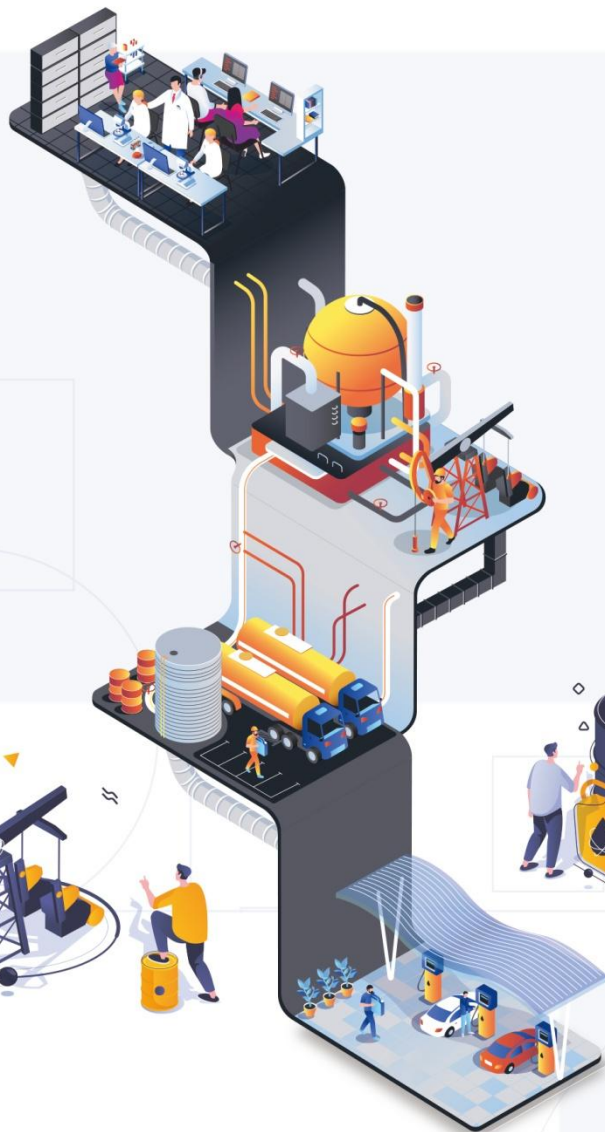




2025년 11월 26일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 정유/화학 Overweight (Maintain)

2026년 연간전망: 구조조정에 구조조정

정유/화학 Analyst 김도현 do.kim@kiwoom.com

Contents

Summary p.03

I. 정유: 업황 강세의 이유 p.04

II. 화학: 구조조정과 공급망 변화 p.32

III. 기업분석 p.64

- S-Oil(010950)
- SK케미칼(285130)



Summary

>>> 정유: 업황 강세는 지속될 것

- 중국의 구조조정 효과 지속으로 추가적인 수출 확대는 제한적일 전망
- 2026년 정제설비 순증설 역시 과거대비 저점. 추가적인 유럽/미국 중심의 설비폐쇄 확대 가능성도 존재
- 타이트한 공급을 바탕으로 2026년 우호적 업황은 지속될 것으로 예상
- 러-우 종전을 가정하더라도 정제마진의 하락폭은 제한적일 것. 현재의 정제마진은 러시아 뿐 아니라 중국의 공급 축소 역시 영향을 미치고 있는 것으로 판단되기 때문

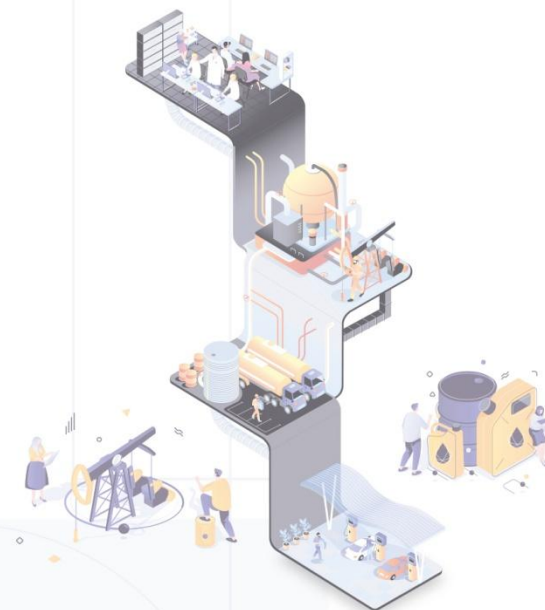
>>> 화학: 구조조정에 구조조정

- 구조조정의 방향성은 지속될 것. 단기적인 수급밸런스 부담은 지속될 전망이지만, 중장기적 개선 예상
- 국내 구조개편: Upstream보다 문제는 Downstream
- 중국 구조개편: 석유화학 구조개편의 방향성은 지속될 수 있을 전망. 최근 중국 업체 및 정부 주도의 구조조정 움직임도 발생 중
- 공급망 변화: 유럽 자급률 하락 등에 따른 Downstream 수혜. 고부가 제품 중심의 공급망 변화는 지속 중
- 러-우 종전을 가정하면 중국의 원가 경쟁력 하락이 발생할 것. 국내대비 실제 중국 업체의 원가율은 -10%p 수준의 차이가 발생 중. 실제 납사 공급단가 괴리율 역시 2025년 확대된 것으로 추정됨. 정상화시 국내 업체는 수혜

>>> Top-pick: S-Oil, SK케미칼

- 정유업종 Top-pick S-Oil, 화학업종 Top-pick SK케미칼 제시
- 화학업종 차선후주 LG화학 제시

I. 정유: 업황 강세의 이유

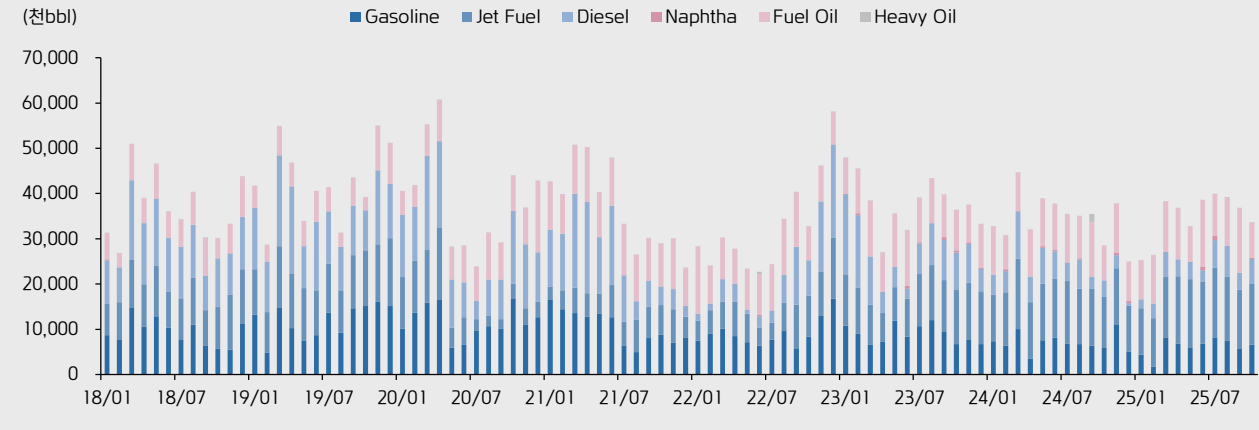


중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 중국의 휘발유/경유 수출 감소

- 중국의 2025년 월 평균 휘발유 수출량은 617.7만배럴로 2024년 평균인 708.4만배럴대비 -12.8% 감소, 2024년 893.8만배럴대비 -30.9% 감소를 기록하며 감소세 지속 중
- 중국의 2025년 경유 수출량은 430.8만배럴로 역시 -12.6% 감소, 2023년 대비해서 보면 -49.4% 감소하며 감소폭이 두드러지게 나타남
- 한편, 항공유 수출량은 전년대비 +8.5% 기록하며 성장세 지속. 항공유의 경우 2023년대비 +29.8% 성장을 기록하며 지속적인 물량 확대 관찰. 연료유 수출 역시 +9.0% 기록하며 성장세 기록 중

중국 제품별 수출량 추이(휘발유/경유 감소, 연료유 증가)



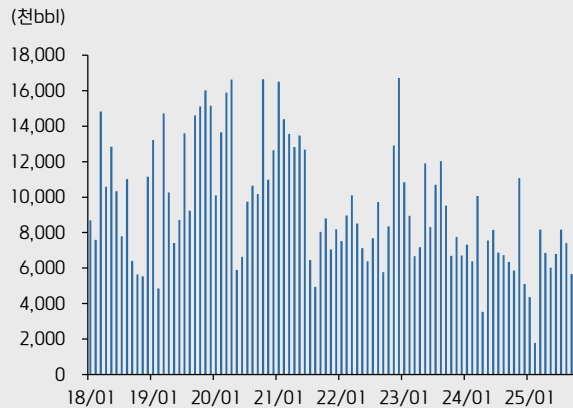
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 중국 휘발유/경유 수출 비중은 지속 축소

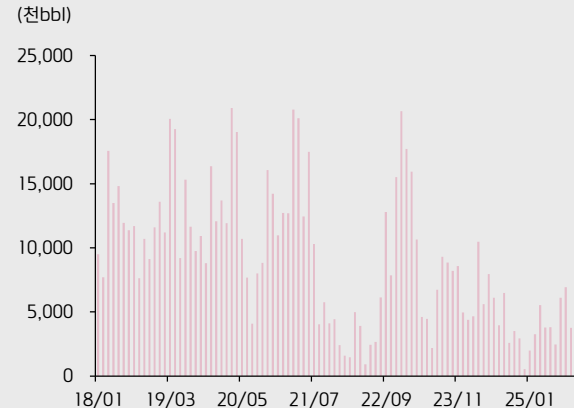
- 중국 전체 Downstream 중 휘발유 수출이 차지하는 비중은 2024년 20.4%에서 2025년 17.4%로 -3%p 추가 하락(2023년 비중의 경우 23.7%)
- 경유 수출비중 역시 2023년 21.5% → 2024년 13.8% → 2025년 12.2%로 지속적인 하락 발생 중 한편, 연료유 수출 비중의 경우 2024년 28.8%에서 2025년 30.9%로 비중 증가가 관찰됨
- 휘발유 수출은 2024년말 저점을 기록한 이후 2025년 개선세가 관찰되고 있으나, 과거 평균대비해서 저조한 상황. 경유의 경우에도 2024년 저점 이후 반등세 관찰되고 있지만, 2022년 이후 지속적인 물량 감소 관찰

중국 휘발유 수출량 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 경유 수출량 추이



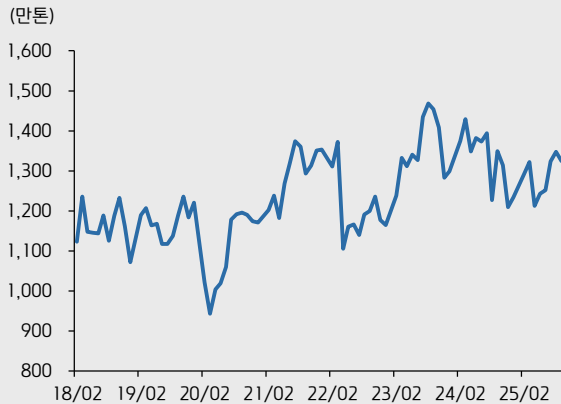
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 내수수요: 뚜렷한 개선은 전년대비 나타나지 않는 상황

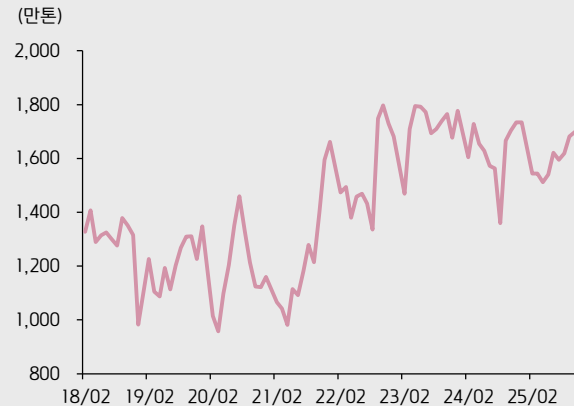
- 중국의 수출 감소의 요인으로 생각해볼 수 있는 또 다른 요인은 내수 수요의 개선. 생산량 반등이 뚜렷하지 않은 상황에서 내수 수요가 개선된다면 실제 수출은 감소할 수 있는 상황이기 때문
- 하지만, 중국 내수 명목수요의 뚜렷한 개선은 발생하지 않았던 상황. 휘발유 명목수요는 2024년 대비 유사한 흐름이 지속 중이며, 경유 수요 역시 2024년 대비 큰 폭의 증가는 제한적.
- 연초 대비 개선되는 흐름은 지속되고 있으나, 과거 대비 명목수요의 성장을 이야기할만한 데이터는 관찰되지 않음
- 자급률의 경우 2025년 10월 기준으로 휘발유 105.8%, 경유 103.5%로 수출이 제한될만한 상황은 아니라고 판단. 2025년 연간으로 보더라도 휘발유는 2월 102.6% 대비 지속적으로 상승세가 관찰되고 있고, 경유의 경우는 103% 수준을 유지하고 있는 상황이 지속되고 있음

중국 휘발유 명목수요 추이



자료: WIND, 키움증권 리서치센터

중국 경유 명목수요 추이



자료: WIND, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 수출감소의 원인: 중국 구조조정 효과 지속

- 2024년 중국의 정유산업 구조조정 조치는 한층 강화. 기존 공정 고도화 장려, 정제산업 구조에 대한 언급만 지속해왔다면 본격적인 Capa 증설 관리, Capa 총량 제한 등이 구체화
- 2024년말 세무총국은 정제품 수출 증치세 환급 축소를 발표. 기존 13%에서 9%로 환급률을 축소. 이어 2025년초 연료유 수입 관세 인상을 발표. 기존 1%에서 3%로 상향 조정
- 동시에 관세 코드 상 기타 연료유(27101922)를 삭제. 연료유 우회 수입 차단 등을 제도화
- 2025년초 세액 제도의 개편 완료 이후 지속적인 감독 체계 강화 조치가 후속적으로 발표

2024~2025년 중국 정유산업 정책 주요 내용

시기	주체	정책	주요 내용
2024년	발개위 등 3개부처	정제설비 총량 제한	- 정제설비 총량 2,000만b/d로 제한 - 신규 정제설비 승인 시 기존 저효율 설비의 용량교환 원칙 적용 - 고효율 및 저탄소 설비 중심 전환
	재정부/세무총국	수출 증치세 환급 정책 조정 공고	- 12월 1일부터 정제유(휘발유, 경유 등)의 수출 증치세 환급률 축소 - 기존 13%에서 9%로 조정
2025년	국무원 관세위	2025년 관세 조정 계획 시행	- 연료유 수입 관세 인상, 기타 연료유 세관 코드 삭제 - 기존 1%에서 3%로 조정. 기타 연료유 세관 코드 삭제로 우회수입 차단
	국가에너지국	에너지부문 업무 지침	- 에너지 안보 및 석유공급 체계 안정화 - 신재생에너지 확대 및 에너지 탄소배출 산정시스템 개발 - 화석연료 기반 에너지 비중 합리적 유지. 정유부문 안정 운영 강조
	세무총국	정제유 세무검사 잠정조치	- 정유사 세금탈루 방지를 위한 검사 강화 - 공정의 물리적 점검 제도화 및 신고 시스템 강화
	재정부/세무총국	증치세 기말환급 정책	- 제조업 증치세 환급절차 체계화 - 재무 건전성 요건 강화를 통한 부실 정유사 지원 차단 및 퇴출 유도
	발개위	2025년 에너지 작업 지도 의견	- 10억톤 상한선 준수 재확인 - 2025년말 목표 달성위한 규제 이행 점검. 화석에너지 비중 축소 재확인

자료: 중국 정부 종합, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

중국 정유산업관련 정책 요약

시기	주체	정책	주요 내용
2021년	발개위	탄소배출 정점 행동계획	- 2030년 탄소배출 정점 도달 / GDP 당 이산화탄소 배출량 감축 목표 지정 - 비화석 에너지 소비 비중 확대 - 순환경제 촉진 및 기술 혁신 강화를 위한 정책, 제도 정비
2022년	발개위 등 3개부처	산업 분야 탄소정점 이행계획	- 저탄소 기술 개발 및 보급 / CCUS 및 수소환원 제철 등 기술 보급 확대 - 고탄소 산업 구조조정 / 석유화학, 철강, 시멘트 등 대상 - 산업 공정 저탄소화 / 원료 대체 및 제조공정 효율화 등
	과학기술부 등 9개부처	과학기술 지원 탄소정점·탄소중립 이행계획	- 에너지 전환 기술개발 / 신재생 및 석탄공정 효율화 - 저탄소 산업 혁신 / 고탄소 산업의 저탄소 산업 전환 촉진
2023년	국가표준화관리위원회	탄소정점·탄소중립 표준체계 구축 지침	- 표준체계 구축 / 에너지, 산업, 교통 등 - 측정 및 검증 체계 강화 등
	발개위	제품 탄소발자국 관리체계 구축 의견	- 탄소발자국 표준화 및 정부조달 연계 등
	발개위 등 2개부처	고탄소 산업 프로젝트 관리 강화 지침	- 신규 정제설비 건설 억제 / 기존 설비폐쇄와 연계하여 추진토록 변경 - 저효율 설비의 퇴출 유도 및 설비 단위당 에너지 소비량 등 평가 강화 - 고도화 공정 장려 / 단순 정제에서 수소생산 및 화학생산 설비 투자 장려
	발개위 등 3개부처	산업 및 에너지구조 최적화 조치	- Teapot 구조조정 언급 / 대형화 및 친환경화 유도 - 연료유 중심 정제산업 탈피 / 에틸렌, 프로필렌 등 석유화학 원료 생산 확대 - 관련 설비 투자에 중앙정부 보조금 투입 등 세부 지침 발표
2024년	발개위 등 3개부처	정제설비 총량 제한	- 정제설비 총량 2,000만b/d로 제한 - 신규 정제설비 승인 시 기존 저효율 설비의 용량교환 원칙 적용 - 고효율 및 저탄소 설비 중심 전환
	재정부/세무총국	수출 증치세 환급 정책 조정 공고	- 12월 1일부터 정제유(휘발유, 경유 등)의 수출 증치세 환급률 축소 - 기존 13%에서 9%로 조정
2025년	국무원 관세위	2025년 관세 조정 계획 시행	- 연료유 수입 관세 인상, 기타 연료유 세관 코드 삭제 - 기존 1%에서 3%로 조정, 기타 연료유 세관 코드 삭제로 우회수입 차단
	국가에너지국	에너지부문 업무 지침	- 에너지 안보 및 석유공급 체계 안정화 - 신재생에너지 확대 및 에너지 탄소배출 산정시스템 개발 - 화석연료 기반 에너지 비중 합리적 유지, 정유부문 안정 운영 강조
	세무총국	정제유 세무검사 잠정조치	- 정유사 세금탈루 방지를 위한 검사 강화 - 공정의 물리적 점검 제도와 및 신고 시스템 강화
	재정부/세무총국	증치세 기말환급 정책	- 제조업 증치세 환급절차 체계화 - 재무 건전성 요건 강화를 통한 부실 정유사 지원 차단 및 퇴출 유도
	발개위	2025년 에너지 작업 지도 의견	- 10억톤 상한선 준수 재확인 - 2025년말 목표 달성위한 규제 이행 점검 - 화석에너지 비중 축소 재확인

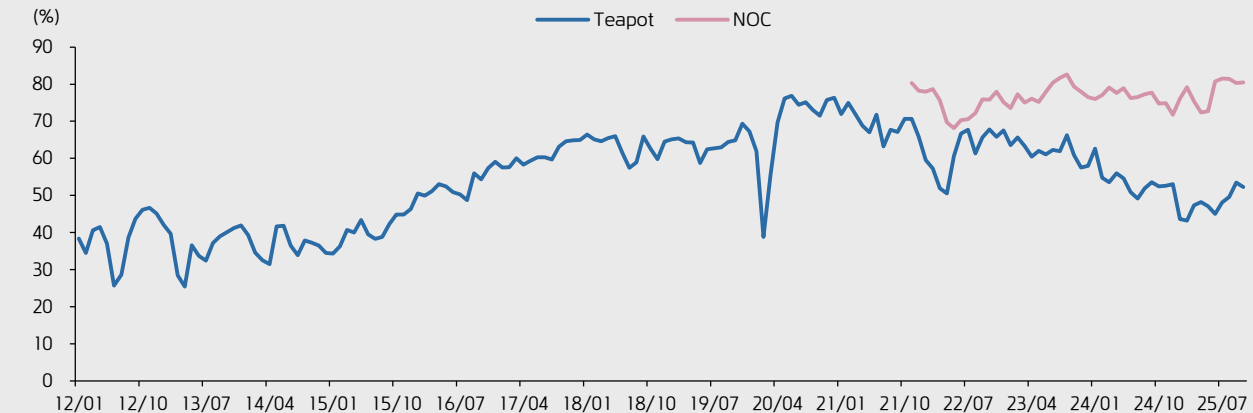
자료: 중국 정부 종합, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 수출감소의 원인: 중국 구조조정 효과 지속

- 원유 수입 쿼터가 부족한 Teapot 업체들은 연료유, 희석 원유 등을 사용해 정제/가공 해왔음
- 2024년말부터 변경된 세액 제도는 연료유 수입 관세 인상, 연료유 우회 수입 차단 및 증치세 환급 축소. 이는 중소형 Teapot 업체들의 수익성에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 규제
- 특히, 연료유를 수입해 가공해왔던 Teapot 업체들 입장에서는 세액 부담이 가중돼 수익성 악화와 직결
- 또한, 소비세 공제 제도 역시 기존 Feedstock을 기준으로 공제액을 산정하던 방식에서 수출 기반으로 변경. 결국, 최종 생산된 제품의 수출을 기반으로 소비세 공제액이 산정
- 저품질/희석 원유/연료유를 가공해 판매해오던 Teapot 업체들은 경질유 수출이 낮을 수 밖에 없고, 수익성의 추가 악화로 연결. 수익성에 직접적으로 영향을 미치는 규제 강화로 Teapot 업체들과 국영업체들의 가동률 괴리율은 오히려 상승

중국 정제설비 가동률



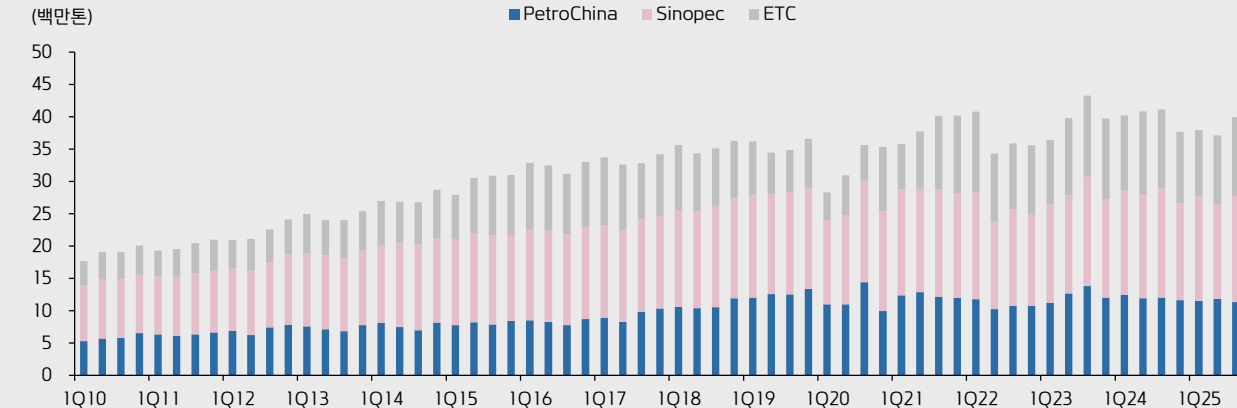
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 수출감소의 원인: 중국 구조조정 효과 지속

