iM증권 리서치본부

[정유/화학/에너지]

Overweight

대혼란 속에서 나름 선방하는 1분기

iM증권

2025. 04. 09

Industry Report

[정유/화학/에너지]
전유진 2122-9193
yujinjn@imfnsec.com

CONTENTS

Summary 3

Ⅰ. 화학/정유 4

Ⅰ. 주요 커버리지 1Q25 Preview

Ⅱ. 미국의 상호관세 실행에 따른 영향 점검

Ⅲ. 관세 대혼란 이후 화학 업종에서 주목해야 포인트

Ⅳ. 원유 도입구조 재편에 따른 정유산업 경쟁력 변화

Ⅱ. 태양광 30

Ⅰ. 미국 모듈 재고, 약 4년 만에 감소세 전환 예상

Ⅱ. 트럼프의 무분별한 관세 정책에서 찾는 기회

Ⅲ. 기업분석 38

Summary

Ⅰ. 주요 커버리지 1Q25 Preview: 대혼란 속에서 나름 선방하는 1분기

- 또 한번의 관세전쟁과 이로 인한 글로벌 경기침체 우려 확대. 그러나 이런 대혼란 속에서 국내 정유/화학 업체들의 25년 1분기 영업이익은 나름 선방할 것으로 예상
- 수출 중심의 사업 구조인 만큼 환율상승이 우호적으로 작용했고, 12월 저가 납사 래깅투입 및 1월 중국 춘절효과까지 나타나며 일부 제품들의 스프레드 소폭 개선되었음에 근거
- 특히 업체별로는 LG화학이 양극재와 LGES 중심의 호실적으로 컨센서스를 큰 폭 상회하겠고, 금호석유(합성고무 이익 개선, 에너지 정기보수 종료로 인한 이익 기여도 증가) 및 유니드(중국 KCl 상승에 따른 KOH 판매가격 상승) 등은 주요 사업의 펀더멘털 개선으로 시장 기대치를 넘어서는 영업이익 기록할 것으로 전망

Ⅱ. 미국의 상호관세 실행에 따른 영향 점검

- 트럼프, 결국 4월 5일부터 모든 국가에 대해 10% 보편관세 및 9일부터는 각 국가별 상호관세(한국 25%, 중국 34%. 태국 36%, 베트남 46% 등) 부과한다고 발표
- 미국은 정유 및 석유화학 생산설비 기준 글로벌 2위에 달하는 국가로, 자급자족 뿐만 아니라 오히려 순수출하는 입장. 실제로 한국이 미국으로 수출하는 비중도 그리 높지 않아 금번 수입관세가 국내 정유/화학업체들에게 직접적으로 미칠 타격은 제한적. 특히 정제품은 원유/가스와 함께 관세 대상품목에서 제외된 만큼 정유업체들이 받을 영향은 미미
- 화학제품도 미국 수출 평균 2~3% 내외 그치고, 가장 높은 제품이 ABS 9%, PC 19% 정도. 각 업체별 생산제품 및 국가별 수출 비중 등을 모두 감안했을 때 미국 노출도는 10% 미만으로 추정. 다만, IT/가전제품 및 자동차 등 전방 고객사들의 설비 다수가 중국/베트남에 위치하고 있고, 이들이 지게 될 관세 부담을 중간재인 화학업체들 역시 연쇄적으로 부담할 가능성이 매우 높음. 또한 무엇보다 관세로 인한 제품가격 상승은 최종 수요 감소로 이어질 수밖에 없는데, 여기에서도 결코 자유로울 수 없어 부정적 영향
- 이 와중에 그나마 반사수혜 기대하며 차선책이 될 수 있는 것은 한화솔루션. 미국 셀/모듈 수입량의 약 70% 이상을 차지하고 있는 베트남/캄보디아/태국 등은 한국 대비 더 높은 상호관세가 부과된 만큼 25년 이들 국가로부터의 수입량 감소 불가피. 반면, 동사는 현재 미국 내 모듈 생산에 이어, 25년 말 잉곳/웨이퍼/셀/모듈 생산 시작으로 미국 생산거점 더욱 강화될 것. 특히 해당 설비 가동 이후 Domestic Contents 충족으로 10% 추가 세제혜택 누릴 수 있어 고객사와의 판가 협상력 높아진다는 점에도 주목할 필요

Ⅲ. 관세 대혼란 이후 주목해야 할 포인트

- 한편, 한국을 포함한 주요국들이 미국과의 여러 협상 과정을 거치며 관세 이슈가 어느정도 안정화되고 나면, 가장 주목해야 할 포인트는 유가 하향 안정화
- 최근 관세전쟁과 그로 인한 글로벌 경기침체 우려로 유가 과도하게 Undershooting 되었는데, WTI 기준 25년 연간 60~70달러 수준으로 전년대비 하향 안정화 예상. 1)온갖 관세정책으로 인플레이션 부담 높아진 트럼프에게 그 무엇보다 유가 하락 절실하고, 2)이를 위해 러시아 제재 완화하며 시장에 적극 끌어들일 듯. 3)OPEC+ 증산 또한 4월부터 본격화되기 시작. 특히 러시아/OPEC+ 증산 속에서 사우디는 M/S 유지 위해 OSP 인하 전략까지 취할 가능성 높아, 원가 측면에서 한국 업체들에게 유리한 국면
- 화학/정유/에너지 Top Picks: 한화솔루션, SK가스, 금호석유, 유니드, 롯데케미칼

[화학/정유]

Ⅰ. 주요 커버리지 1Q25 Preview

Ⅱ. 미국의 상호관세 실행에 따른 영향 점검

Ⅲ. 관세 대혼란 이후 화학 업종에서 주목해야 포인트

Ⅳ. 원유 도입구조 재편에 따른 정유산업 경쟁력 변화

Ⅰ. 주요 커버리지 업체 1Q25 Preview Summary

예상 외로 선방하는 1분기: 환율상승, 저가 납사, 춘절 효과 등에 근거

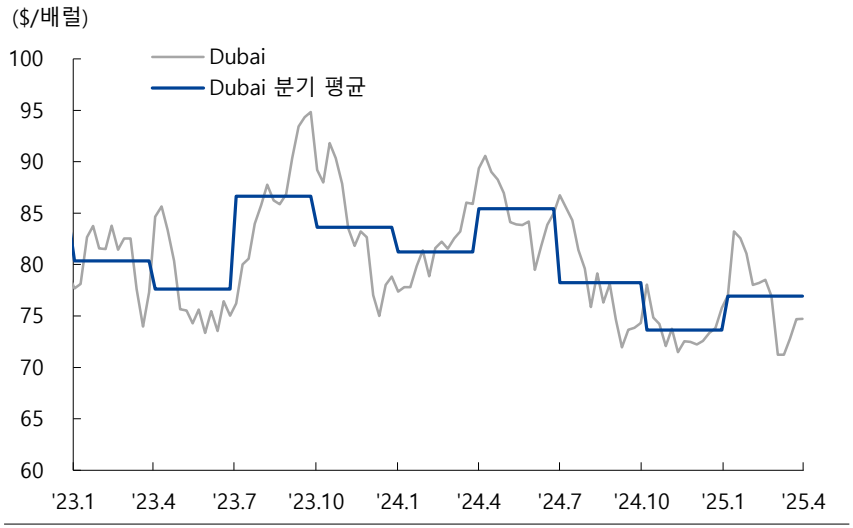
- 25년 1분기 커버리지 업체 대부분의 영업이익은 QoQ 대비 개선될 것으로 전망. 전반적으로 환율상승이 석유화학 업체들 영업여건에 우호적으로 작용했고, 12월 저가 납사 투입효과도 긍정적이었음. 연초 중국 춘절효과 출현으로 수요도 예상보다 좋았던 것으로 파악
- 특히 **LG화학**(양극재 및 LGES 중심 실적 호조), **금호석유**(합성고무 이익 개선, 정기보수 효과 종료), **유니드**(중국 KCl 상승에 따른 KOH 판매가격 상승) 등의 영업이익이 시장 컨센서스 대비 두드러질 것으로 기대
- 한편, 정유사들은 환율상승과 QoQ 유가 상승에도 불구하고, 정제마진 하락으로 전 분기 및 시장 컨센서스를 하회하는 실적 예상

주요 커버리지 업체 1Q25 Preview Summary Table

(단위: 십억원, %)	1Q25F 당사 추정치	1Q25F 컨센서스	Diff(%)	4Q24	QoQ(%)	1Q24	YoY(%)	2023	2024	2025F
SK이노베이션	-158.0	359.3	적자전환	159.9	적자전환	624.7	적자전환	1,903.9	315.5	1,560.0
S-Oil	86.0	229.8	-62.6%	222.4	-61.3%	454.1	-81.1%	1,354.6	422.2	980.0
SK가스	98.0	113.4	-13.6%	122.6	-20.1%	74.6	31.3%	303.6	287.2	410.0
LG화학	184.0	82.9	122.0%	-252.0	흑자전환	264.6	-30.5%	2,529.2	916.8	1,763.0
롯데케미칼	-155.2	-141.6	적자확대	-234.1	적자축소	-135.3	적자확대	-347.7	-894.1	-207.0
금호석유	79.0	73.2	8.0%	10.0	692.3%	78.6	0.5%	358.2	359.0	375.9
한화솔루션	-65.8	-52.1	적자확대	102.9	적자전환	-216.6	적자축소	579.2	-300.2	413.0
롯데정밀화학	16.1	15.5	3.8%	12.2	32.4%	10.8	49.5%	154.8	50.4	91.1
효성티앤씨	67.3	64.2	4.9%	42.4	58.7%	76.1	-11.5%	213.4	270.7	319.2
HS효성첨단소재	50.2	51.7	-3.0%	46.0	9.1%	63.7	-21.2%	174.1	219.7	228.1
유니드	23.6	21.4	10.5%	12.5	89.5%	27.5	-14.2%	32.1	95.4	119.2

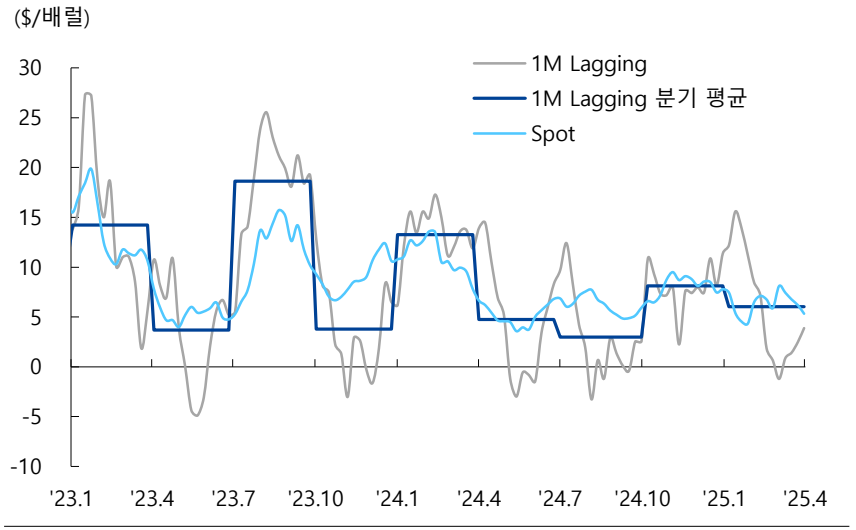
자료 : iM증권 리서치본부

Dubai 유가 추이



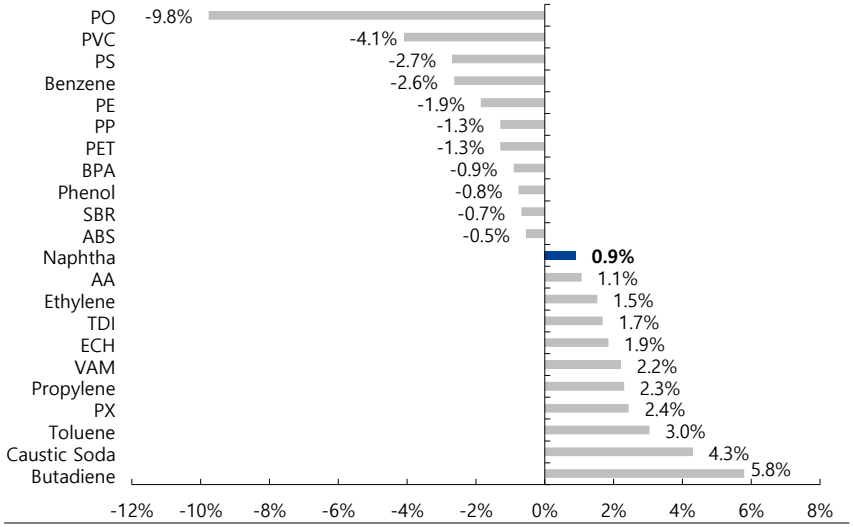
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

복합정제마진 추이



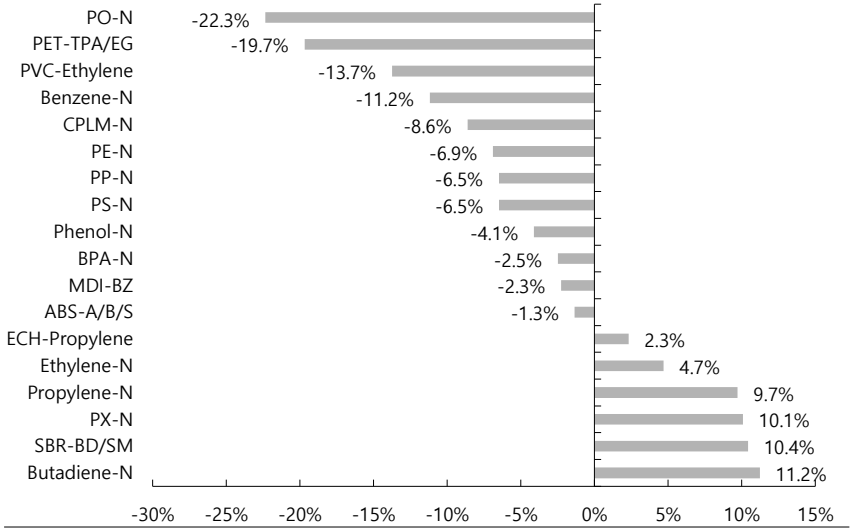
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

1Q25 주요 화학제품 가격 QoQ 변동율



자료: Platts, Cischem, iM증권 리서치본부

1Q25 주요 화학제품 래깅 스프레드 QoQ 변동율



자료: Platts, Cischem, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 미국의 상호관세 실행에 따른 영향 점검

정유 Neutral, 석유화학 Negative

- 트럼프, 결국 모든 국가에 대한 10% 보편관세(4월 5일~) 및 각 국가별 상호관세(4월 9일~) 적용 발표
- 주요 국가별로는 한국 25%, 중국 34%, 태국 36%, 베트남 46% 등으로 EU 20% 대비 아시아 국가들이 전반적으로 높은 관세 결정. 향후 국가 및 제품별 협상 가능성은 남아있지만 현재까지 발표된 기준 정유/화학 산업에 대해서는 정유 Neutral, 화학 Negative 영향 전망
- 미국은 정유 및 석유화학 산업에서 생산설비 기준 글로벌 2위 국가이기 때문에 자급자족 가능할 뿐만 아니라 오히려 수출량이 더 많은 순수출국임. 이는 국내 정유/화학 업체들의 미국 수출 비중도 크지 않다는 의미. 따라서 금번 관세부과로 인한 직접적인 타격은 제한적이겠지만, 중간재 성격이 강한 만큼 관세 충격에 따른 수요 감소 영향을 피할 수 없음. 또한 중국/베트남 등 생산설비가 집중되어 있는 고객사들의 관세 비용이 화학업체에게 공유될 수 있기 때문에 그 간접적인 효과까지 고려하면 결국 부정적 영향이 더 크다는 판단

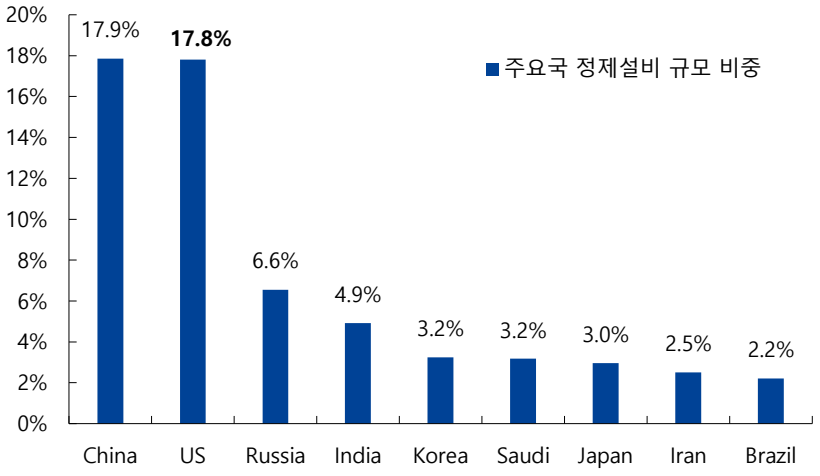
트럼프 대통령 취임 이후 미국의 관세 부과 현황

발효일	대상 국가 및 품목	내용	비고
2월 4일	중국	10% 추가 관세	기존 관세 평균 약 25%
3월 4일	중국	10% 추가 관세	추가 관세 총 20%
3월 4일	캐나다/멕시코	25% 관세	자동차는 1개월 면제
3월 12일	철강/알루미늄	25% 관세	
4월 2일	베네수엘라산 원유/가스 수입국	25% 관세	베네수엘라산 원유/가스 수입하는 제3국에 대한 Secondary Tariff
4월 3일	자동차	25% 관세	
4월 5일	모든 국가	10% 보편관세	*미적용 품목: 에너지(원유, 가스, 정제품), 철강/알루미늄/구리, 자동차, 의약품, 반도체, 목재, 무역확장법 232조 품목, 금괴, 미국에서 구할 수 없는 특정 광물,USMCA 품목 (단, 4/3 트럼프는 반도체 관세도 곧 부과할 것이라 언급)
4월 9일	모든 국가	국가별 상호관세	- 대미 관세율과 비관세 장벽 감안해 책정 - 주요 국가별 상호관세율: 한국(25%), 베트남(46%), 태국(36%), 중국(34%), 대만(32%) 인도(26%), 일본(24%), 말레이시아(24%), EU(20%) - 캐나다, 멕시코 USMCA 준수 상품은 제외, 그 외는 25% 관세 부과
상호관세 발표 이후 각 국가별 대응 움직임			- 베트남: 대미 관세율 인하 등을 통한 협상 의사 전달 - 인도: 관세 인하를 위한 무역협상 진행 - 일본: 이시바 총리, 트럼프와의 통화 계획 및 적극 협의 의사 전달

자료 : The White House, 언론 종합, iM증권 리서치본부

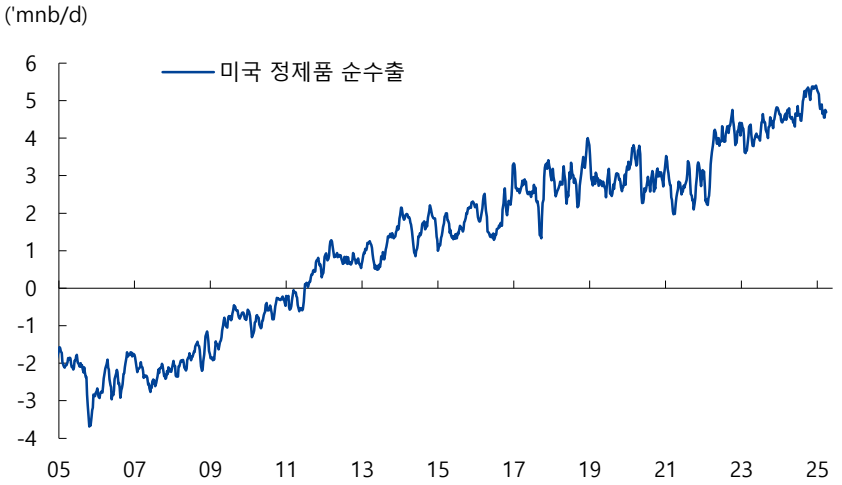
미국이 정유/화학제품 순수출국임에도, 결과적으로 긍정적일 수 없는 관세전쟁

글로벌 정제설비 생산설비 국가별 비중



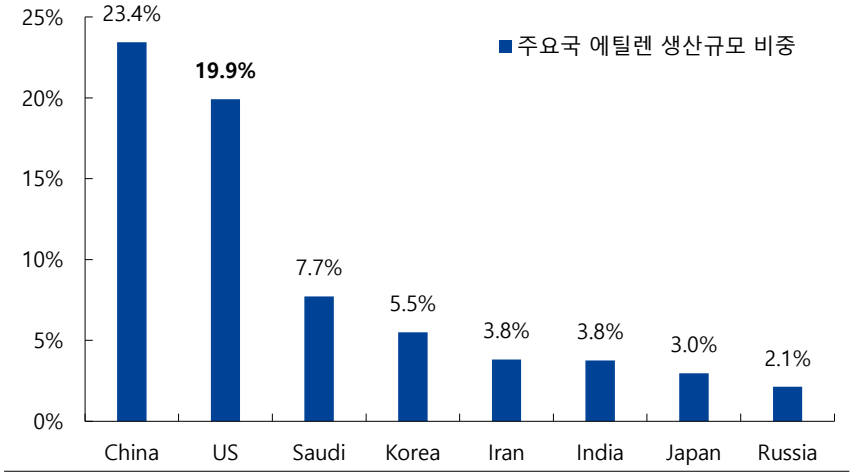
자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 정제품 순수출 규모 추이



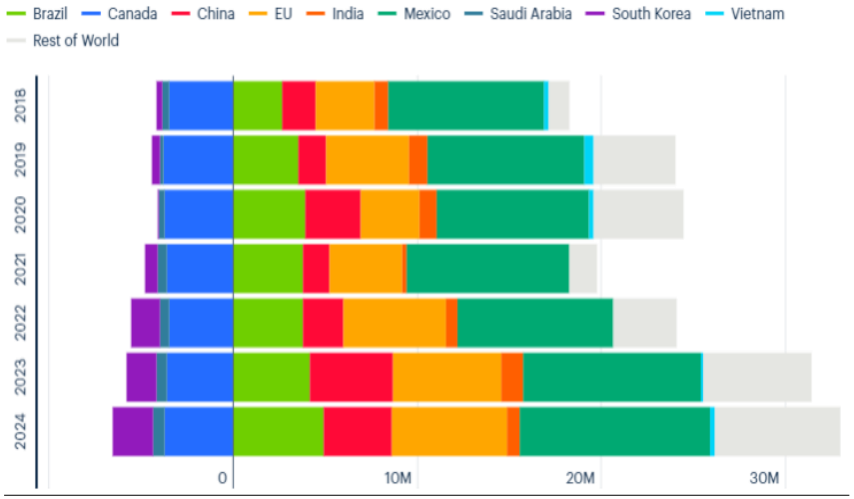
자료 : EIA, iM증권 리서치본부

글로벌 에틸렌 생산설비 국가별 비중



자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 주요 화학제품 순수출 규모 추이

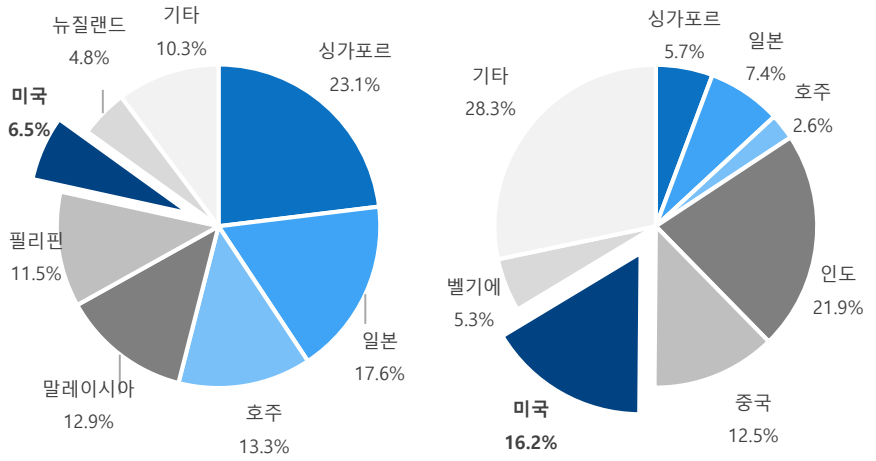


자료 : ICIS, iM증권 리서치본부

정유(Neutral): 정제품은 관세대상에서 제외돼 정유사들 영향 제한적

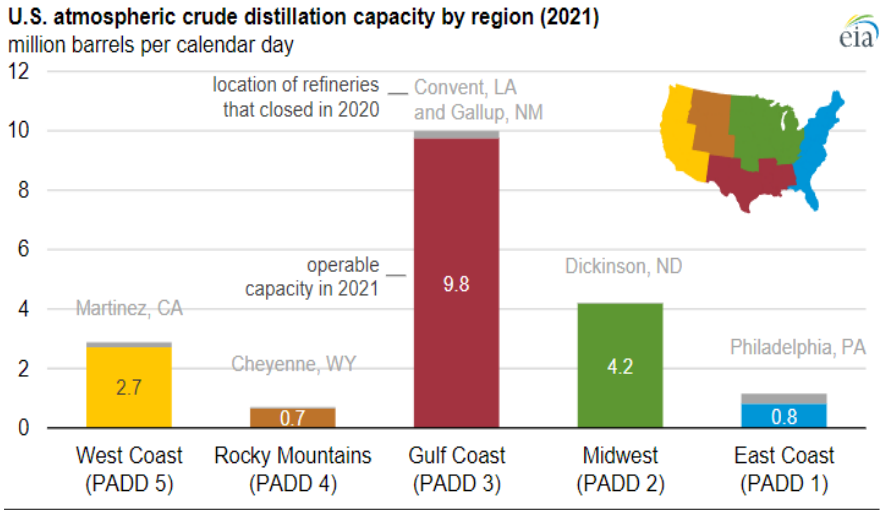
- 미국은 글로벌 정제설비에서 17.8% 차지하는 2위로(1위 중국 17.9%) 정제품을 순수출하는 국가임
- 그러나 Gulf Coast, West Coast 지역에 정제설비 대부분 집중돼 있고 동부로 연결되는 송유관과 터미널 역시 충분하지 않아 East Coast는 주로 유럽에서 정제품을 수입하고 있음
- 따라서 정제품에 대한 관세 부과 시, 미국의 인플레이션 부담이 가중될 수밖에 없는 만큼 금번 관세대상에서는 제외된 것으로 해석
- 한편, 한국이 미국으로 수출하는 정제품은 휘발유/항공유가 약 6~7% 내외에 그침. 윤활유가 16%로 상대적으로 높긴 하나, 앞서 언급했듯이 정제품은 이번 관세 대상 품목에 포함되지 않는 만큼 국내 정유사들이 받을 영향은 제한적으로 판단

휘발유(좌) 및 윤활유(우) 국가별 수출 비중 (24년 기준)



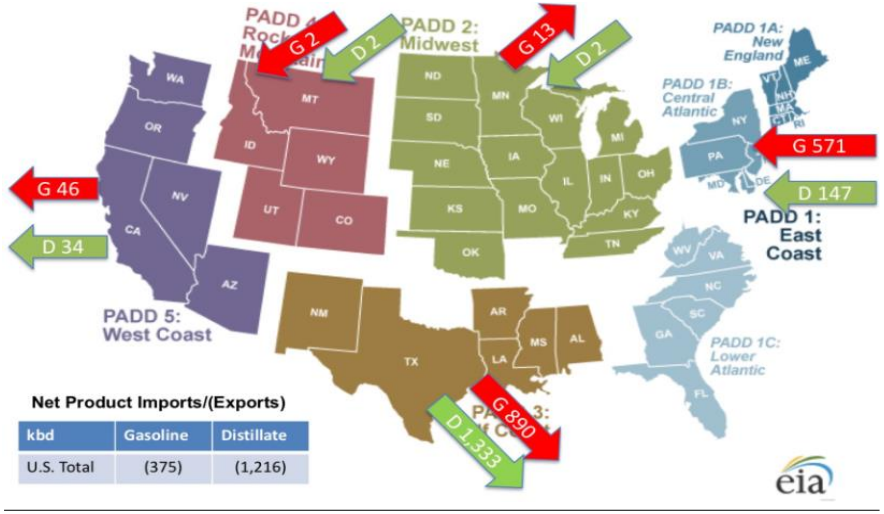
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

미국 PADD별 정제설비 규모



자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 PADD별 정제품 수출입 구조

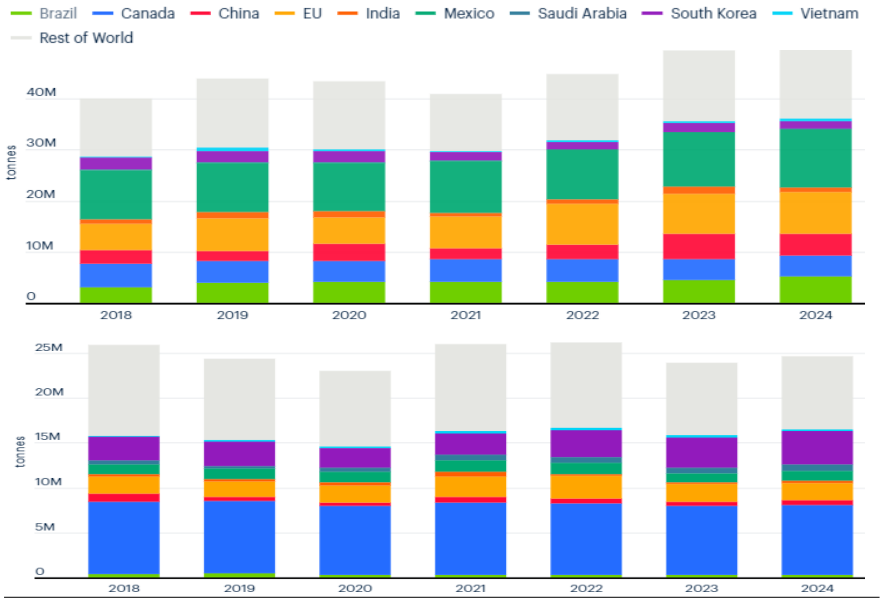


자료 : EIA, iM증권 리서치본부

화학(Negative): 중간재 포지션 및 고객사들의 중국/베트남 설비로 인한 연쇄 충격 불가피

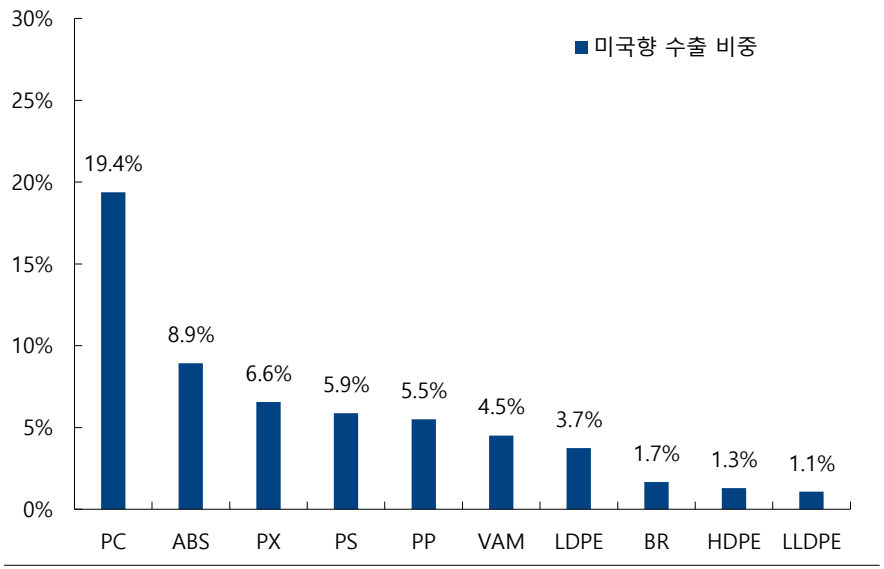
- 미국은 석유화학 산업에서도 글로벌 에틸렌 생산설비의 20% 차지하는 2위 국가(1위: 중국 23%)이기 때문에 대부분 자급자족이 가능한 구조이며, 일부는 멕시코/유럽 등으로 판매하는 순수출국이기도 함. ECC 대규모 유입되었던 2018년 이후 미국이 수입하는 석유화학 제품은 매년 제자리였던 반면, 수출은 꾸준히 증가하면서 2024년 기준 미국의 화학제품 순수출량은 2018년 대비 88% 늘어난 것으로 파악
- 이에 한국에서 미국으로 수출되지 않는 석유화학 제품이 대부분이고 수출되더라도 PE 2%, PP 5%, BR 2% 등에 그칠 만큼 미미. 그나마 비중 높은 제품은 PX 7%, ABS 9%, PC 19% 등인데 각 업체별 전체 판매에서 2~3% 그치기 때문에 미국으로 수출되는 모든 제품을 합산해도 10% 내외로 추정돼 사실상 국내 화학업체들에 미칠 직접적인 영향은 제한적
- 그러나 ABS/PC 등은 IT 및 전자제품, 자동차에 주로 사용되듯 화학제품은 중간재 성격이 강한데, 고객사들이 상호관세 높은 베트남/중국에 설비를 보유하고 있는 만큼 이들을 판매처로 삼고 있는 화학업체들 역시 그 연쇄적인 비용 충격을 피할 수는 없음. 따라서 정유 대비 화학은 직간접적인 영향 모두 감안하면 금번 관세로 인한 Negative 영향 받게 될 것으로 전망

2018년 이후 미국 석유화학 제품 수출(상) 및 수입(하) 추이



자료 : ICIS, iM증권 리서치본부

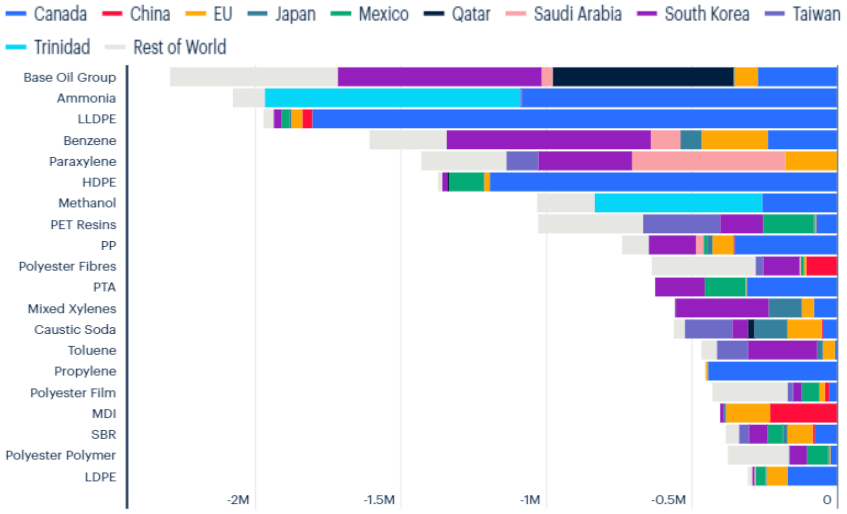
한국의 주요 화학제품별 미국 수출 비중 (2024년 기준)



