

iM증권 리서치본부 기업분석실 | 2025.05.29

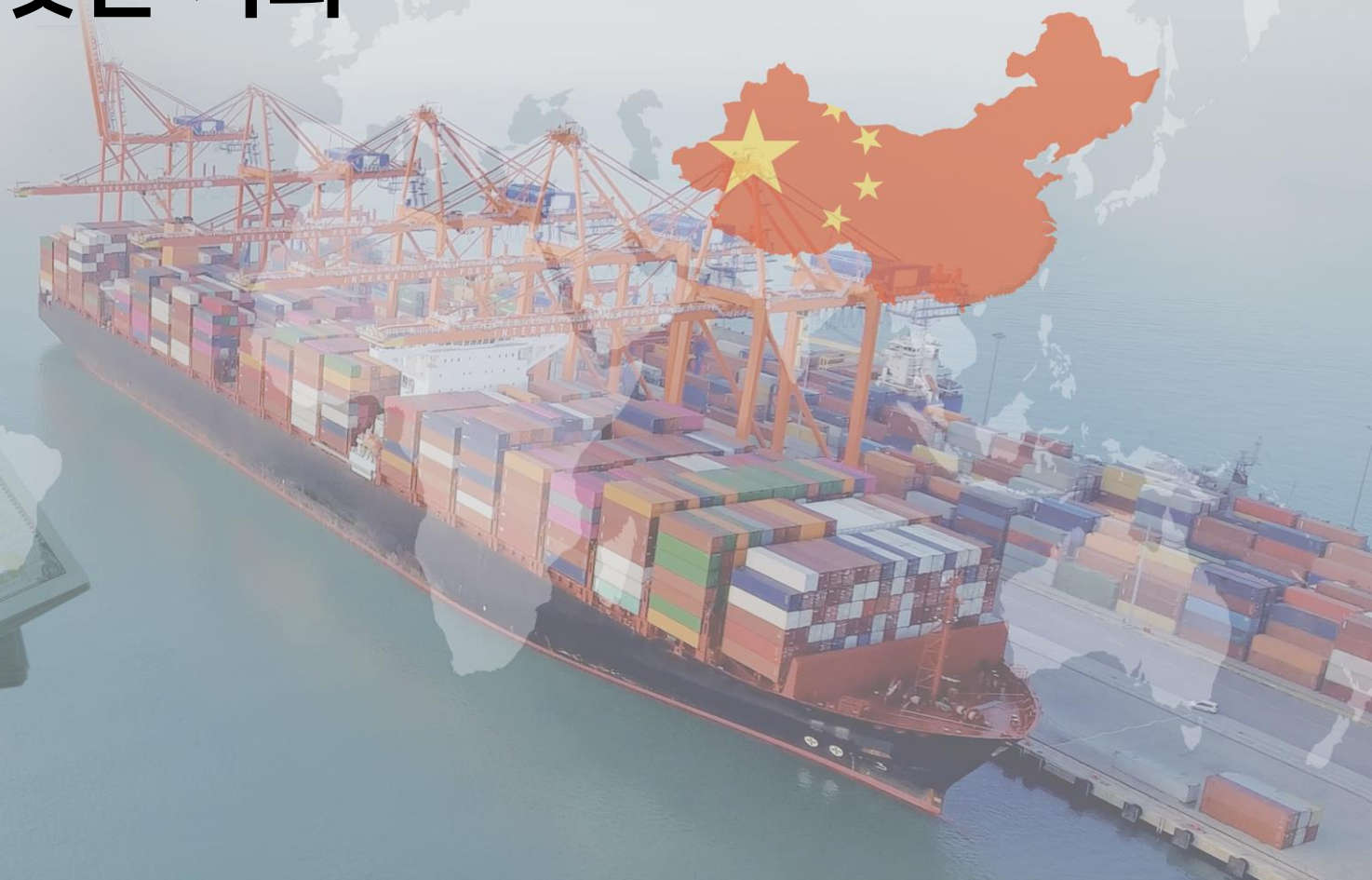
[정유/화학/에너지] 전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

iM증권

[2025년 하반기]

정유/화학/에너지 (Overweight)

# 어부지리에서 찾는 기회





# CONTENTS

|         |   |
|---------|---|
| Summary | 3 |
|---------|---|

|         |   |
|---------|---|
| I. 산업분석 | 4 |
|---------|---|

I. 첫 번째 어부지리: 유가 하락

II. 두 번째 어부지리: 러시아/벨라루스 KCI 감소

III. 세 번째 어부지리: 반덤핑 등 관세정책

|          |    |
|----------|----|
| II. 기업분석 | 29 |
|----------|----|

유니드 (014830)

금호석유 (011780)

롯데정밀화학 (004000)

롯데케미칼 (011170)

한화솔루션 (009830)

## Summary

### I. 25년 하반기 어부지리에서 찾는 희망

- 25년 하반기에도 석유화학 업황 회복을 논하기는 어려운 것이 현실. 미국의 관세전쟁은 90일 간의 유예로 현재 잠시 소강상태일 뿐 7월부터 재차 격화될 가능성을 배제할 수 없고, 중국을 중심으로 한 역내 신규 증설 유입에 따른 공급 부담도 해결되기 쉽지 않다는 점에서 업황 회복에 대한 희망은 마치 황량지몽(黃梁之夢) 같기도 함
- 그러나 예상치 못한 뜻밖의 어부지리 같은 환경들이 조성되고 있고, 이는 일부 화학업체들에게 반사수혜 기회가 될 수 있을 것으로 예상됨. 따라서 하반기는 화학업종 내에서도 어부지리 기회 포착이 가능한 각 업체별로 선별적인 투자포인트를 갖고 접근하는 전략 추천
- 어부지리 환경에서 반사수혜가 기대되는 업체들은 금호석유, 유니드, 롯데정밀화학, 롯데케미칼 정도로 예상돼 이들을 하반기 Top Picks 종목으로 제시

### II. 반사수혜 기회가 될 3가지 어부지리

- 첫 번째 어부지리는 유가 하락(롯데케미칼). OPEC+ 결속력 약화로 인한 감산 종료와 물가(=유가) 하향 안정화를 위한 트럼프의 고군분투 등으로 하반기 유가는 WTI 기준 55~65달러로 하향 안정화 전망. 다만, 글로벌 원유 시장에서 1990년 이후 점유율이 최저치로 감소한 사우디가 M/S 탈환을 위해 보다 공격적인 증산 기조로 전환할 가능성도 배제할 수 없는데, 이 경우 유가는 50달러 미만으로 하단이 더 열릴 수도 있음을 염두에 두어야 함. 유가 하락은 제품가격 하락을 동반 유발하긴 하나, NCC 원가 완화에 더 크게 영향. 과거 Dubai 및 PE/PP/MEG/PVC/ABS 등 주요 제품 스프레드도 (-) 상관관계 보여 왔음. 하반기 유가 하락은 NCC 적자 축소에 가장 유의미하게 기여할 수 있을 전망
- 두 번째 어부지리는 러시아/벨라루스 KCI 감산으로 인한 반사수혜(유니드). 러시아/벨라루스 감산은 3분기까지 이어질 것으로 예상되는데, 중국은 염화칼륨 수입의 약 56%를 두 국가에 의존하고 있는 만큼 YTD 기준 중국 내수가격 +28% 상승. Cost-push 효과로 국내 가성칼륨 수출 가격이 상승하며 스프레드 확대 중. 4월 말 기준 중국 염화칼륨 재고는 5년 평균 대비 -24% 더 낮아 높아진 가격에도 불구하고 단기 내 재고비축 일어날 것으로 예상되는데, 이는 하반기 또 한번의 가성칼륨 판가 상승을 이끌 것. 반면, 유니드는 캐나다에서 100% 구매하고 있고, 7월까지의 원료 투입가격 사실상 확정돼 있어 중국 경쟁사들 대비 스프레드 확대 효과 훨씬 두드러질 것으로 기대
- 세 번째 어부지리는 반덤핑관세 부과에 따른 반사수혜(금호석유, 롯데정밀). 대표적으로 에폭시의 경우, 유럽이 한국 제외한 중국/대만/태국산에 반덤핑 잠정관세 발표. 이는 국내 에폭시/ECH 체인 Q 증가 기회가 될 수 있는데, 이미 25년 4월 기준 국내 에폭시/ECH 수출에서 EU 비중 눈에 띄게 증가. 특히 ECH는 글리세린 강세까지 겹쳐 프로필렌 기반 국내 업체(롯데정밀화학) 수출 증가 및 스프레드 개선 두드러지고 있음. NB-Latex 또한 연초 미국의 중국산 Glove 관세 상향 이후 말레이시아/태국/베트남 등 비중국산 비중이 대폭 증가하고 있는데, 그 연장선으로 말레이시아 수출 비중 80% 달하는 금호석유의 NB-Latex 수출량 증가 및 판가 상승 효과를 기대해볼 수 있다는 판단
- 태양광 모듈에 대해서도 미국의 동남아 4개국 AD/CVD 적용 및 26년 FEOC 관련 기업 배제로 미국 내 생산능력 갖춘 한화솔루션에게 Q 확대와 P 상승의 기회가 될 수 있음. 다만, 지난 5월 22일 하원 통과된 IRA 개정안에서 신설된 TPO 세제혜택 제외는 한화솔루션의 신사업 모멘텀을 소멸시켰고, 28년 말 그리드 연결로 변경된 ITC/PTC 조건은 실질적으로 미국 태양광 수요 위축 요인이 될 수밖에 없어 중장기 수요에 대한 눈높이 하향 조정 필요. 상원 논의 과정과 대통령 서명 완료까지 추가 노이즈도 불가피해 단기적 불확실성 상존. 향후 주가 모멘텀은 미국 모듈 수입량 추가 감소 또는 가격 반등, 중국 업체들의 시장 퇴출 움직임 포착 등이 될 전망



## [산업분석]

I. 첫 번째 어부지리: 유가 하락

II. 두 번째 어부지리: 러시아/벨라루스 KCI 감산

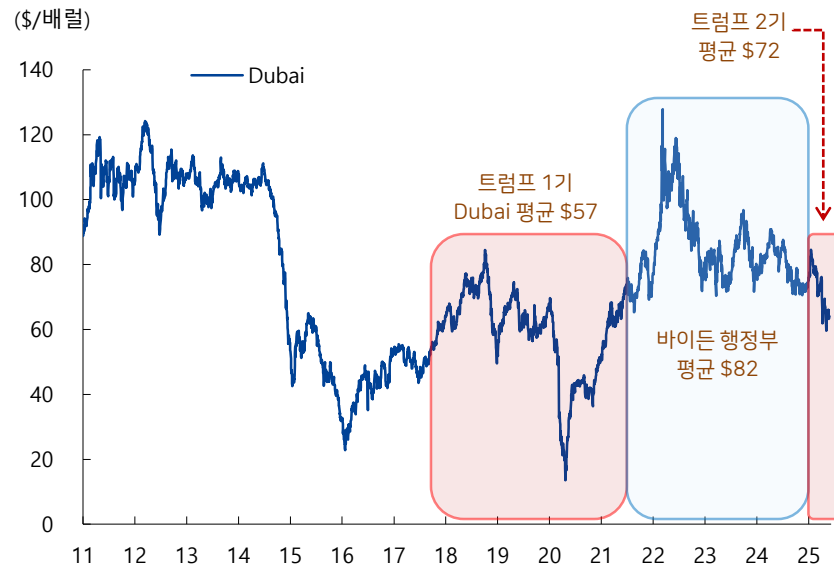
III. 세 번째 어부지리: 반덤핑 등 관세정책

## I. 첫 번째 어부지리: 유가 하락

### NCC 업체들의 숨통을 조금이나마 틔워줄 유가 하락

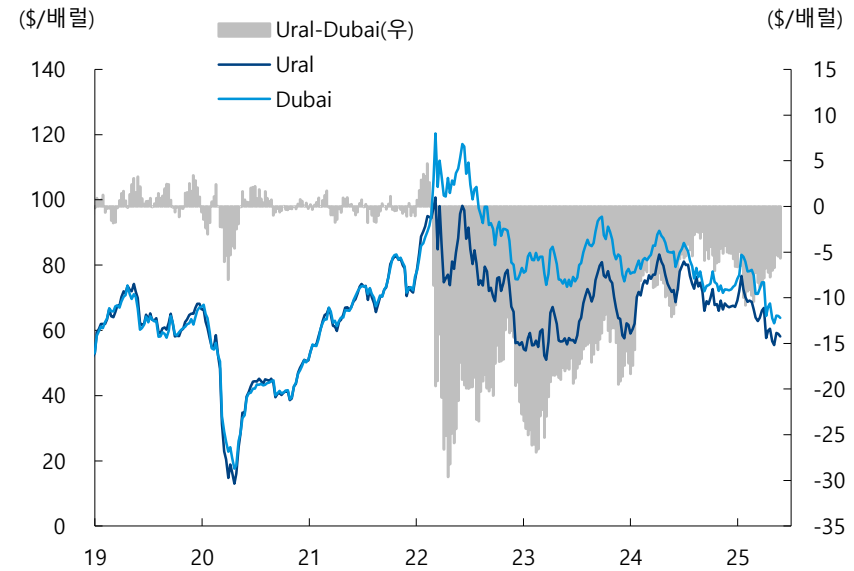
- 25년 하반기는 1)유가(=물가) 하향 안정화 지속을 위한 트럼프의 고군분투와 2)주요 산유국의 결속력 약화로 인한 OPEC+ 감산정책 종료 등으로 WTI 기준 55~65달러 레벨에서 안정적인 흐름 이어갈 것으로 전망
- 22년 이후 지속되고 있는 아시아 지역 내 신규 크래커 증설 유입과 수요 부진으로 석유화학 주요 제품들의 수급밸런스는 사실상 붕괴되었음. 뿐만 아니라 Dubai 유가 절대 레벨은 물론, Ural 대비 상대적으로도 강세 보이면서 한국 NCC 업체들의 경쟁력 열위 두드러졌음
- 절대적인 유가 레벨 하락과 더불어 러-우 종전 협상 본격화로 Ural 디스카운트 축소되며 한국 NCC 업체들의 상대적 원가 열위도 점차 해소될 전망. OPEC+ 결속력 약화와 러-우 종전 기대감은 국내 NCC 원가 부담을 낮춰주는 가장 큰 어부지리의 기회가 될 것. NCC 업체들에게 하반기는 상반기 대비 상대적으로 숨통이 좀 트이는 시기가 될 것으로 판단

트럼프 집권기와 바이든 정부 시절 유가 비교



자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

Dubai 및 Ural 가격 추이

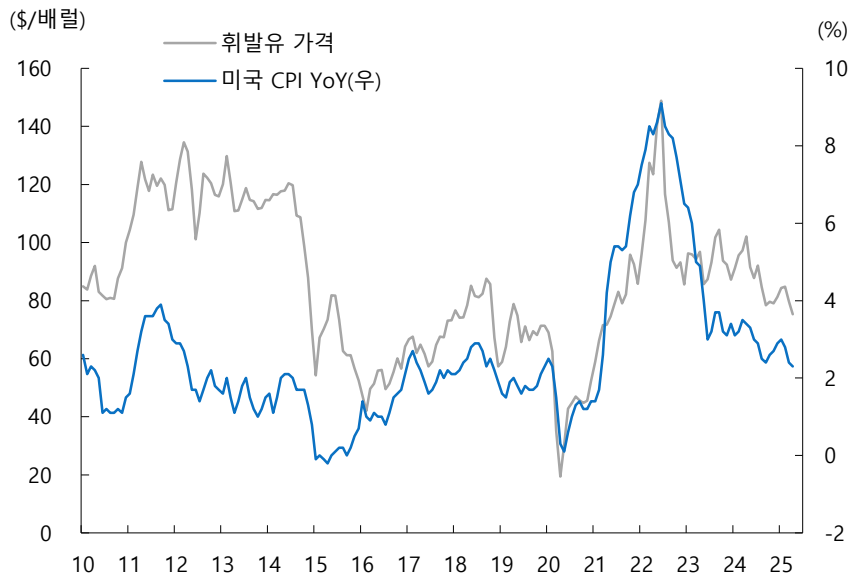


자료 : Refinitiv, Petronet, iM증권 리서치본부

## 1. 유가(=물가) 하락을 위한 트럼프의 고군분투, 미국의 중동정책도 개편 중

- 4월 초 본격화됐던 미국의 관세전쟁은 일단 90일간 상호관세 유예되었으나 10% 보편관세는 이미 적용 중이고 7월 전까지 협상이 마무리되지 않고 고율의 상호관세 현실화될 경우, 미국 인플레이션 부담은 피할 수 없음. 미국 CPI는 휘발유 가격에 가장 민감하게 움직이는 만큼 하반기 관세 부담으로 인한 물가 부담을 조금이나마 타개하기 위해 트럼프에게 절대적으로 필요한 것은 유가 하락
- 그러나 미국 산유량이 단기에 급증하긴 어려운 만큼 주변 산유국들의 협력을 이끌어낼 수밖에 없음. 대표적으로 러-우 종전을 통해 러시아산 원유가 시장에 공식적으로 유입될 수 있도록 하는 것인데, 이는 최근 트럼프가 러-우 종전 협상과 러시아 제재 해제에 우호적인 주요 이유로 추정. 중동에서의 트럼프 행보 변화도 그 연장선. 통상 미국은 중동 내에서 사우디/이스라엘은 우방국으로, 이란/시리아/예멘 등은 적대국으로 다뤄 왔는데 최근 보이고 있는 이란 핵합의 재개 및 협상 지속과 예멘과의 휴전, 시리아 제재 해제 발표 등은 지금까지 보여왔던 움직임과 상당히 대조됨. 특히 이 모든 과정에서 이스라엘이 배제됐다는 점에서 전통적인 우방국 이스라엘과 멀어지는 분위기
- 이는 소위 돈 많은 국가 중심으로 비즈니스를 하겠다는 의도도 있겠지만, 중동의 주요 산유국들과 우호적 관계 형성함으로써 유가 하락을 이끌겠다는 의지 또한 강하게 반영하는 것으로 해석됨. 결국 이 같은 미국의 중동정책 개편은 유가 상단을 제한하는 요인이 될 전망

미국 CPI 및 휘발유 가격 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

최근 중동 주요국에 대한 미국의 외교적 행보

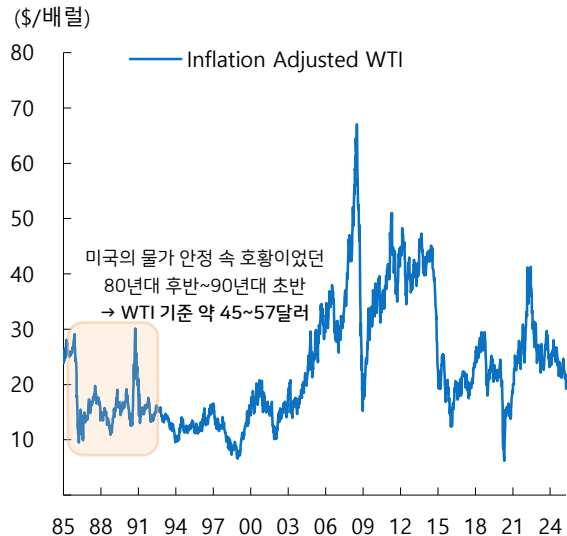
| 구분     | 국가   | 주요 내용                                                       | 시기          |
|--------|------|-------------------------------------------------------------|-------------|
| 기존 적대국 | 이란   | 4월 이후 미국-이란 핵합의 1~5차 협상 지속 진행                               | 4월 이후       |
|        |      | 5차 협상: 우라늄 농축안에 대한 이견 있었으나, 논의 지속 예정                        | 5월 23일      |
|        | 시리아  | 아사드 정권 축출 이후 관계 재정립 및 기존의 모든 제재 해제 발표                       | 5월 13일      |
|        | 예멘   | 후티 반군과의 휴전 협정 체결                                            | 5월 06일      |
| 기존 우방국 | 사우디  | 중동 순방: 美 AI 데이터센터/빅테크 등에 \$6,000억 투자 약속                     | 5월 13일      |
|        |      | Aramco, 美 주요 기업들과 \$900억 규모 계약 체결 (총 34건)                   | 5월 13일      |
|        |      | Google/Oracle, 사우디 DataVolt와 테크 분야 \$800억 투자                | 5월 13일      |
|        |      | 미국, 사우디 군대 역량 강화 위한 훈련 지원 약속                                | 5월 13일      |
|        | UAE  | 중동 순방: '35년까지 美 에너지에 \$4,400억 투자 약속                         | 5월 16일      |
|        |      | Exxon/Occidental/EOG, UAE 에너지 생산에 \$600억 투자 약속              | 5월 16일      |
|        | 이스라엘 | 25년 2분기 중동 순방 대상에서 제외<br>이란/시리아/예멘 등과의 관계 재설정에서 이스라엘과 논의 배제 | 5월 13일<br>- |

자료 : iM증권 리서치본부

## 미국 입장에서 바라본 적정 유가는 WTI 55~65달러

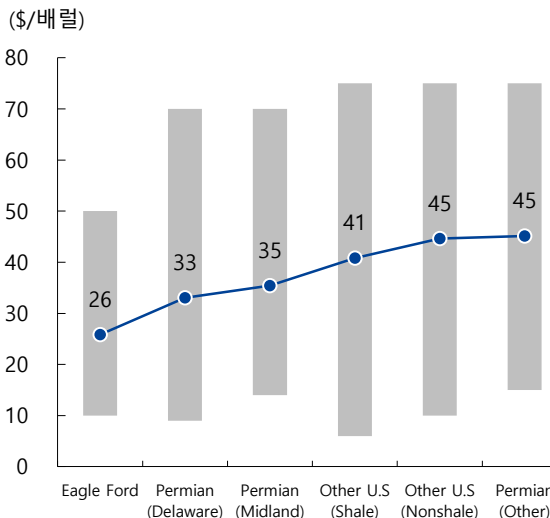
- 현재 미국 shale oil 업체들은 원유 시장 내 스윙 프로듀서로서 유가 상단을 결정하는 핵심적인 역할을 맡고 있어 이들의 시추활동이 유지될 수 있는 레벨에서 상단 결정될 것. 연초 Dallas 연은에서 텍사스 E&P 업체들 대상으로 진행한 설문조사에 따르면, 수익성 있게 신규 유정 시추 가능한 유가는 평균 64달러 내외로 파악됨. 기존 유정을 운영하는 데 필요한 손익분기점은 37달러 내외에 그치지만, 신규 시추가 이뤄져야 생산량이 늘어날 수 있는 만큼 해당 레벨은 사실상 유가 최저점으로 볼 수 있음
- 한편, 트럼프가 저유가를 원하는 궁극적인 이유는 물가 안정화를 위한 것인데 과거 미국이 물가 안정 속에서 경기 호황을 누렸던 1980년대 후반부터 1990년대 초반을 가장 이상적인 레벨로 가능해볼 있음. 당시 인플레이션 적용한 WTI 레벨이 45~57달러 수준이었던 만큼 물가 측면에서 트럼프가 용인할 수 있는 유가 역시 해당 수준으로 볼 수 있을 듯
- 따라서 미국이 원하는 두 마리 토끼인 물가 안정화와 shale oil 업체들의 수익성 모두 확보될 수 있는 레벨을 적정 유가라고 바라본다면 25년 하반기 WTI 기준 유가는 55~65달러 수준이 될 전망

미국 1985년 이후 인플레이션 감안한 WTI 추이



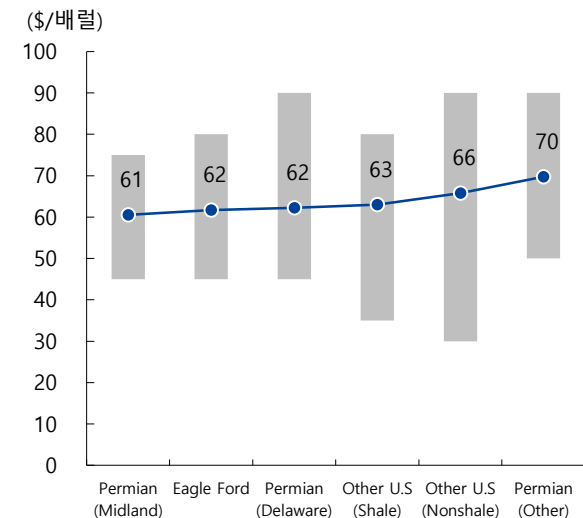
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 주요 분지별 기존 유정 운영비용을 충족시키기 위한 BEP



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM증권 리서치본부

미국 주요 분지별 신규 유정을 수익성 있게 시추하기 위한 BEP

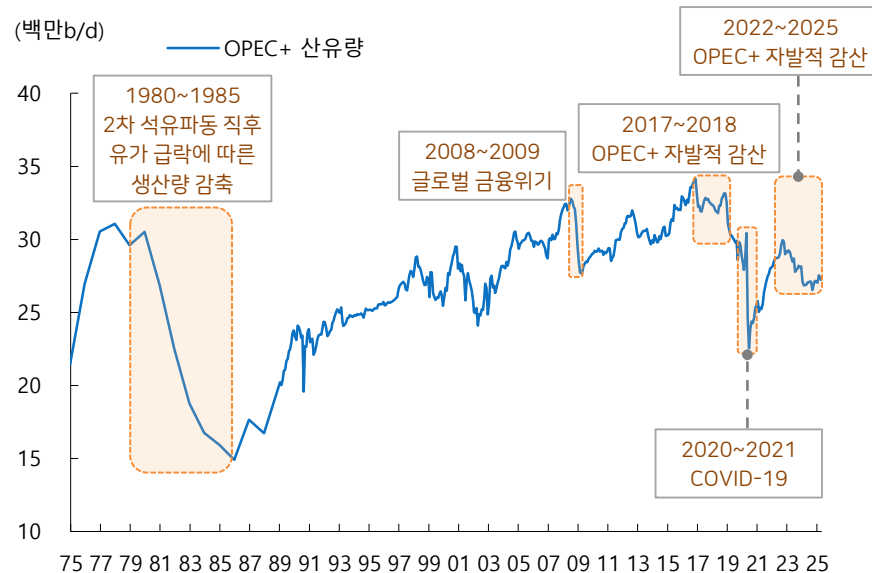


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, iM증권 리서치본부

## 2. M/S 탈환을 위한 사우디의 공격적 증산 시나리오도 배제할 수 없어

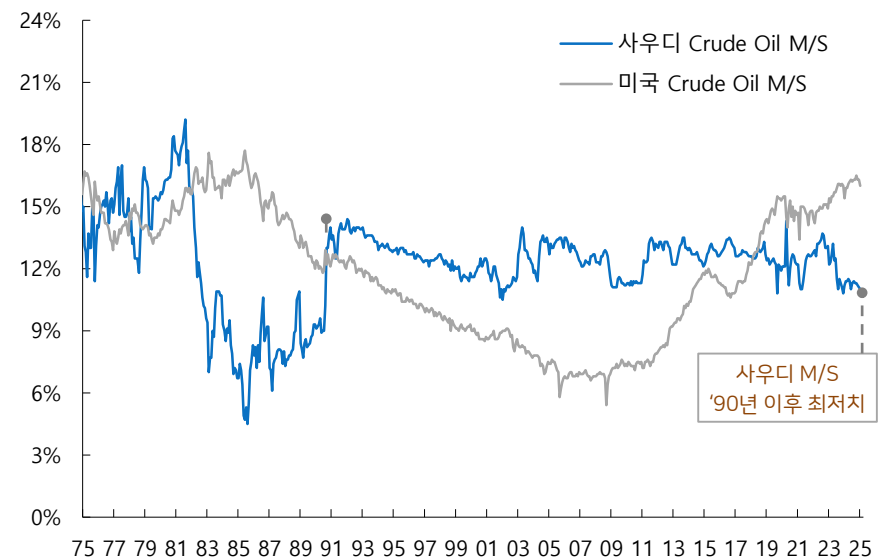
- 1981년 2차 석유파동 종료 이후 유가 급락으로 중동 국가들이 생산량을 줄였던 1980년대 중후반을 제외하면 사우디는 늘 글로벌 1위 산유국이었음. 그러나 미국 shale 혁명이 시작된 2010년대 초반을 기점으로 1위 산유국 자리에 변화의 조짐이 나타나기 시작했고, 유가 지지를 위한 OPEC+ 감산 시작된 이후 결국 미국과 사우디의 시장 점유율은 역전되었음
- 2018년 초 처음으로 양국의 점유율이 역전된 이후 8년째 그 추이는 점점 더 확대되고 있을 뿐 아니라 COVID 여파로 2021년 초 다시 시작된 OPEC+ 감산에 따라 사우디의 점유율은 이제 1990년 이후 가장 낮은 수준에 머물고 있음
- 약 3년 넘게 이어지고 있는 감산에서 사우디를 제외한 주요 산유국들, 특히 이라크와 카자흐스탄 등은 쿼터 대비 초과 생산함으로써 무임승차를 하고 있고 이제 그 결속력도 사실상 와해된 만큼 현 상황에서 사우디가 더 이상 감산 기조를 이어갈 이유는 없음. 따라서 단순히 감산 기조를 철회하는 것 뿐 아니라 지난 8년간 잃어버린 점유율을 되찾기 위한 본격적인 증산에 재차 돌입할 가능성도 배제할 수 없음

