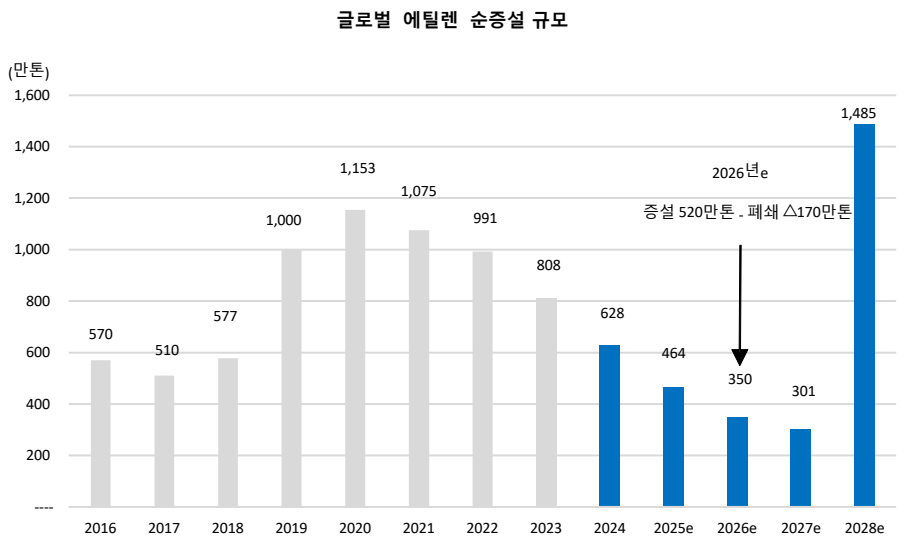
※ 2026년 석화 대표제품인 에틸렌 순증설 규모는 2025년 보다 줄어들 전망. 중국/중동/동남아 증설이 이어지지만, 유럽/중국/일본을 중심으로 노후설비 폐쇄에 접어들었기 때문

※ 글로벌 에틸렌 연간 생산능력 : 2.4억톤/년

연간 순증설 규모(적정수준 600만톤) : 2023년 808만톤, 2024년 628만톤, 2025년 464만톤(e), 2026년 350만톤(e), 2027년 301만톤(e) 등으로, 폐쇄 때문에 순증설 규모 줄어듦

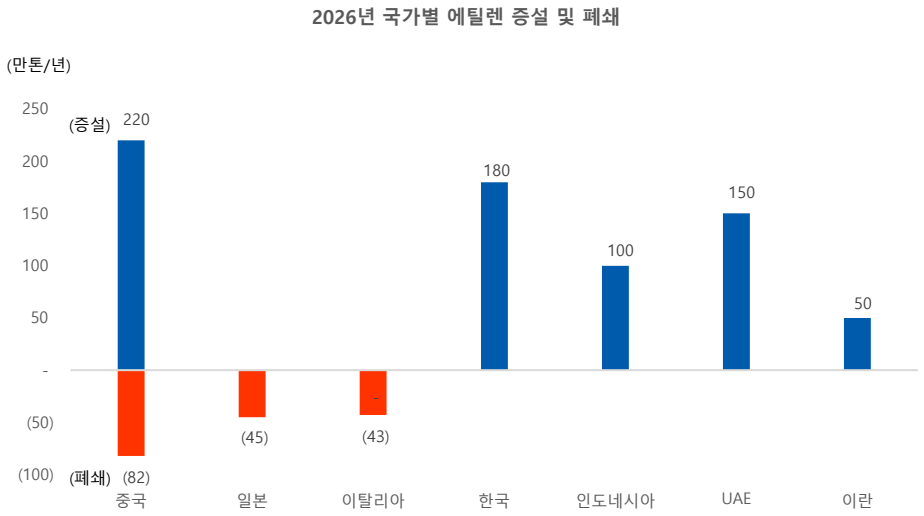
2026년 증설 특징) 증설 : 중국 Petrochina 120만톤, BASF 100만톤, 인도네시아 롯데케미칼 100만톤, UAE Borouge4 150만톤
한국 S-Oil 180만톤(2025년 6월 완공, 2027년 양산)
폐쇄 : 중국 Petro China 2곳 △46만톤, Sinopec 1곳 △36만톤, 일본 Eneos △45만톤, 이탈리아 ENI △43만톤

글로벌 연간 에틸렌 순증설 계획 : 2026년 350만톤으로, 2025년 보다 줄어듦



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2026년 에틸렌 증설 및 폐쇄 : 증설 520만톤(S-Oil 제외) – 폐쇄 △170만톤

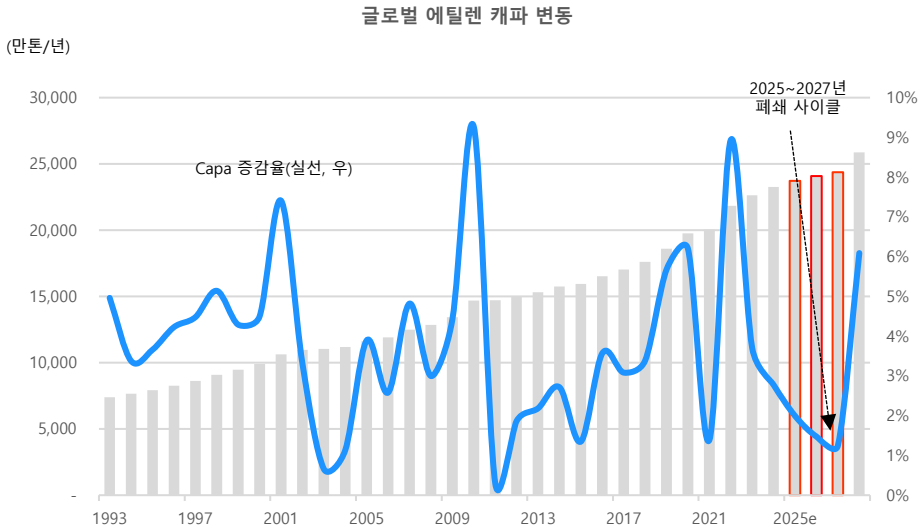


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[폐쇄 사이클] 2025 ~ 2028년 글로벌 폐쇄 발표 집중

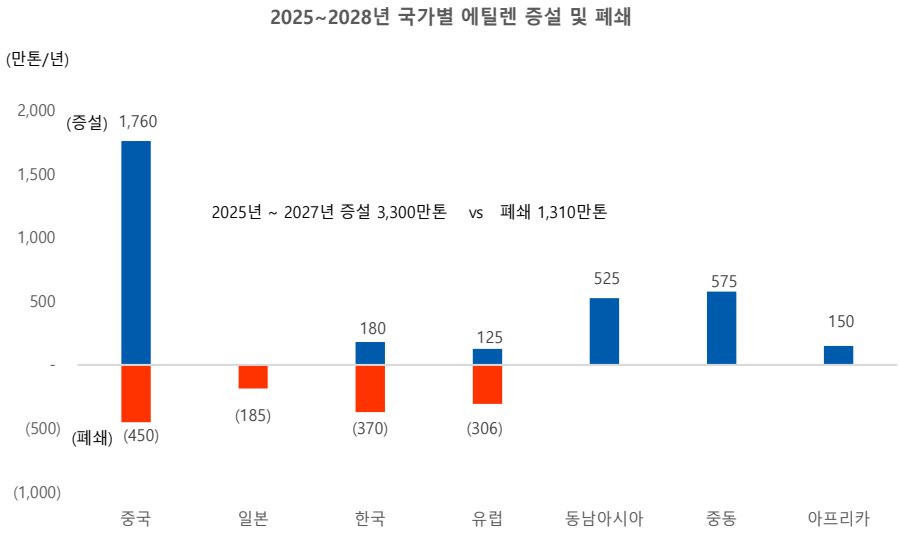
※ 2025년 하반기 ~ 2027년 글로벌 석유화학에서 가장 중요한 변수는 '폐쇄 사이클 진입 ' . 미국을 제외한 유럽/중국/일본을 중심으로 노후설비 폐쇄 발표가 이어지고 있음
※ 글로벌 에틸렌 연간 생산능력 : 2.4억톤/년에서 폐쇄 규모는 1,310만톤으로, 5.5%에 해당함 (현재까지 발표된 설비만 포함)
유럽) 2024 ~ 2025년 유럽 폐쇄 계획 발표 : △382만톤(2024년 △42만톤 + 2025 ~ 2027년 △306만톤 + 2030년 △34만톤). 총캐파 2,400만톤 가운데 폐쇄 비율 △16%
일본) 2025년 상반기 계획 발표 : △185만톤. 총캐파 680만톤 가운데 폐쇄 비율 △27%
한국) 2025년 8월 정부의 계획 발표 : △270 ~ △370만톤. 2025년 말까지 기업들 자율 구조조정 발표를 유도할 계획임. 총캐파 1,240만톤 가운데 폐쇄 비율 △22 ~ △30%
중국) 2025년 4분기 발표 계획 : 20 ~ 40년 노후 설비 폐쇄 유도할 계획으로, △230만톤 ~ △830만톤(400만톤 정도가 합리적). 총캐파 5,400만톤 가운데 폐쇄 비율 △4 ~ △15%

글로벌 연간 에틸렌 캐파 변화 : 2025년 ~ 2028년 사상 처음으로 폐쇄 사이클 진입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 에틸렌 폐쇄 사이클 : 2025 ~ 2027년 1,310만톤(글로벌 캐파 2.4억톤) 이상 폐쇄 진행



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[폐쇄 사이클] 중국 에틸렌 폐쇄는 얼마나 가능할까?

※ 2025년 부터, 중국에서도 석유화학 공급과잉 설비에 대한 구조조정 필요성이 대두되기 시작함. 2025년 9월 가이드 발표, 10월 말 4중전회에서 결정, 2026년 3월 확정

※ 석화 구조조정 기준과 에틸렌 폐쇄 가능규모 :

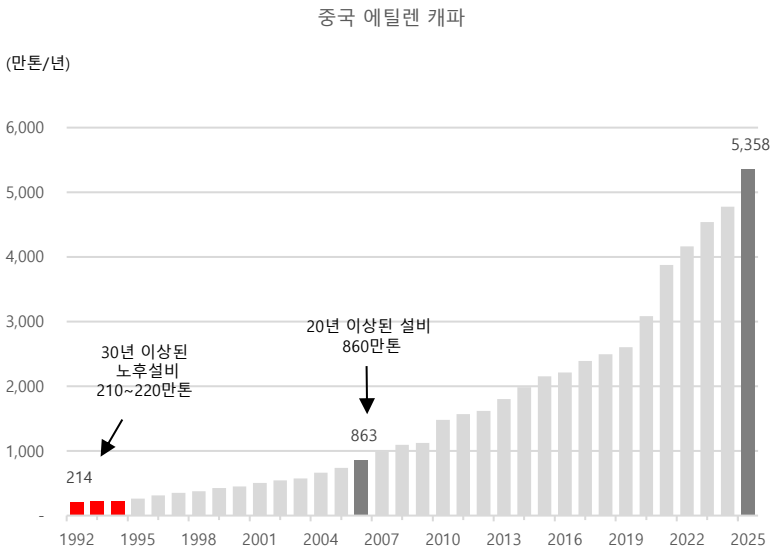
1) 중국 정부에서 제시한 구조조정 대상 기준 : ① 20 ~ 40년 노후 설비, ② 소규모 설비, ③ 탄소 배출 등 에너지 효율이 떨어지는 기업

2) 에틸렌 설비 폐쇄 대상 추정 : 2025년 현재 중국 에틸렌 캐파 5,400만톤. 20년 이상된 설비 860만톤, 30년 이상된 설비 230만톤 → 최소 △230만톤 설비는 폐쇄 될 것

3) 현재 발표된 폐쇄 설비 : 2025년 Sinopec yashan △80만톤, 2026년 Sinopec Maoming △36만톤, Petrochian Lanzhou △24만톤, Petrochina Dushanzi △22만톤

※ 기대 효과 : 2026 ~ 2027년 한중일 에틸렌 폐쇄 규모 △790만톤(일본 190만톤, 한국 370만톤, 중국 230만톤) vs 신규증설 규모 800만톤 = 수요증분 만큼 업황 회복 것

중국, 에틸렌 석화설비 구조조정 대상 예상 규모 : 최소 230만톤 ~ 최대 600만톤



업체명 (1990년대 기준)	위치		1992년	1993년	1994년	1995년	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년
Bejing Eastern	Beijing	만톤				15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Daqing General PC	Daqing	만톤	30	30	30	30	33	36	36	40	48	48	48	48	48
Dusahnzi Refinery	Xinjiang	만톤				7	14	14	14	14	14	17	20	20	20
Fushun PC	Fushun	만톤	8	12	12	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Guangzhou Petro	Guangzhou	만톤						5	15	15	15	15	15	15	15
Jilin Chem I	Jilin	만톤	12	13	14	14	14	14	15	15	15	15	15	15	15
Jilin Chem II	Jilin	만톤							15	30	30	30	35	40	40
Lanxzhou Chem	Lanzhou	만톤	8	8	8	8	8	12	16	16	16	16	16	18	20
Liaoyang PC Fibre	Liaoyang	만톤	7	7	8	9	9	9	9	9	15	20	20	20	20
Maoming PC	Panjin	만톤					10	30	30	30	38	38	38	38	38
Nanhai PC	Huizhou	만톤													40
Panjing Ethylene	Panjin	만톤	13	13	13	13	13	13	15	16	16	26	35	35	35
Qilu PC	Zibo	만톤	30	30	30	32	33	33	35	45	45	45	45	53	72
Shanghai Petrochem	Jinshan	만톤	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Shanghai Petrochem	Jinshan	만톤	30	30	30	30	30	30	35	40	45	70	70	70	70
Tianjin Petrochem	Tianjin	만톤				4	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Yangzi PC	Nanjing	만톤	30	30	30	31	40	40	40	40	40	40	53	65	65
Beijing Yanhua PC	Beijing	만톤	30	30	34	45	45	45	45	45	45	56	66	66	66
Zhongyuan PC		만톤					7	14	14	14	14	14	14	14	14
Yangzi-Basf															30
합산		만톤	**213**	**218**	**224**	**265**	314	353	391	427	454	508	548	575	666

2025년 기준, 30년 이상 노후설비 = 폐쇄 대상

자료: 켐로커스, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[폐쇄 사이클] 지역별 에틸렌 폐쇄 계획 발표 현황 (2025년 9월 현재, 자료 : 우드멕킨지)

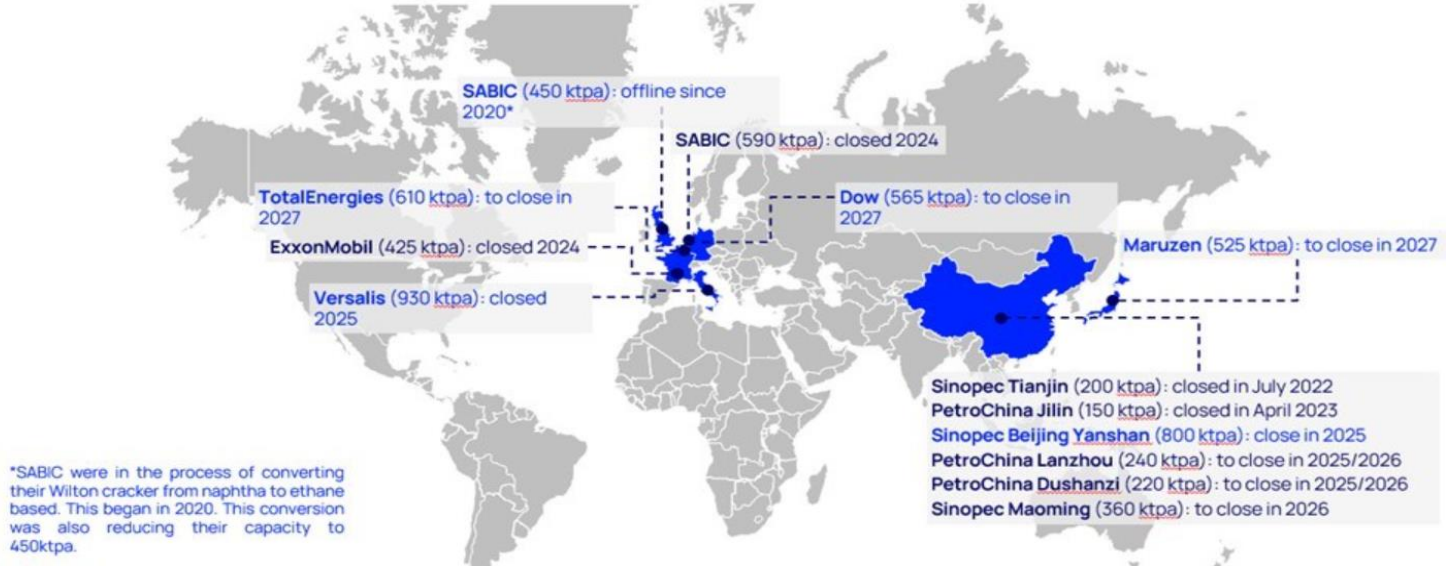


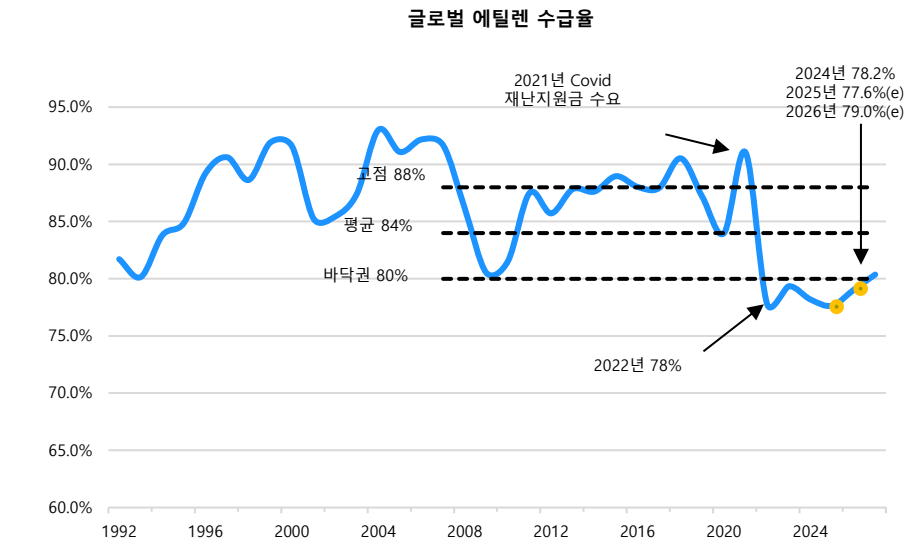
표. 에틸렌 글로벌 증설 : 2025 ~ 2027년 △1,310만톤 폐쇄