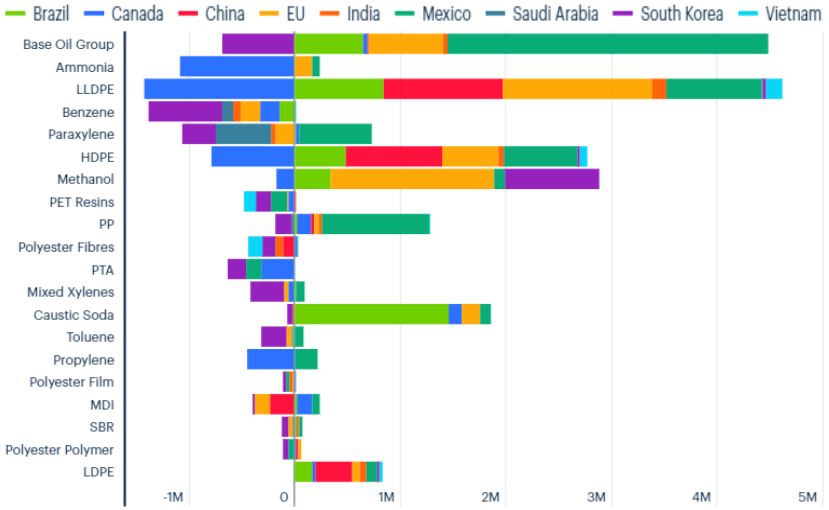
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

미국의 석유화학 제품별 수출입 및 각 국가별 규모

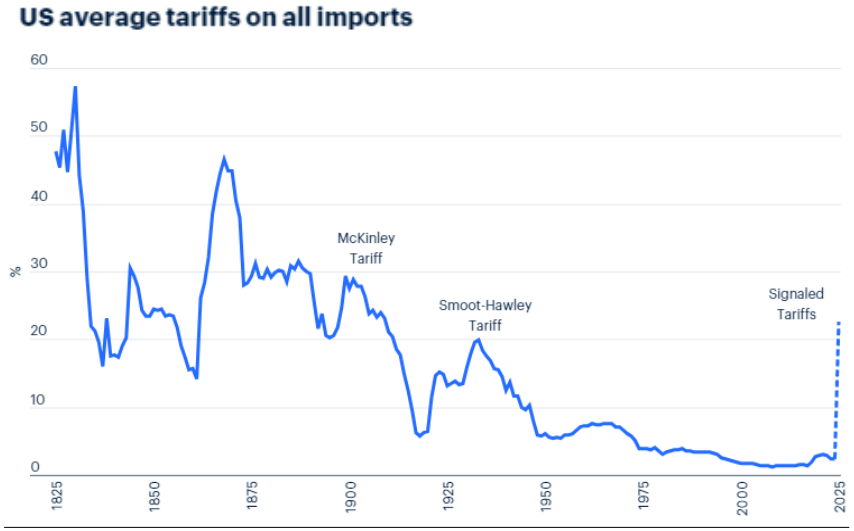
2024년 미국 석유화학 주요 수입품 및 국가별 수입 규모(단위: 백만톤)



2024년 미국 Net Imports 화학제품 및 국가별 수출입 규모(단위: 백만톤)

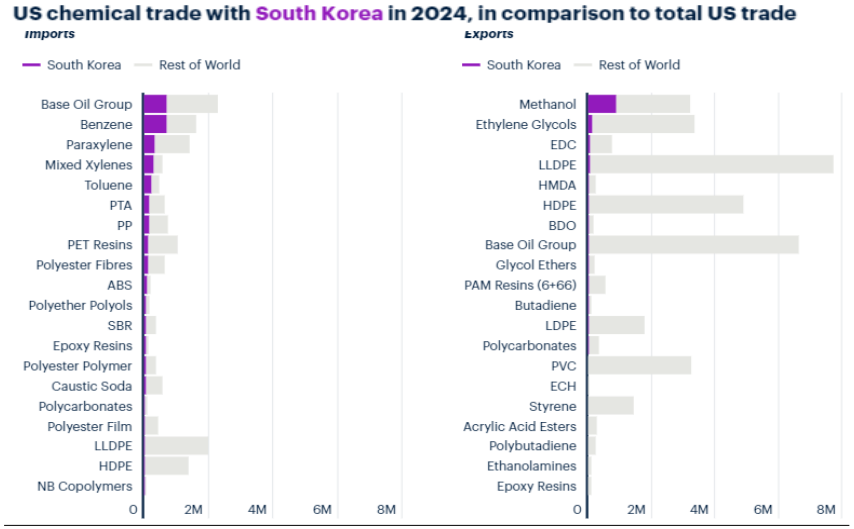


1825년 이후 전 수입품에 대한 미국 평균 관세율 추이



자료: ICIS, iM증권 리서치본부

2024년 미국의 대 한국 석유화학 제품별 수출입 규모(단위: 백만톤)

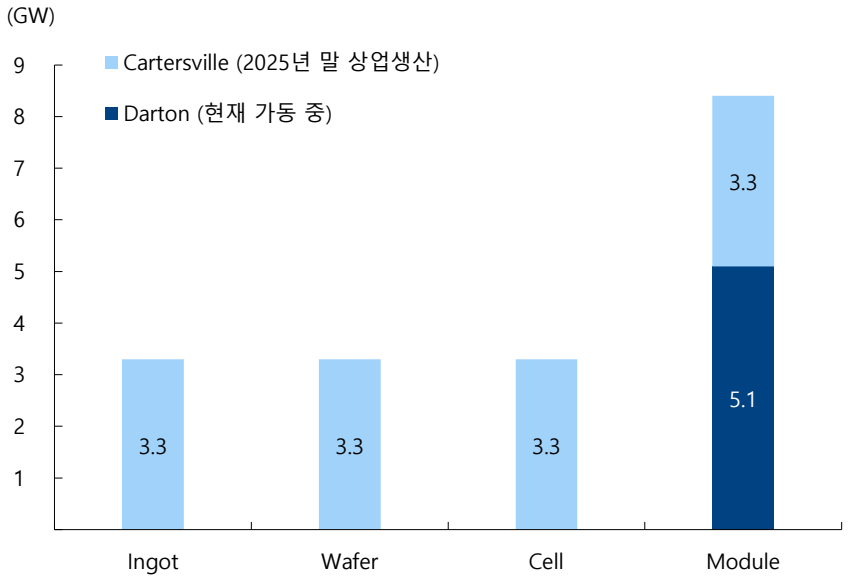


자료: ICIS, iM증권 리서치본부

(+) Better: 한화솔루션

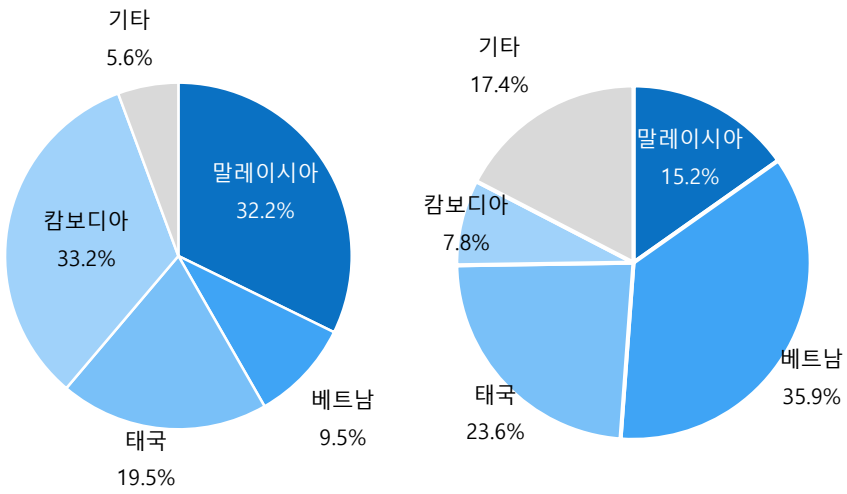
- 금번 관세 실행에 따른 Best 선택은 사실상 없음
- 그나마 상대적으로 더 나은 여건 조성이 예상되는 곳은 미국 내 생산설비를 보유하고 있거나 태국/베트남 등 더 높은 상호관세가 부과되는 국가들이 경쟁사인 경우인데, 국내 커버리지 중 가장 대표적인 업체는 미국 내에 주요 생산거점을 확보하고 있는 **한화솔루션**
- 한화솔루션은 현재 미국 모듈 생산에 이어 25년 말부터는 웨이퍼/셀/모듈을 추가 생산하게 되는 만큼 금번 관세로부터 자유로운 입장. 뿐만 아니라, 현재 미국 모듈 수입의 60% 차지하는 태국(24%), 베트남(36%) 제품에 더 높은 고율관세가 적용되기 때문에 반사수혜도 기대해볼 수 있음
- 또한 24년 기준 미국에 모듈은 약 40GW 제조설비가 있던 반면, 셀은 사실상 공장이 없어 이를 수입해 현지에서 모듈을 조립하는 형태가 대부분임. 가장 많은 셀이 수입된 캄보디아/말레이시아는 각각 49%, 24% 상호관세 부과되고, 태국(36%), 베트남(46%) 역시 세율이 높아 해당 셀로 제조된 모듈은 가격 경쟁력 약화될 수밖에 없음. 한화솔루션은 현재 한국에서 셀 수입하고 있고, 25년 말 미국 생산까지 감안하면 원가 경쟁력 확보 가능

한화솔루션 미국 내 생산설비



자료 : iM증권 리서치본부

미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중 (2024년 기준)

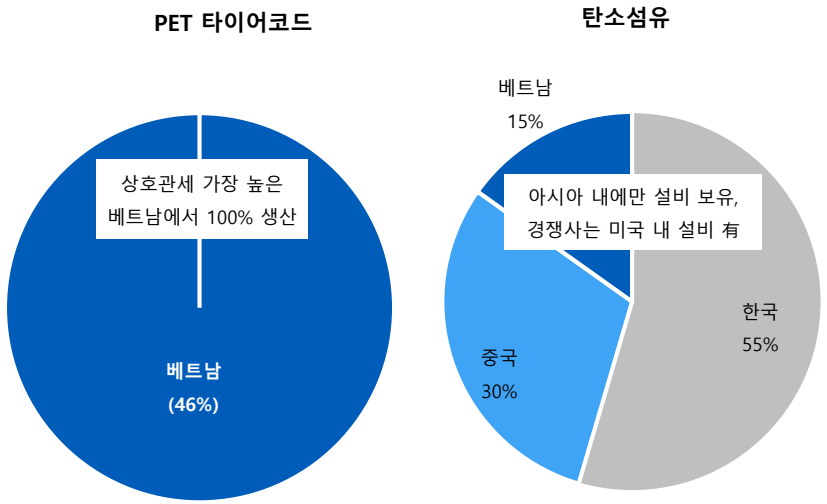


자료 : NREL, iM증권 리서치본부

(-) Worst 1: 효성첨단소재

- 미국의 상호관세로 가장 큰 타격이 예상되는 곳은 베트남/중국에 생산설비를 다수 보유하고 있는 효성첨단소재, 효성티앤씨
- 효성첨단소재는 주력 생산제품인 PET 타이어코드 100% 베트남에서 생산 중이며 미국 수출 평균 20~30% 내외로 해당 물량에 대해서는 고율의 상호관세(46%) 부과를 피하기 어려운 상황. 다만, 글로벌 주요 경쟁사인 Indorama(중국/체코/멕시코 등), 코오롱인더(한국/베트남) 등도 미국에는 설비를 보유하고 있지 않음. Kordsa가 미국에 1.6만톤 규모의 공장을 운영 중이긴 하나 글로벌 전체 수요의 2% 내외에 그칠 만큼 매우 미미하고, 동사는 글로벌 타이어코드 점유율 50% 차지하는 압도적 1위인 만큼 관세 일부는 판가에 전가할 수 있을 것으로 예상
- 그러나 가장 우려되는 부분은 탄소섬유. 탄소섬유 부문의 후발주자인 동사는 점유율 및 고객사와의 협상력이 높지 않고 현재 한국/중국 공장에 이어 25년 하반기 베트남 공장까지 추가 가동되는 만큼 그 어느 곳에서도 높은 관세를 피하긴 어려움. 특히 글로벌 주요 경쟁사 Toray, Hexel 등은 미국 내에서 생산설비를 운영하고 있어 관세 부담을 피하기 위한 고객사들 이탈 가능성도 배제할 수 없음. 한때 30% 달하는 이익을 창출하던 탄소섬유는 이제 중국 업체들의 공급과잉으로 적자기조 이어지고 있는데, 미국 상호관세 현실화로 Q 감소 및 C 증가라는 추가 이중고를 겪게 될 수밖에 없어

효성첨단소재 타이어코드/탄소섬유 지역별 설비 비중 및 적용 상호관세



자료 : The White House, iM증권 리서치본부

타이어코드/탄소섬유/아라미드 주요 경쟁사 생산설비 위치 및 적용 상호관세

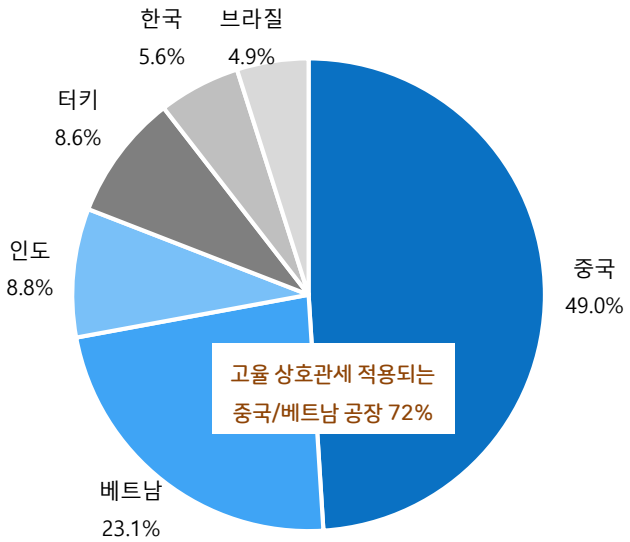
품목	업체	생산설비 위치 및 적용 상호관세
PET 타이어코드	효성첨단소재	베트남(46%)
	코오롱인더	한국(25%), 베트남(46%)
	Indorama	중국(34%), 멕시코, 체코(20%)
	Kordsa	미국, 터키(10%), 태국(36%), 인도네시아(32%), 브라질(10%) 등
탄소섬유	효성첨단소재	한국(25%), 중국(34%), 베트남(46%)
	Toray	미국, 일본(24%), 프랑스(20%), 한국(25%)
	Hexel	미국, 스페인(20%), 프랑스(20%)
	Teijin	일본(24%), 독일(20%), 미국, 베트남(46%)
아라미드	효성첨단소재	한국(25%)
	Dupont	미국
	코오롱인더	한국(25%)

자료 : The White House, iM증권 리서치본부
주: 괄호 안은 4월 7일 기준 발표된 각 국가별 상호관세율

(-) Worst 2: 효성티앤씨

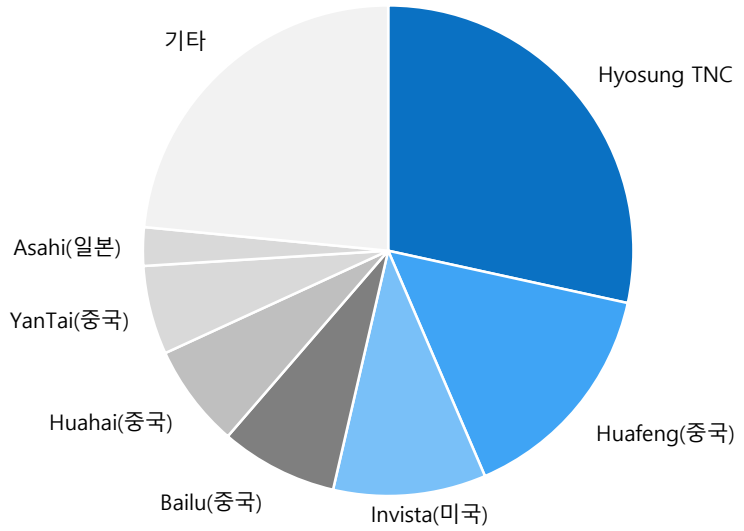
- 효성티앤씨는 효성첨단소재 대비 상대적으로 숨통이 좀 더 트일 수 있겠지만, 전체적으로는 그 역시 미국의 고율 상호관세 부과로 인한 타격 불가피
- 동사는 터키/브라질(상호관세 각각 10%)에서도 스판덱스 공장을 운영 중이긴 하나, 가장 높은 상호관세사 적용되는 중국/베트남 공장 비중이 70% 상회하고 있음. 사실 스판덱스는 미국으로 수출되는 비중이 거의 미미해 직접적인 영향이 제한적이라고 볼 수도 있겠지만, 좀 더 넓게 바라보면 이를 구매하는 고객사인 의류공장 대부분이 중국/베트남/태국 등 동남아시아에 위치하고 있기 때문에 그 중간에서 동사 역시 관세라는 비용 부담을 같이 공유해야 하는 상황을 현실적으로 피하긴 어려움
- 그나마 고무적인 점은 글로벌 스판덱스 업체들 중 동사 제외한 대부분은 중국 업체들이라는 것. 이들은 해외 생산기지를 보유하지 않고 중국 내에서 전량 생산해 중국 or 인근 아시아 의류 업체들에게 판매하고 있는데, 동사는 중국 대비로는 상호관세가 더 낮은 터키/브라질/인도/한국 공장을 통해 대응 가능한 만큼 관세부담을 최소화하기 위한 고객사들의 유입 효과에 그나마 희망을 걸어볼 수 있을 듯

효성티앤씨 스판덱스 생산설비 지역별 비중



자료 : 효성티앤씨, iM증권 리서치본부
주: 4/8 기준 상호관세 베트남(46%), 중국(34%), 인도(26%), 한국(25%), 터키/브라질(10%)

글로벌 스판덱스 주요 생산업체별 점유율



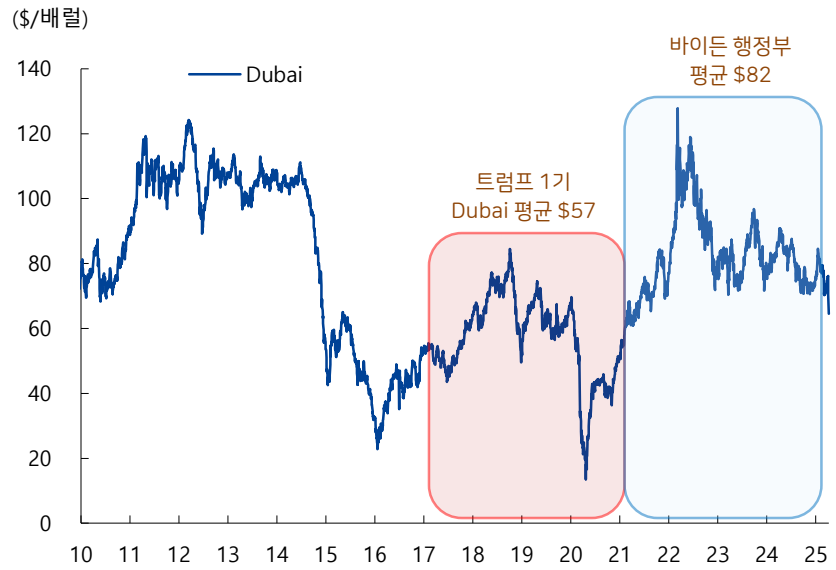
자료 : 산업자료, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 관세 대혼란 이후 화학 업종에서 주목해야 포인트

1. 유가 하향 안정화 → NCC 원가 부담 완화 기대

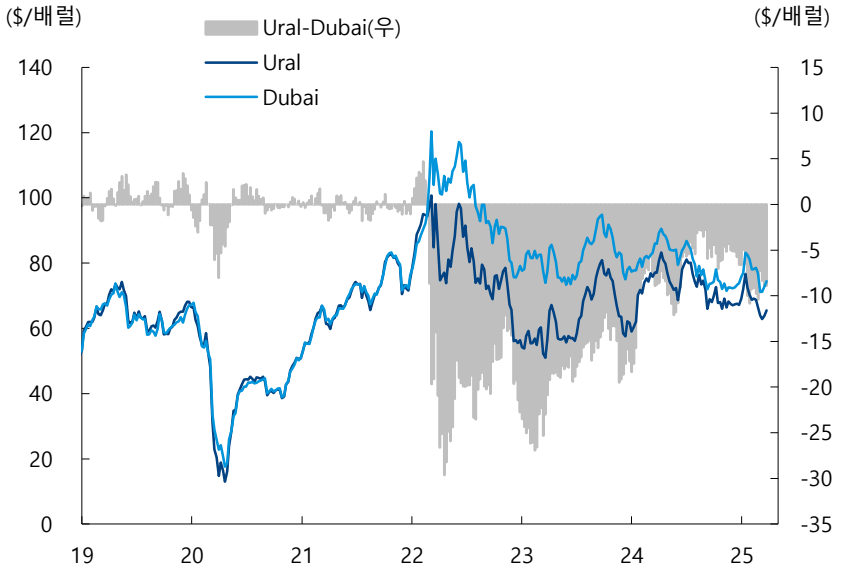
- 지금은 트럼프의 에너지 시대. 에너지 부문에서 그가 가장 원하는 것은 1)미국의 원유/가스 생산 및 판매를 통한 이익 창출, 2)유가 하향 안정화 등임
- 특히 미국 내 산유량이 단기에 빠르게 늘어나기 어려운 만큼 유가 하향 안정화를 위해서는 shale oil 생산량 확대를 장려하는 것을 넘어서 러시아와 사우디 등 주변 산유국들을 최대한 자극하지 않고 우호적인 관계를 형성하는 전략 취할 것으로 예상. 이미 러시아에 대해서는 이전 바이든 행정부와는 물론, 전통적으로 우방국이었던 유럽과도 매우 다른 스탠스를 취하고 있음
- 지난 3~4년간 석유화학 업황은 매우 험난한 다운사이클에서 고전했고, 여전히 어려운 여건임은 분명. 증설 부담도 컸지만, 트럼프 1기 평균 57달러 그쳤던 Dubai 유가가 바이든 정부에서는 평균 80달러 상회하는 등 유가 강세로 인한 원가도 부담이었음. Ural 할인으로 중국/인도 업체 대비 원가 열위였던 것도 한 몫. 그러나 25년 트럼프의 에너지 시대에서 가장 분명한 방향성인 유가 하락은 국내 NCC 원가 완화시키며 한층 숨을 틔워줄 전망

트럼프 집권 1기와 바이든 정부 시절 유가 비교



자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

Dubai 및 Ural 가격 추이



자료 : Refinitiv, Petronet, iM증권 리서치본부

2. 트럼프, 유가 하락에 대한 강한 의지를 확실하게 보여주는 중

- 온갖 관세정책이 현실화될 경우 미국의 인플레이션 부담은 점점 더 높아질 수밖에 없음. 이 상황을 조금이나마 타개하기 위해 트럼프에게 절대적으로 필요한 것은 유가 하락. 그러나 미국 내 산유량이 단기에 빠르게 늘어나기 어려운 만큼 트럼프는 주변 산유국들의 협력을 이끌어낼 수밖에 없음
- 대표적으로 러-우 종전 협상을 마무리함으로써 러시아산 원유가 시장에 공식적으로 출하할 수 있도록 제재 완화할 것으로 예상. 이는 최근 트럼프가 푸틴과 우호적인 관계를 형성하려는 움직임에서 잘 드러남
- 또한 4월 보편+상호관세 발표에서 원유, 가스, 정제품 등 에너지는 그 대상에서 제외. 미국이 아무리 최대 산유국이라 하더라도 지리적 특성상 원유와 정제품(특히, 휘발유) 일부는 수입에 의존할 수밖에 없는데, 에너지 제품에도 관세가 부과될 경우 유가 상승을 절대 피할 수 없음
- 이번 무자비한 관세 전쟁 속에서도 에너지 제품들은 그 대상에서 제외한 글로벌 최대 에너지 생산국의 역설적인 움직임은 유가 하락에 대한 트럼프의 강한 의지를 가장 잘 보여주고 있는 것이라 판단

트럼프, 러시아 제재 완화 검토 & 푸틴과도 우호적인 관계 형성 중

White House seeks plan for possible Russia sanctions relief, sources say

March 4, 2025 6:38 AM GMT+9 · Updated 20 days ago

자료 : Reuters, iM증권 리서치본부

미국, 원유/가스/정제품은 관세 대상에서 제외

Oil imports exempted from Trump's sweeping tariffs

By **Reuters**

April 3, 2025 7:21 AM GMT+9 · Updated 4 days ago

WASHINGTON, April 2 (Reuters) - Imports of oil, gas and refined products were exempted from U.S. President Donald Trump's sweeping new tariffs, the White House said on Wednesday.

The exemption will come as a relief to the U.S. oil industry, which had expressed concerns that new levies could disrupt flows and raise costs on everything from Canadian crude oil serving Midwest refineries to European cargoes of gasoline and diesel to the eastern seaboard.

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 예상 외 깜짝 증가한 OPEC+ 증산 규모

- 관세 대혼란 이후 유가 방향에 있어 또 하나 주목해야 할 곳은 OPEC+ 증산 속도와 규모임
- 당초 OPEC+ 회원국들은 4월부터 220만b/d 감산 규모를 점차 줄여가고(=증산), 지난 3년에 걸친 감산은 26년 말까지 모두 정상화하는 것을 목표로 하고 있었음. 그 연장선으로 2025년 5월에도 13.5만b/d 증산을 계획하고 있었는데, 4월 회의에서 그 규모를 41만b/d로 대폭 늘린다고 수정 발표
- 공식적으로는 미국의 이란 제재로 타이트한 공급이 예상됨에 따른 것이라 언급했으나, 실질적으로 지금까지 감산을 제대로 이행하지 않은 이라크와 카자흐스탄 등에 대한 경고성 결정에 더 가까운 것으로 해석. 또한 취임 이후 유가 하락을 위해 사우디, 러시아와 우호적인 관계를 형성하는데 노력한 트럼프에 대한 일종의 화답도 섞여 있는 것으로 추정
- 최근 유가는 관세 전쟁과 이로 인한 글로벌 경기침체 우려로 과도하게 언더슈팅. 그러나 현 상황이 어느정도 일단락되더라도 1)미국의 시추 및 생산 규제 완화와 2)종전 이후 러시아산 출하 증가, 3)OPEC+ 감산 정책 변경, 그리고 무엇보다 4)인플레이션 경감을 위해 유가 하락이 절실한 트럼프의 입장 등을 종합적으로 감안하면 유가는 하방 압력이 훨씬 높아 2025년 WTI 기준 60~70달러 내외의 흐름 전망

OPEC+ 5월 증산 규모 당초 계획 대비 3배 확대

OPEC+ unexpectedly speeds up oil output hikes, oil drops

By **Olesya Astakhova, Ahmad Ghaddar** and **Alex Lawler**

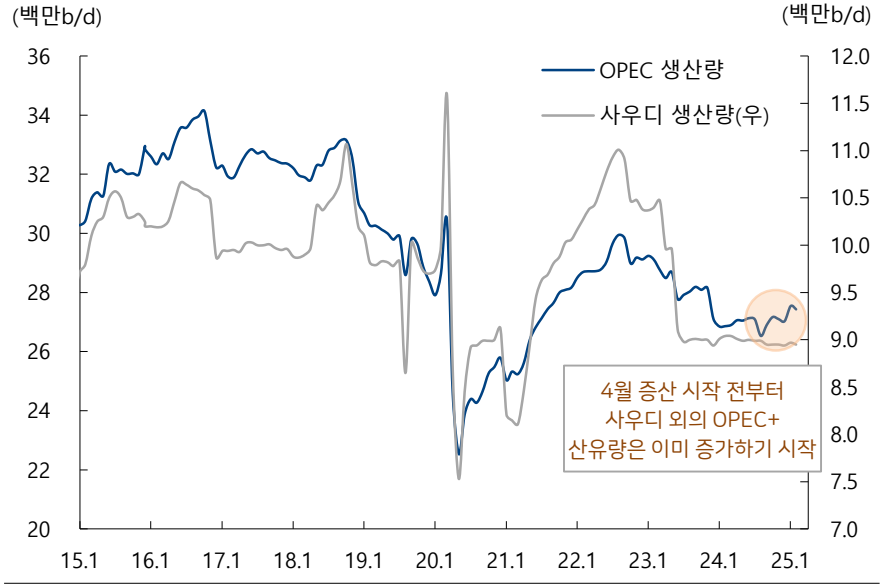
April 4, 2025 9:36 AM GMT+9 · Updated 3 days ago

Summary

- Eight OPEC+ members to hike output by 411,000 bpd in May
- Oil market had expected May hike of 135,000 bpd
- Decision may force compliance laggards to step up, analyst says
- Trump has called on OPEC to lower oil prices

자료 : Reuters, iM증권 리서치본부

사우디 및 OPEC 전체 원유 생산량 추이

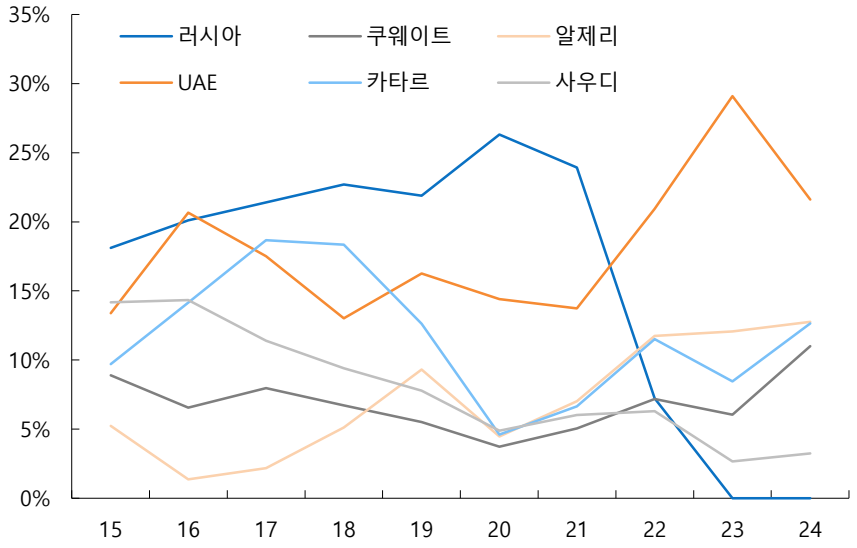


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

4. 국내 NCC 업체들의 러시아산 납사 재구매 가능성

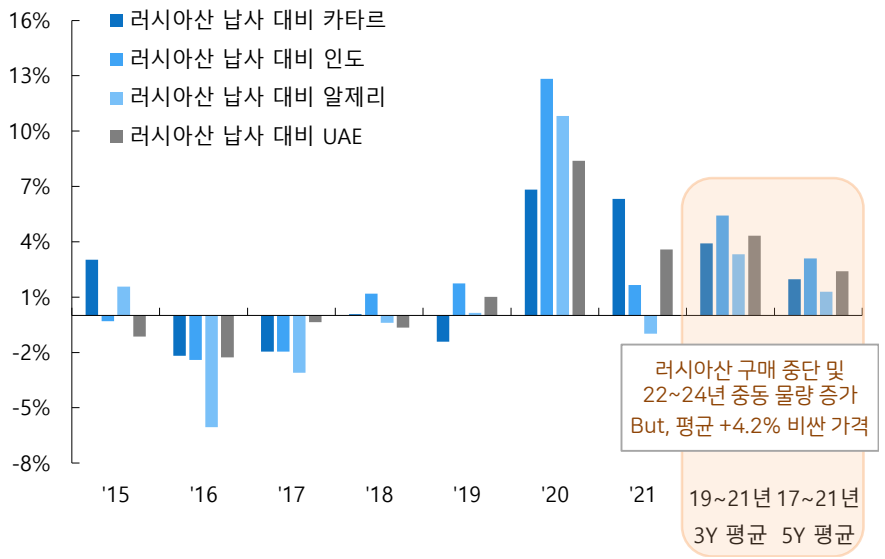
- 종전 이후 한국과 중국/인도 NCC 경쟁력 측면에서 변화 예상. 2021년 전만 하더라도 한국 수입 납사 중 러시아산이 23%로 가장 높았음. 전쟁 이후 러시아산 구매 불가능해짐에 따라 중동 비중 늘었고 2024년 기준 상위 중동 5개국 비중 60% 상회
- 문제는 중동산이 러시아산보다 비싸다는 것. 2021년 러시아산 대비 카타르 +6.3%, UAE +3.6% 더 높은 가격에 수입됐는데, 이는 국내 NCC 업체는 유가 상승 이외에도 러시아산 구매 중단으로 이전 대비 원가가 약 4~5% 내외는 상승했음을 의미. 미국의 러시아 제재 완화 or 해제되면 국내 업체도 이전처럼 러시아 납사에 대한 접근이 가능해질 수 있음. 과거 러시아산 납사가 중동 대비 4~5% 더 저렴했음을 고려하면 직관적으로 NCC 원가 역시 그만큼 개선 가능하다는 의미
- 한편, 중국/인도 NCC 업체들은 러시아산을 저가에 구매하며 누렸던 원가 우위 축소는 물론, 그 비중도 점차 줄며 이전 대비 원가 부담 높아질 수밖에. 트럼프 에너지 시대에서 유가 하락이라는 큰 방향성 안에 러시아 제재 완화를 통한 저가 납사 구매 재개로 한국 NCC 업체들의 원가는 지난 3년 대비 구조적으로 개선될 수 있다는 판단