OPEC+ 산유량 추이 및 주요 감산 시기



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

1975년 이후 미국과 사우디의 원유 시장 점유율 추이

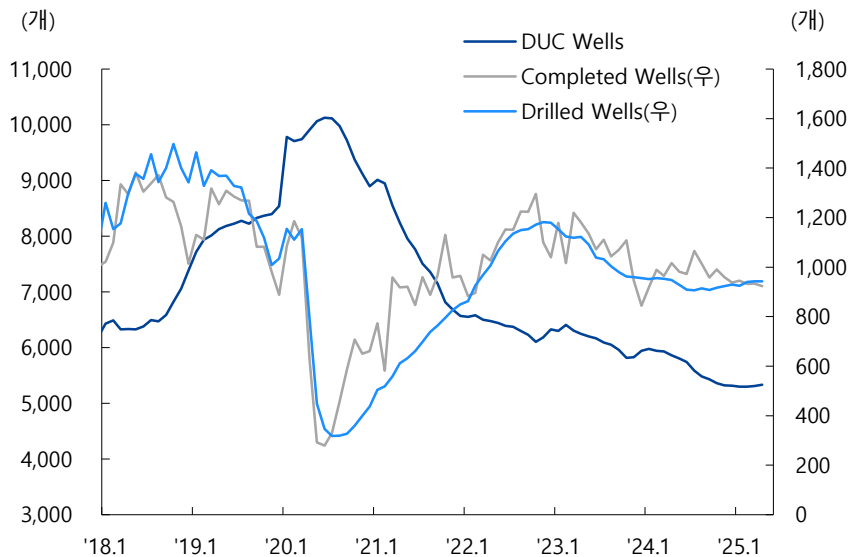


자료 : EIA, iM증권 리서치본부

## 답보 상태의 미국 shale, 사우디가 승산을 노려볼 만한 시기

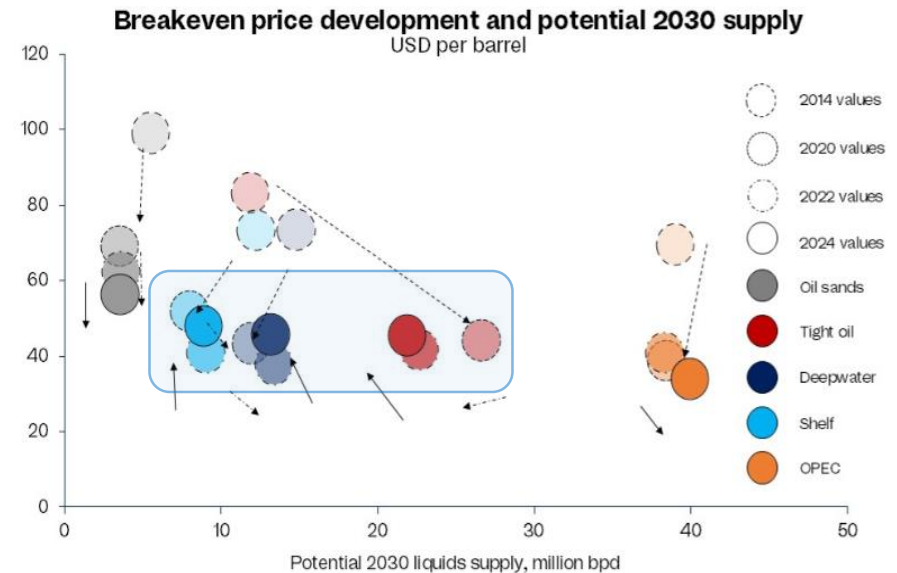
- 지난 10년간 미국 shale oil 업체들은 수평시추 길이 연장과 re-fracking 등 신기술 적용으로 생산성을 향상시키면서 원유 생산량 확대한 것은 물론, 손익분기점 유가도 초창기 80~90달러 레벨에서 현재 약 50달러 내외로 대폭 낮춰 왔음
- 그러나 바이든 정부에서 강화되었던 시추 활동 규제 등으로 현재 산유량은 역사적 고점에서 좀처럼 더 늘지 못하는 답보상태에 있음. 트럼프 집권 직후 시추 및 생산 규제가 완화되며 최근 Drilled 및 DUC 유정 모두 저점에서 늘고 있긴 하나, 증가 속도와 규모 자체는 매우 더딘 모습
- 또한 수익성 좋은 핵심 유정들의 매장량 소진과 인플레이션 부담 등으로 2022년 대비 미국 BEP 레벨은 소폭 상승. 반면, 전통적인 방식으로 원유를 생산하는 OPEC 회원국들의 BEP 수준은 오히려 더 낮아지고 있어 미국과 증산 경쟁에 재돌입할 경우 사우디가 충분히 승산을 노려볼 수 있음
- 외교관계 측면에서 최근 미국과 중동국가 전반이 가까워지는 분위기이고, 트럼프는 물가 안정화 유지를 위해 사우디 포함한 중동 국가들에게 산유량 확대를 지속적으로 요구하고 있는 만큼 사우디가 미국과의 관계를 훼손시키면서까지 증산 경쟁에 돌입할 것인지에 대해서는 조심스러움. 다만, 30년 저점의 점유율과 OPEC+ 결속력 붕괴, shale 업체들의 낮아진 체력 등을 고려하면 사우디 증산 기조 전환은 충분히 가능하다는 판단

미국 Drilled 및 DUC 유정 추이



자료 : EIA, iM증권 리서치본부

OPEC, 미국 등 주요 분지들의 생산 BEP 변화

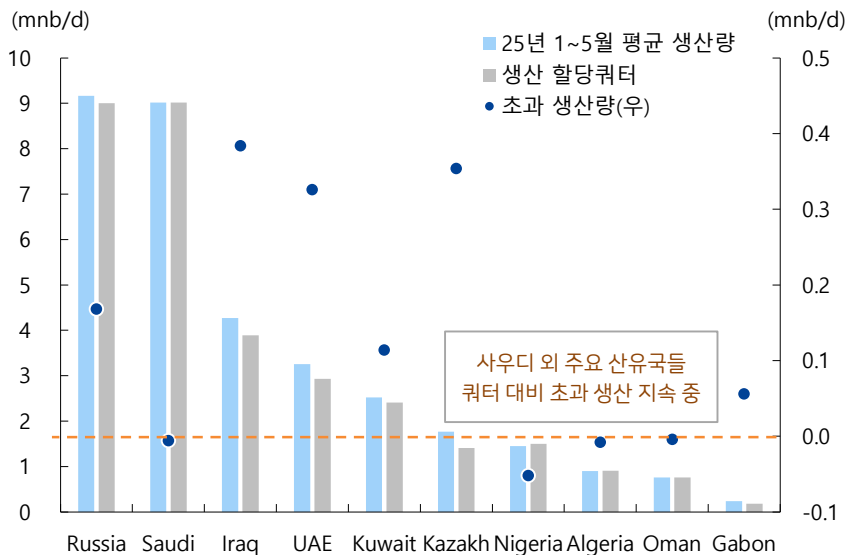


자료 : Rystad Energy, iM증권 리서치본부  
주: 2024년 10월 발표 기준

## OPEC+ 결속력 붕괴도 사우디의 증산을 자극할 수 있어

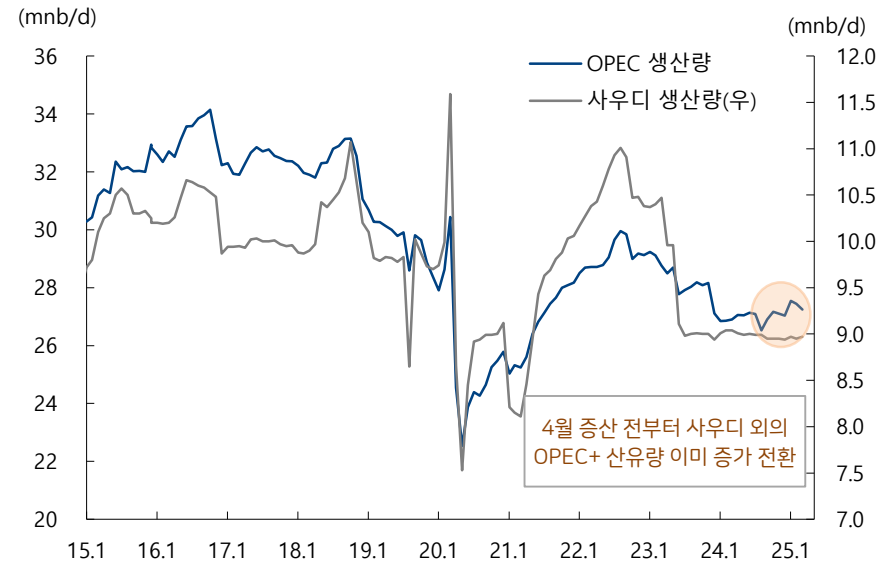
- 약 3년 넘게 이어진 감산 속에서 쿼터와 세부 정책을 둘러싼 회원국들의 이견이 점점 확대됨에 따라 일부 산유국들은 쿼터를 제대로 준수하지 않고 있음. 사우디/오만, 나이지리아 정도를 제외하면 대부분 초과 생산 중이며 특히 이라크와 카자흐스탄은 평균 40만b/d 더 많이 생산 중
- OPEC+은 당초 25년 4월부터 220만b/d 감산 규모를 점차 줄이기 시작해 26년 말까지 생산량 정상화를 목표했으나, 5~6월 산유량을 기존 계획 대비 3배 더 많은 41만b/d로 대폭 늘렸고 7월에는 추가 확대 검토 중. 초과 생산 중인 회원국들에 대한 일종의 경고성 증산인 셈
- 그러나 이 같은 경고에도 이라크/카자흐스탄은 여전히 초과 생산 기조를 이어가고 있을 뿐만 아니라, 카자흐스탄은 산유량을 결정하는데 있어 자국 이익을 최우선으로 삼겠다고 언급하며 사실상 증산 선회 입장을 공식화하였음. 결국 OPEC+ 결속력은 무너진 것으로 해석되며, 이는 사우디의 보다 더 적극적인 증산 기조 전환을 자극시키는 요인이 될 것으로 예상
- 지금까지 사우디/러시아 감산 속에서 미국이 스윙 프로듀서로서 유가 상하단을 결정했으나, 앞으로 미국이 그 역할을 계속 해내기엔 체력이 약해진 상황. 결국 원유 시장의 키는 사우디가 다시 잡게 된 만큼 일부 회원국에 대한 보복과 M/S 탈환 위한 증산 이뤄질 경우 유가 하단 추가 조정 불가피

25년 OPEC+ 주요 산유국 대부분 쿼터 대비 초과 생산 중



자료 : IEA, iM증권 리서치본부

사우디 및 OPEC 전체 원유 생산량 추이

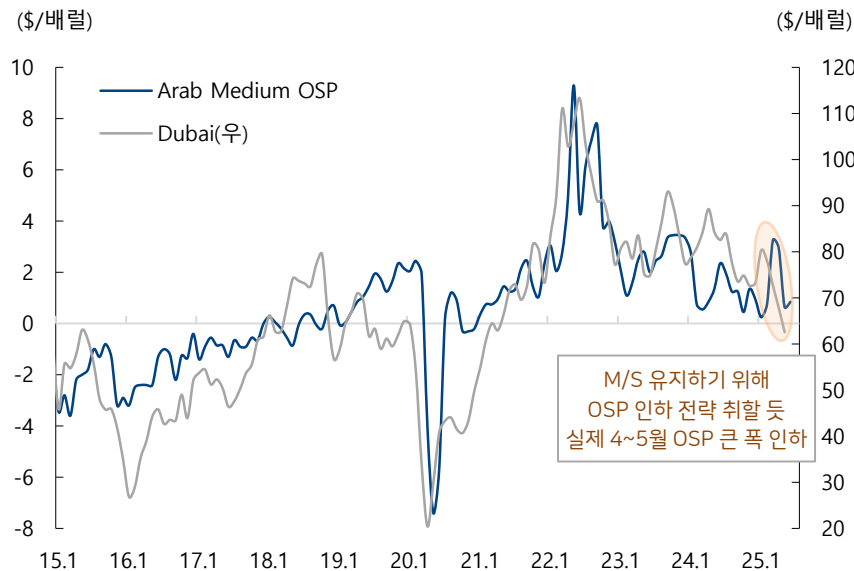


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 3. 증산 경쟁 속 OSP 인하는 정유사에 긍정적이나, 저유가로 주가 탄력도는 제한적일 듯

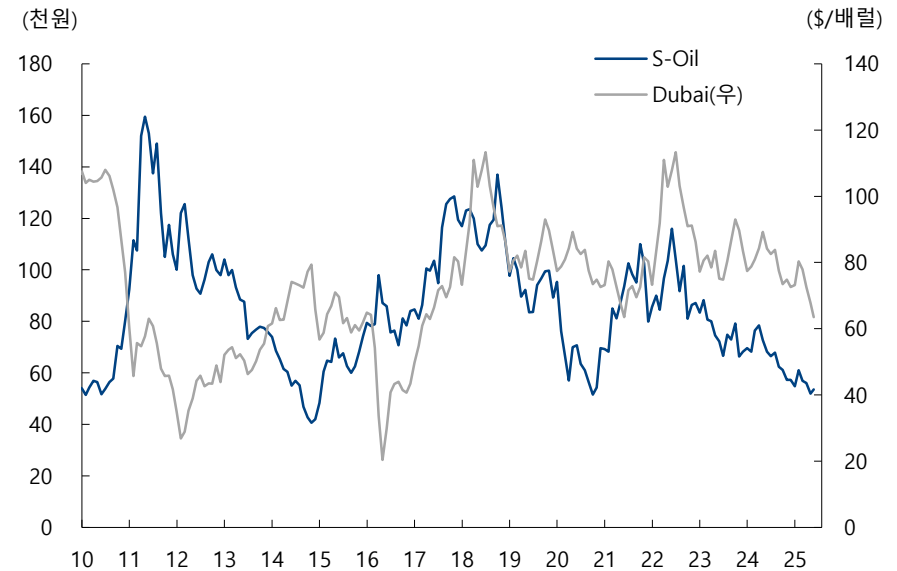
- Aramco는 매월 첫 번째 주말에 그 다음달에 적용될 OSP를 고시하는데, 통상 Dubai 유가와 동행하는 방향성을 보임
- 유가 하락에도 사우디는 3월 아시아 OSP를 전월 대비 \$2.4~2.5 대폭 인상했는데, 이는 약 2.5년 만의 최대 인상 폭이었음. 당시에는 1월 초 바이든 정부의 러시아 원유 운송 유조선 추가 제재로 중국/인도가 중동에서 원유 대체 물량을 확대할 것이라는 전망에 근거했던 것으로 추정
- 그러나 이를 정점으로 4~5월 OSP 재차 인하되며 연초 상승분을 상당부분 회복시켰음. OPEC+ 증산 속도가 예상보다 빨라지는 상황 속에서 사우디 증산 역시 25년 하반기 본격화될 것으로 예상. 특히 그 동안 미국에게 빼앗긴 원유 시장의 점유율을 탈환하기 위해서라도 사우디는 OSP 인하 전략을 보다 적극적으로 취할 가능성 높다는 판단. 25년 OSP 추세적 하락 예상되며, 이는 국내 정유사들 원가에 우호적으로 작용할 전망
- 다만, 최근의 정제마진 반등과 OSP 하락 효과에도 불구하고 유가 하락 구간에서는 정유사들의 주가 탄력도가 그리 강하지 않다는 점을 유념할 필요

Dubai 유가 및 OSP 추이



자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 S-Oil 주가 추이

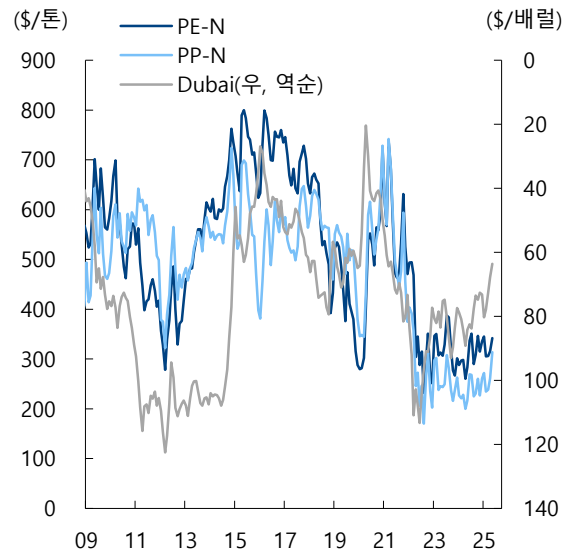


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

#### 4. 반면, 저유가가 화학제품 스프레드 개선의 동력은 될 수 있어

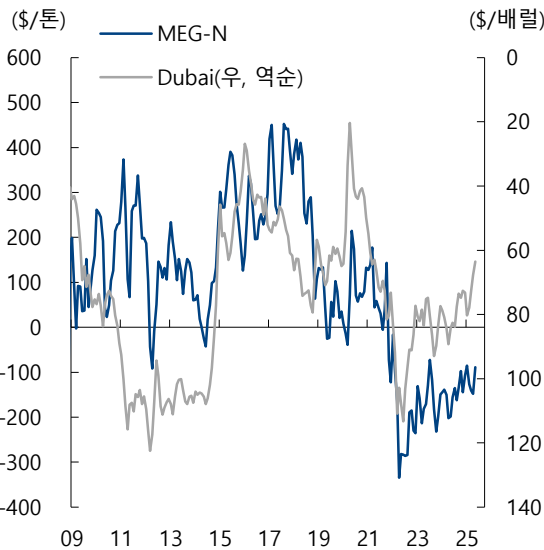
- 역사적으로 유가와 석유화학 제품 스프레드는 각 제품별로 그 정도의 차이는 있으나, 결과적으로 뚜렷한 (-) 역의 상관관계를 보여 왔음
- 사우디 중심의 OPEC+ 증산 전환과 저유가를 위한 트럼프의 고군분투에 따른 유가 레벨다운은 곧 납사 가격 하락을 의미하고, 이는 주요 석유화학 제품 스프레드 개선의 동력이 되어 줄 것으로 예상. 물론, 지난 3~4년에 걸친 대규모 증설 유입으로 수급밸런스가 사실상 무너진 만큼 유가 하락에 따른 제품 스프레드 반등 폭이 과거보다 약화될 수는 있겠지만, 그 방향성 자체는 훼손되지 않았다는 판단
- 또한 러-우 종전 협상 진전 여부에 따라 그 동안 중단됐던 러시아산 납사 유입 재개 가능성도 염두에 둘 수 있음. 이는 러-우 전쟁 이후 러시아산 저가 납사를 대량 구매하고 있던 중국/인도 NCC 업체들의 원가 부담은 높이는 반면, 국내 NCC 업체들에게는 유가 하락과 함께 실질적인 납사 구매 가격 추가 하락 요인으로 작용할 수 있을 것. 유가 하락은 주요 석유화학 제품 스프레드 개선 및 그에 따른 NCC 업체들의 실적 개선을 이끄는 어부지리가 될 수 있다는 점에서 주목

Dubai 유가 및 PE/PP 스프레드 추이



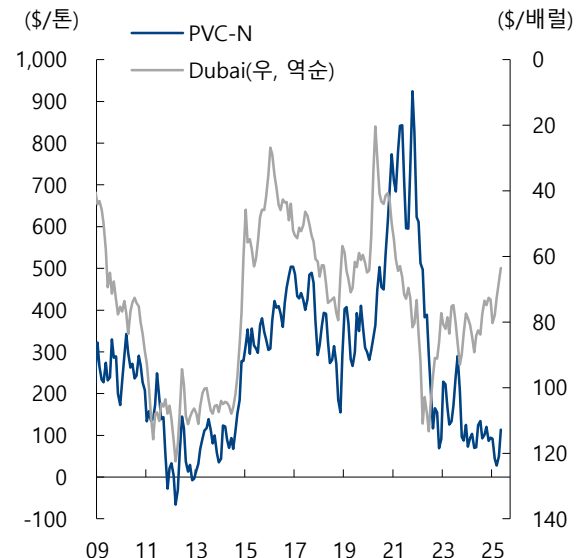
자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 MEG 스프레드 추이



자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 PVC 스프레드 추이

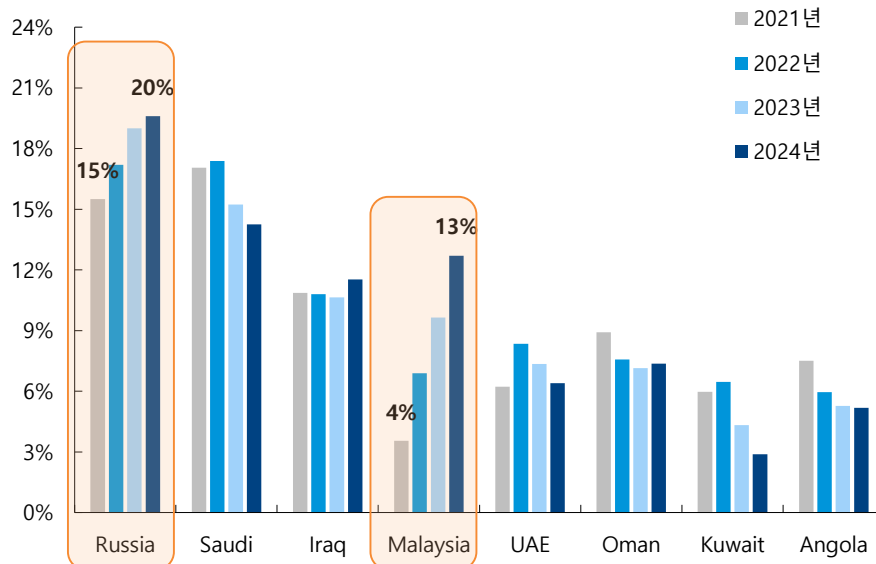


자료 : Cischem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 5. 종전 협상과 함께 러시아 제재 해제될 경우, 원유/납사 거래 정상화 기대

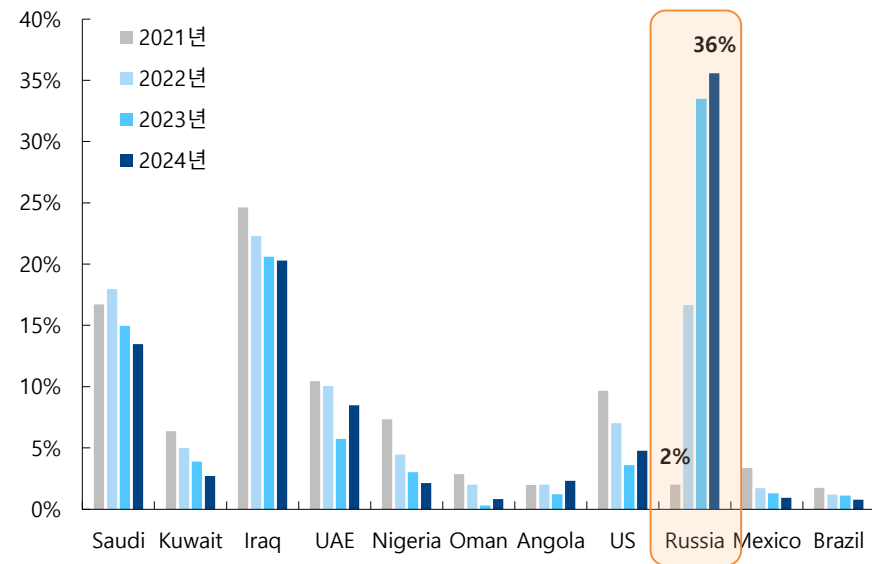
- 2022년 러-우 전쟁 기점으로 확연하게 바뀌었던 중국/인도의 원유, 납사 구매처는 하반기 종전 협상 진행에 따라 점차 정상화될 것으로 전망. 이는 러시아산의 비정상적 디스카운트를 완화시키면서 지금까지 중국/인도 업체들이 누린 원가 우위를 약화시킬 것. 결국 국내 업체들의 직접적인 원가 변동보다도 역내 경쟁상대들의 원가 상승으로 인한 상대적인 어부지리력의 수혜가 가능하다는 판단
- 중국 원유 수입은 2021년 중동에서 50%, 러시아 15%, 말레이 4% 등이었으나, 2024년 기준 중동 40%로 대폭 줄었고 러시아 20%, 말레이시아 13% 등으로 증가. 특히 말레이 비중 증가가 눈에 띄는데, 이는 말레이시아보다는 이란/베네수엘라 등 제재 원유의 STS(ship-to-ship) 물량으로 추정. 참고로 글로벌 최대 원유 STS 항구는 말레이시아 Johor Bahru 지역에 위치하고 있음
- 인도 역시 2021년에는 중동에서 수입한 원유가 70% 상회하고 러시아산은 2% 남짓에 그쳤으나, 2022년 이후부터 역전되기 시작. 이에 2024년 중동 수입은 50% 미만으로 낮아졌고 러시아는 1위로 36%까지 대폭 증가

중국, 2021~2024년 원유 수입국 비중 변화



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

인도, 2021~2024년 원유 수입국 비중 변화

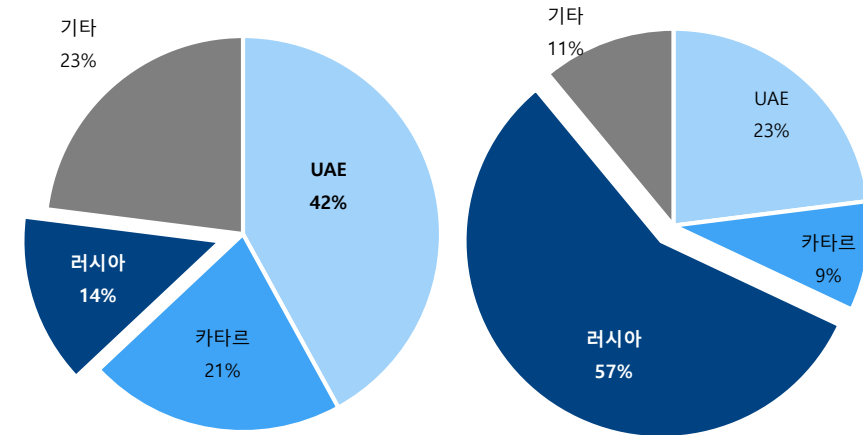


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 인도/중국 정유 및 화학업체들의 상대적 원가 우위 소멸

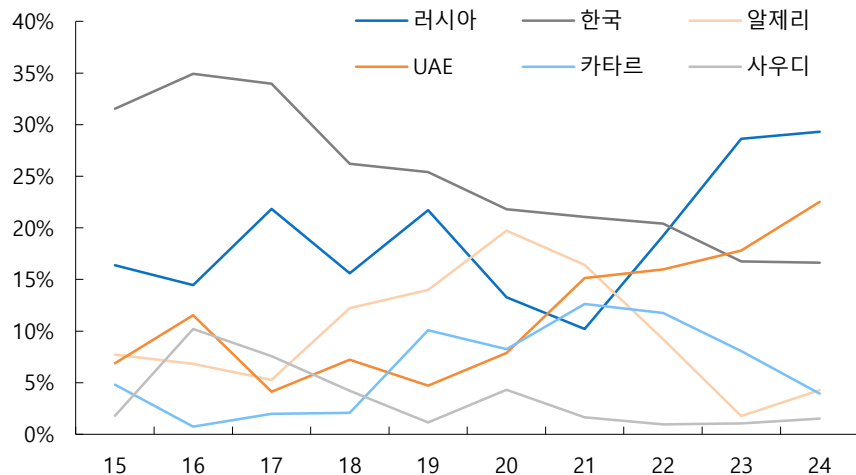
- 러-우 협상 지속되면서 종전에 가까워지면 화학산업에서도 거래구조의 정상화가 이뤄질 수 있음. 2024년 중국과 인도 납사 구매에서 러시아가 1위 수입국으로 각각 30%, 57% 비중 차지
- 눈에 띄는 점은 러시아산 납사가 다른 수입산 대비 훨씬 저렴했다는 것. 2015~2021년까지 러시아산은 약 +6% 비쌌으나, 2022~2024년에는 한국/중동 대비 평균 -8%, 최대 -11% 저렴하게 유입되었음
- 이는 원가 측면에서 보면 중국/인도 NCC 업체들이 이전 대비로는 물론, 한국 NCC 업체 대비로도 최소 6% 이상의 원가 우위 누렸음을 의미함. 따라서 종전 이후 러시아 납사의 정상적 거래는 한국 vs 중국/인도 NCC 업체들의 원가 변화를 초래할 수 있을 것으로 전망

인도 납사 수입국 비중 변화: 2023년(좌), 2024년(우)



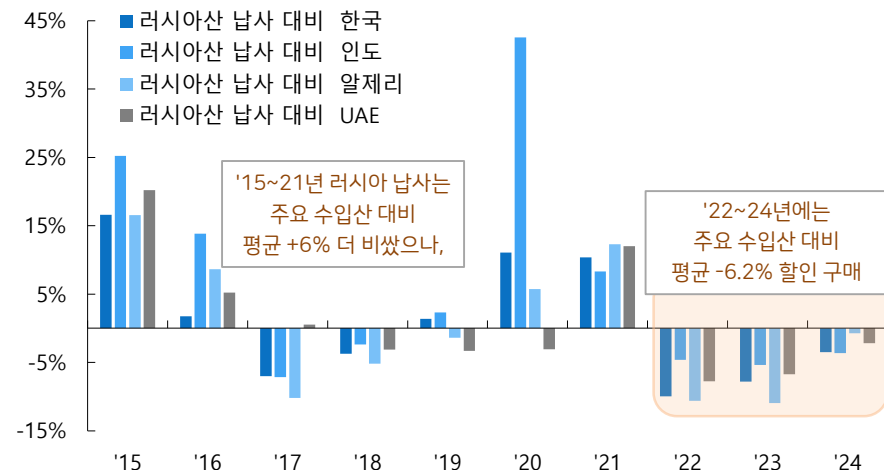
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국의 납사 주요 수입국 비중 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국의 러시아산 납사 수입가격 대비 주요국들의 수입 가격



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 연초 이후 중국/인도 외 지역으로 수출 늘고 있는 러시아산