지역	구분	2024년	(만톤/년)	2025년	(만톤/년)	2026년	(만톤/년)	2027년	(만톤/년)	2028년	(만톤/년)	2029년	(만톤/년)	2030년	(만톤/년)
아메리카	미국							PTTG(미정)	150			DOW(캐나다)	180		
	아메리카 소계		-		-		-		-				**180**		-
유럽	러시아/동유럽			Gazprom Neftekhim	60			Irkutsk Oil	65	Baltic Chemical	240	KazMunayGas(카자흐스탄)	125	PNK Orlen(폴란드)	74
								Sibur Amur GCC	230					PNK Orlen(폴란드)	- 34
	서유럽	Exxon(프랑스) 폐쇄	- 42	SABIC(네델란드) 폐쇄(1Q)	- 55	ENI(이탈리아, 프리울로)	- 43	Ineos Cracker(벨기에)	125						
				ENI(이탈리아, 브린디시 2Q)	- 41			TotalEnergy(벨기에, Antwarp, 안	- 110						
								Dow(독일 Bohlem, 연말)	- 57						
	유럽 소계		**- 42**		**- 36**		**- 43**		**254**		**240**		**125**		**40**
아시아	중국	Sinopec Tianjin	120	Exxon Huizhou Ethylene I (1	160	Petrochina Guangxi	120	Huajin Aramco(Panjin)	150	Sinopec(Zhenhai)	150	ZPC(Rongheng, 미정)	140	ZPC(Rongheng, 미정)	140
		Wanhua Chemical II(4Q)	120	Nanshan Group(Yulong)	300	BASF Zhanjiang	100	Sinopec maoming	100	CNOOC/Shell 3	160				
				Petrochina Jilin(2Q)	120			Tangshan Xuyang	150	SABIC/Gulei Petchem	150				
						Petrochina Lanzhou	- 24			Sinopec(Yueyang)	100				
				Sinopec Yanshan	- 80	Petrochna Dushanzi	- 22	중국 추가 폐쇄 (40년 노후 잔여)	- 68						
						Sinopec Maoming	- 36	중국 폐쇄 (30년 노후 설비)	- 220						
	중국 소계		**240**		**500**		**138**		**112**		**560**		-		-
	한국	GS칼텍스(Debotte, 4Q)	15					S-Oil(2027년 초)	180						
								정부 주도 설비폐쇄 계획 (업체 미정)	- 370						
	일본					Eneos(가와사키 1곳 폐쇄)	- 45	Idemitsu kosan(폐쇄)	- 37						
								Maruzen(폐쇄)	- 53						
								Mitsubishi or Asahikasei	- 50						
	인도	HPCL(Pachpadra, 1Q)	90							Haldia Petrochemical	160	BPCL	120		
	베트남	Nghison Petrochem(3q)	135												
	인도네시아					Lotte Titan(연초)	100	Pertamina/CPC	100						
											-		-		-
	브루나이									Brunei Hengyi Industires	165				
	아시아 소계		**480**		**500**		**193**		**- 118**		**885**		**120**		-
중동	이란	Sepehr Makran Chabahar	140			Ganaveh-Dashtestan PC	50								
		Dehloran Sepehr PC	50												
	사우디아라비아							Aramco/Totla/JXTG(Amiral)	165					Tasnee National Industializat	330
														Sahara International Petchen	150
	UAE					Borouge 4(중반)	150								
	카타르									Ras Laffan Petchem(Chevron	210				
	중동 소 계		**190**		**-**		**200**		**165**		**210**		-		**480**
아프리카										Tahrir Petchem(이집트)	150				
	아프리카 소계										**150**		-		-
글로벌 신규증설 합계			**628**		**464**		**350**		**301**		**1,485**		**425**		**520**
[글로벌 수급]															
글로벌 에틸렌 capa			23,264		23,728		24,078		24,379		25,864		26,289		26,809
	Capa 증감		628		464		350		301		1,485		425		520
글로벌 에틸렌수요			18,187		18,418		19,024		19,589		20,177		20,782		21,406
	수요 증감		230		231		606		565		588		605		623
글로벌 설비 가동률			**78.2%**		**77.6%**		**79.0%**		**80.4%**		**78.0%**		**79.1%**		**79.8%**

[에틸렌 업황] 에틸렌 스프레드 200$ → 250$/톤 (BEP로 회복)

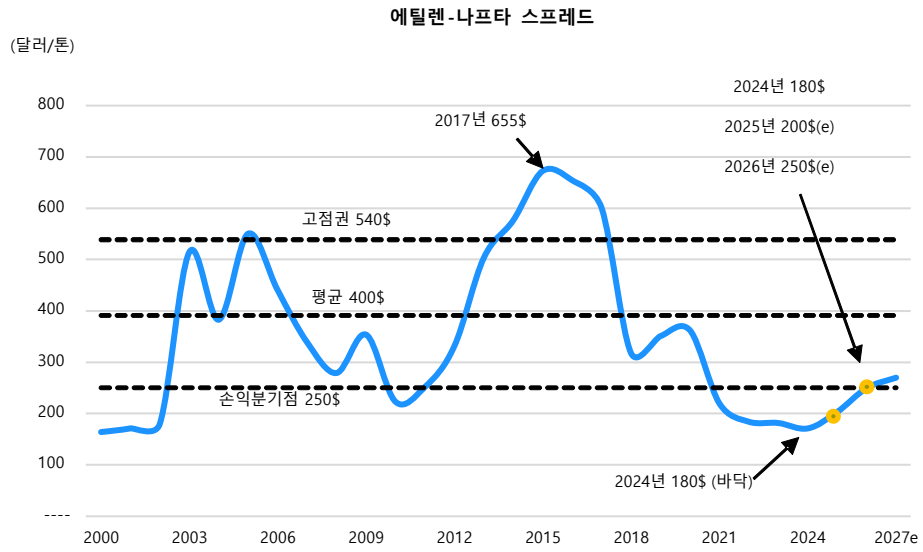
※ 에틸렌 제품 수요와 증설 밸런스를 종합하면, 2026년 업황은 2024년을 바닥으로 펀더멘탈과 스프레드가 회복 국면이 이어질 것으로 전망함. 참고로, 에틸렌 업황은 수급율로 판단함
※ 2026년 글로벌 수급율 전망(=수요량/생산캐파) : 79%로 바닥권에서 탈출이 가능해 보임. (판단 기준 : 불황권 80%, 평균업황 84%, 고점권 88%)
연간 수급율 추이 : 2022년 78%(우크라이나 전쟁), 2023년 79.3%, 2024년 78.2%, 2025년 77.6%(e), 2026년 79.0%(e), 2027년 80.4%(e)
※ 2026년 에틸렌 스프레드 전망(=에틸렌 – 나프타, 1톤당) : 250$로, 아시아 평균 설비 손익분기점을 회복할 전망 (판단 기준 : 손익분기점 250$, 평균 400$, 고점 540$)
연평균 흐름(평균치 400$/톤) : 2022년 184$(Covid 특수 소멸), 2023년 182$, 2024년 180$, 2025년 200$(e), 2026년 250$(e)
※ 에틸렌 스프레드 추가 변수 : 우크라이나 전쟁이 종료되어 러시아산 저가 나프타 수입이 허용되면, 에틸렌 스프레드 20 ~ 30$ 추가 개선

글로벌 에틸렌 업황 전망(수급률) : 2026년 79%로 개선(2025년 77.6%)



자료: 유안타증권 리서치센터

에틸렌 스프레드 전망(1톤당) : 2025년 250$로, 손익분기점으로 회복 전망(2025년 200$)



자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 한국 석화 이슈

1. 울산/여수/대산 NCC 구조조정 수혜는?
2. 한국 업체별 증설에서 주목할 기업은?
3. 주요 업체 합산 실적은 얼마나 개선되나?

황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

[국내 이슈 1-1. 석화 구조조정] 한국 석화 Box-Up은 누구에게 기회인가?

※ 2026년 가장 큰 국내 변수는 '한국 석화산업 구조조정'임. 여수/대산/울산 단지별로 NCC설비 Box-up(현재 박스로 설비를 봉쇄한후, 시황개선시 재가동)으로, 적자위기 탈출을 계획하고 있음

※ 한국 석화 구조조정 목표 : 2025년 연말까지 자율 계획과 더불어 2026년부터 구조조정특별법(생산비지원, 세금지원, 금융지원 등) 마련을 통해, 정부 및 민간 공동 주도로 진행될 것

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

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

※ 구조조정 예상 일정 및 가능한 형태 : 2025년 말까지 자율 폐쇄 계획 마련 → 구조조정특별법 제정(국회 기재위 소관) → 2026년 하반기 부터 단지별 통합 추진 사례가 나오기 시작할 것

Box-up 예상) 여수단지 : 여천NCC △90만톤(1호기) + LG화학 △110만톤(가변적?), 울산단지 : SK지오센트릭 △66만톤, 대산단지 : 롯데케미칼 △110만톤

한국 NCC 설비 현황 및 구조조정 방향 -> 여신 통제 등 강제적인 구조조정 압박에도 견딜 수 있는 회사가 유리 -> 대한유화, LG 화학(?)

(단위 : 만톤/년)

지 역	업 체	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	설비 확장 내역	1호기 가동시기	2026년 국내 구조조정 가능성 점검
울산/온산	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	66		1972년	※ 울산지역 다운사이징 대상(예상)
	대한유화	80	80	80	80	80	90	90	90	90	90	2023년 10만톤 증설	1992년	→ 규모가 가장 작은 SK지오센트릭㈜ 66만톤
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	200	2027년 S-Oil 180만톤 신규설비 가동	2017년	※ 대한유화/S-Oil은 SK의 다운스트림 설비 인수
여수	LG화학	115	115	115	200	200	200	200	200	200	200	2021년 중반 80만톤 확장	1991년	※ 여수지역 다운사이징 대상(예상)
	롯데케미칼	100	123	123	123	123	123	123	123	123	123	2018년 말 롯데케미칼 20만톤 확장	1991년	→ 가장 노후화된 여천NCC(주) 90만톤
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	229	2021년 여천NCC 34만톤 확장	1979년	※ LG화학 1호기(PVC/SAP), 2호기(ABS) 등과 연결됨
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75	2022년 GS칼텍스 80만톤 신규설비	2021년	NCC설비 폐쇄가 비효율적임
대산	LG화학	104	130	130	130	130	130	130	130	130	130	2019년 LG화학 23만톤 확장	1991년	※ 대산지역 다운사이징 대상(예상)
	롯데케미칼	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110		1998년	→ 가장 범용제품 위주인 롯데케미칼(주) 110만톤
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153	2019년 한화토탈 30만톤 확장	1991년	※ LG화학 대산 NCC 공장은 합성고무와 연결되어 있음
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85	2022년 현대케미칼 85만톤 신규 설비	2022년	NCC설비 폐쇄가 비효율적임
한국 에틸렌 생산능력 합산		912	991	965	1,185	1,270	1,280	1,280	1,280	1,280	1,460			
	증설규모		79	- 26	220	85	10	-	-	-	180	2021~2026년 동안 454만톤 증설		
[주요 업체별 한국내 합산 에틸렌 캐파]														[각사별 구조재편 방향]
NCC업체	LG화학	219	245	245	330	330	330	330	330	330	330			ABS/SAP/고무 등 스페셜티 중심으로 다운사이징
	롯데케미칼	210	233	233	233	233	233	233	233	233	233			첨단소재/정밀화학 중심으로 재편
	여천NCC	191	191	191	229	229	229	229	229	229	229			
	한화토탈	100	130	130	153	153	153	153	153	153	153			정유설비를 기반으로, 석화 등 수직계열화 확보
	대한유화	80	80	80	80	80	90	90	90	90	90			Scale-up으로, 규모의 경제 확보
정유업체	SK지오센트릭	92	92	66	66	66	66	66	66	66	66			NCC매각, BTX 중심으로 운영
	GS칼텍스				75	75	75	75	75	75	75			
	S-Oil	20	20	20	20	20	20	20	20	20	180			Oil to Chemical 설비 확장
	현대케미칼					85	85	85	85	85	85			

자료: 유안타증권 리서치센터

[석화 구조조정 1-2. 울산 공단] 설비가 늘어나는 기업 발생 할 수도…

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

※ 에틸렌 캐파 구성(356만톤/년) 및 특징 : 1) SK지오센트릭 66만톤, 가장 오래됐으며, 범용위주 제품 생산
2) 대한유화 90만톤, 국내 유일의 Slurry 공법 장점을 살려 2차 전지 분리막용 초고밀도 PE/PP 등을 생산
3) S-Oil 200만톤, 2026년 중반 180만톤 완공 예정인 최신설비. 제품은 범용제품 위주로 구성되어 있음

※ 구조조정 방향 : SK지오센트릭㈜과 대한유화㈜ 합작 검토 중(SK지오센트릭㈜ 설비는 Box-up 포함). S-Oil㈜은 설비투자 완료 이후 스페셜티로 확장

※ 구조조정 수혜 : 대한유화㈜는 기존 설비에서 추가로 확장 가능. S-Oil㈜은 단지내 경쟁업체 에틸렌 생산이 줄어들게 되면, 신규증설 물량에 대한 판매 부담이 줄어들게 됨

울산지역 NCC 설비 현황 및 구조조정 수혜 : NCC 캐파 확장이 가능한 대한유화㈜, S-Oil㈜ 수혜

대한유화㈜ NCC	[Down Stream]		
에틸렌 90만톤	HDPE 65만톤	2차전지 분리막용 초고밀도PE 포함	
프로필렌 56만톤	EG 20만톤	범용 폴리에스터 원료	
부타디엔 15만톤	PP 55만톤	2차전지 분리막용 초고밀도PPP 포함	

S-Oil㈜ NCC	[Down Stream]		
에틸렌 200만톤 (샤힌 180만톤 포함)	HD/LDPE 132만톤	범용 포장재	
프로필렌 163만톤	PP 41만톤	범용 플라스틱	
부타디엔 20만톤	PO 30만톤	화장품 보습재 PG 원료	

SK지오센트릭㈜ NCC	[Down Stream]		
에틸렌 66만톤	HD/LDPE 41만톤	범용 포장재	
프로필렌 38만톤	PP 43만톤	범용 플라스틱	
부타디엔 13만톤			

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

자료: 한국석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

[석화 구조조정 1-3. 여수 공단] 설비 유지 속에 스페셜티 기업이 유리

※ 여수 석유화학 공단의 에틸렌 캐파는 627만톤으로, 국내 총캐파 1,420만톤에서 44%를 차지. 구조조정 진행 시, LG화학㈜이 상대적인 수혜

※ 에틸렌 캐파 구성(627만톤/년) 및 특징 : 1) 여천NCC 229만톤, 1호기 완공시기가 1979년으로 가장 오래됨. 한화솔루션㈜과 DL케미칼㈜에 원료를 공급 중임
2) LG화학 200만톤, PVC, ABS, SAP(고흡수성 수지) 등 가장 고부가가치로 재편되어 있음
3) 롯데케미칼 123만톤, EG, PE/범용제품 위주로 구성. 롯데 그룹 차원에서 범용 설비를 줄이고 스페셜티를 확장하려는 계획을 가지고 있음
4) GS칼텍스 85만톤, 2021년에 완공된 정유-석화 수직 계열화 설비로, 다운스트림이 규모가 작아서 밸런스가 맞지 않음

※ 구조조정 방향 : 여천NCC㈜와 롯데케미칼㈜ 합작(여천NCC㈜ 1호기 Box-up 포함). LG화학㈜과 GS칼텍스㈜ 합작이 이뤄지면, 정유-석화 수직계열화 효과 가능

※ 구조조정 수혜 : LG화학㈜은 스페셜티 중심으로 수익 개선 효과 뚜렷할 전망

여수지역 NCC 설비 현황 및 구조조정 수혜 : NCC 캐파는 줄어들지 않지만, 스페셜티로 유리한 LG화학㈜ 수혜

YNCC㈜ NCC
에틸렌 229만톤
프로필렌 129만톤
부타디엔 38만톤

[한화솔루션]
- LD/LLDPE 88만톤 — 태양광패널 접착제 EVA 포함
- PVC 48만톤 — 건축자재

[DL케미칼]
- LD/LLDPE 69만톤 — 탄성을 지니는 POE 포함
- PP 73만톤 — 파이프 등급
- 폴리부텐 22만톤 — 윤활유 첨가제

LG화학㈜ NCC
에틸렌 200만톤
프로필렌 126만톤
부타디엔 30만톤

[Down Stream]
- LD/HDPE 122만톤 — 탄성을 지니는 POE 포함
- PVC 64만톤 — 건축자재
- 아크릴산 65만톤 — 기저귀 등 흡수성을 높이는 소재
- NB-라텍스 20만톤 — 고무장갑용
- ABS 98만톤 — IT용 외장재

롯데케미칼㈜ NCC
에틸렌 123만톤
프로필렌 64만톤
부타디엔 16만톤

[Down Stream]
- HDPE 63만톤 — 범용 포장재
- EG 40만톤 — 폴리에스터 원료
- PP 60만톤 — 범용 플라스틱
- SBR 10만톤 — 타이어고무

GS칼텍스㈜ NCC
에틸렌 75만톤
프로필렌 91만톤
부타디엔 13만톤

[Down Stream]
- HDPE 50만톤 — 범용 포장재
- PP 18만톤 — 범용 플라스틱

[특징]
1. NCC 규모 : 627만톤으로, 국내 단지 가운데 가장 큼(=여천NCC 229만톤, LG화학 200만톤, 롯데케미칼 123만톤, GS칼텍스 75만톤)
2. 설비 노후화 정도 : 여천NCC 1호기는 1979년 완공으로 가장 오래됨
LG화학㈜, 롯데케미칼㈜ 설비는 1991년 완공
GS칼텍스㈜ 설비는 2021년에 완공
3. 다운스트림 특징 : LG화학㈜은 PVC, ABS, 합성고무 등으로 다양한 제품 생산
여천NCC㈜는 한화솔루션㈜ PVC과 DL케미칼㈜ 폴리부텐 등 스페셜티 생산
롯데케미칼㈜과 GS칼텍스㈜는 주로 범용 그레이드 생산
4. NCC 구조조정 방향 : 여천NCC㈜ 노후설비 폐쇄와 롯데케미칼 합작 가능성 제기
LG화학㈜과 GS칼텍스㈜ 합작 가능성
5. 수혜기업 : 다운스트림 중심으로 설비 변동이 크게 없는 LG화학

자료: 한국석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

[석화 구조조정 1-4. 대산 공단] 스페셜티 과제가 남아…

※ 대산 석유화학 공단의 에틸렌 캐파는 478만톤으로, 국내 총캐파 1,420만톤에서 34%를 차지. 구조조정은 정유-석화 수직 계열로 진행될 전망
※ 에틸렌 캐파 구성(478만톤/년) 및 특징 : 1) 한화토탈에너지 153만톤, 초경질원유 정제설비와 수직 계열로 연결되어 있지만, 범용위주 제품 생산
2) LG화학 130만톤, PVC와 합성고무 등 특화제품으로 연결되어 있음
3) 롯데케미칼 110만톤, PE/PP/EG 등 범용제품 위주로, 롯데 그룹차원에서 범용설비 축소를 진행하고 있음
4) HD현대케미칼, 현대오일뱅크에 수직계열화된 최신 설비이지만, 범용제품으로 연결되어 있음
※ 구조조정 방향 : 롯데케미칼㈜과 HD현대케미칼㈜ 합작 검토(롯데케미칼㈜ 설비는 Box-up 포함). 한화토탈에너지㈜와 LG화학㈜ 합작으로, 정유-석화 수직 계열화를 만들 수 있음
※ 구조조정 이후 과제 : 국내 3개 단지 가운데 스페셜티 비중이 가장 낮다는 점을 감안하면, 정유-석화 수직 계열화 이후 스페셜티 투자가 필요함