한국의 납사 주요 수입국 비중 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

한국의 러시아산 납사 수입가격 대비 주요국들의 수입 가격

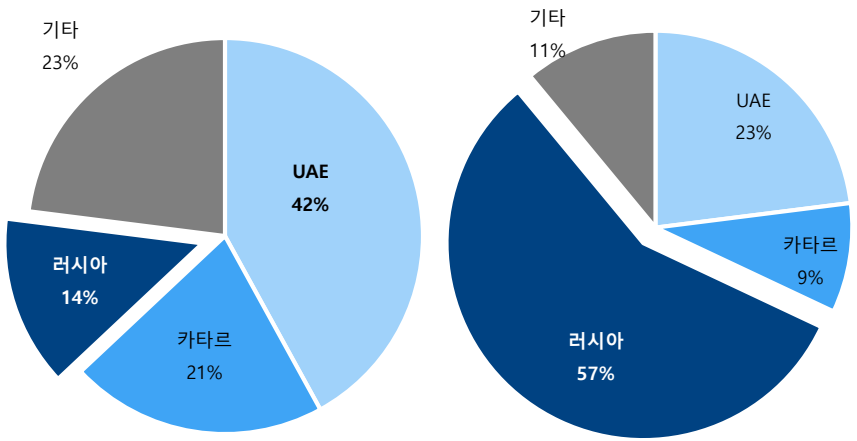


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

5. 인도/중국 NCC 업체들의 상대적 원가 우위 소멸

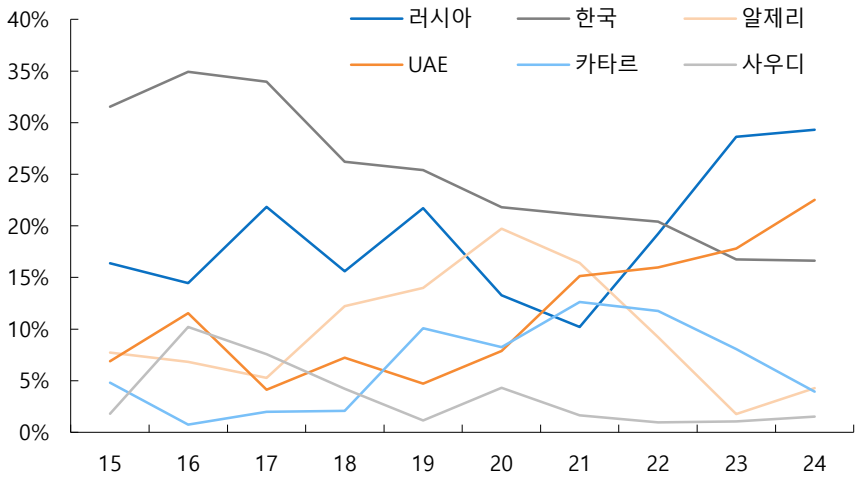
- 반면, 중국/인도는 러시아산 적극 구매하며 원가 우위 누림. 22년 이전 중국 납사는 주로 한국/중동에서 수입됐으나, 이후 러시아산 대폭 증가
- 눈에 띄는 점은 러시아산 납사가 주요 수입국 대비 훨씬 저렴했다는 것. 15~21년까지 러시아산은 오히려 +6% 정도 비쌌으나, 22~24년에는 한국/중동 대비 평균 -8%, 최대 -11% 저렴하게 유입됨
- 인도 역시 23년 14% 그쳤던 러시아 납사 비중 24년에는 57%로 대폭 증가. 수입 가격도 중국과 유사한 흐름 보였을 것으로 추정됨
- 결국 원가 측면에서 보면 중국/인도 NCC 업체들이 이전 대비로는 물론, 한국 NCC 업체 대비로도 최대 15% 수준의 원가 우위 누렸음을 의미. 따라서 종전 후 러시아 납사의 정상적 거래는 한국 vs 중국/인도 NCC 원가 변화를 초래할 수 있을 전망

인도 납사 수입국 비중 변화: 2023년(좌), 2024년(우)



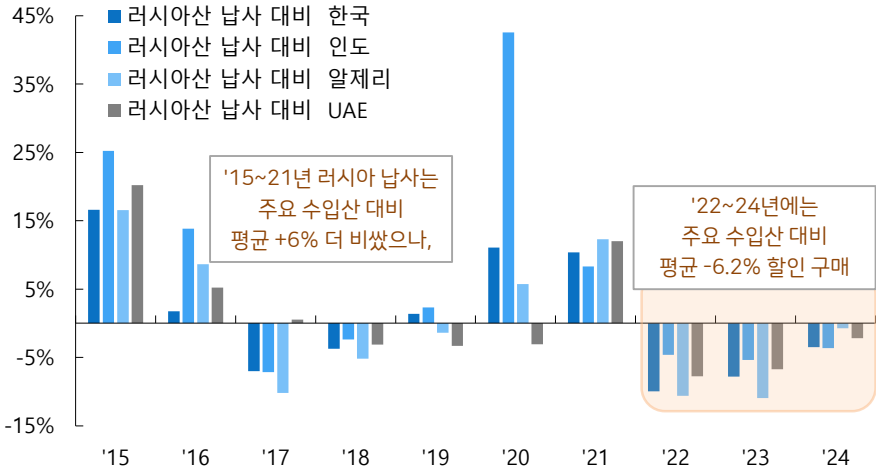
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국의 납사 주요 수입국 비중 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국의 러시아산 납사 수입가격 대비 주요국들의 수입 가격



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

6. 중국의 부양책 누적 효과 점진적 출현

- 중국은 24년 9월 이후 경기 부양을 위한 정책을 지속적으로 발표 및 실행하고 있음. 25년 3월 양회에서 기대 이상의 서프라이즈 부양책 발표는 사실 없었으나 내수 진작을 최우선 과제로 삼았고, 양회 종료 직후 이를 실행하기 위한 후속조치로 <소비 진작을 위한 특별 행동계획> 지침 공식화하였음
- 해당 계획에는 가계 소득을 향상시키고, 이를 저축하기 보다는 소비로 이끌 수 있는 이구환신 등의 주요 정책들이 포함되어 있음. 여전히 부동산 시장 침체가 좀처럼 해소될 기미가 보이지 않고 있어 중국 경기에 대한 우려는 분명 존재. 그러나 최근 정부의 적극적인 소비 장려 움직임이 내구재 수요 성장으로는 조금이나마 연결될 수 있어 석유화학 제품 중에서도 건설보다 내구재 부문 노출도가 높은 폴리머 중심으로 수요 창출 기대할 수 있을 듯
- 또한 24년 9월부터 누적되고 있는 크고 작은 부양책들의 효과가 25년 1~2월 데이터에서도 어느정도 반영되고 있는 것으로 보임. 25년 하반기로 가면서 부양책 효과는 조금씩 더 발현되면서 석유화학 제품의 수요 역시 점진적으로 회복되는 움직임 전망

중국, 내수 진작을 위한 부양책 또 한번 본격 실행

China's $41 billion plan to boost consumption is just a start as deflationary pressures deepen

PUBLISHED MON, MAR 10 2025•8:58 PM EDT

KEY POINTS

- Chinese Premier Li Qiang last week delivered an annual report on government work that named boosting consumption as the top task for the year ahead.
- The state planner calls for efforts to "increase spending power" and encourage the development of products and scenarios that would encourage consumers to spend. But it's not a call to support all kinds of shopping.
- Economists have long called for a structural re-calibration of the income distribution system and policies seen necessary to stimulating domestic consumption in a meaningful way.

자료 : CNBC, iM증권 리서치본부

중국 국무원이 발표한 <소비 진작을 위한 특별 행동계획> 주요 내용 (3/16)

① 개요
- 1978년 개혁·개방 이후 가장 광범위한 조치(SCMP)
- **적극적인 소비 촉진, 다방면의 내수 확대, 소비 능력 향상 모색**
- **양질의 공급을 통한 유효수요 창출 및 소비 환경 최적화 도모**
- 8개 분야 30개 항목으로 구성

② 소비 진작 관련 주요 내용
- 생활 서비스 소비 촉진
- 문화, 스포츠, 관광 소비 확대
- 인바운드 소비 촉진
- 서비스업 개방 추진 지속 → 통신, 의료, 교육 및 기타 분야의 개방 도모
- **노후 소비재의 신품 교체 지원 증대(이구환신) → 디지털 제품 구매 보조금 지급 지속 등**
- **주택 소비 수요 개선 → 주택기금 대출금리 인하 및 시장 안정화 모색**
- **자동차 소비 체인 확장 → 애프터마켓 소비 확대 및 중고차 거래 촉진**
- 재정 정책의 선도적 역할 수행 → 금융 보조금 및 대출이자 보조금 지원
- 신용 지원 강화 → 개인 소비 대출 투자 증대 및 합리적 이자율 지원

자료 : iM증권 리서치본부

24년 하반기 이후 누적되고 있는 중국 경기 부양책

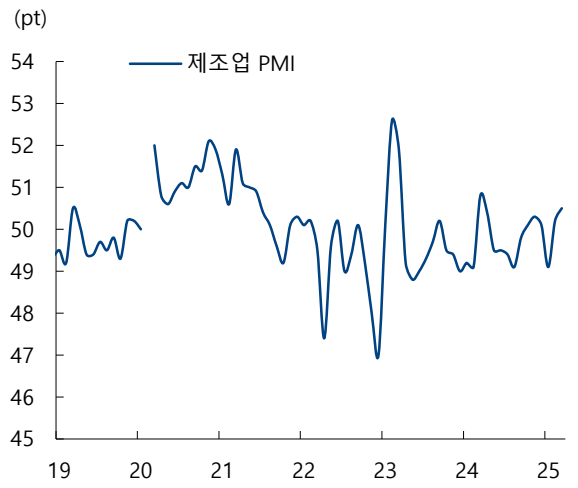
중국 정부, 2024년 9월 이후 이어지고 있는 경기 부양책 발표

인민은행 대규모 부양책 (2024.09.24)	통화정책 완화	1. 금리인하: 7일물 역레포 금리 0.2%p 인하: 1.7% → 1.5% (→ 향후 대출·예금 금리 인하 가능성 농후) 2. 지급준비율 50bp 인하 예고 →장기 유동성 1조위안 제공 목적 3. 중기유동성지원창구(MLF) 금리 0.3%p 인하: 2.3% → 2.0%
	부동산 금융 지원	1. 주택담보대출 금리 0.5%p 인하 2. 광저우시, 주택 구입에 대한 모든 제한 해제 발표 3. 상하이시·선전시, 외국인 구매자의 주택 구입 완화 및 첫 주택 구입자 최소 계약금 비율 하향 조정
	주식시장 유동성 공급	1. 총 5천억위안 규모 인민은행-기관투자자 스왑 프로그램 통해 기관투자자 주식 매입 여력 확대 2. 총 3천억위안 규모 인민은행 재대출 프로그램 통해 상장기업(및 지배주주)의 자사주 매입 및 지분 확대 지원
재정정책 포함 추가 부양책 발표 (2024.09.26)	현금 지원책 발표	1. 저소득층 60만원 현금 지원 및 중산층 소비쿠폰 지급 발표 2. 상하이시, 5억위안 소비 쿠폰 발행 발표 → 9~12월 간 두 단계 나눠 지급 예정
전인대 상무위 회의 (2024.11.08)	지방정부 부채 해소 계획 발표	1.지방정부 부채 해소에 10조위안 투입 발표: 지방정부 부채한도 증액 6조원 + 부채상환을 위한 특별채권 발행 4조원 ⓐ 지방정부 부채한도 총 6조위안 증액: '24~26년까지 연 2조위안 증액 → 지방정부 특수채 한도 29.5조위안에서 35.5조위안으로 확대 2. 소비 진작 등 실물 경기를 부양할 수 있는 재정정책 발표는 없었음
공산당 중앙경제공작회의 (2024.12.11)	'25년 9대 핵심과제 및 경제정책 방향성 제시	1. 적극적 내수 확대 → 이구환신 기반 소비진작 기대 - 제1대 핵심과제로 내수 확대 언급: 과학 기술의 혁신을 내세웠던 '23년과 대조적 - 소비수요 회복 강조, 저소득층의 소득 확대 및 퇴직연금 지원 강화 → 인민들 가처분소득 증가 모색 2. 부동산·금융 리스크 방지 노력 지속 3. 정책 기조 수정: ⓐ재정정책: '적극적' → '더욱 적극적', ⓑ통화정책: '신중' → '적절히 완화적'
중국 전국인민대표회의 (2025.03.05)	'25년 10대 중점과제 및 성장률 목표치 제시	1. 내수확대: 국내 소비·투자 확대를 통해 내수중심 성장전략 강화 의지 - '25년 최우선 정책과제로 선정: 산업고도화 및 과학기술교육 강화 내세웠던 '24년과 대조적 - 0.3조위안 규모 초장기 특별국채 발행 → 내구재 교체 보조금 전년비 두 배 증대 2. 성장률 목표치 제시 ⓐ 재정적자 비율 확대(3% → 4%): 적자규모 5.66조위안으로 전년 대비 +1.6조위안 상향 ⓑ 지방정부 특별채 발행한도 상향 조정: 4.4조위안으로 전년 대비 +0.5조위안 상향 → 확보 자금은 제14차 5개년 계획의 주요 프로젝트 추진, 유휴 토지 매수, 지방정부 체납금 청산 등에 활용 계획 ⓒ 통화정책 기조 상향 조정(신중한 → 적절히 완화적): 14년만에 전환하며 성장률 제고에 초점. 필요 시 지급준비율 및 정책금리 인하 가능
중공 중앙위원회 판공청 및 국무원 소비진작 특별계획 발표 (2025.03.16)	서비스 소비 질적 향상 도모	1. 생활 서비스 소비 촉진 2. 문화 스포츠, 관광 소비 확대 3. 인바운드 소비 발전 → 지역 무비자 정책 최적화 및 개선
	주요 소비 업그레이드	1. 서비스업 개방 추진 지속 → 통신, 의료, 교육 및 기타 분야의 개방 도모 2. 노후 소비재의 신품 교체 지원 증대(이구환신) → 디지털 제품 구매 보조금 지급 지속 등 3. 주택 소비 수요 개선 → 주택기금 대출금리 인하 및 시장 안정화 모색
	소비자 지원 정책 개선	1. 자동차 소비 체인 확장 → 애프터마켓 소비 확대 및 중고차 거래 촉진 2. 재정 정책의 선도적 역할 수행 → 금융 보조금 및 대출이자 보조금 지원 3. 신용 지원 강화 → 개인 소비 대출 투자 증대 및 합리적 이자율 지원

자료 : iM증권 리서치본부

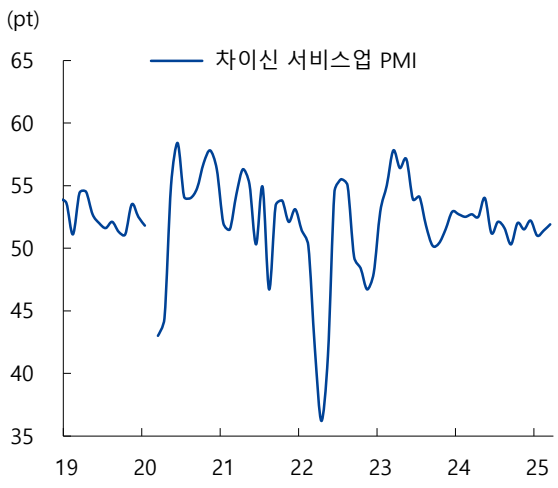
중국 주요 경기지표 추이

중국 제조업 PMI 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 서비스업 PMI 추이

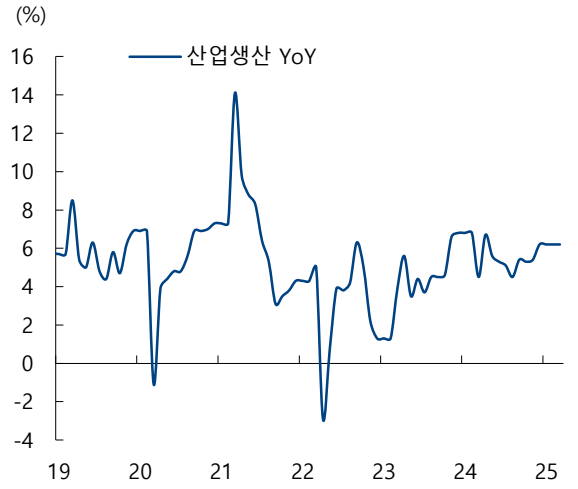


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 수출 증가율 YoY 추이

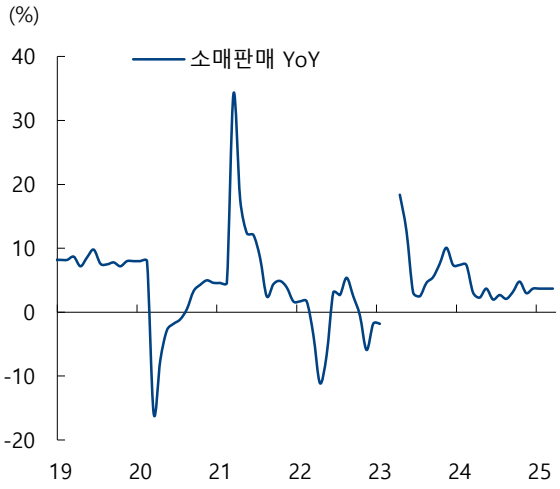
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 산업생산 YoY 추이



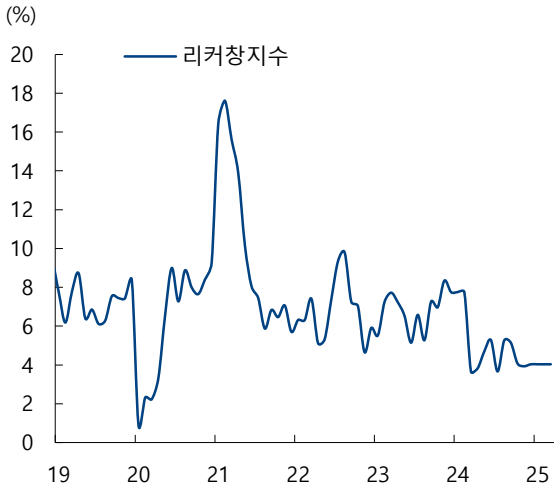
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 소매판매 YoY 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 리커창 지수 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

7. 속도와 폭은 더디겠지만, 그래도 분명 바닥을 지나는 25년

- 석유화학 업체들에게 2025년은 완연한 턴어라운드까지는 아니더라도, 바닥에서는 분명히 벗어나는 시기가 될 것으로 판단
- 트럼프 집권 2기로 예상되는 가장 분명한 변화는 유가 및 가스 가격 하락인데, 이는 NCC 원가 부담 완화시키는 요인이 될 전망. 2024년 기점으로 대규모 증설 유입 일단락되고 있으며 긴 불황 속에서 메이저 업체들의 구조조정 계획 잇따르고 있는 만큼 수급밸런스가 더 악화될 가능성도 제한적
- 한편, 11월 초 중국 전인대에서 기대와 달리 실질적인 재정정책이 전혀 발표되지 않으면서 경기 부양에 대한 실망감 확대. 그러나 지난 9월 말부터 발표됐던 금리인하 등의 통화정책과 부동산 규제완화가 누적됨에 따라 수요 측면에서 그 효과는 2025년 하반기부터 조금씩 발현될 수 있다는 무게. 내년 초 중국산 수입품에 대한 트럼프 정부의 관세부과 정책이 가시화되고 나면 이에 대응하기 위한 중국 부양책도 추가 출현될 전망
- 2023년 4분기 기점으로 3년 간의 다운사이클은 마무리 국면에 점진적으로 진입하고 있음. 업황 회복의 강력한 트리거가 부재한 만큼 턴어라운드를 논하기는 조심스러움. 그러나 1)유가 하락과 2)대규모 증설 부담 완화, 3)메이저 업체들의 구조조정, 4)중국 부양책 효과 누적 등에 근거하여 바닥을 지나 2025년에는 2024년 대비 보다 개선된 분위기를 느낄 수 있을 것으로 전망

2025년 석유화학 업황, 턴어라운드까지는 아니더라도 바닥은 분명 지날 것으로 전망하는 근거들

원가

1) 트럼프의 에너지 시대에서 미국 원유 및 천연가스 생산량 증가
2) OPEC+ 감산 규모 축소(=실질적 증산 전환) → 유가 하락으로 NCC 원가 부담 완화
3) 러-우 종전 협상. Ural 할인 축소로 인도/중국이 누려온 원가 우위 약화 → 국내 업체들의 상대적 수혜 가능

수요

1) 중국 24년 9월 말 이후 부양정책 누적. 25년 하반기부터 그 효과 점진적 출현 예상
2) 트럼프 행정부의 대중국 관세 부과 이후 중국의 추가 부양책 출현 가능성 존재

공급

1) 대규모 NCC 유입 물량 24년 기점으로 일단락 및 25년 증설 전년대비 확실히 감소
2) 글로벌 메이저 업체들의 설비 전환 & 영구폐쇄 등 잇따른 구조조정으로 공급부담 완화

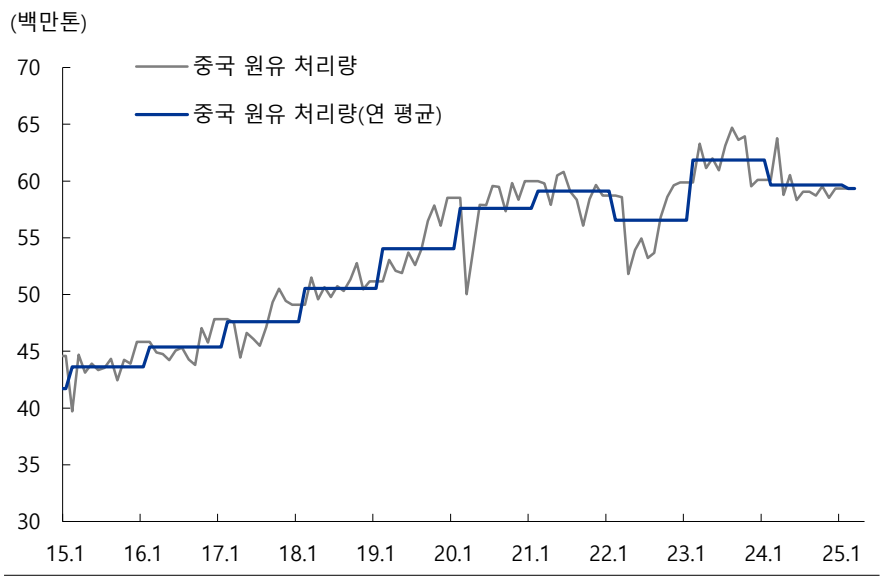
자료 : iM증권 리서치본부

Ⅳ. 원유 도입구조 재편에 따른 정유산업 경쟁력 변화

1. 중국/인도 저렴한 Ural 구매 확대로 23~24년 원유 처리량 역사적 고점

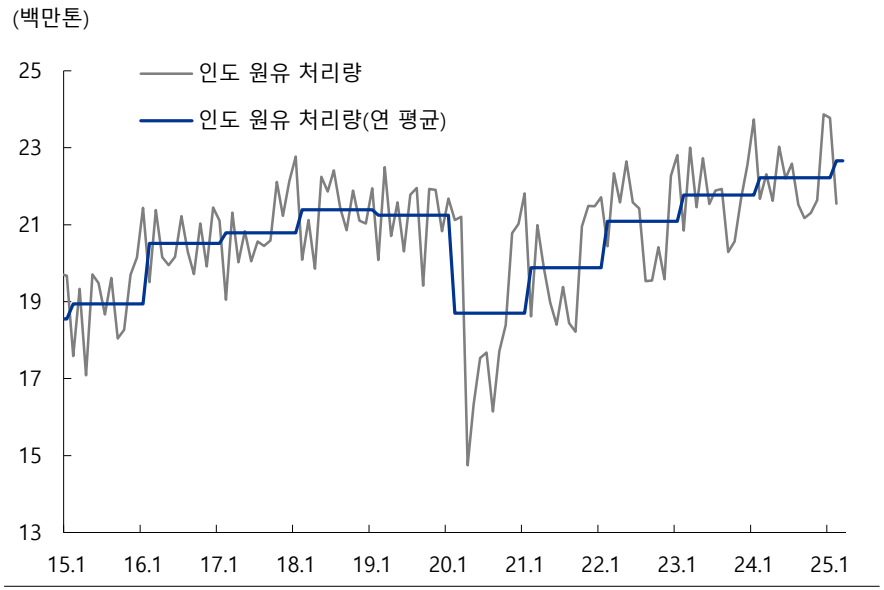
- 중국은 글로벌 정제설비의 18% 차지하는 최대 정제품 생산국이고, 인도 역시 약 5% 달하는 4위 국가임(참고로 미국 2위, 러시아 3위, 한국 5위)
- 이들의 원유 처리량(=정제품 생산량) 규모는 23~24년에 역사적 고점에 도달. 신규 정제설비의 상업생산이 시작된 것도 있지만, 유입된 설비 규모 대비 원유 처리량이 더 큰 폭으로 증가하였음
- 가령, 23년 peak 도달한 중국의 경우 정제설비 규모는 +7.1% YoY 증가했으나 원유 처리량은 +9.4% 증가했음. 인도 역시 동 기간 신규로 유입된 설비는 +0.8% 그쳤으나 원유 처리량은 +3.2% 수준으로 훨씬 더 큰 폭의 증가 기록
- 이는 중국/인도 정유업체들이 22년 이후 저렴한 러시아/이란 등 제재 원유 구매 확대를 통해 원가 경쟁력 확보할 수 있었음이 주요 요인으로 추정됨

중국 월별 및 연 평균 원유 처리량 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

인도 월별 및 연 평균 원유 처리량 추이

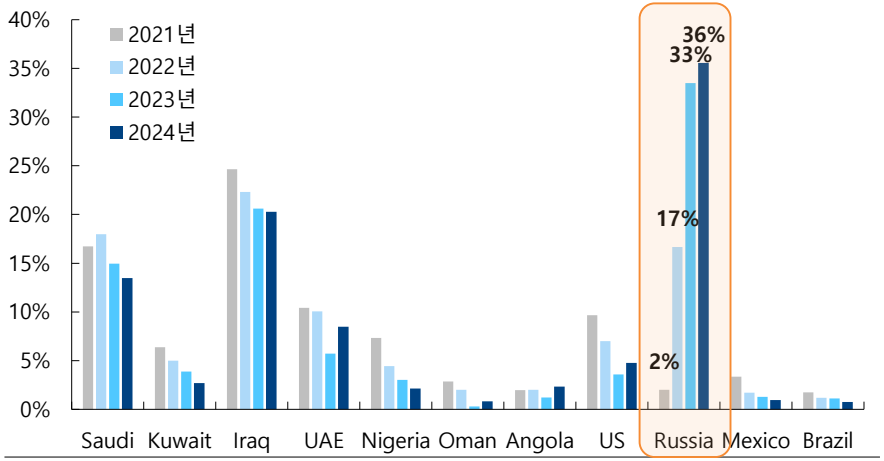


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

22년 기점으로 확실히 달라졌던 중국/인도 원유 구매처

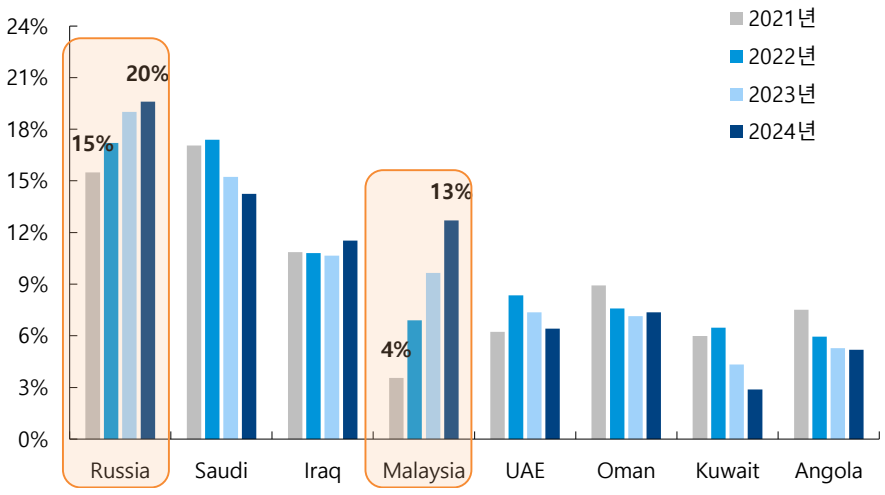
- 실제로 22년 전후로 중국/인도의 원유 구매처 변화가 확연하게 드러남
- 21년 중국 원유 수입 OPEC 주요국 50%, 러시아 15%, 말레이 4% 등. 그러나 22년 이후 점차 변하기 시작하며 24년 기준으로 OPEC 40%로 대폭 줄었고 러시아 20%, 말레이시아 13% 등으로 증가. 특히 말레이 비중 증가가 눈에 띄는데, 이는 완전 말레이산보다는 이란/베네수엘라 등 제재 원유의 STS(ship-to-ship) 물량으로 추정. 참고로 글로벌 최대 원유 STS 항구는 말레이시아 Johor Bahru 지역에 위치하고 있음
- 인도도 21년에는 OPEC 주요 6개국에서 수입한 원유 비중이 약 70% 달하고 러시아산 2% 남짓에 그쳤으나, 22년 이후 그 비중은 역전되기 시작. 이에 24년 기준으로는 OPEC 주요 6개국 비중이 50% 미만으로 낮아졌고 러시아산은 36% 수준까지 대폭 증가

인도, 2021~2024년 원유 수입국 비중 변화



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

중국, 2021~2024년 원유 수입국 비중 변화



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

글로벌 최대 STS 항구인 말레이시아 Johor Port

자료 : MMC Ports, iM증권 리서치본부

2. 종전 이후 Ural 판매는 중국/인도 외 아시아로 활발해질 듯

- 사실상 종전 막바지에 진입하고 있는 만큼 Ural 원유가 향하는 곳과 가격 움직임이 22~24년 대비 어떻게 달라질지에 대한 고민이 조금씩 필요
- 유럽/일본은 종전 이후에도 러시아 제재 유지해야 한다는 입장이지만, 트럼프 의견은 그렇지 않음. 취임 이후부터 푸틴과 우호적 관계를 구축하면서 최근 제재 완화의 구체적인 방식을 검토 중이고, G7의 러시아산 원유 그림자 선박(Shadow fleet) 감시에 대해서도 거부권을 행사한 것으로 파악. 인플레이션 완화를 위해 유가 하락 절실하나, 단기에 미국 산유량이 빠르게 늘기 어려운 만큼 트럼프는 러시아 원유 적극적으로 활용할 가능성 높아
- 따라서 지금까지 가격 상한선과 유조선 제재 등으로 거래에 어려움이 있었던 Ural 원유가 시장에 공식적으로 출하되면 22~24년 대비 인도/중국의 러시아산 수입 비중은 줄고, 한국을 비롯한 그 외 아시아 국가들은 러시아산 원유를 재차 도입하게 될 것으로 예상
- 실제로 2월 트럼프의 제재 완화 발언 이후 러시아 원유 선적 탱크는 증가하기 시작했고, 수출량도 반등하기 시작. 아시아 내 국가별로도 중국/인도로의 수출은 크게 변동이 없으나 그 외 아시아(Unknown Asia) 국가로의 수출이 처음으로 출현되고 있다는 점에 주목할 필요

러시아 원유 선적 탱크 추이: 2/25 vs 3/2, 9

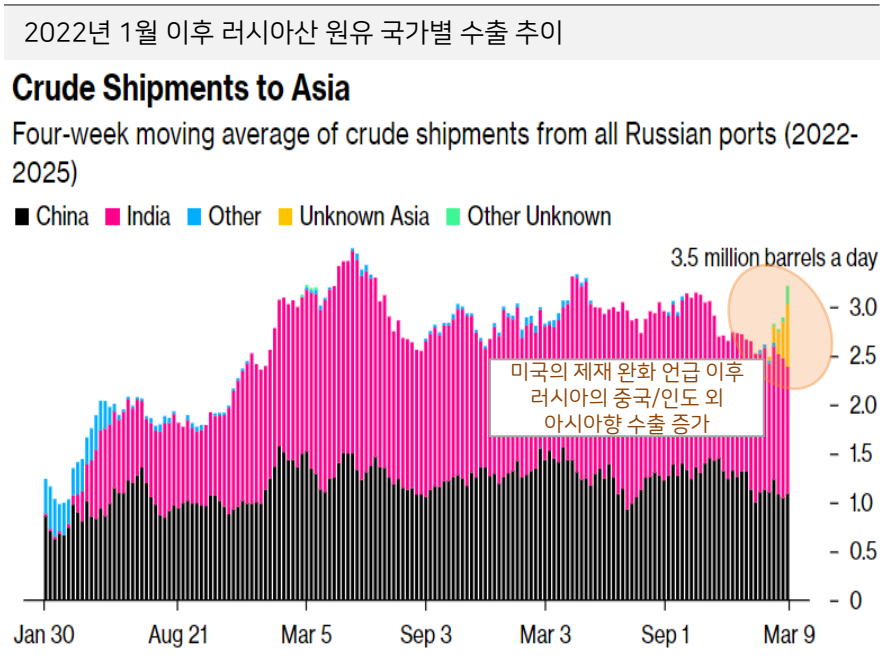
Tankers Loading Crude at Russian Terminals

32 tankers loaded Russian crude in the week to March 9

Week ending	March 9	March 2	Feb. 23
Primorsk (Baltic)	7	6	9
Ust-Luga (Baltic)	5	5	5
Novorossiysk (Black Sea)	4	6	0
Murmansk (Arctic)	3	3	2
Other Arctic	0	0	0
Kozmino (Pacific)	10	10	9
De Kastri (Pacific)	2	1	2
Prigorodnoye (Pacific)	1	1	1
Total	**32**	**32**	**28**

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2022년 1월 이후 러시아산 원유 국가별 수출 추이

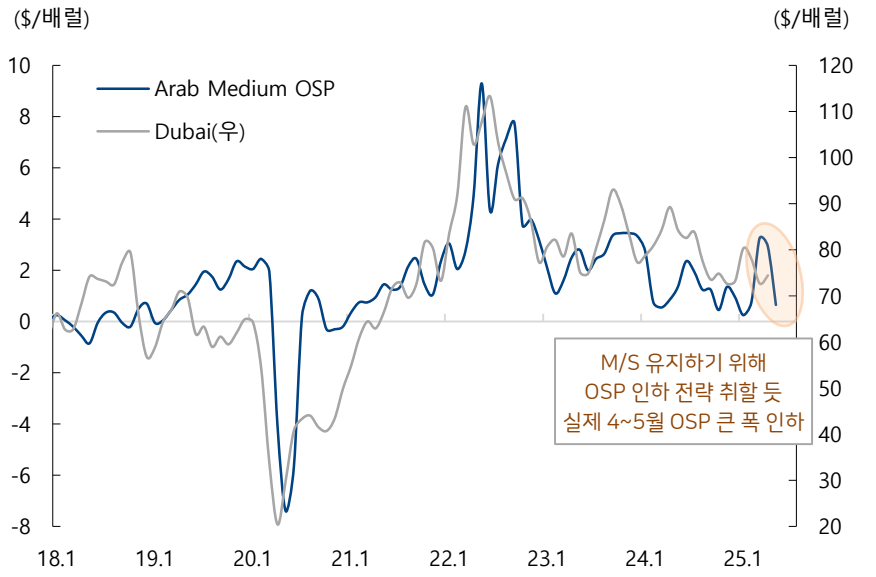


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3. 사우디, 증산 경쟁 속 M/S 유지를 위해 아시아 OSP 인하 전략 취할 가능성 높아

