



2026

길고 긴 터널에서의 탈출

OUTLOOK

화학/유틸리티/에너지

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

[RA] 장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



CONTENTS

I . 업종 투자의견 및 Top Picks 요약	4
II . [유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년	5
III . [화학] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때	15
IV . [정유] 정제마진 레벨업 vs 유가 레벨다운 사이의 고민	27
V . [태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈	40
VI . [기업분석]	49
한국전력 (015760)	
롯데케미칼 (011170)	
S-Oil (010950)	
LG화학 (051910)	
SK가스 (018670)	

Summary

[유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년

- 26년은 유틸리티 업종의 펀더멘털과 관련해 기대되는 변화들이 너무도 많음. 1분기 이후 OPEC+ 증산 재개됨에 따라 25년에 누렸던 연료비 하락 효과는 연말까지 다시 한번 누릴 수 있을 것으로 예상. 특히 한국전력의 경우, 연료비 약세에도 불구하고 현 정부의 26년 하반기 전기료 인상 가능성이 높아 이익 체력은 또 한번 개선될 전망. 아직 구체적인 시기와 방식은 정해지지 않았으나, LMP 제도 또한 26년 중에 도소매시장에 동시 적용될 것으로 예상됨. 이는 한국전력에게 판가와 비용 동시 인하 요인으로 작용하는데, 도매시장에서의 비용 감소효과 더 커 연결 기준으로는 연간 기준 약 1.3조원의 (+) 효과 기대
- 한편, 에너지 공기업들 전반적으로 배당주로서의 매력력이 다시 한번 부각될 것으로 전망. 지난 4년간 국책은행들이 기획재정부 배당수입의 70% 이상을 부담했는데, 이제는 한국전력과 지역난방공사 모두 사상 최대 이익을 달성하게 되는 만큼 그 기여도가 높아질 수밖에 없음. 또한 현 정부의 높은 세출부담 감안했을 때 기획재정부의 주요 세외 수입원인 배당수입 확대 압박 예상됨. 더군다나 주식시장에서 배당확대를 유인하는 정책 구사하고 있는 만큼 25년 이후에는 출자기관들에 배당성향 40% 이상으로 상향 조정될 가능성 높다는 판단
- 유틸리티 업종 Top Picks: 한국전력(BUY/목표주가 6.4만원), 차선호: SK가스(BUY/목표주가 34만원), 지역난방공사(BUY/목표주가 15.6만원)

[석유화학/정유] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때

- 석유화학 26년 점진적 업황 회복 기대. 유가 하향 안정화와 한국/중국/일본/유럽 등 글로벌 석유화학 구조조정 효과에 근거. 유가 하락으로 제품가격도 동반 약세 보이겠지만, OPEC+ 증산 속에 NCC 설비 폐쇄로 유가 하락 폭에는 못 미침에 따라 스프레드는 오히려 개선되는 모습 전망
- 특히 롯데케미칼은 LCI 상업가동 개시로 LC타이탄 적자규모 축소되며 26년 연간 영업이익 소폭 흑자를 예상하는데, 21년 이후 5년 만의 흑자 전환인 셈. LG화학은 석유화학 이익체력 회복과 함께 첨단소재 기저효과 기대. 무엇보다 LGES 지분 추가 활용에 대한 의지가 과거 대비 높아졌고, 이는 궁극적으로 보유 지분가치 할인율 축소 및 기업가치 제고에 기여할 전망. 업황 회복 구간에 진입한 만큼 소형주보다는 대형주, 특히 베타 큰 업체들 중심으로 주목
- 정유는 러시아 제재 강화로 글로벌 등/경유 트레이딩 구조 또 한번 뒤바뀌고 있고, 소규모 노후 정제설비들 폐쇄도 잇따라 수급밸런스 타이트. 1분기까진 유가와 정제마진 모두 하단 강하게 지지될 듯. 다만, 26년 연간으로는 유가 추가 약세 예상돼 주가 탄력도는 정제마진 상승 폭 대비 일부 상쇄 예상
- 석유화학/정유 Top Picks: 롯데케미칼(BUY/목표주가 11만원), 차선호: S-OIL(BUY/목표주가 11만원), LG화학(BUY/목표주가 50만원)

[태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈

- 중국 태양광과 달리 미국 시장은 모듈 수입량과 재고, 수요, 정책적 불확실성 등 다방면에서 부담스러운 상황. 다만, 26년 FEOC 규제와 인도/인니/라오스 모듈에 대한 AD/CVD 규제는 Non-China 업체들에게 Q 증가 및 P 인상의 기회가 될 수 있어 주목 필요
- 태양광 관심종목: 한화솔루션(Hold/목표주가 3.2만원)

업종 투자의견 및 Top Picks 요약

유틸리티 > 석유화학 > 정유 > 태양광

- **[유틸리티]** (한전 기준) 유가 하향 안정화로 연료비 약세 지속, 하반기 전기료 인상 가능성, LMP 실행으로 연결기준 비용 감소, 배당확대 등에 주목
- **[석유화학]** 26년 국내 구조조정 계획 보다 구체화되면서 실제 이행 가능성에 무게. 유가 약세로 제품가격도 동반 하락하겠지만, 구조조정 효과로 유가 하락 폭 대비 제품가격이 덜 조정되며 스프레드는 오히려 개선 전망. 중소형주보다는 대형주, 특히 베타가 큰 업체들에게 더 관심 가질 필요
- **[정유]** 러시아 제재 강화로 글로벌 등/경유 수급 타이트 심화. 노후설비 폐쇄로 CDU 순증설은 수요에 크게 못 미쳐 25년 대비 정제마진은 레벨업 가능할 전망. 유가도 OPEC+ 증산 일시 중단되는 1분기까진 60달러 내외 지지. 다만, 연간 기준 50달러 중반대로 추가 약세 예상되는 주가에 부담
- **[태양광]** 중국 태양광과 달리 미국 시장은 여전히 부담. 다만, 26년 시행되는 FEOC 규제와 인도/인니/라오스 모듈 AD/CVD 규제 가능성에 주목