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

한화토탈에너지㈜ NCC	[Down Stream]		
에틸렌 153만톤 프로필렌 106만톤 부타디엔 15만톤	LD/HDPE 104만톤	범용 포장재	
	EG 22만톤	폴리에스터 원료	
	PP 112만톤	범용 플라스틱	

LG화학㈜ NCC	[Down Stream]	
에틸렌 130만톤 프로필렌 68만톤 부타디엔 24만톤	LD/LLDPE 82만톤	범용 포장재
	EG 18만톤	폴리에스터 원료
	PVC 24만톤	건축자재
	PP 38만톤	범용 플라스틱
	BR 22만톤	타이어고무

롯데케미칼㈜ NCC	[Down Stream]	
에틸렌 110만톤 프로필렌 55만톤 부타디엔 19만톤	LD/LLDPE 42만톤	범용 포장재
	EG 73만톤	PET병 원료
	PP 50만톤	범용 플라스틱

HD현대케미칼㈜ NCC	[Down Stream]	
에틸렌 85만톤 프로필렌 45만톤 부타디엔 16만톤	LD/HDPE 85만톤	범용 포장재
	PP 50만톤	범용 플라스틱

[특징]
1. NCC 규모 : 478만톤으로, 국내 단지 가운데 2위에 해당 (=한화토탈에너지 153만톤, LG화학 130만톤, 롯데케미칼 110만톤, HD현대케미칼 85만톤)
2. 설비 노후화 정도 : 한화토탈에너지㈜, 구 현대석유화학(현, LG화학㈜ + 롯데케미칼)은 1991년 완공
HD현대케미칼 설비는 2022년 완공
3. 다운스트림 특징 : 롯데케미칼㈜, 한화토탈㈜, HD현대케미칼㈜은 주로 범용제품을 생산
LG화학㈜은 합성고무에 연결되어 있음
4. NCC 구조조정 방향 : 롯데케미칼과 HD현대케미칼 합작 가능성(설비 축소 병행)
LG화학㈜과 한화토탈에너지㈜ 합작 가능성
5. 구조조정 이후 변수 : 국내 3개 석화단지 가운데 스페셜티 비중이 가장 낮음

자료: 한국석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

[국내 이슈 2. 기업별 증설 계획] S-Oil 샤힌 프로젝트 주목

※ 4년간 이어진 석화 산업 부진으로, 2026년 국내 기업의 신규 설비 확장 규모는 크지 않음. 그런데, 시황과 반대로 역발상 투자를 진행한 S-Oil(주) 샤힌 프로젝트 성과에 주목해야 함

※ 2026년 기업별 증설 : 1분기) 롯데케미칼 인도네시아 에틸렌 100만톤, 태광산업 아라미드 3,500톤, 애경케미칼 TPC 1.5만톤, 한화솔루션 미국 태양전지 잉곳/웨이퍼/셀 3.3GW
2분기) SK온 미국 배터리 35GW(현대차와 합작)
3분기) S-Oil 에틸렌 180만톤(총 투자비 10조원)
4분기) LG화학 양극재 미국 1만톤, 롯데케미칼 ABS/PC 컴파운딩 50만톤, SK온 미국 배터리 45GW(포드와 합작), SKC 동박 설비 이전(한국 → 우즈벡)

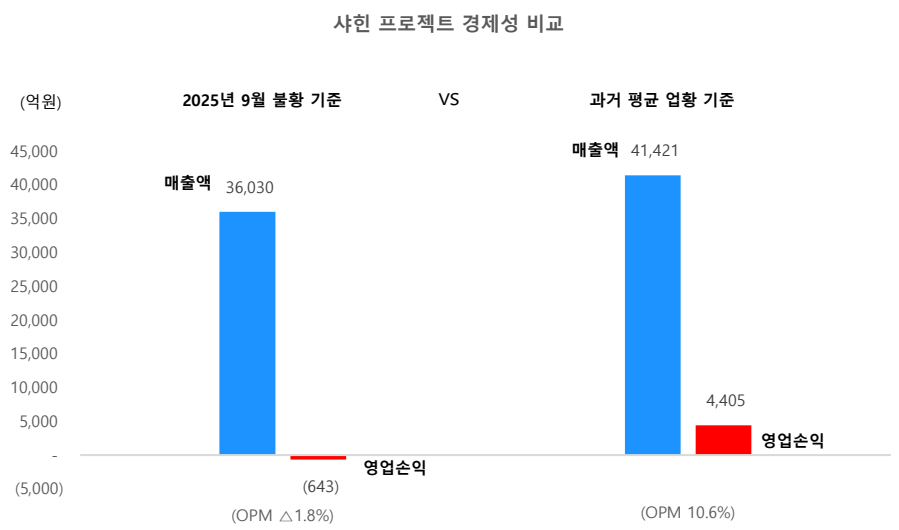
※ 2026년 주목할 설비 확장 : S-Oil(주)의 샤힌 프로젝트. 원유/나프타로 에틸렌 180만톤을 생산하는 초대형 설비로, 10조원이 투자됨. 2025년 중반 완성 전후로 주가 재평가 진행

2026년 한국 업체별 설비 확장 계획 : 2026년 중반, S-Oil 샤힌프로젝트 주목(10조원 투자)

분기	2026년 업체별 증설 계획				
	기업	생산설비	(용도)	용량	특 징
1분기	태광산업	파라 아라미드	방탄복 등	3,500톤/년	2025년 4분기 완공 후 양산 시작
	롯데케미칼	NCC(에틸렌 등)	범용석화제품	100만톤/년 (에틸렌 기준)	인도네시아 설비로, 2025년 6월 완공후 양산 시작
	애경케미칼	TPC	아라미드	1.5만톤/년	해외에서 수입하던 원료를 국산으로 대체할 계획
	한화솔루션	잉곳/웨이퍼/셀	태양광모듈	각 3.3GW/년	미국, 태양전지 소재 설비 양산 시작
2분기	SK온	배터리	전기차	35GW/년	미국, 현대차JV 배터리 상반기 양산 시작
3분기	S-Oil	Oil to Chemical	범용석화제품	180만톤/년 (에틸렌 기준)	2026년 6월 완공 후, 2027년 초 양산 개시
4분기	LG화학	양극재	배터리 소재	1만톤/년	미국 테네시 프로젝트 6만톤 가운데 첫번째 완공
	롯데케미칼	ABS/PC 컴파운딩	IT외장재	50만톤/년	여수 설비 일부를 율촌지역으로 이전하면서 확장
	SK온	배터리	전기차용	45GW/년	미국, 포드와의 합작사로, 가동 시기 조정
	SKC	동박	배터리	5.7만톤 (국내 정읍설비)	한국 정읍공장 동박 설비를 우즈벡으로 순차 이전

자료: 각사 IR 리포터, 유안타증권 리서치센터

S-Oil㈜ 샤힌 프로젝트 경제성 분석 : 2026년 중반 완공 → 2027년 양산 개시



자료: 유안타증권 리서치센터

[국내 이슈 3-1. 주요업체 실적] 영업이익 전년비 3조원 증가 예상

※ 유가하락, 정제마진 정체, 석화마진 개선을 기반으로 추정한, 2026년 주요 8개 업체 합산이익은 최근 2개년 바닥에서 벗어날 것으로 전망됨. 특히, 석화업체 실적 개선이 정유보다 클 것

주요업체 구성 : SK이노베이션/S-Oil, LG화학/롯데케미칼/한화솔루션/금호석유/코오롱인더/대한유화

핵심 가정 : 두바이유가 55$로 하락(2025년 68$/배럴), 정제마진 4.5$로 정체(2025년 4.5$/배럴), 에틸렌 스프레드 250$로 개선(2025년 200$/톤)

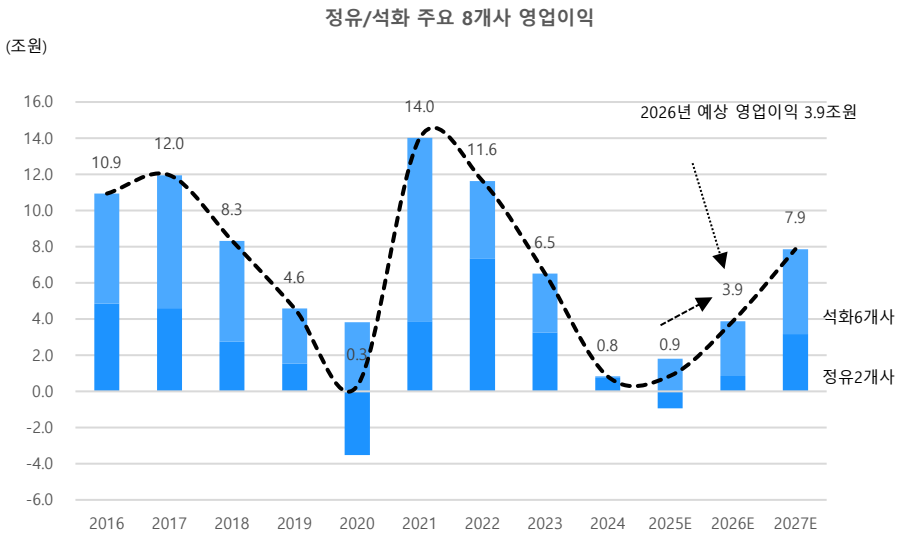
※ 합산 영업이익 전망 : 2021년 14.0조원(covid 특수), 2022년 11.6조원, 2023년 6.5조원, 2024년 0.8조원, 2025년 0.9조원(e), 2026년 3.9조원(e), 2027년 7.9조원(e)

① 정유업체 2개사 합산 : 2024년 0.7조원, 2025년 △0.9조원(바닥), 2026년 0.9조원(흑자전환)

② 석화업체 6개사 합산 : 2024년 0.1조원, 2025년 1.8조원(소폭 회복), 2026년 3.0조원(+67%yoy)

※ 주가 밸류에이션(PBR) 측면에서도 바닥권 탈출 기대해 볼 만함. 2025년 말 기준, PBR은 0.6배 수준으로, 바닥 0.4배에서 회복 시작. 과거 평균 1.3배 대비 △56% 낮은 상황

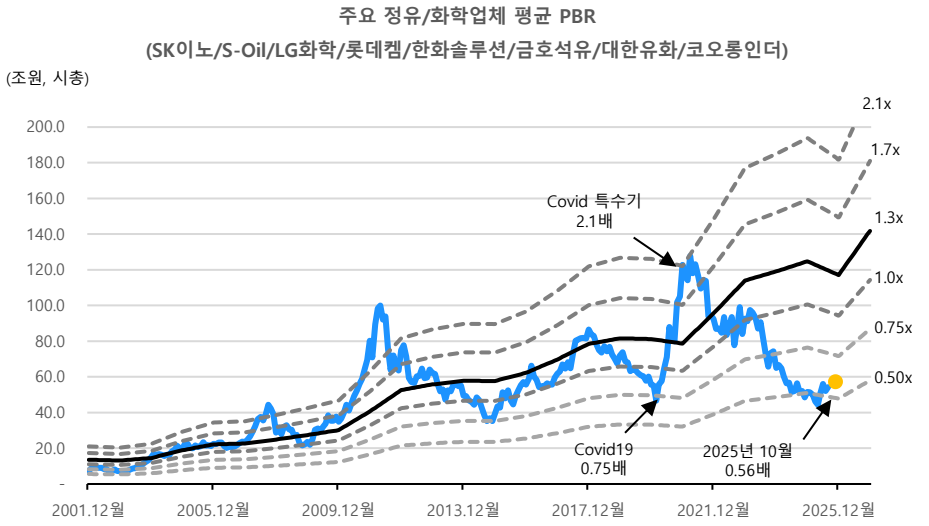
주요 8개 업체 합산 영업이익 전망 : 2026년 3.9조원으로 바닥 탈출 예상 (전년 0.9조원)



주 : 주요 8개사는 SK이노베이션, S-Oil, LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션, 금호석유, 한화솔루션, 코오롱인더, 대한유화 등

자료: 각사 IR 리포트, 유안타증권 리서치센터

주요 8개 업체 합산 기준 PBR(주가/순자산) : 2024년 0.4배, 2025년 말 0.56배로 바닥 탈출 중



자료: 유안타증권 리서치센터

[한국 이슈 3] 주요업체 실적 전망 table

구	분	분기실적(억원)									연간실적 (억원)			
		'24. 1분기	'24. 2분기	'24. 3분기	'24. 4분기	'25. 1분기	'25. 2분기	'25. 3분기(E)	컨센서스	'25. 4분기(E)	2024	2025(E)	2026(E)	25년 컨센서스
[에너지 및 석유정제 업체]														
SK 이노베이션	매출액	188,551	187,991	176,570	194,057	211,466	193,066	194,159	194,173	182,616	747,170	781,307	648,807	793,244
Buy	영업이익	6,247	-458	-4,233	1,599	-446	-4,176	1,644	2,019	-2,550	3,155	-5,528	6,166	-145
	세전이익	182	-5,276	-7,296	-11,408	-3,324	-12,608	-2,044	-1,591	-5,212	-23,798	-23,188	-1,702	-20,942
	지배순이익	-726	-5,729	-6,165	-9,979	-2,290	-7,722	-1,430	-648	-3,563	-22,600	-15,004	-1,367	-15,520
		▶ 2025년 예상 영업손실 △5,528억원, 적전(전년 3,155억원). [정유 △5,000억원, 배터리 △9,000억원, E&S 6,000 억원, 석화/윤활유/자원개발 3,000 억원, Capex 6.5조원]												
TP 150,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 6,166억원 흑자전환. [정유 BEP, 배터리 △5,000억원, E&S 5000억원, 석화/윤활유/자원개발 7,000억원]												
		주목할 점) Capex 3조원으로 축소(2025년 6.5조원)												
S-Oil	매출액	93,085	95,708	88,406	89,171	89,905	80,485	81,745	81,790	76,909	366,370	329,044	269,934	334,446
Buy	영업이익	4,541	1,606	-4,149	2,224	-215	-3,440	1,660	2,664	-1,856	4,222	-3,851	2,400	2,062
	세전이익	2,272	-409	-2,725	-2,464	-674	-1,063	107	1,396	-2,107	-3,325	-3,736	789	389
	지배순이익	1,662	-213	-2,062	-1,317	-446	-668	81	1,272	-1,595	-1,930	-2,627	599	386
		▶ 2025년 예상 영업손실 △3,851억원, 적전(전년 4,222억원). [2025년 이슈: Capex 4.3조원(사힌 3.4조원) 현금흐름 확보]												
TP 96,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 2,400억원, 흑자전환 [정유 △4,000억원, 석화 1,700억원, 윤활유 4,800억원]												
		주목할 점) Capex 2조원으로 축소(사힌프로젝트 1.5조원). 2026년 6월 사힌프로젝트 완공(2027년 초 양산)												
[NCC 보유 석화 업체]														
LG 화학	매출액	116,094	122,997	126,704	123,366	121,710	113,678	103,842	107,803	100,287	489,161	439,518	462,869	455,018
Buy	영업이익	2,646	4,059	4,984	-2,520	4,470	4,675	6,300	5,216	2,825	9,168	18,269	18,738	18,200
	세전이익	3,233	1,873	3,783	-11,569	4,439	-1,920	3,574	3,530	1,085	-2,681	7,179	17,579	6,829
	지배순이익	1,367	-3,169	5,447	-10,554	-1,076	-4,343	1,534	1,446	470	-6,909	-3,415	9,344	-1,547
		▶ 2025년 예상 영업이익 1.8조원, 증익(전년 0.9조원). [기초소재 △1,600억원, 배터리 1.7조원 첨단소재 2,000억원. Capex 13조원(본사 3조원+엔솔 10조원)]												
TP 500,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 1.9조원, 소폭 증익 [석화 4,900억원, 첨단소재 1,000억원, 배터리 1.2조원]												
		주목할 점) Capex 12조원으로 축소(배터리 9~10조원, 화학 2조원 초반). 2026년 3분기 부터 미국 배터리 판매량 증가												
롯데케미칼	매출액	50,861	52,480	52,002	48,961	49,018	40,852	44,370	45,914	46,888	204,304	181,128	180,900	184,470
Buy	영업이익	-1,353	-1,112	-4,136	-2,341	-1,266	-2,505	-1,518	-1,321	-993	-8,941	-6,281	2,705	-5,973
	세전이익	-876	-1,226	-7,146	-13,333	-2,411	-5,074	-2,268	-2,183	-1,634	-22,581	-11,386	-421	-11,765
	지배순이익	-855	-1,094	-4,473	-10,683	-1,908	-4,045	-1,333	-1,524	-944	-17,105	-8,231	-308	-8,845
		▶ 2025년 예상 영업손실 △6,281억원 적자축소(전년 △8,941억원). [기초소재 △4,900억원, 첨단소재 2,000억원, 정밀/동박 △600억원, PPA 상각 △2,500억원, Capex 1.4조원]												
TP 165,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 2,705억원, 소폭 흑전 [기초소재 3,000억원, 첨단소재 2,200억원, 정밀/동박 △200억원, PPA 상각 △2,300억원]												
		주목할 점) Capex 1조원 이하로 축소. 사업구조조정 진행(여수/대산 NCC 설비 축소 & 첨단소재/정밀화학/배터리소재 확대)												
한화솔루션	매출액	23,929	26,650	27,732	45,629	30,945	31,173	35,135	33,855	48,095	123,940	145,348	139,453	144,864
Hold	영업이익	-2,166	-1,055	-810	1,029	303	1,021	-1,428	-1,403	691	-3,002	587	1,441	1,589
	세전이익	-5,175	-1,729	-3,704	-3,630	-681	-1,484	-1,944	-3,005	-493	-14,237	-4,602	-2,481	-4,969
	지배순이익	-4,591	-3,667	-4,005	-1,781	-445	-2,016	-998	-2,770	-340	-14,044	-3,798	-2,043	-4,823
		▶ 2025년 예상 영업이익 587억원, 흑전 (전년 △3,002 억원). [신재생에너지 3,200억원, 케미칼 △2,000억원. Capex 2조원(미국 잉곳/웨이퍼 3.3GW 1.6조원 + 케미칼 0.4조원)]												
TP 26,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 1,441억원, 흑자 전환 [신재생에너지 △500억원, 케미칼 2,000억원]												
		주목할 점) 2026년 1분기 미국 태양전지 웨이퍼/잉곳 완공(각 3.3GW). 여천 NCC 구조조정 진행												
대한유화	매출액	6,636	7,416	6,828	7,121	7,416	8,468	9,502	9,068	8,688	28,001	34,074	31,286	33,132
Buy	영업이익	-157	-63	-286	-93	-99	-46	303	104	255	-599	413	1,881	140
	세전이익	-94	-32	-264	60	34	95	314	341	279	-330	722	1,969	474
	지배순이익	-66	-18	-203	201	30	14	138	95	123	-85	305	872	213
		▶ 2025년 예상 영업이익 414억원 전후, 흑전(전년 △599억원). 글로벌 석화업황 서서히 회복. 분리막 PE/PP 회복. Capex 500~600억원												
TP 220,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 1,881억원, 흑자 확대. [한주 발전소 1,000억원, 석유화학 800억원]												
		주목할 점) 연간 석화부문 감가상각비 650억원 절감. 울산지역 석화 구조조정으로 JV 투자 가능성												
[NCC 미보유 다운스트림 석화업체]														
금호석유	매출액	16,675	18,525	18,279	18,071	19,082	17,734	16,107	17,546	16,871	71,550	69,794	72,049	71,956
Buy	영업이익	786	1,191	651	100	1,206	652	798	854	546	2,728	3,202	3,480	3,576
	세전이익	1,203	1,558	616	699	1,573	675	1,093	1,162	823	4,076	4,164	4,631	4,874
	지배순이익	1,025	1,315	531	614	1,250	577	865	977	660	3,486	3,352	3,653	3,855
		▶ 2025년 예상 영업이익 3,202억원, 증익(전년 2,728억원). [합성고무 1,700억원, 페놀유도체 △170억원, 발전소/합성수지 1,400억원. Capex 3,000억원+M&A 2,000억원 계획]												
TP 180,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 3,480억원, 소폭 증익. [합성고무 1,700억원, 페놀유도체 200억원, 발전소/합성수지 1,500억원												
		주목할 점) 사업확장을 위한 M&A 가능성. 자금확보를 위해 자사주 9%를 활용할 수 있음												
코오롱인더	매출액	11,612	12,840	10,995	12,983	12,316	12,585	11,991	12,139	13,384	48,430	50,277	48,458	50,768
Buy	영업이익	306	594	329	358	269	453	266	230	491	1,587	1,479	1,982	1,454
	세전이익	309	514	162	230	253	287	167	215	475	1,214	1,182	1,783	1,250
	지배순이익	179	412	-94	488	163	253	120	110	343	986	879	1,338	840
		▶ 2025년 예상 영업이익 1,479억원, 소폭 감익(전년 1,587억원). [화학 1,000억원, 산업재 600억원, 패션 100억원. Capex 1,000억원]												
TP 70,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 1,982억원, 증익. [화학 900억원, 산업재 1,300억원, 패션 130억원]												
		주목할 점) 2026년 1분기 아라미드 사업 흑자전환 기대. 코오롱스포츠차이나(지분율 25%) 수익확대. 애플주향 폴더블폰용 CPI 판매 가능성												
SKC	매출액	4,152	4,727	4,623	3,714	4,385	4,673	4,900	5,228	4,514	17,216	18,472	20,252	19,969
Hold	영업이익	-762	-627	-620	-760	-745	-702	-532	-358	-503	-2,768	-2,482	-132	-1,954
	세전이익	-1,344	-1,501	-1,127	-2,648	-1,270	-1,736	-894	-	-939	-6,620	-4,840	-1,706	-
	지배순이익	-263	-1,163	-407	-2,601	-1,049	34	-314	-	-266	-4,435	-1,595	1,829	-
		▶ 2025년 예상 영업손실 △2,482억원, 적자 지속(전년 △2,768억원). [케미칼 △700억원, 동박 △1,300억원, 반도체소재 400억원. Capex 2,000억원]												
TP 110,000원		▶ 2026년 예상 영업손실 △132억원, 적자 축소 [케미칼 300억원, 동박 △500억원, 반도체소재 550억원]												
		주목할 점) 케미칼 및 동박 부문 매각 등 구조조정. 글라스기판 등 후공정 사업에 집중 투자												
TKG 휴켐스	매출액	3,008	2,807	2,948	3,119	2,693	2,902	3,210	3,212	3,080	11,882	11,885	12,191	11,942
Buy	영업이익	315	215	196	82	126	220	247	262	179	808	772	762	783
	세전이익	385	279	230	108	184	236	297	-	225	1,002	942	966	948
	지배순이익	304	214	180	79	144	184	228	230	174	777	730	733	724
		▶ 2025년 예상 영업이익 772억원, 감익(전년 808억원). 상반기 MNB 20만톤 증설 설비 풀가동. 하반기 DNT 가동율 100%로 회복. Capex 340억원												
TP 25,000원		▶ 2026년 예상 영업이익 762억원, 횡보. MNB 설비 가동 100% 달성. DNT는 다시 판매량 감소												
		주목할 점) 반도체 및 배터리소재 사업으로 확장 지속. 3D 프린트 소재 업체(일본 Yasojima Preed) 인수 여부												