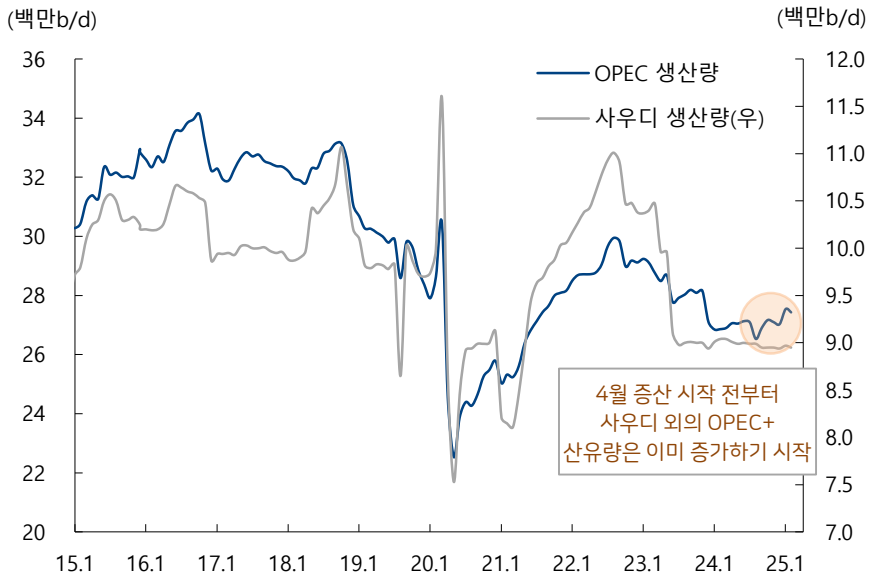
- Aramco는 매월 첫 번째 주말에 그 다음달에 적용될 OSP를 고시하는데, 통상 Dubai 유가와 동행하는 방향성을 보임
- 2월 초에 발표된 3월 아시아 OSP는 전월 대비 $2.4~2.5 인상됐는데, 유가 하락에도 약 2.5년 만의 최대 폭 인상은 매우 이례적이었음. 이는 1/10 바이든 정부에서 러시아 원유 운송하는 유조선 183척 추가 제재하며 중국/인도가 러시아 원유 구매를 줄이고 중동산으로 대체 물량 확보함에 따라 아시아 수급이 타이트할 것이라는 전망에 근거한 것으로 추정. 실제로 1~2월 중국/인도의 러시아 원유 구매는 줄었고, 중동에서 수입한 비중이 증가
- 그러나 2월 중순 트럼프가 러시아에 대한 제재 완화 입장을 밝힘에 따라 글로벌 원유 시장 구조는 약 3~4년 만에 다시 재편될 것으로 예상. 2월 이후 러시아산 원유 해상 수출량도 다시 증가하고 있고, 특히 중국/인도 외 국가로 신규 물량이 출하되고 있음이 가장 큰 변화
- OPEC+ 증산도 본격화된 만큼 사우디는 물량 경쟁에서 M/S 유지를 위해서라도 OSP 인하 전략 추진할 가능성 높아. 실제로 Aramco가 4월 OSP를 전월 대비 $0.3~0.4 인하한 것에 이어 5월에도 $2.3 대폭 인하한 것이 이를 방증. OSP 추세적 하락은 국내 정유사들 원가에 우호적으로 작용

Dubai 유가 및 OSP 추이



자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

사우디 및 OPEC 전체 원유 생산량 추이

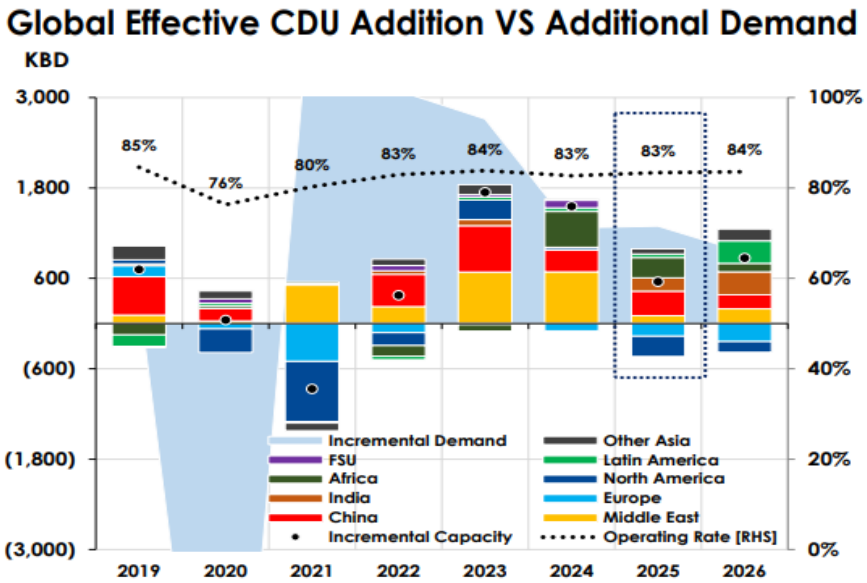


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

4. 당초 계획보다 연기되었던 신규 CDU 설비들 25년 상반기 full ramp-up 예상

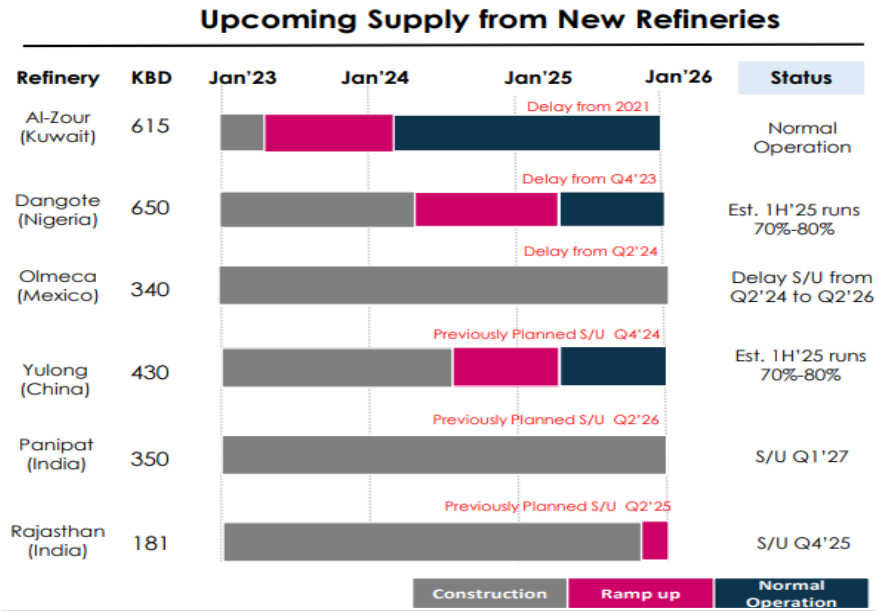
- 25~26년 글로벌 정제설비 규모는 약 100~120만b/d 내외로 수요 증가를 크게 넘지 않아 수급밸런스에 대한 부담은 크지 않을 듯
- 24년 하반기 상업생산을 계획했던 나이지리아 Dangote, 중국 Yulong 등은 계속해서 그 일정이 지연되어 왔음. 특히 나이지리아의 경우 정유산업 성숙도가 상대적으로 낮은 지역인데다, 생산규모도 기존 설비들 대비 훨씬 커 가동률을 안정적으로 끌어올리는데 어려움을 겪었던 것으로 파악
- 그러나 지난 연말 기점으로 정제설비 가동이 조금씩 시작된 만큼 25년 상반기엔 가동률 70~80% 수준으로 끌어올리면서 본격적인 생산 시작할 듯. 하반기에는 인도 Rajasthan 설비도 상업생산 예정하고 있어 역내 신규 물량 점진적으로 풀려갈 듯

글로벌 정제설비 Net Addition 추이 및 전망



자료 : Thai Oil, iM증권 리서치본부

신규 정제설비별 상업생산 예상 타임라인



자료 : Thai Oil, iM증권 리서치본부

5. 메이저 업체들의 정제설비 폐쇄도 꾸준히 이어지는 중

- 정제마진 약세 지속과 전기차 누적 침투율의 확대로 향후 휘발유 수요 peak out 예상되는 만큼 글로벌 전 지역에서 노후화된 소규모 정제설비들을 중심으로 폐쇄 or 가동 중단 움직임 잇따르고 있음. 특히 이제는 아시아/아프리카 신흥국과 사우디/쿠웨이트 등 중동 국가에서도 대규모 CDU 신규 유입되는 만큼 10~20만b/d 소규모 설비들의 경쟁력 약화될 수밖에 없는 상황
- 이에 24년 이후 Valero, LyondellBasell, Exxon Mobil, BP 등 글로벌 메이저 업체들은 노후화된 소규모 정제설비 폐쇄를 공식적으로 발표하고 있고, 25년 들어서는 실제로 가동 중단이 이뤄지고 있음. 대표적으로 25년 1월 LYB는 100년 이상 가동했던 미국 26.4만b/d 정제설비 영구폐쇄 절차에 돌입했고, BP/Shell은 독일 내에 운영 중인 소규모 설비를 2분기 중 폐쇄할 예정임
- 이처럼 정유산업은 신규 설비 유입이 제한적이고 노후설비도 폐쇄되고 있어 상대적으로 수급밸런스에 대한 우려는 크지 않음

글로벌 정제설비 구조조정 계획

지역	설비 국가 및 지역	업체	세부 내용	정제설비(또는 제품별) 생산규모	발표 시기	실행 시기
북미	미국 (California)	Phillips 66	정유소 폐쇄 완료 및 재생 가능 연료 생산 시설로 전환	12.8만b/d	2024.02	2024.02
	미국 (Houston)	LyondellBasell Industries	CDU 및 휘발유 생산 FCC 점진적 폐쇄	26.4만b/d	2024.11	2025.01
	미국 (Los Angeles)	Phillips 66	정유소 폐쇄	(휘발유)8.5만b/d, (경유)6.5만b/d	2024.10	2025년 말
	미국 (California)	Valero Energy	정유소 2곳 폐쇄	23.6만b/d	2024.11	-
유럽	독일 (Gelsenkirchen)	BP	CDU 부분적 영구 폐쇄(유닛 5개)	8.6만b/d	2024.03	2025.2Q
	독일 (Wesseling)	Shell	정유소 폐쇄 후 기유 생산설비로 전환	15만b/d	2024.01	2025.2Q
	영국 (Grangemouth)	Petroineos	정유소 폐쇄	14.5만b/d	2023.11	2025.2Q
	프랑스 (Toulouse, Villette)	Exxon Mobil	연료 터미널 매각	-	2024.04	2024년 말
	프랑스 (For-sur-Mer)	Exxon Mobil	정유소 및 석유 터미널 매각 완료	14만b/d	2024.10	2025년 말
아시아	중국 (Dalien)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	12만b/d	2024.10	2023.10
	중국 (Dalien)	PetroChina	정유소 부분 폐쇄 완료	9만b/d	2024.10	2024.1Q
	일본 (Yamaguchi)	Idemitsu Kosan	정유소 폐쇄 후 '30년까지 무탄소 에너지 허브 전환	12만b/d	2024.01	2024.03
	싱가포르 (Bukom)	Shell	정유소 매각 절차 마무리 단계	-	2024.05	2024.05
	중국 (Dalien)	PetroChina	정유소 완전 폐쇄	20만b/d	2024.10	2025년 중반

자료 : iM증권 리서치본부

[태양광]

Ⅰ. 미국 모듈 재고, 약 4년 만에 감소세 전환 예상

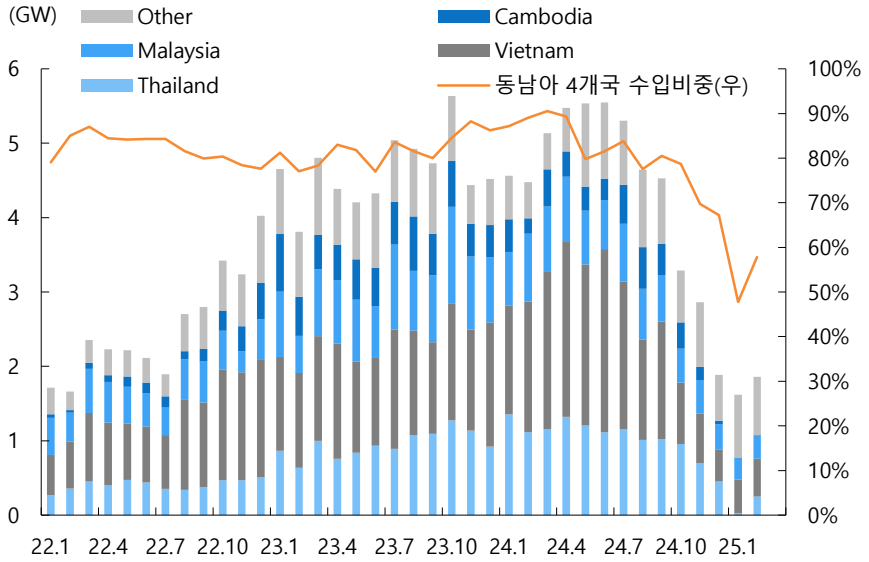
Ⅱ. 트럼프의 무분별한 관세 정책에서 찾는 기회

Ⅰ. 미국 모듈 재고, 약 4년 만에 감소세 전환 예상

1. 24년 하반기 이후 빠르게 급감 중인 미국 모듈 수입량

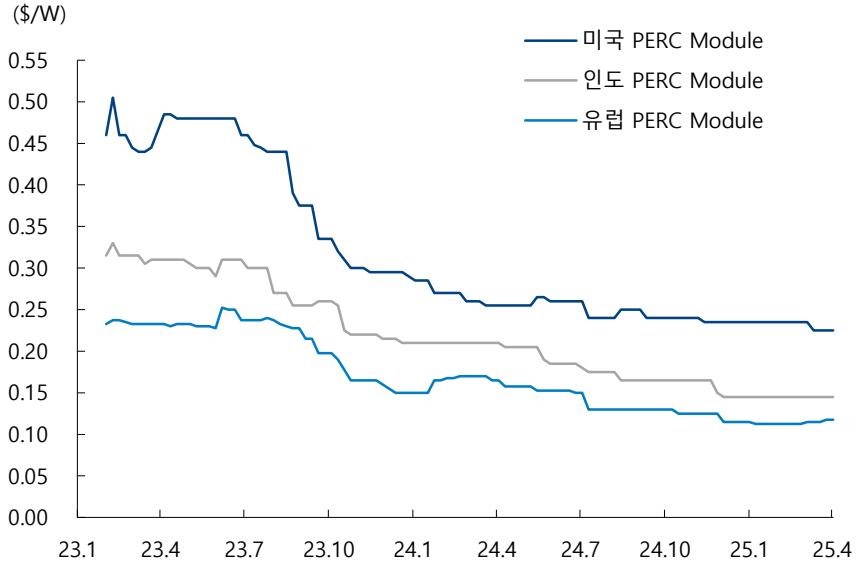
- 22년 하반기부터 동남아산 관세 일시적으로 유예되며 지난 2년간 미국 모듈 수입량 급증
- 가령, 22년 30GW 수준에 그쳤던 미국 모듈 총 수입량이 23~24년에는 53~55GW 내외에 달했던 것으로 파악. 이는 미국의 태양광 연간 설치 수요 대비로도 훨씬 많은 규모인 만큼 지난 2년간 수입량 증가는 재고 부담을 높이며 모듈 가격 하락 압력으로 작용해 왔음
- 그러나 관세유예가 종료된 24년 7월을 고점으로 미국의 모듈 수입량은 빠르게 급감하기 시작했고, 25년 1월에는 동남아 관세 유예 적용되기 이전 레벨까지 감소하며 22년 이후 가장 낮은 수준 도달. AD/CVD 소급적용과 트럼프의 관세 정책 강화, 미국 모듈 생산설비 확대 등으로 연내 수입량이 재차 늘어날 가능성은 매우 낮을 것으로 예상되며, 현 추세가 이어진다고 가정할 경우 25년 총 수입량은 20GW 미만에 그칠 것으로 예상

미국 모듈 수입량 추이



자료 : ITC, iM증권 리서치본부

지역별 모듈 가격 추이

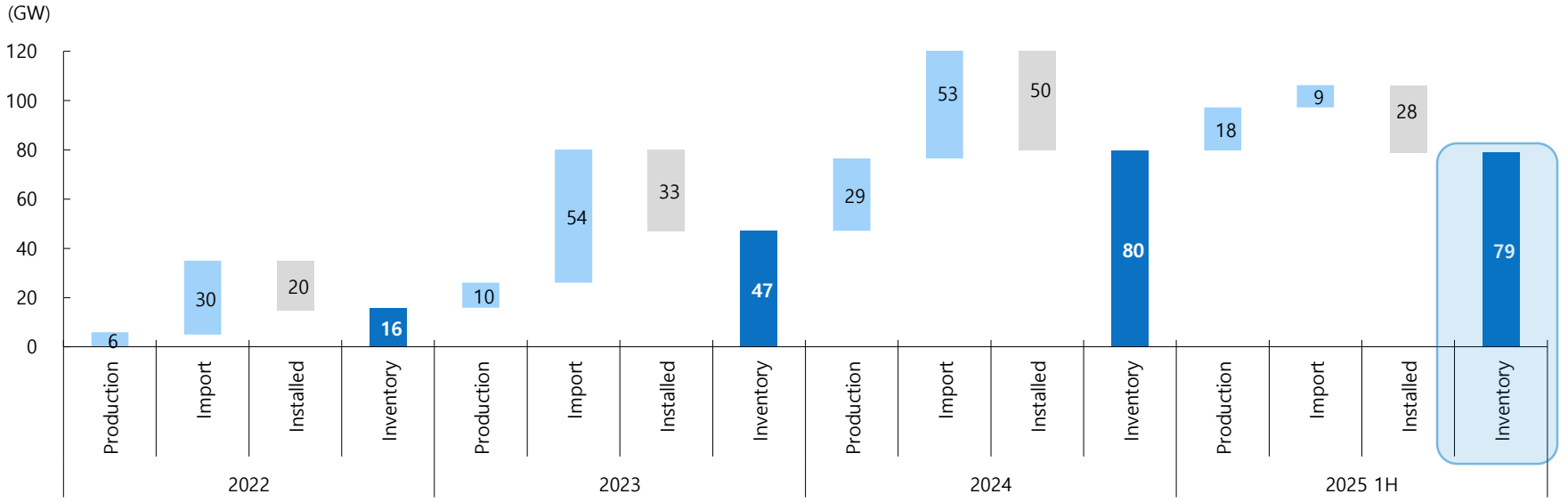


자료 : InfoLink, iM증권 리서치본부

2. 이 추세라면 25년 상반기 모듈 재고 소진 사이클 진입 예상

- 지난 2년간 모듈 수입량이 늘었을 뿐만 아니라 IRA 정책 실행 이후 미국 내 태양광 신규 설비 투자도 확대되었음. 따라서 22년 이후 미국 내에서의 모듈 생산량과 수입량, 그리고 설치된 물량들을 모두 고려했을 때 22년 말에는 16GW 내외 그쳤던 재고가 23년에는 47GW, 24년 80GW 등으로 대폭 늘어난 것으로 추정됨. 지난 연말 기준 재고로만 약 1.5년치의 미국 태양광 수요를 모두 대응할 수 있는 셈
- 그러나 최근 관세 장벽으로 급감하고 있는 미국 모듈 수입과 설치 규모 등을 감안했을 때, 25년 재고가 추가 증가할 가능성은 매우 제한적으로 판단. 가령, AD/CVD 뿐 아니라 대부분 수입품에 대해 25% 내외 관세를 부과하려는 트럼프 정책 하에서 동남아 포함한 대부분 국가로부터 모듈 수입량이 늘기 어려운 만큼 1월과 동일한 규모의 수입량이 연중 유지되고, 25년 미국 태양광 수요도 전년과 동일하다고 가정했을 때 상반기 말 재고는 79GW 내외로 24년 말과 유사하거나 소폭 감소할 것으로 추정
- 2월 이후 수입량이 조금이라도 더 줄거나, 25년 상반기 수요가 전년 대비 더 증가할 경우 실제 재고는 추정치 대비 오히려 더 하향될 수 있음. 따라서 25년 상반기 중에는 미국 모듈 재고 감소 전환을 확인할 수 있을 것으로 예상하고, 이는 결국 모듈 가격 반등으로도 연결될 수 있음

2022년 이후 미국 모듈 재고량 추정

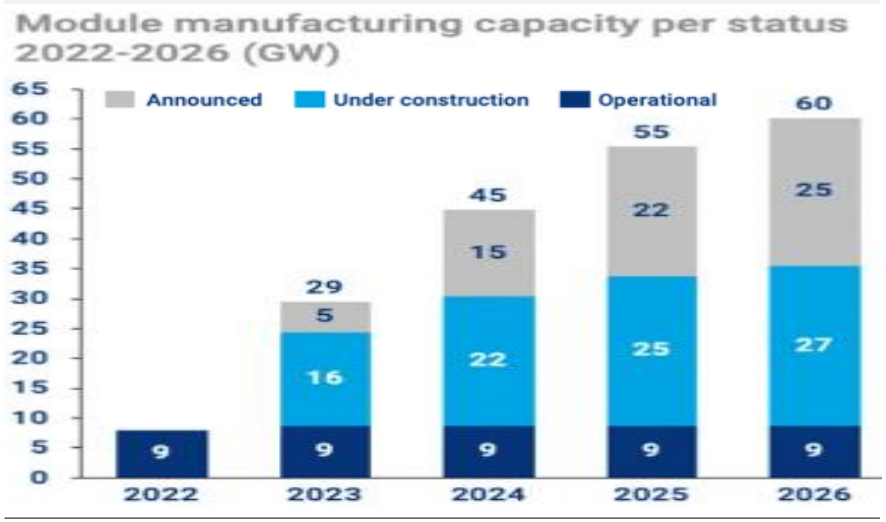


자료 : iM증권 리서치본부

3. 정책 불확실성으로 미국 내 생산설비 투자 속도 조절

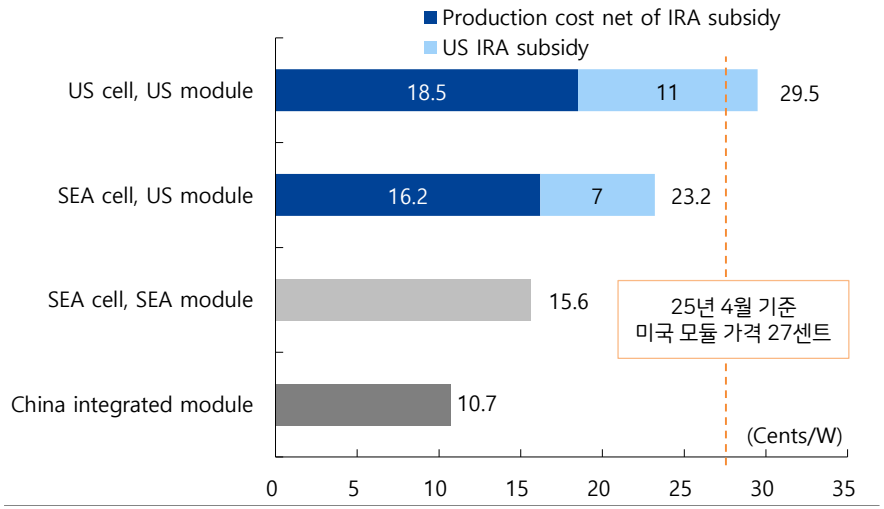
- IRA 이후 미국 투자 확대되며 22년 9GW 그쳤던 모듈 설비 25년 기준 50GW 내외까지 확대. 이는 중국 제외하면 인도(74GW) 다음으로 가장 많은 규모로, 미국 전체 수요도 자체적으로 충당할 수 있는 수준임
- 여전히 미국 투자 계획하고 있는 프로젝트 다수 존재. 현재까지 발표된 계획 모두 감안하면 26년 모듈 설비 60GW 넘어설 전망. 그러나 설비 유입 어느정도 이뤄진 상황에서 높은 투자비와 트럼프 정책 불확실성을 고려하면 현 레벨에서 더 공격적으로 증설 이뤄지긴 쉽지 않음
- 가령, IRA 없이 미국에서 셀/모듈 생산할 경우 비용은 29.5센트로 적자 불가피. 동남아 셀 수입해 모듈을 생산하더라도 겨우 BEP 그쳐 고정비 감안하면 이 역시 적자. 결국 보조금 수취 필요하나, IRA 폐지 또는 축소 가능성으로 투자 지연 or 철회 가능성 높아. 실제 Meyer Burger 모듈 건설계획 철회했고, Enel, Maxeon 등은 연기 발표. 정책 불확실성으로 미국 내 추가 증설 부담은 그리 높지 않을 듯

IRA 법안 이후 미국 내 건설 or 계획 중인 모듈 생산설비 규모



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 제조비용 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 태양광 투자 지연 or 철회 프로젝트

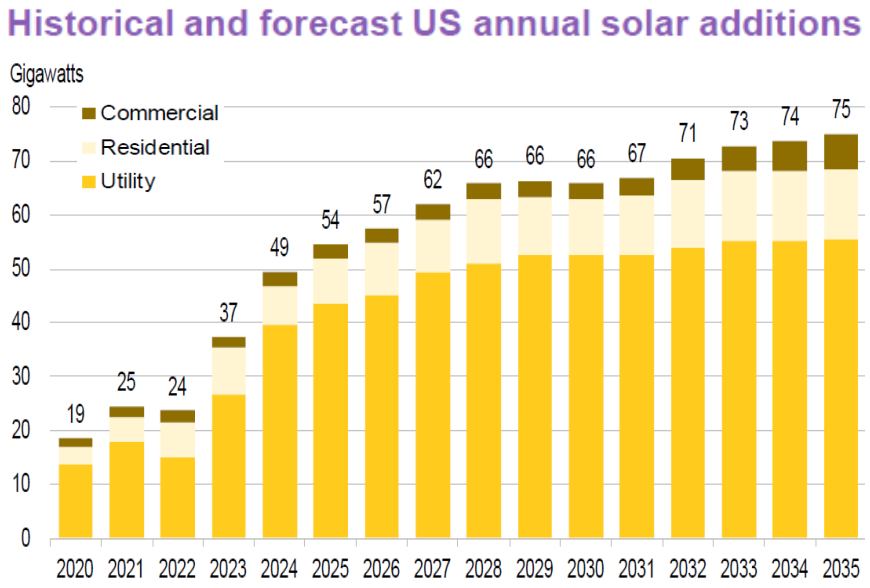
구분	업체	본사 국가	발표 시기	내용
프로젝트 철회	Meyer Burger	Swiss	2024.08	셀 2GW, 모듈 0.7GW 건설 계획 철회
	Trina Solar	China	2024.11	모듈 5GW 노르웨이 배터리 업체 Freyer에 매각
	Premier Energy	India	2025.02	셀 1GW 건설 계획 철회
	Solar4America	US	2025.04	셀 2.4GW 건설 계획 철회
연기	Enel	Italy	2024.11	모듈 3GW 착공 목표 → 무기한 연기
	Maxeon	Singapore	2024.11	셀 3GW 가동중단 및 상업생산 최대 2년 연기
축소	Waaree	India	2024.12	24년 말 모듈 증설 계획 3GW → 1.6GW, 26~27년 각각 3GW, 5GW로 계획 축소
운영 중단	Solar4America	US	2025.04	모듈 2.4GW 운영 중단

자료 : iM증권 리서치본부

4. 생각보다 너무 강해 놀라운 미국 설치 수요

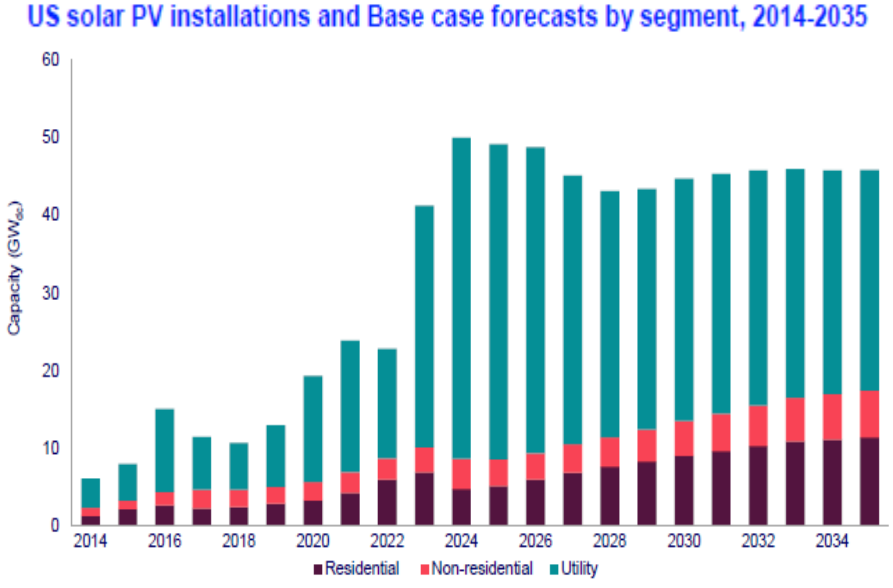
- 지난 하반기만 하더라도 미국 24년 태양광 설치 수요는 40~42GW 내외로 예상되어 왔음. 그러나 Bloomberg, SEIA 등 주요 기관들의 발표치에 따르면 24년 실제 미국 태양광 수요는 49~50GW 수준에 달했고, 특히 4분기에만 19GW 설치되며 1~3분기 평균 대비 약 2배 달한 것으로 파악
- 주거용은 고금리와 NEM 3.0 실행 이후 23년 이후 확실히 부진한 모습이지만, 미국 전체 수요의 80% 차지하는 유틸리티는 모듈 가격 약세로 인한 설치비 감소 및 ITC 세율 상향 등으로 오히려 설치 수요 대폭 증가하였음. 한편, 25년 수요에 대해서는 Bloomberg와 SEIA 전망 다소 엇갈리는데, Bloomberg는 전년 대비 +10% 증가한 54GW로 예상하는 반면, SEIA는 트럼프 정책 불확실성으로 지난해와 비슷한 49GW 그칠 것으로 전망
- ITC 정책 불확실성은 존재하나, 모듈을 포함한 태양광 설치비는 낮아질 대로 낮아졌고 조달비용에 직접적으로 영향을 미치는 금리도 인하되는 만큼 당사는 25년 미국 태양광 수요가 24년 대비 소폭이나마 증가할 것이라는 방향성에 무게

미국 연도별 태양광 수요 추이 및 전망 (Bloomberg 기준)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 연도별 태양광 수요 추이 및 전망 (SEIA 기준)



자료 : SEIA, iM증권 리서치본부

5. 트럼프의 ITC 축소/폐지 논의 현실화될 경우, 단기적으로는 설치 러쉬 출현 예상

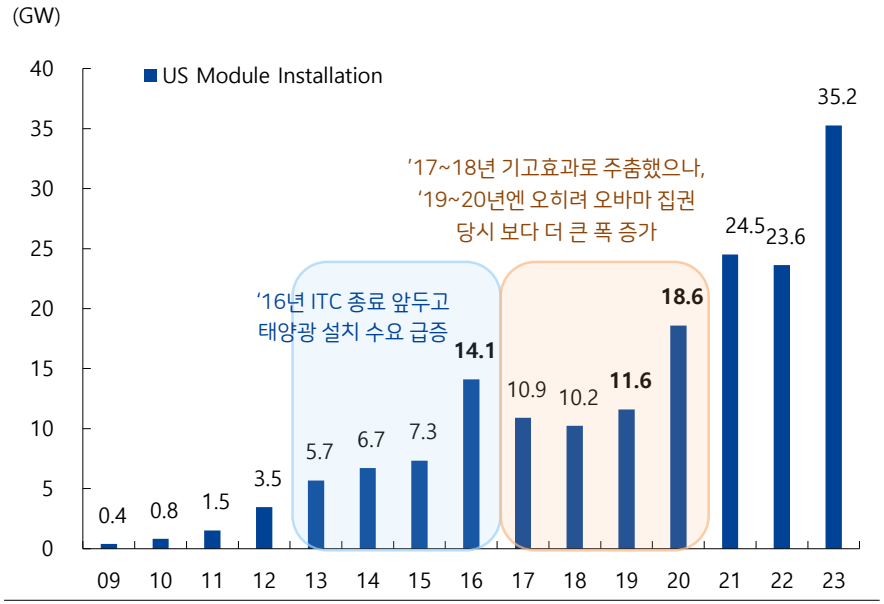
- 한편, 트럼프는 지금까지 재생에너지 뿐만 아니라 보조금 지급에 대해서도 부정적인 입장을 강하게 고수해왔기 때문에 미국 태양광 시장에서의 정책 변경 가능성을 부정할 수 없음
- 실제로 태양광 산업에서 정책 재검토가 이뤄질 경우 그 첫번째 대상은 ITC 세율 변경이 될 것으로 예상. 바이든 행정부에서 이뤄진 ITC 정책 개정에 따라 현재는 2032년 전까지 30%, 2033년과 2034년에는 각각 26%, 22% 등으로 세제혜택을 받을 수 있으나, 트럼프 행정부에서는 적용기간의 단축 또는 세율 감축 방안을 검토할 수도 있음. 사실상 ITC는 미국 태양광 설치 수요에 가장 직접적으로 영향을 미치는 정책 중 하나인 만큼 시행될 경우, 중장기적으로는 미국 태양광 수요에 타격 불가피
- 그러나 단기적으로는 ITC 축소 등에 대한 정책 변화가 논의되기 시작하면, 기존의 세제 혜택을 최대한 받기 위한 설치 움직임이 집중될 수밖에 없음. 조삼모사 격이긴 하나, 과거 2016년 오바마 정부 퇴임 및 트럼프 집권 앞두고 있던 미국 태양광 설치 수요가 급증했던 것처럼 이번에도 그와 유사한 설치 러쉬가 발생하며 오히려 수요는 당초 예상 대비 상향될 가능성 높음

과거 미국 대통령들의 태양광 ITC 정책 변경 내역

(단위: %)		'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34
오바마	기존	30	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	0	0	0	0
	변경		30	30	30	30	26	22	10	10	10	10	10	10	10	10	10	0	0	0	0
변경 내용		'16년 10% 축소 예정 → '19년까지 30%, '20년 26%, '21년 22% 등으로 ITC 세율 상향																			
트럼프	기존					26	26	22	10	10	10	10	10	10	10	10	10	0	0	0	0
	변경							26	26	22	10	10	10	10	10	10	10	0	0	0	0
변경 내용		'21년부터 단계적 축소 예정 → '22년까지 26% 적용으로 ITC 기간 2년 연장																			
바이든	기존								26	22	10	10	10	10	10	10	10	0	0	0	0
	변경								30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	26	22
변경 내용		'22년 이후 축소 및 '30년 일몰 예정 → '32년까지 30% 적용으로 기간 및 ITC 세율 상향																			