- 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: 2/23 vs 3/2, 9

## Tankers Loading Crude at Russian Terminals

32 tankers loaded Russian crude in the week to March 9

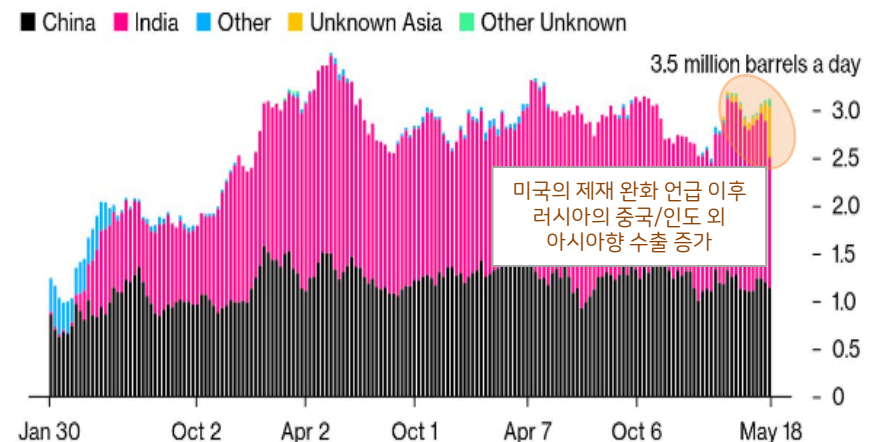
| Week ending              | March 9   | March 2   | Feb. 23   |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Primorsk (Baltic)        | 7         | 6         | 9         |
| Ust-Luga (Baltic)        | 5         | 5         | 5         |
| Novorossiysk (Black Sea) | 4         |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

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2022년 1월 이후 러시아산 원유 국가별 수출 추이

## Crude Shipments to Asia

Four-week moving average of crude shipments from all Russian ports (2022-2025)



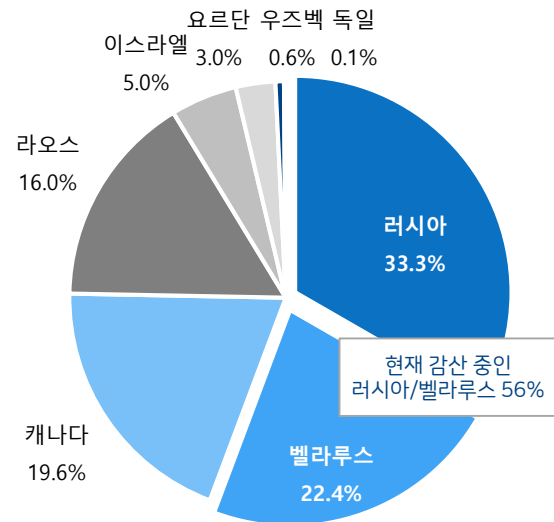
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## II. 두 번째 어부지리: 러시아/벨라루스 KCI 감산

### 1. 중국 염화칼륨 강세로 국내 가성칼륨 가격도 상승

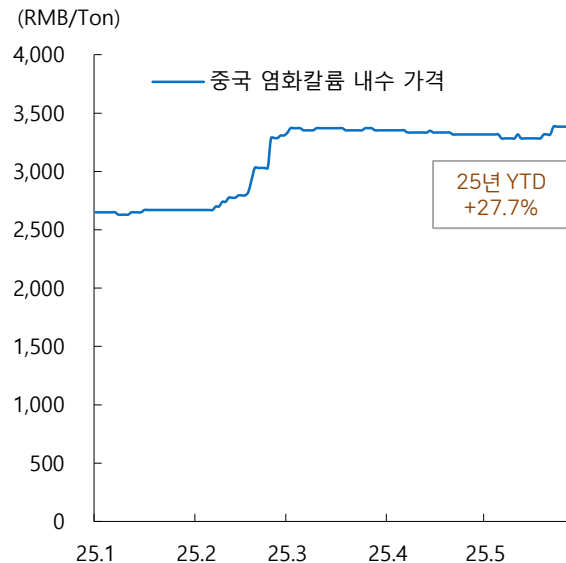
- 24년 말 이후 러시아와 벨라루스는 KCI 감산 돌입을 공식적으로 발표했고, 러시아는 25년 2분기 수출 쿼터제 실행도 검토 중에 있음
- 이는 러시아/벨라루스산 수입 비중이 56% 달하는 중국 내수 가격 상승을 야기(5월 말 YTD 기준 +28% 상승). 중국은 글로벌 비료 최대 수요지인 만큼 중국의 원재료 강세는 전반적인 판가 상승으로 이어지며 국내 가성/탄산칼륨 수출가격 또한 연초 대비 +9% 내외 상승하였음
- 반면, 국내 업체(유니드)는 캐나다에서 염화칼륨을 전량 구매하고 있어 러시아/벨라루스 감산에 따른 원가 상승보다는 오히려 중국법인을 중심으로 판가 상승을 더욱 크게 누릴 수 있음. 실제 지난 1분기 국내법인 대비 중국법인에서 더 컸던 판가 상승 폭이 이를 방증. 러시아/벨라루스 감산이라는 어부지리로 25년 가성칼륨 스프레드 확대 기대

중국의 염화칼륨 국가별 수입 비중



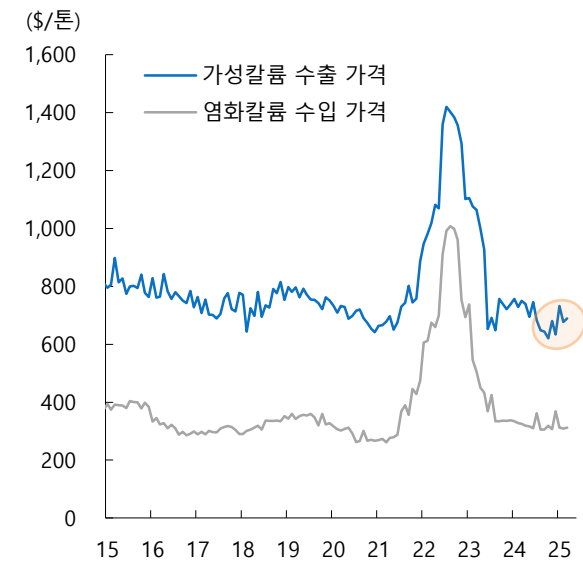
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국 염화칼륨 내수 가격



자료: SunSirs, iM증권 리서치본부

국내 염화칼륨 수입/가성칼륨 수출 가격

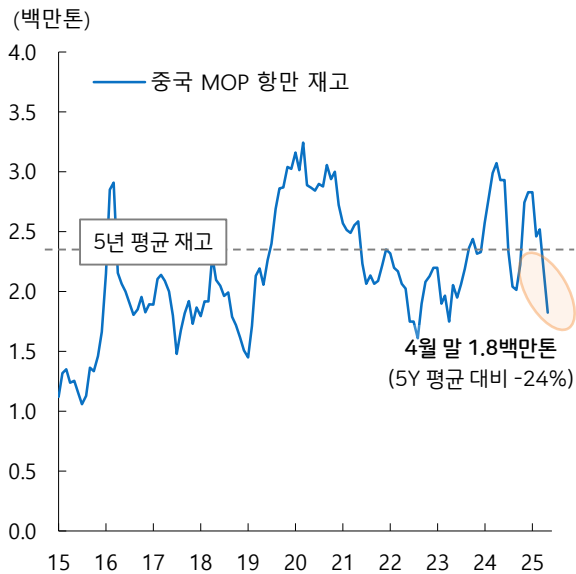


자료: KITA, iM증권 리서치본부

## 2. 중국 재고 부족으로 하반기 또 한번의 가격 상승 예상

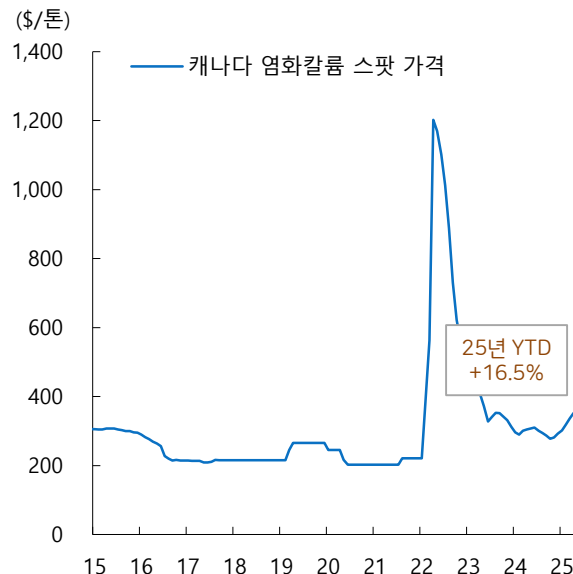
- 러시아/벨라루스 감산 이후 가격 강세로 중국 업체들이 수입을 줄임에 따라 최근 재고는 적정 레벨을 하회하고 있는 것으로 파악. 25년 4월 중국의 항만 재고는 182만톤으로 과거 5년 평균 240만톤 및 10년 평균 218만톤 대비 각각 -24.2%, -16.5% 더 낮은 수준에 머물고 있음
- 적어도 25년 3분기까지는 러시아/벨라루스 감산 기조 유지되며 가격 강세 이어질 가능성이 높음. 높아진 가격에도 불구하고 중국 업체들은 재고가 크게 감소한 만큼 2분기 중에는 최소한의 양이라도 염화칼륨 구매에 나설 수밖에 없을 것으로 예상. 결국 상반기 대비 하반기에는 중국의 염화칼륨 투입가격이 더 높아지고, 이에 따른 가성/탄산칼륨 가격 추가 상승세 출현 예상
- 물론, 유니드도 6월 전후로 캐나다에서 하반기 구매 계약을 새로 체결해야 하는데, 경쟁국들의 감산으로 캐나다 가격도 연초 대비 상승한 만큼 투입 가격 상승 불가피. 그러나 캐나다산 YTD 상승은 +16%로 중국 내수가격 상승 +28% 대비 낮은 수준에 그치고, 하반기 높은 가격에 이뤄진 중국의 재고 비축이 판가에 대부분 이전됨에 따라 오히려 유니드는 원가 대비 더 높은 폭의 판가 상승을 누릴 수 있을 전망

중국 염화칼륨 항만 재고



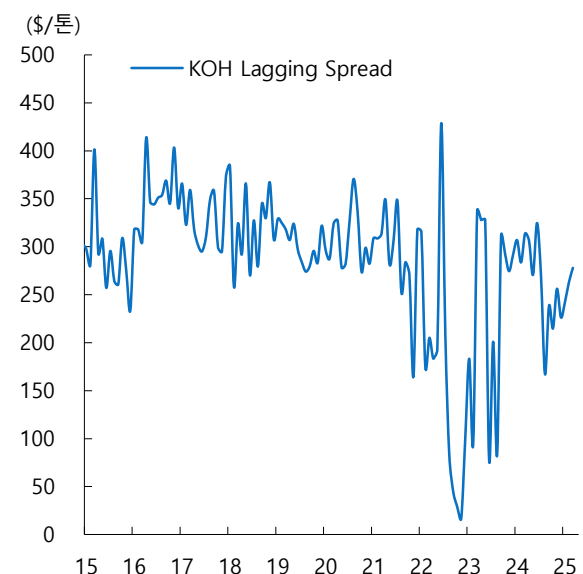
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

캐나다 염화칼륨 가격



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

국내 가성칼륨 스프레드 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

### III. 세 번째 어부지리: 반덤핑 등 관세정책

#### 1. Epoxy 체인: 유럽/미국의 아시아산 반덤핑 관세로 관련 체인 반사수혜

- 유럽은 1월 말 아시아 에폭시에 대한 반덤핑 예비관세를 발표하였는데, 중국/대만/태국산에는 11~41% 관세가 부과했고 한국은 제외되었음
- 미국도 3월 상무부의 최종판정 거친 후 4월 말 ITC 최종의견 발표됐고 5월 19일부터 관세 적용 시작. 한국산에 대해 총 6.7~9.4% 관세 부과 확정. 아시아 내 주요 경쟁국인 대만 업체들에 부과된 31.5~73.3% 대비로는 현저히 낮은 수준일 뿐만 아니라 당초 예비판정 시 적용된 16.0%~24.6% 대비로도 하향 조정된 것. 당초 상무부가 중국(547.7%), 인도(10.6~103.7%)에 적용한 관세가 ITC 최종판정에서 제외된 것은 아쉬운 부분이나, 이들은 당초 미국 수입량의 1~2% 내외 불과해 그 영향력 자체가 미미
- 참고로 미국의 금번 AD/CVD 관세 판정은 24년 Olin, Westlake 등 에폭시 현지 업체들의 청원으로 1년간 상무부 조사 후 결정된 것인 만큼 최근 트럼프의 오락가락 상호관세와는 다른 성격. 중국/대만/태국 등 주요 아시아산에 대한 유럽과 미국의 고율관세 부과가 25년 한국 에폭시 및 관련 체인에는 수출량을 확대할 수 있는 반사수혜의 기회가 될 전망

| 유럽, 에폭시 수입국 및 업체별 AD 관세율 |                                           |        |
|--------------------------|-------------------------------------------|--------|
| 국가                       | 업체명                                       | AD 관세율 |
| 한국                       | 관세 부과 대상 제외                               |        |
| 중국                       | Jiangsu Sanmu Group Co., Ltd              | 24.2%  |
|                          | Sinochem Group                            |        |
|                          | Jiangsu Ruiheng New Material Technology   | 40.8%  |
|                          | Nantong Xingchen Synthetic Material       |        |
|                          | Jiangsu Kumho Yangnong Chemical           |        |
|                          | Other co-operating companies              | 30.3%  |
|                          | All other imports originating in China    | 40.8%  |
| 대만                       | Chang Chun Plastics Co                    | 10.8%  |
|                          | Nan Ya Plastics                           | 11.0%  |
|                          | All other imports originating in Taiwan   | 11.0%  |
| 태국                       | Aditya Birla                              | 32.1%  |
|                          | All other imports originating from Taiwan | 32.1%  |

자료 : EU Commission, iM증권 리서치본부

| 미국, 에폭시 수입국 및 업체별 AD/CVD 최종 관세율 |                                   |        |        |        |
|---------------------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| 국가                              | 업체명                               | AD     | CVD    | 합계     |
| 한국                              | 국도화학                              | 5.7%   | 1.0%   | 6.7%   |
|                                 | 금호P&B                             | 7.6%   | 1.8%   | 9.4%   |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 6.4%   | 1.3%   | 7.7%   |
| 대만                              | Chang Chun Plastics               | 10.9%  | 62.4%  | 73.3%  |
|                                 | Nan Ya Plastics Corporation       | 28.1%  | 3.4%   | 31.5%  |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 19.2%  | 33.2%  | 52.5%  |
| 태국                              | Aditya Birla Chemicals            | 5.3%   | -      | 5.3%   |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 5.3%   | -      | 5.3%   |
| 중국                              | China-Wide Entity                 | 355.0% | -      | 355.0% |
|                                 | Jiangsu Sanmu Group Co            | -      | 547.8% | 547.8% |
|                                 | Shandong Bluestar Dongda Chemical | -      | 547.8% | 547.8% |
|                                 | 그 외 기타업체                          | -      | 547.8% | 547.8% |
| 인도                              | Atul Limited                      | 12.7%  | 10.7%  | 23.4%  |
|                                 | Champion Advanced Materials       | 15.7%  | 103.7% | 119.4% |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 12.7%  | 10.7%  | 23.4%  |

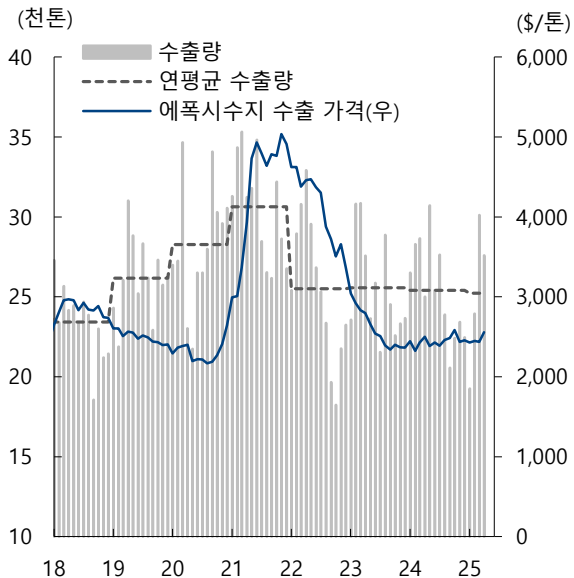
자료 : ITC, iM증권 리서치본부

주: 당초 상무부가 중국/인도산에 부과했던 관세가 ITC 최종조사에서는 제외되었음

## Epoxy - 반덤핑 발표와 함께 이미 EU 수출 비중 증가세 포착

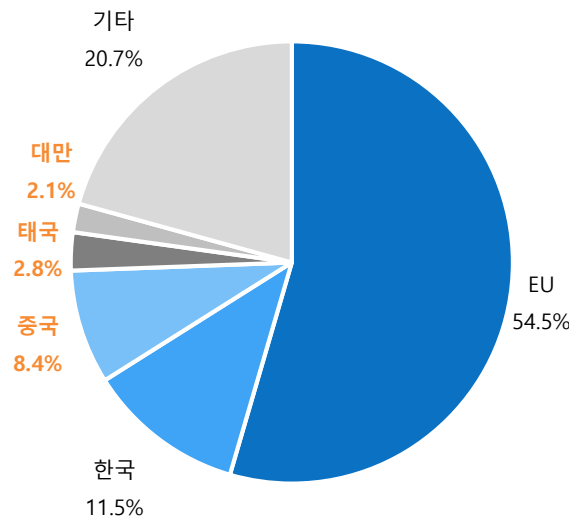
- 유럽의 에폭시 AD/CVD 예비관세 발표(1/30) 직후를 기점으로 관세 대상에서 제외된 한국 에폭시 수출 증가세 포착. 25년 2월과 3월 수출량 전월 대비 +24.3%, +25.7% 각각 증가. 특히 24년 평균 19% 내외에 그쳤던 EU 수출 비중이 25년 3월에는 21%, 4월 30% 등으로 빠르게 증가
- 유럽의 에폭시 수출입은 어느 제품들과 마찬가지로 EU 내에서 회원국끼리 거래하는 형태가 대부분임. 가령, 2024년 기준 EU의 에폭시 총 수입 중 회원국으로부터 유입된 비중은 55% 정도 달하고, 그 다음으로 한국 11.5%, 중국 8.4%, 태국/대만이 각각 2~3% 등을 차지하고 있었음
- 반덤핑관세가 부과된 중국/태국/대만 등 아시아 3개국으로부터 수입한 물량은 2024년 총 13.2% 달했음. 관세 실행 이후 EU 회원국이 흡수해가는 물량도 일부 있겠지만, 그래도 유일하게 관세가 적용되지 않는 한국업체가 기존 아시아산 물량의 상당부분을 대체할 가능성 높음. 이에 25년은 지난 3년간 주춤했던 국내 에폭시 생산업체(ex: 국도화학, 금호석유화학 등) 수출 확대와 이에 기반한 가동률 상승 효과를 기대해볼 수 있다는 판단
- 한편, 미국은 당초 한국산 에폭시 수입 비중이 약 37% 달하는 압도적 1위 수입국. 태국/인도/중국이라는 대체재가 존재하고, 상대적으로 더 높은 관세가 확정된 대만산은 4~5% 그쳐 한국산 비중이 추가로 확대될 수 있는 여력이 유럽 대비로는 크지 않을 듯

국내 에폭시 수출량 추이



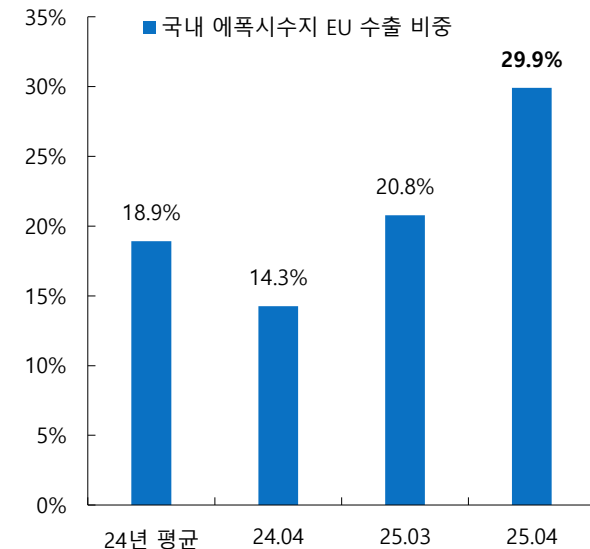
자료: KITA, iM증권 리서치본부

EU 전체 에폭시 수입 국가별 비중 (2024년 기준)



자료: KITA, iM증권 리서치본부

국내 에폭시 수출에서 EU 비중 추이

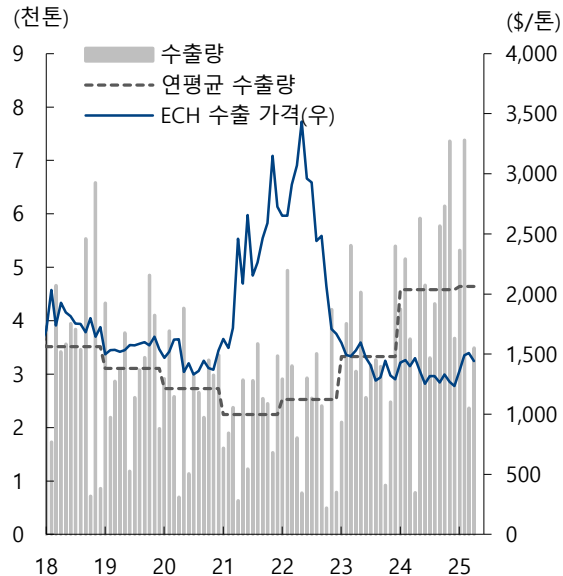


자료: KITA, iM증권 리서치본부

## ECH - 글리세린 강세까지 더해지며 ECH 반사수혜 이미 현실화 중

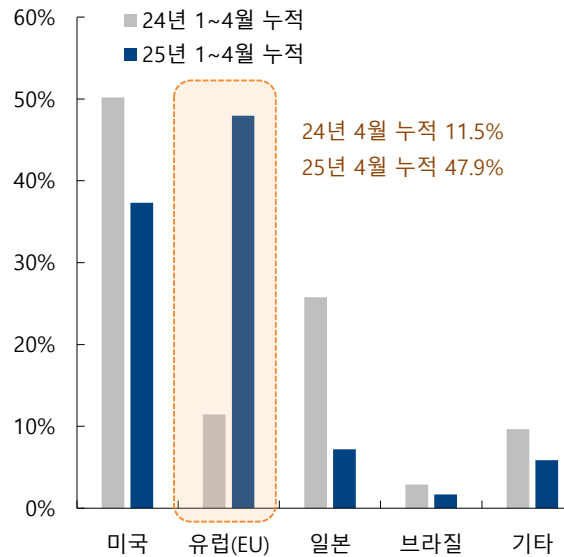
- 에폭시 반덤핑 관세 부과로 인한 반사수혜는 ECH 업체들에게도 기회가 될 전망
- 특히 지난해 하반기부터 이어지고 있는 글리세린 강세로 유럽 내 글리세린 기반 ECH 업체들의 원가 경쟁력이 약화되고 있어 이들의 생산량은 점차 감소하는 동시에 프로필렌 기반의 ECH 수입량은 증가할 것으로 예상. 참고로 바이오디젤 가동률 하락과 인도네시아 등 글리세린 주요 생산국들의 수출 제한으로 25년 5월 기준 글리세린은 YTD +11.3%, YoY +74.2% 각각 상승하였음
- 이에 따라 프로필렌 기반인 국내 ECH 수출량 증가세가 두드러지고 있는데, 24년 ECH 평균 수출량은 4.6천톤으로 23년 대비 +37.5% 증가했고 25년에도 평균 수출량은 24년 대비 +1.2% 소폭 높은 수준을 유지해가고 있음
- 지역별로는 유럽으로의 수출 급증이 눈에 띄는데, 24년 1~4월 기준 11.5% 불과했던 EU 비중이 25년 1~4월 누적으로는 47.9%로 절반에 달하고 있음. 실제 국내 ECH 최대 생산업체인 롯데정밀화학도 당초 10% 미만이었던 수출 비중이 25년 1분기에는 20% 내외로 확대되었고, 2분기 이후 추가 확대 추진 중에 있는 등 ECH 체인도 글리세린 강세에 반덤핑 관세 효과까지 더해지며 그 반사수혜가 현실화되고 있는 모습

국내 ECH 수출량 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

국내 ECH 국가별 수출 비중 변화



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

글리세린 vs 프로필렌 기반 ECH 스프레드 비교

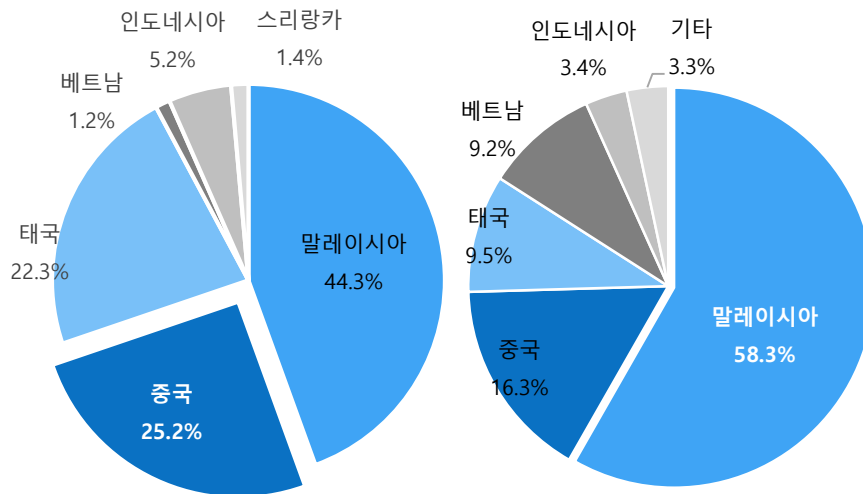


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 2. NB-Latex: 미국의 중국산 Glove 관세 상향에 따른 반사수혜

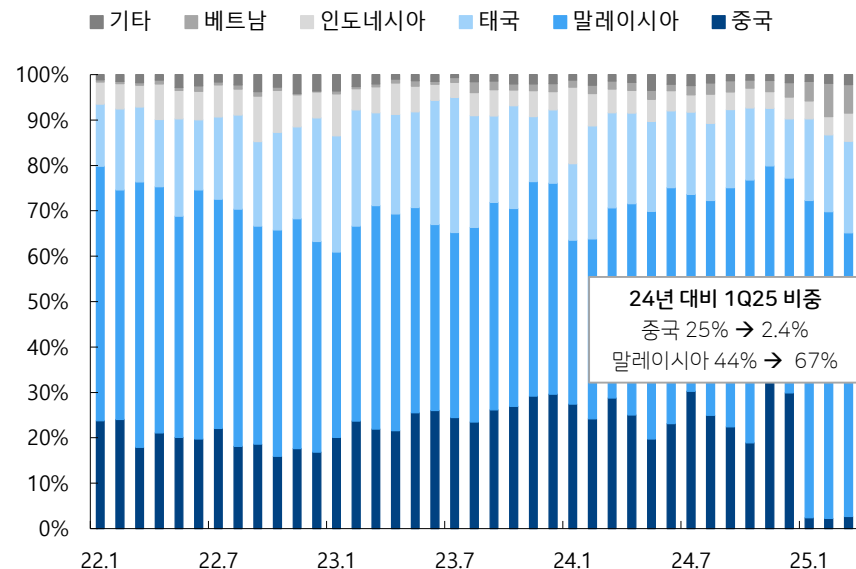
- 25년 1월부터 시행된 미국의 중국산 수술용 Glove 관세 50% 상향과 관련된 국내 NB-Latex 수혜는 하반기부터 본격 출현될 것으로 예상
- 해당 관세 인상은 당초 바이든 정부에서부터 확정됐던 만큼 2024년 말 미국 내 재고축적이 활발하게 이뤄졌음. 이에 1분기는 수입 감소했고 2분기도 유사한 흐름 예상. 그러나 약 6개월의 재고 소진을 감안하면 하반기 중에 또 한번 재고축적에 나설 수밖에 없을 것
- 미국 수술용 장갑 수입의 25% 차지하는 중국산 유입이 줄면 그 자리는 말레이시아와 태국산으로 대체될 가능성 높음. 실제로 24년 44% 수준이었던 말레이시아산 비중이 25년 1분기 평균 67%로 증가한 반면, 중국산은 같은 기간 25% → 2.4%로 대폭 감소. 국내 NB-Latex 수출의 최대 판매처는 말레이시아로 60% 달하고 있고, 주요 업체 중 금호석유는 말레이시아 비중이 약 80% 내외로 가장 높은 것으로 파악
- 중국산 Glove 관세 상향에 따른 반사수혜는 말레이시아/태국 등 동남아시아 Glove 업체들에게 직접적인 기회가 되겠지만, 좀 더 연장선으로 Glove 생산에 필수 원재료인 NB-Latex 생산 및 판매하는 국내 업체들도 반사수혜를 함께 누릴 수 있을 전망. 지난 24년 동남아시아 Glove 업체들의 수출량 증가에 약 2~3개월 선행하여 국내 NB-Latex 수출량도 뚜렷하게 증가했음이 이를 뒷받침

미국 수술용 Glove 수입국별 비중(좌), 국내 NB-Latex 국가별 수출 비중(우)