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 석화 구조조정 수혜주

1. S-Oil, 샤힌프로젝트 완공 효과
2. 대한유화, 발전소와 석화 절묘한 조합 효과

황규원

화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

S-Oil (010950) : 샤힌 프로젝트에 거는 2가지 희망

화학/정유

황규원
02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	95,000원 (U)
현재주가 (10/15)	65,500원
상승여력	45%

시가총액	75,357억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	137억원
60일 평균 거래량	221,455주
52주 고	66,800원
52주 저	50,400원
외인지분율	75.62%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5 인 63.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.5	2.8	10.1
상대	2.9	(9.6)	(20.7)
절대(달러환산)	7.9	(0.1)	5.4

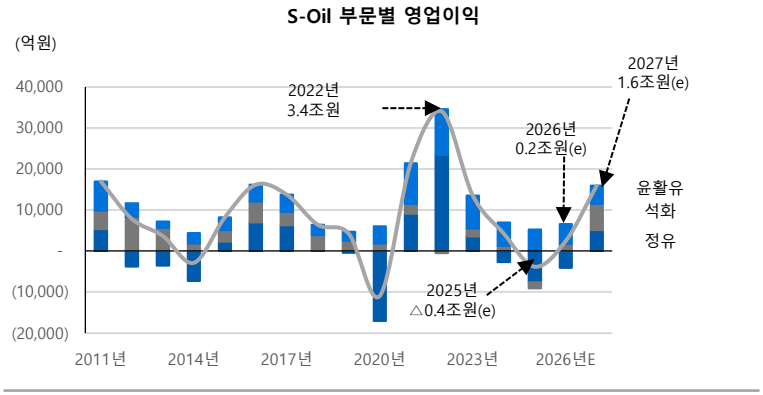
- **S-Oil㈜은 국내 4위 정유업체** : 원유 정제설비(Oil Refinery)는 원유를 원료로 가열/냉각 과정을 통해, 휘발유, 등경유, 나프타 등 석유제품을 생산하는 설비로, S-Oil㈜은 한국 온산에 일산 65만b/d의 정제 능력을 보유하고 있음. 과거 7년간 평균 매출액 24조원, 영업이익 1.2조(OPM 4.8%). 영업손익에서 차지하는 비중은 정유 33%, 석유화학 23%, 윤활유 45% 등. 2026년 상반기 대형 석화설비 프로젝트 완공을 앞두고 있음
- **2026년 기업가치 회복 스토리** : 1) 타이트한 정유업황 지속, 2) 샤힌 프로젝트 완공 효과, 3) 현금흐름 (+) 전환
- **글로벌 폐쇄로 정유업황 횡보 예상 :** 글로벌 정유설비 증감 규모는 2023년 164만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 △8만b/d(e)에서 2026년 125만b/d(e), 2027년 35만b/d(e) 등으로 등락이 예상됨. 특히, 2026년의 경우 신증설 172만b/d로 몰려 있지만, 미국/중국의 폐쇄 △47만b/d 인해, 순증설 규모는 125만b/d로 부담스럽지 않을 것으로 보임. 싱가폴 표준 정제마진은 4 ~ 5$ 수준에서 강보합 흐름을 이어갈 전망
- **샤힌 프로젝트 완공 기대감 고조 :** 2023년부터 9.5조원 정도 투자한 샤힌 프로젝트가 2026년 중반 완공을 앞두고 있음. Heavy oil, 나프타, LPG 등 다양한 원료로 부터 에틸렌 180만톤 생산설비를 갖추게 됨. ① 낮은 원료 투입가격, ② 자체 LNG발전소로 부터 전력비 절감, ③ 규모의 경제로 인거비 절감 등의 장점으로, 에틸렌-나프타 손익분기점이 200$ 이하로 아시아 경쟁업체 250$ 보다 유리함. 과거 평균 업황을 가정할 경우, 매출액 4.1조원, 영업이익 4,405억원 등이 예상됨. 기업가치 상승 규모는 2.1 ~ 5.3조원 수준임
- **2026년 중반 기업가치 재평가 국면** : 2026년 중반 샤힌 프로젝트 완공을 기점으로 기업가치 재평가가 진행될 것으로 예상됨. 샤힌 프로젝트 투자가 마무리되는 시점부터 영업활동 잉여현금 창출능력이 (+) 반전해, 2027년에 1.3조원에 이를 전망임. 샤힌 프로젝트 완공이후 실적 및 배당여력 회복을 미리 적용해, 2026년 적정주가를 9.5만원(기존 8.0만원)으로 상향 조정함 **(현재 주가 6.5만원, 상승여력 45%)**

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934
매출액증가율	-15.8	2.5	-10.2	-18.0
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400
영업이익률	3.8	1.2	-1.2	0.9
지배주주귀속순이익	9,488	-1,930	-2,627	599
지배주주 귀속 EPS	8,369	-1,720	-2,334	515
EPS 증가율	-54.8	-120.6	35.7	-122.1
PER	9.0	-38.6	-28.1	127.3
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.0	11.6	34.5	14.1
ROA	4.6	-0.8	-1.1	0.2
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7

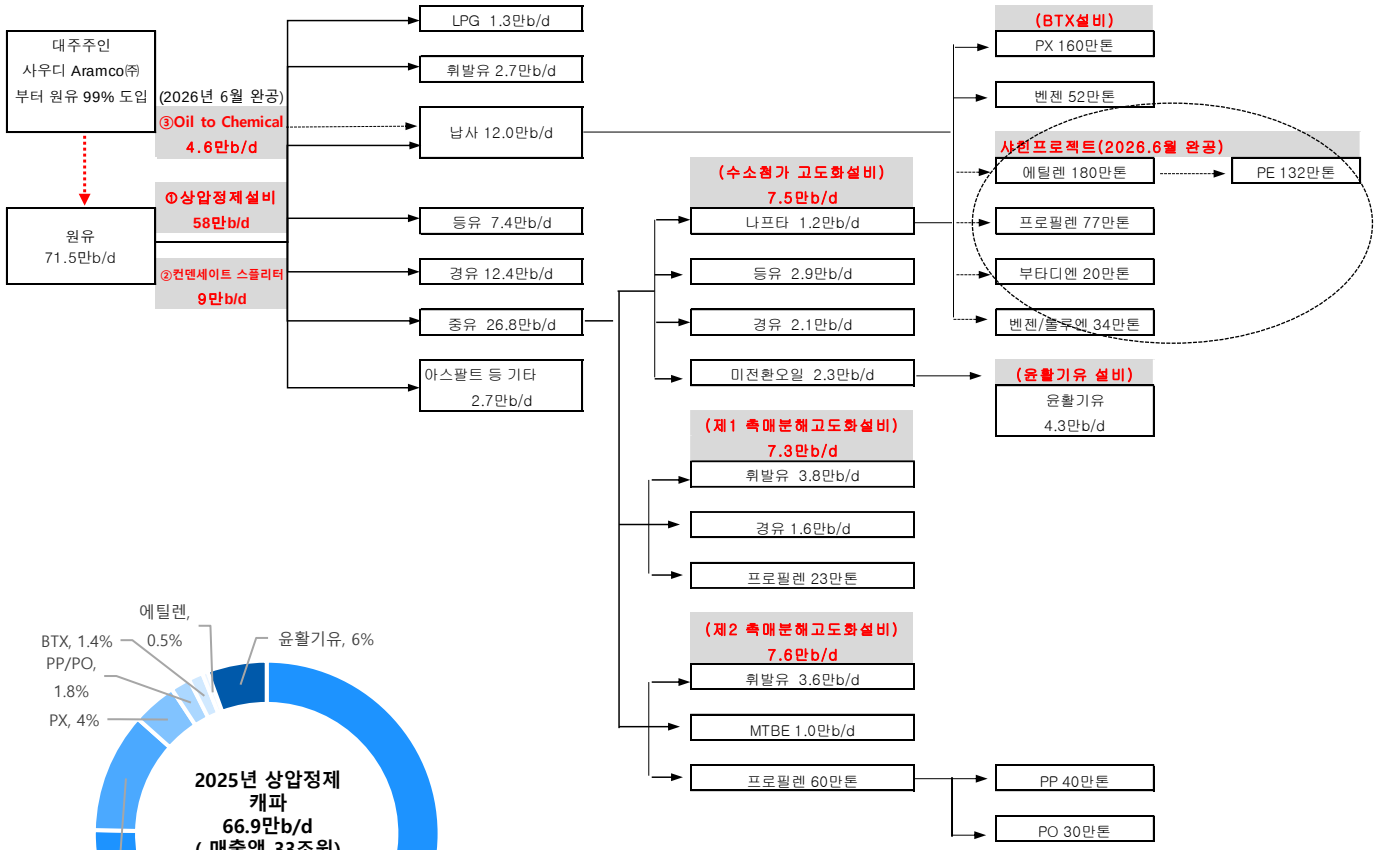
자료: 유안타증권 리서치센터

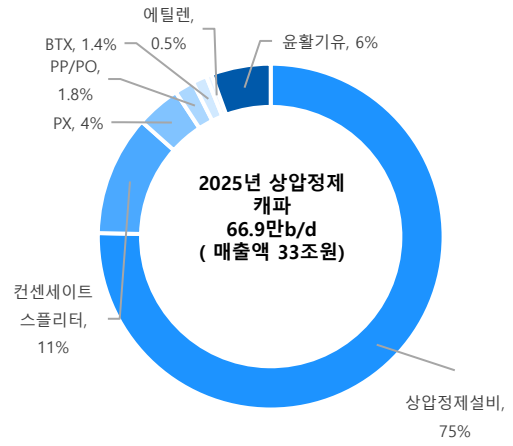
S-Oil 부문별 연간 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 생산 프로세스 : 순수 정유 + 석화 확장(샤힌 프로젝트)





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

PX : 폴리에스터 섬유의 핵심 원료임
벤젠 : 전기절연성을 가져서, 주로 IT, 자동차 소재 등에 사용됨
PP : 딱딱한 플라스틱으로, 장남감, 자동차 범퍼등에 사용
PO : 인조가죽, 보냉재 등 우레탄 핵심 원료로 사용
에틸렌 : PE 등의 원료가 되는 기초 화학 소재
PE : 포장재 등 범용 필름에 사용
부다디엔 : 합성고무 등의 원료로 사용

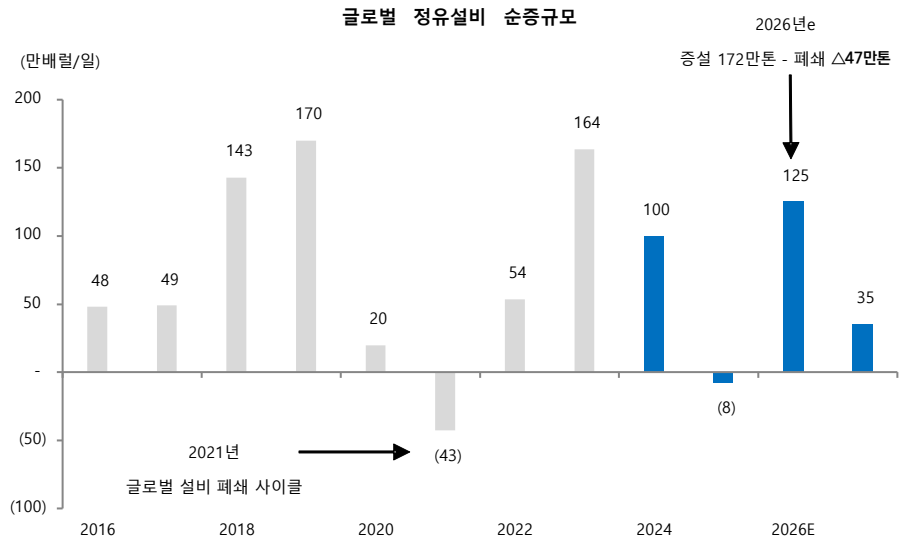
윤활기유 : 자동차 엔진오일 등에 사용되는 점성을 가진 기초 원료

자료: S-Oil, 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (1) : 글로벌 증설 조절로, 정제마진 견조한 흐름 지속

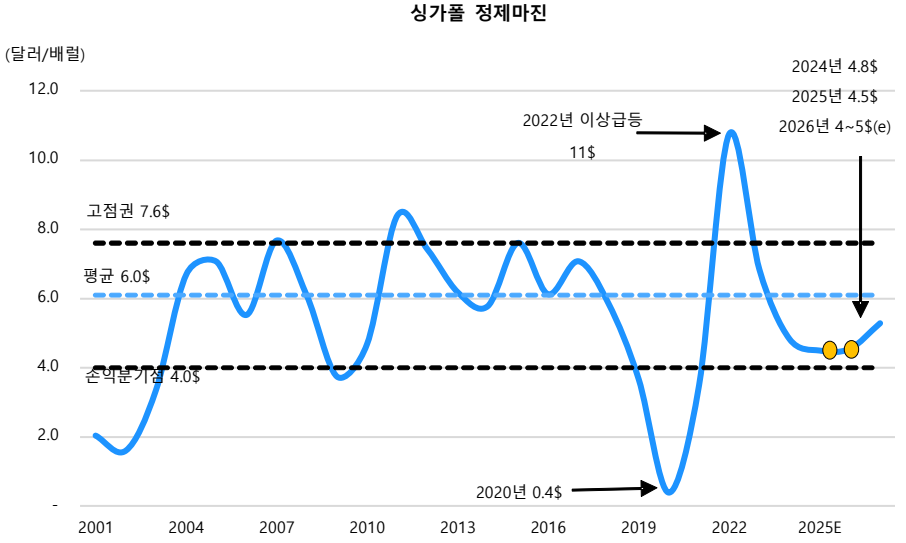
※ 2026 ~ 2027년 글로벌 정유설비 완공 규모가 등락을 보이겠지만, 전반적인 수급 상황은 타이트하게 이어질 전망. 정제마진도 4 ~ 6$ 수준에서 견조한 흐름이 예상됨
※ 글로벌 정유설비 일일 생산 캐파는 2026년 1억 571만배럴/일. 2026년 증설 설비가 늘어난 후, 2027년 다시 줄어들 것으로 예상됨. 중국/중동 등에서 증설 투자를 조절하고 있기 때문
연간 순증설 규모(적정수준 120만b/d) : 2023년 164만b/d, 2024년 100만b/d, 2025년 △8만b/d(e), 2026년 125만b/d(e), 2027년 35만b/d(e) 등
특히, 2026년 순증설 규모 125만b/d = 신규 확장 172만b/d – 폐쇄 47만b/d
※ 2026년 싱가폴 정제마진 전망(=싱가폴 표준 정유제품 평균가격 – 두바이, 1배럴당) : 4~5$로 전년에 이어 횡보할 전망 (판단 기준 : 손익분기점 4.0$, 평균 6.0$, 고점 8$)
연평균 흐름(평균치 6$/배럴) : 2022년 10.6$(우크라이나 전쟁), 2023년 5.8$, 2024년 4.8$, 2025년 4.5$(e), 2026년 4 ~ 5$(e) 강보합

글로벌 연간 신규 정유설비 증설 계획 : 2026년 125만b/d로 증가후, 2027년 다시 감소



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

싱가폴정제마진 : 2026년 4 ~ 5$ 횡보(2025년 4.5$)



자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 투자포인트 (2) : 샤힌 프로젝트 완공

※ 2026년 상반기, S-Oil㈜의 온산 지역에 9.5조원을 투자한 샤힌 프로젝트 설비가 완공되면서, 기업가치를 2.1 ~ 5.3조원 정도 높일 것으로 예상됨