자료 : iM증권 리서치본부

과거 미국 태양광 설치 수요 추이



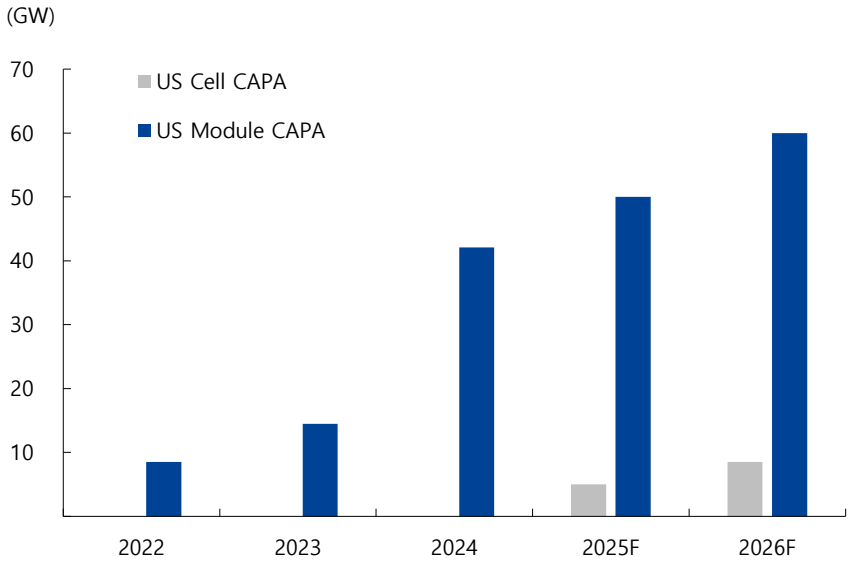
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅱ. 트럼프의 무분별한 관세 정책에서 찾는 기회

1. 셀/모듈 주요 수입국인 동남아시아에 특히 높게 부과된 상호관세

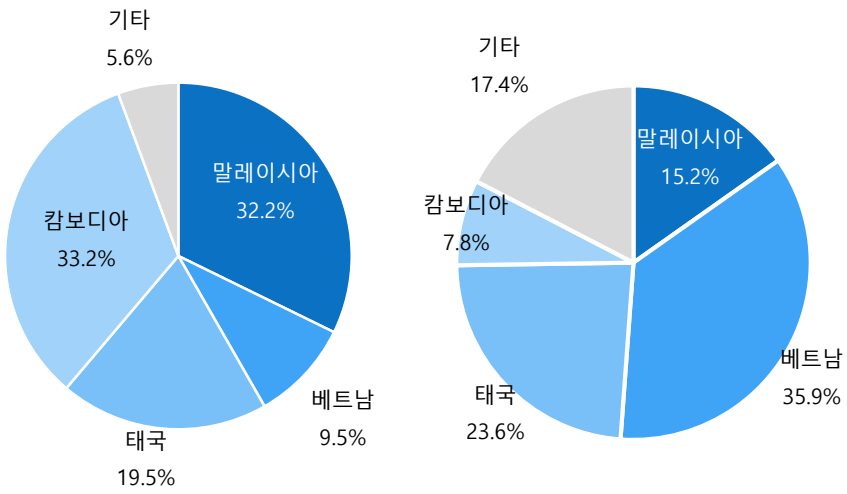
- 4월 트럼프 정부가 발표한 국가별 상호관세는 아시아 국가들에게 상대적으로 더 높은 세율이 부과되었는데, 그 중에서도 미국 태양광 셀/모듈 수입 의존도가 높은 캄보디아(49%), 베트남(46%), 태국(36%), 말레이시아(24%) 등에게 부과된 고율관세가 눈에 띔
- 24년 미국이 수입한 태양광 모듈에서 동남아시아 4개국 비중이 81% 달했는데, 금번 고율관세로 인해 더 이상의 수입은 사실상 쉽지 않음. 그러나 이들은 모듈 뿐만 아니라 셀 주요 수출국이기도 하기 때문에 셀 수입 중단이 의미하는 바는 좀 더 큼
- 미국 내 모듈 설비는 24년 기준 약 40GW 상회했지만, 셀은 공장이 없기 때문에 대부분 셀을 수입해 현지에서 모듈을 조립하고 있음. 품목 상관없이 고율의 상호관세가 적용되는 만큼 이제는 캄보디아/베트남 등에서의 셀, 모듈 수입이 제한적으로 이뤄질 수밖에 없음. 이는 한화솔루션 등 미국에서 생산 및 판매하는 업체들에게 분명한 반사수혜 기회가 되며, 상반기 재고소진까지 함께 이뤄지면 판가 인상도 충분히 이뤄질 수 있다는 판단

미국 내 태양광 셀 및 모듈 생산설비 규모 추이



자료 : Wood Mackenzie, iM증권 리서치본부

2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중

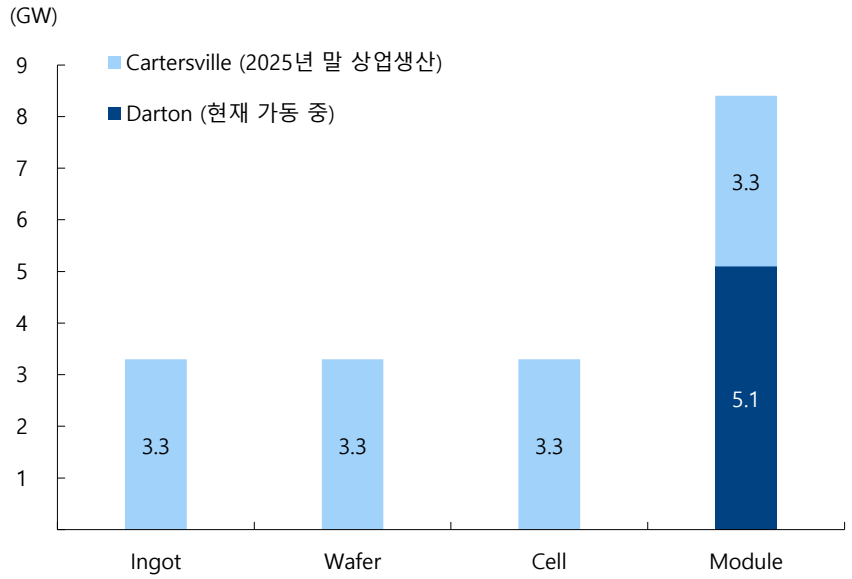


자료 : NREL, iM증권 리서치본부

2. 미국 내 생산기지 갖춘 업체들 반사수혜 기대: 한화솔루션, First Solar

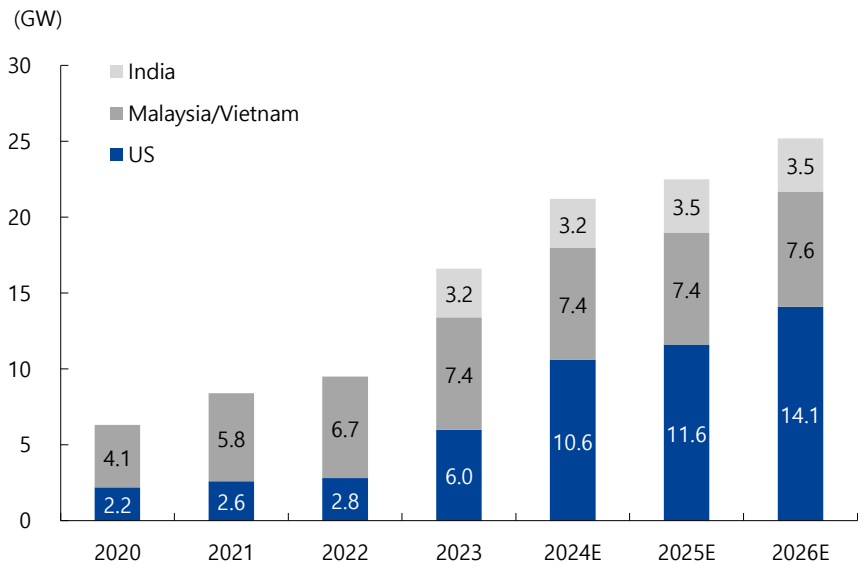
- 트럼프의 무작위한 관세 정책으로 미국 내 셀/모듈 수입량 감소 불가피
- 그러나 즉각적인 전면 수입 중단은 불가능하고, 여전히 대부분의 물량은 상호관세가 높은 캄보디아/베트남/말레이시아 등에 의존할 수밖에 없을 것. 관세 중 일부는 판매가격에 전가됨으로써 미국 태양광 모듈 전반적인 가격 상승 요인이 될 전망. 이 같은 여건에서 한화솔루션, First Solar 등 미국 내에서 제조 및 판매하는 업체들은 비용 부담없이 온전히 판가 상승 효과만 누릴 수 있는 만큼 상대적인 반사수혜 기대
- 특히 한화솔루션은 현재 미국 Dalton 모듈 생산에 이어 25년 말부터는 Cartersville 웨이퍼-셀-모듈 신규 공장 가동으로 미국에서 밸류체인 한층 더 확대하게 됨. 이로써 트럼프 관세 정책에서 한층 더 자유로워질 수 있을 뿐만 아니라 Cartersville 가동 이후에는 Domestic Contents 충족으로 10% 추가 세제혜택까지 받을 수 있기 때문에 고객사와의 판가 협상력에서도 현재 대비 우위의 입지를 갖출 수 있어 긍정적으로 판단
- First Solar는 24년 3분기 Alabama 공장 가동을 시작했고, 25년 하반기 Louisiana 설비도 상업생산 예정. 현재 계획대로 설비 완공되면 26년 말 총 25GW 중 절반 이상인 14GW는 미국 내에서 생산되기 때문에 동사 역시 금번 관세정책에서 확실한 반사수혜 누릴 수 있을 전망

한화솔루션 미국 내 밸류체인별 생산 규모



자료 : iM증권 리서치본부

First Solar 지역별 생산설비 규모



자료 : First Solar, iM증권 리서치본부

[기업분석]

SK가스 (018670)	39
SK이노베이션 (096770)	43
S-Oil (010950)	49
한화솔루션 (009830)	54
금호석유 (011780)	59
유니드 (014830)	65
롯데케미칼 (011170)	70
LG화학 (051910)	75

SK가스(018670)

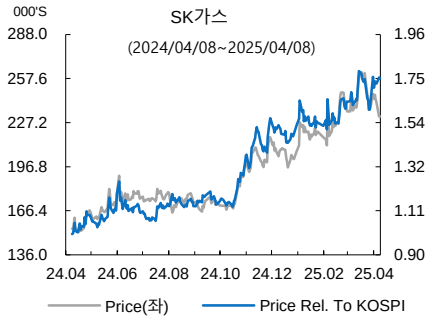
LPG에서 LNG까지, 상황 따라 입맛대로 고르는 연료

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	300,000원(유지)
종가(2025.04.08)	231,500원
상승여력	29.6 %

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	925만주
시가총액	2,140십억원
외국인지분율	7.4%
52주 주가	152,000~262,000원
60일평균거래량	10,347주
60일평균거래대금	2.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	5.0	38.5	50.2
상대수익률	7.2	12.4	48.5	64.3



[투자포인트]

■ 목표주가 30만원 및 투자의견 매수 유지

■ 1분기 영업이익 981억원(-20%QoQ) 및 시장 컨센서스 1,134억원 대비 소폭 하회 예상. LPG 판매량 감소 및 CP 하락 영향. 특히 C3 업황 부진으로 일부 PDH 가동률 하향되며 동사 LPG 판매량도 감소한 것으로 파악

■ 지난 12월 상업생산 개시하며 280억원(OPM 21.5%)의 영업이익 창출한 울산GPS 1분기부터 온기 반영 시작. 4분기 높은 이익률은 테스트 기간에 생산된 전력판매 이익이 일부 반영된 효과인 만큼 20% 상회하는 마진을 기준으로 삼기에는 아직 다소 조심스러움. 1분기는 SMP 115원과 가동률 75% 가정하여 매출액 2,230억원, 영업이익 290억원(OPM 13%) 추정. 향후 GPS 안정적인 상업가동과 분기별 이익 추세를 확인하면서 25~26년 이익 추정치 재차 변경할 예정

■ GPS가 다른 민자발전소와 차별화되는 최대 경쟁력은 LNG/LPG 연소를 함께 활용할 수 있는 인프라를 확보하고 있다는 것. 미국의 LNG 수출량 증가에 근거해 중장기적으로 JKM, TTF는 하향 안정화 예상. 그러나 LNG 특성상 날씨와 액화설비 트러블, 정치적 이슈 등에 따라 단기적인 가격 변동성은 피할 수 없는데, LNG가 오버슈팅 할 때 동사는 LPG 연료로 투입하고 보유하고 있는 LNG는 외부로 판매하며 추가 이익창출 기회 확보 가능. 이는 LPG 사업만 영위하던 과거 대비는 물론, 다른 LNG 민자발전사 대비 높은 밸류에이션 부여할 수 있는 포인트가 될 것

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,096	8,401	8,235	8,292
영업이익(십억원)	287	410	443	459
순이익(십억원)	179	244	352	353
EPS(원)	19,375	26,451	38,130	38,291
BPS(원)	295,658	317,965	350,979	384,154
PER(배)	10.7	8.8	6.1	6.0
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	6.7	8.6	11.4	10.4
배당수익률(%)	2.9	3.0	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	8.4	3.7	3.4	3.6

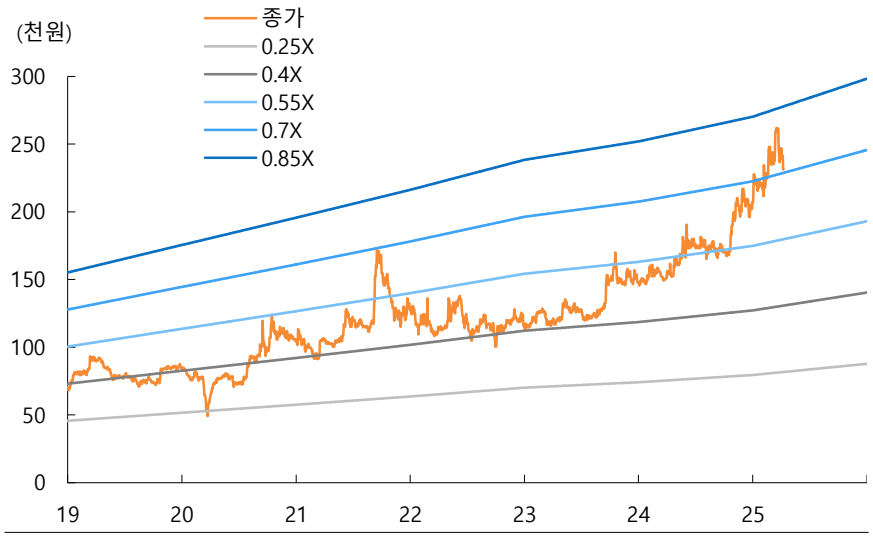
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK가스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	1,967	2,038	2,199	2,198	6,992	7,096	8,401
영업이익	75	47	43	123	98	95	103	114	304	287	410
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	5.0%	4.7%	4.7%	5.2%	4.3%	4.0%	4.9%
LPG											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,855	1,744	1,791	1,934	1,972	6,992	6,966	7,441
영업이익	75	47	43	95	69	63	68	85	304	259	285
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	5.1%	4.0%	3.5%	3.5%	4.3%	4.3%	3.7%	3.8%
UGPS											
매출액	0	7	47	130	223	246	266	225		184	960
영업이익	-4	-2	1	28	29	32	35	29		22	125
영업이익률		-32.7%	1.1%	21.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%		12.1%	13.0%

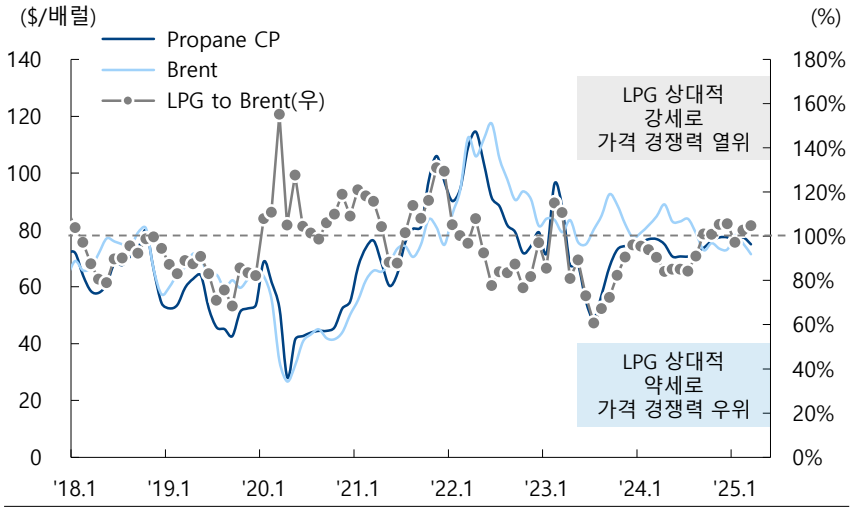
자료: iM증권 리서치본부

SK가스 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : iM증권 리서치본부

유가 및 LPG 가격 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,609	2,934	3,625	3,714
현금 및 현금성자산	585	636	1,349	1,369
단기금융자산	267	270	273	275
매출채권	958	1,134	1,035	1,093
재고자산	496	587	659	663
비유동자산	4,931	4,809	4,372	4,552
유형자산	2,533	2,337	2,206	2,162
무형자산	125	115	106	98
자산총계	7,540	7,742	7,997	8,266
유동부채	2,021	2,069	2,152	2,216
매입채무	366	434	425	428
단기차입금	532	452	402	352
유동성장기부채	599	649	779	879
비유동부채	2,780	2,730	2,600	2,500
사채	908	908	858	858
장기차입금	709	659	579	479
부채총계	4,801	4,799	4,752	4,716
지배주주지분	2,729	2,935	3,240	3,546
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	195	195	195	195
이익잉여금	2,466	2,630	2,892	3,156
기타자본항목	21	64	106	149
비지배주주지분	9	8	6	4
자본총계	2,738	2,943	3,245	3,550

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,096	8,401	8,235	8,292
증가율(%)	1.5	18.4	-2.0	0.7
매출원가	6,488	7,602	7,427	7,467
매출총이익	608	800	807	825
판매비와관리비	321	390	365	366
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	287	410	443	459
증가율(%)	-5.4	42.8	8.0	3.6
영업이익률(%)	4.0	4.9	5.4	5.5
이자수익	31	16	29	30
이자비용	77	83	82	81
지분법이익(손실)	-84	-72	-45	-26
기타영업외손익	24	11	13	16
세전계속사업이익	240	328	472	474
법인세비용	62	85	122	123
세전계속이익률(%)	3.4	3.9	5.7	5.7
당기순이익	178	243	350	351
순이익률(%)	2.5	2.9	4.2	4.2
지배주주귀속 순이익	179	244	352	353
기타포괄이익	43	43	43	43
총포괄이익	220	285	392	394
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	373	567	730	550
당기순이익	178	243	350	351
유형자산감가상각비	155	626	481	374
무형자산상각비	9	9	9	8
지분법관련손실(이익)	-84	-72	-45	-26
투자활동 현금흐름	-163	-317	-235	-211
유형자산의 처분(취득)	-349	-430	-350	-330
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-109	-93	-91	-87
재무활동 현금흐름	-147	-328	-307	-316
단기금융부채의증감	-374	-30	80	50
장기금융부채의증감	476	-50	-130	-100
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	91	52	712	21
기초현금및현금성자산	494	585	636	1,349
기말현금및현금성자산	585	636	1,349	1,369

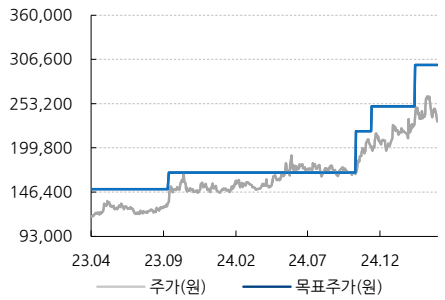
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	19,375	26,451	38,130	38,291
BPS	295,658	317,965	350,979	384,154
CFPS	37,087	95,281	91,190	79,627
DPS	8,000	9,000	10,000	10,000
Valuation(배)				
PER	10.7	8.8	6.1	6.0
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR	5.6	2.4	2.5	2.9
EV/EBITDA	8.4	3.7	3.4	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.7	8.6	11.4	10.4
EBITDA이익률	6.4	12.4	11.3	10.1
부채비율	175.3	163.1	146.4	132.9
순부채비율	69.3	59.9	30.7	26.0
매출채권회전율(x)	8.3	8.0	7.6	7.8
재고자산회전율(x)	15.0	15.5	13.2	12.5

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

SK가스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-09-18	Buy	170,000	-5.5%	12.1%
2024-10-17	Buy	220,000	-11.0%	-4.5%
2024-11-19	Buy	250,000	-14.3%	-6.2%
2025-02-19	Buy	300,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

SK이노베이션(096770)

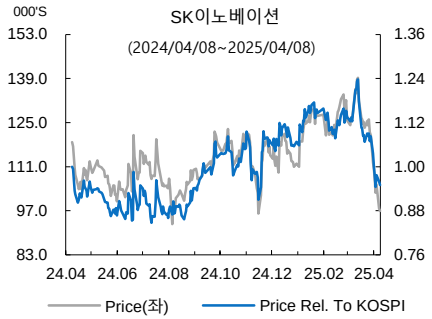
24년 고점으로 차입금 축소 사이클 진입 예상

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.04.08)	96,900원
상승여력	75.4 %

Stock Indicator	
자본금	786십억원
발행주식수	15,103만주
시가총액	14,635십억원
외국인지분율	14.0%
52주 주가	92,800~139,200원
60일평균거래량	314,649주
60일평균거래대금	39.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.3	-21.7	-18.2	-18.4
상대수익률	-15.4	-14.3	-8.1	-4.3



[투자포인트]

■ 목표주가 17만원 및 매수의견 유지

■ 1분기 영업손익 -1,586억원(적자전환QoQ) 및 컨센서스 3,593억원 대비 큰 폭 하회 예상. SK-On 손실 규모와 E&S 이익은 당초 기대한 수준에서 크게 벗어나지 않겠지만, 정유와 화학에서 예상보다 적자 폭 확대됨에 근거

■ 정유는 -1,378억원(적자전환QoQ) 예상. 동절기 효과가 무색할 만큼 등/경유 마진 약했고, 휘발유도 비수기였던 만큼 QoQ 마진 하락. 연초 유가 상승하긴 했으나, 재고손익 반영 비중 높은 2~3월 유가 하락으로 -2천억 내외의 재고손실 발생 추정. 화학도 PX/BZ 등의 스프레드 약세 이어지고 있어 전 분기와 유사한 적자 예상. 윤활유는 비수기로 물량 증가 제한적이었고 기유 판가 하락으로 스프레드 축소돼 QoQ 영업이익 및 마진 모두 하락 불가피

■ 동사의 최대 리스크는 높은 차입금으로 인한 재무부담. E&S 합병 이후 24년 말 기준 순차입금 29조 달하고 있음. 다만, 25년은 CAPEX 6조원 내외로 23~24년 11조원 대비 대폭 줄고, 엔무브 구주매출 통한 일부 자금조달도 가능해 차입금 추가 확대 가능성은 낮다는 판단. 오히려 최근 Moody's 신용등급 하락으로 경영진도 차입금 관련 이슈 충분히 인지하고 있을 만큼 25~26년은 비핵심 및 금융자산 매각 통한 차입금 축소 움직임 출현에 무게. SK-On 실적 부진도 이어지고 있긴 하나, 적자규모 점차 줄여가고 정유/윤활유/E&P/E&S 안정적인 이익 창출로 1.5~2조원 영업이익(EBITDA 5조원) 감안하면 1.3조원내외의 이자지급 능력까지 우려할 정도는 아니라는 판단

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	81,875	78,528	79,032
영업이익(십억원)	315	1,560	3,084	3,587
순이익(십억원)	-2,260	-135	1,196	1,717
EPS(원)	-21,236	-886	7,856	11,275
BPS(원)	161,813	181,182	209,294	240,825
PER(배)			12.3	8.6
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	-9.6	-0.5	4.0	5.0
배당수익률(%)	3.6	4.2	4.2	4.2
EV/EBITDA(배)	16.6	7.8	5.7	5.0

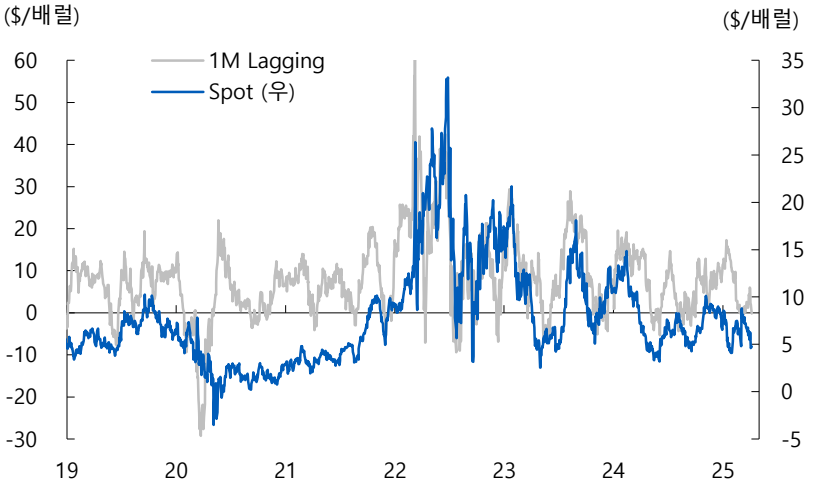
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	18,855	18,799	17,657	19,406	20,431	20,423	20,538	20,483	77,288	74,717	81,875
영업이익	624.7	-46	-423	160	-158	434	570	714	1,904	315	1,560
영업이익률	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.8%	2.1%	2.8%	3.5%	2.5%	0.4%	1.9%
석유											
매출액	12,855	13,164	12,134	11,687	12,224	11,977	11,952	11,544	47,551	49,840	47,698
영업이익	591	144	-617	342	-138	283	288	302	811	461	735
영업이익률	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	-1.1%	2.4%	2.4%	2.6%	1.7%	0.9%	1.5%
화학											
매출액	2,759	2,594	2,625	2,373	2,568	2,578	2,527	2,501	10,744	10,352	10,174
영업이익	125	99	-14.4	-84	-72	-40	-30	-11	517	125	-154
영업이익률	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-2.8%	-1.6%	-1.2%	-0.5%	4.8%	1.2%	-1.5%
윤활유											
매출액	1,137	1,063	1,065	971	929	1,010	1,062	1,060	4,693	4,235	4,060
영업이익	220	152	174.4	140	127	161	148.2	143	998	687	580
영업이익률	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	13.7%	15.9%	14.0%	13.5%	21.3%	16.2%	14.3%
SK-On (AMPC 반영)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,534	1,758	1,795	2,063	12,897	6,267	7,149
영업이익	-332	-460	24	-311	-293	-169	-107	55	-581	-1,079	-514
영업이익률	-19.7%	-29.6%	1.7%	-19.5%	-19.1%	-9.6%	-6.0%	2.7%	-4.5%	-17.2%	-7.2%
SK-On(AMPC 제외)											
매출액	1,684	1,554	1,431	1,599	1,534	1,758	1,795	2,063	12,897	6,267	7,149
영업이익	-370	-572	-37	-441	-399	-316	-269	-165	-1,198	-1,420	-1,149
영업이익률	-22.0%	-36.8%	-2.6%	-27.6%	-26.0%	-18.0%	-15.0%	-8.0%	-9.3%	-22.7%	-16.1%
AMPC 추정											
판매량(GW)	0.6	1.8	1.0	1.3	1.6	2.3	2.6	3.5	10.5	4.8	10.0
AMPC 반영	38.5	111.9	60.8	81.3	106.0	147.3	162.0	220.5	617.0	292.5	635.8
SK E&S											
매출액				2,354	2,705	2,646	2,748	2,864		2,354	10,964
영업이익				123	196	173	230	181		123	781
영업이익률				5.2%	7.3%	6.5%	8.4%	6.3%		5.2%	7.1%
소재 및 기타											
매출액	420	425	402	422	470	455	454	451	1,404	1,670	1,830
영업이익	20	18	9	-2	20	27	41	43	160	46	132
영업이익률	4.8%	4.3%	2.3%	-0.4%	4.3%	6.0%	9.0%	9.6%	11.4%	2.8%	7.2%

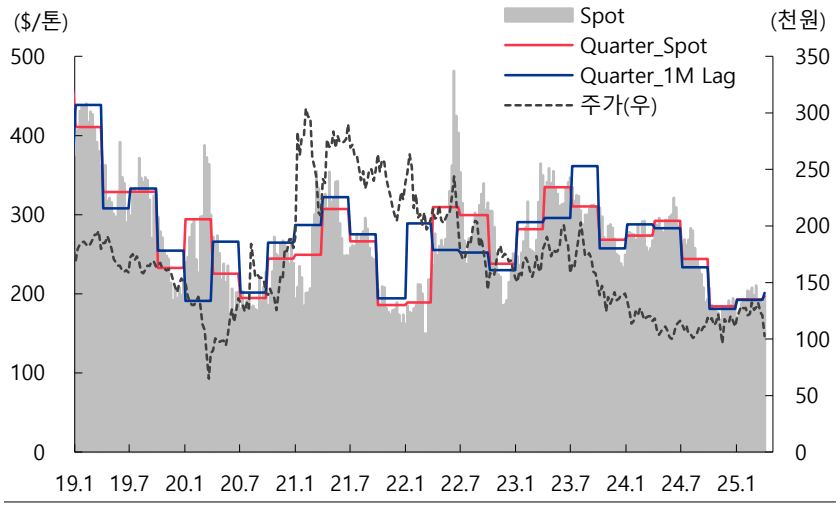
자료: iM증권 리서치본부
주: 동사 LiBS 부문 이익은 내부거래로 인해 SKIET 실적과 상이하며, 당사 추정치에 기반한 매출액에 E&P, Staff 비용 등 기타부문과 합산 반영

복합정제마진 추이



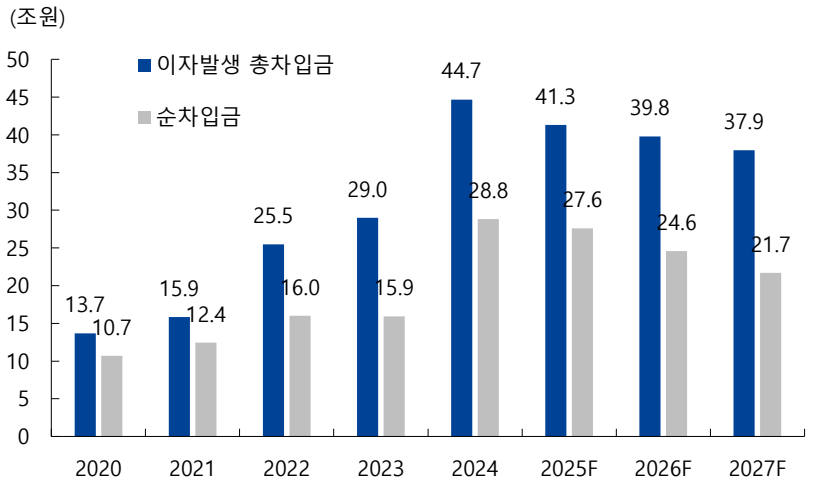
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



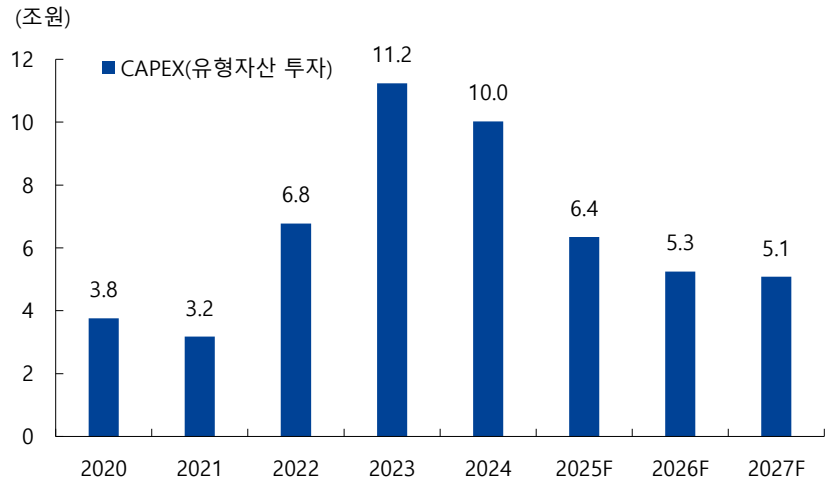
자료 : iM증권 리서치본부

SK이노베이션 2020년 이후 총차입금, 순차입금 추이 및 전망



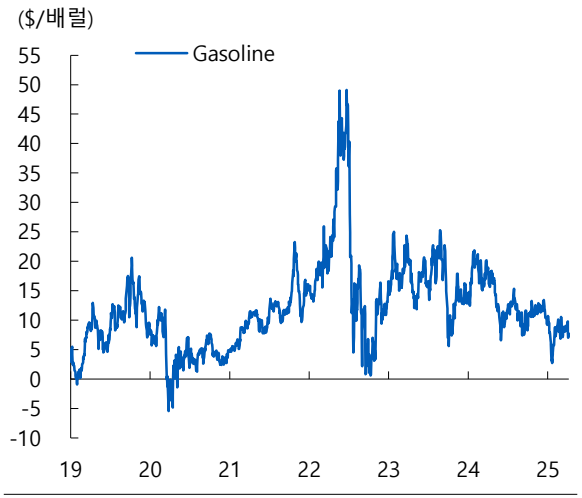
자료 : iM증권 리서치본부
주: 지분증권 포함한 기타금융자산, 일부 비핵심자산 매각 등을 통한 현금 마련 가정