- 중국 정제설비 정제처리량 중 Teapot 업체 점유율은 30% 수준. 3Q25 휘발유 생산량을 기준으로 PetroChina와 Sinopec이 공시한 생산량은 각각 1,135만톤과 1,640만톤. 이는 전체 휘발유 생산량의 69.5%를 차지
- 등유 생산량을 비교해 보더라도 3Q25 두 기업의 생산량은 각각 519만톤, 934만톤으로 전체 생산량 중 88.1%를 차지하는 수준을 기록함
- 경유의 경우 상황이 조금 다른 특징. 3Q25 두 기업이 공시한 생산량은 각각 1,347만톤, 1,394만톤으로 전체 생산량인 5,121만톤을 바탕으로 계산해보면 비중은 각각 26.3%, 27.2%
- 두 기업의 경우 생산량 합산 점유율은 53.5%. 이는 휘발유/등유 대비 상대적으로 저조한 비중을 의미. 이유는 희석 원유, 연료유 가공 등을 통해 생산되는 최종제품의 비중은 중간유분이 높기 때문

중국 휘발유 생산량 추이

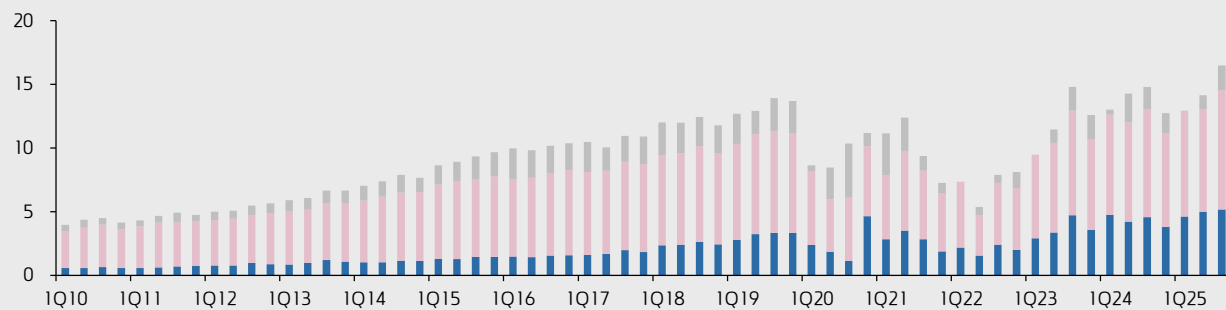


자료: 국가통계국, PetroChina, Sinopec, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

중국 등유 생산량 추이

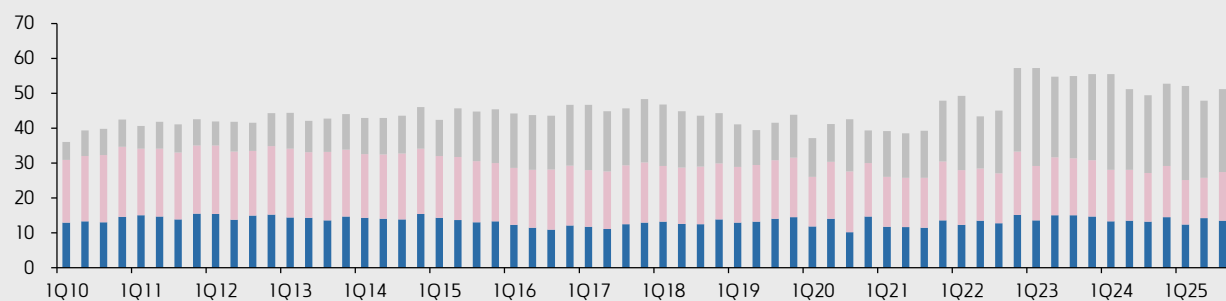
(백만톤)



자료: 국가통계국, PetroChina, Sinopec, 키움증권 리서치센터

중국 경유 생산량 추이

(백만톤)



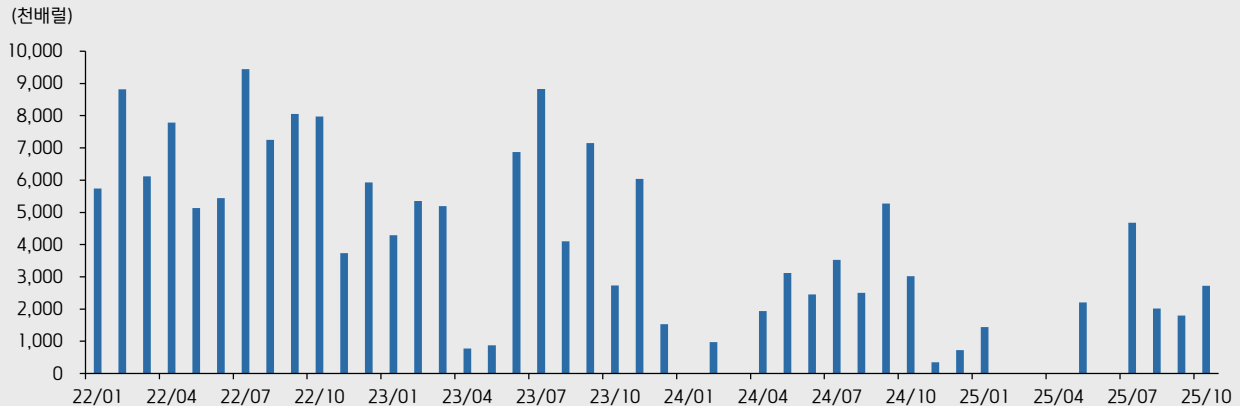
자료: 국가통계국, PetroChina, Sinopec, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 수출감소의 원인: 중국 구조조정 효과 지속

- 실제 연료유 수입량 역시 2024년 월 평균 1,269만배럴에서 2025년 평균 1,089만배럴로 -14.2% YoY 감소
- 중국 전체 희석 역청(Bitumen Blended) 수입량 역시 -40.1% YoY 감소를 기록 중
- Teapot 가동률이 7월 이후 소폭 회복되며 연료유, 희석 역청유 수입 역시 동반 증가를 기록 중이지만, 과거대비 저조한 흐름은 지속되고 있음
- Shandong 지역 연료유 수입량은 2025년 평균 291.8만배럴로 -29.8% YoY를 기록 중이며, 희석 역청 역시 -25.4% YoY를 기록 중인 상황
- 참고로, 2025년 10월 기준 Bitumen Blended의 Shandong 지역 수입비중은 98.9%까지 상승했으며, 이외 지역의 수입은 거의 전무한 상황

Shandong 희석역청(Bitumen Blended) 수입 추이

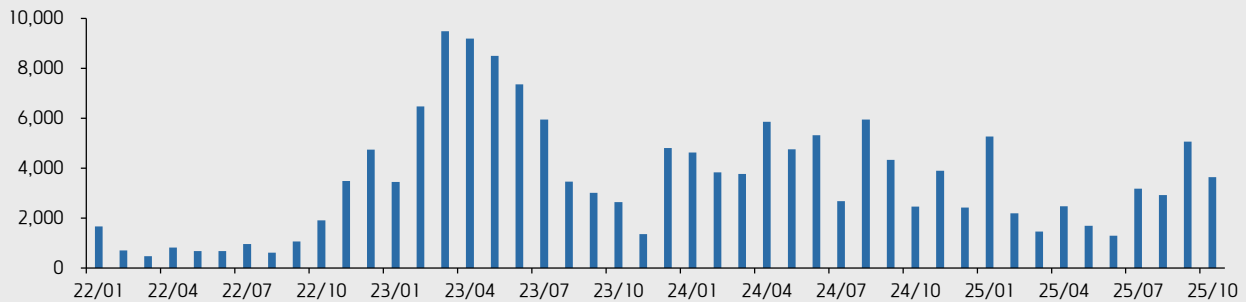


자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

Shandong 연료유 수입 추이

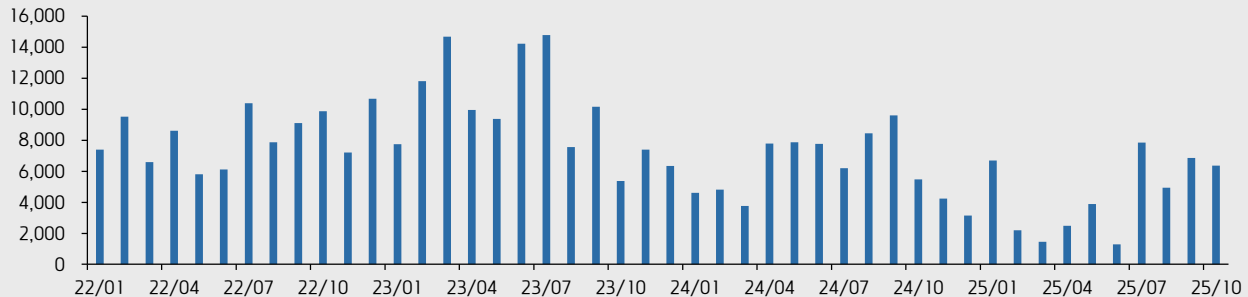
(천배럴)



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

Shandong 연료유+희석 역청 수입 추이

(천배럴)



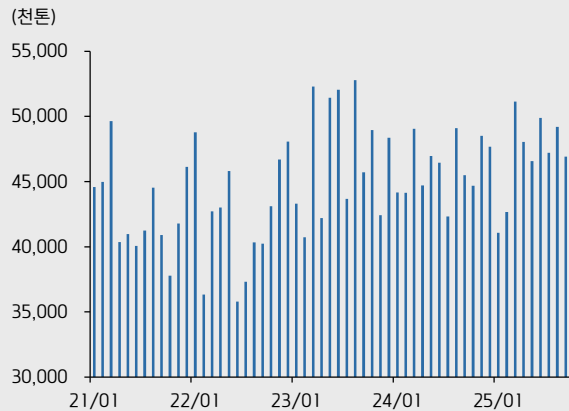
자료: 해관총서, PetroChina, Sinopec, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 수출감소의 원인: 구조조정은 체계적으로 진행 중

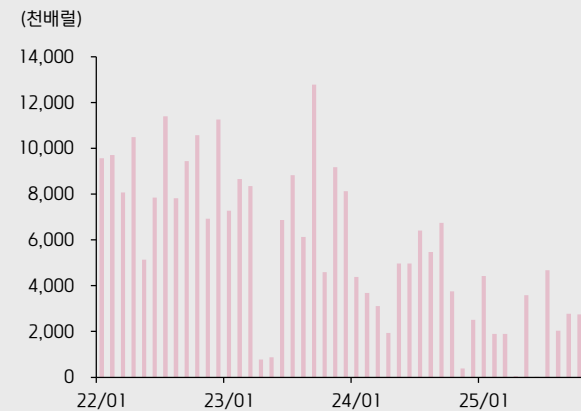
- 국영 기업의 M/S 확대와 동시에 민영기업간의 점유율 격차 역시 발생 중인 것으로 추정
- 2025년 중국의 원유 수입쿼터는 2.6억톤으로 2024년대비 1,400만톤 증가. 비국영 정유사들의 경우 원유 수입 쿼터를 배정받아 수입을 하는 구조
- 한편, 2025년 비국영 원유 수입 쿼터의 15.6%는 ZPC에 할당. Hengli 8%, Shenghong 6%, Yulong 가동 개시에 따라 5%의 비중을 할당받았음
- 수입쿼터를 보유한 민영 정유사 중심의 시장 개편 역시 가속화되고 있다는 판단. 또한, 중국 정부 역시 규제 체계에 부합하는 Teapot 업체들의 세액 환급률을 조정함으로써 시장 개편에 직접적으로 개입 중
- 실제 쿼터 미보유 Teapot 업체들의 가동률은 전체 평균대비 큰 폭으로 하회할 것으로 추정. 이는 시장 재편의 가속화 요소

중국 원유 수입 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 희석 역청 수입 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

[중국 Teapot 일부 업체에 대한 소비세 환급 인상](#)

China's Shandong raises fuel oil import tax rebates for some refineries, sources say

SINGAPORE, July 3 (Reuters) - The provincial government of Shandong, China's refining hub, has increased fuel oil import tax rebates for six independent refineries to improve their profitability as they struggle with low margins and fuel demand, industry sources said this week.

The Shandong provincial tax bureau increased the consumption tax rebates that the independent refiners, also known as teapots, will receive for the sale of gasoline and diesel refined from imported fuel oil by 25 percentage points to between 75% and 95%, three sources with direct knowledge of the matter said this week.

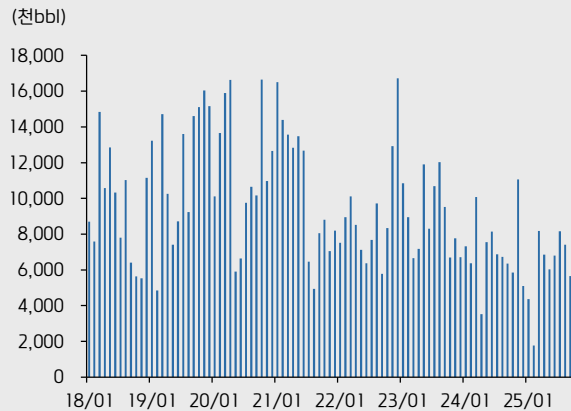
자료: Reuters, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적일 전망

◎ 2026년에도 중국의 수출 여력은 증가하기 어려울 것

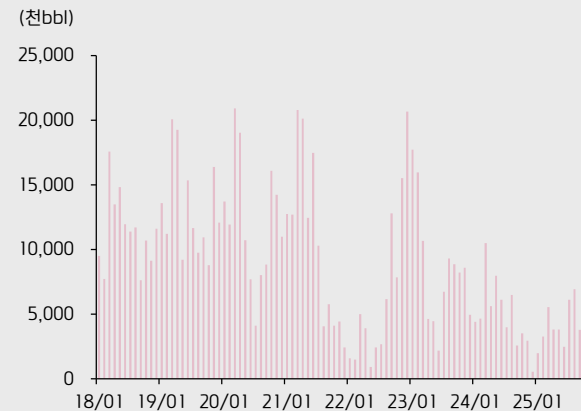
- 기존 Capa 규제 대비 실제 세액제도의 조정은 구조조정 강화를 의미
- 특히, 2025년말 중국은 전통산업 구조개편 등 추가적인 구조조정 강화를 지속 중. 감유증화의 트렌드 하에서 기존 정제설비에 대한 구조조정이 악화될 가능성 역시 낮아지는 상황
- 결국 중소형 Teapot 업체들의 가동률 상승은 2026년에도 어려울 것으로 예상
- 중국의 정제품 수출 감소는 2026년에도 지속될 것으로 예상. 역내 공급의 축소를 의미

중국 휘발유 수출량 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 경유 수출량 추이



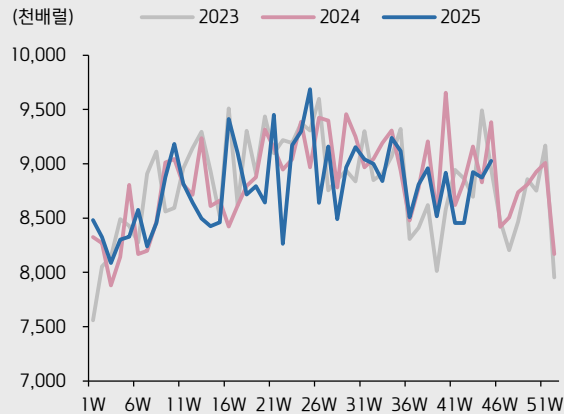
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

수요의 추가적 개선

◎ 2025년 수요의 개선은 부진

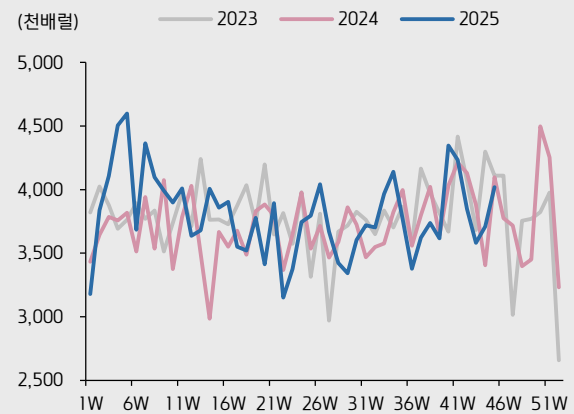
- 앞서 언급했듯 중국의 내수수요의 개선은 뚜렷하게 관찰되지 않는 상황. 휘발유 및 경유 수요 모두 전년대비 보더라도 크게 개선폭이 나타나지 않고, 2023년 대비로는 오히려 감소
- 미국의 경우에도 전년대비 개선세가 뚜렷하지 않음. 오히려 휘발유 수요는 감소. 2025년 현재 미국의 휘발유 수요는 -3.8% YoY, 경유 수요는 -2.0% YoY를 기록 중
- 실제 휘발유 국제가격은 -2.6% YoY를 기록했지만, 미국 Retail 가격의 하락은 전년대비 제한적. 이에 따라 수요의 개선 역시 관찰되지 않는 상황. 경유 가격은 오히려 타이트한 공급을 바탕으로 +10.0% YoY 상승하며 수요 감소 요인으로 작용

미국 휘발유 명목소비 추이



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

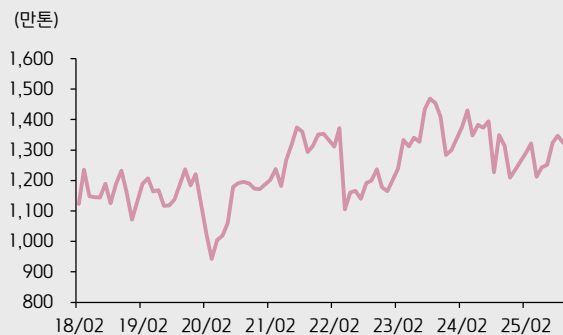
미국 경유 명목소비 추이



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

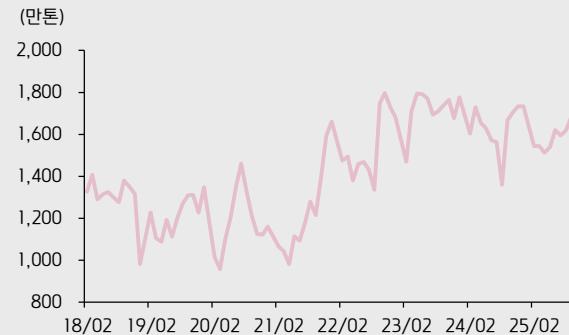
2026년 수요의 추가적 개선

중국 휘발유 명목수요 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

중국 경유 명목수요 추이



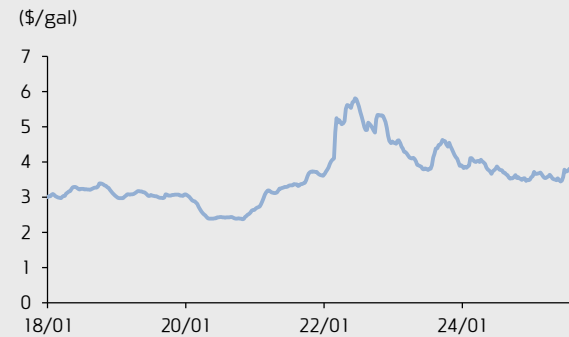
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

미국 Retail 휘발유 가격



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 Retail 경유 가격



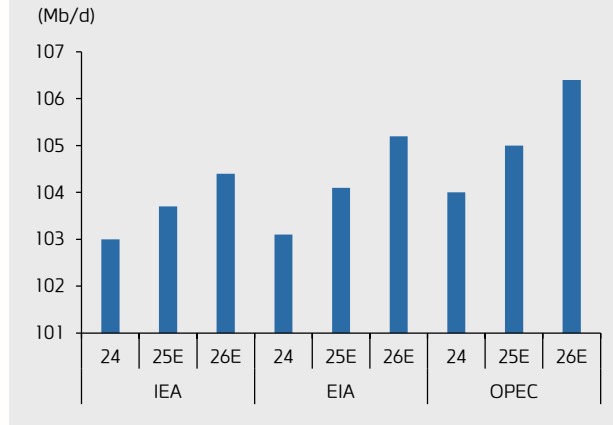
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

2026년 수요의 추가적 개선

◎ 유가 하향안정화는 수요 개선으로

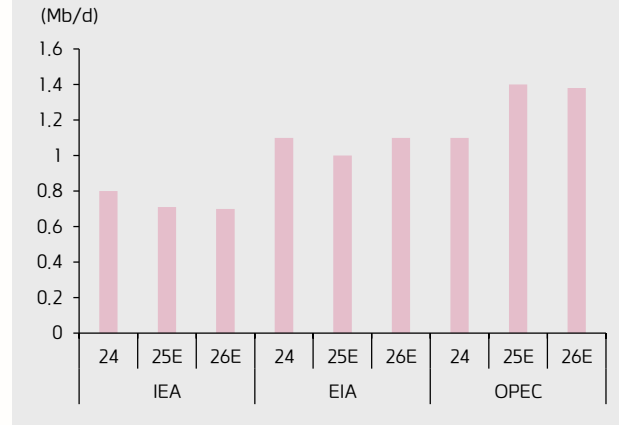
- IEA, EIA, OPEC 모두 2026년 석유수요 전망치를 2025년 대비 소폭 둔화로 전망. 이유는 EV 전환, 연료 효율증가(운송/난방 등) 등. 하지만, 최근 수요 전망치는 상향 조정 중. 관세 우려 완화 등이 주요 요인
- 최근 IEA는 유가 하락에 따른 효과로 유럽지역 수요전망치를 역성장에서 순성장으로 상향 조정. 유가의 하락은 글로벌 수요의 개선 요인으로 작용할 것이라는 전망
- EIA는 2026년 휘발유 Retail 가격이 \$3/gal 이하로 떨어질 것으로 전망 중. 경유 가격 역시 2026년 \$3.5/gal 수준으로 예상하고 있음. 현재 미국 휘발유 Retail 가격 하락은 제한적인 흐름에서 추가적인 하락이 발생할 것으로 예상되는 상황이고 수요 측면에서 긍정적 요인
- 2025년 하향안정화된 유가는 2026년 수요의 개선 요인으로 작용할 수 있을 전망. 결과적으로 수급 측면에서 긍정적 요인 역시 발생 중