※ 샤힌 프로젝트(의미 : 독수리 프로젝트) : 2023~2026년 동안 9.5조원을 투자해, Mixed Feed Cracker 를 완공하게 됨. 2027년 초에 양산을 시작할 계획임

Mixed Feed Cracker : 기존 석화 원료인 나프타를 포함해, LPG, 중유, Heavy Oil 등을 원료로 투입해, 에틸렌, 프로필렌 등을 생산하는 설비

샤힌 프로젝트 완공 후 생산 캐파 : 에틸렌 180만톤, 프로필렌 77만톤, 부타디엔 20만톤, 폴리에틸렌 132만톤, BTX 34만톤, 저유황연료유 37만톤 등

※ 경제성 분석) 2025년 하반기 적자 업황을 가정할 경우 매출액 3.6조원, 영업적자 △643억원, 과거 평균 업황을 가정할 경우 매출액 4.1조원, 영업이익 4,405억원

※ 기업가치 상승 여력) 최악의 경우 2조원(주당 1.8만원 상승), 평균 가정시 5.3조원(주당 4.7만원)

S-Oil㈜의 샤힌 프로젝트 경제성 분석 :

[2025년 10월 제품가격 기준]

	캐파	외부판매량	국제 판가(A)	원료비(나프타, B)			스프레드	원료비 이외 비용(C)					톤당 손익	설비가동율	환율	매출액	영업이익	
			2025.10월	기존 NCC C&F Japan	S-Oil 내부거래 절감	투입 원료비 (B)	(A-B)	감가비	에너지비용	인건비	기타비용	소계	(A-B-C)					영업이익률
	만톤/년	만톤/년	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	$/톤	%	원/달러	억원	억원	%
에틸렌	180	48	810	602	-20	582	228	59	47	15	50	171	57	95%	1350	4,986	312	6.3%
프로필렌	77	77	763	602	-20	582	181	※ 톤당 감가비 = (9.5조원/상각기간 25년=3,800억원)/총생산 캐파 480만톤				171	10	95%	1350	7,535	36	0.5%
부타디엔	20	20	1,120	602	-20	582	538	※ 톤당에너지비용=				271	267	95%	1350	2,873	669	23.3%
BTX	34	34	723	602	-20	582	141	2003년 20$x(2025년 전기요금 180원/2003년 요금 60원)x(자가발전 절감 20%)				171	-30	95%	1350	3,153	-159	-5.0%
LSFO	37	37	465	602	-20	582	-117	※톤당 인건비 = 인력 1000명 *1억원/총캐파 480만톤				171	-288	95%	1350	2,196	-1,392	-63.4%
HD/LLDPE	132	132	903	602	-20	582	321	참고로, 여천NCC 560만톤에 1020명				321	0	95%	1350	15,287	-108	-0.7%
합계	480	348														**36,030**	**-643**	**-1.8%**

[과거 10개년 평균 스프레드 기준]

사힌프로젝트 생산제품	외부판매량	평균 가격 (10개년 평균)	평균 나프타 C&F Japan (10개년 평균)	평균 스프레드 (판가-나프타)	톤당 고정비(D)	나프타 절감 (B+C)	톤당 손익(E) (판가-원가)	설비가동율	환율	평균 매출액	평균 영업이익	영업이익률
	만톤/년	$/톤	$/톤	만톤/년	$/톤	$/톤	$/톤	%	원/달러	억원	억원	%
에틸렌	48	980	570	410	171	-20	219	95%	1,350	6,033	1,311	21.7%
프로필렌	77	880	570	310	171	-20	119	95%	1,350	8,690	1,115	12.8%
부타디엔	20	1,130	570	560	271	-20	269	95%	1,350	2,898	674	23.3%
BTX	34	800	570	230	171	-20	39	95%	1,350	3,488	144	4.1%
LSFO	37	429	570	-141	171	-20	-332	95%	1,350	2,027	-1,598	-78.8%
HD/LLDPE	132	1,080	570	510	321	-20	169	95%	1,350	18,283	2,758	15.1%
합계	348									**41,421**	**4,405**	**10.6%**

[valuation]

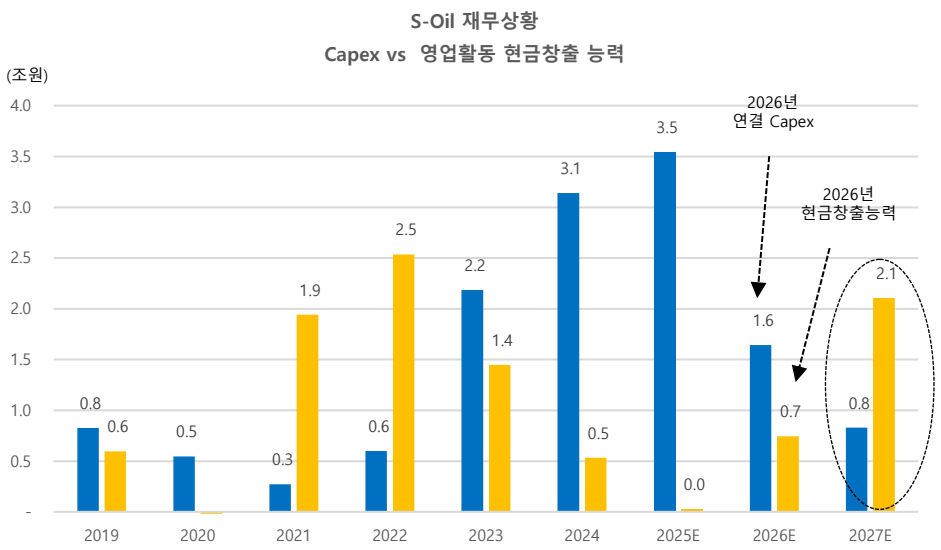
시황 시나리오	영업이익	감가비	EBITDA	FV/EBITDA 배율	사업가치	발행주식수	주당가치	현재주가 (2025.9월)	주가 상승 잠재력
	억원	억원	억원	배	억원	주	원/주	원/주	%
[현재시황, opm △2.9%]	-643	3,800	3,157	6.5	20,524	112,582,792	18,000	58,000	31%
[평균업황, opm 8.1%]	4,405	3,800	8,205	6.5	53,332	112,582,792	47,000	58,000	81%

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (3) : 2026년 하반기 부터 잉여현금 (+) 전환

※ 대규모 샤힌 프로젝트 투자가 종료되는 2026년 중반 부터, 잉여현금 창출능력이 (+)로 전환되며 배당 여력을 확보하기 시작할 전망임. 특히, 울산 석화 구조조정 수혜가 기대됨
※ 영업활동 잉여현금 창출 능력 : 2023년 △0.7조원, 2024년 △2.6조원, 2025년 △3.5조원(e), 2026년 △0.9조원(중반 샤힌 투자 종료), 2027년 1.3조원(e) 플러스 전환
→ 2027년 현금흐름 : Capex 0.8조원(샤힌 프로젝트 투자 종료) vs 영업활동 현금창출 2.1조원(=EBITDA - 순이자 비용 - 법인세)
※ 2026년까지 울산지역 구조조정과정에서 수혜 기대 : 2026년 울산/온산지역 대한유화㈜ 90만톤, SK지오센트릭㈜ 66만톤, S-Oil㈜ 200만톤 설비에 대한 설비 합리화 과정이 진행
→ 가능성이 높은 방향은 ① SK지오센트릭㈜ 66만톤 BOX-UP, ② 대한유화㈜ 출자로 SK지오센트릭㈜과의 합작 법인, ③ S-Oil㈜ 신규설비 완공 후 스페셜티 확장
※ 울산 구조조정이 예상대로 흘러갈 경우, S-Oil㈜ 효과 : 샤힌 프로젝트 문제점 해소(기체 에틸렌 50만톤을 울산공단에 판매해야 함)로, 풀가동 시기를 앞당길 수 있음

S-Oil㈜ Cash Flow : 샤힌 투자 완료되는 2026년 하반기 부터 잉여현금 (+) 전환



자료: S-Oil, 유안타증권 리서치센터

2026년 국내 단지별 석화 구조조정 가능성 : 울산지역 - SK지오센트릭㈜ 구조조정 예상

(단위 : 만톤/년)

지 역	업 체	2025년	2026년	2027년	2026년 국내 구조조정 가능성 점검
울산/온산	SK지오센트릭	66	66	66	※울산지역 다운사이징
	대한유화	90	90	90	→ SK지오센트릭㈜ 66만톤 box -up
	S-Oil	20	20	200	→ 대한유화㈜와 SK 지오센트릭㈜ 합작법인
여수	LG화학	200	200	200	※ 여수지역 다운사이징
	롯데케미칼	123	123	123	→ YNCC㈜ 1호기 90만톤 Box-up
	여천NCC	229	229	229	→ 여천NCC㈜와 롯데케마칼㈜ 합작법인
	GS칼텍스	75	75	75	
대산	LG화학	130	130	130	※ 대산지역 다운사이징
	롯데케미칼	110	110	110	→ 롯데케미칼㈜ 110만톤 Box-up
	한화토탈	153	153	153	→ 롯데케미칼㈜ 과 현대케미칼㈜ 합작법인
	현대케미칼	85	85	85	

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil 추정 실적 : 2026년 예상 영업이익 0.2조원(e), 2027년 1.6조원(e)

[국제유가]		이란원유수출 확대로 약세				이란수출 재봉쇄				Covid 수요급락				우크라이나 전쟁 유가 강세				OPEC 증산					
[정유업황]		글로벌 수요회복 및 정유업황 강세 시기				Covid로 수요 급락				정유설비 폐쇄 사이클				타이트한 공급속에 정유사이클 호황									
[S-Oil 증설]		고도화 설비 투자시기				증설 휴지기								10조원 사인프로젝트 투자시기									
		2024				2025				연간실적													
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
생산 Capa																							
상압정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	
Ethylene	(만톤)																				180.0	180.0	
HDPE/LDPE	(만톤)																				132.0	132.0	
부타디엔	(만톤)																				20.0	20.0	
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	
벤젠	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	82.0	110.0	
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	159.6	236.6	
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
		321.0	332.7	262.0	262.0	191.3	228.0	247.0	247.0											2026년 중반 완공, 2027년 양산			
매출액	**억원**	**93,085**	**95,708**	**88,406**	**89,171**	**89,905**	**80,485**	**81,745**	**76,909**	**178,903**	**163,218**	**208,914**	**254,633**	**243,942**	**168,297**	**274,639**	**424,460**	**357,267**	**366,370**	**329,044**	**269,934**	**308,763**	
정유부문	억원	74,448	74,514	68,944	70,138	70,720	62,599	64,476	60,107	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	257,902	202,578	210,242	
석화부문	억원	10,968	13,085	12,016	10,960	11,280	10,337	9,314	9,169	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	40,100	39,315	72,037	
윤활기유부문	억원	7,669	8,109	7,446	8,073	7,904	7,549	7,955	7,633	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	31,041	28,041	29,233	
영업이익	**억원**	**4,541**	**1,606**	**-4,149**	**2,224**	**-215**	**-3,440**	**1,660**	**-1,856**	**8,176**	**16,169**	**13,733**	**6,396**	**4,201**	**-10,991**	**21,409**	**34,052**	**13,546**	**4,222**	**-3,851**	**2,400**	**15,870**	
원유재고평가前 영업이익(E)		**4,747**	**795**	**-1,468**	**1,544**	**-337**	**-1,607**	**760**	**544**	**11,476**	**14,666**	**13,183**	**8,196**	**2,291**	**-4,071**	**15,441**	**30,791**	**14,552**	**5,618**	**-640**	**8,300**	**13,870**	
정유부문	억원	2,540	-950	-5,737	1,449	-568	-4,411	460	-3,072	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-7,591	-4,131	5,089	
석화부문	억원	480	1,099	50	-356	-745	-349	-343	-108	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,545	1,761	6,398	
윤활기유부문	억원	1,557	1,457	1,538	1,130	1,097	1,318	1,543	1,323	3,111	4,120	4,203	2,591	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,682	5,281	4,772	4,433	
			4분기 성과급 384억원																				
영업이익률	**%**	**4.9%**	**1.7%**	**-4.7%**	**2.5%**	**-0.2%**	**-4.3%**	**2.0%**	**-2.4%**	**4.6%**	**9.9%**	**6.6%**	**2.5%**	**1.7%**	**-6.5%**	**7.8%**	**8.0%**	**3.8%**	**1.2%**	**-1.2%**	**0.9%**	**5.1%**	
원유재고평가前 영업이익(E)	**%**	**5.1%**	**0.8%**	**-1.7%**	**1.7%**	**-0.4%**	**-2.0%**	**0.9%**	**0.7%**	**6.4%**	**9.0%**	**6.3%**	**3.2%**	**0.9%**	**-2.4%**	**5.6%**	**7.3%**	**4.1%**	**1.5%**	**-0.2%**	**3.1%**	**4.5%**	
정유부문	%	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-7.0%	0.7%	-5.1%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-2.9%	-2.0%	2.4%	
석화부문	%	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-3.4%	-3.7%	-1.2%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.9%	4.5%	8.9%	
윤활기유부문	%	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	17.5%	19.4%	17.3%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	17.0%	17.0%	15.2%	
외환손익	**억원**	**-1,755**	**-1,522**	**2,021**	**-4,157**	**117**	**3,071**	**-807**	**516**	**-1,476**	**-492**	**2,747**	**-1,779**	**-1,220**	**619**	**-2,633**	**-965**	**-965**	**-5,413**	**2,897**	**1,761**	**1,682**	
지배주주 순이익	**억원**	**1,662**	**-213**	**-2,062**	**-1,317**	**-446**	**-668**	**81**	**-1,594**	**18,700**	**12,548**	**8,463**	**2,580**	**654**	**-7,961**	**13,785**	**21,044**	**9,488**	**-1,930**	**-2,627**	**599**	**10,463**	
주당순이익	원/주									5,494	10,614	10,870	2,266	573	-7,072	12,114	18,504	8,369	-1,720	-2,334	510	9,191	
주당순자산	원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	77,629	74,692	72,683	73,193	81,196	
주당EBITDA	원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	17,784	10,069	3,690	9,460	24,218	
주당배당	**원/주**		**125**		**0**		**0**		**0**	**2,400**	**6,200**	**5,900**	**750**	**200**	**0**	**3,800**	**5,500**	**1,700**	**125**	**0**	**500**	**3,500**	
자기자본이익률	%									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	-2.3%	-3.2%	0.7%	11.3%	

자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

2026년 적정 주가 (sum-of-parts) : 9.5만원/주

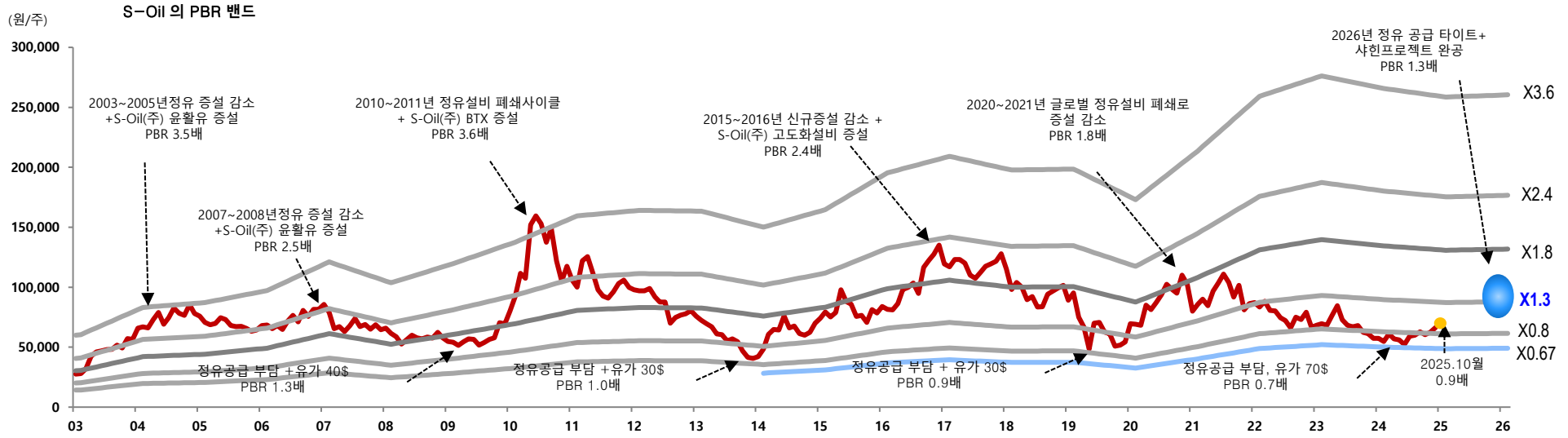
구 분	기준일 (2025.10월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	**213,524**	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	12,421	6.5	80,737
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	4.5	31,356
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	11.5	63,952
		▶샤힌프로젝트	3,579	4,750	8,329	4.5	37,480
		합 계	1,470	10,464	33,279	6.4	**213,524**
		※사업부문 EBITDA = 2024 ~2026년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함					
		※정유부문은 EV/EBITDA 배율은 평균업황인 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)					
		※석화부문은 EV/EBITDA 배율은 부진업황에서 벗어나는 4.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)					
		※윤활유부문은 EV/EBITDA 배율은 호황업황인 11.5배 적용 (바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)					
		※샤힌프로젝트(에틸렌 180만톤)는 2026년 상반기 완공. EV/EBITDA 배율은 부진에서 조금 벗어나는 수치 4.5배를 적용함					
(+) 투자자산가치	**6,310**	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		S-Oil토탈	50%+1주	304	0.5	152	윤활유제품
		대한송유관공사	8.87%	616	0.5	308	국내 원유 소송
		잉여부동산	서산시 89만㎡	1,400	1.00	1,400	
		전략비축유		569만배럴	배럴당 55$	4,225	
		기타		451	0.5	226	
		합 계		6,996	0.9	**6,310**	
(-) 순차입금	**113,104**						
총차입금	103,000	▶7.8조원 + 2026년 차입금 증가액 2.5조원					
(-) 현금성자산	16,000						
(+) 탄소배출 잠재비용	26,104	▶연간 탄소배출량 14,541,000톤 X 10$/톤 X 환율 1,350원/달러 = 1,963억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용)					
		참고. 탄소배출량 = 기존 사업 9,541,000톤 + 샤힌 프로젝트 5,000,000톤					
		▶연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 1,933억원 / WACC(7.52%) = 2조 6,104억원					
보통주 주주가치(A)	**106,730**						
발행주식수(B)	112,582,792						
보통주 1주당 가치(A/B)	**95,000**						

자료: S-Oil, 유안타증권 리서치센터

2026년 PBR(주가/순자산) 밸류 바닥 탈출 : 0.9배에서 1.3배 회복 기대

※ 2025년 하반기 PBR 밸류 바닥 탈출을 시작함. 2026년 샤힌프로젝트 완공을 전후에 PBR 1.3배 회복 시도 이어질 것을 예상함 (2025년 10월 PBR 0.8배)
※ 최근 20년간 S-Oil㈜ PBR 밴드 : 최저 0.8배 ~ 평균 1.6배 ~ 고점권 2.4배
※ PBR 고점 시기 : ① 글로벌 정유설비 공급감소 & ② S-Oil㈜ 신규 증설 효과
사례) 2010~2011년 글로벌 정유설비 폐쇄 + S-Oil㈜ BTX 증설, 2015~2016년 정유설비 증설 감소 + S-Oil㈜ 고도화설비 증설, 2020~2021년 정유설비 폐쇄사이클
※ PBR 저점 시기 : ① 주력사업 정유설비 과잉 설비 증설 + ② 국제유가 급락
사례) 2009년 중국 정유증설 압박 + 유가 40$, 2013~2014년 미국 정유공급 부담 + 유가 30$, 2019년 중국 정유설비 집중 + 유가 30$, 2022년 중국 정유설비 집중