SK이노베이션 2020년 이후 CAPEX 추이 및 전망



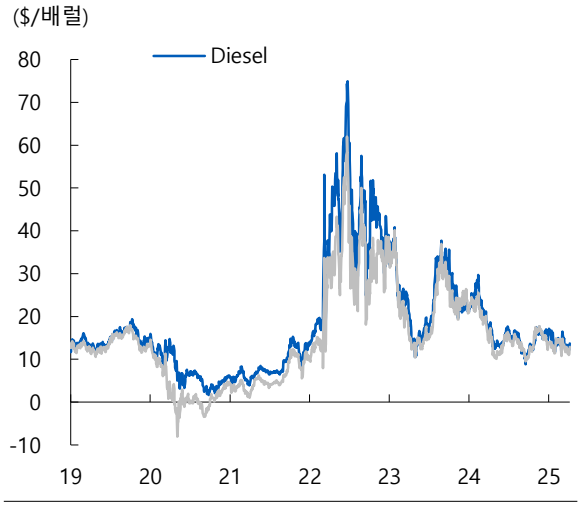
자료 : iM증권 리서치본부

휘발유 스프레드 추이



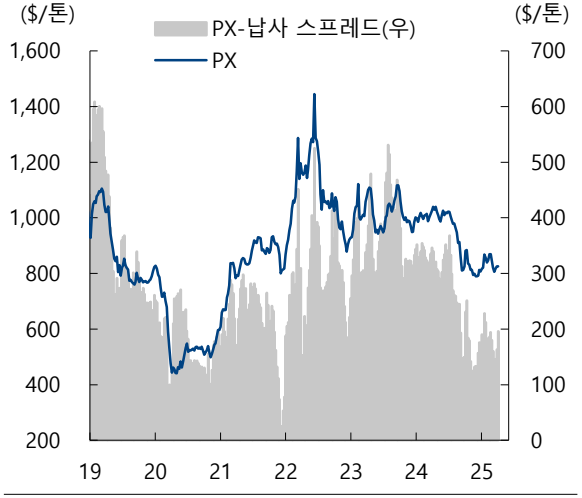
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

중간유분 스프레드 추이



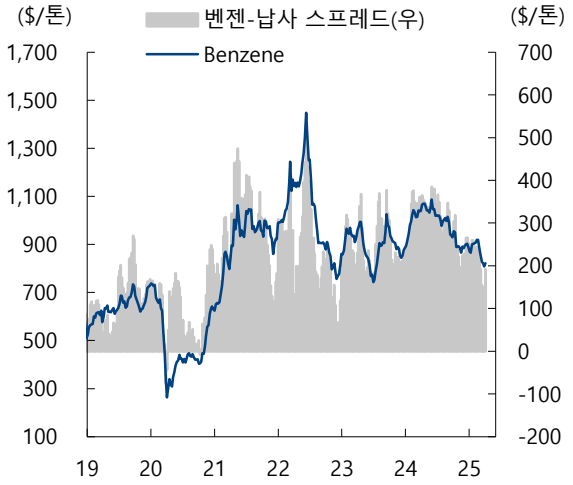
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

PX 가격 및 스프레드 추이



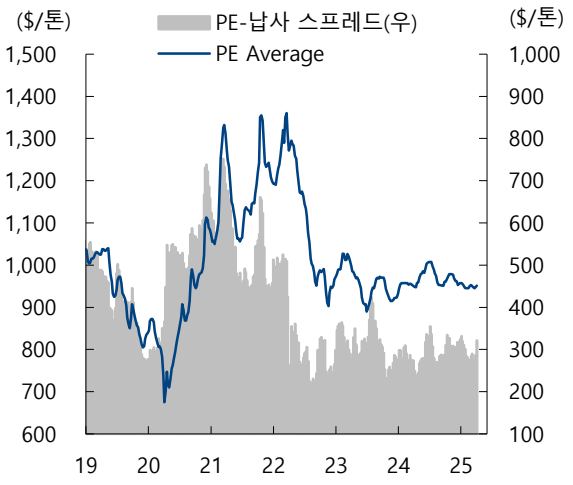
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

벤젠 가격 및 스프레드 추이



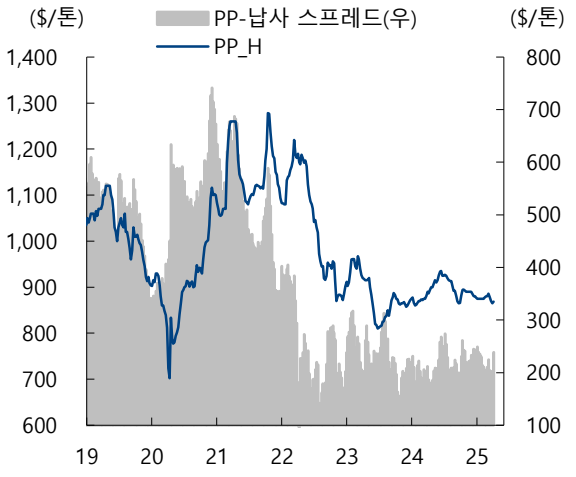
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	36,318	35,113	35,690	36,770
현금 및 현금성자산	15,865	13,770	15,215	16,198
단기금융자산	266	269	271	274
매출채권	8,753	8,907	8,550	8,604
재고자산	10,336	11,326	10,863	10,932
비유동자산	74,212	74,443	76,279	78,292
유형자산	56,720	59,709	61,632	63,440
무형자산	2,938	2,501	2,137	1,834
자산총계	110,530	109,556	111,969	115,062
유동부채	37,726	36,109	35,181	34,687
매입채무	9,912	9,832	9,430	9,491
단기차입금	12,051	11,451	10,851	10,051
유동성장기부채	6,050	5,122	5,205	5,459
비유동부채	33,156	30,856	29,856	28,556
사채	11,634	10,634	10,134	9,634
장기차입금	15,398	14,098	13,598	12,798
부채총계	70,881	66,964	65,037	63,242
지배주주지분	24,641	27,591	31,872	36,674
자본금	786	786	786	786
자본잉여금	12,747	12,747	12,747	12,747
이익잉여금	8,231	7,793	8,685	10,099
기타자본항목	2,733	6,121	9,509	12,897
비지배주주지분	15,007	15,001	15,060	15,146
자본총계	39,649	42,592	46,932	51,819

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	74,717	81,875	78,528	79,032
증가율(%)	-3.3	9.6	-4.1	0.6
매출원가	70,678	76,266	71,685	71,655
매출총이익	4,039	5,609	6,843	7,377
판매비와관리비	4,016	4,049	3,759	3,790
연구개발비	480	-	-	-
기타영업수익	292	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	315	1,560	3,084	3,587
증가율(%)	-83.4	394.5	97.6	16.3
영업이익률(%)	0.4	1.9	3.9	4.5
이자수익	420	366	403	429
이자비용	1,520	1,342	1,295	1,238
지분법이익(손실)	-430	-82	-82	-92
기타영업외손익	-518	-268	-315	-291
세전계속사업이익	-2,380	-184	1,633	2,344
법인세비용	-7	-43	377	541
세전계속이익률(%)	-3.2	-0.2	2.1	3.0
당기순이익	-2,372	-142	1,256	1,803
순이익률(%)	-3.2	-0.2	1.6	2.3
지배주주귀속 순이익	-2,260	-135	1,196	1,717
기타포괄이익	3,388	3,388	3,388	3,388
총포괄이익	1,016	3,246	4,644	5,191
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,233	2,546	5,393	5,275
당기순이익	-2,372	-142	1,256	1,803
유형자산감가상각비	2,125	3,361	3,327	3,272
무형자산상각비	330	436	364	303
지분법관련손실(이익)	-430	-82	-82	-92
투자활동 현금흐름	-7,295	450	800	754
유형자산의 처분(취득)	-9,956	-6,350	-5,250	-5,080
무형자산의 처분(취득)	-175	-	-	-
금융상품의 증감	-3,746	303	-446	-662
재무활동 현금흐름	7,327	-1,686	619	289
단기금융부채의증감	1,524	-1,528	-517	-546
장기금융부채의증감	4,012	-2,300	-1,000	-1,300
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-85	-85	-85	-85
현금및현금성자산의증감	2,791	-2,095	1,446	983
기초현금및현금성자산	13,074	15,865	13,770	15,215
기말현금및현금성자산	15,865	13,770	15,215	16,198

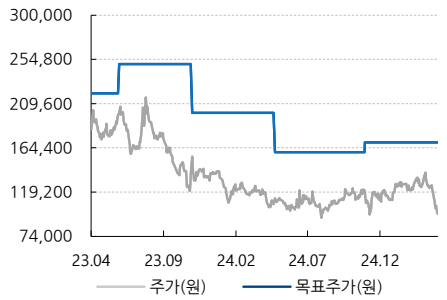
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-21,236	-886	7,856	11,275
BPS	161,813	181,182	209,294	240,825
CFPS	1,829	24,049	32,092	34,750
DPS	4,050	4,050	4,050	4,050
Valuation(배)				
PER			12.3	8.6
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
PCR	61.2	4.0	3.0	2.8
EV/EBITDA	16.6	7.8	5.7	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-9.6	-0.5	4.0	5.0
EBITDA이익률	3.7	6.5	8.6	9.1
부채비율	178.8	157.2	138.6	122.0
순부채비율	73.1	64.0	51.8	41.4
매출채권회전율(x)	8.9	9.3	9.0	9.2
재고자산회전율(x)	7.0	7.6	7.1	7.3

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

SK이노베이션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-05	Buy	250,000	-32.4%	-13.6%
2023-11-06	Buy	200,000	-37.4%	-27.8%
2024-04-29	Buy	160,000	-31.4%	-23.1%
2024-11-05	Buy	170,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

S-Oil(010950)

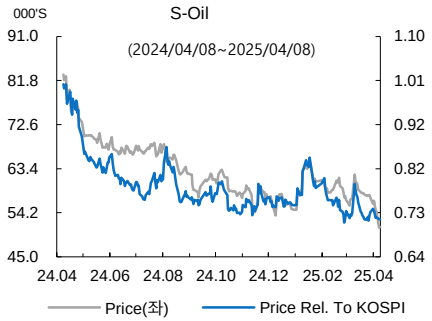
1분기 눈높이 하향 조정 필요

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	82,000원(유지)
종가(2025.04.08)	51,200원
상승여력	60.2 %

Stock Indicator	
자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	5,764십억원
외국인지분율	74.1%
52주 주가	51,100~83,000원
60일평균거래량	196,038주
60일평균거래대금	11.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	-13.5	-19.0	-38.3
상대수익률	-1.5	-6.1	-9.0	-24.2



[투자포인트]

■ 목표주가 8,2만원, 매수의견 유지

■ 1분기 영업이익 865억원(-66.8%QoQ) 및 컨센서스 2,300억원 대비 큰 폭 하회할 것으로 예상. 환율상승이 영업여건 전반에 우호적으로 작용했음에도 불구하고 유가와 정제마진 모두 다소 아쉬웠던 영향

■ 지난 1분기는 동절기 효과가 무색할 만큼 등/경유 마진이 약했고, 휘발유 역시 비수기였던 만큼 QoQ 마진 하락. 래깅 기준 OSP 하락 효과 감안하더라도 동사 기준 복합정제마진 전 분기 대비 약 2달러 더 낮아진 것으로 추정. 그나마 분기 말 기준 유가가 상승해 약 1천억원 내외의 재고이익 발생이 예상되나, 정제마진에서의 손실 폭을 모두 메꾸지는 못하며 정유부문 전체로는 -120억원의 소폭 적자전환 예상

■ 석유화학도 주요 제품 스프레드 약세 이어짐에 따라 적자 지속 불가피했을 듯. 윤활유는 정기보수 종료로 판매량 증가 및 고정비 부담 줄었으나, 판가 하락으로 영업이익 개선 효과는 크지 않았을 것으로 추정

■ 25년에는 조심스럽게 러-우 종전 시나리오를 고민해볼 수 있는 시기. 종전 이후에는 그동안 중국/인도 정유사가 누려왔던 Ural 할인 폭 축소 예상되고, 러시아산 원유 출하 이후 사우디의 M/S 유지를 위한 아시아 OSP 인하도 염두에 둘 수 있어. 이는 원가 측면에서 중국/인도에는 (-), 한국 정유사에게는 (+) 요인으로 작용하게 될 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	36,052	34,568	33,993
영업이익(십억원)	422	980	1,141	1,049
순이익(십억원)	-193	363	434	398
EPS(원)	-1,656	3,112	3,725	3,412
BPS(원)	74,574	77,399	80,742	83,772
PER(배)		16.5	13.7	15.0
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	-2.2	4.1	4.7	4.1
배당수익률(%)		0.8	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	10.4	6.7	5.9	5.6

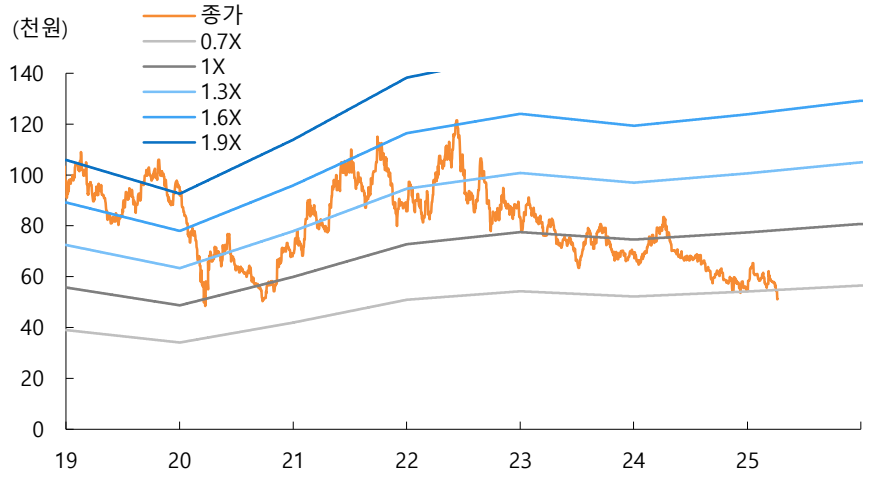
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

S-Oil 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	9,092	9,056	9,059	8,845	35,727	36,637	36,052
영업이익	454	161	-415	261	86	296	220	378	1,355	461	980
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	1.0%	3.3%	2.4%	4.3%	3.8%	1.3%	2.7%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,014	7,085	7,002	7,089	6,841	28,257	28,804	28,017
영업이익	250	-95	-574	173	-12	157	108	240	353	-245	494
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.2%	2.2%	1.5%	3.5%	1.3%	-0.9%	1.8%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,096	1,180	1,213	1,206	1,194	4,385	4,703	4,792
영업이익	48	110	5.0	-28	-26	-10	-5	2	191	135	-38
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-2.2%	-0.8%	-0.4%	0.2%	4.3%	2.9%	-0.8%
윤활유											
매출액	767	811	745	807	827	841	765	811	3,085	3,130	3,243
영업이익	156	146	154	115.9	124	149	116	136	811	571	525
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	15.0%	17.7%	15.2%	16.8%	26.3%	18.3%	16.2%

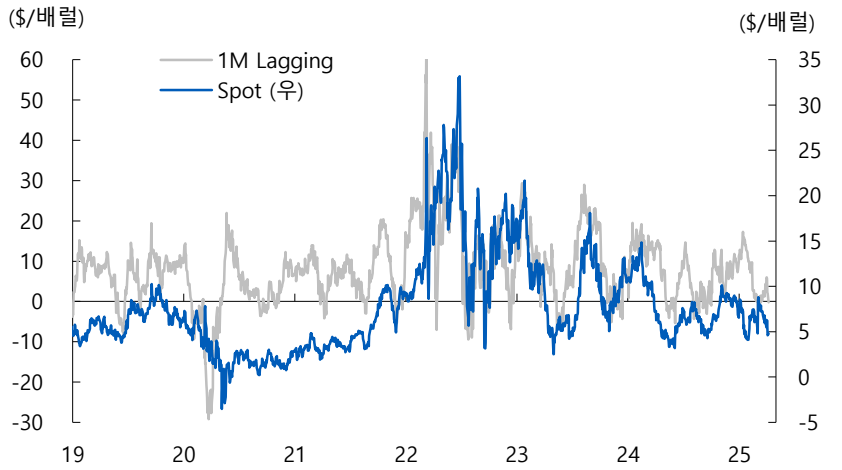
자료: iM증권 리서치본부

S-Oil 12M Forward 기준 PBR 추이



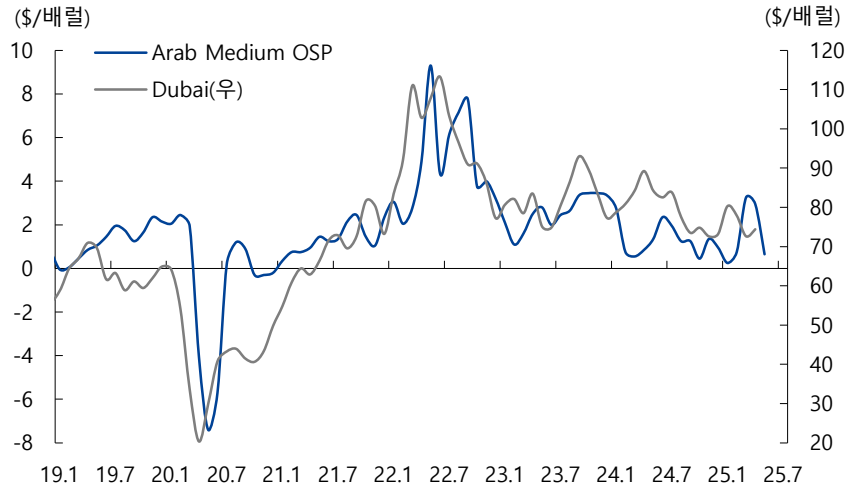
자료 : iM증권 리서치본부

복합정제마진 추이



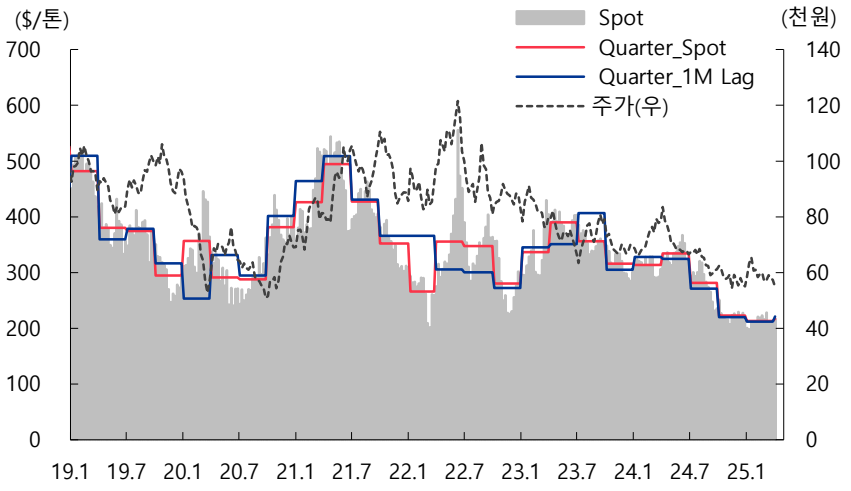
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 OSP 추이



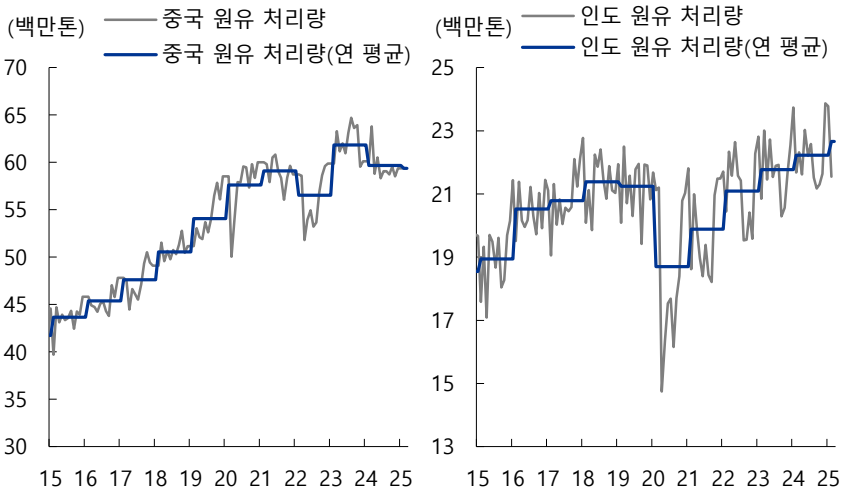
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

S-Oil 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



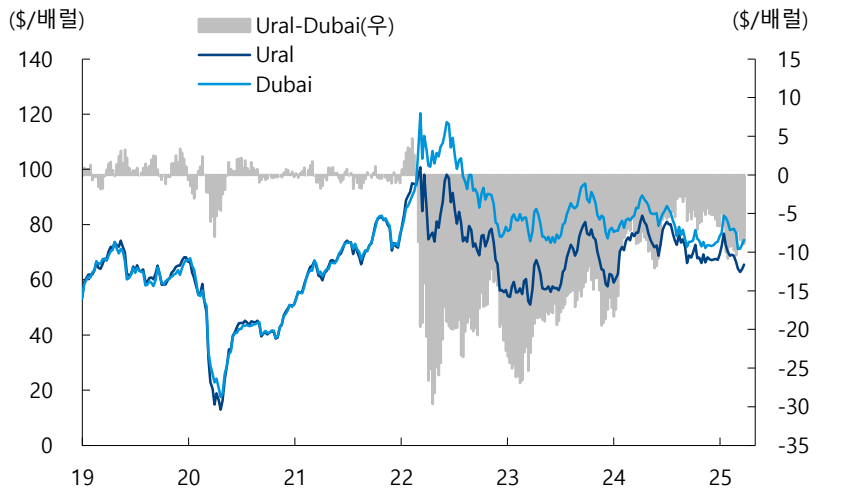
자료 : iM증권 리서치본부

중국 및 인도 원유 처리량



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 및 Ural 가격 추이



자료 : Refinitiv, Petronet, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,048	10,582	10,920	11,527
현금 및 현금성자산	1,946	3,088	3,725	4,445
단기금융자산	29	29	30	31
매출채권	3,511	3,018	2,895	2,848
재고자산	4,493	4,374	4,194	4,124
비유동자산	14,403	15,621	16,188	16,101
유형자산	13,582	14,807	15,380	15,295
무형자산	149	135	123	116
자산총계	24,451	26,203	27,108	27,628
유동부채	11,657	12,578	12,944	13,111
매입채무	4,982	4,902	4,700	4,622
단기차입금	3,355	3,955	4,055	3,755
유동성장기부채	660	660	660	660
비유동부채	4,099	4,599	4,749	4,749
사채	2,475	2,475	2,475	2,475
장기차입금	1,316	1,816	1,966	1,966
부채총계	15,756	17,178	17,693	17,860
지배주주지분	8,696	9,025	9,415	9,768
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,320	7,669	7,982
기타자본항목	42	83	123	163
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	8,696	9,025	9,415	9,768

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	36,637	36,052	34,568	33,993
증가율(%)	2.5	-1.6	-4.1	-1.7
매출원가	35,411	34,340	32,734	32,258
매출총이익	1,226	1,712	1,834	1,735
판매비와관리비	804	732	693	686
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	422	980	1,141	1,049
증가율(%)	-68.8	132.2	16.4	-8.0
영업이익률(%)	1.2	2.7	3.3	3.1
이자수익	53	84	102	121
이자비용	283	273	281	272
지분법이익(손실)	6	6	6	6
기타영업외손익	-317	-80	-122	-118
세전계속사업이익	-333	625	748	685
법인세비용	-139	262	314	287
세전계속이익률(%)	-0.9	1.7	2.2	2.0
당기순이익	-193	363	434	398
순이익률(%)	-0.5	1.0	1.3	1.2
지배주주귀속 순이익	-193	363	434	398
기타포괄이익	40	40	40	40
총포괄이익	-153	403	475	438
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,468	1,684	1,425	1,421
당기순이익	-193	363	434	398
유형자산감가상각비	741	724	727	735
무형자산상각비	11	17	15	12
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6
투자활동 현금흐름	-3,027	-1,917	-1,267	-619
유형자산의 처분(취득)	-3,038	-1,950	-1,300	-650
무형자산의 처분(취득)	-27	-3	-3	-5
금융상품의 증감	-2	-	-	-
재무활동 현금흐름	1,539	1,003	94	-467
단기금융부채의증감	221	600	100	-300
장기금융부채의증감	1,589	500	150	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	-17	1,142	637	720
기초현금및현금성자산	1,963	1,946	3,088	3,725
기말현금및현금성자산	1,946	3,088	3,725	4,445

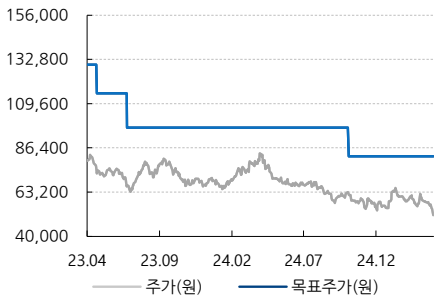
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-1,656	3,112	3,725	3,412
BPS	74,574	77,399	80,742	83,772
CFPS	4,793	9,472	10,086	9,821
DPS	-	650	750	750
Valuation(배)				
PER		16.5	13.7	15.0
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	11.4	5.4	5.1	5.2
EV/EBITDA	10.4	6.7	5.9	5.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.2	4.1	4.7	4.1
EBITDA이익률	3.2	4.8	5.4	5.3
부채비율	181.2	190.3	187.9	182.8
순부채비율	67.1	64.1	57.4	44.8
매출채권회전율(x)	11.2	11.0	11.7	11.8
재고자산회전율(x)	8.0	8.1	8.1	8.2

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

S-Oil 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-27	Buy	115,000	-36.6%	-34.3%
2023-06-30	Buy	97,000	-26.1%	-13.9%
2024-10-10	Buy	82,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

한화솔루션(009830)

대혼란의 트럼프 관세 시대에서 차선책

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	30,000원(유지)
종가(2025.04.08)	19,960원
상승여력	50.3 %

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,431십억원
외국인지분율	13.8%
52주 주가	14,860~33,900원
60일평균거래량	2,228,335주
60일평균거래대금	45.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	12.5	-18.7	-25.8
상대수익률	2.2	19.9	-8.7	-11.7

[투자포인트]

■ 목표주가 3만원 및 투자의견 매수 유지

■ 1분기 영업적자 -658억원(적자전환QoQ) 및 컨센서스 -520억원 대비 적자 폭 확대 예상. 케미칼은 정기보수로 Q 감소 및 고정비 부담 늘었으나, 적자제품 판매 감소로 역설적이게도 적자규모는 축소. 신재생에너지는 전 분기 흑자전환에 기여한 대규모 개발자산 매각 효과가 소멸됨에 따라 재차 적자전환 불가피

■ 하반기는 신재생에너지 완연한 흑자 달성 전망. 미국 내 모듈 재고 감소로 가격 점진적 반등하며 모듈 적자축소 예상되고, 분기별로 출하량 우상향하며 IRA 증가, 특히 4분기에는 주거용 태양광 설치와 관련해 금융서비스를 제공하는 계열사 EnFin에서 약 750억원의 이익 창출하며 신재생에너지 흑자전환에 의미있게 기여할 전망

■ 25년 미국 태양광 업황은 24년 대비 개선된 분위기 느낄 수 있을 것으로 판단. 상반기 중 모듈 재고 소진되면서 하반기에는 점진적 가격 반등 확인할 수 있을 것. 동남아산 관세 유예 종료된 24년 7월 이후 수입량은 급감하고 있고, 트럼프의 전 수입품에 대한 보편관세 추진 감안하면 현 레벨에서 모듈 수입량 추가 늘어날 가능성은 제한적. 더욱이 미국 셀/모듈 수입의 70% 이상 차지하는 캄보디아/베트남 등 동남아시아 국가에 대한 고율 상호관세로 미국 내 생산거점 확보하고 있는 동사의 반사수혜 가능. 대혼란의 트럼프 관세 시대에서 그나마 나은 차선책

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,080	13,208	13,912
영업이익(십억원)	-300	413	1,024	1,176
순이익(십억원)	-1,404	12	752	916
EPS(원)	-8,050	70	4,308	5,249
BPS(원)	54,163	66,121	82,124	99,067
PER(배)		285.7	4.6	3.8
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	-16.0	0.1	5.8	5.8
배당수익률(%)	4.0	3.3	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	31.4	10.9	6.7	5.7

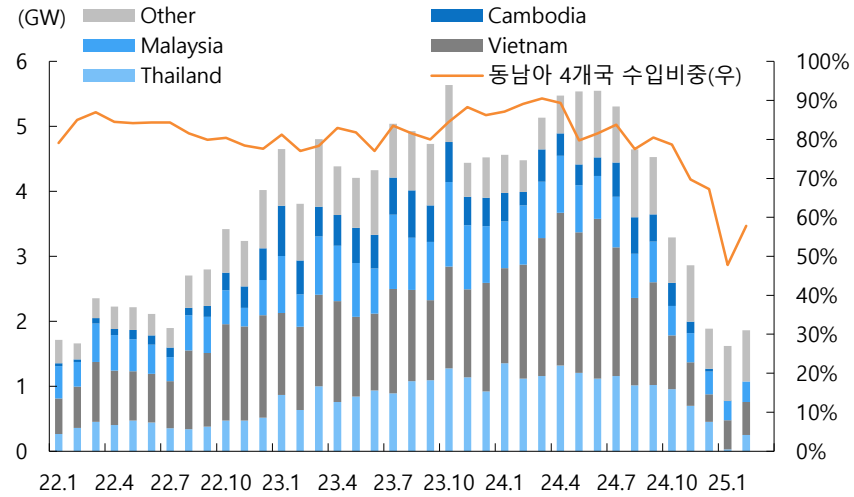
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,563	2,524	2,826	3,489	4,241	13,079	12,394	13,080
영업이익	-217	-108	-81	103	-65.8	19	120	339	579	-302	413
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-2.6%	0.7%	3.4%	8.0%	4.4%	-2.4%	3.2%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,090	1,195	1,198	1,189	5,097	4,817	4,672
영업이익	-19	-17	-31	-54	-29	-10	7	14	60	-122	-17
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-2.7%	-0.8%	0.6%	1.2%	1.2%	-2.5%	-0.4%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,046	1,219	1,870	2,633	6,543	5,766	6,767
모듈 판매	416	568	539	1,005	551	647	704	801		2,528	2,704
EPC/프로젝트 매각	343	405	579	1,634	488	564	1,127	1,578		2,960	3,757
금융업	6	7	35	230	6	8	39	253		278	306
영업이익	-185	-92	-41	61	-36	25	112	323	555	-258	424
모듈 판매	-229	-212	-193	-323	-189	-162	-106	-66		-957	-523
EPC/프로젝트 매각	-46	-17	31	121	10	11	23	32		89	75
금융업	-7	-10	0	72	-1	-1	-6	76		56	68
IRA	97	147	122	190	145	177	201	281		555	804
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	-3.4%	2.1%	6.0%	12.3%	8.5%	-4.5%	6.3%
모듈 판매	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-34.3%	-25.0%	-15.0%	-8.3%		-37.9%	-19.3%
EPC/프로젝트 매각	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		3.0%	2.0%
금융업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	30.0%		19.9%	22.2%
IRA 제외한 영업이익	-282	-239	-163	-130	-180	-152	-89	41		-813	-380
첨단소재											
매출액	250	266	255	268	276	287	263	289	989	1,038	1,115
영업이익	11	9	6	-2	10	10	8	5	64	24	33
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	3.7%	3.3%	3.0%	1.8%	6.5%	2.3%	2.9%
기타											
매출액	157	211	178	243	113	124	158	130	449	788	526
영업이익	-23	-8	-15	99	-11	-6	-7	-3	-99	53	-27
영업이익률	-14.7%	-3.6%	-8.5%	40.7%	-9.6%	-4.6%	-4.4%	-2.2%	-22.2%	6.7%	-5.0%

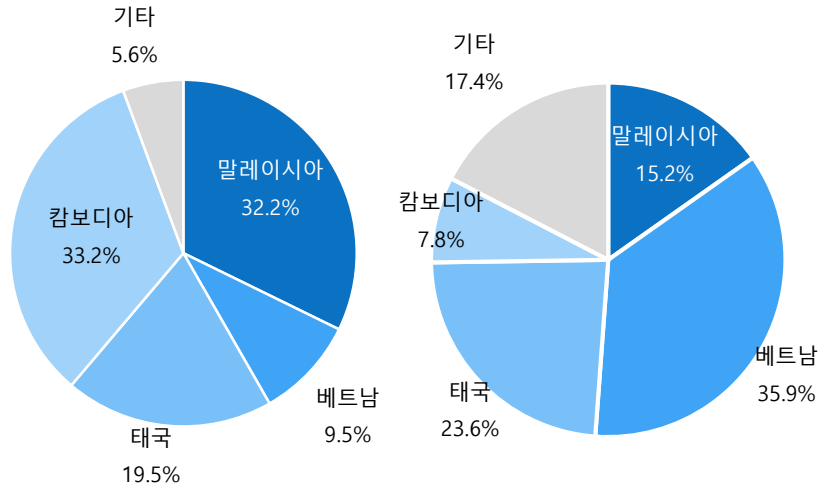
자료: iM증권 리서치본부

미국 모듈 수입량 추이



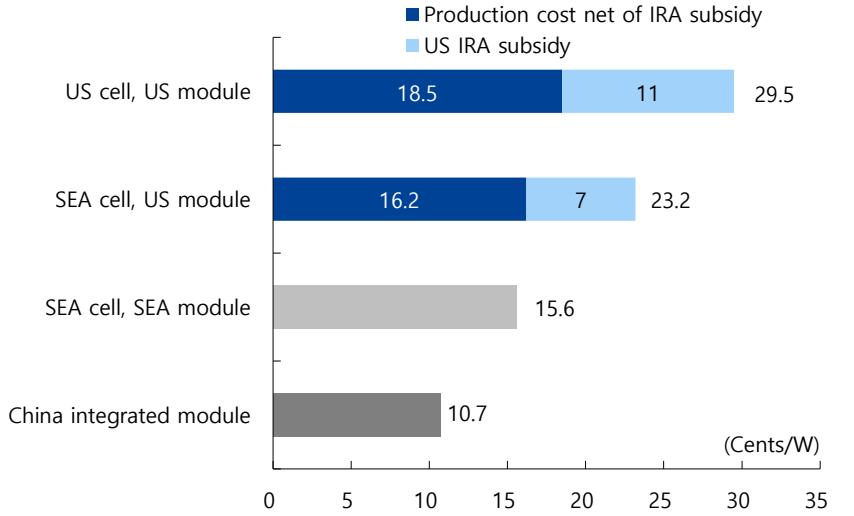
자료 : ITC, iM증권 리서치본부

2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중



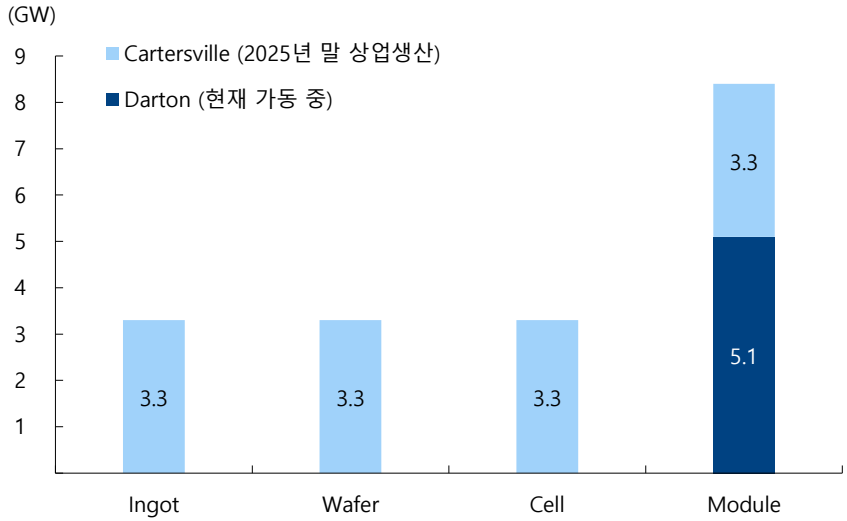
자료 : iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 생산비용 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