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

미국 수술/의료용 Glove 수입 국가별 비중 추이

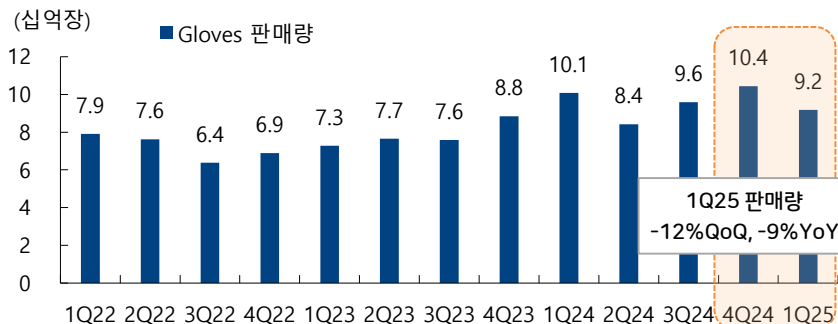


자료 : USITC, iM증권 리서치본부

## 하반기 Glove 출하량 증가에 1~2개월 선행해 NB-Latex 수출 확대 예상

- 한편, 지난 연말 미국 업체들이 Glove 재고축적을 활발하게 했던 만큼 2025년 상반기 수입량은 주춤할 수밖에 없을 듯. Top Glove, Sri Trang 등 동남아시아 주요 Glove 업체들의 1분기 판매량에서도 그 분위기가 포착되고 있음
- Sri Trang(태국) 24년 4분기 판매량은 +8.8%QoQ, +18.1%YoY 대폭 증가했으나, 이를 정점으로 25년 1분기에는 -11.9%QoQ, -8.9%YoY 각각 감소하였음. Top Glove(말레이시아) 역시 지난해 연말 가동률이 64%로 전 분기 대비 상향되었으나, 2분기(24년 12월~25년 2월) 기준 가동률은 재차 하락하는 등 지난 4분기 판매량 정점 도달한 후 25년 1분기 전반적으로 감소하는 모습
- 그럼에도 Glove 업체들은 미국의 중국산 관세 인상 언급하며 2025년 연간 판매량에 대한 긍정적 전망 제시. 가령, Top Glove는 2025년 가동률을 70% 수준으로 목표하며 2023~2024년 평균 60% 대비 상향할 계획이라 밝힘. 미국 내 재고소진 기간을 약 3~6개월로 감안하고, 2026년 추가 관세 상향까지 고려하면 이번 6~7월을 전후로 국내 NB-Latex 업체들의 판매량도 증가할 수 있다는 판단

태국 Sri Trang, Gloves 주요 판매제품(상) 및 분기별 판매량(하)



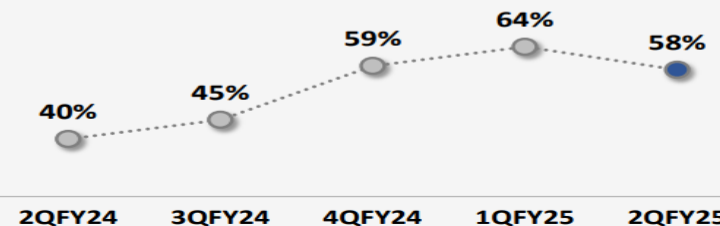
자료 : Sri Trang, iM증권 리서치본부

말레이시아 Top Glove, 분기별 가동률 추이 및 연간 가이던스

### Top Glove's Total Production Capacity In Bil Pcs

| Bil 'pcs           | FY2023 | FY2024 | FY2025 Target |
|--------------------|--------|--------|---------------|
| Installed Capacity | 95     | 95     | 95            |
| Running Capacity   | 60     | 60     | 70            |

### Utilization Rate on Running Capacity



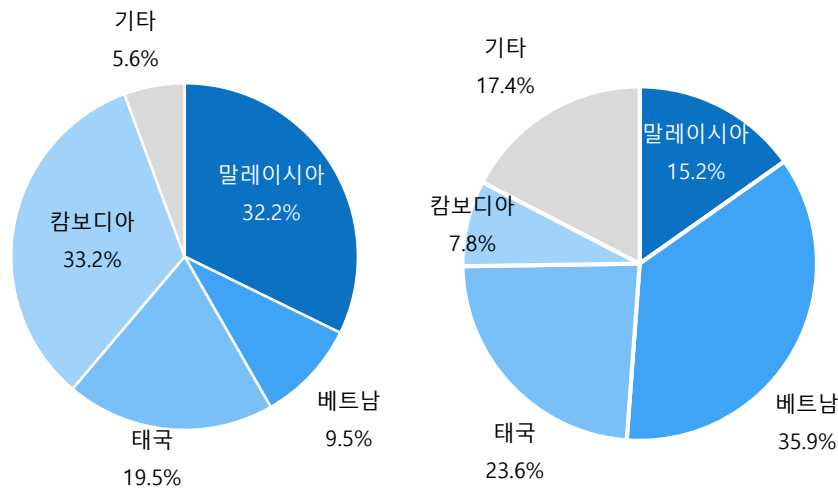
자료 : Top Glove, iM증권 리서치본부

주: 분기 기준이 국내보다 1개월 앞. 가령, 25년 2분기는 24년 12월~25년 2월 기준

### 3. 태양광 셀/모듈 - 동남아산 AD/CVD 부과로 인한 반사수혜

- 트럼프의 보편 및 상호관세와는 별개로 2025년 4월 ITC에서 동남아 4개국 셀/모듈에 대한 고율의 AD/CVD 최종관세를 확정함에 따라 2025년에는 미국으로의 물량 유입 감소 전망
- 2024년 미국 태양광 모듈 수입에서 해당 동남아 4개국 비중이 80% 상회했던 만큼 금번 고율관세 타격은 결코 작지 않을 것. 특히 이들은 모듈 뿐만 아니라 셀 수입량의 95% 차지하는 주요 수출국인 만큼 셀 설비가 부족한 미국의 셀 수입량 감소가 의미하는 바는 훨씬 큼
- 상호관세까지 감안할 경우 물량 유입에 차질은 더욱 커질 수밖에 없음. 7월 전까지 각 국가별로 상호관세 협상이 지속되겠지만 현재까지 확정된 관세 기준으로는 셀/모듈 수입 의존도가 높은 캄보디아(49%), 베트남(46%), 태국(36%), 말레이시아(24%) 등에게 특히 더 높은 관세가 부과되었기 때문
- AD/CVD 부과에 이어 상호관세 현실화될 경우 모듈 뿐 아니라 셀 수입도 제한적으로 이뤄질 것. 이는 미국 내 과잉재고 소진을 야기하면서 결국에는 모듈 가격 반등으로도 이어질 수 있음. 한화솔루션, First Solar 등 미국에서 생산 및 판매하는 업체들에게 분명한 반사수혜 기회가 될 것으로 전망

2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

동남아시아 4개국 셀/모듈 AD/CVD 최종 관세율

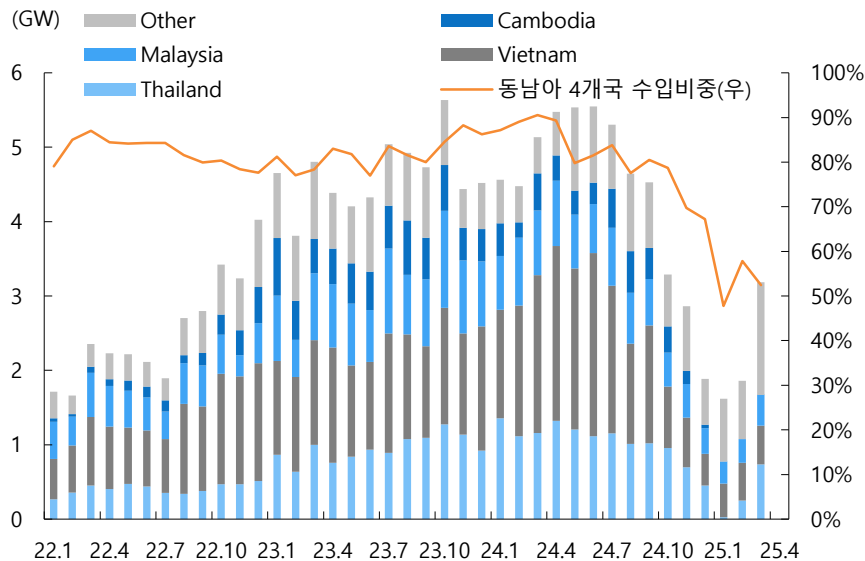
| 국가    | 업체명                        | AD     | CVD      | 합계       |
|-------|----------------------------|--------|----------|----------|
| 캄보디아  | Hounen Solar               | 125.4% | 3,404.0% | 3,529.3% |
|       | Solar Long PV-Tech         | 125.4% | 3,404.0% | 3,529.3% |
|       | 그 외 기타업체                   | 125.4% | 534.7%   | 660.0%   |
| 말레이시아 | Hanwha Q Cells             | 0.0%   | 14.6%    | 14.6%    |
|       | Jinko Solar                | 8.6%   | 38.4%    | 47.0%    |
|       | Baojia New Energy          | 81.2%  | 168.8%   | 250.0%   |
|       | SunMax Energy              | -      | 168.8%   | 168.8%   |
|       | 그 외 기타업체                   | 8.6%   | 32.5%    | 41.1%    |
| 태국    | Trina Solar Technology     | 111.5% | 263.7%   | 375.2%   |
|       | Sunshine Electrical Energy | 202.9% | 799.6%   | 1,002.5% |
|       | Taihua New Energy          | 202.9% | 799.6%   | 1,002.5% |
|       | 그 외 기타업체                   | 111.5% | 263.7%   | 375.2%   |
|       | JA Solar                   | 58.1%  | 68.2%    | 126.2%   |
| 베트남   | Jinko Solar                | 125.9% | -        | 125.9%   |
|       | Boviet Solar               | 82.7%  | 230.7%   | 313.3%   |
|       | Trina Solar Energy         | 82.7%  | -        | 82.7%    |
|       | Vietnergy                  | 82.7%  | -        | 82.7%    |
|       | Vietnam Sunergy            | 82.7%  | -        | 82.7%    |
|       | Vietnam Wide-Entity        | 271.3% | -        | 271.3%   |
|       | HT Solar                   | -      | 542.6%   | 542.6%   |
|       | 그 외 기타업체                   | -      | 124.6%   | 124.6%   |

자료 : USITC, iM증권 리서치본부

## 상반기 재고 소진 시작되며 하반기 모듈 가격 반등 방향성은 여전히 유효

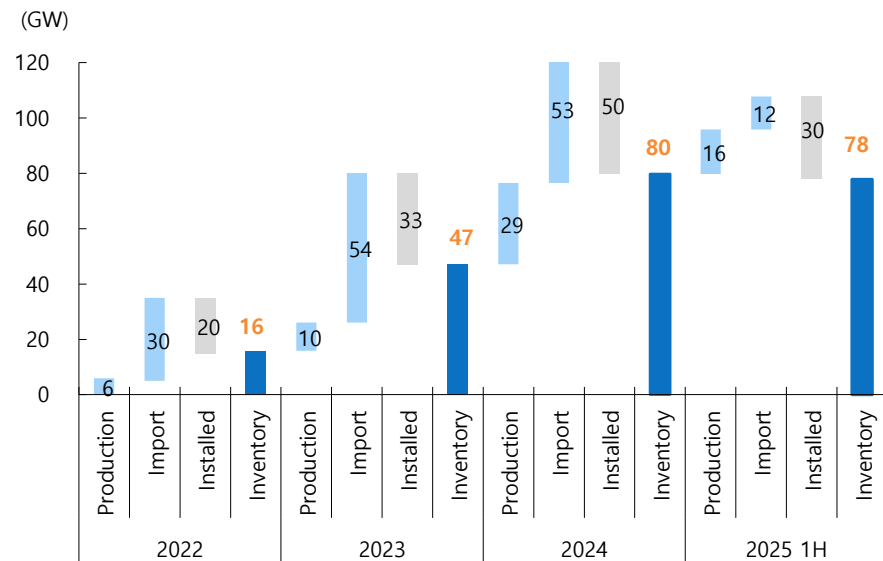
- 2024년 7월 동남아 4개국 수입산 모듈에 대한 관세 유예 종료 이후 미국 모듈 수입량 빠르게 급감하기 시작. 2025년 1월에는 관세 유예 적용되기 전 수준까지 감소하며 2022년 이후 가장 낮은 수준 도달했으나, 3월에는 그 외 국가인 인도네시아/파키스탄 등을 중심으로 다시 수입량 증가
- 그러나 최근 AD/CVD 적용된 4개 국가의 비중이 당초 80% 상회할 만큼 압도적이었고, 보편관세에 이어 7월부터는 각 국가별로 상호관세 부과도 결국 시행될 가능성 높다는 점을 고려하면 전체적인 수입량이 현 레벨에서 추가로 더 늘어나긴 쉽지 않을 것으로 예상
- 이에 1분기와 유사한 수준의 수입량이 2분기에도 이어진다고 가정할 경우, 2025년 상반기 말 미국 내 모듈 재고는 2024년 말과 유사하거나 아주 소폭 감소할 수 있다는데 판단. 참고로 이는 지난 3년간 IRA 정책 하에 미국 내 신규 유입된 생산설비의 가동 효과도 감안한 가정임. 60일 내 설치가 완료돼야 하는 것으로 IRA 개정안이 하원 통과된 만큼 2025년 선제적 설치 수요가 발생할 수 있다는 점까지 고려한다면 오히려 2025년 연말 기준 모듈 재고는 더 가파르게 소진 될 수도 있을 듯. 상반기 중 미국 모듈 재고 감소 전환을 확인하고, 하반기에는 가격 반등세도 출현할 수 있다는데 무게

미국 모듈 수입량 추이



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

2022년 이후 미국 모듈 재고 추정



자료 : iM증권 리서치본부

## &lt;IRA 개정안&gt; 하원 통과: 수요 위축 vs 공급 감소

- 5월 22일 공화당 주도로 발의된 IRA 개정안 하원 통과. 수요/공급 측면에서 각각 부정적인 요소와 긍정적인 요소가 혼재되어 있었는데 단기적으로는 세제혜택 일몰 전 선제적 수요 창출과 중국 업체들 퇴출로 우호적 여건을 기대할 수 있겠으나, 궁극적으로는 당초 대비 부정적 영향이 더 크다는 판단
- 현재 하원 통과된 개정안 기준 AMPC 지급기간이 1년 단축에 그쳤다는 점에서는 긍정적이나, 여전히 미국 태양광 수요에 가장 큰 영향을 미치는 ITC 혜택은 2032년 30% 정점 도달 후 2034년까지 점차 축소되는 기존안에서 2028년 말 폐지로 4년 단축 예정. 하지만 법안 통과 후 60일 내 착공과 28년 말까지 그리드 연결 완료라는 세부조건, 현재 약 2.5TW 상회하는 미국 내 Interconnection Queue 물량을 감안하면 실질적으로 데드라인은 2025년 말에 가까운 셈. 60일 이내 착공 조건을 충족시키기 위해 25년 2~3분기에 단기적으로 수요가 집중될 수 있으나, 2026년 이후부터는 기존 전망치 대비 수요 눈높이 하향 조정 불가피. 또한 미국 태양광 시장에서 Residential 수요는 전체 시장의 약 10% 내외로 크지 않지만 이 또한 TPO 세제혜택 대상에서 제외돼 추가적인 성장 동력 상실한 것으로 판단

5/22 미국 하원 통과된 IRA 개정안 주요 내용

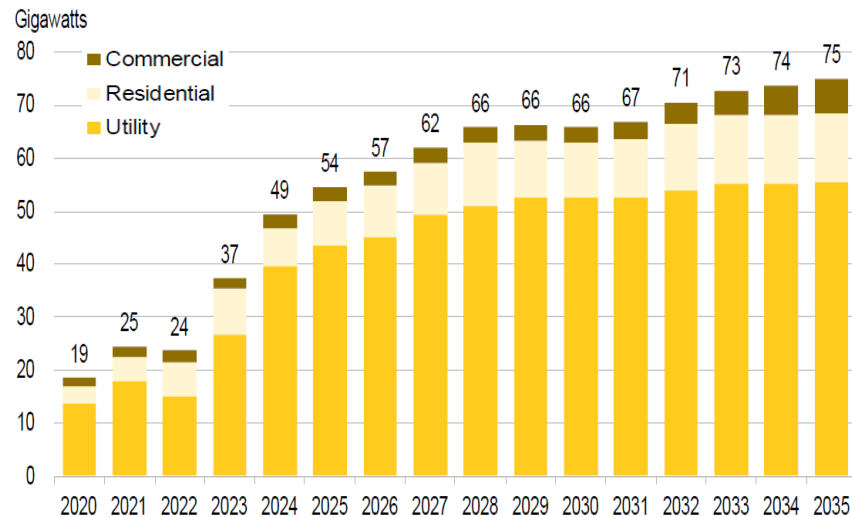
| 에너지원별 주요 항목          | 기존                                                                            | 변경(하원 통과 기준)                                                        | 주요 변경 내용                                                                                                                                                       |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AMPC(=45X)           | 2030년 75%<br>2031년 50%<br>2032년 25%<br>2033년부터 0% 폐지                          | 2030년 75%<br>2031년 50%<br>2032년부터 0% 폐지                             | 1. AMPC<br>- 지급기간 1년 단축 (태양광/배터리 등)<br>- 품력은 2027년까지 적용 및 2028년 이후 AMPC 대상에서 제외<br>- 금지된 외국법인의 지원 or 라이선스 계약에 의해 생산된 제품은 제외<br>- <u>세액공제 제3자 매각 2028년부터 불가</u> |
| 태양광 ITC(=48E)        | ~2032년 30%<br>2033년 22.5%<br>2034년 15%<br>2035년부터 0% 폐지                       | 2029년부터 폐지<br>(단, 2028년 이전까지는 ITC/PTC 혜택 충족해야 하는데 그 조건은 우측 세부내용 참고) | 2. ITC/PTC<br>a) 수령 조건 강화<br>* 법안 통과 이후 60일 이내 착공해야 함<br>** 2028년 말까지 그리드 연결 완료 필요<br>b) 신설: <u>TPO 사업 Credit 수령 불가</u>                                        |
| PTC(=45Y)            | ~2032년 1.50cent/kWh<br>2033년 1.13cent/kWh<br>2034년 0.75cent/kWh<br>2035년부터 폐지 |                                                                     |                                                                                                                                                                |
| 탄소 포집 및 격리(=45Q)     | 폐지 시기 등 주요 사항 변동 없음                                                           |                                                                     | 3. 공통 사항<br>- <u>2026년 1월부터 FEOC 및 관련 기업 세제혜택 금지</u>                                                                                                           |
| 청정연료(Biofuel) (=45Z) | 2027년까지, 미국산만 적용                                                              | 2031년까지 (4년 연장)<br>미국/캐나다/멕시코산으로 확대                                 | * FEOC(외국 적대기업): 중국, 러시아 등 특정 국가 포함<br>** 2027년부터 1)납세자가 지정된 외국 기업이거나, 2)세액공제 대상 활동과 관련된 지급액 중 일정 비율(5~15% 이상)이 FEOC에 지급 되는 경우 세액공제 불인정                        |
| 원자력 (=45U)           | 2033년부터 폐지                                                                    | 2032년부터 폐지                                                          |                                                                                                                                                                |
| 수소 (=45V)            | 2033년 세액공제 폐지                                                                 | 2026년 세액공제 폐지                                                       |                                                                                                                                                                |

## (-) 2026년 이후 태양광 수요 위축 가능성 염두에 뒀다

- 2024년 미국 태양광 시장은 당초 예상치인 40~42GW를 대폭 상회하는 49~50GW가 실제로 설치되었음. 고금리와 NEM 3.0 여파로 주거용 수요 부진은 이어졌으나, 모듈가격 약세에 따른 설치비 감소 및 ITC 상향에 따른 영향. 특히 트럼프 재집권 앞두고 4분기에만 19GW 설치된 것으로 파악
- Bloomberg는 2025년 이후에도 중장기적으로 매년 6~8% 내외의 성장률을 보일 것으로 전망하고 있으나, IRA 개정안 하원 통과로 수요 전망치는 조정 불가피할 전망. 태양광 LCOE 경쟁력이 높아졌다고 하더라도 ITC/PTC 세제혜택은 여전히 미국 수요에 결정적인 역할을 하고 있기 때문에 금번 개정안으로 ITC/PTC 혜택이 2028년 이후 폐지될 경우 그 이후 미국의 설치 수요는 주춤해질 수밖에 없음. 미국은 Residential 수요가 태양광 전체 시장의 약 10% 내외로 크지는 않지만 TPO 부문은 세제혜택 대상에서 제외됨으로써 성장 동력을 상실했다는 점도 수요 하향조정 요인으로 작용
- 한편, 세제혜택 기한이 2028년이라 하더라도 법안 통과 후 60일 내 착공 및 2028년 말까지 그리드 연결 완료돼야 하는데, 이미 미국 내 그리드 연결 승인 대기 중인 Interconnection Queue 프로젝트가 약 2.5TW, 그 중 태양광이 1TW 상회하고 있음을 감안하면 사실상 ITC/PTC 유효기간은 2025년 말에 가까움. 상원 합의 및 대통령 서명에 따라 시기는 달라지겠지만 대략 7~8월로 가정하면 9~10월 내 착공해야 하는 셈

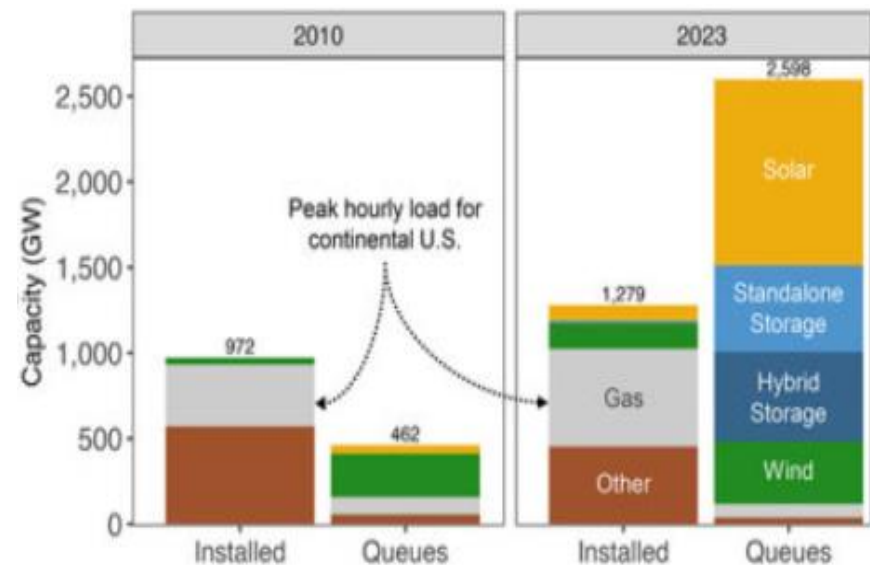
미국 연도별 태양광 수요 추이 및 전망

### Historical and forecast US annual solar additions



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 내 에너지원별 Interconnection Queue 프로젝트 규모



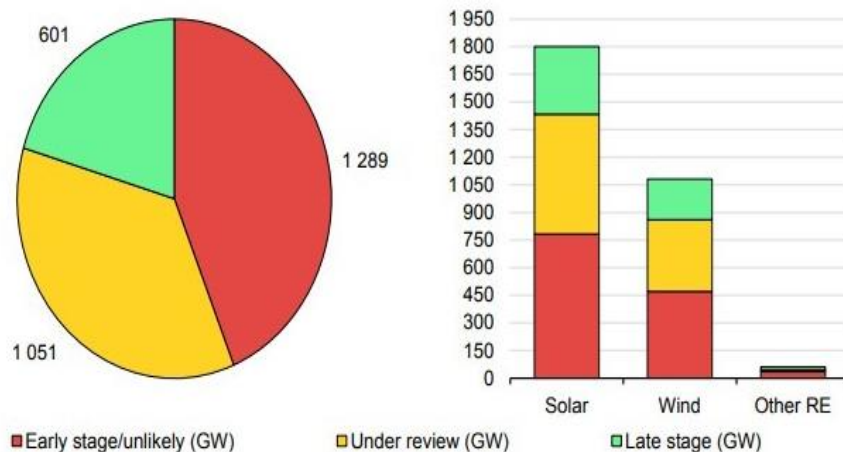
자료 : Berkeley Lab, iM증권 리서치본부

## (-) 대규모 Interconnection Queue 감안하면 ITC 실질적 데드라인은 25년인 셈

- 그리드 연결 승인을 대기 중인 프로젝트의 90% 이상은 태양광/풍력 등 신재생에너지와 그 저장장치인 ESS가 차지하고 있음. 참고로 글로벌 총 대기 물량 중에서 각 지역별로는 2022년 IRA 법안 실행 이후 신재생에너지 설치 수요가 급증한 미국이 약 85% 달하는 것으로 파악
- 현재 대기열에 있는 재생에너지 프로젝트를 진행 단계별로 나누면 개발 초기 단계이나 잠재적 철회 가능성이 높은 프로젝트가 43.8%로 가장 많음. 그 외 ISO에서 검토가 진행되고 있는 프로젝트는 35.7%, 거의 마지막 단계에 있어 상업가동 가능성이 높은 프로젝트는 20.4% 수준에 그침
- 미국 ISO별로 그리드 대기열에 들어온 후 상업생산이 시작되기까지 소요되는 기간은 약 37~70개월 정도 소요되는데, 이는 2022년 IRA 법안 이후 프로젝트 신청 건수가 급증하면서 계통 안정성 등에 대한 영향평가와 승인 등이 지연되고 있는 영향
- 이번 개정안에서는 ITC/PTC 혜택을 받기 위해 2028년까지 그리드 연결을 완료해야 하는 조건이 신설되었는데, 그리드 안정성 검토 및 승인 후 실제 연결까지 최소 3년 이상 소요됨을 감안하면 실질적으로 그 혜택은 이미 발전소 건설을 계획하고 있었거나 진행 중인 프로젝트 정도만 누릴 수 있을 듯

그리드 연결 승인 대기 중인 재생에너지 프로젝트 진행단계별 규모

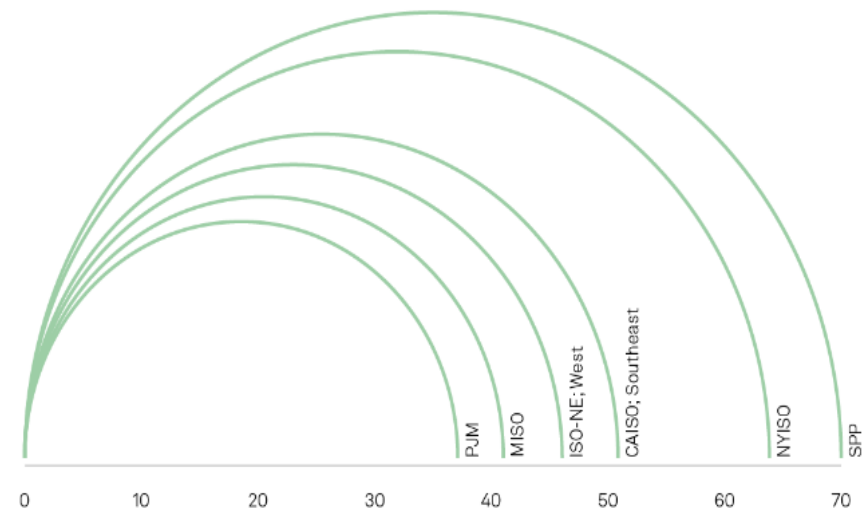
Renewable energy capacity in connection queues by project stage



자료 : IEA, iM증권 리서치본부

ISO별 그리드 연결 승인 요청부터 상업가동까지 소요 기간

Average time from queue date to proposed online date (months)

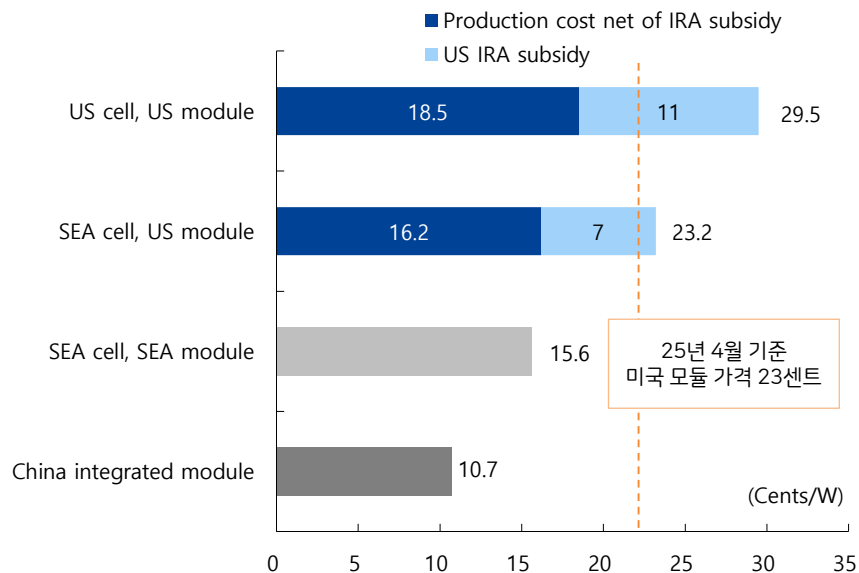


자료 : Platts, iM증권 리서치본부

## (+) IRA 개정안으로 미국 내 중국 업체들의 점진적 퇴출 예상

- 반면, FEOC 및 관련 기업에 대한 제재 내용이 신규로 추가된 것은 미국 내 모듈 공급 축소를 이끌 수 있다는 점에서 긍정적. 2026년 1월 이후에는 중국산 뿐만 아니라 중국 자본에 기반한 실질적인 중국 업체들의 물량은 IRA 대상에서 제외돼 향후 가동률 조정 또는 설비 퇴출이 불가피할 전망
- 2022년 IRA 법안 발표 이후 국내외 다수 업체들이 현지 설비투자를 확대해왔는데, 중국 업체들도 예외는 아니었음. 대표적으로 Longi, JA Solar, Canadian Solar 등이 지난해 상업가동을 시작했거나 연내 추가로 신규설비 가동을 계획하고 있음
- 그러나 FEOC 관련 기업들을 세제혜택에서 제외한다는 금번 IRA 개정안이 최종적으로 실행될 경우 중국 업체들이 미국 내에서 생산설비를 온전히 감당하기는 결코 쉽지 않음. 가령, IRA 없이 미국에서 셀/모듈 생산하는 비용은 29.5센트인데 이는 25년 4월 기준 평균 23센트인 미국 모듈가격을 상회하고 있어 적자 불가피함. 동남아 셀을 수입해 모듈 생산하더라도 BEP 수준에 그쳐 고정비 등을 감안하면 역시 적자
- 따라서 현재 미국 내에서 가동 중인 중국 업체들의 설비는 가동 축소 또는 중단을 검토할 수밖에 없으며, 계획 중인 프로젝트 역시 철회할 가능성이 높아 중장기적으로 미국 내 공급감소 효과는 기대해볼 수 있을 듯