S-Oil㈜의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934	308,763
매출원가	336,209	354,112	325,792	257,338	281,230
매출총이익	21,057	12,259	3,252	12,596	27,533
판관비	7,512	8,037	7,103	10,197	11,663
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
EBITDA	20,737	11,741	4,302	11,037	28,209
영업외손익	-2,229	-7,547	115	-1,611	-2,102
외환관련손익	-597	-5,930	-291	1,761	1,682
이자손익	-1,805	-2,292	-1,544	-3,408	-3,825
관계기업관련손익	23	59	54	36	41
기타	150	616	1,896	0	0
법인세비용차감전순손익	11,317	-3,325	-3,736	789	13,768
법인세비용	1,829	-1,395	-1,109	189	3,328
계속사업순손익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
지배지분순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
포괄순이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440
지배지분포괄이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	25,257	14,676	14,249	5,372	17,009
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
감가상각비	7,115	7,410	8,006	8,496	12,211
외환손익	-901	3,967	-3,112	-1,761	-1,682
종속,관계기업관련손익	-23	-59	-54	-36	-41
자산부채의 증감	14,731	8,289	13,461	976	-588
기타현금흐름	-5,152	-3,001	-1,423	-2,901	-3,332
투자활동 현금흐름	-20,661	-30,270	-37,643	-14,463	-6,666
투자자산	1,366	32	85	63	-48
유형자산 증가 (CAPEX)	-21,856	-30,419	-37,003	-16,417	-8,300
유형자산 감소	203	35	0	0	0
기타현금흐름	-375	82	-726	1,892	1,682
재무활동 현금흐름	1,932	15,388	7,087	5,537	-11,355
단기차입금	1,887	12,037	-5,119	-1,462	-1,418
사채 및 장기차입금	4,298	9,635	8,747	7,000	-8,791
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,727	-1,893	-1	-1	-1,146
기타현금흐름	-526	-4,391	3,459	0	0
연결범위변동 등 기타	2	32	7,133	1,745	4,505
현금의 증감	6,530	-174	-9,175	-1,808	3,493
기초 현금	13,103	19,633	19,458	10,284	8,476
기말 현금	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
NOPLAT	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
FCF	3,401	-15,743	-22,754	-11,045	8,709

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	96,478	100,480	74,064	65,472	74,328
현금및현금성자산	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
매출채권 및 기타채권	29,899	34,792	23,870	21,931	23,628
재고자산	46,392	44,931	39,327	34,482	38,149
비유동자산	119,284	144,034	174,840	182,557	178,567
유형자산	111,520	135,818	165,771	173,692	169,781
관계기업등 지분관련자산	409	427	395	395	395
기타투자자산	1,268	1,603	530	468	516
자산총계	215,761	244,514	248,904	248,029	252,895
유동부채	92,545	116,567	109,178	102,928	115,296
매입채무 및 기타채무	60,740	74,105	69,203	62,318	68,001
단기차입금	21,425	33,549	28,508	27,104	25,641
유동성장기부채	6,398	6,599	3,856	5,954	14,057
비유동부채	32,840	40,991	55,108	59,884	43,087
장기차입금	6,997	13,157	14,114	14,114	10,615
사채	21,370	24,755	36,543	41,446	28,050
부채총계	125,386	157,558	164,286	162,812	158,383
지배지분	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	73,796	70,305	67,676	68,275	77,569
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
순차입금	38,389	60,007	73,267	80,744	67,042
총차입금	58,381	80,053	83,681	89,220	79,010

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,369	-1,720	-2,334	515	9,170
BPS	77,629	74,692	72,683	73,197	81,181
EBITDAPS	17,784	10,069	3,690	9,465	24,192
SPS	306,391	314,199	282,188	231,495	264,795
DPS	1,700	125	0	500	3,500
PER	9.0	-38.6	-28.1	127.3	7.1
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	11.6	34.5	14.1	5.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율	-15.8	2.5	-10.2	-18.0	14.4
영업이익 증가율	-60.2	-68.8	적전	흑전	561.3
지배순이익 증가율	-54.9	적전	적지	흑전	1,641.7
매출총이익률	5.9	3.3	1.0	4.7	8.9
영업이익률	3.8	1.2	-1.2	0.9	5.1
지배순이익률	2.7	-0.5	-0.8	0.2	3.4
EBITDA 마진	5.8	3.2	1.3	4.1	9.1
ROIC	9.3	1.8	-1.9	1.1	7.6
ROA	4.6	-0.8	-1.1	0.2	4.2
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7	11.6
부채비율	138.7	181.2	194.1	191.1	167.6
순차입금/자기자본	42.5	69.0	86.6	94.8	70.9
영업이익/금융비용	5.7	1.5	-2.5	0.7	4.1

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

대한유화 (006650) : 3가지 호재 실현 시기 도래 (턴어라운드 + 발전소 + M&A)

화학/정유

황규원
02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (10/15)	109,100원
상승여력	102%

시가총액	7,092억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	42억원
60일 평균 거래량	37,217주
52주 고	126,100원
52주 저	68,700원
외인지분율	9.13%
주요주주	이순규 외 17 인 39.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.2)	6.6	3.6
상대	(14.4)	(6.2)	(25.4)
절대(달러환산)	(10.3)	3.6	(0.8)

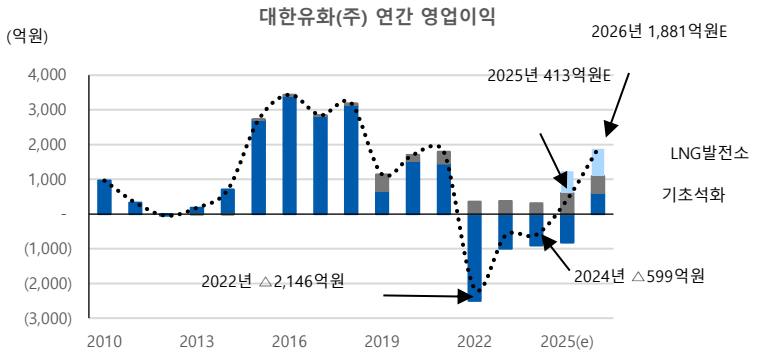
- **대한유화㈜는 국내 중형규모 순수 석화업체** : NCC(Naphtha Cracking Center)는 나프타를 원료로 에틸렌 등을 생산하는 설비로, 대한유화㈜는 한국 울산/온산에 연간 90만톤 생산능력(한국 총 캐파 1,260만톤의 7%)을 가지고 있음. 과거 10개년 평균 매출액 2.1조원, 영업이익 1,300억원(평균 OPM 6~7%) 등으로, 주력 제품은 PE 65만톤(고부가 분리막용 PE 1만톤), PP 55만톤 등임.
- **2026년 기업가치 회복 스토리** : 1) 공급 폐쇄로 에틸렌 회복, 2) LNG발전소 사업 추가, 3) 울산단지 M&A 가능성
- **글로벌 구조조정 수혜로 에틸렌 업황 회복 가능** : 2025~2027년 글로벌 범용 설비 폐쇄 사이클에 진입하게 됨. 대표제품인 에틸렌의 글로벌 생산캐파는 2.4억톤인데, 5.5%에 해당하는 1,310만톤 설비가 폐쇄 계획이 발표되고 있음. 한중일 석화 설비 폐쇄 효과로, 주력 제품인 에틸렌 1톤당 스프레드는 2021년 362$, 2022년 220$, 2023년 184$, 2024년 170$, 2025년 200$에서 2026년 250$(손익분기점 210$)로 회복될 전망임
- **LNG발전소 사업 확장** : 2025년 울산지역에 전기와 열을 공급하는 LNG발전소 한주㈜ 보유지분을 51%로 늘리면서, 연결 실적에 반영하기 시작함. LNG 발전용량 299MW와 부산물 소금 20만톤(동해 심층수를 증류해서 얻음)을 생산하고 있음. 한주㈜ 특징으로는 ① 연 평균 95%의 높은 발전가동율, ② 산업용 소매가격으로 전기 판매, ③ 2021년 낮게 책정된 LNG 도입가격 등으로 수익성이 좋음. 한주㈜로 부터 얻을 수 있는 실적은 '매출액 9,000억원, 영업이익 800 ~ 1,000억원' 등임
- **꾸준히 쌓이는 현금을 바탕으로, M&A 확장 계획 중** : 2026년 연간 잉여현금 창출 규모는 1.800억원 수준(= EBITDA 2,600억원–Capex 700~800억원). 이를 바탕으로, 2026년 울산지역 석화 구조조정 과정 중에 SK지오센트릭㈜ 에틸렌 66만톤 Box-up을 전제로 합작법인을 만들 수 있음. 설비 확장 효과로 이어지게 됨. 업황 회복 및 확장 효과를 고려한 2026년 적정주가는 22만원 **(현재주가 10.9만원, 상승 여력, 102%)**

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,000	28,001	34,074	31,286	33,407
매출액증가율	12.5	12.0	21.7	-8.2	6.8
영업이익	-623	-599	413	1,881	1,981
영업이익률	-2.5	-2.1	1.2	6.0	5.9
지배주주 귀속 순이익	-290	-85	305	872	1,014
지배주주 귀속 EPS	-4,468	-1,312	4,694	13,417	15,596
EPS 증가율	-80.5	-70.6	-457.8	185.8	16.2
PER	-33.8	-92.1	23.2	8.1	7.0
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	7.0	4.3	2.5	2.2
ROA	-1.3	-0.4	1.2	2.9	3.2
ROE	-1.6	-0.5	1.6	4.1	4.5

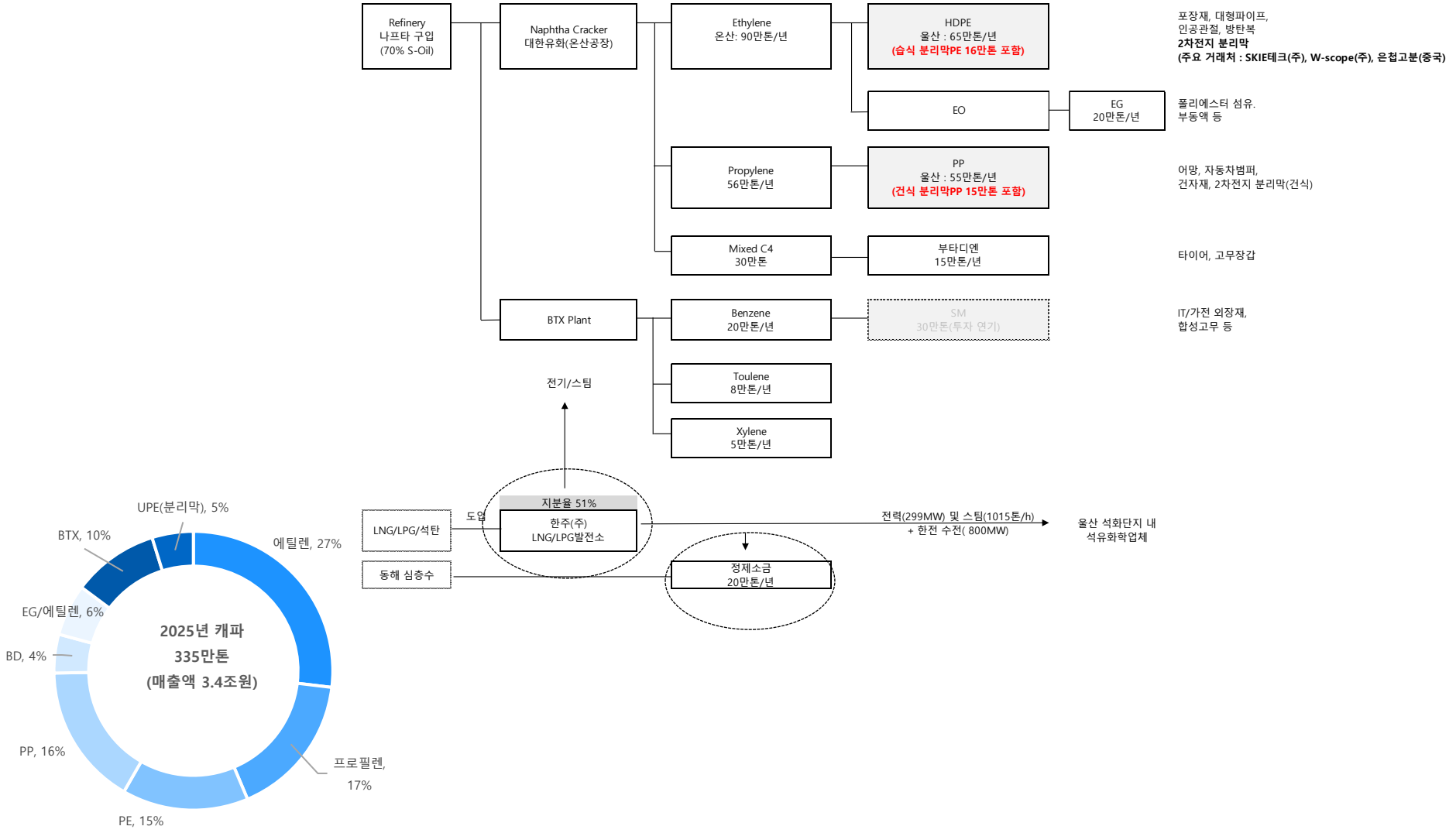
자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 부문별 연간 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 생산 프로세스 : LNG발전소 보강 + 석화 확장??

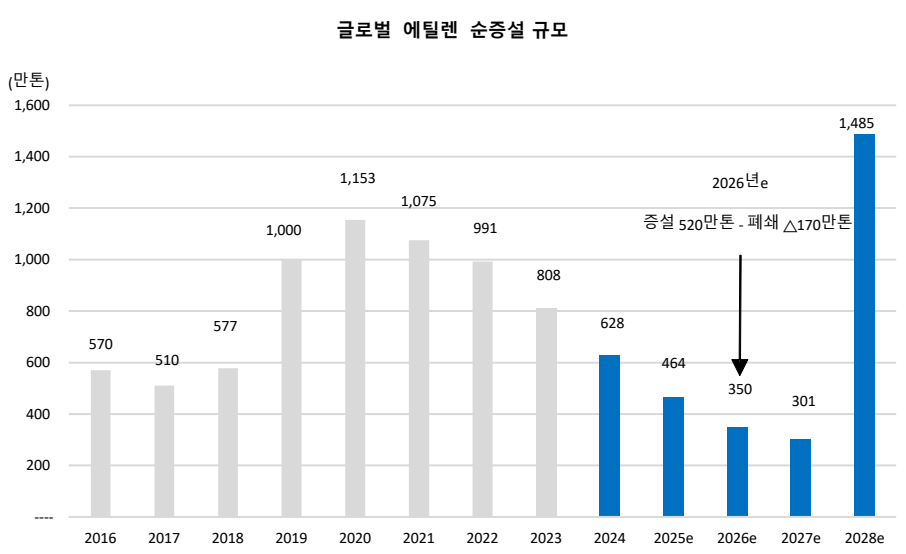


자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (1) : 글로벌 설비 폐쇄로, 에틸렌 업황 회복

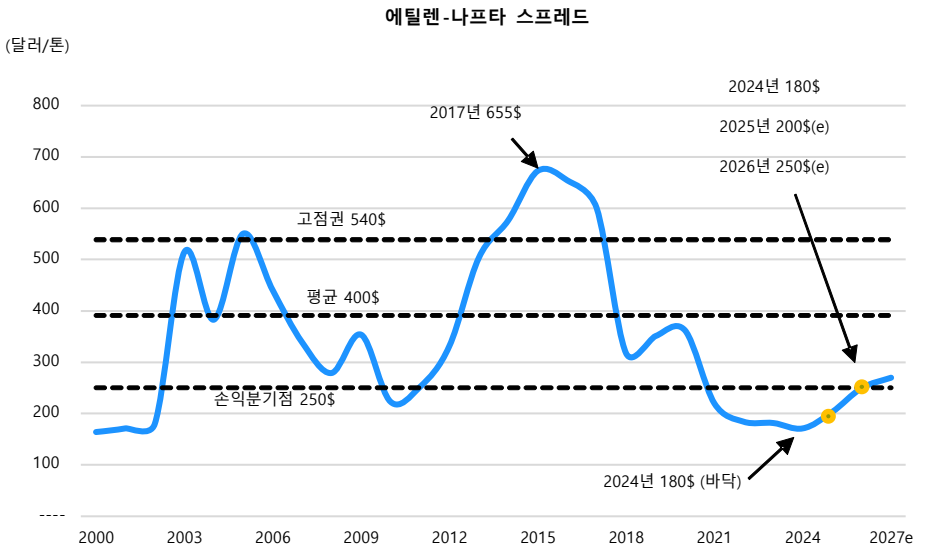
※ 2026 ~ 2027년 글로벌 에틸렌 설비 폐쇄 사이클에 돌입하면서, 공급과잉 부담이 줄어들면서 석화업황 회복을 기대할 수 있음
※ 글로벌 에틸렌 연간 생산능력 2.4억톤/년에서 유럽/일본/한국/중국 등 글로벌 폐쇄 규모는 △1,310만톤으로, △5.5%에 해당함 (현재까지 발표된 설비만 포함)
유럽) 2024 ~ 2030년 △382만톤(2024년 △42만톤 + 2025 ~ 2027년 △306만톤 + 2030년 △34만톤). 일본) 2026 ~ 2027년 △185만톤
한국) 2026 ~ 2027년 △270 ~ △370만톤. 중국) 20 ~ 40년 노후 설비 폐쇄 유도할 계획으로, △230만톤 ~ △830만톤(400만톤 정도가 합리적)
※ 2026년 에틸렌 스프레드 전망(=에틸렌 – 나프타, 1톤당) : 250$로, 아시아 평균 설비 손익분기점을 회복할 전망 (판단 기준 : 손익분기점 250$, 평균 400$, 고점 540$)
연평균 흐름(평균치 400$/톤) : 2022년 184$(Covid 특수 소멸), 2023년 182$, 2024년 180$, 2025년 200$(e), 2026년 250$(e)

글로벌 에틸렌 순증설 전망 : 증설 520만톤 – 폐쇄 170만톤 = 순증설 350만톤으로 부담 감소



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에틸렌 스프레드 전망(1톤당) : 2025년 250$로, 손익분기점으로 회복 전망(2025년 200$)