주요 기관 수요 전망치



자료: IEA, OPEC, EIA, 키움증권 리서치센터

주요 기관 수요 성장 전망치



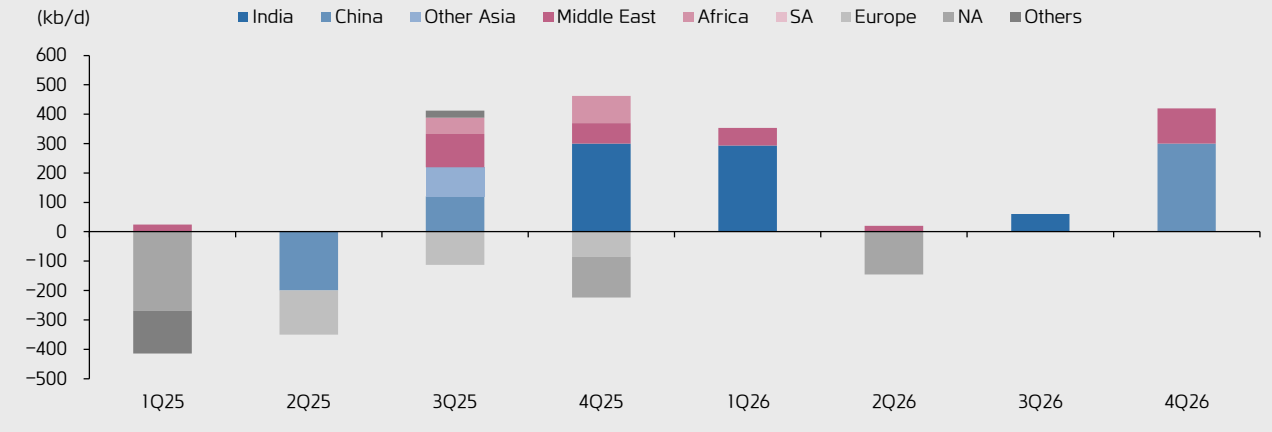
자료: IEA, OPEC, EIA, 키움증권 리서치센터

증설은 저점으로

◎ 2026년 정제설비 증설은 소폭 증가, 여전히 폐쇄는 지속

- 2025년 정제설비 순증설 규모는 40만b/d 수준으로 예상. 2026년 정제설비 순증설은 70만b/d로 소폭 증가할 것으로 예상
- 하지만, 2023년 180만b/d → 2024년 160만b/d 대비 증설은 다시 저점으로 돌입. 특히, 서구권 중심으로 지속되고 있는 설비 폐쇄 압력 역시 향후 공급 증가를 제한하는 요인으로 작용할 전망
- 2025년 미국의 Phillips 66(13.9만b/d) 폐쇄 이후 2026년 Valero의 캘리포니아 정제설비(14.5만b/d) 폐쇄 예정. 유럽의 경우에도 2025년 -8.5만b/d의 정제설비 폐쇄가 발생
- 특히, 유럽의 경우 폐쇄 위험 설비 비중이 49%에 달하는 상황. 향후 폐쇄 압력 역시 증가할 수 밖에 없는 구조. 유럽 설비의 경우 고도화율과 수익성 모두 낮기 때문. 실제로 유럽의 정제설비 제품 생산 비중의 74.2%는 중간유분(경유 등)과 연료유로 구성돼 있음

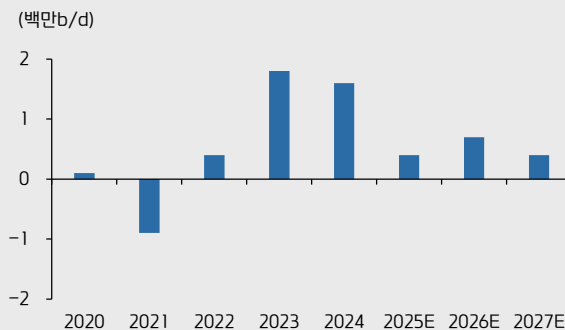
글로벌 정제설비 증설/폐쇄 추이



자료: BNEF, 키움증권 리서치센터

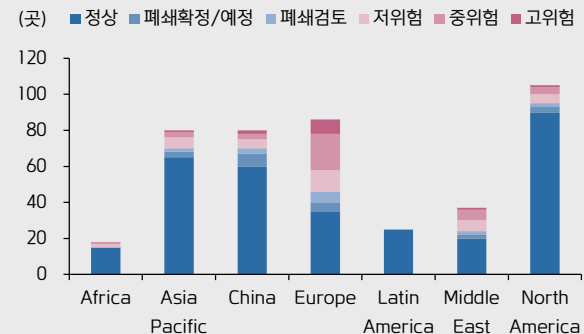
증설은 저점으로

글로벌 정제설비 순증설(연간) 추이



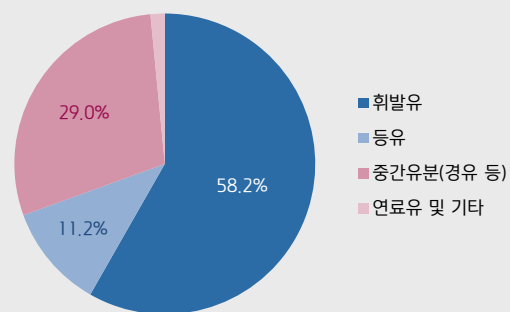
자료: BNEF, 키움증권 리서치센터

글로벌 폐쇄 위험 설비 추이



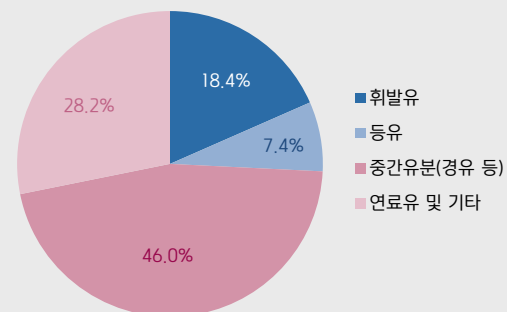
자료: WoodMac, 키움증권 리서치센터

미국 정제설비 제품 생산 비중



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

유럽 정제설비 제품 생산 비중



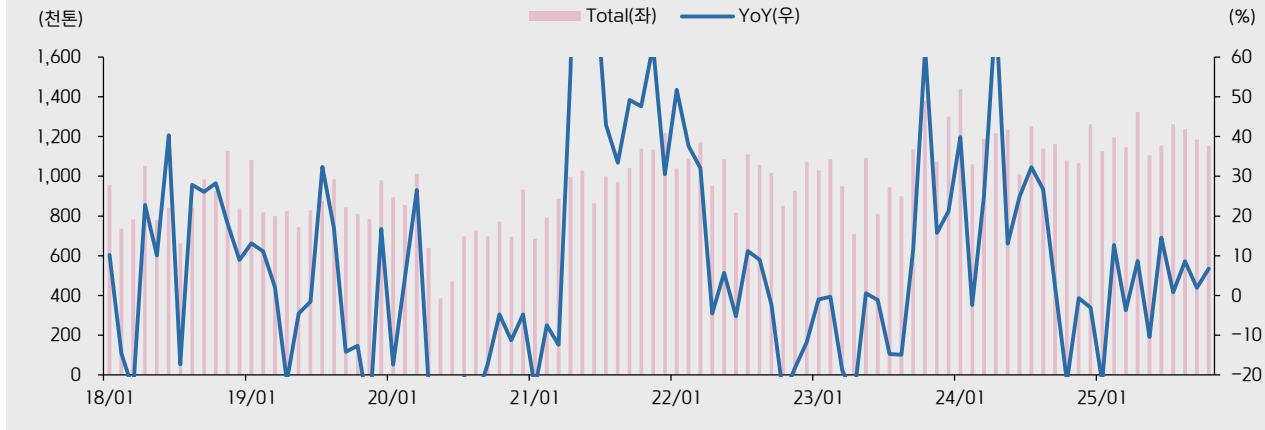
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

증설은 저점으로

◎ 수출 증가: 실제 정제설비 폐쇄 및 가동차질 영향

- 국내 휘발유 수출량은 2025년 10월 115만톤으로 +6.7% YoY를 기록. 2025년 7월 고점대비 감소하고 있는 상황이지만, 비수기 등을 고려할 때 과거대비 건조한 흐름
- 국내 휘발유 수출의 증가폭이 가장 크게 나타난 곳은 미국. 특히, 성수기 시점 미국향 휘발유 수출량은 전년대비 40%이상 증가. 관세 우려 강화로 6월 역성장을 제외하고는 큰 폭의 상승세가 지속됨. 동남아향 수출량 역시 2025년 10월 45.7만톤으로 건조한 흐름이 지속
- 미국향 항공유 수출 역시 건조한 증가세 지속 중. 10월 미국향 항공유 수출량은 42.4만톤, +31.7% YoY 기록 중. 절대 수출량 자체는 올해 고점대비 감소하긴 했지만, 계절성 고려할 때 전년대비 성장세는 유효
- 중국의 Downstream 수출 감소와 미국 서부 정제설비 폐쇄 영향으로 국내 정제품 수출의 직접적인 증가가 관찰되고 있는 것으로 추정됨

국내 휘발유 수출 추이

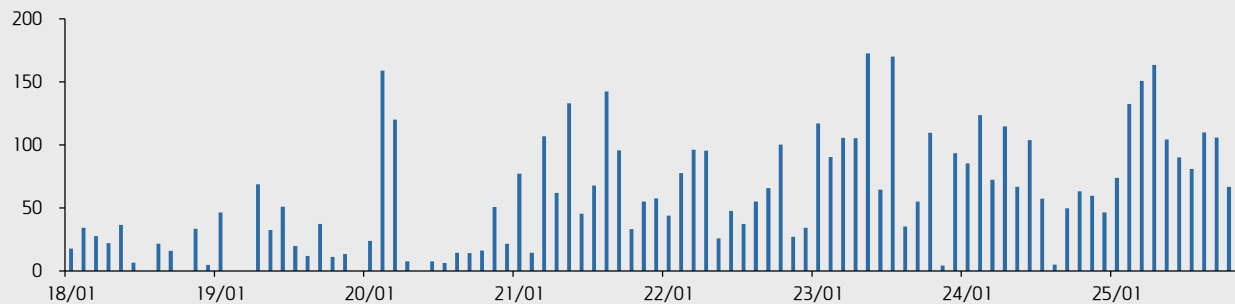


자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

증설은 저점으로

미국향 휘발유 수출 추이

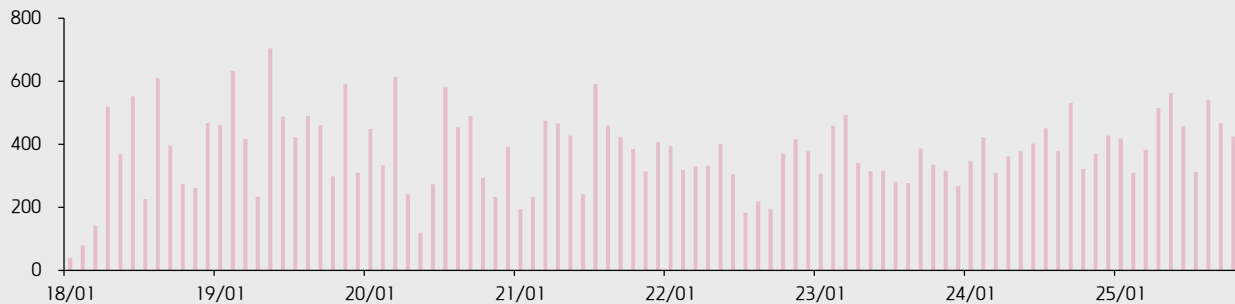
(천톤)



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

미국향 항공유 수출 추이

(천톤)



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

증설은 저점으로

◎ 증설 전망치 추가 하향 조정도 가능

- 2025년 글로벌 순증설은 30만b/d 수준으로 예상. 기존 전망치대비 1/3 수준으로 하향조정이 진행됨. 기존대비 유럽 설비 폐쇄 증가와 미국 서부의 추가적인 설비폐쇄 등이 발생했기 때문
- 2026년 역시 폐쇄 예정된 설비는 아직 크지 않은 상황. Valero의 캘리포니아 설비 14.5만b/d 정도가 폐쇄 예정으로 계획됨. 하지만, 이후 유럽/미국 중심의 추가적인 설비 폐쇄 발생할 경우 증설 전망치의 추가적인 하향조정도 발생할 것
- 특히, 유럽의 경우 폐쇄 위험 설비 비중이 49%에 달하는 상황. 향후 폐쇄 압력 역시 증가할 수 밖에 없는 구조. 유럽 설비의 경우 고도화율과 수익성 모두 낮기 때문. 실제로 유럽의 정제설비 제품 생산 비중의 74.2%는 중간유분(경유 등)과 연료유로 구성돼 있음

국내 휘발유 수출 추이

시기	업체	지역	설비명	정제처리량 (만b/d)	비고
2024	Eni	이탈리아	Livorno	8.4	
	Gunvor	네덜란드	Rotterdam	7.5	
2025	LyondellBasell	미국	Houston	26.8	
	Shell	독일	Wessling	14.7	2026년 기유 공장 가동
	Petroineos	영국	Grangemouth	15.0	수입 터미널 전환
	Prax	영국	Lindsey	11.3	
	Phillips 66	미국	LA	13.9	
	BP	독일	Gelsenkirchem	8.0	우선 매각 진행 중
2026	Valero	미국	Benicia	14.5	

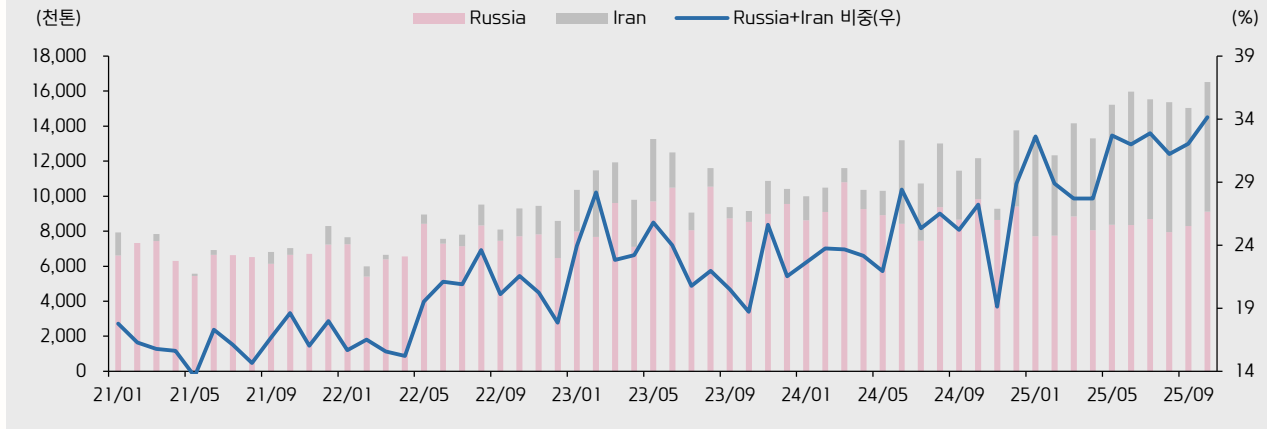
자료: 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 중전을 가정한다면? – 중국관점

- 최근 러-우 전쟁 중전합의에 대한 논의가 지속. 이에 따라 정제마진 역시 고점에서 하향 조정 중
- 중국의 2025년 10월 원유 수입량은 총 4,835.7만톤, 이중 러시아산 원유는 910.9만톤, 이란산 원유는 740.5만톤으로 러시아, 이란산 원유 도입비중은 34%로 추정됨
- 이외 우회 수입 등의 물량 등을 고려한다면, 실제 비중은 이보다 높을 것으로 추정
- 러시아 및 이란산 원유 도입비중은 2025년 4월 이후 급격히 상승. 관세 불확실성 극대화 및 미-중 갈등의 강화 국면에서 도입비중이 급격히 상승했던 것으로 추정됨
- 2025년 10월 현재 도입비중은 감소하고 있지 않은 국면, 중국의 러시아/이란산 원유 의존도는 2024년대비 오히려 확대됐다고 볼 수 있음

중국 러시아 및 이란산 원유 수입 추이



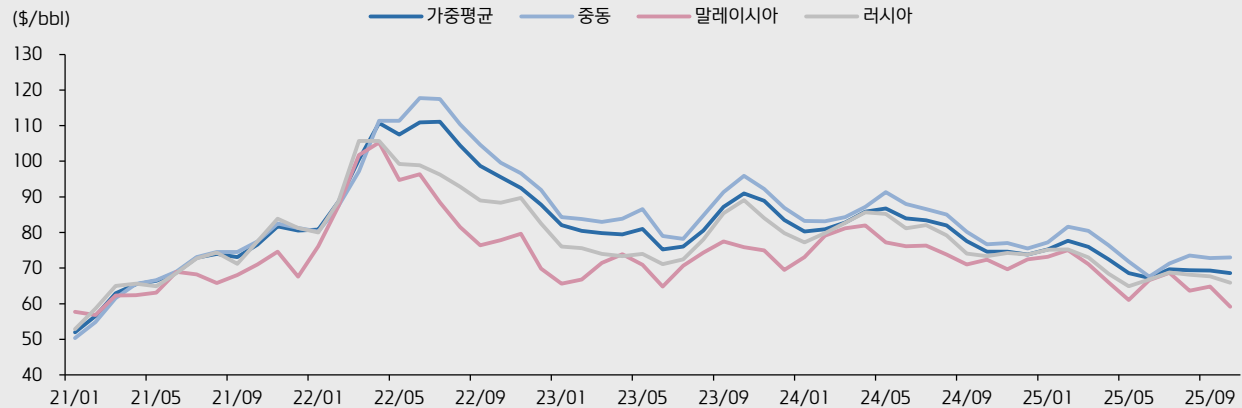
자료: Bloomberg, 해관총서, 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 중전을 가정한다면? – 중국관점

- 해관총서에서 발표하는 중국의 러시아산 원유 수입단가는 2025년 10월 기준으로 \$65.9/bbl 수준. 이는 전체 가중평균 수입단가인 \$68.6/bbl대비 -4.0% 낮은 수준
- 이란산 원유에 대한 구체적인 수입 판가는 알 수 없음. 하지만, 주요 우회 수입국인 말레이시아산 원유 도입단가는 \$59.2/bbl로 가중평균 단가 대비 -13.7% 낮은 수준으로 수입됨을 알 수 있음
- 말레이시아 원유 도입비중은 2025년 10월 기준으로 9.9% 수준. 주요 우회수입국과 러시아산 원유 도입비중은 2025년 10월 기준으로 44.7%를 기록했으며, 2025년초 이후 소폭 상승세 발생 중

중국 원유 수입단가 추이



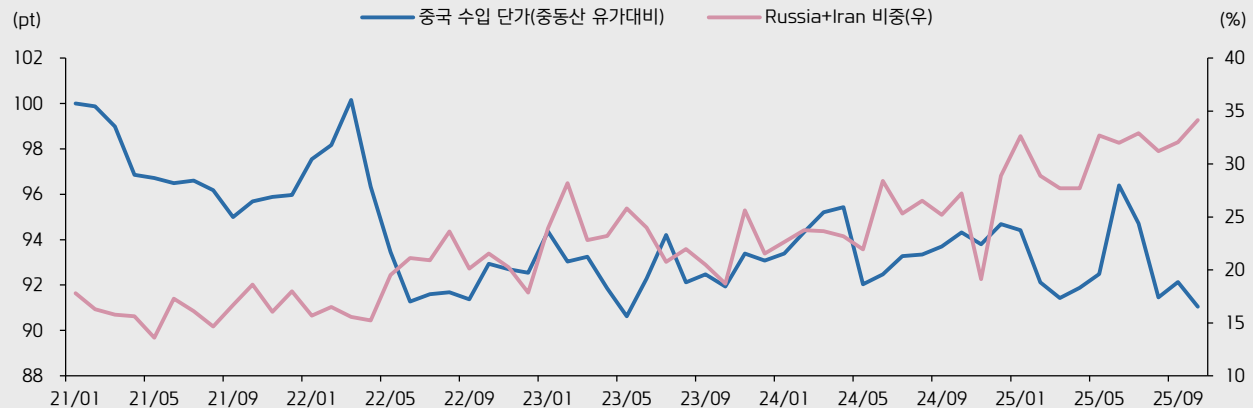
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 중전을 가정한다면? – 중국관점

- 러시아, 이란산 수입비중 증가에 따라 중국의 원유 수입단가는 중동산 대비 할인율이 증가해왔음. 2021년 초 대비 중동산 수입 단가는 45.0% 상승한 반면, 중국의 원유 전체 수입단가는 32.0% 상승에 그침
- 종전 이후 러시아산 원유 가격의 정상화가 지속될 경우 중국의 원유 수입단가는 상승 압력이 증가할 것으로 예상. 특히, 러시아산 원유의 수입비중은 공식 통계상 18.8% 비중을 차지하고 있고, 우회수입까지 고려한다면 실제 비중은 이보다 높을 것으로 예상. 참고로 이란산 원유 비중은 15.3%를 차지하고 있을 것으로 추정됨
- 이란 제재는 지속된다고 가정하더라도 러시아산 원유 가격의 정상화는 중국 정유업체 입장에서 수익성 악화로 이어질 수 있는 상황
- 또한, 구조조정 지속에 따라 수익성이 악화된 중소형 정유사들의 공급여력은 추가적으로 악화될 수 있어 제한적 공급 상승이 예상됨. 이에 따라 실제 공급증가 효과 역시 제한적일 것

중국 원유 수입단가 및 이란/러시아산 비중 변동 추이



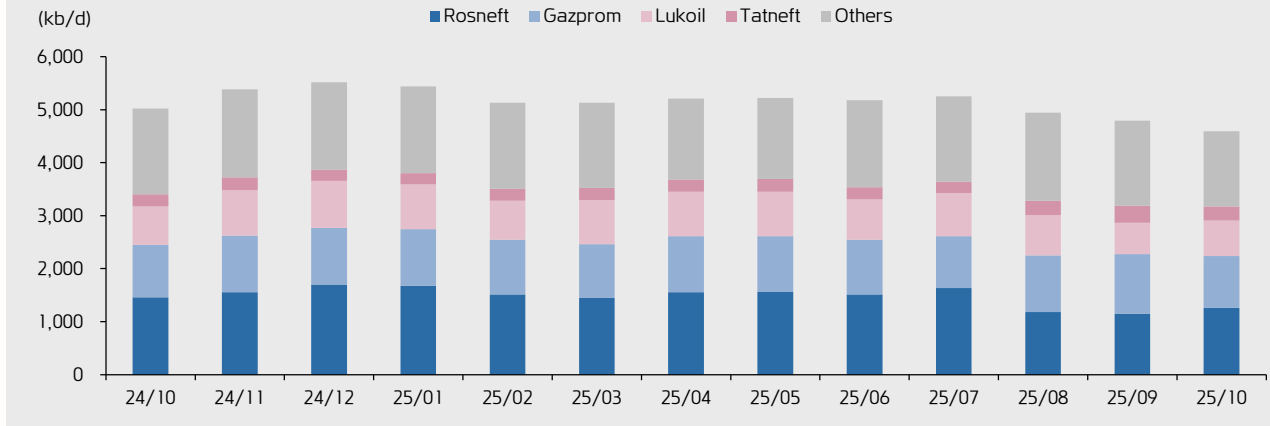
자료: 해관총서, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 중전을 가정한다면? – 러시아관점

- 러시아 정제설비 피격 등으로 2025년 10월 정제처리량은 4,6백만b/d를 기록하며 정상 수치인 5.4백만b/d대비 80만b/d 하락. 러시아 최대 정유사인 Rosneft는 7월대비 10월 정제처리량이 22% 하락. 이외 주요 정제설비인 Kirishi(42만b/d) 역시 7월대비 10월 정제처리량이 16%가량 하락
- IEA는 2026년 상반기 정제처리량은 500만b/d를 하회할 것으로 전망 중. 추가적인 타격이 없다는 가정 하에 2026년 말 정제처리량은 5.4백만b/d, 정상 수준으로 회복될 수 있을 것으로 예상
- 현재 러시아의 가동차질 정제설비 Capa 80만b/d를 고려하면 글로벌 공급의 1% 수준. 재가동 시점까지의 시간도 필요하기에 실제 시장에 대규모 물량이 일시적으로 증가하는 것 또한 제한적일 것
- 해상 정제품 수출량은 2025년 9월 195만b/d 수준인 것으로 파악됨. 2025년 1~7월 월 평균 수출량은 229만b/d로 정제설비 가동 차질 등 영향으로 감소한 수출량은 14.6% 수준인 것으로 추정

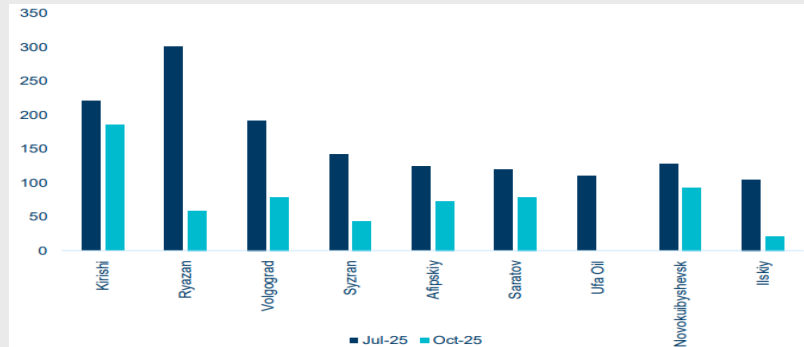
러시아 정제처리량 추이



자료: Kpler, IEA, 키움증권 리서치센터

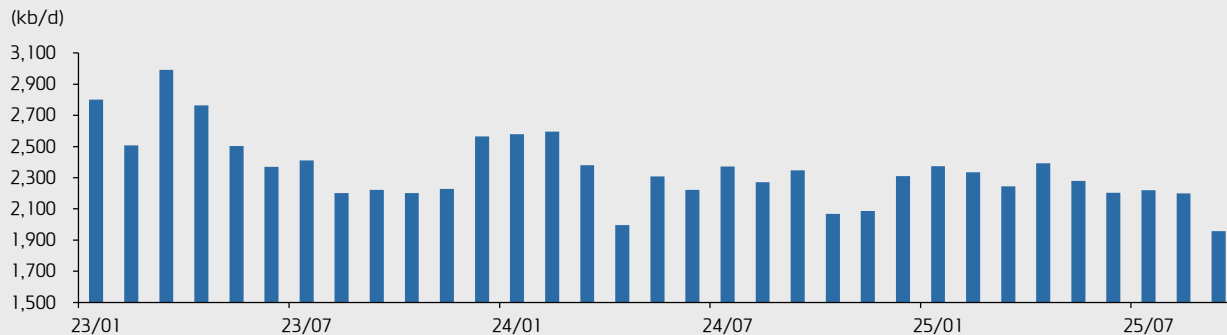
중전을 가정한다면?