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 제조비용 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 내 셀/모듈 투자 계획 or 진행 중인 주요 중국 업체들

| 업체명                               | 위치          | 생산설비 | 규모(GW) | 상업가동 시기   |
|-----------------------------------|-------------|------|--------|-----------|
| Trina Solar<br>(미국 공장 Freyer에 매각) | 미국, Texas   | 셀    | 5.0    | 2026년 초   |
|                                   |             | 모듈   | 5.0    | 2024년 말   |
| JA Solar                          | 미국, Arizona | 모듈   | 2.0    | 2024년 말   |
| Canadian Solar                    | 미국, Indiana | 셀    | 5.0    | 2025년 말   |
|                                   | 미국, Texas   | 모듈   | 5.0    | 2024년 3분기 |
| Longi (JV w/Invenergy)            | 미국, Ohio    | 모듈   | 5.0    | 2024년 초   |
| Jinko Solar                       | 미국, Florida | 모듈   | 1.0    | 2025년 초   |

자료 : iM증권 리서치본부



## [기업분석]

|                 |    |
|-----------------|----|
| 유니드 (014830)    | 30 |
| 금호석유 (011780)   | 35 |
| 롯데정밀화학 (004000) | 41 |
| 롯데케미칼 (011170)  | 47 |
| 한화솔루션 (009830)  | 53 |

## 유니드(014830)

## 2~3분기 더욱 뚜렷하게 목격할 스프레드 확대

## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 126,000원(유지) |
| 증가(2025.05.28) | 87,200원      |
| 상승여력           | 44.5 %       |

## Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 34십억원           |
| 발행주식수     | 677만주           |
| 시가총액      | 590십억원          |
| 외국인지분율    | 9.4%            |
| 52주 주가    | 59,000~116,500원 |
| 60일평균거래량  | 46,024주         |
| 60일평균거래대금 | 3.8십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M  | 6M   | 12M   |
|----------|------|-----|------|-------|
| 절대수익률    | -2.5 | 8.2 | 34.4 | -20.7 |
| 상대수익률    | -7.2 | 2.8 | 27.8 | -18.8 |



## [투자포인트]

- 목표주가 12.6만원 및 투자의견 매수 유지
- 25년은 UHC 가동에 따른 Q 증가와 중국 KCI 강세 cost-push로 인한 P 상승을 확실히 목격하는 시기가 될 것. 지난해 중국 UHC 공장 초기 가동 및 CPs 프로젝트 관련해 발생한 약 120억원의 일회성 비용 축소로 전년 대비 Cost 측면에서도 그 부담은 확실히 완화될 전망. 화학 중소형주 최선호 유지
- 1분기 환율상승 속에서 가성/탄산칼륨 판가 상승, UHC 신규 가동에 따른 물량 증가 등으로 컨센서스를 큰 폭 상회하는 호실적을 기록했는데, 2~3분기에도 눈높이 상회하는 이익 체력 보여줄 것으로 전망. 중국 내 염화칼륨 가격 강세 이어지고 있을 뿐만 아니라 4월 말 기준 재고 180만톤으로 과거 5년 평균 대비 -24% 더 낮은 수준. 이에 중국은 높은 가격에도 불구하고 단기 내 염화칼륨을 비축할 수밖에 없는데, 그 원가 상승은 3~4분기 판가에 추가 이전되면서 동사 가성/탄산칼륨 판가 상승 역시 기대해볼 수 있다는 판단
- 한편, 동사는 캐나다에서 원료를 100% 구매하고 있는데 YTD 가격 +16% 상승해 중국 내수 가격 +27% 대비 훨씬 안정적인 편. 특히 7월 투입분까지는 지난 연말 계약한 가격으로 사실상 고정돼 있어 중국 경쟁사들과 달리 판가 상승효과만 온전히 누릴 수 있음. 25년 연간 영업이익 1,343억원으로 +41%YoY 큰 폭의 성장 예상

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 1,112   | 1,358   | 1,491   | 1,650   |
| 영업이익(십억원)    | 95      | 134     | 148     | 172     |
| 순이익(십억원)     | 76      | 110     | 126     | 149     |
| EPS(원)       | 11,265  | 16,319  | 18,619  | 22,058  |
| BPS(원)       | 149,574 | 169,829 | 192,187 | 217,789 |
| PER(배)       | 6.4     | 5.3     | 4.7     | 4.0     |
| PBR(배)       | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.4     |
| ROE(%)       | 8.0     | 10.2    | 10.3    | 10.8    |
| 배당수익률(%)     | 2.5     | 2.8     | 3.0     | 3.2     |
| EV/EBITDA(배) | 3.9     | 3.0     | 2.0     | 1.4     |

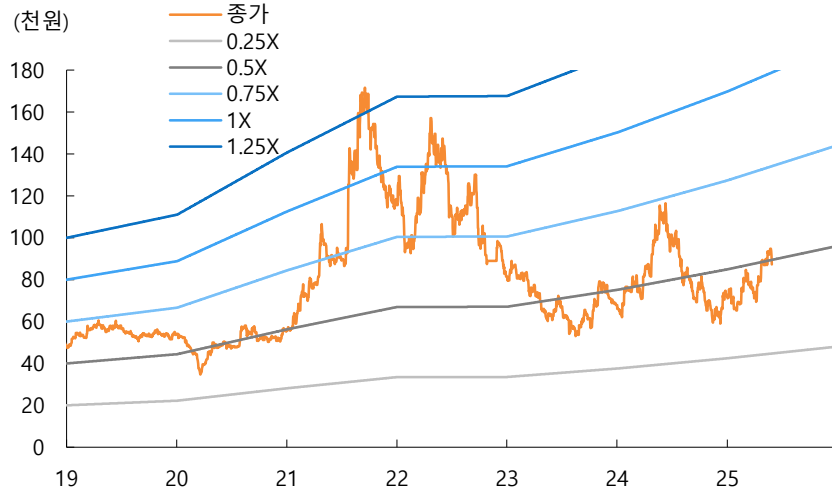
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

유니드 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 합계        |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액       | 254.7 | 291.6 | 289.8 | 275.5 | 322.5 | 354.7 | 356.3 | 324.6 | 1,133.7 | 1,111.6 | 1,358.1 |
| 영업이익      | 27.5  | 35.0  | 20.5  | 12.5  | 28.7  | 40.3  | 37.6  | 27.7  | 32.1    | 95.4    | 134.3   |
| 영업이익률     | 10.8% | 12.0% | 7.1%  | 4.5%  | 8.9%  | 11.4% | 10.6% | 8.5%  | 2.8%    | 8.6%    | 9.9%    |
| 국내 법인     |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액       | 147.8 | 165.7 | 156.5 | 139.3 | 154.3 | 173.1 | 178.2 | 156.0 | 645.8   | 609.3   | 661.6   |
| 영업이익      | 17.0  | 22.1  | 14.9  | 5.6   | 18.7  | 23.1  | 19.8  | 12.6  | 29.6    | 59.6    | 74.2    |
| 영업이익률     | 11.5% | 13.3% | 9.5%  | 4.0%  | 12.1% | 13.4% | 11.1% | 8.1%  | 4.6%    | 9.8%    | 11.2%   |
| 중국 법인     |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액       | 110.2 | 131.6 | 137.7 | 142.4 | 172.1 | 181.6 | 178.1 | 168.6 | 526.5   | 521.9   | 700.4   |
| 영업이익      | 10.1  | 12.4  | 5.1   | 6.4   | 9.2   | 17.2  | 17.8  | 15.1  | 0.1     | 34.0    | 59.3    |
| 영업이익률     | 9.2%  | 9.4%  | 3.7%  | 4.5%  | 5.3%  | 9.5%  | 10.0% | 9.0%  | 0.0%    | 6.5%    | 8.5%    |

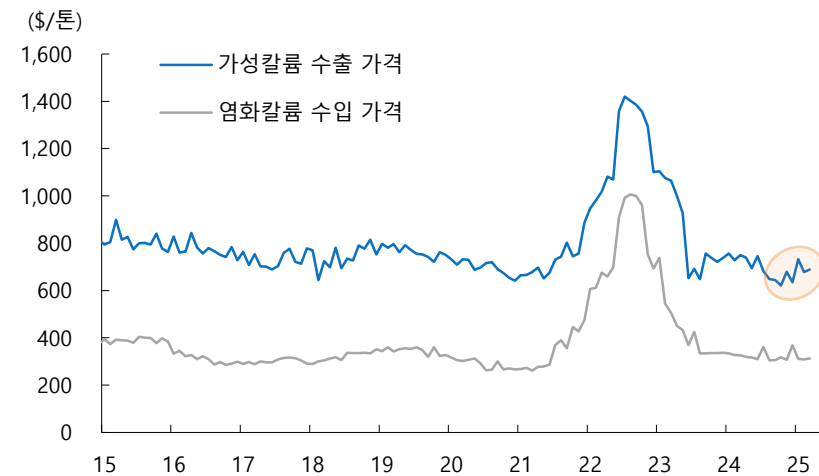
자료: iM증권 리서치본부

유니드 12M Forward 기준 PBR 추이



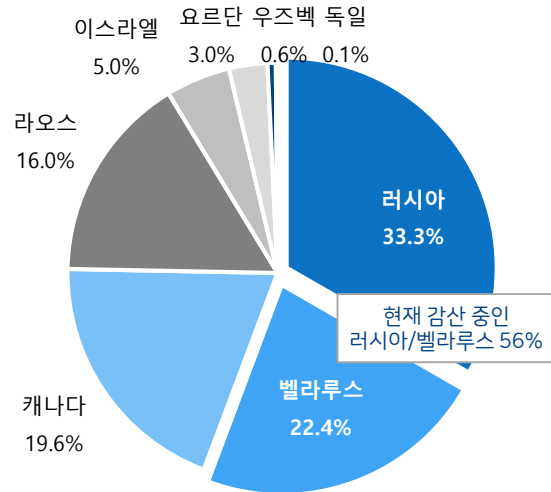
자료: iM증권 리서치본부

국내 염화칼륨 수입 및 가성칼륨 수출 가격



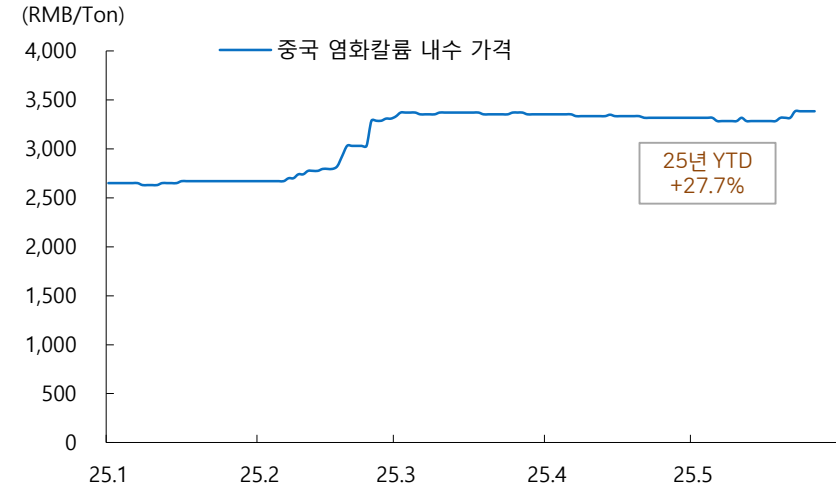
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국의 염화칼륨 국가별 수입 비중



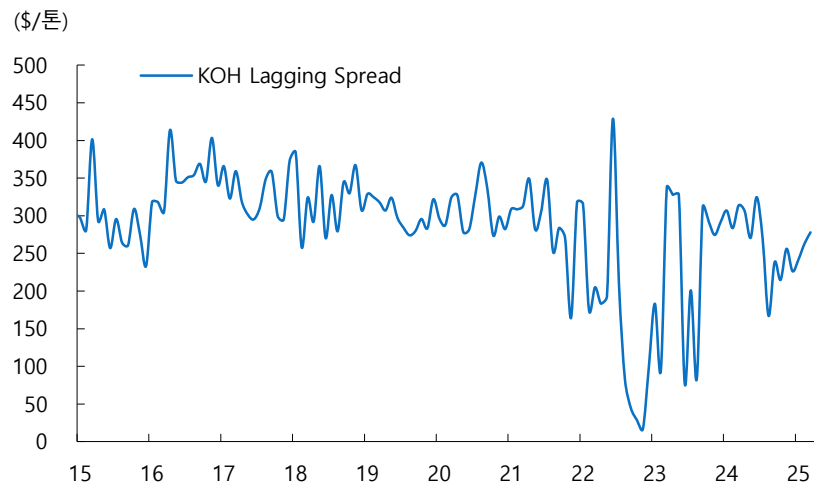
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국 염화칼륨 내수 가격



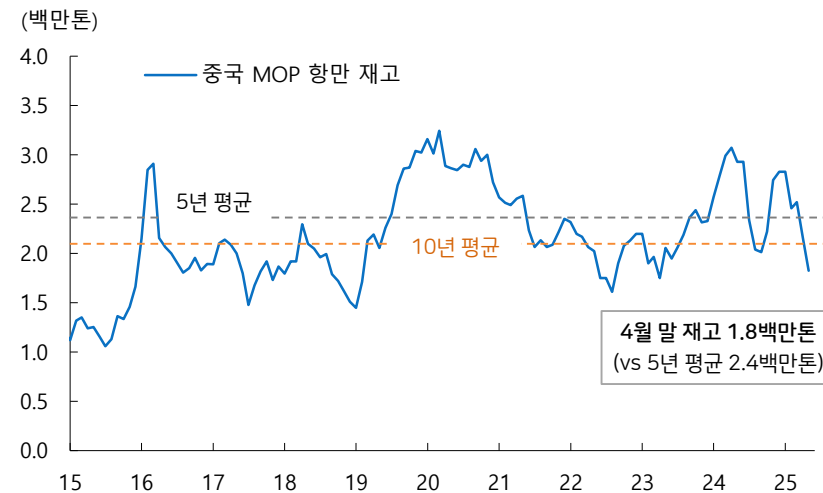
자료 : SunSirs, iM증권 리서치본부

국내 가성칼륨 스프레드 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

중국 내 염화칼륨 재고



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 562   | 683   | 807   | 996   |
| 현금 및 현금성자산 |       | 71    | 95    | 239   | 373   |
| 단기금융자산     |       | 55    | 57    | 57    | 58    |
| 매출채권       |       | 286   | 350   | 313   | 347   |
| 재고자산       |       | 138   | 169   | 186   | 205   |
| 비유동자산      |       | 802   | 802   | 797   | 812   |
| 유형자산       |       | 613   | 625   | 631   | 656   |
| 무형자산       |       | 12    | 10    | 9     | 7     |
| 자산총계       |       | 1,365 | 1,485 | 1,605 | 1,808 |
| 유동부채       |       | 218   | 221   | 219   | 244   |
| 매입채무       |       | 54    | 65    | 72    | 80    |
| 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   | 336   | 304   | 334   |
| 지배주주지분     |       | 1,012 | 1,149 | 1,301 | 1,474 |
| 자본금        |       | 34    | 34    | 34    | 34    |
| 자본잉여금      |       | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 이익잉여금      |       | 1,102 | 1,196 | 1,305 | 1,436 |
| 기타자본항목     |       | -127  | -85   | -42   | 1     |
| 비지배주주지분    |       | -     | -     | -     | -     |
| 자본총계       |       | 1,012 | 1,149 | 1,301 | 1,474 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 117  | 125   | 228   | 174   |
| 당기순이익        |       | 76   | 110   | 126   | 149   |
| 유형자산감가상각비    |       | 52   | 64    | 59    | 55    |
| 무형자산상각비      |       | 2    | 2     | 2     | 1     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -17  | -17   | -17   | -17   |
| 투자활동 현금흐름    |       | -185 | -83   | -72   | -87   |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -120 | -75   | -65   | -80   |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -1   | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | -23  | -8    | -8    | -8    |
| 재무활동 현금흐름    |       | -12  | -64   | -58   | 1     |
| 단기금융부채의증감    |       | -102 | -30   | -10   | 15    |
| 장기금융부채의증감    |       | 103  | -20   | -30   | 5     |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -3   | -3    | -3    | -3    |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -75  | 24    | 144   | 134   |
| 기초현금및현금성자산   |       | 146  | 71    | 95    | 239   |
| 기말현금및현금성자산   |       | 71   | 95    | 239   | 373   |

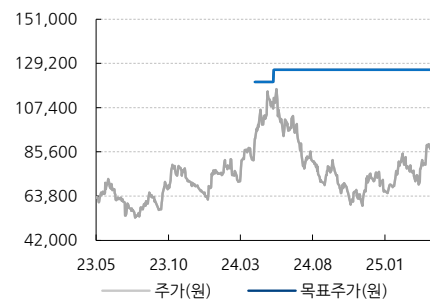
자료 : 유니드, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,112 | 1,358 | 1,491 | 1,650 |
| 증가율(%)      |          | -1.9  | 22.2  | 9.8   | 10.7  |
| 매출원가        |          | 876   | 1,071 | 1,172 | 1,289 |
| 매출총이익       |          | 235   | 287   | 319   | 362   |
| 판매비와관리비     |          | 140   | 152   | 171   | 189   |
| 연구개발비       |          | 17    | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 95    | 134   | 148   | 172   |
| 증가율(%)      |          | 197.6 | 40.8  | 10.0  | 16.6  |
| 영업이익률(%)    |          | 8.6   | 9.9   | 9.9   | 10.4  |
| 이자수익        |          | 2     | 3     | 6     | 9     |
| 이자비용        |          | 8     | 6     | 5     | 6     |
| 지분법이익(손실)   |          | -17   | -17   | -17   | -17   |
| 기타영업외손익     |          | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 세전계속사업이익    |          | 87    | 126   | 143   | 170   |
| 법인세비용       |          | 11    | 15    | 17    | 21    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 7.8   | 9.3   | 9.6   | 10.3  |
| 당기순이익       |          | 76    | 110   | 126   | 149   |
| 순이익률(%)     |          | 6.9   | 8.1   | 8.5   | 9.0   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 76    | 110   | 126   | 149   |
| 기타포괄이익      |          | 43    | 43    | 43    | 43    |
| 총포괄이익       |          | 119   | 153   | 169   | 192   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 11,265  | 16,319  | 18,619  | 22,058  |
| BPS                    |  | 149,574 | 169,829 | 192,187 | 217,789 |
| CFPS                   |  | 19,192  | 26,017  | 27,537  | 30,312  |
| DPS                    |  | 1,800   | 2,400   | 2,600   | 2,800   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 6.4     | 5.3     | 4.7     | 4.0     |
| PBR                    |  | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.4     |
| PCR                    |  | 3.8     | 3.4     | 3.2     | 2.9     |
| EV/EBITDA              |  | 3.9     | 3.0     | 2.0     | 1.4     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 8.0     | 10.2    | 10.3    | 10.8    |
| EBITDA이익률              |  | 13.4    | 14.7    | 14.0    | 13.8    |
| 부채비율                   |  | 34.8    | 29.2    | 23.4    | 22.6    |
| 순부채비율                  |  | 9.2     | 1.5     | -12.8   | -19.1   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 4.0     | 4.3     | 4.5     | 5.0     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 8.1     | 8.8     | 8.4     | 8.4     |

## 유니드 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 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-mail 등을 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)

## [투자비용등급] 2025-03-31 기준

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 금호석유(011780)

### 1분기 미국 Glove 수입에서 명확히 확인되는 중국산 관세 인상 효과

Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 170,000원(유지) |
| 종가(2025.05.28) | 114,100원     |
| 상승여력           | 49.0 %       |

#### Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 167십억원          |
| 발행주식수     | 2,646만주         |
| 시가총액      | 3,019십억원        |
| 외국인지분율    | 16.9%           |
| 52주 주가    | 87,800~165,200원 |
| 60일평균거래량  | 147,776주        |
| 60일평균거래대금 | 17.0십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M  | 12M   |
|----------|------|------|-----|-------|
| 절대수익률    | -3.4 | 4.0  | 8.2 | -21.9 |
| 상대수익률    | -8.1 | -1.4 | 1.5 | -20.0 |



#### [투자포인트]

- 목표주가 17만원 및 투자의견 매수 유지. 업황과 실적, 재무구조, 주주정책 등 모든 측면에서 석유화학 업종 내 가장 편안한 흐름을 기대할 수 있는 업체
- 1분기 환율상승과 고무/합성수지/폐놀 등 전 사업부에 걸친 이익 개선으로 컨센서스를 큰 폭 상회하는 영업이익 창출했음에도 2분기 감익 우려로 주가는 조정. 시장 우려대로 2분기는 BD 급락으로 인한 고무 스프레드 축소와 EPDM/에너지 부문 정기보수 등으로 QoQ 이익 감소 불가피. 그럼에도 868억원의 결코 낮은 이익 체력이 아님
- 한편, 미국의 중국산 Glove 관세 인상효과는 1분기 수입 데이터에서 뚜렷하게 확인. 1분기 미국 Glove 수입에서 중국산 비중은 2% 내외로 24년 25% 대비 대폭 감소했고, 말레이시아산은 동 기간 44%에서 67%로 증가하는 등 그 효과가 선명하게 포착되고 있음
- 이에 동반한 동사 NB-Latex 반사수해도 3분기 전후로 뚜렷하게 나타날 전망. 수입국에는 이미 변화가 나타나고 있으나, 연말 미국 업체들의 재고축적으로 절대적인 수요 자체는 1~2분기 감소 불가피할 듯. 실제로 Top Glove, Sri Trang 등 Glove 업체들 1분기 판매량은 QoQ 감소. 그러나 약 3~6개월 간의 재고소진 기간을 감안하면 3분기 기점으로 수입이 점진적으로 재개되고, 그보다 약 1~2개월 선행해서 동사 NB-Latex 판매량 역시 동반 증가 예상. 물량 증가 및 미국 판가 상승효과까지 겹쳐지면 하반기 흑자전환도 충분히 기대해볼 수 있다는 판단

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 7,155   | 7,506   | 7,837   | 7,976   |
| 영업이익(십억원)    | 273     | 384     | 401     | 495     |
| 순이익(십억원)     | 349     | 386     | 408     | 482     |
| EPS(원)       | 11,321  | 12,708  | 13,429  | 15,871  |
| BPS(원)       | 198,885 | 208,822 | 219,253 | 231,747 |
| PER(배)       | 8.0     | 9.0     | 8.5     | 7.2     |
| PBR(배)       | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| ROE(%)       | 5.9     | 6.2     | 6.3     | 7.0     |
| 배당수익률(%)     | 2.4     | 2.4     | 2.6     | 3.1     |
| EV/EBITDA(배) | 5.0     | 4.3     | 4.3     | 3.7     |

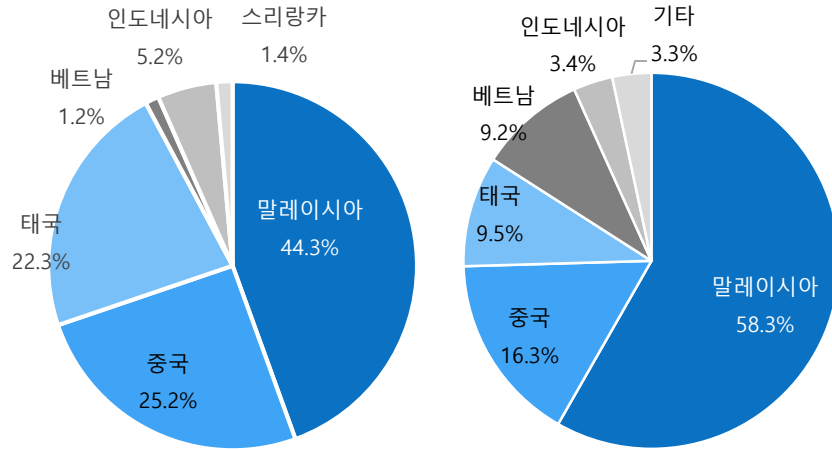
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)   | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023  | 2024  | 2025F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 합계          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 1,667 | 1,852 | 1,828 | 1,807 | 1,908 | 1,826 | 1,908 | 1,863 | 6,323 | 7,155 | 7,506 |
| 영업이익        | 78.6  | 119.2 | 65.1  | 10.0  | 120.6 | 86.8  | 101.0 | 75.6  | 359.0 | 272.8 | 384.0 |
| 영업이익률       | 4.7%  | 6.4%  | 3.6%  | 0.6%  | 6.3%  | 4.8%  | 5.3%  | 4.1%  | 5.7%  | 3.8%  | 5.1%  |
| 합성고무        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 596   | 708   | 734   | 759   | 757   | 752   | 809   | 773   | 2,162 | 2,795 | 3,092 |
| 영업이익        | 25.1  | 46.6  | 10.7  | 18.4  | 46.0  | 38.3  | 44.7  | 33.0  | 96.8  | 100.8 | 162.0 |
| 영업이익률       | 4.2%  | 6.6%  | 1.5%  | 2.4%  | 6.1%  | 5.1%  | 5.5%  | 4.3%  | 4.5%  | 3.6%  | 5.2%  |
| 합성수지        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 322   | 332   | 313   | 316   | 336   | 310   | 299   | 301   | 1,250 | 1,283 | 1,245 |
| 영업이익        | -1.4  | 1.2   | -8.7  | -9.5  | 5.2   | 2.4   | 1.4   | 1.0   | -6.0  | -18.4 | 10.0  |
| 영업이익률       | -0.4% | 0.4%  | -2.8% | -3.0% | 1.5%  | 0.8%  | 0.5%  | 0.3%  | -0.5% | -1.4% | 0.8%  |
| 금호P&B       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 399   | 444   | 407   | 386   | 432   | 428   | 418   | 430   | 1,484 | 1,635 | 1,707 |
| 영업이익        | -2.5  | 5.7   | 1.1   | -22.2 | 1.9   | 1.5   | 2.9   | 4.2   | 2.8   | -17.9 | 10.5  |
| 영업이익률       | -0.6% | 1.3%  | 0.3%  | -5.8% | 0.4%  | 0.4%  | 0.7%  | 1.0%  | 0.2%  | -1.1% | 0.6%  |
| 에너지/EPDM/기타 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액         | 351   | 368   | 375   | 347   | 383   | 338   | 382   | 359   | 1,426 | 1,442 | 1,462 |
| 영업이익        | 57.4  | 65.7  | 61.9  | 23.3  | 67.5  | 44.6  | 52.1  | 37.4  | 263.8 | 208.3 | 201.5 |
| 영업이익률       | 16.4% | 17.8% | 16.5% | 6.7%  | 17.6% | 13.2% | 13.6% | 10.4% | 18.5% | 14.4% | 13.8% |

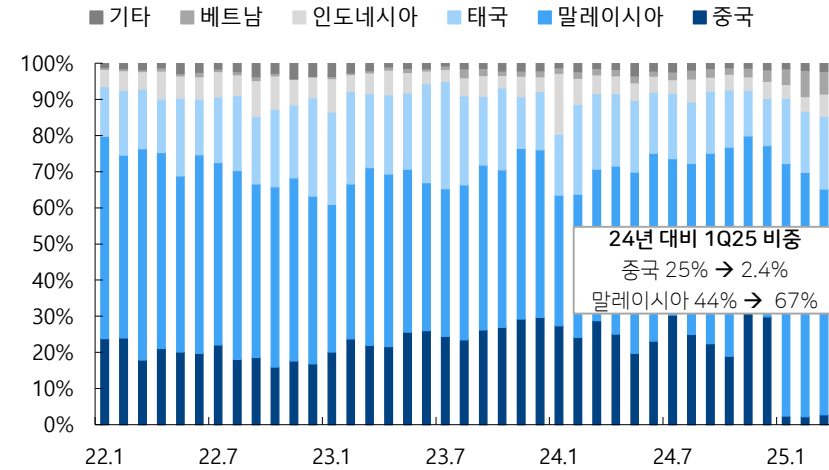
자료: iM증권 리서치본부

미국 수술/의료용 Glove 수입국 비중(좌), 국내 NB-Latex 수출국 비중(우)