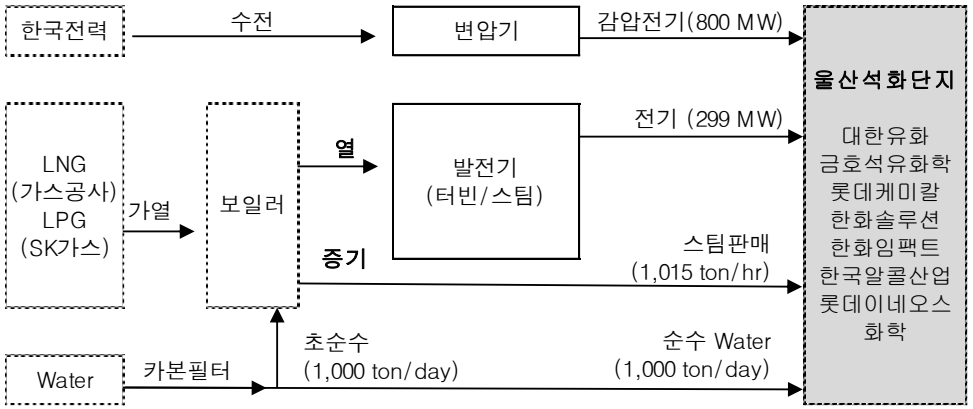


자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (2) : LNG발전소 사업 확장 효과

※ LNG 발전소인 한주㈜ 연결 효과로, 연간 영업이익 800~1,000억원 달성 가능해. 참고로, 2025년 2분기, 울산 LNG발전소인 한주㈜ 지분 51%로 늘리면서, 연결 재무제표에 반영 시작
※ 한주㈜ : 울산 석유화학 공단에 전기 및 스팀을 공급하기위해 설립된 발전회사. 석탄화력 발전소로 시작해, 2024년 하반기, LNG발전소 전환했음
시간당 전기 판매량 1.1GW = 자체 생산 299MW + 한전㈜ 전력으로 부터 울산단지에 공급 800MW(수전 사업)
특징) 울산단지에 에너지를 공급하기 때문에 연평균 설비 가동율 95%. 전기판매가격은 SMP 대신 산업용소매판매가격 적용, 2021년 저렴했던 LNG 장기도입 계약 효과
※ 한주㈜ 지분 구성 : 대한유화㈜ 51%, 금호석유㈜ 14%, 롯데케미칼㈜ 9%, 한화솔루션㈜ 7%, 한화임팩트㈜ 4% 등
※ 한주㈜ 실적 : 2023년 290억원(석탄발전소), 2024년 448억원(하반기 LNG전환), 2026년 예상 영업이익 700~900억원(월평균 100억원 이익 가능 구조)

LNG발전소 한주㈜ 생산 프로세스 : 2025년 299MW 발전 용량 + 한주 소금 20만톤/년



자료: 한주, 유안타증권 리서치센터

한주㈜ 과거 실적 및 재무상태 : 특이점 : 2024년 하반기 석탄 발전소 -> LNG발전소로 전환

		연간실적							
		2020	2021	2022	2023	2024	2025(e)	2026(e)	2027(e)
매출액	**(억원)**	**5,740**	**6,193**	**7,149**	**8,066**	**8,170**	**8,314**	**8,662**	**8,536**
영업이익	**(억원)**	**249**	**290**	**117**	**290**	**448**	**927**	**784**	**725**
	영업이익률	4.3%	4.7%	1.6%	3.6%	5.5%	11.2%	9.1%	8.5%
EBITDA	**(억원)**	**484**	**527**	**364**	**536**	**710**	**1,205**	**1,078**	**1,034**
	감가상각비	234	237	247	246	262	278	294	310
순이익	**(억원)**	**195**	**225**	**88**	**252**	**367**	**837**	**743**	**711**

[재무상태표]

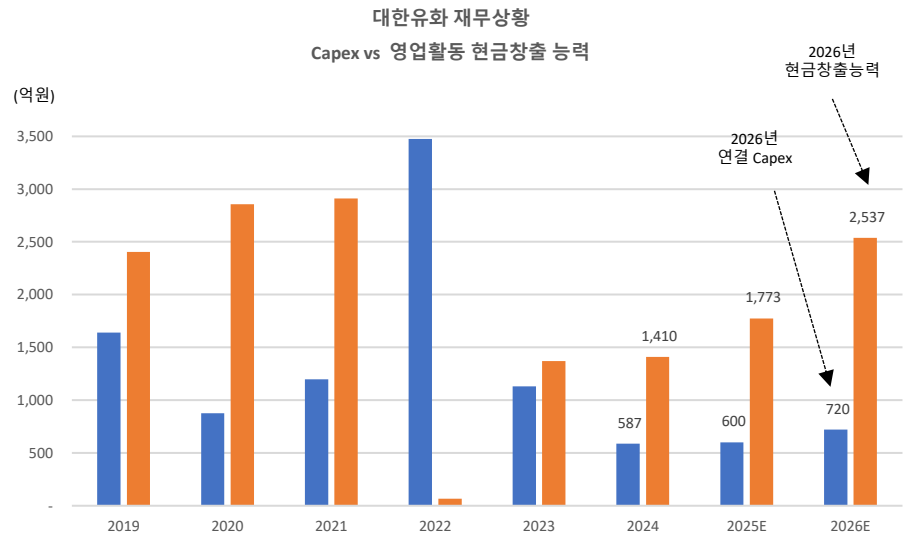
		2020	2021	2022	2023	2024
자산	**(억원)**	**4,400**	**4,737**	**5,463**	**5,718**	**5,843**
	현금성자산	197	0	137	33	1
	유형자산	3,679	4,027	4,652	5,013	5,158
부채	**(억원)**	**1,592**	**1,749**	**2,416**	**2,480**	**2,304**
	총차입금	840	813	1,232	1,346	1,364
	(순차입금)	643	813	1,095	1,313	1,363
자본	**(억원)**	**2,807**	**2,988**	**3,047**	**3,237**	**3,539**

자료: 한주 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

2026년 포인트 (3) : 잉여현금 1,800억원 창출

※ 국내 다른 순수 석화업체 가운데, 높은 잉여현금 창출 능력이 가장 우수함. 이를 배경으로, 2026년 대한유화㈜는 울산 석화단지 구조조정 과정에서 석화부문 Size up이 가능할 전망임
※ EBITDA 에 비해 Capex 투자 규모가 작아서, 2024년부터 잉여현금이 쌓이기 시작 : 2024년 823억원, 2025년 1,173억원, 2026년 1,817억원 등
→ 2026년 현금흐름 : Capex 720억원(유지보수만 진행) vs 영업활동 현금창출 2,500억원(=EBITDA – 순이자 비용 – 법인세)
※ 2026년까지 울산지역 구조조정과정에서 수혜 기대 : 2026년 울산/온산지역 대한유화㈜ 90만톤, SK지오센트릭㈜ 66만톤, S-Oil㈜ 200만톤 설비에 대한 설비 합리화 과정이 진행
→ 가능성이 높은 방향은 ① SK지오센트릭㈜ 66만톤 BOX-UP, ② 대한유화㈜ 출자로 SK지오센트릭㈜과의 합작 법인, ③ S-Oil㈜ 신규설비 완공 후 스페셜티 확장
※ 울산 구조조정이 예상대로 흘러갈 경우, 대한유화㈜ 효과 : 기존 대한유화㈜ 석화설비에 합작법인의 다운스트림(고부가 PE/PP 등)에 대한 지배력을 확보할 수 있음. Size-up

대한유화㈜ Cash Flow : 2026년 잉여현금 창출 1,800억원



자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

2026년 국내 단지별 석화 구조조정 가능성 점검 : 울산지역 – 대한유화 주도

(단위 : 만톤/년)

지 역	업 체	2025년	2026년	2027년	2026년 국내 구조조정 가능성 점검
울산/온산	SK지오센트릭	66	66	66	※울산지역 다운사이징
	대한유화	90	90	90	→ SK지오센트릭㈜ 66만톤 box -up
	S-Oil	20	20	200	→ 대한유화㈜와 SK 지오센트릭㈜ 합작법인
여수	LG화학	200	200	200	※ 여수지역 다운사이징
	롯데케미칼	123	123	123	→ YNCC㈜ 1호기 90만톤 Box-up
	여천NCC	229	229	229	→ 여천NCC㈜와 롯데케마칼㈜ 합작법인
	GS칼텍스	75	75	75	
대산	LG화학	130	130	130	※ 대산지역 다운사이징
	롯데케미칼	110	110	110	→ 롯데케미칼㈜ 110만톤 Box-up
	한화토탈	153	153	153	→ 롯데케미칼㈜ 과 현대케미칼㈜ 합작법인
	현대케미칼	85	85	85	

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 추정 실적 : 2026년 예상 영업이익 1,881억원(e)

		2024				2025				연간실적										
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
생산 Capa																				
에틸렌	(만톤)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	47.0	63.5	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	90.0	90.0	90.0	90.0
일반 HDPE	(만톤)	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	53.0	43.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
분리막용 Ultra PE	(만톤)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3	13.0	13.0	13.0	13.0
PP	(만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	47.0	48.5	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0
BTX	(만톤)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	20.0	23.4	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8
기타(C4 또는 BD)	(만톤)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	35.3	39.0	39.0	39.0
SM	(만톤)																	2025년까지 31만톤 증설 계획 연기		
공업용가스(산소,질소 등)	(만톤)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	20.4	20.4	20.4	21.3	31.8	57.6	65.4	66.1	66.1	66.1	66.1
한주㈜ 발전소	MW/h						299	299	299											299.0
							2025.5월부터 한주㈜ 발전소 연결반영													
													정기보수			정기보수				정기보수
매출액	**억원**	**6,636**	**7,416**	**6,828**	**7,121**	**7,416**	**8,468**	**9,502**	**8,688**	**15,964**	**17,794**	**25,540**	**20,743**	**18,827**	**25,149**	**22,221**	**25,000**	**28,001**	**34,074**	**31,286**
본사 화학부문	억원	6,591	7,360	6,780	7,064	7,361	7,118	7,030	6,547	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	24,933	22,046	24,813	27,795	28,056	22,498
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	45	56	48	57	55	65	30	27	127	104	144	151	137	239	175	187	206	177	126
한주(전기/스팀, 지분율 50.1%)							**1,285**	**2,442**	**2,114**										**5,841**	**8,662**
참고) 분리막용 PE/PP	억원												968	734	1,230	1,549	1,571	1,783	2,239	2,473
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 추정 실적을 별도로 표시함																				
영업이익	**억원**	**-157**	**-63**	**-286**	**-93**	**-99**	**-46**	**303**	**255**	**3,430**	**2,842**	**3,188**	**1,138**	**1,702**	**1,794**	**-2,146**	**-623**	**-599**	**413**	**1,881**
본사 화학부문	억원	-167	-81	-295	-108	-115	-205	34	28	3,401	2,830	3,138	1,091	1,680	1,781	-2,123	-654	-651	-258	1,012
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	10	18	9	15	16	159	9	8	29	12	50	47	22	12	-23	31	52	192	85
한주(전기/스팀, 지분율 50.1%)							**151**	**260**	**219**										**630**	**784**
참고) 분리막용 PE/PP	억원												430	151	330	378	344	259	413	495
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 추정 실적을 별도로 표시함																				
영업이익률	**%**	**-2.4%**	**-0.8%**	**-4.2%**	**-1.3%**	**-1.3%**	**-0.5%**	**3.2%**	**2.9%**	**21.5%**	**16.0%**	**12.5%**	**5.5%**	**9.0%**	**7.1%**	**-9.7%**	**-2.5%**	**-2.1%**	**1.2%**	**6.0%**
본사 화학부문	%	-2.5%	-1.1%	-4.4%	-1.5%	-1.6%	-2.9%	0.5%	0.4%	21.5%	16.0%	12.4%	5.3%	9.0%	7.1%	-9.6%	-2.6%	-2.3%	-0.9%	4.5%
코리아에어텍(공업용가스,100%)	%	22.2%	32.1%	18.8%	26.3%	28.9%	245.7%	30.4%	29.2%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	5.1%	-13.3%	16.5%	25.2%	108.4%	67.5%
한주(전기/스팀, 지분율 50.1%)	**%**						**11.8%**	**10.6%**	**10.4%**										**10.8%**	**9.1%**
참고) 분리막용 PE/PP	%													20.6%	26.8%	24.4%	21.9%	14.5%	18.5%	20.0%
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 실적을 별도로 표시함																				
지배주주 순이익	**억원**	**-66**	**-18**	**-203**	**201**	**30**	**14**	**138**	**123**	**2,721**	**2,145**	**2,574**	**1,063**	**1,272**	**1,499**	**-1,491**	**-290**	**-85**	**305**	**872**
주당순이익	원/주									41,867	32,972	39,602	16,360	19,576	23,067	-22,931	-4,468	-1,312	4,694	13,417
주당순자산	원/주									208,231	238,533	275,432	287,983	306,685	328,546	301,477	295,460	292,683	342,243	354,864
주당EBITDA	원/주									62,675	58,356	69,895	40,214	49,983	51,656	-8,263	18,308	18,474	30,739	48,135
주당배당금	원/주				1,000				1,500	4,000	4,000	4,000	2,500	3,000	3,500	1,000	1,000	1,000	1,500	2,000
ROE(자기자본이익률)	**%**									**20.1%**	**13.8%**	**14.4%**	**5.7%**	**6.4%**	**7.0%**	**-7.6%**	**-1.5%**	**-0.4%**	**1.4%**	**3.8%**

자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

2026년 적정 주가 (sum-of-parts) : 22만원/주

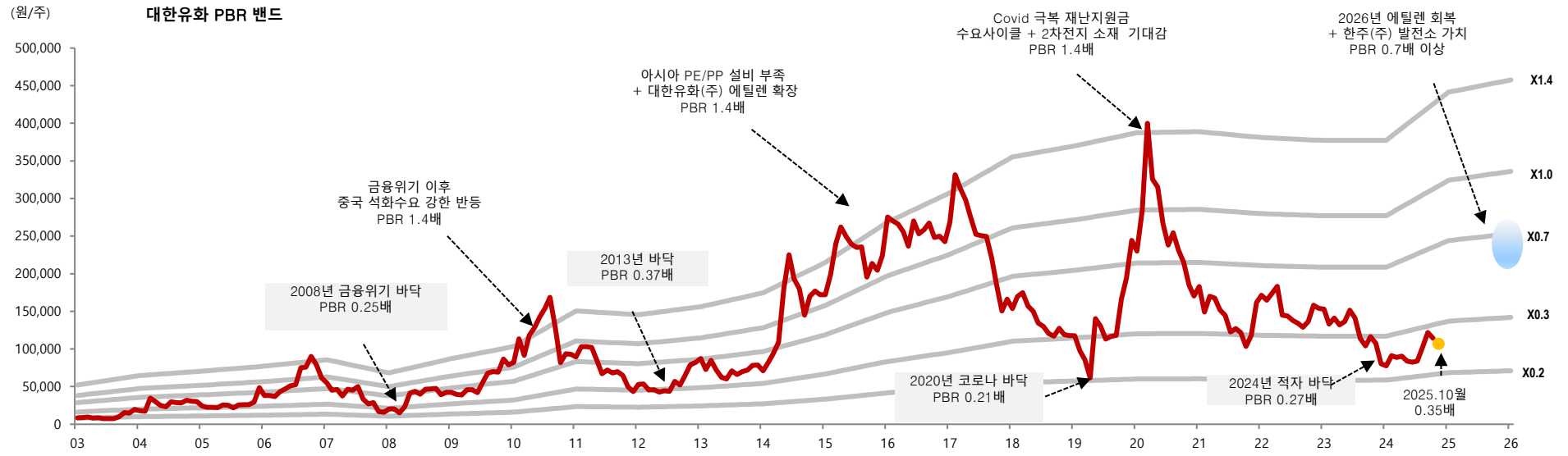
구 분	기준일 (2025.10월)	주요 내역						
(+) 영업자산가치(억원)	**17,214**	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용율 (비상장여부)	적정사업가치 (억원, 지분율 반영)
		▶본사 일반 석화제품	948	1,528	2,476	3.6	100%	8,914
		▶분리막용 PE/PP	464	56	520	9.4	100%	4,892
		[자회사]						
		▶코리아에어(지분율100%)	39	15	54	5	80%	216
		▶한주(지분율 50.1%)	784	278	1,062	7.5	80%	3,192
		합 계(지분율 반영)	1,851	1,741	3,592	4.8		**17,214**
		주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함						
		주2) 비상장계열사 적정가치 계산할 때, EBITDA × 배율 × 지분율 × 비상장 적용율 80%로 계상함						
		주3) 본사 일반 석화제품 EV/EBITDA 3.6배로 바닥 업황에서 회복 시작을 가정함 (참고로, 불황 2.5~3.5배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5 ~ 8.5배)						
		분리막용 PE 부문은 성장성을 반영해, 별도로 실적 추정후 현재가치로 환산함. 평균영업이익과 감가상각비는 2024 ~ 2026년 평균 추정치임						
		주4) 한주㈜ LNG발전소는 평균 이상의 호황을 반영해, EV/EBITDA 7.5배를 적용함(2025.5월부터 편입)						
(+) 투자자산가치(억원)	**935**	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고	
		오드펠터미널코리아	43.60%	423	0.5x	212	석화제품 보관	
		KPIC Dawn Polymer	50%	265	0.5x	132	중국 폴리머 컴파운딩 자회사	
		온산공장 잉여부지		591	1.0x	591	10만평 X 평당 59만원	
		합 계				**935**		
(-) 순차입금(억원)	**4,478**							
(-) 현금성자산	926							
(+) 총차입금	2,446	▶대한유화㈜ 차입금 1,751억원 + 한주㈜ 차입금 1,363억원 x 지분율 51%						
(+) 탄소배출량 우발채무	2,958	▶연간 탄소배출량 2,402,937톤 X 10$/톤 X 환율 1,350원/달러 = 312억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용)						
		참고. 탄소배출량 = 대한유화㈜ 1,927,045톤 + 한주㈜ 9,33,120톤 x 지분율 51%						
		▶연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 312억원 / WACC(10.5%) = 2,958억원						
보통주 주주가치(A, 억원)	**13,671**							
발행주식수(B)	6,176,100주	총발행주식수 6,500,000주 ? 자사주 323,900주						
보통주 1주당 가치 (A/B, 원/주)	**220,000**							

자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

2026년 PBR(주가/순자산) 밸류 : PBR 0.35배 → 0.7배(?)