러시아 주요 정제설비 정제처리량 추이(7월대비 10월)



자료: KSE, 키움증권 리서치센터

러시아 해상 정제품 수출량 추이



자료: Kpler, 키움증권 리서치센터

종전을 가정한다면?

◎ 종전을 가정한다면? – 종합

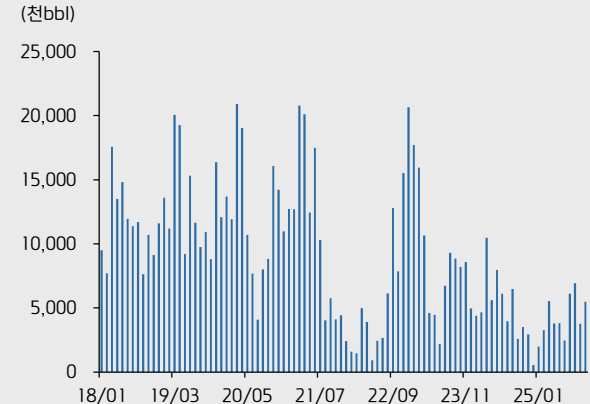
- 전쟁으로 인한 러시아 설비 가동차질 규모는 80만b/d, 실제 정제품 수출 감소 규모는 30만b/d 수준으로 추정됨
- 종전 이후 해당 설비들의 점진적 가동을 고려하더라도 중국의 수익성 감소로 공급 증가는 제한적인 흐름은 지속. 실제로 중국의 경유 수출량은 2023년대비 2025년 -49.4%를 기록했으며, 월 평균 420.5만배럴(14만b/d)의 감소폭을 기록 중
- 실제로 현재 등/경유 마진 강세는 글로벌 설비 폐쇄, 러시아 공급 차질, 중국의 수출 감소 등 복합적 공급 차질로 강세가 만들어지고 있는 상황으로 판단. 중국의 추가적인 수익성 악화까지 고려한다면, 정제마진의 충격은 제한적일 전망
- 그렇다면, 종전 이후 러시아의 공급 증가를 고려하더라도 디젤 가격의 하방 압력은 제한적일 것. 또한, 원유 공급 과잉 국면의 지속에 따라 실제 유가 하향안정화에 따른 Spread 개선 효과로 디젤 마진의 하방 역시 제한적일 전망
- 일부 마진 조정은 발생하겠으나, 종전 이후에도 우호적 업황 수준의 정제마진은 지속될 수 있다는 판단

경유 가격 및 마진 추이



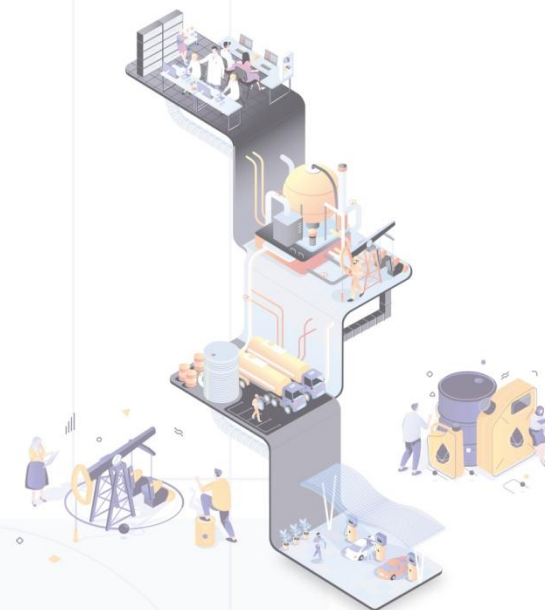
자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

중국 경유 수출량 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

II. 화학: 구조조정과 공급망 변화

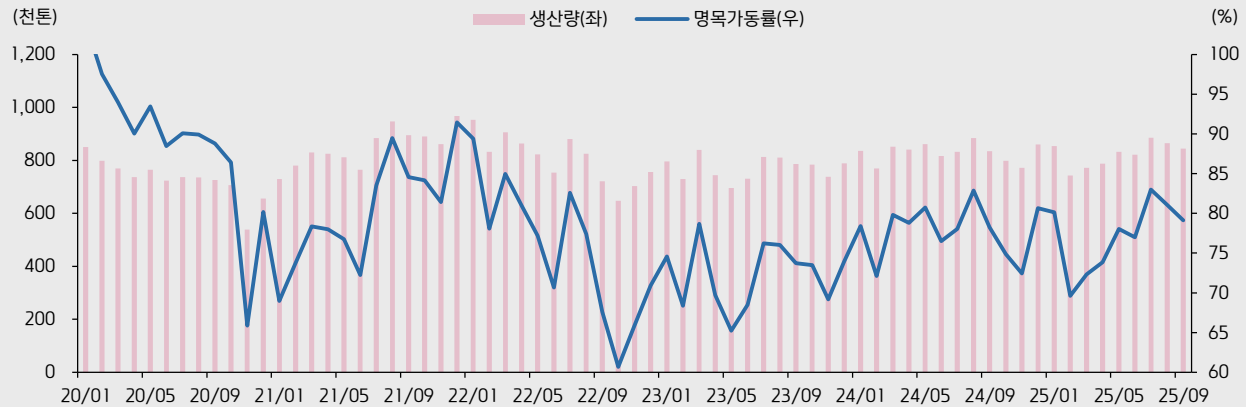


구조조정에 구조조정

◎ 국내 명목가동률은 개선 중이지만...

- 2025년 9월 국내 Ethylene 생산량은 84.4만톤, +1.1% YoY 개선을 기록. 한편 재고는 7.4만톤으로 전년대비 소폭 증가했으나, 2025년 7월 고점인 9.0만톤 대비해서는 감소세
- 2025년 9월 국내 Ethylene 명목가동률은 79.1%를 기록. 2024년 9월 78.3%대비 개선되기는 했지만, 80%를 하회하는 수준을 기록
- 9월 Propylene 명목가동률은 77.4%, 생산량은 71.1만톤을 기록. 마찬가지로 전년대비 소폭 개선세를 시현 중
- 범용 합성수지 PE 명목가동률은 65.7%로 여전히 70%를 하회하는 수준이 지속 중. 다만, 2024년 9월 60.8%대비해서는 큰 폭의 명목가동률 개선이 발생
- PP의 경우 명목가동률 77.4%로 PE 대비 양호. 또한, 2024년 73.5%대비 역시 큰 폭의 개선 발생

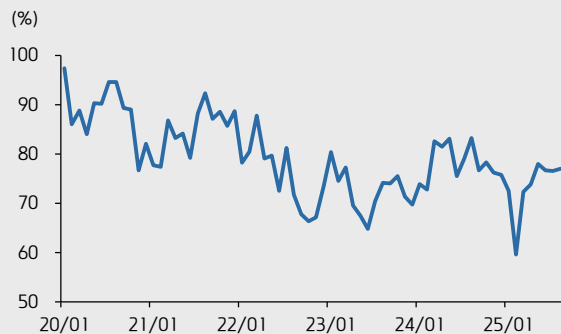
국내 Ethylene 생산량 및 명목가동률 추이



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

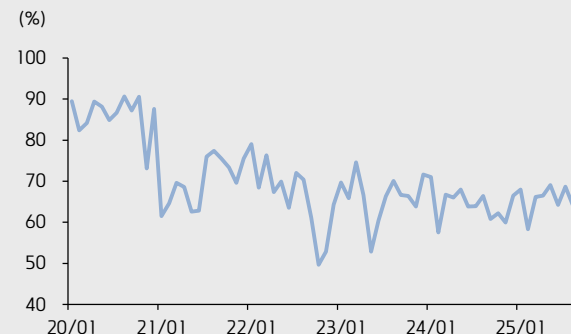
구조조정에 구조조정

국내 Propylene 명목가동률 추이



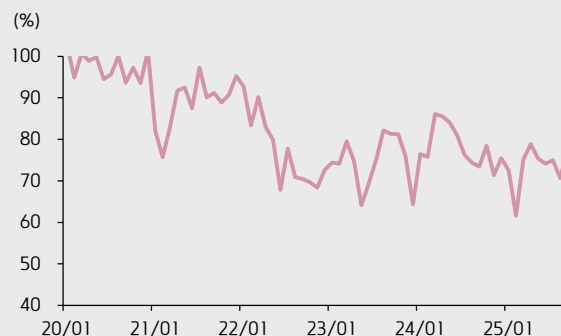
자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

국내 PE 명목가동률 추이



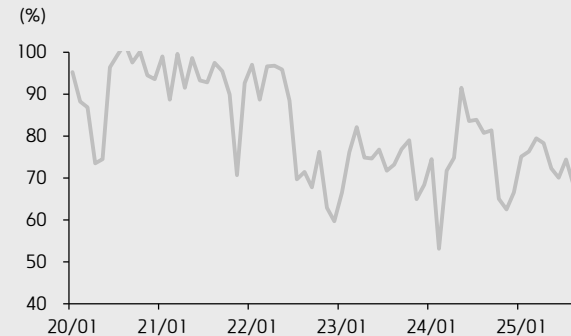
자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

국내 PP 명목가동률 추이



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

국내 ABS 명목가동률 추이



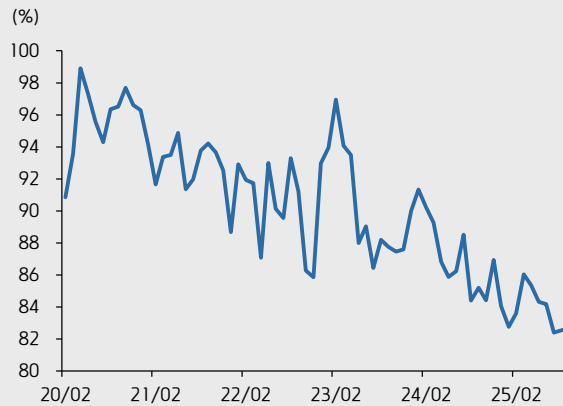
자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 국내 구조조정 영향: Upstream보다 문제는 Downstream

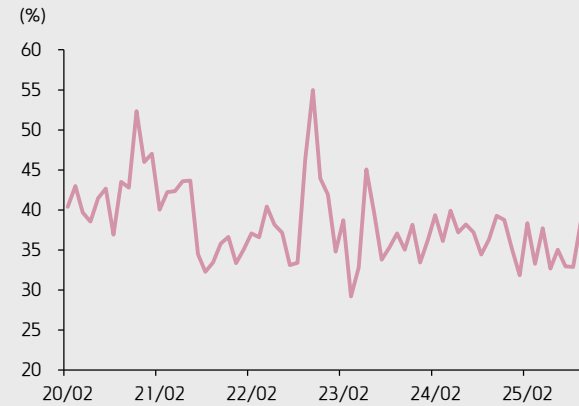
- 2025년 9월 국내 Ethylene 내수 명목수요는 69.8만톤, 이는 국내 전체 수요(수출 포함)의 82.7%가 내수수요로 발생 중임을 의미. Propylene 역시 내수 명목수요는 55.4만톤으로 마찬가지로 내수 수요비중이 77.9%를 차지
- Upstream 제품의 높은 내수 비중은 Feedstock으로 Downstream 생산공정에 공급되기 때문. 하지만, Downstream 제품의 경우 내수 비중이 절반도 안되는 상황.
- PE의 경우 내수 명목수요는 19.2만톤, 비중으로 볼 때 38.5%만이 내수 수요. PP의 경우에도 내수 비중이 43.0% 수준
- 범용 제품 전반에 걸쳐 2020년 이후 지속적인 내수 비중 축소가 발생. 이에 따라 Upstream 제품의 경우에도 내수 비중이 급격하게 하락. Ethylene의 사례를 보면, 2020년 내수 비중은 90% 중반에 달했으나, 2025년 현재 80% 초반으로 급격하게 하락. 타 범용 제품의 경우에도 마찬가지로 내수 비중의 축소가 발생 중

국내 Ethylene 내수 수요 비중 추이



자료: KOSIS, 키움증권 리서치센터

국내 PE 내수 수요 비중 추이



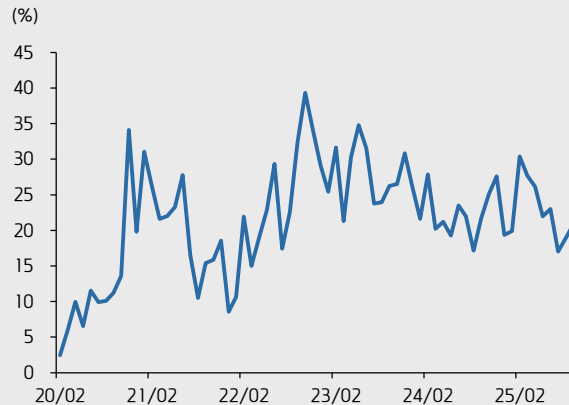
자료: KOSIS, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 국내 구조조정 영향: Upstream보다 문제는 Downstream

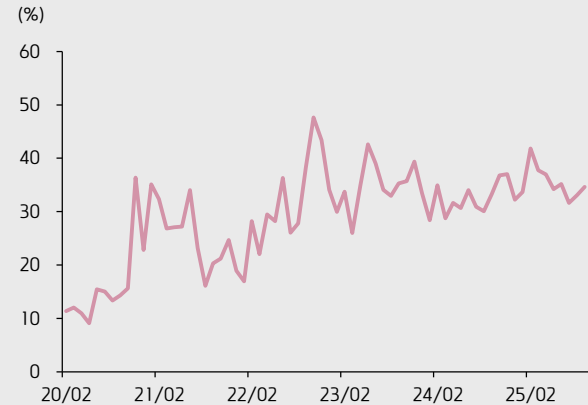
- 국내 석유화학 산업 구조개편의 목표는 내수수요 중심의 설비 통폐합, Capa 축소 등
- 9월 Ethylene 생산량을 기준으로 잉여 Capa는 연간 267.5만톤 수준. 수출을 제외한 내수수요 기준으로 잉여 Capa를 계산해보면 442.9만톤으로 추정됨
- 설비 과잉률은 Ethylene 생산량 기준 20.9%, 내수수요 기준 34.6%를 기록 중
- 정부의 목표치인 270~370만톤에 부합하는 수준으로 판단

국내 Ethylene 생산량 기준 공급과잉률



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

국내 Ethylene 내수수요 기준 공급과잉률



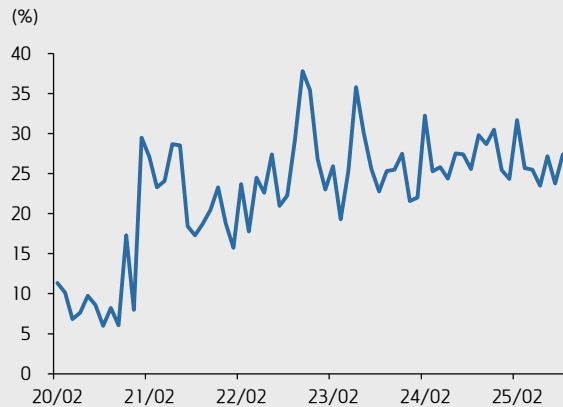
자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 국내 구조조정 영향: Upstream보다 문제는 Downstream

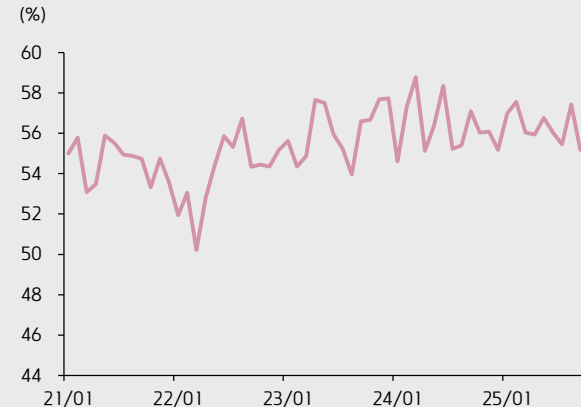
- 하지만, 실제 문제는 Downstream. Ethylene 등 Upstream의 경우 내수수요 비중이 높지만, Downstream 기준으로 보면 내수 비중이 절반을 하회하기 때문
- 9월 PE 생산량을 기준으로 현재 국내 설비의 잉여 Capa는 연간 219.9만톤, 내수수요를 기준으로 계산해보면 잉여 Capa는 465.0만톤으로 추정됨. 이는 Ethylene 잉여 Capa를 상회하는 수준
- PP 역시 생산량 기준 잉여 Capa는 83.1만톤 수준이지만, 내수수요를 기준으로 계산해보면 246.2만톤의 잉여 Capa가 발생할 것으로 추정되는 상황

국내 PE 생산량 기준 공급과잉률



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

국내 PE 내수수요 기준 공급과잉률



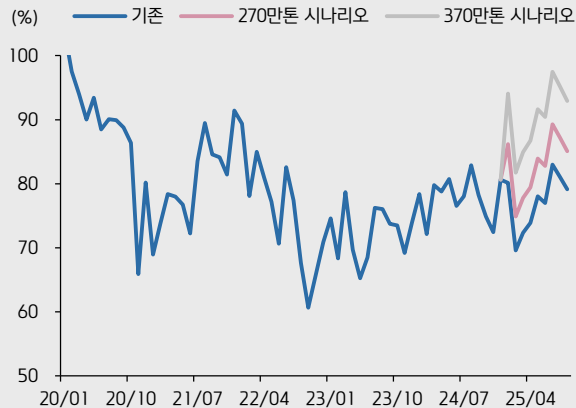
자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 국내 구조조정 영향: Upstream보다 문제는 Downstream

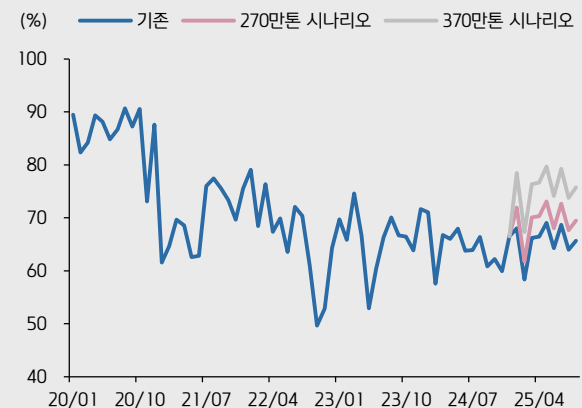
- 만약, 현재 정부 계획(270~370만톤) 기준으로 Ethylene Capa가 축소된다면, 270만톤 구조조정 기준으로 Ethylene 가동률은 85.1%, 370만톤 기준으로 92.9%까지 상승 가능한 상황. 이는 Shaheen 신규가동을 고려한 수치
- 국내 Ethylene Capa대비 PE Capa는 66% 수준. Ethylene의 경우 PE를 제외한 기타 유도품에도 Feedstock으로 사용되고, 일부 외판도 진행되고 있기 때문
- Ethylene Capa와 비례해서 PE Capa를 축소한다고 가정하면, 270만톤 기준으로 69.5%, 370만톤 기준으로 75.8%까지 상승 가능(기존 65.7%). 구조개편이 진행된다고 하더라도 여전히 80%를 하회하는 가동률이 지속될 것으로 예상. 이는 Shaheen 신규가동을 고려한 수치
- 결국 강한 Downstream 구조개편이 동반되지 않는다면, 실제 수익성 개선은 제한적일 수 밖에 없음

Ethylene 구조조정 가정 명목가동률 비교



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

PE 구조조정 가정 명목가동률 비교



자료: KOSIS, KCIA, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 구조조정에 구조조정을 더해서: 중국관점

- 중국 정부의 석유화학 산업 구조조정 강도는 강화되고 있음
- 기존 2021년~2023년 고에너지 설비 퇴출, 석유화학 고부가화 등 중장기 산업 관점의 계획을 제시해왔던 것과 비교해 최근 중국 정부는 범용, 저부가 화학제품에 대한 구조개편 계획들이 발표 중
- 2025년 9월 석유화학 안정성장을 위한 고부가 전환, 신규증설 스케줄 관리, 정책금융 제도 등을 개편할 계획을 밝힌 이후 2025년 10월 대표적인 과잉생산 품목인 PTA, PET 생산업체들을 대상으로 간담회 개최계획을 발표(4Q25내 개최 예정)
- 해당 간담회에서는 과잉생산에 대한 문제를 중점 논의할 계획. 업체들에게 생산능력 및 수익성, 신규 증설 계획 등 사업 계획을 제출하도록 요구
- 최근 PetroChina는 노후 정유/화학 설비 19기에 대한 영구 폐쇄 계획을 발표