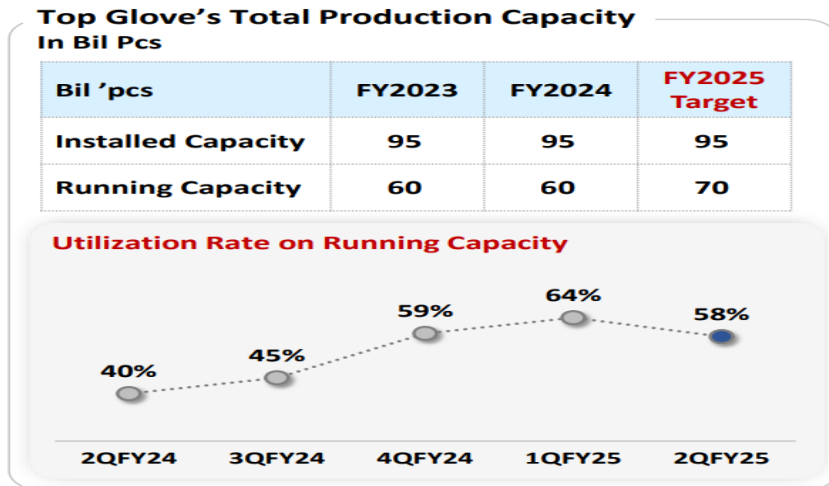
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

미국 수술/의료용 Glove 수입 국가별 비중 추이



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

말레이시아 Top Glove, 분기별 가동률 추이 및 연간 가이드런스



자료 : Top Glove, iM증권 리서치본부

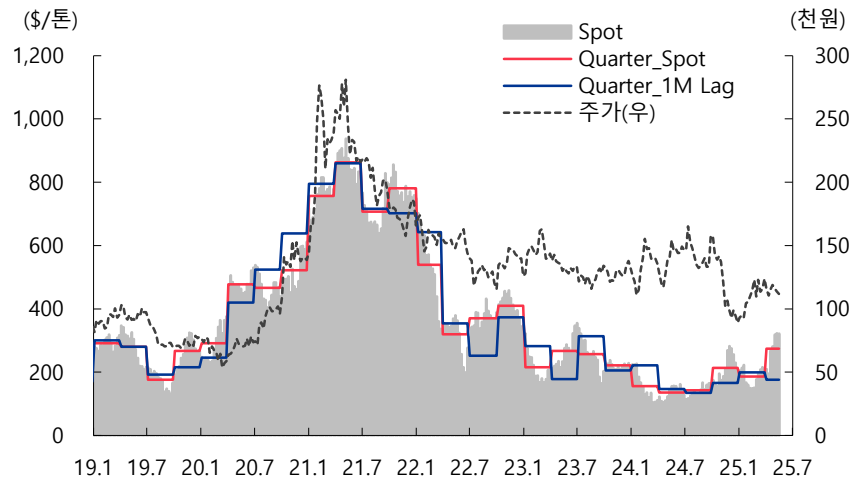
주: 분기 기준이 국내보다 1개월 앞. 가령, 25년 2분기는 24년 12월~25년 2월 기준

태국 Sri Trang, Gloves 주요 판매제품(상) 및 분기별 판매량(하)



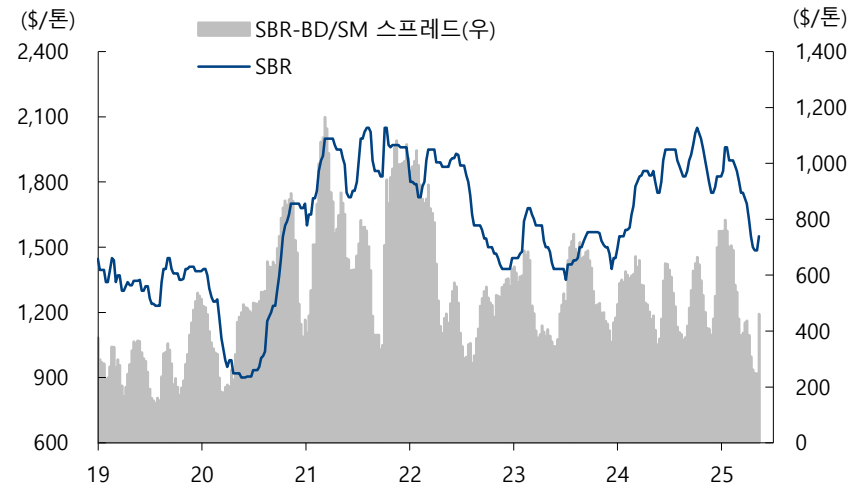
자료 : Sri Trang, iM증권 리서치본부

금호석유 가중평균 스프레드 추이



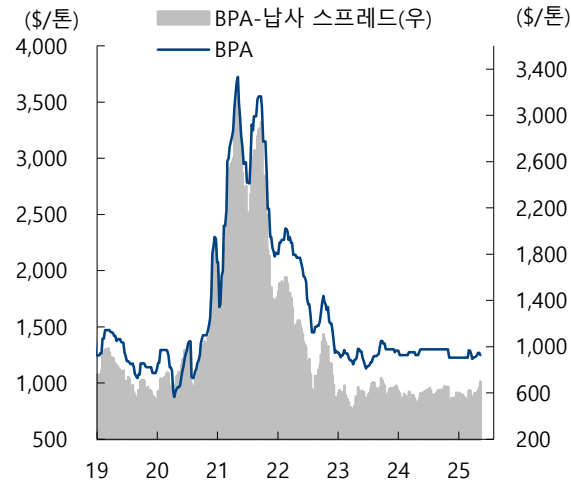
자료 : iM증권 리서치본부

SBR 가격 및 스프레드 추이



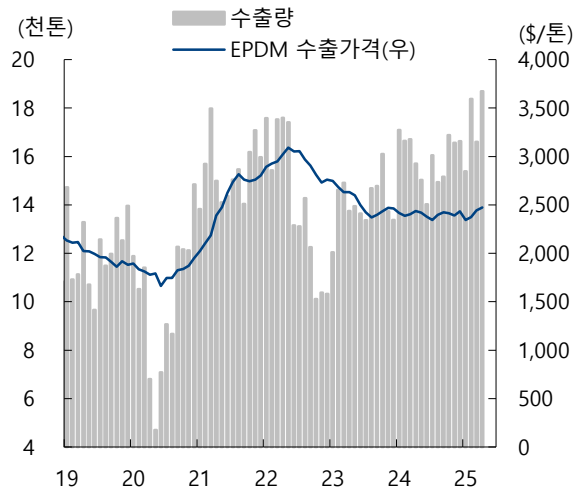
자료 : Ciscem, iM증권 리서치본부

BPA 가격 및 스프레드 추이



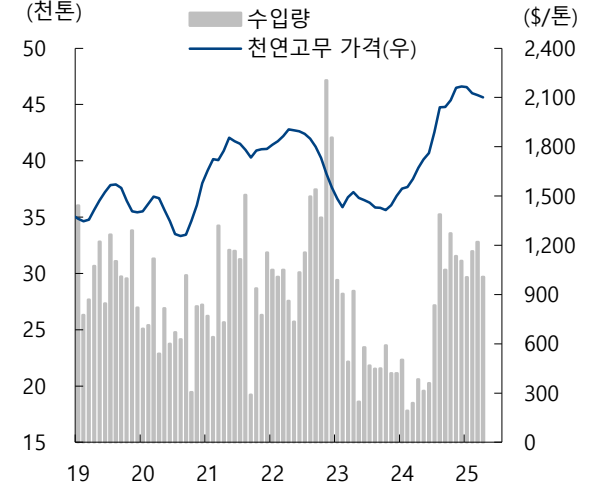
자료 : Ciscem, iM증권 리서치본부

EPDM 수출기준 가격 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

천연고무 수입기준 가격 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 2,711 | 2,687 | 2,816 | 2,964 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 429   | 522   | 606   | 709   |
| 단기금융자산     |       | 351   | 230   | 150   | 98    |
| 매출채권       |       | 897   | 941   | 983   | 1,000 |
| 재고자산       |       | 958   | 888   | 927   | 944   |
| 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 | 8,500 | 8,825 | 9,121 |
| 유동부채       |       | 1,534 | 1,357 | 1,416 | 1,383 |
| 매입채무       |       | 544   | 488   | 509   | 518   |
| 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 | 2,156 | 2,165 | 2,081 |
| 지배주주지분     |       | 6,038 | 6,339 | 6,656 | 7,035 |
| 자본금        |       | 167   | 167   | 167   | 167   |
| 자본잉여금      |       | 404   | 404   | 404   | 404   |
| 이익잉여금      |       | 5,571 | 5,887 | 6,217 | 6,610 |
| 기타자본항목     |       | -104  | -118  | -132  | -146  |
| 비지배주주지분    |       | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본총계       |       | 6,042 | 6,344 | 6,660 | 7,040 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 322  | 563   | 516   | 590   |
| 당기순이익        |       | 349  | 386   | 408   | 482   |
| 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  | -97   | -184  |
| 단기금융부채의증감    |       | -170 | -129  | 30    | -50   |
| 장기금융부채의증감    |       | 213  | 35    | -50   | -50   |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -49  | -49   | -49   | -49   |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -23  | 92    | 84    | 104   |
| 기초현금및현금성자산   |       | 452  | 429   | 522   | 606   |
| 기말현금및현금성자산   |       | 429  | 522   | 606   | 709   |

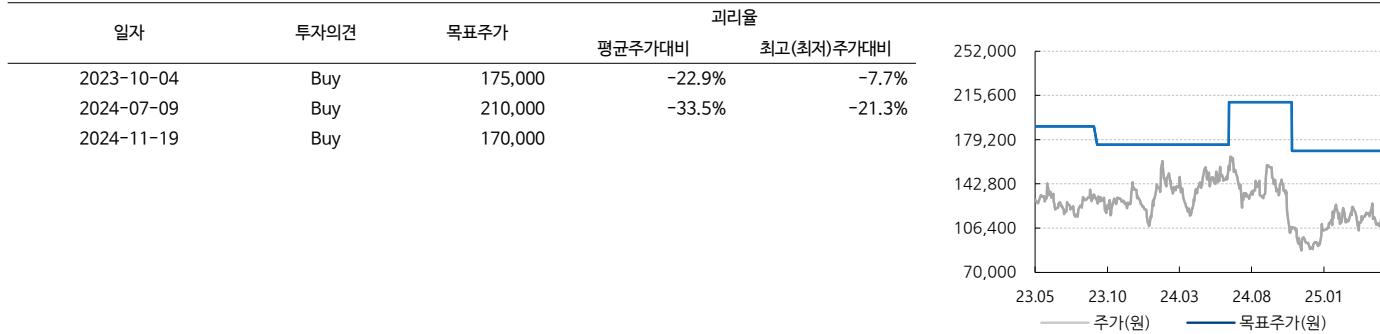
자료 : 금호석유, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 7,155 | 7,506 | 7,837 | 7,976 |
| 증가율(%)      |          | 13.2  | 4.9   | 4.4   | 1.8   |
| 매출원가        |          | 6,569 | 6,793 | 7,099 | 7,140 |
| 매출총이익       |          | 586   | 713   | 738   | 836   |
| 판매비와관리비     |          | 313   | 328   | 337   | 341   |
| 연구개발비       |          | 64    | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 273   | 384   | 401   | 495   |
| 증가율(%)      |          | -24.0 | 40.8  | 4.4   | 23.5  |
| 영업이익률(%)    |          | 3.8   | 5.1   | 5.1   | 6.2   |
| 이자수익        |          | 34    | 30    | 26    | 28    |
| 이자비용        |          | 33    | 26    | 25    | 22    |
| 지분법이익(손실)   |          | 93    | 88    | 97    | 93    |
| 기타영업외손익     |          | 33    | 17    | 21    | 21    |
| 세전계속사업이익    |          | 408   | 496   | 525   | 620   |
| 법인세비용       |          | 59    | 111   | 117   | 138   |
| 세전계속이익률(%)  |          | 5.7   | 6.6   | 6.7   | 7.8   |
| 당기순이익       |          | 349   | 386   | 408   | 482   |
| 순이익률(%)     |          | 4.9   | 5.1   | 5.2   | 6.0   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 349   | 386   | 408   | 482   |
| 기타포괄이익      |          | -14   | -14   | -14   | -14   |
| 총포괄이익       |          | 335   | 372   | 394   | 468   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 11,321  | 12,708  | 13,429  | 15,871  |
| BPS                    |  | 198,885 | 208,822 | 219,253 | 231,747 |
| CFPS                   |  | 20,259  | 23,398  | 23,362  | 25,274  |
| DPS                    |  | 2,200   | 2,700   | 3,000   | 3,500   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 8.0     | 9.0     | 8.5     | 7.2     |
| PBR                    |  | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |
| PCR                    |  | 4.5     | 4.9     | 4.9     | 4.5     |
| EV/EBITDA              |  | 5.0     | 4.3     | 4.3     | 3.7     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 5.9     | 6.2     | 6.3     | 7.0     |
| EBITDA이익률              |  | 7.7     | 9.4     | 9.0     | 9.8     |
| 부채비율                   |  | 38.0    | 34.0    | 32.5    | 29.6    |
| 순부채비율                  |  | 1.7     | 0.6     | 0.2     | -2.0    |
| 매출채권회전율(x)             |  | 8.5     | 8.2     | 8.1     | 8.0     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 8.4     | 8.1     | 8.6     | 8.5     |

## 금호석유 투자 의견 및 목표주가 변동추이



## 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-mail 등을 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)

## [투자비용등급] 2025-03-31 기준

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 롯데정밀화학(004000)

## 글리세린 강세에 에폭시 반덤핑까지 더해진 ECH 반사수혜

## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 55,000원(유지) |
| 증가(2025.05.28) | 37,300원     |
| 상승여력           | 47.5 %      |

## Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 129십억원         |
| 발행주식수     | 2,580만주        |
| 시가총액      | 962십억원         |
| 외국인지분율    | 16.7%          |
| 52주 주가    | 30,700~50,600원 |
| 60일평균거래량  | 58,066주        |
| 60일평균거래대금 | 2.1십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M  | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------|-----|-------|------|-------|
| 절대수익률    | 9.4 | -7.9  | 3.6  | -20.7 |
| 상대수익률    | 4.6 | -13.3 | -3.0 | -18.8 |



## [투자포인트]

- 목표주가 5.5만원 및 투자의견 매수 유지
- 1분기 정기보수로 물량 감소가 일부 있었음에도 환율상승과 해상운임 하락, 그리고 무엇보다 ECH 판가 상승 및 이에 따른 적자축소로 시장 기대치 상회하는 영업이익 기록. 2분기에도 ECH 스프레드 개선세는 이어질 것으로 예상되나, 정기보수로 인한 물량 감소 및 관련 비용이 전 분기 대비 더욱 크게 반영됨에 따라 QoQ 소폭 감익 예상
- 그러나 3분기는 ECH 적자 축소와 그린소재 이익 증가로 287억원(+76.6%QoQ)의 큰 폭 성장 전망. 글리세린 강세로 글리세린 기반 ECH 적자 확대되고 있는 반면, 동사 원재료인 프로필렌은 유가 하락에 동반한 약세로 스프레드 개선. 글리세린과 프로필렌 ECH 스프레드차 540달러 육박하며 약 3년 만에 최대치까지 벌어진 상황
- 이와 더불어 유럽의 중국/대만/태국산(한국은 제외) 에폭시 반덤핑 관세 부과로 국내 에폭시/ECH 반사수혜 기대. 반덤핑 발표 이후 24년 19% 그쳤던 EU향 에폭시 수출 비중이 25년 3월 21%, 4월 30% 등으로 증가했음에 이를 방증. EU향 ECH 수출 역시 25년 1~4월 47.9%로 전년동기 11.5% 대비 큰 폭 증가. 동사도 내수 위주로 판매해 약 10%에 그쳤던 ECH 수출 비중을 1분기 20%로 확대했고, 2분기 이후 추가 확대 추진 중
- 또한 그 동안 솔루스첨단소재 주가 하락으로 매 분기 영업외손실 반영됐으나, 3년간 2.8천억원 손상차손 인식해 현재 잔여 장부가는 거의 미미. 따라서 이젠 주가 하락에 따른 순이익 감소 효과도 제한적이라는 점에 주목 필요

| FY           | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액(십억원)     | 1,671  | 1,788  | 1,806  | 1,849   |
| 영업이익(십억원)    | 50     | 96     | 126    | 136     |
| 순이익(십억원)     | 36     | 118    | 136    | 155     |
| EPS(원)       | 1,410  | 4,572  | 5,277  | 5,989   |
| BPS(원)       | 91,810 | 94,803 | 98,304 | 102,518 |
| PER(배)       | 27.9   | 8.2    | 7.1    | 6.2     |
| PBR(배)       | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4     |
| ROE(%)       | 1.5    | 4.9    | 5.5    | 6.0     |
| 배당수익률(%)     | 3.6    | 4.3    | 4.8    | 4.8     |
| EV/EBITDA(배) | 2.7    | 1.9    | 1.6    | 1.6     |

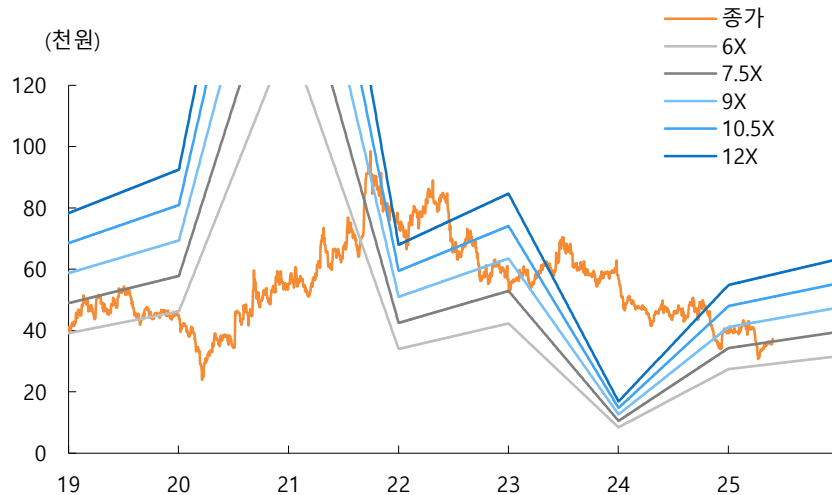
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데정밀화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 399.4 | 422.1 | 420.4 | 428.6 | 445.6 | 427.5 | 453.1 | 462.3 | 1,768.6 | 1,670.5 | 1,788.4 |
| 염소 계열     | 127.1 | 129.8 | 135.6 | 152.5 | 149.5 | 140.6 | 154.1 | 155.2 | 568.6   | 545.0   | 599.5   |
| ECH       | 55.9  | 50.7  | 54.7  | 64.3  | 62.4  | 63.1  | 71.1  | 70.5  | 241.1   | 225.5   | 267.1   |
| 가성소다      | 35.9  | 42.2  | 42.0  | 42.9  | 44.6  | 38.5  | 43.8  | 45.9  | 174.8   | 163.1   | 172.8   |
| 기타        | 35.2  | 36.9  | 38.9  | 45.4  | 42.6  | 39.0  | 39.3  | 38.8  | 152.7   | 156.4   | 159.6   |
| 암모니아 계열   | 142.7 | 141.9 | 132.2 | 138.9 | 160.1 | 152.0 | 148.3 | 154.7 | 660.8   | 555.7   | 615.2   |
| 암모니아      | 99.9  | 101.3 | 96.7  | 98.6  | 120.3 | 114.3 | 108.9 | 113.4 | 500.7   | 396.4   | 456.8   |
| 유록스       | 20.0  | 21.1  | 16.8  | 21.4  | 17.8  | 18.7  | 20.1  | 21.9  | 91.4    | 79.3    | 78.5    |
| 기타        | 22.9  | 19.5  | 18.7  | 18.9  | 22.0  | 19.1  | 19.3  | 19.4  | 68.7    | 79.9    | 79.8    |
| 그린소재 부문   | 119.4 | 140.2 | 141.9 | 127.3 | 127.4 | 124.3 | 140.3 | 142.1 | 497.5   | 528.8   | 534.1   |
| 산업용       | 80.7  | 93.5  | 97.4  | 85.9  | 87.4  | 84.5  | 95.8  | 96.0  | 337.8   | 357.5   | 363.6   |
| 식의약용      | 38.7  | 46.7  | 44.5  | 41.4  | 40.0  | 39.9  | 44.5  | 46.1  | 159.7   | 171.3   | 170.5   |
| 기타        | 10.2  | 10.2  | 10.7  | 9.9   | 8.6   | 10.5  | 10.3  | 10.2  | 41.7    | 41.0    | 39.6    |
| 영업이익      | 10.8  | 17.1  | 10.3  | 12.2  | 18.8  | 16.2  | 28.7  | 32.3  | 154.8   | 50.4    | 96.0    |
| 영업이익률(%)  | 2.7%  | 4.1%  | 2.4%  | 2.8%  | 4.2%  | 3.8%  | 6.3%  | 7.0%  | 8.8%    | 3.0%    | 5.4%    |

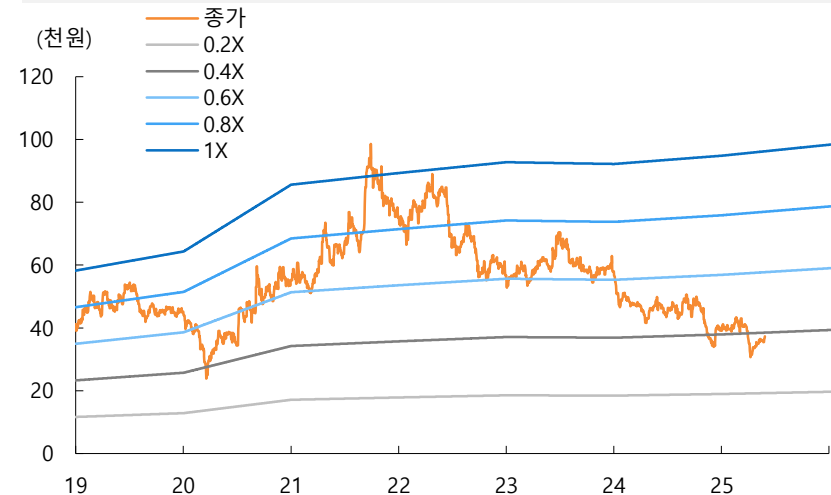
자료: iM증권 리서치본부

롯데정밀화학 12M Forward 기준 PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

롯데정밀화학 12M Forward 기준 PBR 추이

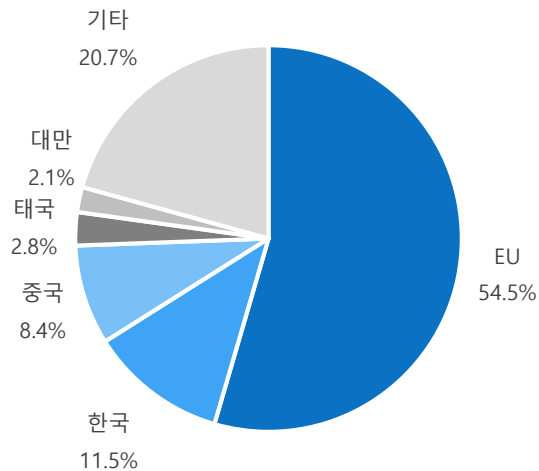


자료: iM증권 리서치본부

| 유럽, 에폭시 수입국 및 업체별 AD 관세율 |                                           |        |
|--------------------------|-------------------------------------------|--------|
| 국가                       | 업체명                                       | AD 관세율 |
| 한국                       | 관세 부과 대상 제외                               |        |
| 중국                       | Jiangsu Sanmu Group Co., Ltd              | 24.2%  |
|                          | Sinochem Group                            |        |
|                          | Jiangsu Ruiheng New Material Technology   | 40.8%  |
|                          | Nantong Xingchen Synthetic Material       |        |
|                          | Jiangsu Kumho Yangnong Chemical           |        |
| 대만                       | Other co-operating companies              | 30.3%  |
|                          | All other imports originating in China    | 40.8%  |
|                          | Chang Chun Plastics Co                    | 10.8%  |
| 태국                       | Nan Ya Plastics                           | 11.0%  |
|                          | All other imports originating in Taiwan   | 11.0%  |
|                          | Aditya Birla                              | 32.1%  |
|                          | All other imports originating from Taiwan | 32.1%  |

자료 : EU Commission, iM증권 리서치본부

유럽의 에폭시 수입 국가별 비중 (2024년 기준)



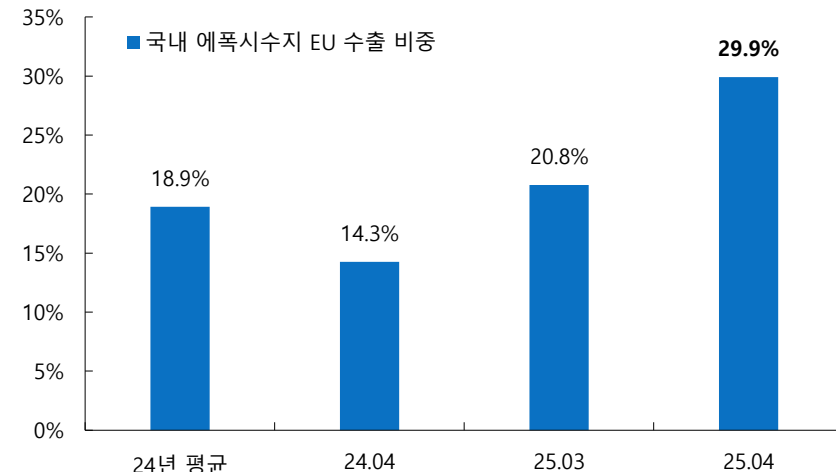
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

| 미국, 에폭시 수입국 및 업체별 AD/CVD 최종 관세율 |                                   |        |        |        |
|---------------------------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| 국가                              | 업체명                               | AD     | CVD    | 합계     |
| 한국                              | 국도화학                              | 5.7%   | 1.0%   | 6.7%   |
|                                 | 금호P&B                             | 7.6%   | 1.8%   | 9.4%   |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 6.4%   | 1.3%   | 7.7%   |
| 대만                              | Chang Chun Plastics               | 10.9%  | 62.4%  | 73.3%  |
|                                 | Nan Ya Plastics Corporation       | 28.1%  | 3.4%   | 31.5%  |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 19.2%  | 33.2%  | 52.5%  |
| 태국                              | Aditya Birla Chemicals            | 5.3%   | -      | 5.3%   |
|                                 | 그 외 기타업체                          | 5.3%   | -      | 5.3%   |
| 중국                              | China-Wide Entity                 | 355.0% | -      | 355.0% |
|                                 | Jiangsu Sanmu Group Co            | -      | 547.8% | 547.8% |
|                                 | Shandong Bluestar Dongda Chemical | -      | 547.8% | 547.8% |
|                                 | 크 외 기타업체                          | -      | 547.8% | 547.8% |
| 인도                              | Atul Limited                      | 12.7%  | 10.7%  | 23.4%  |
|                                 | Champion Advanced Materials       | 15.7%  | 103.7% | 119.4% |
|                                 | 크 외 기타업체                          | 12.7%  | 10.7%  | 23.4%  |

자료 : USITC, iM증권 리서치본부

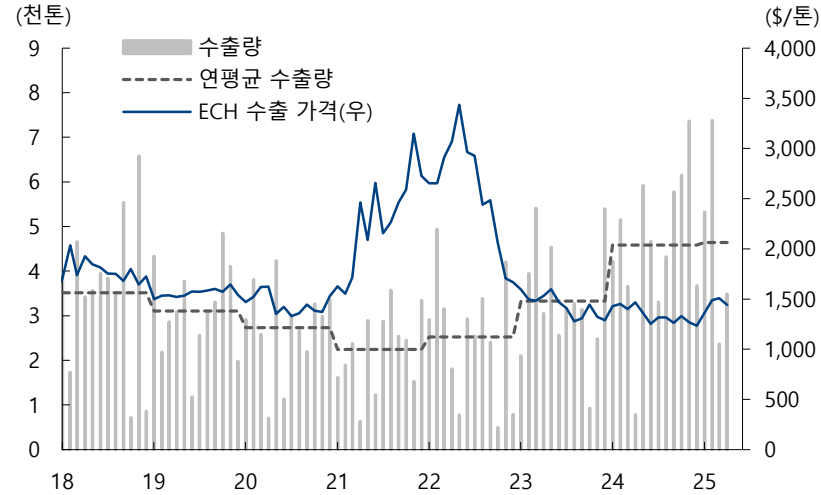
주: 당초 상무부가 중국/인도산에 부과했던 관세가 ITC 최종조사에서는 제외되었음

미국의 에폭시 수입 국가별 비중 (2024년 기준)



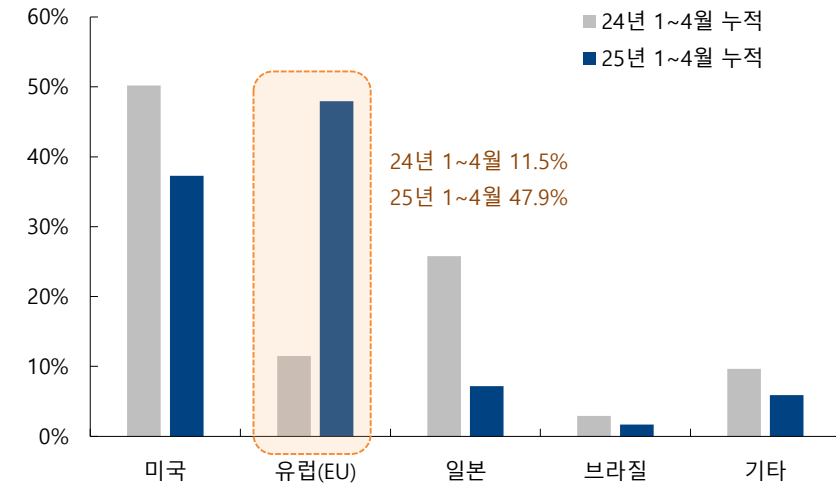
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