※ 2025년 PBR 밸류 바닥 탈출을 시작했음. 2026년 에틸렌 회복사이클과 한주㈜ 발전소 이익 효과가 가시화되면, PBR 0.7배로 회복을 기대함 (2025년 10월 PBR 0.35배)
※ 최근 20년간 대한유화㈜의 PBR 밴드 : 최저 0.2배 ~ 평균 0.7배 ~ 고점권 1.4배
※ PBR 고점 시기 : ① 에틸렌 상승 사이클 & ② 사업확장 효과
사례) 2010년 중국발 특수, 2016 ~ 2017년 글로벌 PE/PP공급부족 +대한유화㈜ 설비 확장, 2021년 Covid 재난지원금 특수
※ 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

대한유화㈜의 PBR(주가/순자산 배율) 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,000	28,001	34,074	31,286	33,407
매출원가	25,116	28,090	32,874	28,482	30,441
매출총이익	-116	-89	1,200	2,804	2,966
판관비	507	510	787	923	986
영업이익	-623	-599	413	1,881	1,981
EBITDA	1,190	1,201	1,998	3,129	3,141
영업외손익	124	269	308	88	123
외환관련손익	-7	62	-2	-18	-20
이자손익	-29	-36	-62	-118	-114
관계기업관련손익	135	231	148	2	32
기타	25	12	225	222	225
법인세비용차감전순손익	-499	-330	722	1,969	2,104
법인세비용	-209	-244	163	473	505
계속사업순손익	-290	-85	559	1,496	1,599
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-290	-85	559	1,496	1,599
지배지분순이익	-290	-85	305	872	1,014
포괄순이익	-310	-110	544	1,496	1,599
지배지분포괄이익	-310	-110	291	872	1,014

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	855	1,331	668	2,170	2,684
당기순이익	-290	-85	559	1,496	1,599
감가상각비	1,812	1,798	1,583	1,246	1,159
외환손익	5	20	-8	18	20
종속,관계기업관련손익	-135	-231	-148	-2	-32
자산부채의 증감	-126	-31	-1,331	-763	-240
기타현금흐름	-411	-140	13	175	179
투자활동 현금흐름	-1,588	-910	-760	-727	-898
투자자산	-459	-318	-28	11	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,130	-587	-600	-720	-880
유형자산 감소	4	0	1	0	0
기타현금흐름	-4	-5	-133	-18	-10
재무활동 현금흐름	681	323	-426	-51	-272
단기차입금	649	-303	179	41	-149
사채 및 장기차입금	18	725	725	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-62	-62	-93	-124
기타현금흐름	76	-37	-1,268	0	0
연결범위변동 등 기타	0	5	2,513	-143	-179
현금의 증감	-51	749	1,995	1,249	1,335
기초 현금	393	342	1,091	3,086	4,335
기말 현금	342	1,091	3,086	4,335	5,670
NOPLAT	-623	-599	413	1,881	1,981
FCF	-274	744	68	1,450	1,804

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,021	6,281	10,950	13,189	14,995
현금및현금성자산	342	1,091	3,086	4,335	5,670
매출채권 및 기타채권	2,459	2,365	4,335	4,749	5,018
재고자산	2,111	2,400	2,574	3,178	3,358
비유동자산	16,944	15,917	18,675	18,137	17,865
유형자산	13,928	12,614	16,900	16,374	16,095
관계기업등 지분관련자산	2,335	2,543	682	682	682
기타투자자산	108	131	159	148	157
자산총계	21,965	22,197	29,624	31,326	32,860
유동부채	2,882	3,071	4,609	4,965	4,969
매입채무 및 기타채무	1,783	1,891	3,098	3,376	3,567
단기차입금	918	614	794	835	686
유동성장기부채	108	483	617	661	617
비유동부채	835	1,050	1,679	1,620	1,675
장기차입금	316	851	1,437	1,393	1,437
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,717	4,121	6,287	6,586	6,645
지배지분	18,248	18,076	21,137	21,917	22,807
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	15,245	15,049	18,125	18,904	19,794
비지배지분	0	0	2,200	2,824	3,408
자본총계	18,248	18,076	23,337	24,740	26,215
순차입금	1,132	504	-757	-1,965	-3,449
총차입금	1,554	1,976	2,880	2,922	2,773

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-4,468	-1,312	4,694	13,417	15,596
BPS	295,460	292,683	342,243	354,864	369,277
EBITDAPS	18,308	18,474	30,739	48,135	48,323
SPS	384,611	430,785	524,218	481,330	513,956
DPS	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000
PER	-33.8	-92.1	23.2	8.1	7.0
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	7.0	4.3	2.5	2.2
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율	12.5	12.0	21.7	-8.2	6.8
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	355.0	5.3
지배순이익 증가율	적지	적지	흑전	185.8	16.2
매출총이익률	-0.5	-0.3	3.5	9.0	8.9
영업이익률	-2.5	-2.1	1.2	6.0	5.9
지배순이익률	-1.2	-0.3	0.9	2.8	3.0
EBITDA 마진	4.8	4.3	5.9	10.0	9.4
ROIC	-2.1	-1.0	1.7	6.6	7.0
ROA	-1.3	-0.4	1.2	2.9	3.2
ROE	-1.6	-0.5	1.6	4.1	4.5
부채비율	20.4	22.8	26.9	26.6	25.3
순차입금/자기자본	6.2	2.8	-3.6	-9.0	-15.1
영업이익/금융비용	-10.9	-8.3	6.7	15.9	17.3

기타_ 생산계통도_컴플

황규원

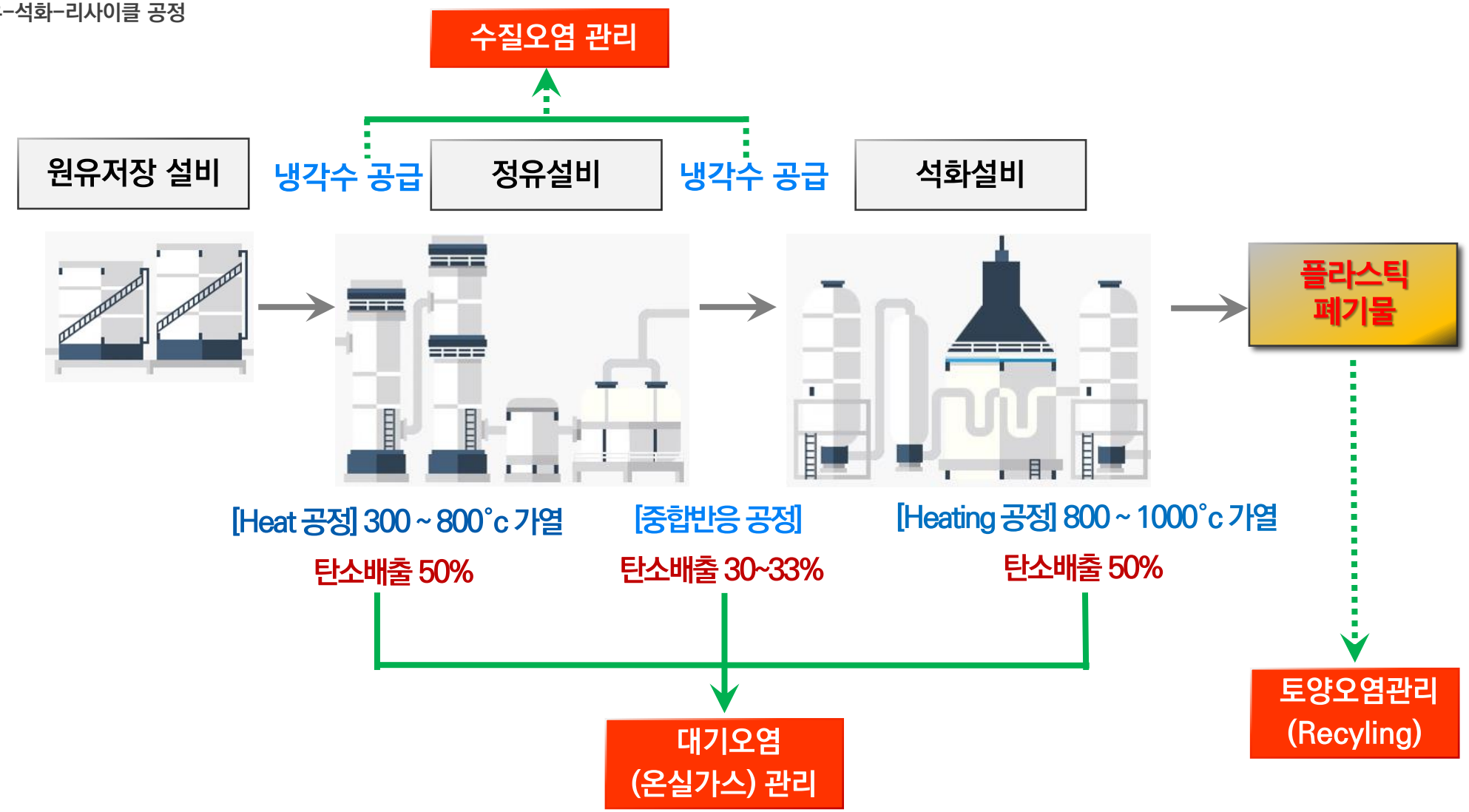
화학/정유

02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

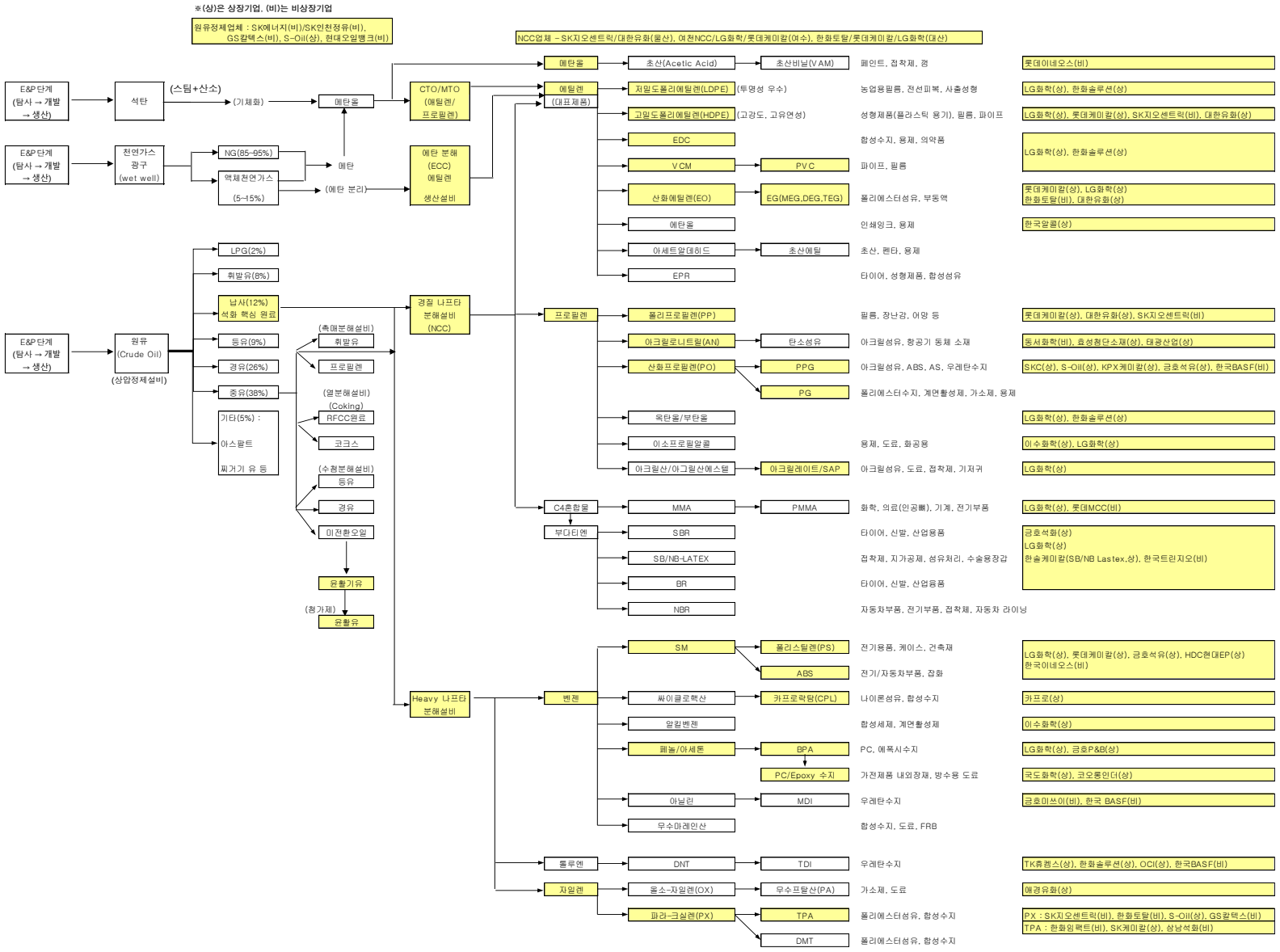
[별첨] 정유/석화 공정과 Environment(환경) 관리

정유-석화-리사이클 공정

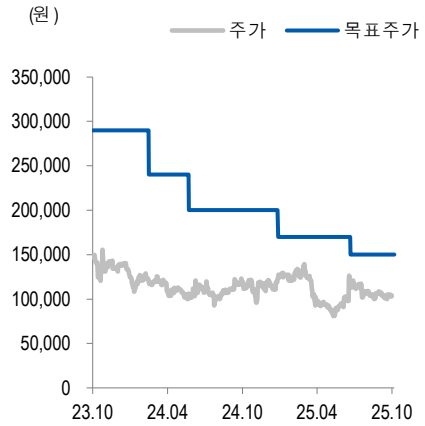


자료: 유안타증권 리서치센터

[별첨] 한국 정유/석화업체 생산계통도



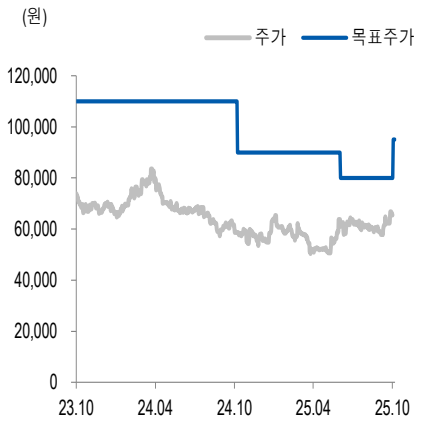
SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	150,000	1년		
2025-07-04	BUY	150,000	1년		
2025-01-08	BUY	170,000	1년	-35.31	-18.12
2024-06-04	BUY	200,000	1년	-44.32	-38.50
2024-02-27	BUY	240,000	1년	-52.97	-47.67
2023-08-14	BUY	290,000	1년	-51.36	-37.93

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

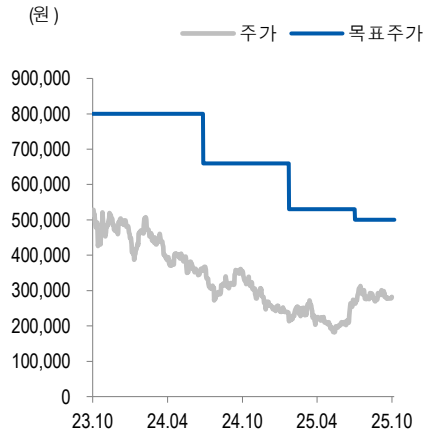
S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	95,000	1년		
2025-06-17	BUY	80,000	1년	-23.32	-16.50
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

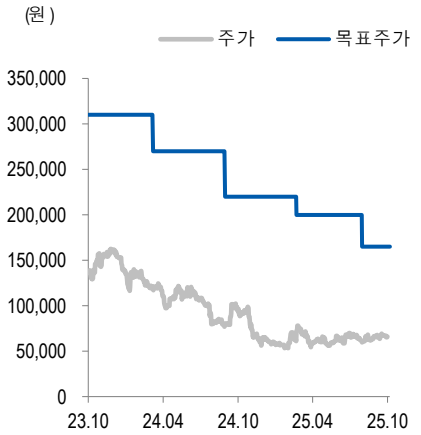
LG화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	500,000	1년		
2025-07-15	BUY	500,000	1년		
2025-02-04	BUY	530,000	1년	-57.49	-48.30
2024-07-09	BUY	660,000	1년	-54.61	-44.32
2023-09-26	BUY	800,000	1년	-45.38	-33.88

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

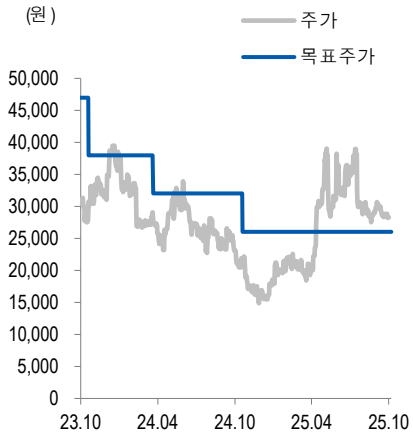
롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	165,000	1년		
2025-08-12	BUY	165,000	1년		
2025-03-05	BUY	200,000	1년	-67.99	-61.05
2024-09-11	BUY	220,000	1년	-67.16	-53.45
2024-03-19	BUY	270,000	1년	-61.16	-53.89
2023-03-28	BUY	310,000	1년	-51.47	-38.45

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

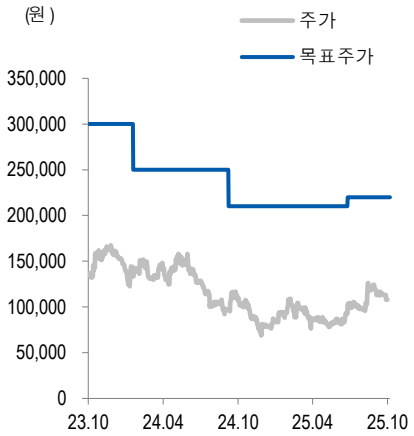
한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	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

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

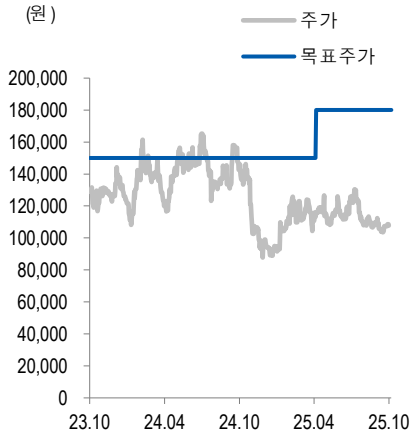
대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	220,000	1년		
2025-07-08	BUY	220,000	1년		
2024-09-20	BUY	210,000	1년	-56.76	-44.52
2024-01-31	BUY	250,000	1년	-47.84	-36.76
2023-04-04	BUY	300,000	1년	-52.07	-42.93

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	180,000	1년		
2025-04-18	BUY	180,000	1년		
2024-08-22	1년 경과 이후		1년	-21.37	5.40
2023-08-22	HOLD	150,000	1년	-9.70	10.13

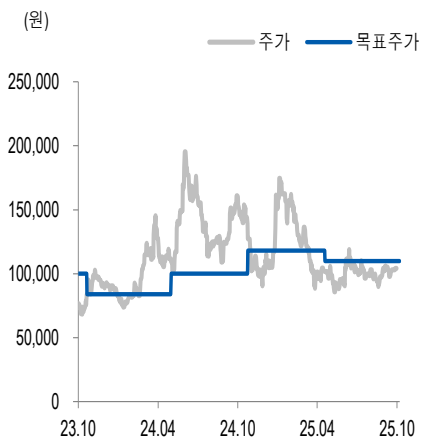
자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

코오롱인더 (120110) 투자등급 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	70,000	1년		
2024-12-05	1년 경과 이후		1년	-51.81	-33.86
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: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

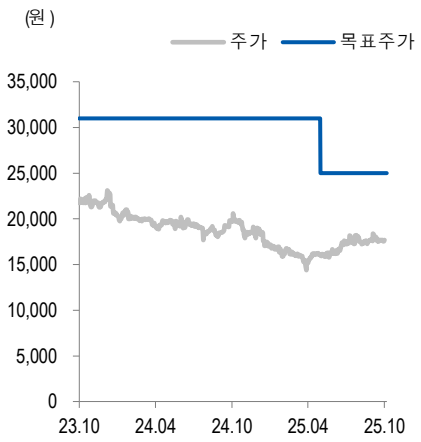
SKC (011790) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	HOLD	110,000	1년		
2025-05-02	HOLD	110,000	1년		
2024-11-06	HOLD	118,000	1년	3.26	-24.83
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

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

TKG휴켐스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-10-16	BUY	25,000	1년		
2025-05-13	BUY	25,000	1년		
2024-05-24	1년 경과 이후		1년	-42.02	-33.55
2023-05-24	BUY	31,000	1년	-31.59	-24.19

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	7.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-10-15

※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.

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)