2024~2025년 중국 화학산업 정책 주요 내용

시기	주체	정책	주요 내용
2024	MIIT 등 9개 부처	정밀화학 산업 혁신발전 계획	- 정밀화학/특수소재 산업 업그레이드, 기존 미달 중소 정밀화학 기업 이전/통합/폐지 - 범용 중간체 및 저부가 제품 증설 제한
	발개위 MIIT 등	전국 화학산업단지 이전개조 추진 회의	- 도시 인근 위험화학기업 이전 2025년 완료 목표 - 전국 화학산업 인종절차 마무리 / 비산단 소규모 설비 구조조정 지속
2025	CIECC	신소재 중심 구조전환 정책해설	- 감유증화 제시 - 고부가 신소재 중심 밸류체인 재편 / 벌크화학 과잉투자 억제방향 제시
	MIIT 등	화학산업 고품질발전 통지	- 전체 화학산업단 2025년말까지 재평가 - 우수 산단 중심 자원 집중 / 낙후 산단 개선 및 통합 가속화
	MIIT, 인민은행, 금융감독총국 등	석유화학 안정성장	- 에틸렌, PX, 석탄화학 신규투입 속도 지속 통제 - 고부가 합성수지/전자소재/특수고무 등 정책 및 금융 집중
	MIIT	PTA, PET Chip 과잉설비 관련 간담회	- PTA 및 Bottle Grade PET 주요 생산기업 소집, 과잉생산 문제 논의 - 기업별 생산능력, 수익성, 신규증설 현황 데이터 제출 요구 - 신규 프로젝트 심사 강화 및 낙후설비 구조조정 지시
	PetroChina	노후 정유/화학 설비 폐쇄 계획	- 노후 정유/화학 설비 19기 영구 폐쇄 발표 - 정부의 구조조정 기조에 따른 기업 차원의 실행 방안 - EV/태양광 등 고부가 포트폴리오 전환 가속화

자료: 중국 정부 종합, Reuters, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

중국 석유화학 산업관련 정책 요약

시기	주체	정책	주요 내용
2021	MIIT	석유화학 장려 기술/제품 목록 1차	- 친환경, 고효율, 신소재 중심 기술 전환 - 저부가, 노후 설비 업그레이드 지시 / 범용 화학 신규증설 간접 억제
	발개위, MIIT 등	고에너지 업종 에너지 효율 기준	- 에틸렌, 합성암모니아 등 기준미달 설비 퇴출 지시 - 2025년 효율 벤치마크 달성 의무화
	MIIT 등	화학산업단지 설립/인증 기준 시행	- 지방 구조조정 대상 효율 설비 리스트 구체화 - 전국 통일 화학공원(산업단지) 인증제 도입 - 위험화학품 기업 이전 가속 / 소규모 화학기업 구조조정 제도 기반 마련
2022	MIIT, 발개위 등	14-5 석유화학 고품질 발전의견	- 에틸렌, PX, 석탄기반 화학 신규증설 관리 강화 - 2025년 화학산업단지 생산액 비중 70% 목표 - 고부가 신소재 확대, 비산단내 화학공장 이전 가속
	MIIT, 국가에너지부 등	화학산업단지 디지털 전환 지침	- 신규 석유화학 프로젝트 산업단지내 이전 원칙 구체화 - 화학산단 생산비중 및 가동률 80% 유지 - 산업단지 단위 스마트/디지털화 추진, 구조 고도화 추진
2023	MIIT	석유화학 장려 기술/제품 목록 2차	- 고부가 신소재/전자재료 등 비중 확대 / 범용 설비 증설 억제 강화 - 기술개조 기반의 공급측 구조조정 유도
2024	MIIT 등 9개 부처	정밀화학 산업 혁신발전 계획	- 정밀화학/특수소재 산업 업그레이드 - 범용 중간체 및 저부가 제품 증설 제한 - 기준 미달 중소 정밀화학 기업 이전/통합/폐지 가속화
	발개위 MIIT 등	전국 화학산업단지 이전개조 추진 회의	- 도시 인근 위험화학기업 이전 2025년 완료 목표 - 전국 화학산단 인증절차 마무리 / 비산단 소규모 설비 구조조정 지속
2025	CIECC	신소재 중심 구조전환 정책해설	- 감유증화 제시 - 고부가 신소재 중심 밸류체인 재편 / 벌크화학 과잉투자 억제방향 제시
	MIIT 등	화학산단 고품질발전 통지	- 전체 화학산단 2025년까지 재평가 - 기준미달 산단 신/증설 승인 제한 및 지위 박탈
	MIIT, 인민은행, 금융감독총국 등	석유화학 안정성장	- 우수 산단 중심 자원 집중 / 낙후 산단 개선 및 통합 가속화 - 규모화장에서 품질/수익 중심 체제 전환
	MIIT	PTA, PET Chip 과잉설비 관련 간담회	- 에틸렌, PX, 석탄화학 신규투입 속도 지속 통제 - 고부가 합성수지/전자소재/특수고무 등 정책 및 금융 집중
	PetroChina	노후 정유/화학 설비 폐쇄 계획	- PTA 및 Bottle Grade PET 주요 생산기업 소집, 과잉생산 문제 논의 - 기업별 생산능력, 수익성, 신규증설 현황 데이터 제출 요구 - 신규 프로젝트 심사 강화 및 낙후설비 구조조정 지시 - 노후 정유/화학 설비 19기 영구 폐쇄 발표 - 정부의 구조조정 기조에 따른 기업 차원의 실행 방안 - EV/태양광 등 고부가 포트폴리오 전환 가속화

자료: 중국 정부 종합, Reuters, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

[PetroChina 설비 폐쇄 계획 발표](#)**PetroChina to phase out 19 old refining, chemical units to curb sector glut**

Nov 6 (Reuters) - State-owned major PetroChina plans to permanently shut 19 ageing refining and chemical units as part of Beijing's campaign to curb overcapacity and boost profitability, according to analysts.

The world's second-largest oil consumer is facing a faster-than-expected peak in fuel demand due to rapid electrification of its transportation fleet and its petrochemical sector is plagued by excess capacity and poor margins.

자료: Reuters, 키움증권 리서치센터

[PTA/PET 생산업체 간담회 개최 계획 발표](#)**China aims to tackle over-capacity in some plastic and fiber petrochemicals**

China's industry ministry has convened petrochemical companies producing fibers and plastics used to make clothing and bottles, aiming to address over-capacity in the sector.

The meeting will be held on Wednesday and deal with "involution," a Chinese word that means relentless competition that destroys profits, among producers of purified terephthalic acid (PTA) and its downstream product, bottle-grade polyethylene terephthalate (PET) chips, according to a notice from China's Ministry of Industry and Information Technology (MIIT) dated October 27, circulating on social media.

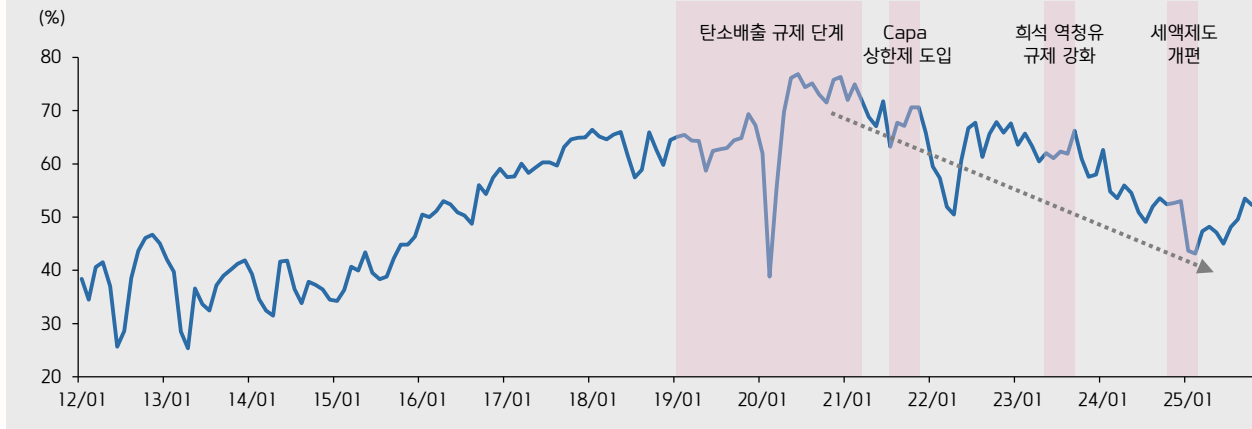
자료: 중국 정부, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 구조조정에 구조조정을 더해서: 중국관점

- 단순 비교는 어렵지만, 정유산업 구조조정은 한발 앞서 진행 중. 핵심은 결국 방향성과 정부의 의지
- 정유산업 구조조정의 큰 틀을 보면 탄소배출 규제 → Capa 상한 도입 → 원료/제품 규제 강화 → 세액제도 개편 순으로 이루어져 온 것을 알 수 있음. 또한, 실제 규제 강도가 강화됨에 따라 Teapot 가동률 역시 지속 하락하고 있는 추세
- 실제 수익성에 영향을 미칠 수 있는 규제가 시행된 이후 가동률 하락은 가속화되고 있는 상황

중국 정유산업 구조개편 주요 내용 및 Teapot 가동률 추이



자료: 중국 정부 종합, 국가통계국, 키움증권 리서치센터

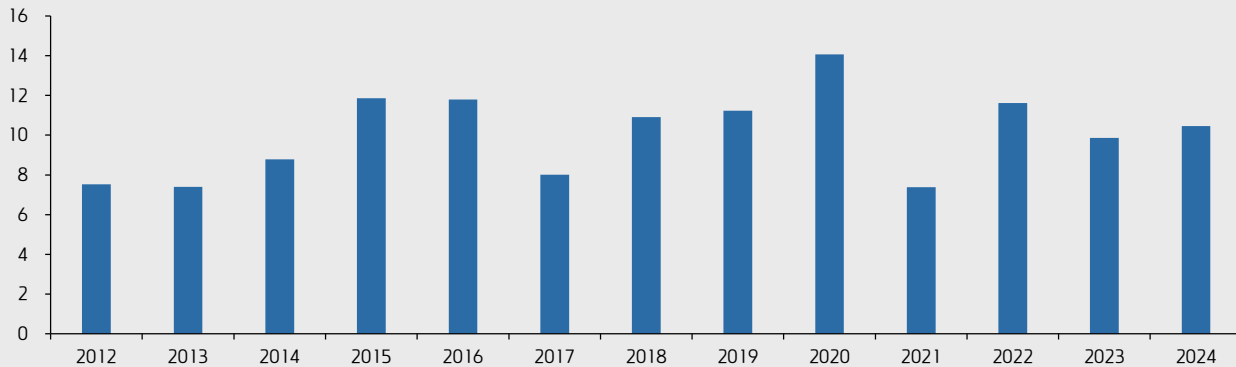
구조조정에 구조조정

◎ 구조조정에 구조조정을 더해서: 중국관점

- 실제 화학업체들의 중국 정부 기여도는 적지 않음. 2024년 중국소재 화학업체들의 보조금 수령액은 104.6억위안 규모. 실제 수출 부가세 환급 등은 별도 공시되지 않는데, 이러한 간접 지원을 포함한다면 실제 기여도는 더 높을 것
- 일례로, Hengli의 2024년도 순이익은 70.5억위안, 이중 정부보조금으로 공시한 금액은 17.8억위안. 정부보조금으로 수령한 이익이 전체 순이익의 25.2%를 차지
- 정유산업의 사례에서 알 수 있듯, 정부의 의지와 방향성이 명확하다면 실제 화학업체들의 수익성에 영향을 미칠 수 있는 규제는 강화될 수 있다고 판단됨

중국 화학 업체 보조금 공시금액 합산 추이

(십억위안)



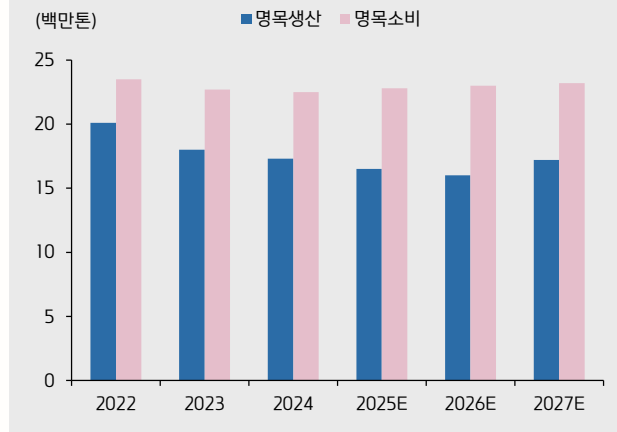
자료: WIND, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 구조조정에 구조조정을 더해서: 유럽 설비폐쇄 지속

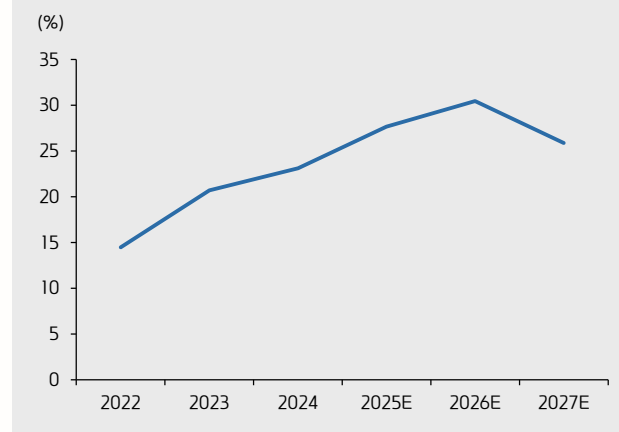
- 유럽의 경우 화학제품 자급률의 하락이 발생 중. 지속된 설비 노후화와 경쟁력 상실에 따른 폐쇄가 지속됐기 때문
- 유럽의 2025년 예상되는 화학제품 수입의존도는 27.6%, 2026년에는 30.4%로 확대될 것으로 예상
- Olefin 등 Upstream 뿐 아니라, HDPE, PP 등 범용 Downstream 제품들까지도 수입량이 상승 추세. 설비 가동률 저하 및 역내 생산 감소 등에 따라 수입량 상승이 지속되고 있다는 판단

유럽 화학제품 수급 차이



자료: Eurostat, CEFIC, 키움증권 리서치센터

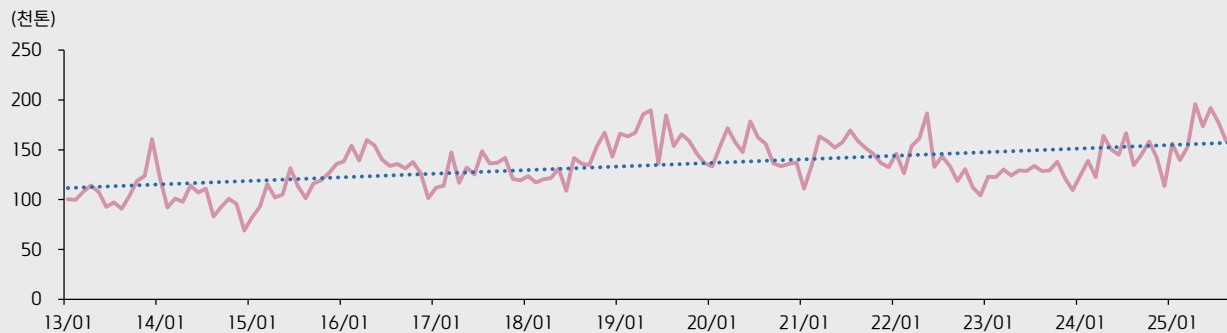
유럽 화학제품 수입의존도 추이



자료: Eurostat, CEFIC, 키움증권 리서치센터

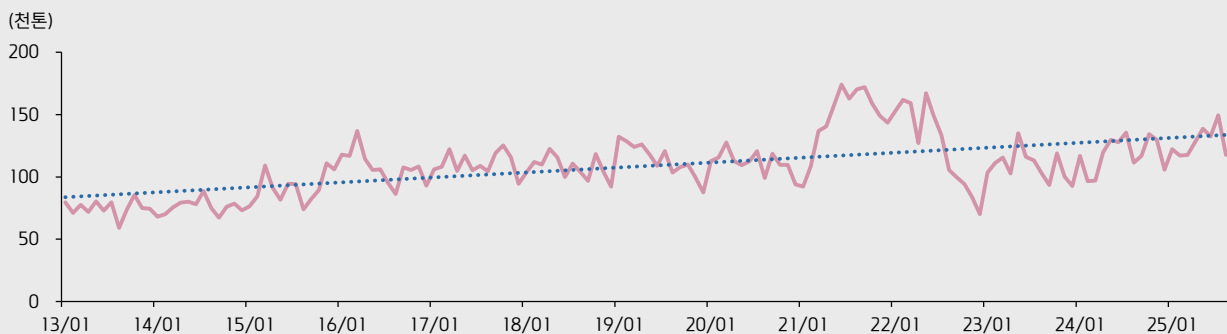
구조조정에 구조조정

유럽 HDPE 수입량 추이



자료: Comext, 키움증권 리서치센터

유럽 PP 수입량 추이



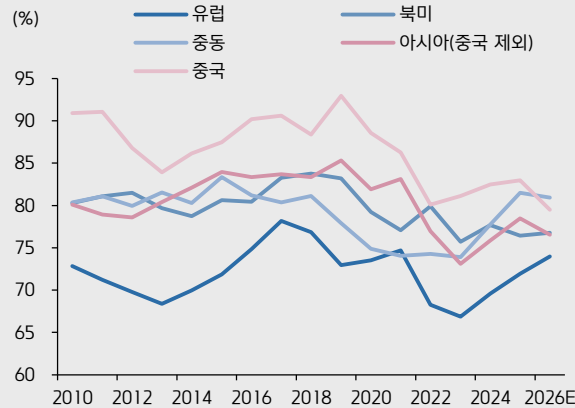
자료: Comext, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

◎ 구조조정에 구조조정을 더해서: 유럽 설비폐쇄 지속

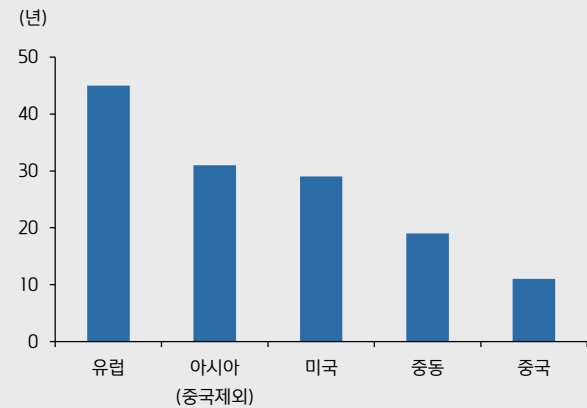
- 2024년부터 2027년까지 폐쇄됐거나, 폐쇄 예정인 유럽 Steam Cracker 규모는 총 3,945만톤 규모. Dow의 네덜란드 Terneuzen 설비 무기한 가동정지까지 고려한다면 총 4,545만톤 규모가 사실상 가동 정지
- 이외 Trinseo SM, PC 설비 가동 중단, Versalis SBR 설비 가동 중단, LyondellBasell의 PDH설비 가동 중단 등 Downstream 설비들 역시 구조조정이 지속되는 중
- 실제 유럽의 Ethylene 가동률은 2025년 72% 수준으로 추정됨. 이는 북미/중동 및 아시아와 비교했을 때도 낮은 수치. 중국을 제외한 아시아 지역 가동률이 79% 수준을 기록할 것이라는 점을 고려하면 가동률 저하가 심각하게 발생 중
- 평균 연식 역시 45년으로 미국의 29년, 아시아의 31년대비 노후설비 비중이 높음
- 폐쇄 검토 및 예정 설비의 26%가 Olefin, 23%가 Polymer에 집중된 만큼 범용 설비의 구조조정은 지속될 것으로 전망

지역별 Ethylene 가동률 추이



자료: CEFIC, 키움증권 리서치센터

지역별 화학설비 연식 추이



자료: CEFIC, 키움증권 리서치센터

구조조정에 구조조정

유럽 Steam Cracker 폐쇄 요약

시기	지역	대상 기업	제품	Capa(만톤)	비고
2024	네덜란드	SABIC	Steam Cracker(Naphtha)	55.0	
	프랑스	ExxonMobil	Steam Cracker(Naphtha)	42.5	
2025	영국	SABIC	Steam Cracker(Naphtha)	86.5	
	네덜란드	Dow	Steam Cracker(Naphtha)	60.0	2H25부터 무기한 정지
2027	이탈리아	Versalis	Steam Cracker(Naphtha)	44.0	2027년까지 정지 계획
	이탈리아	Versalis	Steam Cracker(Naphtha)	53.0	2027년까지 정지 계획
	독일	Dow	Steam Cracker(Naphtha)	56.5	
	벨기에	TotalEnergies	Steam Cracker(Naphtha)	57.0	

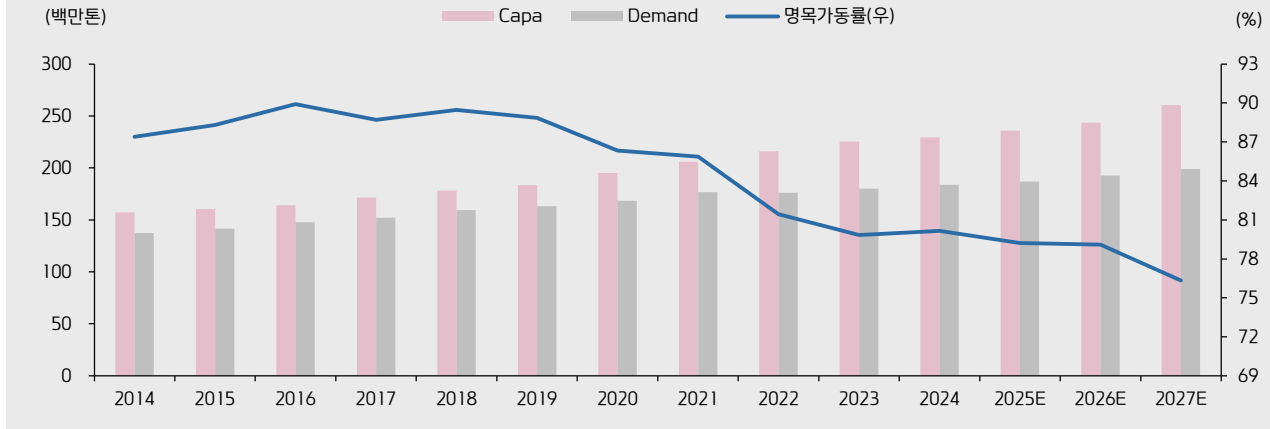
자료: 언론 자료 종합, 키움증권 리서치센터

증설부담은 2026년에도 지속

◎ 주요 제품 명목가동률은 하락 예상

- 2026년 글로벌 Ethylene 증설은 770만톤으로 2025년대비 증가할 것으로 예상. 명목가동률은 79% 수준으로 2025년대비 소폭 하락 전망. 기존대비 설비 증설의 연기 등이 발생함에 따라 하향 조정
- 2027년 Ethylene 증설은 1,700만톤의 순증설이 예상되는 상황. 2026년 일부 설비의 증설이 연기되고, 2028년 설비들의 조기 가동 등 영향으로 순증설이 대폭 증가
- 2026년 글로벌 PE 증설 역시 650만톤으로 2025년대비 증가할 것으로 전망. 명목가동률은 -1%p YoY 하락할 것으로 예상됨. Ethylene과 마찬가지로 2027년 순증설은 대폭 증가
- 주요 범용 합성수지 중 ABS, PVC를 제외한 제품 전반에 걸친 명목가동률 하락이 예상됨. 과거대비 증설 규모는 축소됐으나, 당장의 부담은 지속되고 있는 상황