한화솔루션 미국 내 생산설비 규모



자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	11,645	12,168	13,382
현금 및 현금성자산	2,184	2,184	2,161	2,352
단기금융자산	318	327	337	347
매출채권	3,114	3,278	3,308	3,477
재고자산	4,258	4,493	4,537	4,779
비유동자산	19,154	20,393	21,254	22,111
유형자산	10,727	12,030	12,715	13,373
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계	30,037	32,038	33,422	35,494
유동부채	11,708	11,573	10,633	10,272
매입채무	2,610	2,755	2,782	2,930
단기차입금	5,110	5,210	4,660	4,360
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채	7,722	7,772	7,322	6,822
사채	2,191	2,341	2,341	2,341
장기차입금	4,231	4,131	3,681	3,181
부채총계	19,430	19,345	17,956	17,095
지배주주지분	9,450	11,536	14,328	17,284
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	4,132	4,093	4,759	5,589
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분	1,157	1,157	1,138	1,115
자본총계	10,607	12,693	15,466	18,399

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	12,394	13,080	13,208	13,912
증가율(%)	-5.2	5.5	1.0	5.3
매출원가	11,008	11,091	10,534	11,018
매출총이익	1,386	1,989	2,674	2,894
판매비와관리비	1,686	1,576	1,649	1,719
연구개발비	92	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-300	413	1,024	1,176
증가율(%)	적전	흑전	148.2	14.8
영업이익률(%)	-2.4	3.2	7.8	8.4
이자수익	103	80	75	81
이자비용	548	429	370	346
지분법이익(손실)	-327	-163	50	63
기타영업외손익	-357	110	155	166
세전계속사업이익	-1,424	15	939	1,144
법인세비용	-316	3	207	252
세전계속이익률(%)	-11.5	0.1	7.1	8.2
당기순이익	-1,369	12	733	893
순이익률(%)	-11.0	0.1	5.5	6.4
지배주주귀속 순이익	-1,404	12	752	916
기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익	757	2,138	2,859	3,019
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-43	700	653
당기순이익	-1,369	12	733	893
유형자산감가상각비	649	800	815	842
무형자산상각비	66	68	60	53
지분법관련손실(이익)	-327	-163	50	63
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,164	-579	-584
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,103	-1,500	-1,500
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감	-1,040	-164	-184	-184
재무활동 현금흐름	2,676	325	-1,025	-759
단기금융부채의증감	-	200	-650	-300
장기금융부채의증감	2,688	50	-450	-500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	226	0	-23	192
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	2,184	2,161
기말현금및현금성자산	2,184	2,184	2,161	2,352

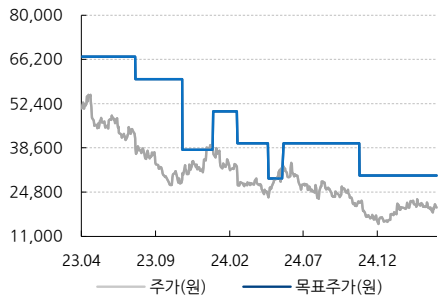
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-8,050	70	4,308	5,249
BPS	54,163	66,121	82,124	99,067
CFPS	-3,949	5,043	9,322	10,376
DPS	650	650	850	850
Valuation(배)				
PER		285.7	4.6	3.8
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	-4.1	4.0	2.1	1.9
EV/EBITDA	31.4	10.9	6.7	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-16.0	0.1	5.8	5.8
EBITDA이익률	3.4	9.8	14.4	14.9
부채비율	183.2	152.4	116.1	92.9
순부채비율	96.4	82.4	60.6	45.5
매출채권회전율(x)	3.5	4.1	4.0	4.1
재고자산회전율(x)	3.2	3.0	2.9	3.0

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-27	Buy	60,000	-44.7%	-34.9%
2023-11-01	Buy	38,000	-11.8%	3.9%
2024-01-03	Buy	50,000	-31.8%	-22.9%
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

금호석유(011780)

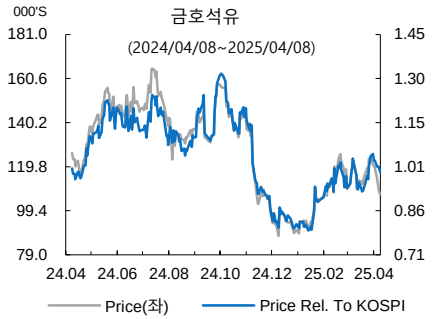
꾸준한 합성고무와 나름 선방하는 페놀/합성수지

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.04.08)	107,100원
상승여력	58.7 %

Stock Indicator	
자본금	167십억원
발행주식수	2,733만주
시가총액	2,928십억원
외국인지분율	17.7%
52주 주가	87,800~165,200원
60일평균거래량	166,916주
60일평균거래대금	18.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.9	13.8	-27.5	-15.1
상대수익률	-3.9	21.2	-17.5	-1.0



[투자포인트]

■ 목표주가 17만원 및 투자의견 매수 유지. 동사는 업황과 실적, 재무구조, 주주정책 등 모든 측면에서 석유화학 업종 내 가장 편안한 흐름을 기대할 수 있는 업체

■ 1분기 영업이익 790억원(+691%QoQ) 및 시장 컨센서스 731억원 대비 소폭 상회 전망. 일회성 비용 소멸과 전 사업부 모두 이익 개선됨에 근거

■ 부문별로는 합성고무 주요 제품 스프레드 개선으로 373억원(+103%QoQ) 호실적 전망. P&B는 페놀/BPA 약세 여전히 이어지고 있으나, 정기보수 종료에 따른 판매량 증가 및 고정비 감소로 적자 규모는 -47억원으로 대폭 줄겠고, 합성수지는 춘절효과로 ABS 판가 상승하며 17억원의 소폭 흑자전환 예상. 에너지 부문도 SMP 흐름은 큰 변동 없었으나, 정기보수 종료로 전력 판매량 증가하며 동사 전체적인 이익 성장에 기여했을 것으로 추정

■ 미국, 25년 1월부터 중국산 의료/수술용 장갑에 관세 50% 상향 적용. 수입국과 가격 등의 데이터에서는 변화가 아직 뚜렷하게 포착되고 있지 않지만, 상호/보편관세와 26년 100% 추가 상향 고려하면 이는 결국 시간을 두고 점차 반영될 것. 특히 미국 수술용 장갑 수입의 25% 차지하는 중국산 물량 줄면 그 외 주요 수입국인 말레이시아, 태국산 유입 늘며 점유율 확대 가능. 동사 NB-Latex 80% 이상은 말레이시아를 중심으로 한 중국 외의 업체로 수출되고 있는 만큼 금번 관세정책으로 인한 반사수혜 누릴 수 있을 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,155	8,193	8,447	8,628
영업이익(십억원)	273	376	445	562
순이익(십억원)	349	376	439	532
EPS(원)	11,321	12,369	14,474	17,535
BPS(원)	198,885	208,654	220,149	234,328
PER(배)	8.0	8.7	7.4	6.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	5.9	6.1	6.8	7.7
배당수익률(%)	2.4	2.3	2.8	3.3
EV/EBITDA(배)	5.0	4.4	4.0	3.3

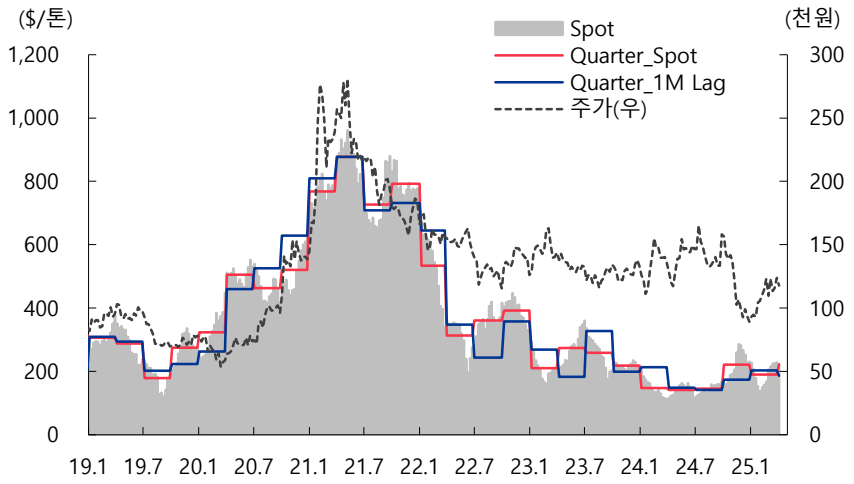
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	1,667	1,852	1,828	1,807	1,989	2,065	2,094	2,045	6,323	7,155	8,193
영업이익	78.6	119.2	65.1	10.0	79.0	98.8	114.5	83.7	359.0	272.8	375.9
영업이익률	4.7%	6.4%	3.6%	0.6%	4.0%	4.8%	5.5%	4.1%	5.7%	3.8%	4.6%
합성고무											
매출액	596	708	734	759	820	896	901	879	2,162	2,795	3,495
영업이익	25.1	46.6	10.7	18.4	37.3	48.8	57.1	39.8	96.8	100.8	183.0
영업이익률	4.2%	6.6%	1.5%	2.4%	4.5%	5.4%	6.3%	4.5%	4.5%	3.6%	5.2%
합성수지											
매출액	322	332	313	316	343	317	321	322	1,250	1,283	1,303
영업이익	-1.4	1.2	-8.7	-9.5	1.7	2.6	6.1	3.5	-6.0	-18.4	14.0
영업이익률	-0.4%	0.4%	-2.8%	-3.0%	0.5%	0.8%	1.9%	1.1%	-0.5%	-1.4%	1.1%
금호P&B											
매출액	399	444	407	386	429	445	435	443	1,484	1,635	1,751
영업이익	-2.5	5.7	1.1	-22.2	-4.7	-2.1	2.6	5.2	2.8	-17.9	1.0
영업이익률	-0.6%	1.3%	0.3%	-5.8%	-1.1%	-0.5%	0.6%	1.2%	0.2%	-1.1%	0.1%
에너지/EPDM/기타											
매출액	351	368	375	347	397	407	438	401	1,426	1,442	1,644
영업이익	57.4	65.7	61.9	23.3	44.6	49.4	48.6	35.2	263.8	208.3	178.0
영업이익률	16.4%	17.8%	16.5%	6.7%	11.2%	12.1%	11.1%	8.8%	18.5%	14.4%	10.8%

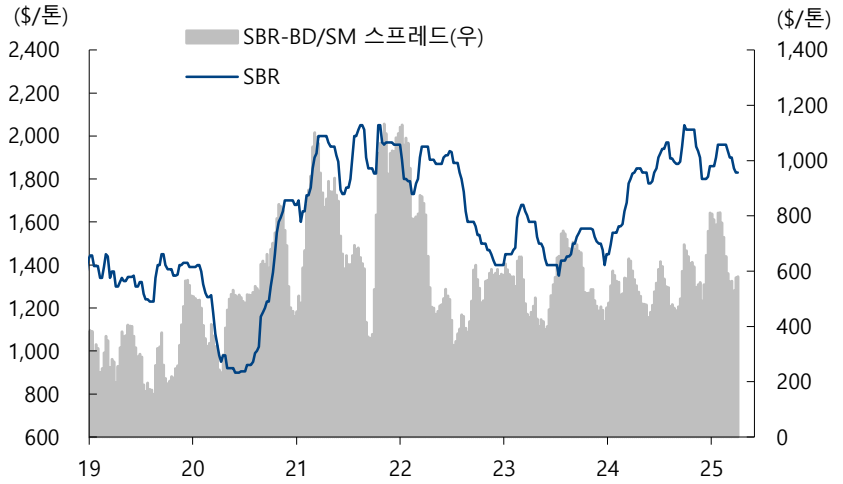
자료: iM증권 리서치본부

금호석유 가중평균 스프레드 추이



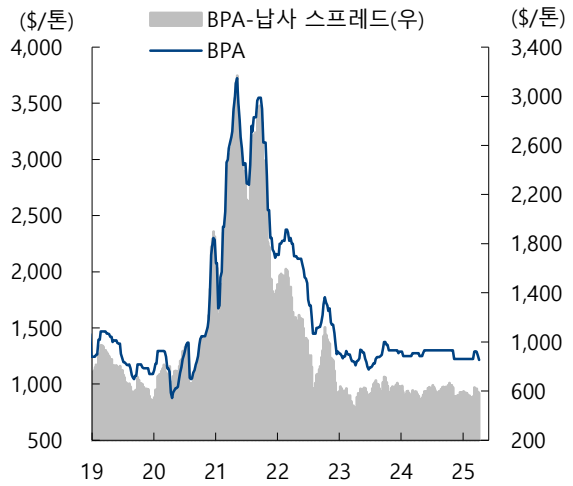
자료 : iM증권 리서치본부

SBR 가격 및 스프레드 추이



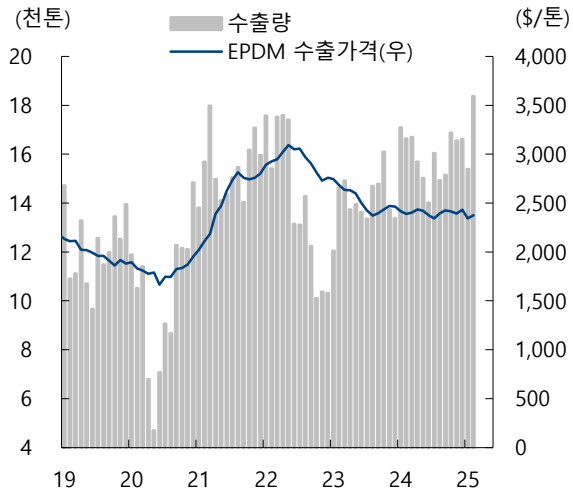
자료 : Platts, iM증권 리서치본부

BPA 가격 및 스프레드 추이



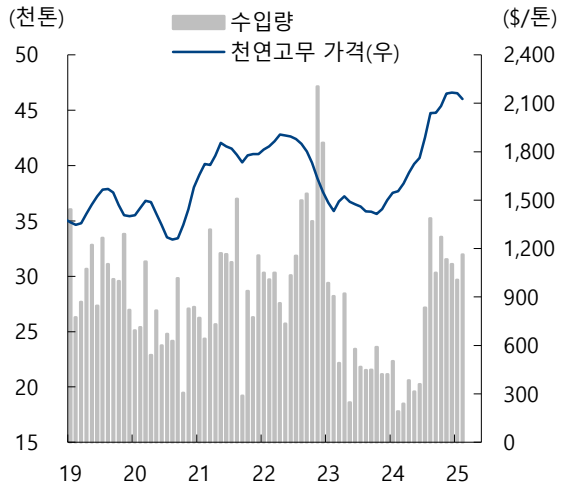
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

EPDM 수출기준 가격 추이



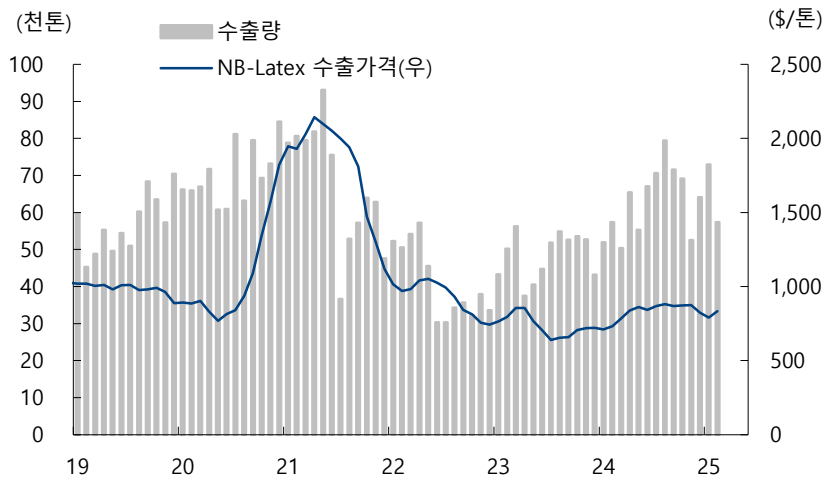
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

천연고무 수입기준 가격 추이



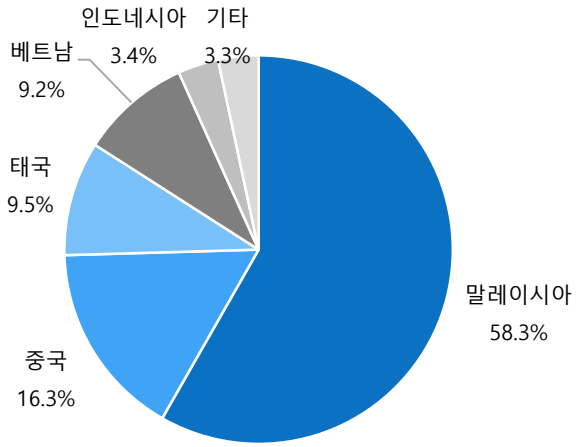
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

NB-Latex 수출량 및 수출가격 추이



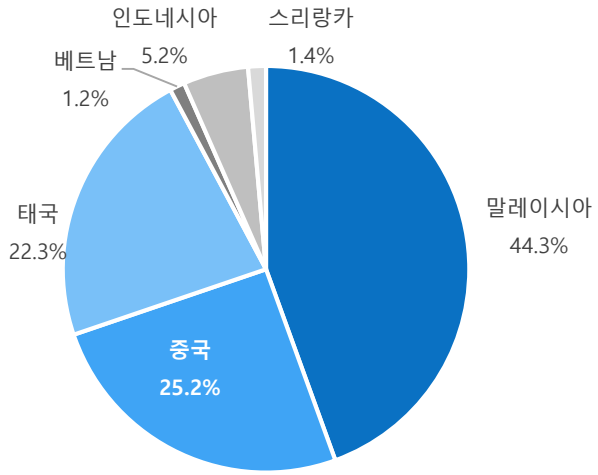
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

한국, NB-Latex 국가별 수출 비중



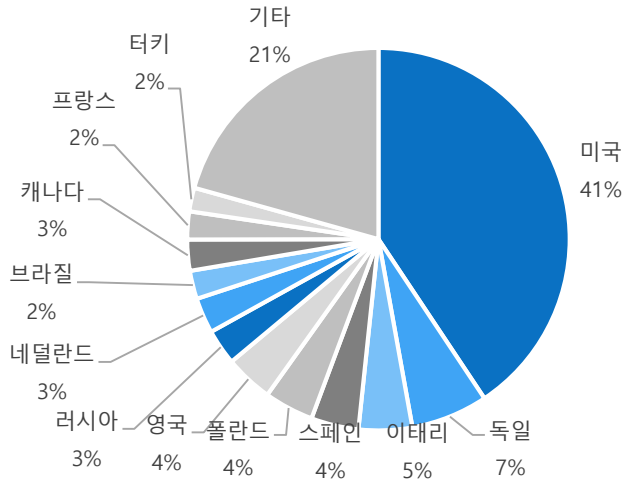
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

미국, 수술용 장갑 국가별 수입 비중



자료 : World Bank, iM증권 리서치본부

중국, 수술용 장갑 국가별 수출 비중



자료 : World Bank, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,711	2,726	2,883	3,085
현금 및 현금성자산	429	394	524	671
단기금융자산	351	230	150	98
매출채권	897	1,027	1,059	1,082
재고자산	958	969	999	1,021
비유동자산	5,629	5,813	6,009	6,157
유형자산	4,102	4,186	4,271	4,311
무형자산	38	29	23	18
자산총계	8,340	8,539	8,892	9,242
유동부채	1,534	1,402	1,456	1,425
매입채무	544	533	549	561
단기차입금	346	246	276	226
유동성장기부채	109	80	80	80
비유동부채	764	799	749	699
사채	100	100	100	100
장기차입금	328	363	313	263
부채총계	2,298	2,200	2,204	2,124
지배주주지분	6,038	6,334	6,683	7,114
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	404	404	404	404
이익잉여금	5,571	5,882	6,244	6,689
기타자본항목	-104	-118	-132	-146
비지배주주지분	4	4	4	4
자본총계	6,042	6,339	6,688	7,118

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,155	8,193	8,447	8,628
증가율(%)	13.2	14.5	3.1	2.1
매출원가	6,569	7,458	7,639	7,698
매출총이익	586	735	808	930
판매비와관리비	313	359	363	368
연구개발비	64	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	273	376	445	562
증가율(%)	-24.0	37.8	18.3	26.3
영업이익률(%)	3.8	4.6	5.3	6.5
이자수익	34	25	24	27
이자비용	33	26	25	22
지분법이익(손실)	93	88	97	93
기타영업외손익	33	17	21	21
세전계속사업이익	408	483	565	685
법인세비용	59	108	126	153
세전계속이익률(%)	5.7	5.9	6.7	7.9
당기순이익	349	375	439	532
순이익률(%)	4.9	4.6	5.2	6.2
지배주주귀속 순이익	349	376	439	532
기타포괄이익	-14	-14	-14	-14
총포괄이익	335	362	426	518
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	322	435	556	633
당기순이익	349	375	439	532
유형자산감가상각비	267	316	295	281
무형자산상각비	9	9	7	5
지분법관련손실(이익)	93	88	97	93
투자활동 현금흐름	-259	-328	-350	-318
유형자산의 처분(취득)	-435	-400	-380	-320
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	19	-20	-20	-20
재무활동 현금흐름	-91	-158	-92	-184
단기금융부채의증감	-170	-129	30	-50
장기금융부채의증감	213	35	-50	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-49	-49	-49	-49
현금및현금성자산의증감	-23	-35	130	147
기초현금및현금성자산	452	429	394	524
기말현금및현금성자산	429	394	524	671

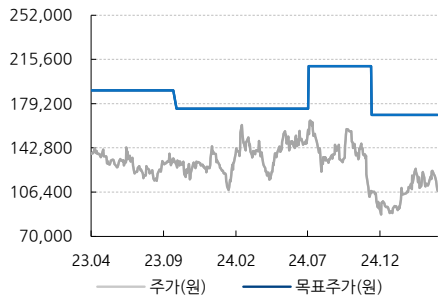
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	11,321	12,369	14,474	17,535
BPS	198,885	208,654	220,149	234,328
CFPS	20,259	23,060	24,406	26,938
DPS	2,200	2,500	3,000	3,500
Valuation(배)				
PER	8.0	8.7	7.4	6.1
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	4.5	4.6	4.4	4.0
EV/EBITDA	5.0	4.4	4.0	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.9	6.1	6.8	7.7
EBITDA이익률	7.7	8.5	8.8	9.8
부채비율	38.0	34.7	33.0	29.8
순부채비율	1.7	2.6	1.4	-1.4
매출채권회전율(x)	8.5	8.5	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	8.4	8.5	8.6	8.5

자료 : 금호석유, iM증권 리서치본부

금호석유 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-04	Buy	175,000	-22.9%	-7.7%
2024-07-09	Buy	210,000	-33.5%	-21.3%
2024-11-19	Buy	170,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

유니드(014830)

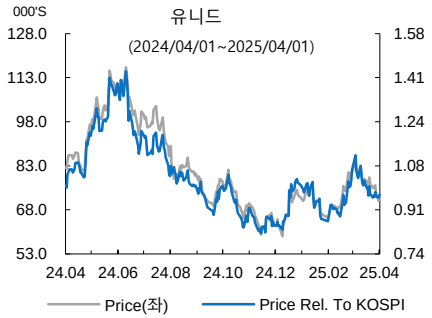
작고 조용하지만, 이래저래 확실히 좋아지는 여건

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	126,000원(유지)
종가(2025.04.08)	70,100원
상승여력	79.7 %

Stock Indicator	
자본금	34십억원
발행주식수	677만주
시가총액	474십억원
외국인지분율	9.8%
52주 주가	59,000~116,500원
60일평균거래량	53,674주
60일평균거래대금	4.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	-5.5	-11.0	-19.1
상대수익률	-2.5	1.9	-1.0	-4.9



[투자포인트]

■ 목표주가 12.6만원 및 투자의견 매수 유지

■ 1분기 영업이익 236억원(+89.9%QoQ) 및 컨센서스 213억원 대비 소폭 상회 전망. 환율상승의 우호적인 여건 속에서 국내 및 중국법인 판매가격 상승으로 스프레드가 개선되었고, 전 분기 발생한 일회성 비용도 소멸된 영향

■ 24년 말 러시아/벨라루스 감산 발표 이후 KCl 가격 급등세. 가장 먼저 벨라루스(Belaruskali)가 10~11% 감산 계획을 밝혔고, 러시아(Uralkali)도 정기보수 명분 하에 2~3분기 생산량 감축 및 내수 먼저 대응한다고 발표. 특히 중국 업체들이 러시아/벨라루스 의존도가 높은 만큼 중국 KCl 상승세가 두드러지고 있음. 이에 KOH 또한 cost-push로 강세 보이고 있으며 1분기 동사 국내법인 대비 중국법인 ASP 상승 폭이 훨씬 더 컸던 것으로 파악

■ 반면, 동사는 캐나다산 KCl 구매하고 있어 중국 가격 변동에 따른 원가 영향 제한적이고, 오히려 3분기 물량까지 확보 완료해 cost-push에 따른 전반적인 KOH 상승이 동사에는 스프레드 개선으로 이어질 수 있어 긍정적

■ 2분기 UHC full 가동되며 Q 확대까지 발생. 25년은 Q 증가와 P 상승, 고환율, CPs 및 UHC 고정비 감소 등으로 연간 영업이익 1.2천억원(+25%YoY) 내외 달할 것으로 예상. 중소형 화학업체 중 25년 가장 편안한 흐름 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,112	1,227	1,325	1,464
영업이익(십억원)	95	119	129	153
순이익(십억원)	76	98	110	132
EPS(원)	11,265	14,459	16,240	19,562
BPS(원)	149,574	168,361	188,536	211,641
PER(배)	6.4	4.8	4.3	3.6
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	8.0	9.1	9.1	9.8
배당수익률(%)	2.5	2.9	3.4	4.0
EV/EBITDA(배)	3.9	2.5	1.5	0.8

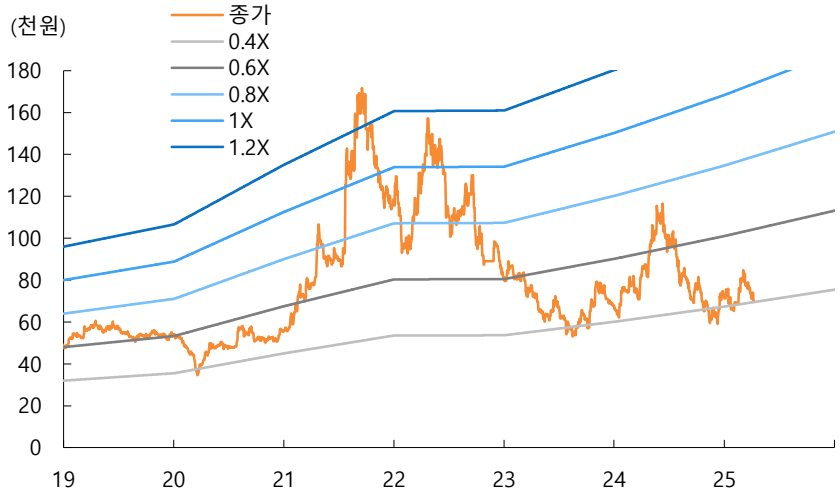
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

유니드 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	254.7	291.6	294.2	281.7	294.4	313.0	323.1	296.7	1,133.7	1,122.2	1,227.2
영업이익	27.5	35.0	20.5	12.5	23.6	36.5	32.1	26.9	32.1	95.4	119.2
영업이익률	10.8%	12.0%	7.0%	4.4%	8.0%	11.7%	9.9%	9.1%	2.8%	8.5%	9.7%
국내 법인											
매출액	147.8	165.7	156.5	139.3	168.8	175.1	180.4	155.9	645.8	609.3	680.2
영업이익	17.0	22.1	14.9	5.6	15.5	19.8	18.5	10.8	29.6	59.6	64.7
영업이익률	11.5%	13.3%	9.5%	4.0%	9.2%	11.3%	10.3%	6.9%	4.6%	9.8%	9.5%
중국 법인											
매출액	110.2	131.6	137.7	142.4	125.6	137.9	142.6	140.8	526.5	521.9	547.0
영업이익	10.1	12.4	5.1	4.1	8.1	16.7	13.6	16.1	0.1	31.7	54.6
영업이익률	9.2%	9.4%	3.7%	2.9%	6.5%	12.1%	9.5%	11.4%	0.0%	6.1%	10.0%

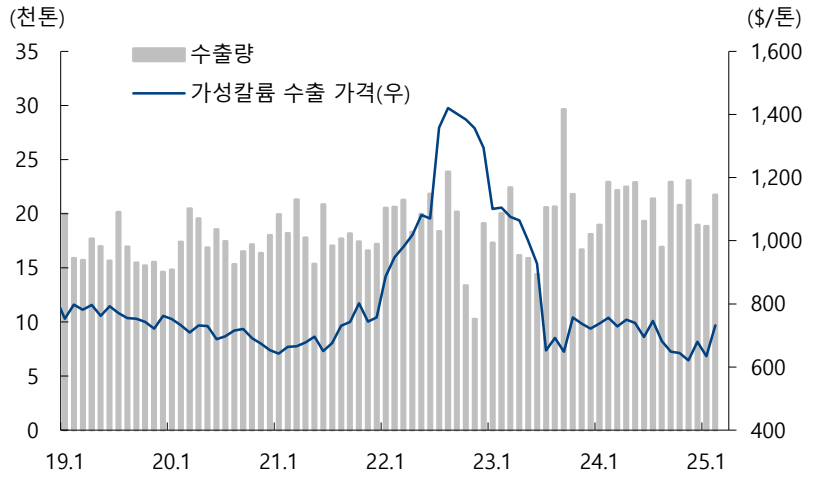
자료: iM증권 리서치본부

유니드 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : iM증권 리서치본부

가성칼륨 수출량 및 수출가격 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

러시아 Uralkali, 정기보수 통한 생산량 감축 발표(25/2/18)

Uralkali Announcement

18.02.2025

Uralkali (the Company), one of the world's largest potash producers, informs stakeholders about current conditions in the key consumption markets and announces plans for shutdown maintenance of its potash mines.

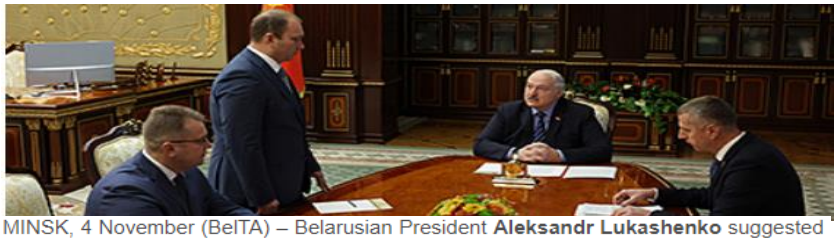
Three of Uralkali's mines — Berezniki-2, Berezniki-4, and Solikamsk-3 — will be temporarily shut down for maintenance in Q2 and Q3 of this year. Because of this, the Company's output in Q2 will be reduced by at least 300,000 tonnes, and production levels in Q3 will be determined by the results of the maintenance activities.

In light of a growing demand in the domestic market, which is a priority sales region for Uralkali, the Company intends to increase sales to local NPK producers and farmers by at least 400,000 tonnes.

자료 : UralKali, iM증권 리서치본부

벨라루스 Belaruskali, 1H25 생산량 10~11% 감축 계획(24/11/4)

Lukashenko suggests cutting production of potash fertilizers

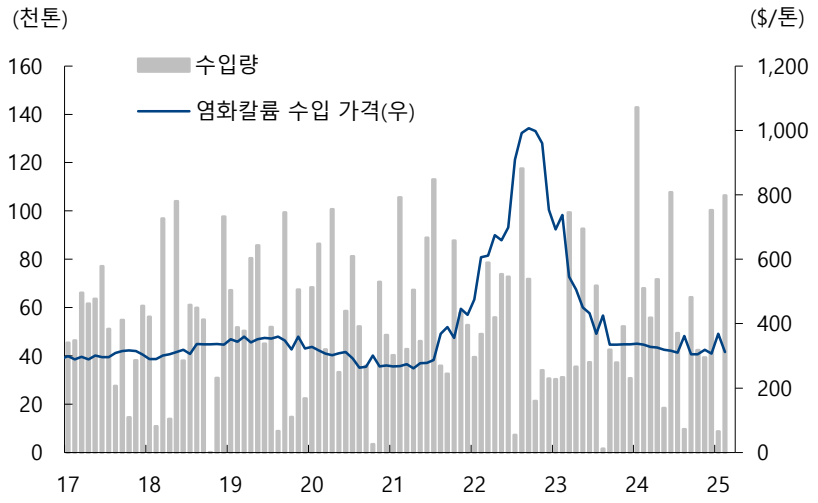


MINSK, 4 November (BelTA) – Belarusian President **Aleksandr Lukashenko** suggested reducing the **production of potash fertilizers** as he approved the appointment of Andrei Rybakov as Belaruskali Director General on 4 November, BelTA has learned.

"I would like to ask you to discuss (I have not set this task before) the output in depth with people concerned (especially with the Russians). We have the lowest prices for potash fertilizers on my watch, although miners' work is not easy. Maybe we should talk to the Russians, consult and slash the production of potash fertilizers by 10%, maybe 11%. It will unlikely create a deficit on the market, but everyone will realize that this is an expensive product and you need to pay the adequate price for it," noted Aleksandr Lukashenko.