국내 ECH 수출량 및 수출가격 추이



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

국내 ECH 수출 국가별 비중 변화



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

글리세린 vs 프로필렌 가격 및 스프레드 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

스카이레이크(솔루스첨단소재 지분 투자) 관련 출자현황

| 기준<br>년도 | 최초<br>취득금액<br>(십억원) | 기초잔액  |       | 증가(감소) |        | 기말잔액  |       |
|----------|---------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
|          |                     | 지분율   | 장부가액  | 금액     | 평가손익   | 지분율   | 장부가액  |
| 2020     | 290.0               | -     | -     | 290.0  | -      | -     | 290.0 |
| 2021     |                     | 96.63 | 290.0 | -      | -      | 96.63 | 290.0 |
| 2022     |                     | 96.63 | 290.0 | -      | -116.1 | 96.63 | 173.9 |
| 2023     |                     | 96.63 | 173.9 | -      | -69.2  | 96.63 | 104.7 |
| 2024     |                     | 96.63 | 104.7 | -      | -99.4  | 96.63 | 5.3   |

자료 : Dart, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       |       | 1,046 | 1,008 | 1,058 | 1,093 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 298   | 294   | 333   | 350   |
| 단기금융자산     |       | 155   | 159   | 164   | 169   |
| 매출채권       |       | 267   | 251   | 254   | 260   |
| 재고자산       |       | 304   | 281   | 284   | 291   |
| 비유동자산      |       | 1,668 | 1,789 | 1,833 | 1,911 |
| 유형자산       |       | 848   | 925   | 932   | 960   |
| 무형자산       |       | 23    | 19    | 15    | 13    |
| 자산총계       |       | 2,714 | 2,797 | 2,891 | 3,004 |
| 유동부채       |       | 178   | 184   | 187   | 191   |
| 매입채무       |       | 48    | 52    | 52    | 53    |
| 단기차입금      |       | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 유동성장기부채    |       | -     | -     | -     | -     |
| 비유동부채      |       | 167   | 167   | 167   | 167   |
| 사채         |       | -     | -     | -     | -     |
| 장기차입금      |       | -     | -     | -     | -     |
| 부채총계       |       | 345   | 351   | 355   | 359   |
| 지배주주지분     |       | 2,369 | 2,446 | 2,536 | 2,645 |
| 자본금        |       | 129   | 129   | 129   | 129   |
| 자본잉여금      |       | 331   | 331   | 331   | 331   |
| 이익잉여금      |       | 1,933 | 2,010 | 2,101 | 2,209 |
| 기타자본항목     |       | -25   | -24   | -24   | -24   |
| 비지배주주지분    |       | -     | -     | -     | -     |
| 자본총계       |       | 2,369 | 2,446 | 2,536 | 2,645 |

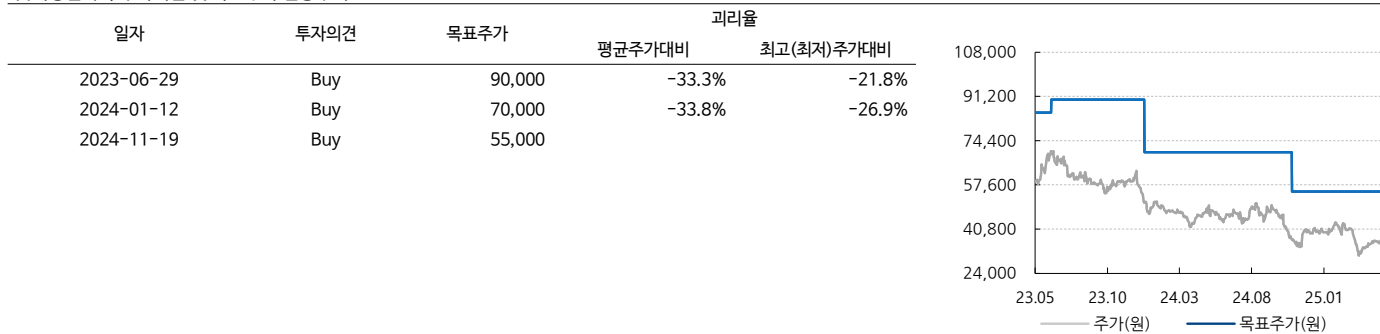
| 현금흐름표        | (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 160  | 386   | 346   | 342   |
| 당기순이익        |       | 36   | 118   | 136   | 155   |
| 유형자산감가상각비    |       | 156  | 173   | 163   | 142   |
| 무형자산상각비      |       | 4    | 4     | 3     | 3     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | 19   | 48    | 40    | 53    |
| 투자활동 현금흐름    |       | -244 | -408  | -320  | -333  |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -198 | -250  | -170  | -170  |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     |       | -94  | -48   | -40   | -53   |
| 재무활동 현금흐름    |       | -79  | -64   | -68   | -74   |
| 단기금융부채의증감    |       | -    | -     | 1     | -     |
| 장기금융부채의증감    |       | -    | -     | -     | -     |
| 자본의증감        |       | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        |       | -37  | -37   | -37   | -37   |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -162 | -4    | 39    | 16    |
| 기초현금및현금성자산   |       | 461  | 298   | 294   | 333   |
| 기말현금및현금성자산   |       | 298  | 294   | 333   | 350   |

자료 : 롯데정밀화학, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         |          | 1,671 | 1,788 | 1,806 | 1,849 |
| 증가율(%)      |          | -5.5  | 7.1   | 1.0   | 2.4   |
| 매출원가        |          | 1,491 | 1,565 | 1,549 | 1,578 |
| 매출총이익       |          | 179   | 223   | 257   | 271   |
| 판매비와관리비     |          | 129   | 127   | 131   | 135   |
| 연구개발비       |          | 20    | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      |          | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      |          | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        |          | 50    | 96    | 126   | 136   |
| 증가율(%)      |          | -67.5 | 90.5  | 31.2  | 7.8   |
| 영업이익률(%)    |          | 3.0   | 5.4   | 7.0   | 7.3   |
| 이자수익        |          | 43    | 32    | 25    | 26    |
| 이자비용        |          | 7     | 7     | 4     | 4     |
| 지분법이익(손실)   |          | 19    | 48    | 40    | 53    |
| 기타영업외손익     |          | 13    | 12    | 12    | 12    |
| 세전계속사업이익    |          | 26    | 155   | 179   | 203   |
| 법인세비용       |          | -10   | 37    | 43    | 49    |
| 세전계속이익률(%)  |          | 1.6   | 8.7   | 9.9   | 11.0  |
| 당기순이익       |          | 36    | 118   | 136   | 155   |
| 순이익률(%)     |          | 2.2   | 6.6   | 7.5   | 8.4   |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 36    | 118   | 136   | 155   |
| 기타포괄이익      |          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익       |          | 36    | 118   | 136   | 155   |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -     | -     | -     | -     |

| 주요투자지표                 |  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|------------------------|--|--------|--------|--------|---------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |         |
| EPS                    |  | 1,410  | 4,572  | 5,277  | 5,989   |
| BPS                    |  | 91,810 | 94,803 | 98,304 | 102,518 |
| CFPS                   |  | 7,586  | 11,437 | 11,707 | 11,617  |
| DPS                    |  | 1,400  | 1,600  | 1,800  | 1,800   |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |         |
| PER                    |  | 27.9   | 8.2    | 7.1    | 6.2     |
| PBR                    |  | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4     |
| PCR                    |  | 5.2    | 3.3    | 3.2    | 3.2     |
| EV/EBITDA              |  | 2.7    | 1.9    | 1.6    | 1.6     |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |         |
| ROE                    |  | 1.5    | 4.9    | 5.5    | 6.0     |
| EBITDA이익률              |  | 12.6   | 15.3   | 16.2   | 15.2    |
| 부채비율                   |  | 14.6   | 14.3   | 14.0   | 13.6    |
| 순부채비율                  |  | -19.1  | -18.5  | -19.5  | -19.5   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.5    | 6.9    | 7.2    | 7.2     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 5.5    | 6.1    | 6.4    | 6.4     |

## 롯데정밀화학 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 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-mail 등을 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)

## [투자비용등급표 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 롯데케미칼(011170)

### 저유가 어부지리 속 적자규모 축소 예상

#### Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 80,000원(하향) |
| 증가(2025.05.28) | 59,500원     |
| 상승여력           | 34.5 %      |

#### Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 214십억원          |
| 발행주식수     | 4,278만주         |
| 시가총액      | 2,545십억원        |
| 외국인지분율    | 20.1%           |
| 52주 주가    | 53,400~120,500원 |
| 60일평균거래량  | 213,715주        |
| 60일평균거래대금 | 14.2십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | -3.9 | -4.6  | -14.3 | -48.4 |
| 상대수익률    | -8.6 | -10.1 | -20.9 | -46.5 |



#### [투자포인트]

- 목표주가 8만원으로 하향, 투자의견 매수 유지
- 유가 하락으로 최근 주요 제품 스프레드 바닥에서 소폭이나마 반등하는 모습. 이에 1분기 대비 2분기 스프레드 개선은 분명하게 나타날 것으로 예상. 그러나 2분기 동사 대산 공장과 LCUSA 대규모 정기보수로 물량 감소 및 관련 일회성 비용 등으로 그 효과가 대부분 상쇄됨에 따라 실제 동사의 적자 폭 축소는 제한적일 전망
- 금번 목표주가 조정은 25년 이익 추정치 변경과 좀처럼 적자에서 벗어나지 못하고 있는 이익 체력 반영해 기존 대비 멀티플 20% 할인 적용함에 따른 것이며, 25년 예상 BPS 329,499원에 PBR 0.24배 적용해 산출한 값임
- 미국의 관세전쟁과 중국 중심의 역내 대규모 증설 유입에 따른 수급밸런스 붕괴 등 여전히 화학 업황에는 불편한 요인들이 다분한 것이 사실. 그럼에도 불구하고 최근 미국은 관세전쟁에서 일보후퇴 전략 취하는 등 최악에서는 벗어나고 있고, 통상 유가 하락은 주요 제품 스프레드 개선으로 이어진 만큼 25년 하반기는 저유가의 어부지리 속에서 동사 역시 적자 규모를 축소해갈 것으로 기대. 현 주가는 25년 기준 PBR 0.18배에 그쳐 추가 다운사이드 리스크보다는 업사이드 리스크가 더 큰 레벨이라는 판단. 이에 따라 투자의견 매수는 유지

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 20,430  | 19,032  | 18,833  | 19,992  |
| 영업이익(십억원)    | -894    | -244    | 225     | 337     |
| 순이익(십억원)     | -1,711  | -428    | -89     | 4       |
| EPS(원)       | -39,988 | -10,009 | -2,074  | 104     |
| BPS(원)       | 335,527 | 329,499 | 329,160 | 330,013 |
| PER(배)       |         |         |         | 570.8   |
| PBR(배)       | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| ROE(%)       | -11.4   | -3.0    | -0.6    | 0.0     |
| 배당수익률(%)     | 1.7     | 1.7     | 1.7     | 3.4     |
| EV/EBITDA(배) | 24.0    | 8.0     | 6.3     | 7.3     |

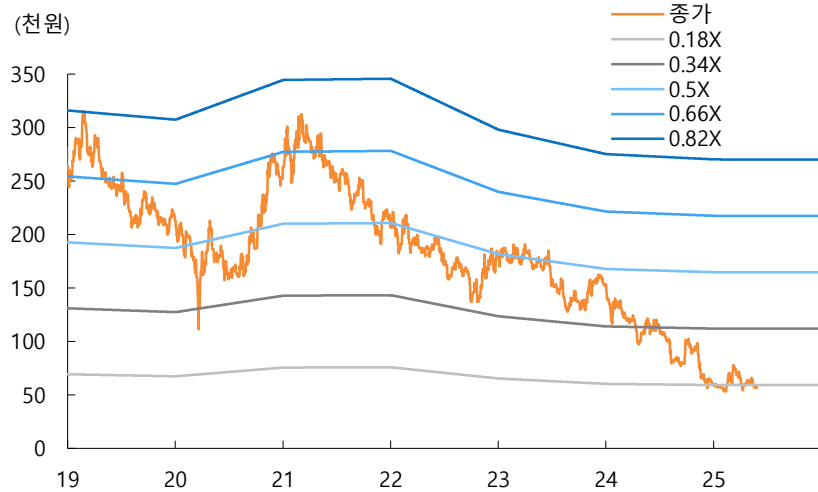
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25F  | 3Q25F | 4Q25F | 2023   | 2024   | 2025F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 합계        |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 5,086  | 5,248  | 5,200  | 4,896  | 4,902  | 4,712  | 4,805 | 4,613 | 19,946 | 20,430 | 19,032 |
| 영업이익      | -135.3 | -111.2 | -413.6 | -234.8 | -126.6 | -107.3 | -33.6 | 23.2  | -347.7 | -894.9 | -244.3 |
| 영업이익률     | -2.7%  | -2.1%  | -8.0%  | -4.8%  | -2.6%  | -2.3%  | -0.7% | 0.5%  | -1.7%  | -4.4%  | -1.3%  |
| 기초유분      |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 2,872  | 2,950  | 2,897  | 2,567  | 2,715  | 2,381  | 2,391 | 2,240 | 10,991 | 11,286 | 9,726  |
| 영업이익      | -72    | -46    | -195   | -129   | -62    | -60    | -23   | 18    | -229.3 | -441.5 | -127.3 |
| 영업이익률     | -2.5%  | -1.6%  | -6.7%  | -5.0%  | -2.3%  | -2.5%  | -1.0% | 0.8%  | -2.1%  | -3.9%  | -1.3%  |
| 타이탄       |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 541    | 515    | 587    | 573    | 487    | 524    | 552   | 524   | 2,169  | 2,216  | 2,087  |
| 영업이익      | -53.3  | -81.1  | -63.1  | -64.3  | -40.7  | -24.9  | -13.2 | 2.5   | -254.1 | -261.8 | -76.3  |
| 영업이익률     | -9.8%  | -15.8% | -10.7% | -11.2% | -8.4%  | -4.7%  | -2.4% | 0.5%  | -11.7% | -11.8% | -3.7%  |
| 첨단소재      |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 1,032  | 1,134  | 1,122  | 1,094  | 1,108  | 1,080  | 1,078 | 1,070 | 4,184  | 4,382  | 4,336  |
| 영업이익      | 44.4   | 75.7   | 38.1   | 29.7   | 72.9   | 54.9   | 51.7  | 45.0  | 232.5  | 187.9  | 224.5  |
| 영업이익률     | 4.3%   | 6.7%   | 3.4%   | 2.7%   | 6.6%   | 5.1%   | 4.8%  | 4.2%  | 5.6%   | 4.3%   | 5.2%   |
| LC USA    |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 135    | 142    | 144    | 168    | 329    | 103    | 120   | 102   | 540    | 590    | 480    |
| 영업이익      | -5.7   | -12.2  | -107.0 | 18.3   | -4.8   | -2.1   | 2.5   | 1.2   | -45.2  | -106.6 | -3.2   |
| 영업이익률     | -4.2%  | -8.6%  | -74.2% | 10.9%  | -1.5%  | -2.1%  | 2.1%  | 1.2%  | -8.4%  | -18.1% | -0.7%  |
| 롯데정밀화학    |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 399    | 422    | 420    | 429    | 446    | 427    | 453   | 462   | 1,675  | 1,671  | 1,788  |
| 영업이익      | 10.8   | 17.1   | 10.3   | 12.2   | 18.8   | 16.2   | 28.7  | 32.3  | 181.8  | 50.4   | 96.0   |
| 영업이익률     | 2.7%   | 4.1%   | 2.5%   | 2.8%   | 4.2%   | 3.8%   | 6.3%  | 7.0%  | 10.9%  | 3.0%   | 5.4%   |
| 롯데EM      |        |        |        |        |        |        |       |       |        |        |        |
| 매출액       | 242    | 263    | 211    | 186    | 158    | 196    | 211   | 216   | 645    | 902    | 782    |
| 영업이익      | 4.3    | 3.0    | -31.7  | -40.1  | -46.0  | -29.5  | -16.9 | -10.8 | 5.8    | -64.5  | -103.2 |
| 영업이익률     | 1.8%   | 1.1%   | -15.0% | -21.5% | -29.1% | -15.0% | -8.0% | -5.0% | 0.9%   | -7.1%  | -13.2% |

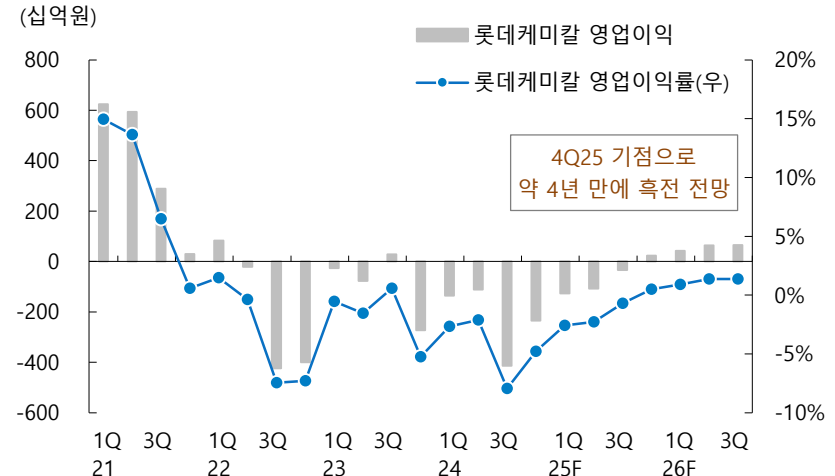
자료: iM증권 리서치본부

롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



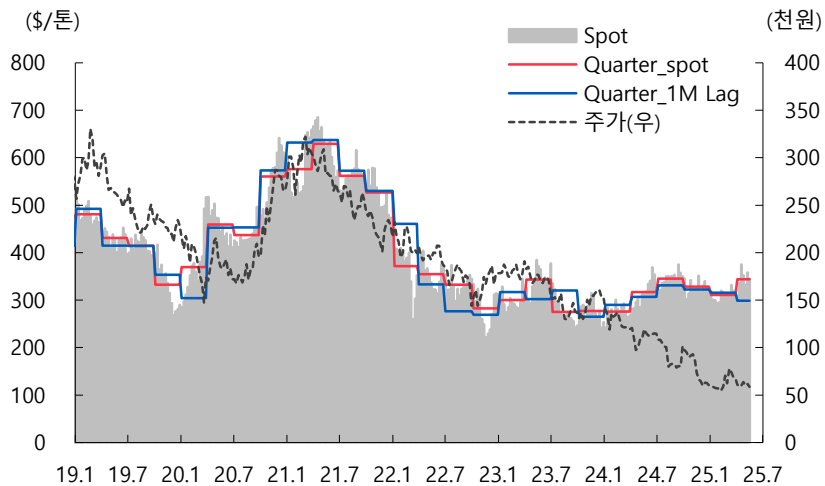
자료 : iM증권 리서치본부

롯데케미칼 분기 영업이익 추이 및 전망



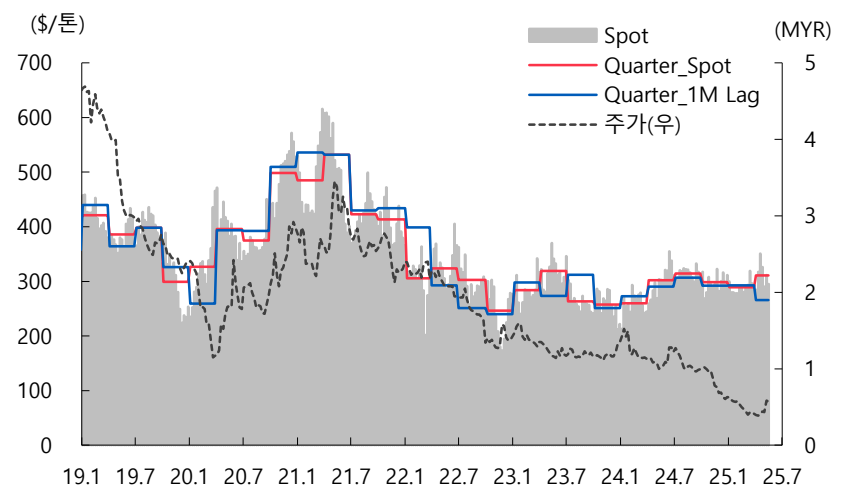
자료 : iM증권 리서치본부

롯데케미칼 전체 가중평균 스프레드 추이



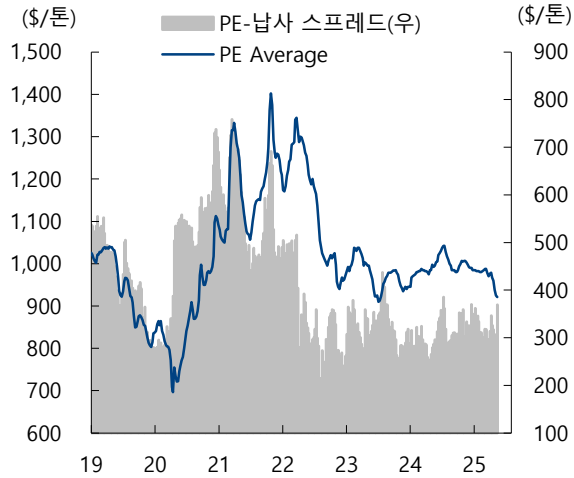
자료 : iM증권 리서치본부  
주: 롯데정밀화학 제외

롯데타이탄 가중평균 스프레드 추이



자료 : iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



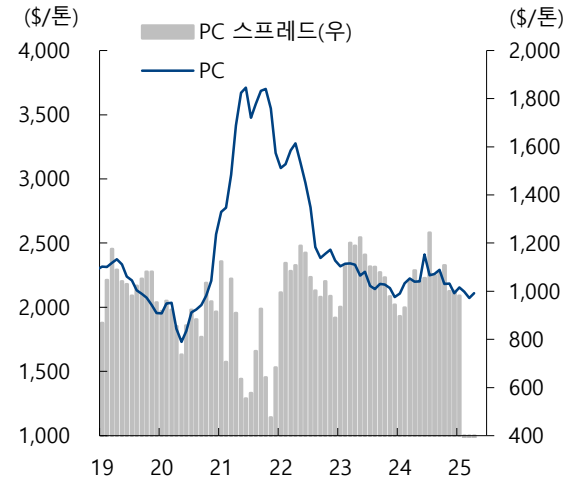
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 스프레드 추이



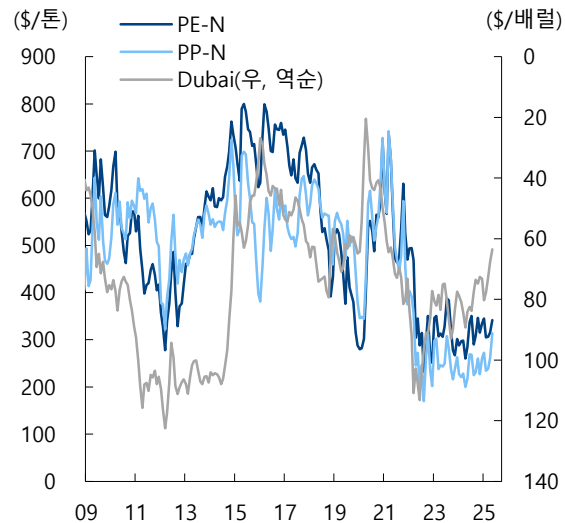
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PC 가격 및 스프레드 추이



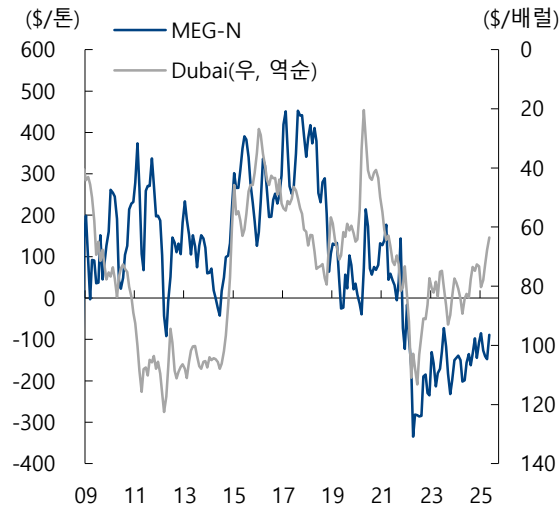
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 PE/PP 스프레드 추이



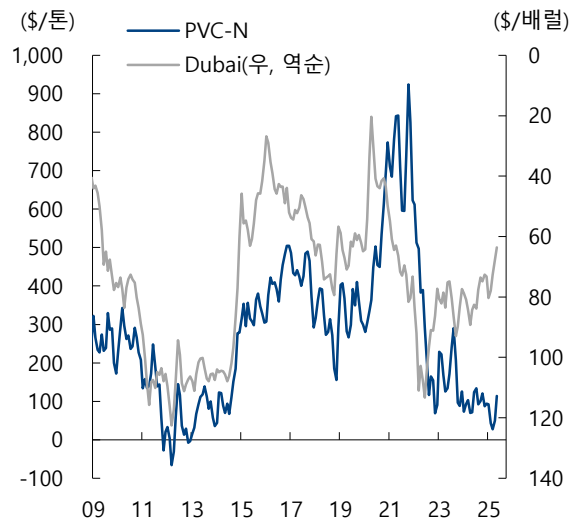
자료 : Ciscchem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 MEG 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 PVC 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       |       | 8,983  | 7,750  | 7,546  | 7,754  |
| 현금 및 현금성자산 |       | 2,112  | 1,166  | 953    | 817    |
| 단기금융자산     |       | 1,402  | 1,444  | 1,488  | 1,532  |
| 매출채권       |       | 2,247  | 2,097  | 2,076  | 2,200  |
| 재고자산       |       | 2,818  | 2,626  | 2,598  | 2,758  |
| 비유동자산      |       | 25,569 | 25,123 | 25,333 | 26,409 |
| 유형자산       |       | 16,085 | 16,730 | 17,224 | 18,374 |
| 무형자산       |       | 3,314  | 2,610  | 2,430  | 2,273  |
| 자산총계       |       | 34,552 | 32,873 | 32,879 | 34,163 |
| 유동부채       |       | 8,502  | 6,959  | 6,986  | 7,233  |
| 매입채무       |       | 1,276  | 1,189  | 1,176  | 1,249  |
| 단기차입금      |       | 2,788  | 2,288  | 2,588  | 2,588  |
| 유동성장기부채    |       | 2,548  | 1,618  | 1,418  | 1,630  |
| 비유동부채      |       | 6,062  | 6,212  | 6,212  | 7,212  |
| 사채         |       | 469    | 769    | 769    | 1,269  |
| 장기차입금      |       | 4,662  | 4,512  | 4,512  | 5,012  |
| 부채총계       |       | 14,564 | 13,171 | 13,198 | 14,445 |
| 지배주주지분     |       | 14,352 | 14,094 | 14,080 | 14,116 |
| 자본금        |       | 214    | 214    | 214    | 214    |
| 자본잉여금      |       | 1,730  | 1,730  | 1,730  | 1,730  |
| 이익잉여금      |       | 11,062 | 10,550 | 10,377 | 10,255 |
| 기타자본항목     |       | 1,346  | 1,600  | 1,759  | 1,917  |
| 비지배주주지분    |       | 5,636  | 5,607  | 5,601  | 5,601  |
| 자본총계       |       | 19,988 | 19,701 | 19,681 | 19,718 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 1,542  | 1,538  | 1,521  | 1,225  |
| 당기순이익        |       | -1,826 | -457   | -95    | 5      |
| 유형자산감가상각비    |       | 1,079  | 1,185  | 1,086  | 980    |
| 무형자산상각비      |       | 211    | 204    | 179    | 158    |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -121   | -97    | -66    | -94    |
| 투자활동 현금흐름    |       | -1,948 | -1,419 | -1,454 | -1,977 |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -2,224 | -1,830 | -1,580 | -2,130 |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -17    | -      | -      | -      |
| 금융상품의 증감     |       | -130   | 155    | -129   | -100   |
| 재무활동 현금흐름    |       | -188   | -1,404 | -23    | 1,088  |
| 단기금융부채의증감    |       | -52    | -1,430 | 100    | 212    |
| 장기금융부채의증감    |       | 129    | 150    | -      | 1,000  |
| 자본의증감        |       | -      | -      | -      | -      |
| 배당금지급        |       | -      | -      | -      | -      |
| 현금및현금성자산의증감  |       | -590   | -946   | -213   | -136   |
| 기초현금및현금성자산   |       | 2,702  | 2,112  | 1,166  | 953    |
| 기말현금및현금성자산   |       | 2,112  | 1,166  | 953    | 817    |