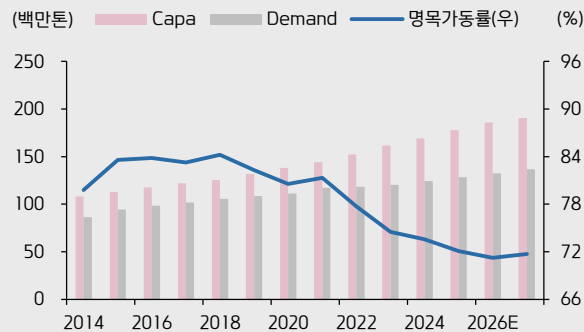
글로벌 Ethylene 수급 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

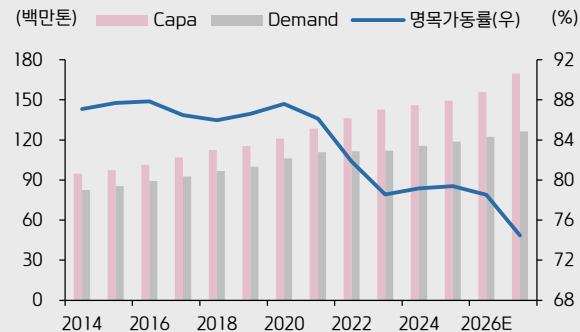
증설부담은 2026년에도 지속

글로벌 Propylene 수급 차이 및 전망



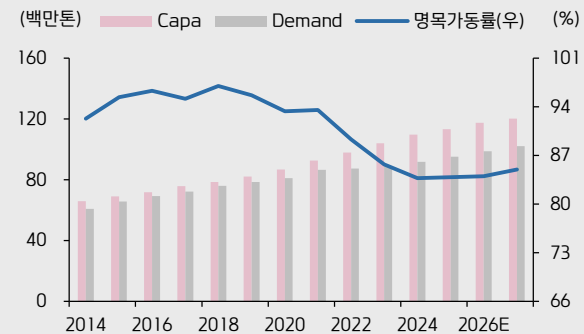
자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 PE 수급 차이 및 전망



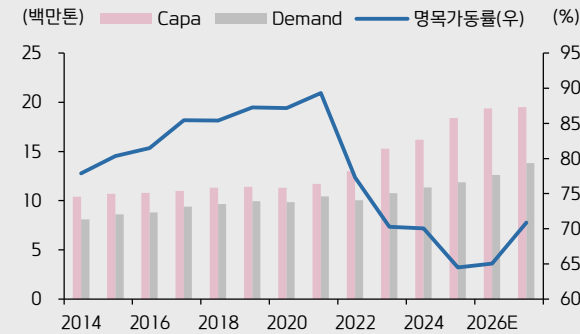
자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 PP 수급 차이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 ABS 수급 차이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

증설부담은 2026년에도 지속

◎ 중국 구조조정 영향은 증설 지연으로 일부 연결

- 앞서 언급한대로 2025년 9월 중국 정부는 석유화학 안정성장 계획을 발표. 고부가 전환 및 신규증설 스케줄 관리, 정책금융 제도 개편 등을 계획 중
- 9월 이후 MIIT 주관으로 PTA/PET 생산 업체들을 대상으로 과잉설비 문제논의 간담회를 개최할 계획을 발표. 2025년 4분기 내 간담회 개최 예정. 또한, PetroChina는 노후 정유/화학 설비의 19기 영구폐쇄를 발표
- 최근 중국 Satellite Chemicals의 Phase III ECC 설비에 대한 무기한 증설 연기 등이 보도. 중국 정부의 승인 지연 및 공사 중단 통보 등 영향으로 연기되고 있는 것으로 추정
- 중국 정부의 석유화학 구조개편 기조는 실제 증설의 연기로 연결될 가능성도 남아있는 상황. 당장의 공급부담은 지속되겠지만, 중장기적 관점에서 수급밸런스는 점진적으로 완화될 것

2025년 9월 이후 중국 화학업체 주요 동향

시기	주체	개요	주요 내용
2025	MIIT, 인민은행, 금융감독총국 등	석유화학 안정성장	- 에틸렌, PX, 석탄화학 신규투입 속도 지속 통제 - 고부가 합성수지/전자소재/특수고무 등 정책 및 금융 집중
	MIIT	PTA, PET Chip 과잉설비 관련 간담회	- PTA 및 Bottle Grade PET 주요 생산기업 소집, 과잉생산 문제 논의 - 기업별 생산능력, 수익성, 신규증설 현황 데이터 제출 요구 - 신규 프로젝트 심사 강화 및 낙후설비 구조조정 지시
	PetroChina	노후 정유/화학 설비 폐쇄 계획	- 노후 정유/화학 설비 19기 영구 폐쇄 발표 - 정부의 구조조정 기조에 따른 기업 차원의 실행 방안 - EV/태양광 등 고부가 포트폴리오 전환 가속화
	Satellite Chemicals	ECC Phase III 연기	- 중국 Satellite Chemicals의 ECC Phase III 설비 무기한 연기 - 미-중 무역갈등 이후 미국산 Ethane 의존도 절감에 대한 필요성 대두 - 중국 정부의 신규설비 증설 인허가 지연 및 공사중단 통보에 따른 증설 차질 추정

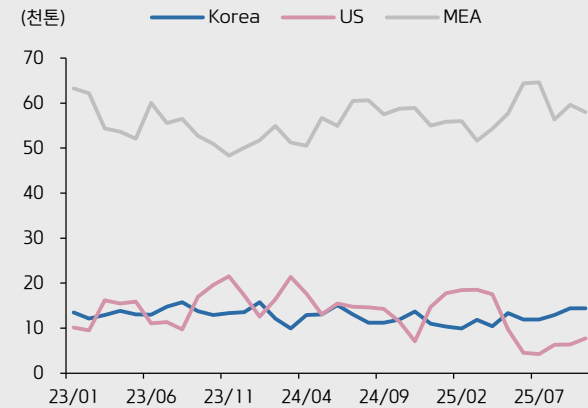
자료: 중국 정부 종합, Reuters, 키움증권 리서치센터

공급망 변화는 지속

◎ 공급망 변화 지속: 중국의 범용 경쟁 심화

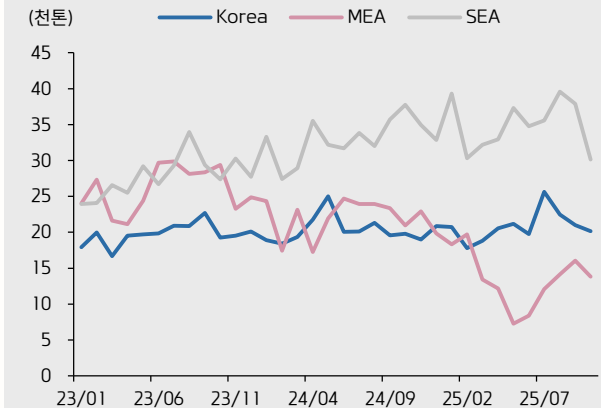
- 중국의 범용 제품 경쟁은 심화 국면. 특히, 미국과 중동, 동남아의 저렴한 제품 비중의 공급망 변화가 발생 중
- 중국의 10월 미국산 HDPE 비중은 7.8%, 7월 저점 4.3%대비 소폭 회복 중. 관세 리스크 완화 이후 미국산 비중의 공급 확대가 점진적으로 관찰됨
- 한편, 관세리스크 부각 이전 미국산 HDPE 수입비중은 18% 수준에 달했었음. 이후 지속적인 비중축소가 발생한 상황. 해당 공급공백은 중동산 HDPE가 채우고 있는 상황
- 실제로 중동산 HDPE 비중은 연초 50% 수준에서 2025년 10월 58%까지 확대. 미국산과 비교했을 때 판가 수준이 유사한 특성을 갖기 때문. ECC 기반의 저렴한 제품 비중을 늘려나가는 것
- 한국산 대비 미국산 HDPE 수입단가는 -23.7% 저렴. 중동산의 경우에도 -21.7%가량 저렴한 상황

중국 지역별 HDPE 수입비중 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

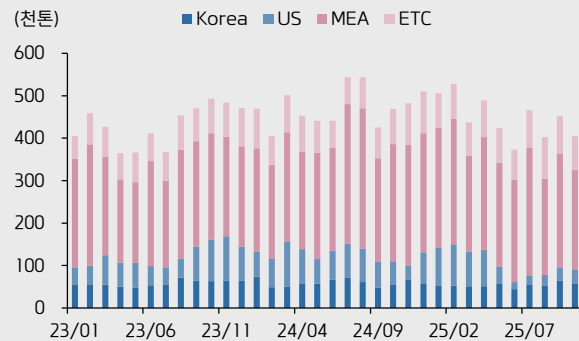
중국 지역별 PP 수입비중 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

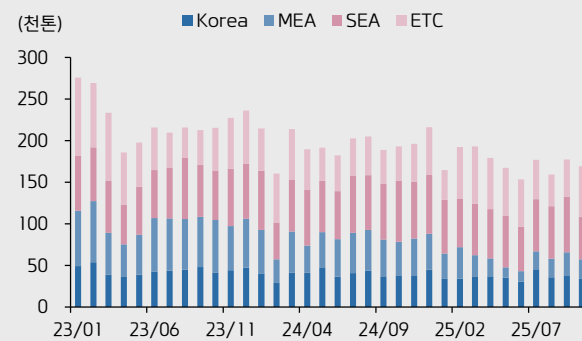
공급망 변화는 지속

중국 지역별 HDPE 수입 추이



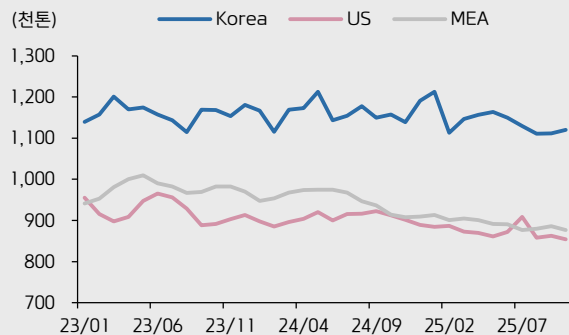
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 지역별 PP 수입 추이



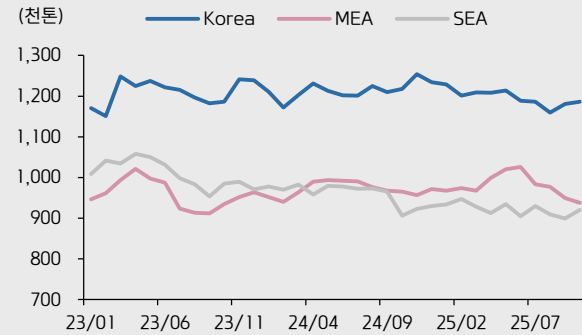
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 지역별 HDPE 수입판가 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 지역별 PP 수입판가 추이



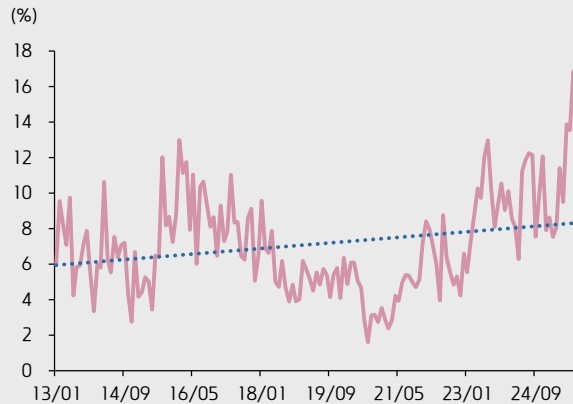
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

공급망 변화는 지속

◎ 공급망 변화 지속: 유럽 자급률 하락에 따른 공급 공백

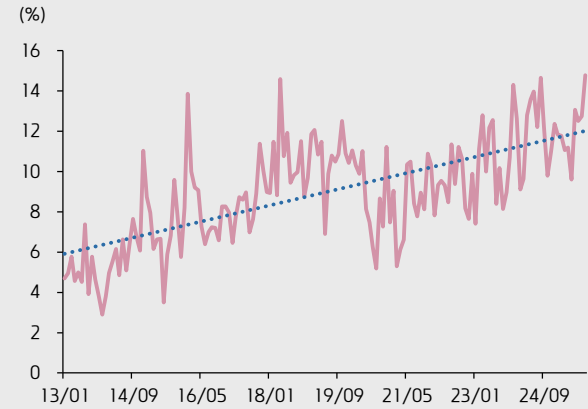
- 유럽의 경우 앞서 언급했듯 자급률 하락에 따른 화학제품 수입이 늘어나고 있는 지역. 또한, 과거대비 한국산 화학제품 수입 비중이 확대중인 현상 관찰
- 2025년 9월 한국산 HDPE 수입비중은 15.1%로 연초 8.6%대비 확대. 또한, 2020년 저점 이후 비중은 확대되고 있는 트렌드가 관찰됨
- PP의 경우에도 2025년 9월 한국산 수입비중 14.8%, 연초 11.0%대비 확대됐으며, HDPE와 마찬가지로 비중이 확대되고 있는 트렌드가 지속되고 있음
- 이외, ABS, SBR 등 고부가 제품군의 한국산 비중 역시 점진적 확대가 관찰. 유럽의 공급공백에 따른 수출 확대는 지속되고 있다고 판단됨

유럽 한국산 PE 수입비중 추이



자료: Comext, 키움증권 리서치센터

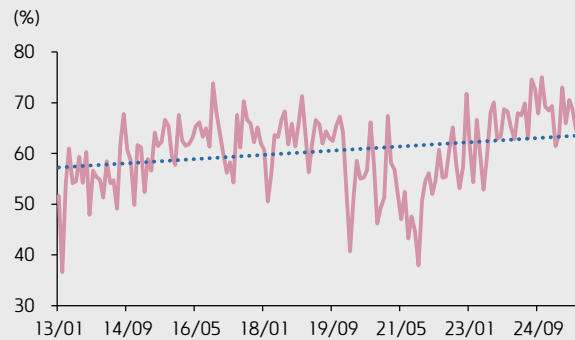
유럽 한국산 PP 수입비중 추이



자료: Comext, 키움증권 리서치센터

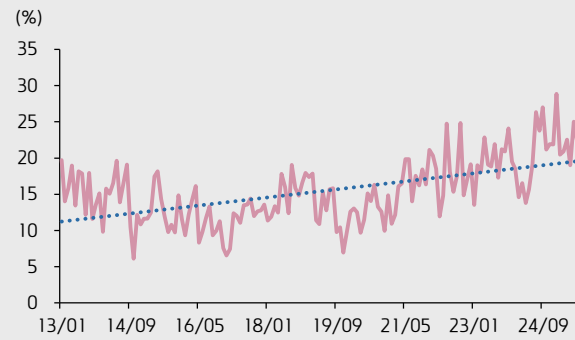
공급망 변화는 지속

유럽 한국산 ABS 수입비중 추이



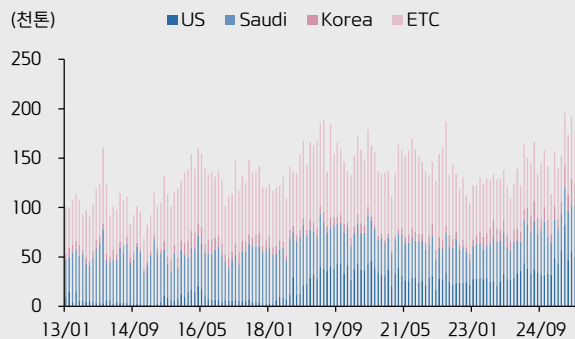
자료: Comext, 키움증권 리서치센터

유럽 한국산 SBR 수입비중 추이



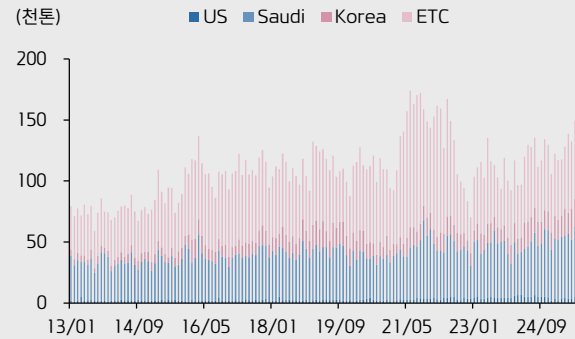
자료: Comext, 키움증권 리서치센터

유럽 지역별 HDPE 수입 추이



자료: Comext, 키움증권 리서치센터

유럽 지역별 PP 수입 추이



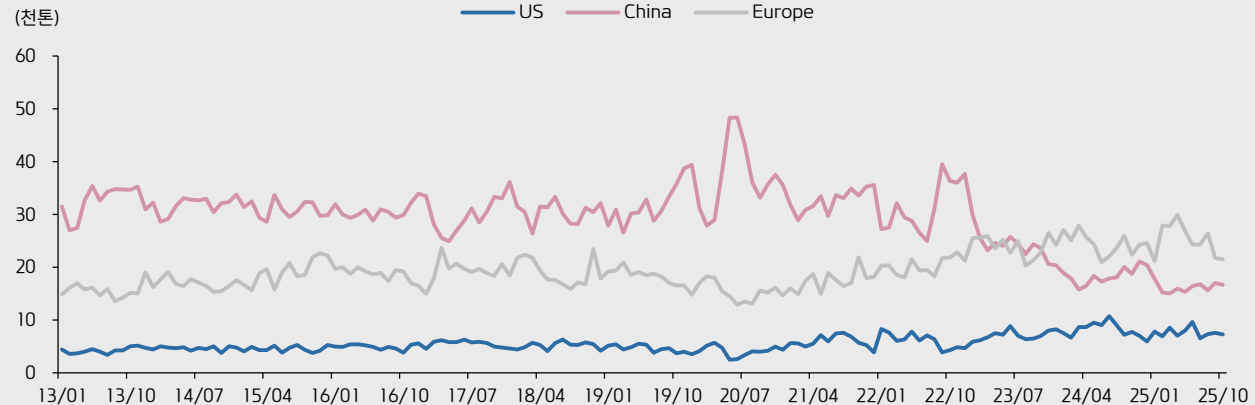
자료: Comext, 키움증권 리서치센터

공급망 변화는 지속

◎ 공급망 변화 지속: 범용보다 고부가 제품 중심의 수혜

- 단기적으로 중국의 공급망 변화는 가격경쟁 심화로 확대되는 중. 국내 Upstream 업체들의 경우 현재 미국/중동산 Olefin/Polymer 가격경쟁에서 밀리는 상황
- 최근 중동산 수입 감소가 일부 발생했음에도, 해당 공백은 미국산 범용제품이 다시 채우는 현상 지속 중. Upstream 업체들의 경우 체질개선이 보다 필요한 상황
- 한편, 국내 ABS, EPDM 등 Downstream 제품들의 유럽/미국산 비중은 확대되고 있음. 판가 역시 중국 범용 대비 높은 수준이 지속 중. 상대적으로 고부가가치 제품의 비중확대로 해석할 수 있음. SBR 역시 판가 높은 지역인 중국 비중 확대 중
- LG화학, 롯데케미칼 등도 상대적으로 경쟁력 있는 Downstream 제품군의 미국/유럽 등 판매 확대를 지속 시도 중. 결국, Upstream 대비 Downstream 제품이 일련의 공급망 변화의 수혜를 먼저 받을 수 있다는 판단

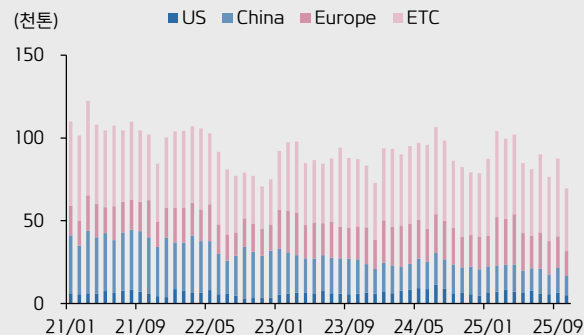
국내 ABS 지역별 수출 비중 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

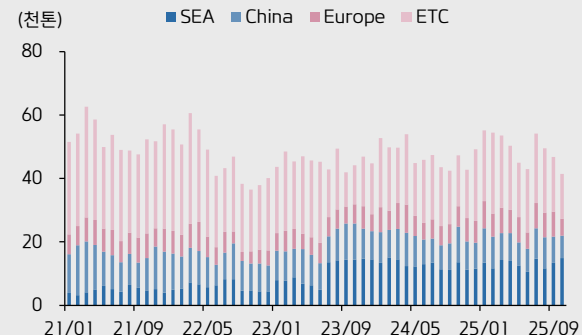
공급망 변화는 지속

국내 지역별 ABS 수출 추이



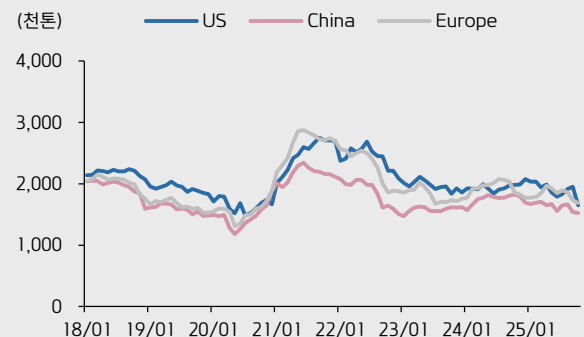
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

국내 지역별 SBR 수출 추이



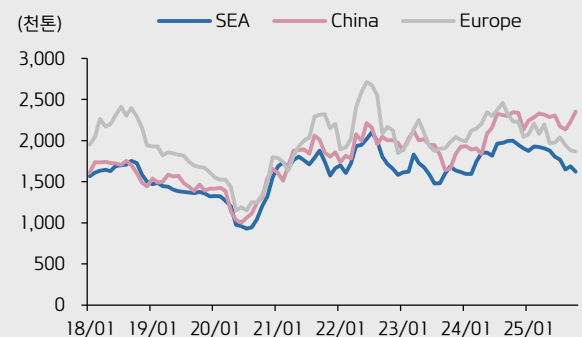
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

국내 지역별 ABS 수출판가 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

국내 지역별 SBR 수출판가 추이



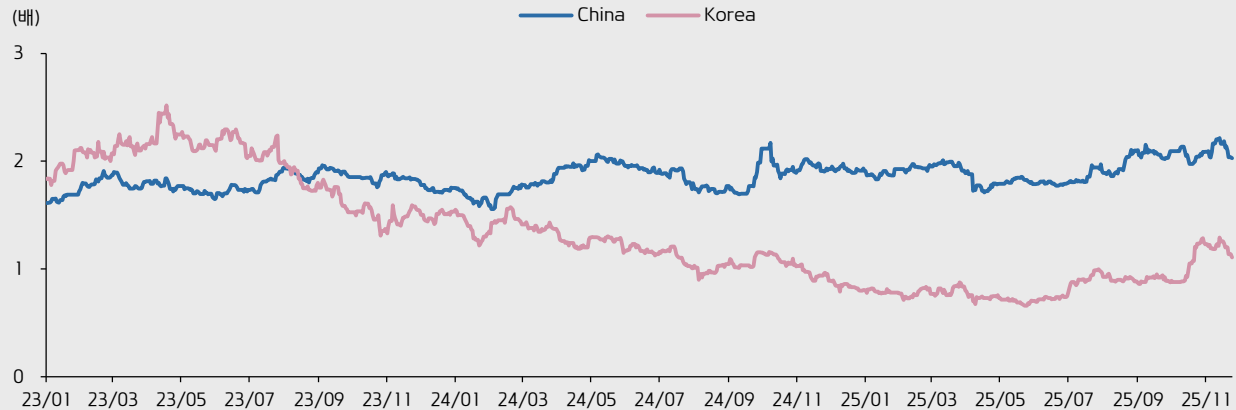
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

개선의 방향성은 지속될 것

◎ 화학업체 PBR은 개선. 하지만...