자료 : BelTA, iM증권 리서치본부

국내 염화칼륨 수입 가격 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

25년 1월 이후 중국 염화칼륨 내수 가격

자료 : SunSirs, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	562	671	785	955
현금 및 현금성자산	71	134	272	395
단기금융자산	55	57	57	58
매출채권	286	316	278	308
재고자산	138	153	165	182
비유동자산	802	797	787	802
유형자산	613	620	621	646
무형자산	12	10	9	7
자산총계	1,365	1,469	1,572	1,757
유동부채	218	215	211	235
매입채무	54	59	64	71
단기차입금	87	57	47	62
유동성장기부채	13	13	13	13
비유동부채	135	115	85	90
사채	14	14	14	14
장기차입금	105	85	55	60
부채총계	353	329	296	325
지배주주지분	1,012	1,139	1,276	1,432
자본금	34	34	34	34
자본잉여금	4	4	4	4
이익잉여금	1,102	1,186	1,280	1,394
기타자본항목	-127	-85	-42	1
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,012	1,139	1,276	1,432

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,112	1,227	1,325	1,464
증가율(%)	-1.9	10.4	8.0	10.5
매출원가	876	970	1,044	1,144
매출총이익	235	257	281	321
판매비와관리비	140	138	152	168
연구개발비	17	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	95	119	129	153
증가율(%)	197.6	24.9	8.0	18.5
영업이익률(%)	8.6	9.7	9.7	10.4
이자수익	2	4	7	9
이자비용	8	6	5	6
지분법이익(손실)	-17	-17	-17	-17
기타영업외손익	10	10	10	10
세전계속사업이익	87	111	125	151
법인세비용	11	14	15	18
세전계속이익률(%)	7.8	9.1	9.4	10.3
당기순이익	76	98	110	132
순이익률(%)	6.9	8.0	8.3	9.0
지배주주귀속 순이익	76	98	110	132
기타포괄이익	43	43	43	43
총포괄이익	119	140	152	175
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	117	159	214	162
당기순이익	76	98	110	132
유형자산감가상각비	52	64	59	55
무형자산상각비	2	2	2	1
지분법관련손실(이익)	-17	-17	-17	-17
투자활동 현금흐름	-185	-78	-67	-87
유형자산의 처분(취득)	-120	-70	-60	-80
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-23	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-12	-64	-55	2
단기금융부채의증감	-102	-30	-10	15
장기금융부채의증감	103	-20	-30	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	-75	63	138	123
기초현금및현금성자산	146	71	134	272
기말현금및현금성자산	71	134	272	395

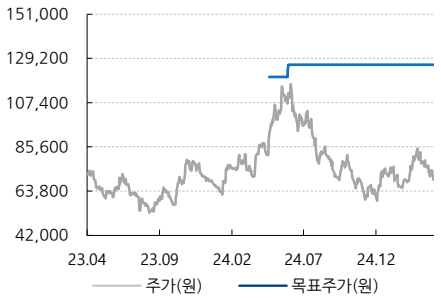
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	11,265	14,459	16,240	19,562
BPS	149,574	168,361	188,536	211,641
CFPS	19,192	24,157	25,158	27,816
DPS	1,800	2,000	2,400	2,800
Valuation(배)				
PER	6.4	4.8	4.3	3.6
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3
PCR	3.8	2.9	2.8	2.5
EV/EBITDA	3.9	2.5	1.5	0.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.0	9.1	9.1	9.8
EBITDA이익률	13.4	15.1	14.3	14.2
부채비율	34.8	28.9	23.2	22.7
순부채비율	9.2	-1.9	-15.6	-21.1
매출채권회전율(x)	4.0	4.1	4.5	5.0
재고자산회전율(x)	8.1	8.4	8.3	8.4

자료 : 유니드, iM증권 리서치본부

유니드 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-25	Buy	120,000	-12.8%	-3.8%
2024-06-04	Buy	126,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

롯데케미칼(011170)

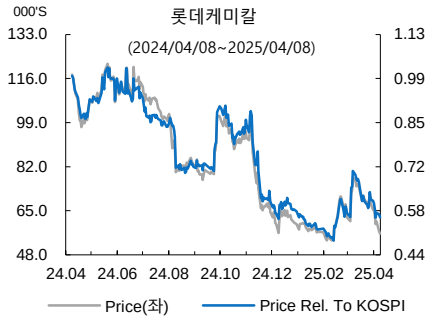
과거와 달리, 생존을 위한 적극적인 방안을 모색하는 요즘

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(유지)
종가(2025.04.08)	56,200원
상승여력	77.9 %

Stock Indicator	
자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	2,404십억원
외국인지분율	21.1%
52주 주가	53,400~121,700원
60일평균거래량	251,637주
60일평균거래대금	16.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.9	-6.5	-42.4	-52.2
상대수익률	-18.9	0.9	-32.3	-38.1



[투자포인트]

■ 목표주가 10만원 및 매수의견 유지

■ 1분기 영업이익 -1,552억원(QoQ 적자축소) 및 컨센서스 -1,420억원에 부합하는 규모 예상

■ 기초소재/타이탄은 환율상승과 12월 저가 납사 투입으로 전 분기 대비 적자규모 축소되겠고, 첨단소재 사업부도 중국 춘절효과로 가전 및 전기전자 제품 출하 증가하며 ABS/PC 수익성 대폭 개선된 것으로 추정. 그러나 LEM 적자 확대됐고 롯데정밀화학도 정기보수로 이익 성장 제한됨에 따라 연결 기준 적자축소 규모는 그리 않을 전망

■ 지난 3년간 누적된 공급과잉으로 25년에도 석유화학 업황은 쉽지 않은 여건이겠지만, 유가 하향 안정화와 중국 부양책 누적 효과에 근거해 24년보다는 확실히 숨통이 좀 트이는 시기가 될 것. 이에 동사 적자규모 역시 매 분기 줄여가며 25년 연간 기준 영업손실은 -2천억 내외로 24년 -9천억 대비 확실히 축소되는 흐름 예상

■ 동사는 과거와 달리 최근 생존 방안 적극 모색하고 있다는 점에서도 고무적. LCLA(6,600억원), LCI(6,500억원) 지분, LCPL 법인(978억원), 일본 Resonac 지분(2,750억원) 매각 등으로 총 1.6조원의 자금 확보했고, 대부분 차입금 상환에 사용 예정. 올해 LINE 정점으로 대규모 투자도 종료되는 만큼 25년 이후부터는 재무구조 개선도 기대 가능. 실적도, 재무구조도, 센티멘탈도 모두 최악에서 벗어나고 있어 지금부터는 좋아질 것에 주목할 필요

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	20,430	22,251	22,275	24,270
영업이익(십억원)	-894	-207	272	453
순이익(십억원)	-1,711	-282	25	190
EPS(원)	-39,988	-6,599	585	4,433
BPS(원)	335,527	357,554	386,765	418,837
PER(배)			96.0	12.7
PBR(배)	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE(%)	-11.4	-1.9	0.2	1.1
배당수익률(%)	1.7	1.8	1.8	3.6
EV/EBITDA(배)	24.0	7.6	5.4	5.4

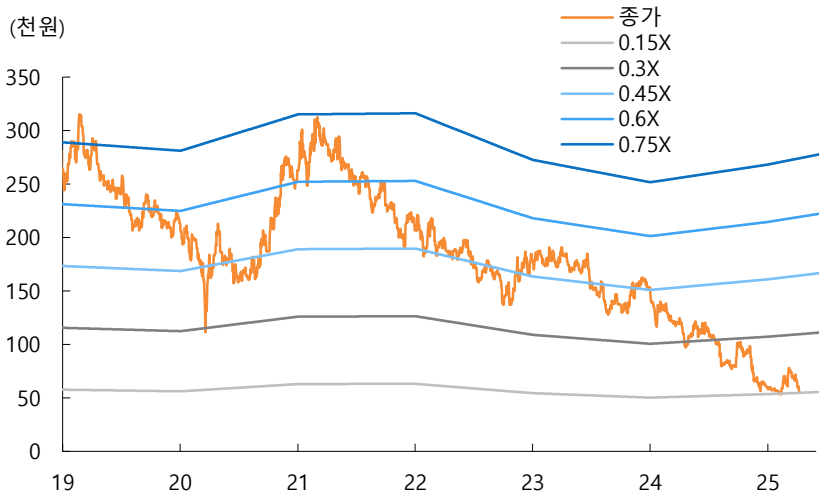
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	5,086	5,248	5,200	4,896	5,793	5,579	5,551	5,329	19,946	20,430	22,251
영업이익	-135.3	-111.2	-413.6	-234.8	-155.2	-72.4	-13.6	34.2	-347.7	-894.9	-207.0
영업이익률	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-2.7%	-1.3%	-0.2%	0.6%	-1.7%	-4.4%	-0.9%
기초유분											
매출액	2,872	2,950	2,897	2,567	3,265	3,088	3,011	2,841	10,991	11,286	12,206
영업이익	-72	-46	-195	-129	-99	-46	-15	26	-229.3	-441.5	-135.4
영업이익률	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.0%	-3.0%	-1.5%	-0.5%	0.9%	-2.1%	-3.9%	-1.1%
타이탄											
매출액	541	515	587	573	629	625	651	625	2,169	2,216	2,530
영업이익	-53.3	-81.1	-63.1	-64.3	-34.4	-22.9	-14.3	2.9	-254.1	-261.8	-68.6
영업이익률	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-5.5%	-3.7%	-2.2%	0.5%	-11.7%	-11.8%	-2.7%
첨단소재											
매출액	1,032	1,134	1,122	1,094	1,131	1,103	1,100	1,083	4,184	4,382	4,417
영업이익	44.4	75.7	38.1	29.7	71.4	75.9	67.1	45.9	232.5	187.9	260.2
영업이익률	4.3%	6.7%	3.4%	2.7%	6.3%	6.9%	6.1%	4.2%	5.6%	4.3%	5.9%
LC USA											
매출액	135	142	144	168	160	143	138	126	540	590	567
영업이익	-5.7	-12.2	-107.0	18.3	3.4	6.2	6.0	1.6	-45.2	-106.6	17.2
영업이익률	-4.2%	-8.6%	-74.2%	10.9%	2.1%	4.3%	4.4%	1.3%	-8.4%	-18.1%	3.0%
롯데정밀화학											
매출액	399	422	420	429	427	427	441	447	1,675	1,671	1,741
영업이익	10.8	17.1	10.3	12.2	16.1	15.1	27.1	32.7	181.8	50.4	91.1
영업이익률	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	3.8%	3.5%	6.1%	7.3%	10.9%	3.0%	5.2%
롯데EM											
매출액	242	263	211	186	180	194	208	207	645	902	790
영업이익	4.3	3.0	-31.7	-40.1	-50.5	-38.7	-20.8	-10.4	5.8	-64.5	-120.4
영업이익률	1.8%	1.1%	-15.0%	-21.5%	-28.0%	-20.0%	-10.0%	-5.0%	0.9%	-7.1%	-15.3%

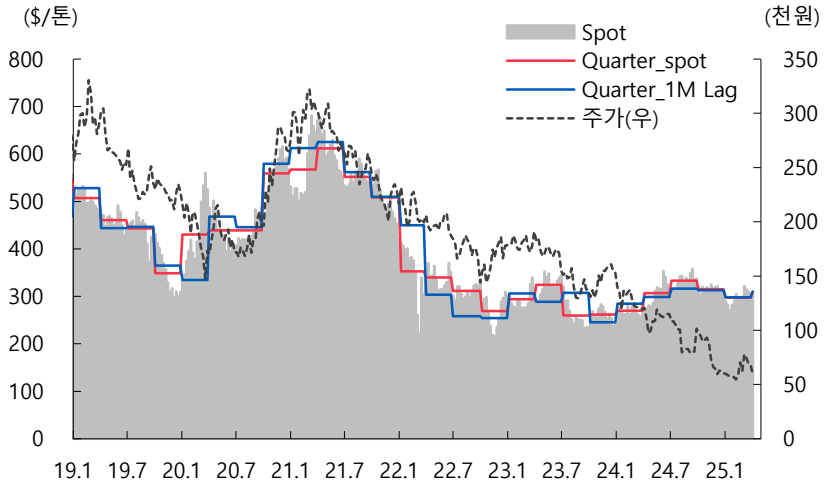
자료: iM증권 리서치본부

롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



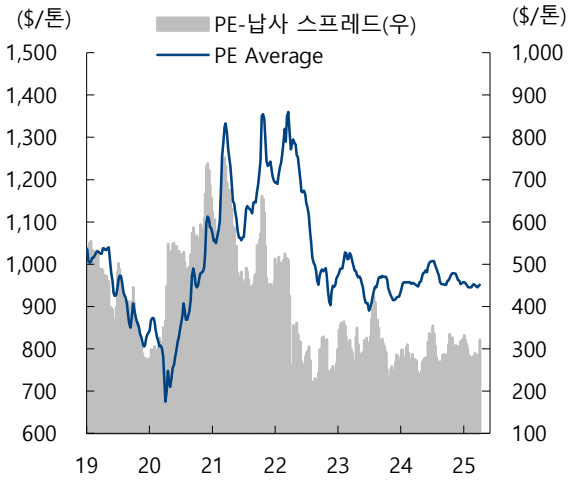
자료 : iM증권 리서치본부

롯데케미칼 전체 가중평균 스프레드 추이



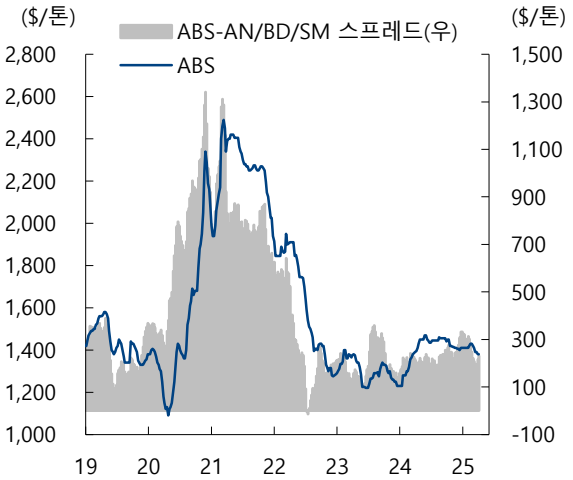
자료 : iM증권 리서치본부
주: 롯데정밀화학 제외

PE 가격 및 스프레드 추이



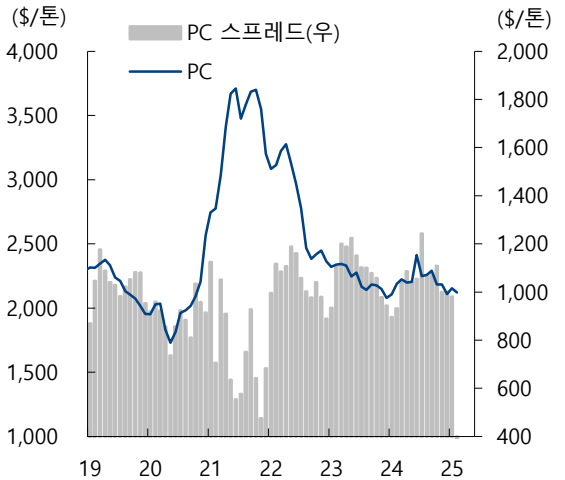
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PC 가격 및 스프레드 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,983	8,100	8,155	8,078
현금 및 현금성자산	2,112	881	1,020	534
단기금융자산	1,402	1,287	1,182	1,085
매출채권	2,247	2,443	2,446	2,660
재고자산	2,818	3,070	3,073	3,348
비유동자산	25,569	25,736	26,286	27,526
유형자산	16,085	16,730	17,224	18,374
무형자산	3,314	2,610	2,430	2,273
자산총계	34,552	33,836	34,441	35,604
유동부채	8,502	6,712	6,416	6,695
매입채무	1,276	1,390	1,391	1,516
단기차입금	2,788	2,188	1,888	1,888
유동성장기부채	2,548	1,270	1,333	1,525
비유동부채	6,062	6,212	5,862	5,362
사채	469	769	769	769
장기차입금	4,662	4,512	4,162	3,662
부채총계	14,564	12,924	12,278	12,057
지배주주지분	14,352	15,295	16,544	17,916
자본금	214	214	214	214
자본잉여금	1,730	1,730	1,730	1,730
이익잉여금	11,062	10,696	10,637	10,700
기타자본항목	1,346	2,654	3,963	5,272
비지배주주지분	5,636	5,617	5,618	5,631
자본총계	19,988	20,911	22,162	23,547

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	20,430	22,251	22,275	24,270
증가율(%)	2.4	8.9	0.1	9.0
매출원가	20,101	21,262	20,810	22,517
매출총이익	330	989	1,465	1,753
판매비와관리비	1,224	1,196	1,194	1,300
연구개발비	148	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-894	-207	272	453
증가율(%)	적지	적지	흑전	66.7
영업이익률(%)	-4.4	-0.9	1.2	1.9
이자수익	180	76	77	57
이자비용	421	378	356	344
지분법이익(손실)	-121	32	41	53
기타영업외손익	-886	135	85	111
세전계속사업이익	-2,258	-409	35	262
법인세비용	-433	-108	8	60
세전계속이익률(%)	-11.1	-1.8	0.2	1.1
당기순이익	-1,826	-301	27	202
순이익률(%)	-8.9	-1.4	0.1	0.8
지배주주귀속 순이익	-1,711	-282	25	190
기타포괄이익	1,309	1,309	1,309	1,309
총포괄이익	-517	1,008	1,336	1,511
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,542	1,103	1,600	1,268
당기순이익	-1,826	-301	27	202
유형자산감가상각비	1,079	1,185	1,086	980
무형자산상각비	211	204	179	158
지분법관련손실(이익)	-121	32	41	53
투자활동 현금흐름	-1,948	-1,643	-1,412	-1,983
유형자산의 처분(취득)	-2,224	-1,830	-1,580	-2,130
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-
금융상품의 증감	-130	-226	-235	-248
재무활동 현금흐름	-188	-1,852	-710	-432
단기금융부채의증감	-52	-1,879	-237	191
장기금융부채의증감	129	150	-350	-500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-590	-1,231	139	-486
기초현금및현금성자산	2,702	2,112	881	1,020
기말현금및현금성자산	2,112	881	1,020	534

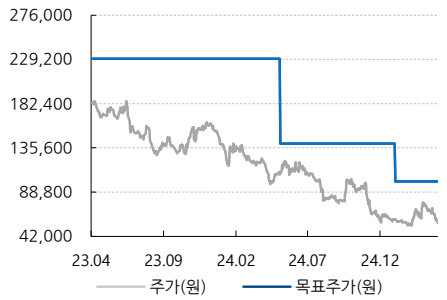
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-39,988	-6,599	585	4,433
BPS	335,527	357,554	386,765	418,837
CFPS	-9,815	25,874	30,171	31,021
DPS	2,000	2,000	2,000	3,000
Valuation(배)				
PER			96.0	12.7
PBR	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	-6.1	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	24.0	7.6	5.4	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-11.4	-1.9	0.2	1.1
EBITDA이익률	1.9	5.3	6.9	6.6
부채비율	72.9	61.8	55.4	51.2
순부채비율	34.8	31.4	26.8	26.4
매출채권회전율(x)	8.8	9.5	9.1	9.5
재고자산회전율(x)	7.3	7.6	7.3	7.6

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

롯데케미칼 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-10	Buy	140,000	-35.2%	-13.1%
2025-01-08	Buy	100,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

LG화학(051910)

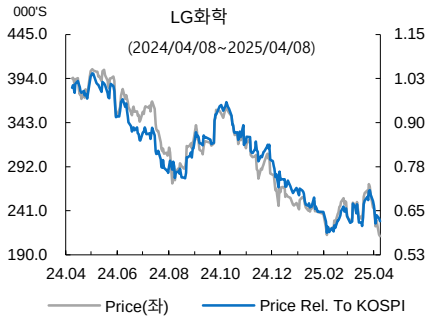
기대가 너무 낮았던 탓인가, 예상치 큰 폭 상회할 1분기

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	320,000원(유지)
종가(2025.04.08)	211,500원
상승여력	51.3 %

Stock Indicator	
자본금	391십억원
발행주식수	7,059만주
시가총액	14,930십억원
외국인지분율	31.2%
52주 주가	211,500~405,000원
60일평균거래량	318,228주
60일평균거래대금	76.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.6	-17.5	-41.4	-46.3
상대수익률	-6.6	-10.1	-31.4	-32.2



[투자포인트]

■ 목표주가 32만원 및 투자의견 매수 유지

■ 25년 1분기 영업이익 1,842억원(흑자전환QoQ) 및 컨센서스 828억원 대비로도 큰 폭 상회할 전망. 석유화학 부문 적자규모가 축소되고, LGES 및 첨단소재 이익도 전 분기 대비 대폭 확대됨에 근거

■ 첨단소재 영업이익 1,068(+122%QoQ)억원으로 대폭 늘어날 전망. 당초 전분기 대비 10% 수준의 물량 감소가 예상됐으나, 고객사 재고조정 효과가 출현되며 물량 감소 폭이 생각보다 크지 않았고 판가 역시 전 분기와 유사한 수준에서 유지되었던 것으로 추정. 환율상승 역시 첨단소재 이익에 긍정적으로 작용. LGES 또한 북미 주요 고객사향 및 ESS 출하량 증가로 연말 대폭 낮아진 시장 눈높이를 상회하는 실적 기록할 것으로 예상

■ 화학 시황은 유가 하락과 중국 부양책 누적에 따른 수요 회복으로 속도는 더디지만, 바닥에서 점차 벗어나고 있음. 그러나 동사는 여러 사업부가 혼합돼 있어 상대적으로 베타가 낮고, 주가 트리거도 화학보다는 첨단소재에 놓여 있어 첨단소재 실적 방향성이 중요. 25년 첨단소재 실적 눈높이는 낮아질 만큼 낮아져 있고 1분기 물량과 가격도 모두 예상치를 넘어서는 만큼 주가 하단은 어느정도 확보. 다만, 최근 주가는 그 기대감을 반영하며 반등했고, 추가 모멘텀 확보 위해서는 연간 출하량 상향과 숙원 사업인 LGES 지분 활용에 대한 명확한 방향성 제시가 필요

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	48,916	52,846	60,879	69,460
영업이익(십억원)	917	1,763	3,019	3,543
순이익(십억원)	-691	529	1,631	1,988
EPS(원)	-8,825	6,753	20,838	25,402
BPS(원)	425,188	474,625	535,828	600,595
PER(배)		31.3	10.1	8.3
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	-2.1	1.5	4.1	4.5
배당수익률(%)	0.4	0.6	1.7	2.1
EV/EBITDA(배)	6.7	4.5	3.3	2.9

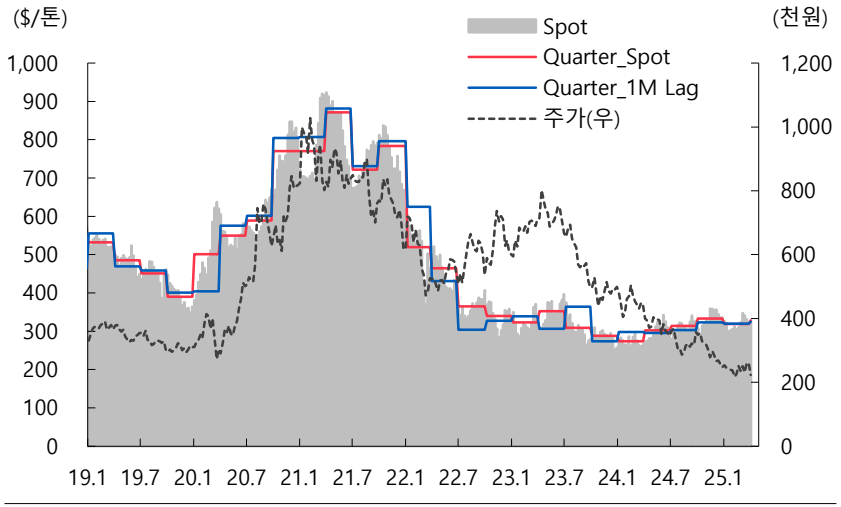
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

LG화학 사업부문별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	11,609	12,300	12,670	12,337	12,785	12,550	13,576	13,934	55,250	48,917	52,846
영업이익	265	406	498	-252	184	241	632	706	2,529	917	1,763
영업이익률	2.3%	3.3%	3.9%	-2.0%	1.4%	1.9%	4.7%	5.1%	4.6%	1.9%	3.3%
석유화학											
매출액	4,455	4,966	4,813	4,855	4,521	4,489	4,545	4,303	17,809	19,089	17,859
영업이익	-31	32	-38	-99	-41	-18	32	42	-144	-136	15
영업이익률	-0.7%	0.6%	-0.8%	-2.0%	-0.9%	-0.4%	0.7%	1.0%	-0.8%	-0.7%	0.1%
첨단소재											
매출액	1,583	1,728	1,712	1,389	1,452	1,423	1,522	1,580	7,408	6,412	5,978
영업이익	142	170	150	48	107	106	117	97	584	510	426
영업이익률	9.0%	9.8%	8.8%	3.5%	7.4%	7.4%	7.7%	6.1%	7.9%	8.0%	7.1%
전지(LGES)											
매출액	6,129	6,162	6,878	6,451	6,239	6,037	7,062	7,533	33,746	25,620	26,872
영업이익	157	195	448	-226	156	211	494	565	2,163	574	1,427
영업이익률	2.6%	3.2%	6.5%	-3.5%	2.5%	3.5%	7.0%	7.5%	6.4%	2.2%	5.3%
생명과학											
매출액	285	404	307	338	332	363	339	346	1,183	1,334	1,380
영업이익	3	109	-1	-1	-2	11	46	13	28	110	69
영업이익률	1.1%	27.0%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	3.2%	13.5%	3.8%	2.4%	8.2%	5.0%
팜한농											
매출액	246	238	113	165	241	237	108	172	782	762	757
영업이익	35	20	-20	9	18	10	-3	6	45	44	31
영업이익률	14.2%	8.4%	-17.7%	5.5%	7.6%	4.3%	-2.5%	3.3%	5.8%	5.8%	4.2%

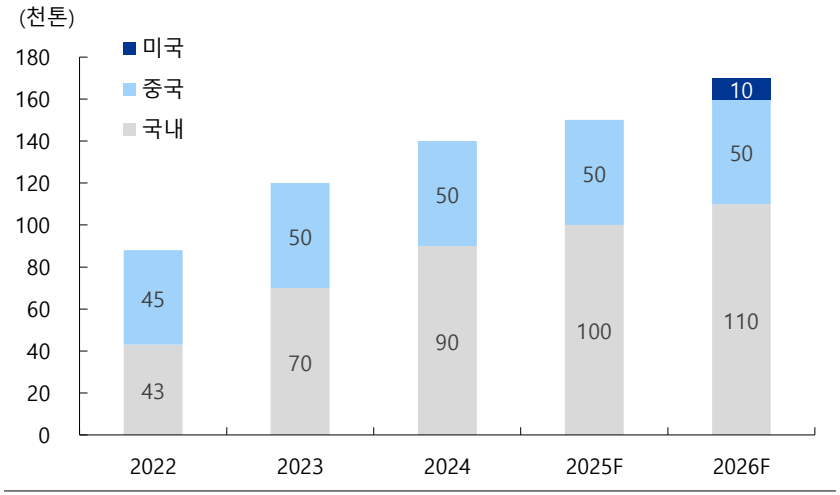
자료: iM증권 리서치본부

LG화학 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



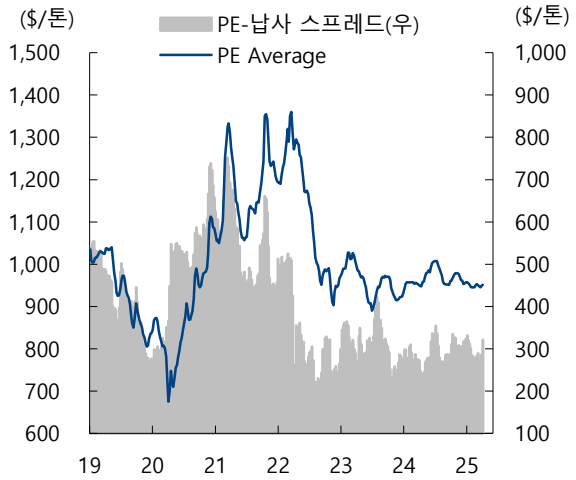
자료 : iM증권 리서치본부

2022~2026년 양극재 지역별 생산설비 규모 추이



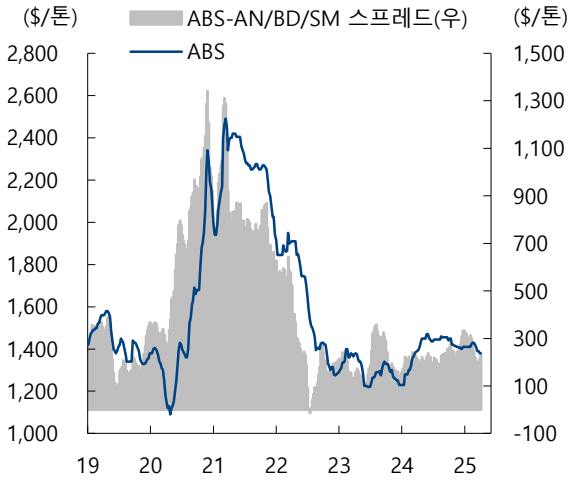
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



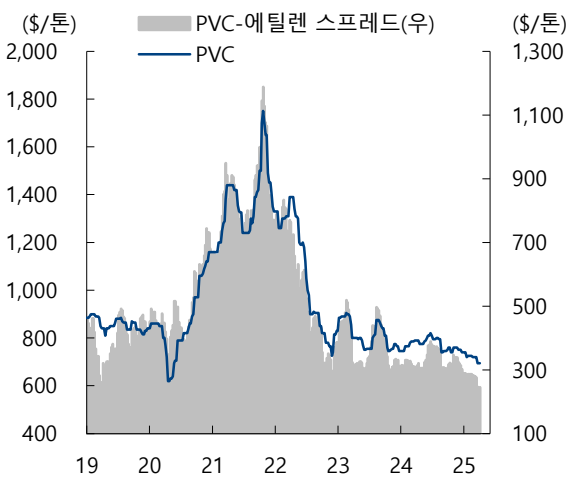
자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

PVC 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	27,816	24,889	30,583	37,029
현금 및 현금성자산	7,855	4,453	7,308	10,265
단기금융자산	213	216	218	220
매출채권	9,625	9,378	10,904	12,650
재고자산	8,847	9,512	10,767	12,450
비유동자산	66,042	73,086	77,170	82,756
유형자산	54,570	61,657	65,778	71,398
무형자산	3,619	3,603	3,590	3,579
자산총계	93,858	97,974	107,753	119,785
유동부채	21,086	24,419	29,709	36,448
매입채무	3,682	3,978	4,582	5,228
단기차입금	1,812	1,012	512	812
유동성장기부채	5,809	5,623	5,623	5,623
비유동부채	24,777	21,563	20,870	20,617
사채	12,984	11,484	11,484	11,784
장기차입금	5,997	4,497	3,697	3,197
부채총계	45,862	45,982	50,579	57,065
지배주주지분	33,284	37,154	41,945	47,015
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	11,569	11,569	11,569	11,569
이익잉여금	18,592	19,028	20,385	22,021
기타자본항목	2,732	6,166	9,600	13,034
비지배주주지분	14,711	14,838	15,229	15,705
자본총계	47,995	51,992	57,174	62,720

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	48,916	52,846	60,879	69,460
증가율(%)	-11.5	8.0	15.2	14.1
매출원가	41,380	43,968	49,662	56,556
매출총이익	7,536	8,878	11,217	12,904
판매비와관리비	8,100	7,115	8,198	9,362
연구개발비	577	-	-	-
기타영업수익	1,480	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	917	1,763	3,019	3,543
증가율(%)	-63.8	92.3	71.3	17.4
영업이익률(%)	1.9	3.3	5.0	5.1
이자수익	353	204	329	458
이자비용	954	820	776	780
지분법이익(손실)	-25	-35	-31	-30
기타영업외손익	-564	545	501	401
세전계속사업이익	-268	852	2,629	3,205
법인세비용	61	197	607	740
세전계속이익률(%)	-0.5	1.6	4.3	4.6
당기순이익	515	655	2,022	2,465
순이익률(%)	1.1	1.2	3.3	3.5
지배주주귀속 순이익	-691	529	1,631	1,988
기타포괄이익	3,434	3,434	3,434	3,434
총포괄이익	3,949	4,089	5,456	5,899
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	7,012	12,247	13,033	13,215
당기순이익	515	655	2,022	2,465
유형자산감가상각비	4,200	5,013	5,179	4,980
무형자산상각비	482	516	513	511
지분법관련손실(이익)	-25	-35	-31	-30
투자활동 현금흐름	-13,663	-10,856	-8,056	-9,356
유형자산의 처분(취득)	-14,493	-12,100	-9,300	-10,600
무형자산의 처분(취득)	-153	-500	-500	-500
금융상품의 증감	-615	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	4,821	-698	1,974	3,193
단기금융부채의증감	-	-986	-500	300
장기금융부채의증감	1,822	-3,000	-800	-200
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-16	-16	-16	-16
현금및현금성자산의증감	-1,230	-3,402	2,856	2,956
기초현금및현금성자산	9,085	7,855	4,453	7,308
기말현금및현금성자산	7,855	4,453	7,308	10,265

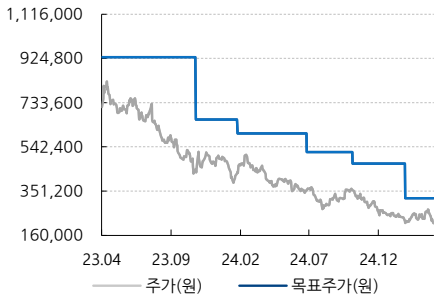
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-8,825	6,753	20,838	25,402
BPS	425,188	474,625	535,828	600,595
CFPS	50,989	77,387	93,559	95,546
DPS	1,000	1,200	3,500	4,500
Valuation(배)				
PER		31.3	10.1	8.3
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4
PCR	4.9	2.7	2.3	2.2
EV/EBITDA	6.7	4.5	3.3	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.1	1.5	4.1	4.5
EBITDA이익률	11.4	13.8	14.3	13.0
부채비율	95.6	88.4	88.5	91.0
순부채비율	38.6	34.5	24.1	17.4
매출채권회전율(x)	5.3	5.6	6.0	5.9
재고자산회전율(x)	5.4	5.8	6.0	6.0

자료 : LG화학, iM증권 리서치본부

LG화학 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-31	Buy	660,000	-29.0%	-21.1%
2024-01-31	Buy	600,000	-31.5%	-15.3%
2024-07-02	Buy	520,000	-37.6%	-29.3%
2024-10-11	Buy	470,000	-40.2%	-25.4%
2025-02-04	Buy	320,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%