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         |          | 20,430 | 19,032 | 18,833 | 19,992 |
| 증가율(%)      |          | 2.4    | -6.8   | -1.0   | 6.2    |
| 매출원가        |          | 20,101 | 18,253 | 17,599 | 18,585 |
| 매출총이익       |          | 330    | 779    | 1,234  | 1,408  |
| 판매비와관리비     |          | 1,224  | 1,023  | 1,009  | 1,071  |
| 연구개발비       |          | 148    | -      | -      | -      |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -      | -      |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -      | -      |
| 영업이익        |          | -894   | -244   | 225    | 337    |
| 증가율(%)      |          | 적지     | 적지     | 흑전     | 49.7   |
| 영업이익률(%)    |          | -4.4   | -1.3   | 1.2    | 1.7    |
| 이자수익        |          | 180    | 117    | 98     | 70     |
| 이자비용        |          | 421    | 395    | 367    | 351    |
| 지분법이익(손실)   |          | -121   | -97    | -66    | -94    |
| 기타영업외손익     |          | -886   | 135    | 85     | 111    |
| 세전계속사업이익    |          | -2,258 | -604   | -121   | 6      |
| 법인세비용       |          | -433   | -147   | -26    | 1      |
| 세전계속이익률(%)  |          | -11.1  | -3.2   | -0.6   | 0.0    |
| 당기순이익       |          | -1,826 | -457   | -95    | 5      |
| 순이익률(%)     |          | -8.9   | -2.4   | -0.5   | 0.0    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | -1,711 | -428   | -89    | 4      |
| 기타포괄이익      |          | 1,309  | 255    | 159    | 159    |
| 총포괄이익       |          | -517   | -202   | 64     | 163    |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -      | -      | -      | -      |

| 주요투자지표                 |  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | -39,988 | -10,009 | -2,074  | 104     |
| BPS                    |  | 335,527 | 329,499 | 329,160 | 330,013 |
| CFPS                   |  | -9,815  | 22,465  | 27,511  | 26,692  |
| DPS                    |  | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 3,000   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  |         |         |         | 570.8   |
| PBR                    |  | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| PCR                    |  | -6.1    | 2.6     | 2.2     | 2.2     |
| EV/EBITDA              |  | 24.0    | 8.0     | 6.3     | 7.3     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | -11.4   | -3.0    | -0.6    | 0.0     |
| EBITDA이익률              |  | 1.9     | 6.0     | 7.9     | 7.4     |
| 부채비율                   |  | 72.9    | 66.9    | 67.1    | 73.3    |
| 순부채비율                  |  | 34.8    | 33.4    | 34.8    | 41.3    |
| 매출채권회전율(x)             |  | 8.8     | 8.8     | 9.0     | 9.4     |
| 재고자산회전율(x)             |  | 7.3     | 7.0     | 7.2     | 7.5     |

## 롯데케미칼 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-05-10 | Buy  | 140,000 | -35.2% | -13.1%     |
| 2025-01-08 | Buy  | 100,000 | -37.7% | -22.1%     |
| 2025-05-29 | Buy  | 80,000  |        |            |



## 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)

## [투자비용등급] 2025-03-31 기준

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 한화솔루션(009830)

## 반신반의했던 것의 소멸과 그나마 확실했던 것마저 약화

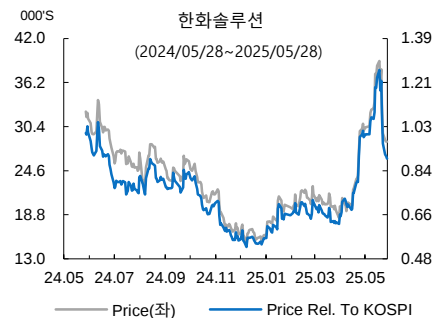
## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 38,000원(유지) |
| 증가(2025.05.28) | 28,400원     |
| 상승여력           | 33.8 %      |

## Stock Indicator

|           |                |
|-----------|----------------|
| 자본금       | 889십억원         |
| 발행주식수     | 17,189만주       |
| 시가총액      | 4,882십억원       |
| 외국인지분율    | 14.5%          |
| 52주 주가    | 14,860~39,050원 |
| 60일평균거래량  | 2,816,557주     |
| 60일평균거래대금 | 78.8십억원        |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|-------|------|------|-------|
| 절대수익률    | -5.6  | 32.1 | 66.2 | -12.3 |
| 상대수익률    | -10.4 | 26.7 | 59.6 | -10.4 |



## [투자포인트]

- 목표주가 3.8만원 및 투자의견 매수 유지
- 미국 하원에서 통과된 IRA 개정안에 따르면 더 이상 TPO 업체들은 세제혜택 수령 불가. 25년 1분기 기점으로 신사업 확대 및 그에 따른 이익 체력 향상의 모멘텀이 된 주택용 에너지 사업에 대한 기대감을 소멸시키는 요인이 될 수밖에 없음. 상원 논의가 남아있긴 하나, 현재로서는 반신반의했던 TPO 사업 이익이 지속되기 어려운 상황
- 다만, 상반기 실적에 미칠 영향은 제한적이고 상원에서 세부내용이 또 변화될 가능성이 남아 있는 만큼 최종 법안 통과된 이후에 실적 추정치 조정할 예정. 당사는 당초 동사의 TPO 이익이 반신반의한 것으로 판단하여 멀티플에 반영하지 않았기 때문에 이번 TPO 세제혜택 변경으로 인한 태양광 부문 멀티플 조정도 따로 하지 않았음
- 동남아 AD/CVD 고율관세 적용에 따른 25년 모듈 수입 및 재고 감소에 대한 기대감은 여전히 유효하며 FEOC 관련 기업 배제로 미국 내 가동 중인 중국 업체들의 생산 감축 및 퇴출 예상. 다만, 중장기 수요 기대치도 하향 조정돼 모듈 가격 상승 폭은 당초 예상 대비 크지 않을 전망
- 1분기 실적 이후 반신반의한 것(TPO)과 그나마 확실한 것(모듈 가격 반등) 두 가지가 공존하고 있었는데, 금번 개정안으로 TPO 기대는 소멸됐고 가격 반등 기대도 당초 대비 약화. 상원 논의 과정에서 추가 노이즈 불가피해 단기 불확실성 상존. 향후 주가 모멘텀은 모듈 가격 반등과 중국 업체들의 시장 퇴출 움직임 포착 등이 될 전망

| FY           | 2024   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 12,394 | 15,292  | 15,851 | 17,100 |
| 영업이익(십억원)    | -300   | 678     | 1,380  | 2,092  |
| 순이익(십억원)     | -1,404 | 5       | 580    | 1,247  |
| EPS(원)       | -8,050 | 26      | 3,326  | 7,148  |
| BPS(원)       | 54,163 | 66,077  | 81,098 | 99,941 |
| PER(배)       |        | 1,090.3 | 8.5    | 4.0    |
| PBR(배)       | 0.3    | 0.4     | 0.4    | 0.3    |
| ROE(%)       | -16.0  | 0.0     | 4.5    | 7.9    |
| 배당수익률(%)     | 1.9    | 1.1     | 1.8    | 1.8    |
| EV/EBITDA(배) | 31.4   | 10.1    | 5.8    | 3.6    |

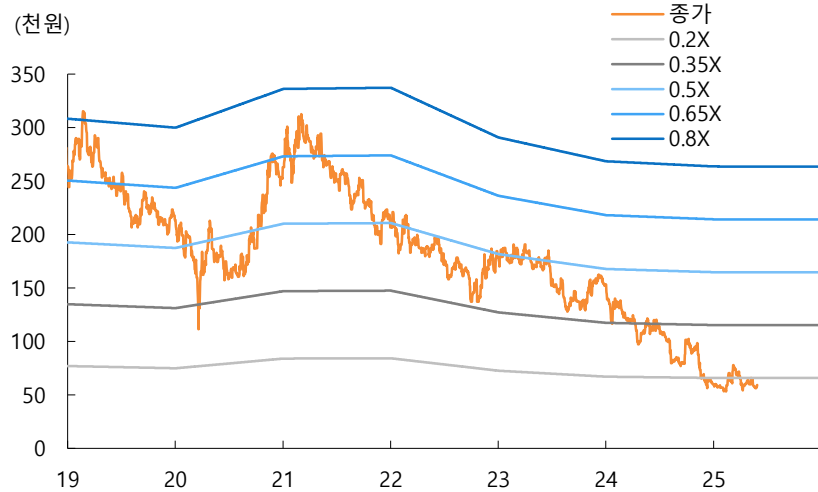
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)     | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F | 2023   | 2024   | 2025F  |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>합계</b>     |         |         |        |        |        |        |        |       |        |        |        |
| 매출액           | 2,393   | 2,679   | 2,773  | 4,563  | 3,095  | 3,242  | 4,104  | 4,851 | 13,079 | 12,408 | 15,292 |
| 영업이익          | -217    | -108    | -81    | 103    | 30     | 113    | 205    | 329   | 579    | -302   | 678    |
| 영업이익률         | -9.1%   | -4.0%   | -2.9%  | 2.3%   | 1.0%   | 3.5%   | 5.0%   | 6.8%  | 4.4%   | -2.4%  | 4.4%   |
| <b>케미칼</b>    |         |         |        |        |        |        |        |       |        |        |        |
| 매출액           | 1,222   | 1,222   | 1,189  | 1,184  | 1,074  | 1,165  | 1,168  | 1,159 | 5,097  | 4,817  | 4,567  |
| 영업이익          | -19     | -17     | -31    | -54    | -91    | -50    | -27    | -13   | 60     | -122   | -182   |
| 영업이익률         | -1.5%   | -1.4%   | -2.6%  | -4.6%  | -8.5%  | -4.3%  | -2.3%  | -1.1% | 1.2%   | -2.5%  | -4.0%  |
| <b>신재생에너지</b> |         |         |        |        |        |        |        |       |        |        |        |
| 매출액           | 764     | 980     | 1,153  | 2,869  | 1,599  | 1,666  | 2,516  | 3,274 | 6,543  | 5,766  | 9,055  |
| 모듈 및 기타       | 416     | 568     | 539    | 1,005  | 587    | 681    | 834    | 1,058 |        | 2,528  | 3,160  |
| 개발자산 매각/EPC   | 343     | 405     | 579    | 1,634  | 419    | 488    | 1,127  | 1,653 |        | 2,960  | 3,688  |
| 주택용 에너지 사업    | 6       | 7       | 35     | 230    | 594    | 496    | 555    | 562   |        | 278    | 2,207  |
| 영업이익          | -185    | -92     | -41    | 61     | 136    | 165    | 234    | 344   | 555    | -258   | 879    |
| 모듈 및 기타       | -229    | -212    | -193   | -323   | -135   | -116   | -113   | -91   |        | -957   | -454   |
| 개발자산 매각/EPC   | -46     | -17     | 31     | 121    | -42    | -15    | 34     | 58    |        | 89     | 35     |
| 주택용 에너지 사업    | -7      | -10     | 0      | 72     | 129    | 92     | 99     | 121   |        | 56     | 441    |
| IRA           | 97      | 147     | 122    | 190    | 184    | 203    | 213    | 256   |        | 555    | 857    |
| 영업이익률         | -24.3%  | -9.4%   | -3.6%  | 2.1%   | 8.5%   | 9.9%   | 9.3%   | 10.5% | 8.5%   | -4.5%  | 9.7%   |
| 모듈 및 기타       | -55.1%  | -37.3%  | -35.8% | -32.1% | -23.0% | -17.0% | -13.5% | -8.6% |        | -37.9% | -14.4% |
| 개발자산 매각/EPC   | -13.4%  | -4.2%   | 5.3%   | 7.4%   | -10.0% | -3.0%  | 3.0%   | 3.5%  |        | 3.0%   | 1.0%   |
| 주택용 에너지 사업    | -123.6% | -129.7% | -0.8%  | 31.4%  | 21.8%  | 18.5%  | 17.9%  | 21.5% |        | 19.9%  | 20.0%  |
| IRA 제외 영업이익   | -282    | -239    | -163   | -130   | -48    | -39    | 20     | 88    |        | -813   | 22     |
| <b>첨단소재</b>   |         |         |        |        |        |        |        |       |        |        |        |
| 매출액           | 250     | 266     | 255    | 268    | 274    | 287    | 262    | 288   | 989    | 1,038  | 1,110  |
| 영업이익          | 11      | 9       | 6      | -2     | -2     | 4      | 5      | 2     | 64     | 24     | 9      |
| 영업이익률         | 4.2%    | 3.4%    | 2.4%   | -0.8%  | -0.7%  | 1.5%   | 1.9%   | 0.6%  | 6.5%   | 2.3%   | 0.8%   |
| <b>기타</b>     |         |         |        |        |        |        |        |       |        |        |        |
| 매출액           | 157     | 211     | 178    | 243    | 148    | 124    | 158    | 130   | 449    | 788    | 561    |
| 영업이익          | -23     | -8      | -15    | 99     | -13    | -6     | -7     | -3    | -99    | 53     | -29    |
| 영업이익률         | -14.7%  | -3.6%   | -8.5%  | 40.7%  | -8.7%  | -4.6%  | -4.4%  | -2.2% | -22.2% | 6.7%   | -5.1%  |

자료: iM증권 리서치본부

한화솔루션 12M Forward PBR 추이



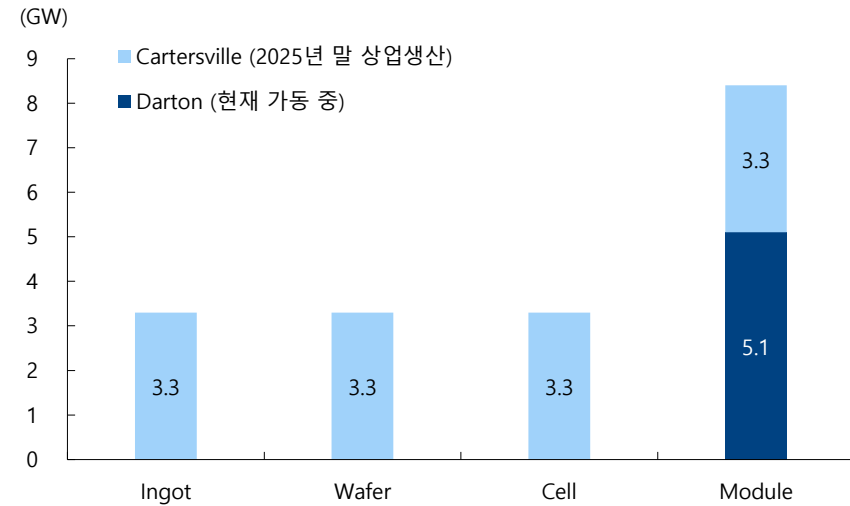
자료 : iM증권 리서치본부

미국 내 셀/모듈 투자 계획 or 진행 중인 주요 중국 업체들

| 업체명                               | 위치          | 생산설비 | 규모(GW) | 상업가동 시기   |
|-----------------------------------|-------------|------|--------|-----------|
| Trina Solar<br>(미국 공장 Freyer에 매각) | 미국, Texas   | 셀    | 5.0    | 2026년 초   |
|                                   |             | 모듈   | 5.0    | 2024년 말   |
| JA Solar                          | 미국, Arizona | 모듈   | 2.0    | 2024년 말   |
| Canadian Solar                    | 미국, Indiana | 셀    | 5.0    | 2025년 말   |
|                                   | 미국, Texas   | 모듈   | 5.0    | 2024년 3분기 |
| Longi (JV w/Invenergy)            | 미국, Ohio    | 모듈   | 5.0    | 2024년 초   |
| Jinko Solar                       | 미국, Florida | 모듈   | 1.0    | 2025년 초   |

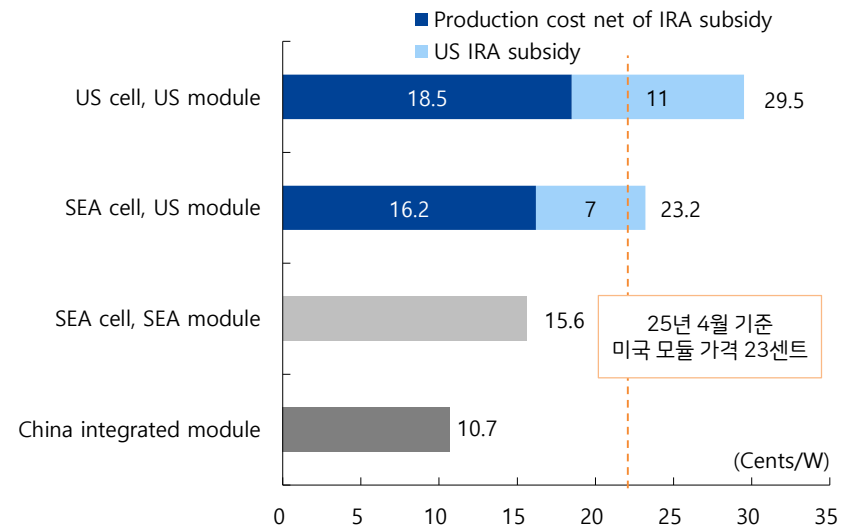
자료 : iM증권 리서치본부

한화솔루션 미국 내 생산설비 규모



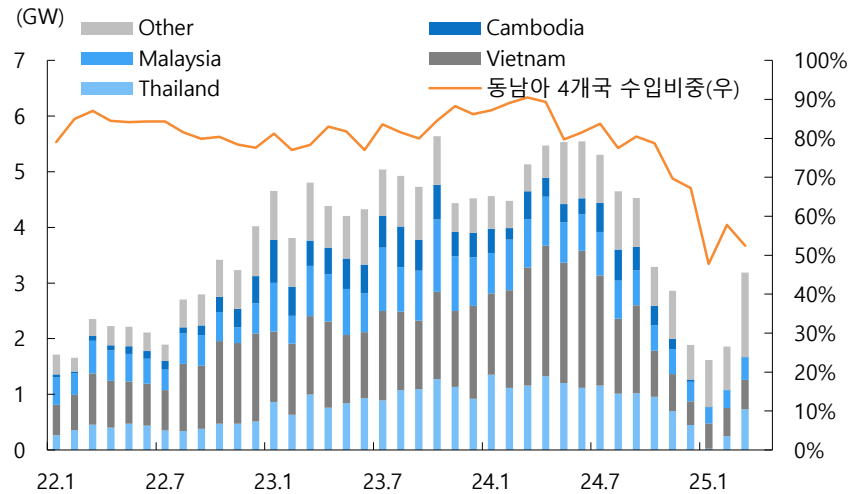
자료 : iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 생산비용 비교



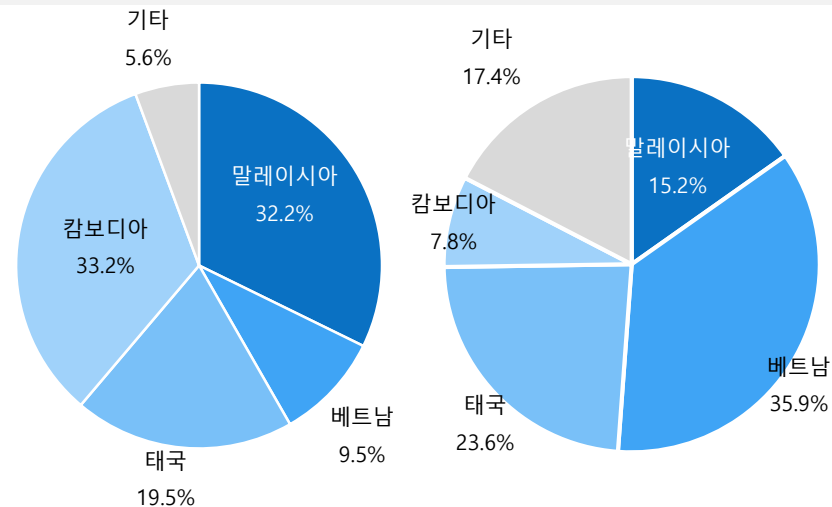
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

### 미국 모듈 수입량 추이



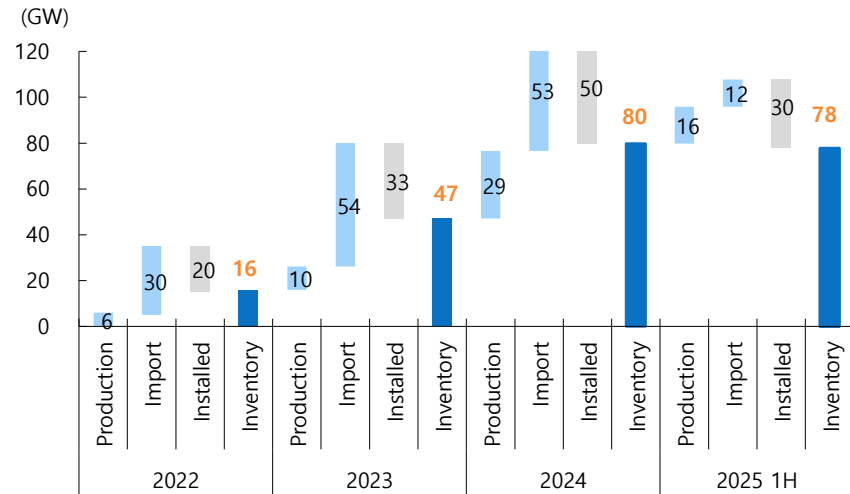
자료 : USITC, iM증권 리서치본부

### 2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

### 2022년 이후 미국 모듈 재고 추정



자료 : iM증권 리서치본부

### 동남아시아 셀/모듈 AD/CVD 최종관세율

| 국가    | 업체명                                    | AD     | CVD      | 합계       |
|-------|----------------------------------------|--------|----------|----------|
| 캄보디아  | Hounen Solar                           | 125.4% | 3,404.0% | 3,529.3% |
|       | Solar Long PV-Tech                     | 125.4% | 3,404.0% | 3,529.3% |
|       | 그 외 기타업체                               | 125.4% | 534.7%   | 660.0%   |
| 말레이시아 | Hanwha Q Cells                         | 0.0%   | 14.6%    | 14.6%    |
|       | Jinko Solar                            | 8.6%   | 38.4%    | 47.0%    |
|       | Baojia New Energy                      | 81.2%  | 168.8%   | 250.0%   |
| 태국    | SunMax Energy                          | -      | 168.8%   | 168.8%   |
|       | 그 외 기타업체                               | 8.6%   | 32.5%    | 41.1%    |
|       | Trina Solar Technology                 | 111.5% | 263.7%   | 375.2%   |
| 베트남   | Sunshine Electrical, Taihua New Energy | 202.9% | 799.6%   | 1,002.5% |
|       | 그 외 기타업체                               | 111.5% | 263.7%   | 375.2%   |
|       | JA Solar                               | 58.1%  | 68.2%    | 126.2%   |
| 베트남   | Jinko Solar                            | 125.9% | -        | 125.9%   |
|       | Boviet Solar                           | 82.7%  | 230.7%   | 313.3%   |
|       | Trina Solar, Vietnery, Vietnam Sunergy | 82.7%  | -        | 82.7%    |
| 베트남   | Vietnam Wide-Entity                    | 271.3% | -        | 271.3%   |
|       | HT Solar                               | -      | 542.6%   | 542.6%   |
|       | 그 외 기타업체                               | -      | 124.6%   | 124.6%   |

자료 : USITC, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산       |       | 10,883 | 13,808 | 16,035 | 19,356 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 2,184  | 3,290  | 5,679  | 8,301  |
| 단기금융자산     |       | 318    | 327    | 337    | 347    |
| 매출채권       |       | 3,114  | 3,840  | 3,975  | 4,277  |
| 재고자산       |       | 4,258  | 5,352  | 5,057  | 5,455  |
| 비유동자산      |       | 19,154 | 20,511 | 21,171 | 21,564 |
| 유형자산       |       | 10,727 | 12,180 | 12,821 | 13,121 |
| 무형자산       |       | 1,756  | 1,691  | 1,632  | 1,585  |
| 자산총계       |       | 30,037 | 34,318 | 37,206 | 40,920 |
| 유동부채       |       | 11,708 | 13,160 | 13,342 | 13,650 |
| 매입채무       |       | 2,610  | 3,221  | 3,339  | 3,601  |
| 단기차입금      |       | 5,110  | 5,810  | 5,930  | 5,930  |
| 유동성장기부채    |       | 1,189  | 1,289  | 1,189  | 1,189  |
| 비유동부채      |       | 7,722  | 8,472  | 8,572  | 8,722  |
| 사채         |       | 2,191  | 2,341  | 2,341  | 2,341  |
| 장기차입금      |       | 4,231  | 4,831  | 4,931  | 5,081  |
| 부채총계       |       | 19,430 | 21,633 | 21,914 | 22,372 |
| 지배주주지분     |       | 9,450  | 11,528 | 14,149 | 17,436 |
| 자본금        |       | 889    | 889    | 889    | 889    |
| 자본잉여금      |       | 1,562  | 1,562  | 1,562  | 1,562  |
| 이익잉여금      |       | 4,132  | 4,085  | 4,580  | 5,742  |
| 기타자본항목     |       | 2,169  | 4,295  | 6,421  | 8,547  |
| 비지배주주지분    |       | 1,157  | 1,157  | 1,142  | 1,111  |
| 자본총계       |       | 10,607 | 12,685 | 15,291 | 18,547 |

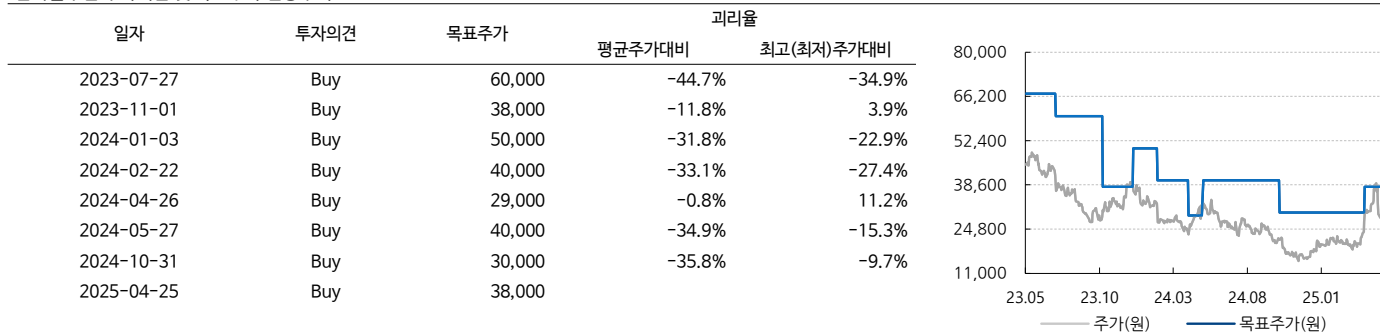
| 현금흐름표        | (십억원) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 638    | -87    | 1,892  | 1,783  |
| 당기순이익        |       | -1,369 | 4      | 566    | 1,216  |
| 유형자산감가상각비    |       | 649    | 800    | 859    | 850    |
| 무형자산상각비      |       | 66     | 68     | 60     | 53     |
| 지분법관련손실(이익)  |       | -327   | -196   | -107   | -43    |
| 투자활동 현금흐름    |       | -3,287 | -1,314 | -579   | -234   |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -3,344 | -2,253 | -1,500 | -1,150 |
| 무형자산의 처분(취득) |       | -21    | -3     | -1     | -5     |
| 금융상품의 증감     |       | -1,040 | -164   | -184   | -184   |
| 재무활동 현금흐름    |       | 2,676  | 1,625  | 195    | 191    |
| 단기금융부채의증감    |       | -      | 800    | 20     | -      |
| 장기금융부채의증감    |       | 2,688  | 750    | 100    | 150    |
| 자본의증감        |       | -      | -      | -      | -      |
| 배당금지급        |       | -      | -      | -      | -      |
| 현금및현금성자산의증감  |       | 226    | 1,105  | 2,389  | 2,622  |
| 기초현금및현금성자산   |       | 1,958  | 2,184  | 3,290  | 5,679  |
| 기말현금및현금성자산   |       | 2,184  | 3,290  | 5,679  | 8,301  |

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         |          | 12,394 | 15,292 | 15,851 | 17,100 |
| 증가율(%)      |          | -5.2   | 23.4   | 3.7    | 7.9    |
| 매출원가        |          | 11,008 | 12,771 | 12,491 | 12,895 |
| 매출총이익       |          | 1,386  | 2,521  | 3,360  | 4,205  |
| 판매비와관리비     |          | 1,686  | 1,844  | 1,980  | 2,113  |
| 연구개발비       |          | 92     | -      | -      | -      |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -      | -      |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -      | -      |
| 영업이익        |          | -300   | 678    | 1,380  | 2,092  |
| 증가율(%)      |          | 적전     | 흑전     | 103.7  | 51.6   |
| 영업이익률(%)    |          | -2.4   | 4.4    | 8.7    | 12.2   |
| 이자수익        |          | 103    | 119    | 211    | 259    |
| 이자비용        |          | 548    | 613    | 564    | 525    |
| 지분법이익(손실)   |          | -327   | -196   | -107   | -43    |
| 기타영업외손익     |          | -357   | 13     | -173   | -172   |
| 세전계속사업이익    |          | -1,424 | 6      | 752    | 1,617  |
| 법인세비용       |          | -316   | 1      | 187    | 401    |
| 세전계속이익률(%)  |          | -11.5  | 0.0    | 4.7    | 9.5    |
| 당기순이익       |          | -1,369 | 4      | 566    | 1,216  |
| 순이익률(%)     |          | -11.0  | 0.0    | 3.6    | 7.1    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | -1,404 | 5      | 580    | 1,247  |
| 기타포괄이익      |          | 2,126  | 2,126  | 2,126  | 2,126  |
| 총포괄이익       |          | 757    | 2,130  | 2,692  | 3,342  |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | -      | -      | -      | -      |

| 주요투자지표                 |  | 2024   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--|--------|---------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |         |        |        |
| EPS                    |  | -8,050 | 26      | 3,326  | 7,148  |
| BPS                    |  | 54,163 | 66,077  | 81,098 | 99,941 |
| CFPS                   |  | -3,949 | 4,999   | 8,592  | 12,323 |
| DPS                    |  | 300    | 300     | 500    | 500    |
| Valuation(배)           |  |        |         |        |        |
| PER                    |  |        | 1,090.3 | 8.5    | 4.0    |
| PBR                    |  | 0.3    | 0.4     | 0.4    | 0.3    |
| PCR                    |  | -4.1   | 5.7     | 3.3    | 2.3    |
| EV/EBITDA              |  | 31.4   | 10.1    | 5.8    | 3.6    |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |         |        |        |
| ROE                    |  | -16.0  | 0.0     | 4.5    | 7.9    |
| EBITDA이익률              |  | 3.4    | 10.1    | 14.5   | 17.5   |
| 부채비율                   |  | 183.2  | 170.5   | 143.3  | 120.6  |
| 순부채비율                  |  | 96.4   | 84.0    | 54.8   | 31.8   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 3.5    | 4.4     | 4.1    | 4.1    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 3.2    | 3.2     | 3.0    | 3.3    |

## 한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 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)

## [투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%