- 11월 현재 국내 화학업체(Coverage 기준) 12MF PBR은 평균 1.11배 수준. 하지만, LG화학, KCC, SK케미칼을 제외하고 유의미한 Multiple 상승세는 부재했었던 상황
- LG화학, KCC의 경우 보유자산가치 영향으로 상승을 SK케미칼의 경우 보유자산가치 및 구조적 성장관점에서 Multiple 상승이 크게 발생했음(각각 44.3%, 70.0%, 54.2% YTD 상승). 하지만, 이외 타 화학업체들의 Multiple 상승세는 뚜렷하지 않았던 상황
- 한편, 중국 화학업체 평균 Multiple은 2.03배로 국내와의 괴리율이 일부 축소. 국내 화학업체들의 주가 상승세가 크게 형성됐고, LG화학 등 Multiple 개선세가 뚜렷했던 업체들이 있었기 때문
- 하지만, 여전히 괴리율은 -45.4% 수준이 지속되고 있음. 이는 2024년의 -36.9%대비해서도 더욱 악화된 상황. 업황의 개선은 점진적으로 발생할 것. 특히, 구조조정 효과 본격화 등의 요인도 반영돼야 하는 상황. 화학업체 Upside 유효

중국 및 국내 화학업체 12MF PBR 추이



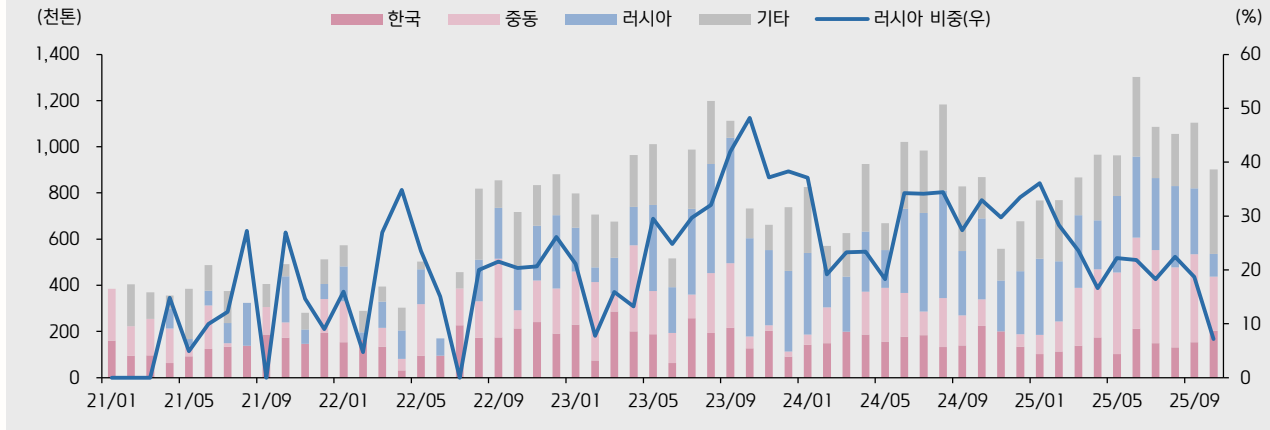
자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 중국의 저가 납사 경쟁력 약화

- 2024년 중국의 러시아산 납사 수익량은 공식 통계상 355.7만톤. 이는 전체 비중에서 29.3%를 차지했었음. 한편, 2025년 1~10월 합산 러시아산 납사 수입량은 284.7만톤으로 전체 비중의 20.8%를 차지
- 우회 수입, 블렌딩 등 기타 경로를 통한 수입량을 고려한다면 비중은 실제로 이보다 높을 수 있음
- 한편, 러시아산 납사 수입단가는 \$557.4/톤으로 전체 가중평균 수입단가 \$598.6/톤 대비 6.9% 할인된 수준으로 수입 중인 상황. 러시아산 납사 수입단가에 대한 할인율(전체 평균대비)은 2025년들어 오히려 심화

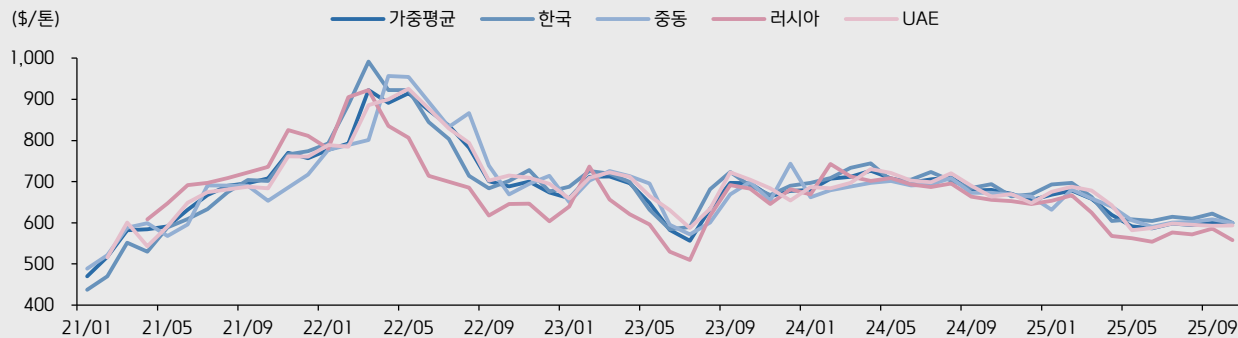
중국 지역별 납사 수입량 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

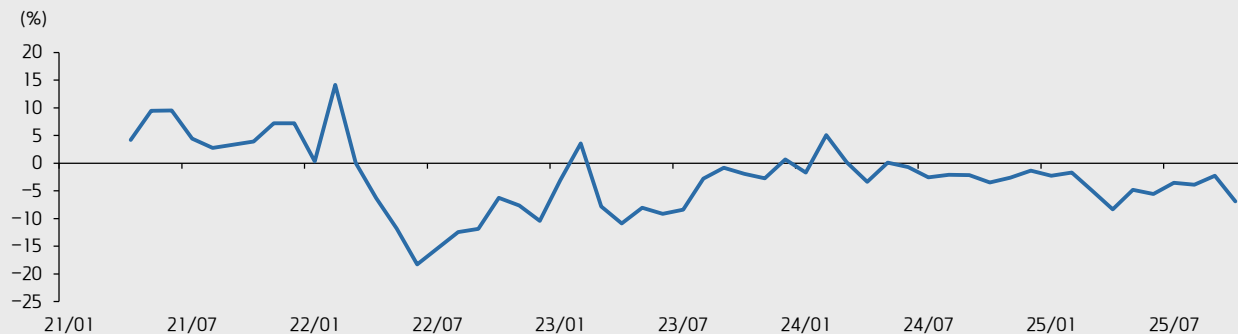
중전을 가정한다면?

중국 지역별 납사 수입단가 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 러시아산 납사 할인율



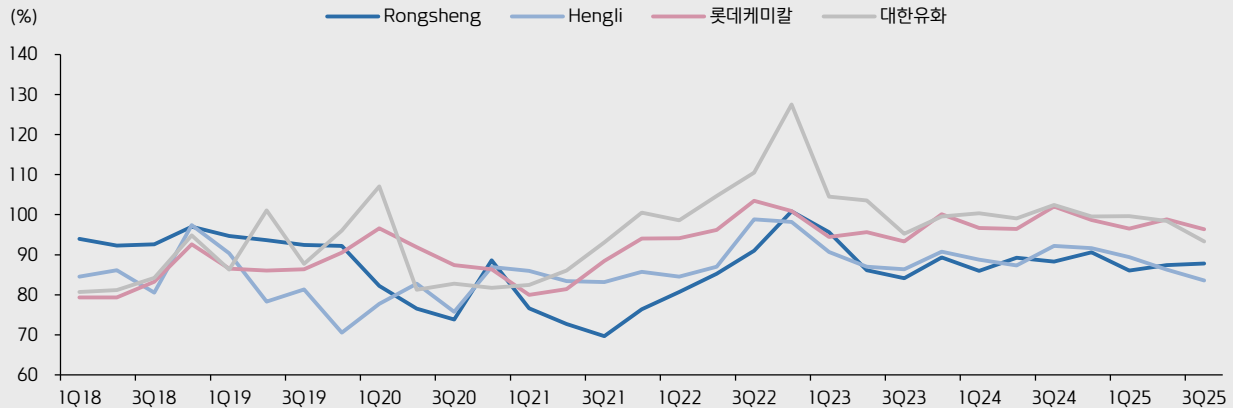
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중전을 가정한다면?

◎ 국내 업체들의 경쟁력 개선의 가능성도

- 국내 납사 가격은 중국의 러시아산 납사대비 \$8.5/톤이상 비싼 가격에 수입되고 있는 상황. 중국과 마찬가지로 2024년대비 오히려 2025년 괴리율이 벌어지고 있음
- Rongsheng, Hengli의 3Q25 매출원가율은 각각 87.8%, 83.6%를 기록. 한편, 롯데케미칼과 대한유화의 원가율은 96.3%, 93.3%를 기록. 중국과 국내 판가 모두 하락했음에도 국내 업체들의 원가율 괴리는 심해짐
- 또한, 실제 러시아산 납사 가격 할인율이 극대화됐던 2022년 국내업체와 중국업체의 원가 괴리율은 14%이상까지 상승. 이러한 점을 고려하면, 실제 러시아산 납사 도입이 중국 업체에게 경쟁력으로 작용하고 있는 상황임을 알 수 있음
- 2021년 중국의 러시아산 납사 도입가격이 실제 중동대비 비쌌던 점, 과거 평균 차이 역시 미미했던 점을 고려한다면 중전 이후 납사가격 정상화가 가능할 수 있다는 판단. 이는 극심해지고 있는 국내 업체와 중국 업체간의 원가 괴리율 축소 요인

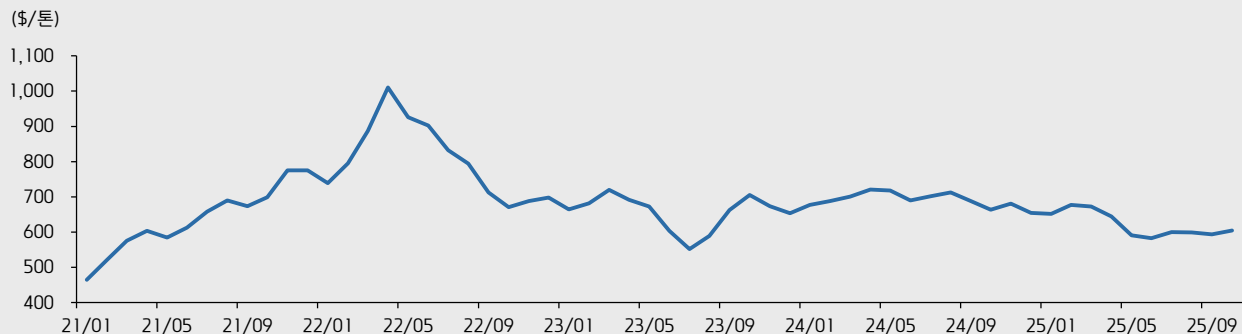
중국 주요 업체 및 국내 주요 업체 원가율 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터

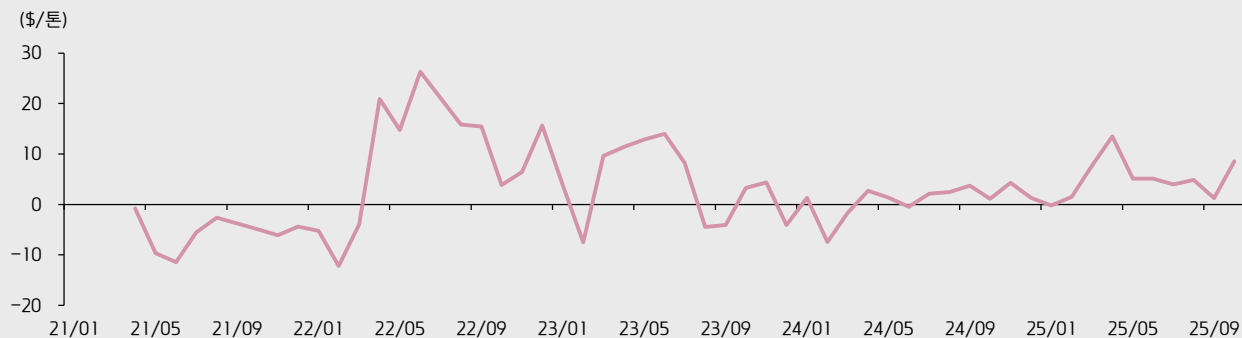
중전을 가정한다면?

국내 납사 도입가격 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

중국 러시아산 납사 대비 국내 도입단가 비교



자료: 해관총서, 관세청, 키움증권 리서치센터

Appendix. 롯데케미칼 구조조정 관련 내용

◎ 롯데케미칼-HD현대케미칼 사업재편 계획 심의 제출

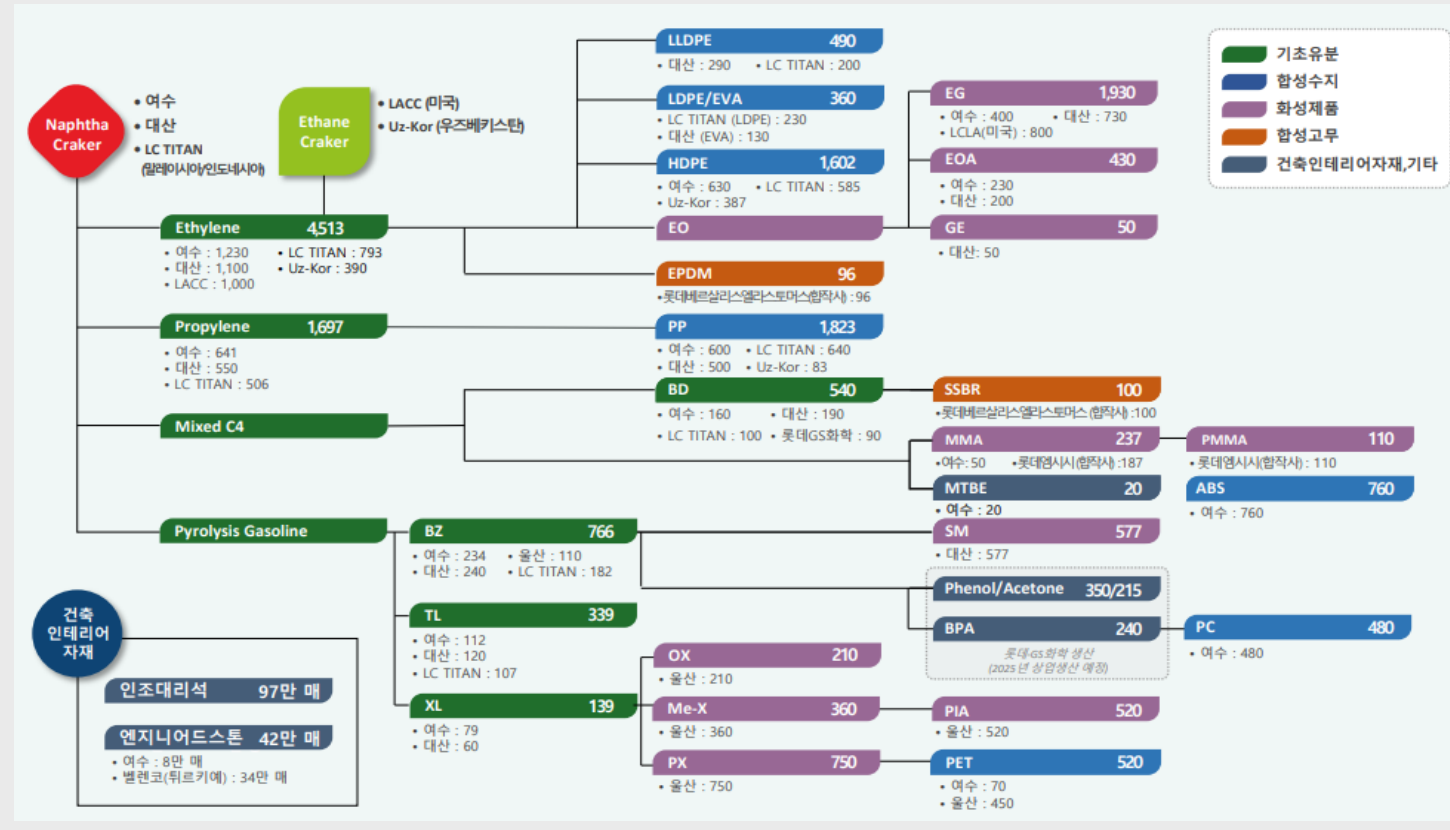
- 롯데케미칼은 11월 26일 공시를 통해 HD현대케미칼과의 공동사업재편계획 승인심사를 신청했음을 발표
- 해당 사업재편의 주요 내용은 1) 롯데케미칼은 대산공장을 물적분할, 2) 해당 분할회사가 HD현대케미칼과 합병하는 구조
- 통합법인의 지분율은 50:50으로 조정할 것으로 계획 중. Naphtha Cracker 외 Downstream을 통합 물적 분할, HD현대케미칼과 통합법인체제로 합병하는 방식
- 현재 산업부 심사 등을 신청한 상태로 이후 합병에 필요한 절차(이사회 결의, 주주보호관련 사항 등) 및 금융지원(금융위 등 금융기관)관련 협의는 별도로 진행할 예정
- 구체적인 인센티브 규모, 자산/부채 변동 등의 영향 역시 이후 논의 과정에서 구체화될 것

◎ 구체적인 사업감축은 통합법인 체제에서 재논의

- 구체적인 사업감축 규모 역시 미정. 통합법인 설립을 우선적으로 진행한 후 통합법인 체제 하에서 구체적인 사업감축 논의가 지속될 계획
- HD현대케미칼 통합법인의 공헌이익 개선 규모는 1,000억원으로 추정 중, 이외 비용단의 절감효과도 있을 것으로 예상
- 2026년 통합법인 설립 및 구조조정 본격화 예정. 실제 가동효율화 본격화는 2027년부터 진행될 것으로 전망

Appendix. 롯데케미칼 구조조정 관련 내용

롯데케미칼 공장별 생산능력 현황



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

III. 기업분석

- S-Oil(010950)
- SK케미칼(285130)



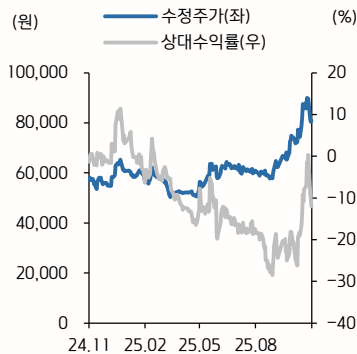
S-Oil(010950): 우호적 업황의 장기화

BUY (Maintain)

정유/화학 Analyst 김도현 do.kim@kiwoom.com

목표주가: 100,000원
주가(11/26): 80,900원

KOSPI (11/26)	3,960.87pt
시가총액	9조 1,079억원
52주 주가동향	최고가 90,000원 최저가 50,400원
최고/최저가대비	-10.1% 60.5%
주가수익률	절대 상대
1M	8.0% 7.5%
6M	50.9% 0.8%
1Y	38.3% -12.0%
발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	364천주
외국인 지분율	76.7%
배당수익률(2023E)	0.2%
BPS(2023E)	75,409원
주요 주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.4%



◎ 타이트한 공급 상황은 지속

- 2026년 타이트한 공급은 지속될 전망. 중국의 구조조정 효과가 지속되고 있고, 실제 수출도 감소세
- 종전을 가정하더라도 정제마진의 과거 수준 회귀는 제한적. 중국 정유사 수익성 압박은 증가할 전망
- 2026년 정유 영업이익은 4,163억원으로 2025년대비 큰 폭의 개선 발생 예상
- 유가 변동성 축소는 재고관련손실의 축소로, 유가하락은 원가 개선으로, 타이트한 공급은 제품가격의 지지요인으로 작용

◎ 정제설비 증설 역시 감소

- 2026년 정제설비 순증설은 70만b/d 수준으로 예상. 2025년대비 소폭 상승할 것으로 추정되나, 설비폐쇄 지속될 경우 전망치 하향조정 역시 가능한 상황
- 2026년 Valero 캘리포니아 정제설비(14.5만b/d) 폐쇄 예정. 미국과 유럽 중심의 설비폐쇄는 확대될 것

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

- 업종 Top Pick 유지. 실적추정치 상향 조정 등을 반영 목표주가 100,000원으로 상향. 현재 Multiple(12MF PBR)은 1.0배 수준. 업황 고려할 때, Upside 유효

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,579.8	31,415.0	33,866.1
영업이익	1,354.6	422.2	78.1	733.4	984.9
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,083.7	1,926.3	2,181.3
세전이익	1,131.7	-332.5	131.0	452.6	819.7
순이익	948.8	-193.0	102.9	317.8	570.3
지배주주지분순이익	948.8	-193.0	102.9	317.6	569.9
EPS(원)	8,137	-1,656	882	2,724	4,888
증감률(% YoY)	-54.9	적전	흑전	208.7	79.5
PER(배)	8.6	-33.1	91.1	29.5	16.4
PBR(배)	0.90	0.73	1.07	1.03	0.98
EV/EBITDA(배)	5.7	10.5	15.9	9.4	8.2
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.2	2.3	2.9
ROE(%)	10.8	-2.2	1.2	3.5	6.1
순차입금비율(%)	42.5	69.3	91.1	96.8	90.3

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil(010950): 우호적 업황의 장기화

S-Oil 실적추정 Table

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,048.5	8,323.7	8,217.1	36,637.1	33,579.8	31,415.0
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,259.9	6,460.5	6,436.5	28,804.4	26,229.0	24,400.8
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,033.7	1,050.5	1,049.9	4,702.9	4,262.2	4,072.0
유회	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	754.9	812.6	730.6	3,129.7	3,088.7	2,942.2
YoY (%)	2.5	22.4	-1.8	-9.3	-3.4	-15.9	-5.8	-7.9	2.5	-8.3	-6.4
QoQ (%)	-5.3	2.8	-7.6	0.9	0.8	-10.5	3.4	-1.3	-	-	-
영업이익 (십억원)	454.1	160.7	-414.9	260.1	-21.6	-344.0	229.2	214.5	460.0	78.1	733.4
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.3	-56.8	-441.1	115.5	135.9	-246.0	-246.5	416.3
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-34.6	-19.9	-27.5	134.8	-156.5	-91.4
유회	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	131.8	133.6	106.2	571.2	481.3	408.4
YoY (%)	-11.9	341.5	적전	흑전	적전	적전	흑전	-17.5	-66.0	-83.0	838.4
QoQ (%)	흑전	-64.6	적전	흑전	적전	적지	흑전	-6.4	-	-	-
OPM (%)	4.9	1.7	-4.7	2.9	-0.2	-4.3	2.8	2.6	1.3	0.2	2.3
정유	3.4	-1.3	-8.3	2.5	-0.8	-7.0	1.8	2.1	-0.9	-0.9	1.7
석유화학	4.4	8.4	0.4	-2.6	-6.6	-3.3	-1.9	-2.6	2.9	-3.7	-2.2
유회	20.3	18.0	20.7	14.4	13.9	17.5	16.4	14.5	18.3	15.6	13.9
순이익 (십억원)	166.2	-21.3	-206.1	-94.0	-44.6	-66.8	145.9	68.4	-155.2	102.9	317.8
지배주주	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-66.8	145.9	68.3	-193.1	102.9	317.6
순이익률 (%)	1.8	-0.2	-2.3	-1.1	-0.5	-0.8	1.8	0.8	-0.4	0.3	1.0

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

S-Oil(010950) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	35,726.7	36,637.0	33,579.8	31,415.0	33,866.1
매출원가	33,620.9	35,411.2	32,776.5	30,005.2	32,146.2
매출총이익	2,105.7	1,225.9	803.3	1,409.8	1,719.9
판매비	751.2	803.7	725.2	676.4	735.0
영업이익	1,354.6	422.2	78.1	733.4	984.9
EBITDA	2,073.7	1,174.1	1,083.7	1,926.3	2,181.3
영업외손익	-222.9	-754.7	52.9	-280.7	-165.2
이자수익	56.3	53.4	40.5	39.9	38.6
이자비용	236.9	282.7	381.1	401.8	406.8
외환관련이익	851.2	834.0	1,013.5	899.5	915.7
외환관련손실	910.8	1,426.9	1,344.0	1,227.3	1,332.7
총속 및 관계기업손익	2.3	5.9	5.2	5.3	5.3
기타	15.0	61.6	718.8	403.7	614.7
법인세차감전이익	1,131.7	-332.5	131.0	452.6	819.7
법인세비용	182.9	-139.5	28.1	134.8	249.4
계속사업순손익	948.8	-193.0	102.9	317.8	570.3
당기순이익	948.8	-193.0	102.9	317.8	570.3
지배주주순이익	948.8	-193.0	102.9	317.6	569.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-15.8	2.5	-8.3	-6.4	7.8
영업이익 증감률	-60.2	-68.8	-81.5	83.1	34.3
EBITDA 증감률	-48.9	-43.4	-7.7	77.8	13.2
지배주주순이익의 증감률	-54.9	-120.3	-153.3	208.6	79.4
EPS 증감률	-54.9	-120.3	-153.3	208.7	79.5
매출총이익률(%)	5.9	3.3	2.4	4.5	5.1
영업이익률(%)	3.8	1.2	0.2	2.3	2.9
EBITDA Margin(%)	5.8	3.2	3.2	6.1	6.4
지배주주순이익률(%)	2.7	-0.5	0.3	1.0	1.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,525.7	1,467.6	539.6	1,709.0	1,146.2
당기순이익	948.8	-193.0	102.9	317.8	570.3
비현금항목의 가감	995.2	1,327.8	1,091.7	1,489.5	1,681.0
유형자산감가상각비	711.5	741.0	989.8	1,179.2	1,185.2
무형자산감가상각비	7.7	11.0	15.7	13.8	11.2
자본법평가손익	-2.3	-5.9	-5.2	-5.3	-5.3
기타	278.3	581.7	91.4	301.8	489.9
영업활동자산부채증감	1,473.1	828.9	-293.7	391.0	-495.1
매출채권및기타채권의감소	-27.3	179.7	600.2	146.1	-191.8
재고자산의감소	209.3	208.6	201.0	327.3	-336.5
매입채무및기타채무의증가	881.6	751.1	-1,158.8	-31.4	106.6
기타	409.5	-310.5	63.9	-51.0	-73.4
기타현금흐름	-891.4	-496.1	-361.3	-489.3	-610.0
투자활동 현금흐름	-2,066.1	-3,027.0	-3,334.5	-2,801.9	-1,234.0
유형자산의 취득	-2,185.6	-3,041.9	-3,355.1	-2,833.8	-1,255.7
유형자산의 처분	20.3	3.5	33.6	28.3	12.6
무형자산의 취득	-2.5	-27.3	-0.9	-0.8	0.0
투자자산의감소(증가)	-26.8	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4
단기금융자산의감소(증가)	135.1	3.6	-1.4	-1.2	-0.9
기타	-6.6	36.6	-9.4	6.9	11.4
재무활동 현금흐름	193.2	1,538.8	1,938.6	827.3	-169.5
차입금의 증가(감소)	649.1	1,810.1	2,034.5	924.1	-64.4
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-372.7	-189.3	-14.6	-14.6	-23.4
기타	-83.2	-82.0	-81.3	-82.2	-81.7
기타현금흐름	0.2	3.2	344.3	258.7	203.1
현금 및 현금성자산의 순증가	653.0	-17.4	-512.0	-6.9	-54.2
기초현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,433.9	1,426.9
기말현금 및 현금성자산	1,963.3	1,945.8	1,433.9	1,426.9	1,372.7

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유자산	9,647.8	10,048.0	8,738.3	8,260.1	8,736.1
현금 및 현금성자산	1,963.3	1,945.8	1,433.9	1,426.9	1,372.7
단기금융자산	32.2	28.6	30.0	31.2	32.1
매출채권 및 기타채권	2,989.9	3,479.2	2,879.0	2,732.9	2,924.7
재고자산	4,639.2	4,493.1	4,292.0	3,964.7	4,301.1
기타유동자산	23.2	101.3	103.4	104.4	105.5
비유동자산	11,928.4	14,403.4	16,754.8	18,397.7	18,458.3
투자자산	167.7	175.1	181.6	188.3	195.0
유형자산	11,152.0	13,581.8	15,947.2	17,601.9	17,672.4
무형자산	115.6	148.8	133.9	120.9	109.7
기타비유동자산	493.1	497.7	492.1	486.6	481.2
자산총계	21,576.1	24,451.4	25,493.1	26,657.7	27,194.4
유동부채	9,254.5	11,656.7	11,515.4	11,911.7	11,693.8
매입채무 및 기타채무	6,074.0	7,410.5	6,251.7	6,220.2	6,326.9
단기금융부채	2,845.3	4,068.7	5,084.5	5,530.1	5,204.0
기타유동부채	335.2	177.5	179.2	161.4	162.9
비유동부채	3,284.0	4,099.1	5,184.7	5,633.8	5,914.6
장기금융부채	2,990.6	3,934.0	4,955.4	5,436.7	5,701.4
기타비유동부채	293.4	165.1	229.3	197.1	213.2
부채총계	12,538.6	15,755.8	16,700.1	17,545.5	17,608.4
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,793.0	9,112.0	9,586.1
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	36.8	44.0	53.2	78.0	94.9
이익잉여금	7,379.6	7,030.5	7,118.7	7,412.9	7,869.4
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.2	0.6
자본총계	9,037.6	8,695.6	8,793.0	9,112.2	9,586.1

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,137	-1,656	882	2,724	4,888
BPS	77,506	74,574	75,409	78,144	82,204
CFPS	16,672	9,731	10,244	15,499	19,307
DPS	1,700	125	125	200	1,000
주가배수(배)					
PER	8.6	-33.1	91.1	29.5	16.4
PER(최고)	11.3	-51.0	102.7		
PER(최저)	7.6	-32.3	56.7		
PBR	0.90	0.73	1.07	1.03	0.98
PBR(최고)	1.19	1.13	1.20		
PBR(최저)	0.80	0.72	0.66		
PSR	0.23	0.17	0.28	0.30	0.28
PCFR	4.2	5.6	7.8	5.2	4.2
EV/EBITDA	5.7	10.5	16.4	9.7	8.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.2	-7.3	13.7	7.1	19.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	0.2	0.2	0.2	1.2
ROA	4.6	-0.8	0.4	1.2	2.1
ROE	10.8	-2.2	1.2	3.5	6.1
ROIC	8.9	0.9	0.8	2.7	3.7
매출채권회전율	12.0	11.3	10.6	11.2	12.0
재고자산회전율	7.6	8.0	7.6	7.6	8.2
부채비율	138.7	181.2	189.9	192.5	183.7
순차입금비용	42.5	69.3	97.5	104.4	99.1
이자보상배율(현금)	5.7	1.5	0.2	1.8	2.4
총자입금	5,835.9	8,002.7	10,039.9	10,966.8	10,905.3
순자입금	3,840.5	6,028.3	8,576.0	9,508.7	9,500.6
NOPLAT	2,073.7	1,174.1	1,083.7	1,926.3	2,181.3
FCF	1,147.1	-1,366.8	-2,485.8	-739.2	159.3

자료: S-Oil, 키움증권 리서치

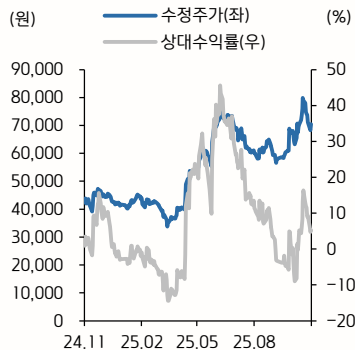
BUY (Maintain)

정유/화학 Analyst 김도현 do.kim@kiwoom.com

SK케미칼(285130): 공급망 변화, 구조적 성장 모두 수혜

목표주가: 100,000원
주가(11/26): 70,500원

KOSPI (11/26)	3,960.87pt
시가총액	1조2,196억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	79,800원 33,800원
최고/최저가대비	-11.7% 108.6%
주가수익률	절대 상대
	1M 4.1% 3.6%
	6M 29.4% -13.6%
	1Y 65.5% 5.3%
발행주식수	17,299천주
일평균 거래량(3M)	79천주
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(2023E)	1.7%
BPS(2023E)	117,673원
주요 주주	SK디스커버리 외 9인 42.6%



◎ 공급망 변화: Copolyester/Monomer 견조한 실적 예상

- 2026년 예상되는 Copolyester/Monomer 영업이익은 1,670억원(+3.3% YoY)
- 중국 M/S 확대, 신규 PJT 진입 등에 따라 견조한 영업이익률 지속될 전망
- 3Q25 Copolyester 중국 M/S는 42%를 기록, 2Q25 대비 8%p 추가 상승 발생
- 중국향 Ecozen 비중이 높음을 고려할 때, 중국 M/S 확대는 이익률 측면에서 긍정적 요인

◎ 구조적 성장: 아직 보여줄게 남았다

- 4Q25 Durmont향 CR 출하 개시, 2026년 실적 본격화. 연간 매출규모는 200억 추정
- 추가 OEM향 납품논의 지속. 물량 증가 및 CR 이익이 가시화될 경우 리레이팅 요인으로 작용할 것
- 2026년 MU 가동률 전망치 상향 조정. 이에 따라 영업이익 추정치 역시 312억원으로 상향 조정

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

- 업종 Top Pick 유지. 구조적 성장은 지속되고, 본업 이익률 확대 역시 지속될 전망. SKBS 지분활용 역시 긍정적인 상황이며, Upside 유효하다고 판단됨

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,748.8	1,736.8	2,386.0	2,628.9	2,746.7
영업이익	83.3	-45.2	58.2	126.1	161.3
EBITDA	196.2	90.4	284.7	360.2	385.9
세전이익	52.4	-27.4	59.7	131.0	182.3
순이익	47.8	-4.4	96.5	101.6	140.7
지배주주지분순이익	39.9	8.8	91.5	93.6	128.3
EPS(원)	2,058	456	4,722	4,832	6,623
증감률(% YoY)	-78.9	-77.8	934.9	2.3	37.1
PER(배)	32.7	97.1	14.5	14.1	10.3
PBR(배)	0.62	0.39	0.58	0.55	0.52
EV/EBITDA(배)	6.6	21.1	8.3	6.4	5.6
영업이익률(%)	4.8	-2.6	2.4	4.8	5.9
ROE(%)	1.9	0.4	4.1	4.0	5.2
순차입금비용(%)	-18.3	8.7	9.1	7.1	1.9

자료: SK케미칼, 카움증권 리서치

SK케미칼(285130): 공급망 변화, 구조적 성장 모두 수혜

SK케미칼 실적추정 Table

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	381.0	413.9	426.3	514.3	536.6	596.9	609.9	642.6	1,735.5	2,386.0	2,628.9
Copolyester/Monomer	222.2	250.2	229.4	208.1	232.0	241.7	208.5	229.5	909.9	911.7	925.2
Pharma	86.4	80.5	84.3	106.1	97.3	127.4	137.9	135.8	357.3	498.4	507.6
기타	72.4	83.2	112.6	200.1	207.3	227.8	263.5	277.3	468.3	975.9	1,196.1
YoY (%)	4.5	11.5	-26.7	19.2	40.9	44.2	43.1	24.9	-0.8	37.5	10.2
QoQ (%)	-11.7	8.6	3.0	20.6	4.3	11.2	2.2	5.4	-	-	-
영업이익 (십억원)	-12.7	8.9	-12.5	-28.5	24.3	-1.0	15.1	19.8	-44.8	58.2	126.1
Copolyester/Monomer	20.5	37.0	31.5	29.9	45.5	40.0	34.4	38.7	118.9	158.6	167.0
Pharma	4.2	3.8	5.3	5.9	5.5	8.2	9.5	8.9	19.2	32.1	32.6
기타	-37.4	-31.9	-49.3	-64.3	-26.7	-49.2	-28.8	-27.8	-182.9	-132.5	-73.5
YoY (%)	적전	흑전	적전	적전	흑전	적전	흑전	흑전	적전	흑전	116.8
QoQ (%)	적전	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	30.8	-	-	-
OPM (%)	-3.3	2.2	-2.9	-5.5	4.5	-0.2	2.5	3.1	-2.6	2.4	4.8
Copolyester/Monomer	9.2	14.8	13.7	14.4	19.6	16.5	16.5	16.9	13.1	17.4	18.0
Pharma	4.9	4.7	6.3	5.6	5.7	6.4	6.9	6.5	5.4	6.4	6.4
기타	-51.6	-38.3	-43.8	-32.1	-12.9	-21.6	-10.9	-10.0	-39.1	-13.6	-6.1
순이익 (십억원)	-8.4	5.2	-11.0	10.3	21.2	8.2	47.9	19.3	-4.0	96.5	101.6
지배주주	-4.1	8.6	-3.9	8.2	20.0	14.0	42.9	14.6	8.8	91.5	93.6
순이익률 (%)	-2.2	1.2	-2.6	2.0	3.9	1.4	7.9	3.0	-0.2	4.0	3.9

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치

SK케미칼(285130) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,748.8	1,736.8	2,386.0	2,628.9	2,746.7
매출원가	1,275.8	1,340.8	1,815.4	1,890.8	1,943.4
매출총이익	472.9	396.0	570.6	738.1	803.2
판매비	389.6	441.2	512.5	612.0	642.0
영업이익	83.3	-45.2	58.2	126.1	161.3
EBITDA	196.2	90.4	284.7	360.2	385.9
영업외손익	-30.9	17.7	1.5	4.9	21.0
이자수익	19.4	17.9	18.1	18.1	18.6
이자비용	32.0	41.4	23.3	25.5	22.2
외환관련이익	46.8	36.6	41.7	39.2	40.4
외환관련손실	31.3	24.5	27.9	26.2	27.1
총속 및 관계기업손익	-2.9	-0.8	0.8	1.0	1.0
기타	-30.9	29.9	-7.9	-1.7	10.3
법인세차감전이익	52.4	-27.4	59.7	131.0	182.3
법인세비용	4.6	-23.1	-36.8	29.4	41.6
계속사업손익	47.8	-4.4	96.5	101.6	140.7
당기손익	47.8	-4.4	96.5	101.6	140.7
지배주주손익	39.9	8.8	91.5	93.6	128.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-4.4	-0.7	37.4	10.2	4.5
영업이익 증감률	-63.9	-154.3	-228.8	116.7	27.9
EBITDA 증감률	-39.1	-53.9	214.9	26.5	7.1
지배주주손익의 증감률	-79.1	-77.9	939.8	2.3	37.1
EPS 증감률	-78.9	-77.8	934.9	2.3	37.1
매출총이익률(%)	27.0	22.8	23.9	28.1	29.2
영업이익률(%)	4.8	-2.6	2.4	4.8	5.9
EBITDA Margin(%)	11.2	5.2	11.9	13.7	14.0
지배주주손익률(%)	2.3	0.5	3.8	3.6	4.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	146.1	-89.3	150.7	137.2	204.5
당기손익	47.8	-4.4	96.5	101.6	140.7
비현금항목의 가감	184.6	23.4	22.5	98.2	97.1
유형자산감가상각비	100.0	118.6	197.0	210.1	207.0
무형자산감가상각비	12.8	16.9	29.6	24.1	17.6
자본법평가손익	-2.9	-1.0	-1.6	-1.8	-1.8
기타	74.7	-111.1	-202.5	-134.2	-125.7
영업활동자산부채증감	-21.8	-70.4	-1.0	-26.9	10.8
매출채권및기타채권의감소	38.2	-59.4	38.6	-57.7	-4.3
채고자산의감소	53.2	84.5	-20.6	-30.1	17.2
매입채무및기타채무의증가	6.9	-20.3	41.7	28.2	11.6
기타	-120.1	-75.2	-60.7	32.7	-13.7
기타현금흐름	-64.5	-37.9	32.7	-35.7	-44.1
투자활동 현금흐름	-510.4	-157.3	-419.6	-371.2	-310.0
유형자산의 취득	-389.1	-422.1	-348.9	-262.7	-217.7
유형자산의 처분	0.0	17.5	3.5	2.6	2.2
무형자산의 손익	-10.7	-17.1	-5.3	-3.1	-3.1
투자자산의감소(증가)	-64.0	17.0	-0.9	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	115.3	352.8	8.5	8.4	8.3
기타	-161.9	-105.4	-76.5	-114.5	-98.8
재무활동 현금흐름	355.5	380.0	80.2	-58.5	-93.3
차입금의 증가(감소)	379.5	321.9	73.8	-73.0	-118.2
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-29.9	-17.6	-22.2	-22.2	-22.2
기타	5.9	75.7	28.6	36.7	47.1
기타현금흐름	-2.3	4.7	250.2	280.8	255.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-11.1	138.0	61.5	-11.7	56.5
기초현금 및 현금성자산	407.1	404.3	542.3	603.8	592.2
기말현금 및 현금성자산	396.0	542.3	603.8	592.2	648.7

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유형자산	2,204.4	2,385.8	2,421.9	2,490.2	2,526.1
현금 및 현금성자산	396.0	542.3	603.8	592.1	648.7
단기금융자산	1,204.4	851.6	843.1	834.6	826.3
매출채권 및 기타채권	180.0	368.5	329.8	387.5	391.9
채고자산	376.9	565.5	586.1	616.2	599.0
기타유동자산	47.1	57.9	59.1	59.8	60.2
비유동자산	1,954.3	2,981.3	3,084.4	3,133.7	3,126.0
투자자산	114.0	96.2	97.1	98.2	99.4
유형자산	1,601.6	2,459.2	2,611.1	2,663.7	2,674.4
무형자산	54.2	163.0	138.7	118.7	104.1
기타비유동자산	184.5	262.9	237.5	253.1	248.1
자산총계	4,158.8	5,367.0	5,506.3	5,623.8	5,652.1
유동부채	830.2	983.2	836.1	854.0	856.4
매입채무 및 기타채무	257.2	316.6	358.3	386.5	398.1
단기금융부채	463.8	438.3	247.3	234.6	223.0
기타유동부채	109.2	228.3	230.5	232.9	235.3
비유동부채	652.8	1,350.8	1,553.6	1,524.0	1,401.7
장기금융부채	646.1	1,219.9	1,484.5	1,424.0	1,317.2
기타비유동부채	6.7	130.9	69.1	100.0	84.5
부채총계	1,483.0	2,334.1	2,389.8	2,378.0	2,258.2
자본지분	2,118.7	2,200.7	2,279.2	2,400.6	2,536.2
자본금	98.8	98.8	98.8	98.8	98.8
자본잉여금	1,212.4	1,240.1	1,240.1	1,240.1	1,240.1
기타자본	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6
기타보통주인수계액	-37.4	22.4	31.6	81.5	111.1
이익잉여금	866.5	861.0	930.3	1,001.8	1,107.9
비지배지분	557.1	832.3	832.3	845.2	857.7
자산총계	2,675.8	3,033.0	3,116.5	3,245.8	3,393.9

투자지표 (단위: 원 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,058	456	4,722	4,832	6,623
BPS	109,385	113,618	117,673	123,937	130,942
CFPS	12,003	982	6,142	10,314	12,277
DPS	650	1,150	1,150	1,150	1,150
주가배수(배)					
PER	32.7	97.1	14.5	14.1	10.3
PER(최고)	42.1	162.4	17.3		
PER(최저)	27.0	85.7	7.1		
PBR	0.62	0.39	0.58	0.55	0.52
PBR(최고)	0.79	0.65	0.70		
PBR(최저)	0.51	0.34	0.28		
PSR	0.75	0.49	0.55	0.50	0.48
PCFR	5.6	45.1	11.1	6.6	5.6
EV/EBITDA	6.6	21.1	8.3	6.4	5.6
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주 현금)	23.4	-453.8	20.5	19.5	14.1
배당수익률(% 보통주 현금)	1.0	2.6	1.7	1.7	1.7
ROA	1.2	-0.1	1.8	1.8	2.5
ROE	1.9	0.4	4.1	4.0	5.2
ROIC	2.0	0.4	1.5	3.1	3.7
매출채권회전율	8.1	6.3	6.8	7.3	7.0
채고자산회전율	4.1	3.7	4.1	4.4	4.5
부채비율	55.4	77.0	76.7	73.3	66.5
순차입금비용	-18.3	8.7	9.1	7.1	1.9
이자보상배율(현금)	2.6	-1.1	2.5	4.9	7.3
총차입금	1,109.9	1,658.2	1,731.8	1,658.6	1,540.2
순차입금	-490.5	264.3	284.9	231.8	65.3
NOPLAT	196.2	90.4	284.7	360.2	385.9
FCF	-273.6	-346.2	-75.7	45.2	139.1

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- > 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- > 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- > 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
S-Oil (010950)	2024-01-15	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	-4.18	-1.43
	2024-02-05	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	5.09	19.29
	2024-04-09	Marketperform (Maintain)	77,000원	6개월	-8.35	7.40
	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	66,000원	6개월	-7.80	4.24
*담당자 변경	2025-05-15	Buy(Reinitiate)	70,000원	6개월	-17.59	-9.00
	2025-07-10	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-18.15	-16.36
	2025-07-21	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-18.48	-16.36
	2025-07-28	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-21.52	5.88
	2025-11-26	Buy(Maintain)	100,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK케미칼 (285130)	2025-05-15	BUY(Initiate)	67,000원	6개월	-6.55	14.48
	2025-07-14	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-20.61	-16.14
	2025-08-08	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-26.56	-16.14
	2025-09-22	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-27.29	-13.64
	2025-11-13	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-25.53	-20.20
	2025-11-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