커버리지 업체 2026년 실적 전망 및 주요 포인트

섹터	기업명	투자의견/ 목표주가	2024 (십억원)	2025F (십억원)	2026F (십억원)	2026F (YoY%)	2026년 주목할 주요 포인트
유틸리티	★★한국전력	BUY/6.4만원	8,365	14,861	17,437	17.3%	- 연료비 약세 지속, 2H26 전기료 인상 가능성, LMP 제도 시행으로 비용 감소, 배당 확대
	★SK가스	BUY/34만원	287	532	556	4.5%	- 울산GPS 및 LPG/LNG 트레이딩 이익으로 추정치 상향 여력 존재, 중장기 LNG 사업 확대
	지역난방공사	BUY/15.6만원	328	519	382	-26.4%	- 26년 열 요금 정상화로 이익 감소 불가피. But 27~28년 개별요금제 추가 도입, 배당 확대
석유화학	★★롯데케미칼	BUY/11만원	-894	-603	24	흑자전환	- 유가 약세 및 구조조정 효과로 스프레드 개선, LCI 상업가동에 따른 LC타이탄 적자 축소
	★LG화학	BUY/50만원	917	1,490	2,124	42.6%	- LGES 추가 지분 활용, 첨단소재 외판 시작, 유가 약세 및 구조조정 효과로 스프레드 개선
	금호석유	BUY/17만원	273	339	382	12.7%	- 범용 합성고무 안정적 이익, NB-Latex 수출량 증가로 인한 적자 축소, 주주환원정책 강화
	롯데정밀화학	BUY/6.2만원	50	83	141	69.9%	- 2H26 EUDR 시행에 따른 글리세린 강세 예상, ECH 적자 축소 & 분기 흑자전환 달성
	유니드	BUY/10만원	95	97	107	10.3%	- 중국 KCI 강세로 인한 KOH 상승 및 스프레드 개선, CPs 적자 추가 축소 기대
	HS효성첨단소재	BUY/24만원	220	169	213	26.0%	- 타이어코드 안정적 이익 창출, 탄소섬유/아라미드 적자 축소 예상, 음극재 신사업 진출 기대
	효성티앤씨	BUY/37만원	271	268	322	20.1%	- 스판덱스 안정적 이익 창출, 폴리/나일론 적자 축소, NF3 외 신규 특수가스 판매 시작
정유	★S-Oil	BUY/11만원	422	156	1,127	622.4%	- 정제마진 강세, 유럽 18차 제재 시행으로 글로벌 등/경유 수급 타이트, 러시아 물량 감소
	SK이노베이션	HOLD/14.8만원	315	612	1,450	136.9%	- On 실적 부진은 지속. But 정제마진 강세, E&S 발전자산 매각 등을 통한 차입금 축소
태양광	한화솔루션	HOLD/3.2만원	-300	59	456	672.9%	- 미국 업황 부진 지속. But 26년 FEOC 규제, 인도/인니/라오스 모듈 AD/CVD 규제 가능성



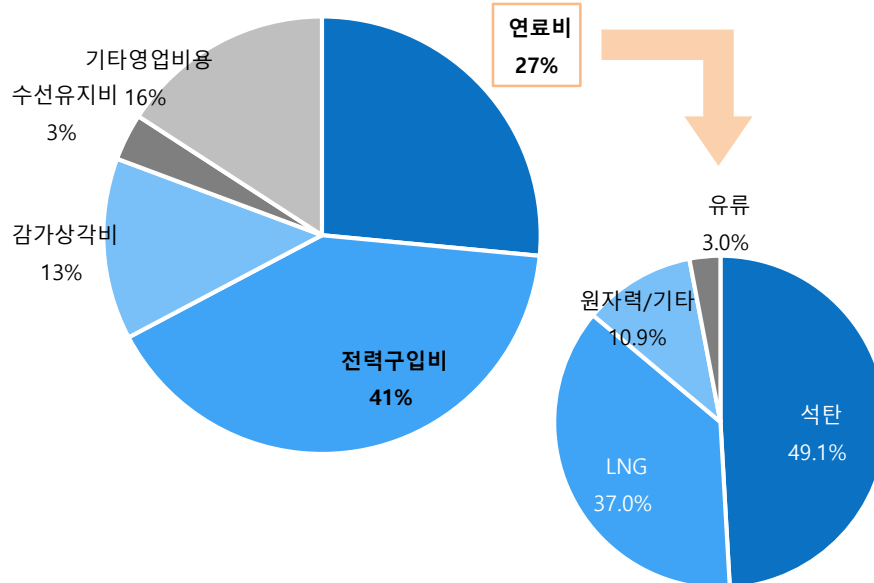
[유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년

[유틸리티] 기대되는 변화들이 너무도 많은 26년

1. 연료비 하향 안정화 지속

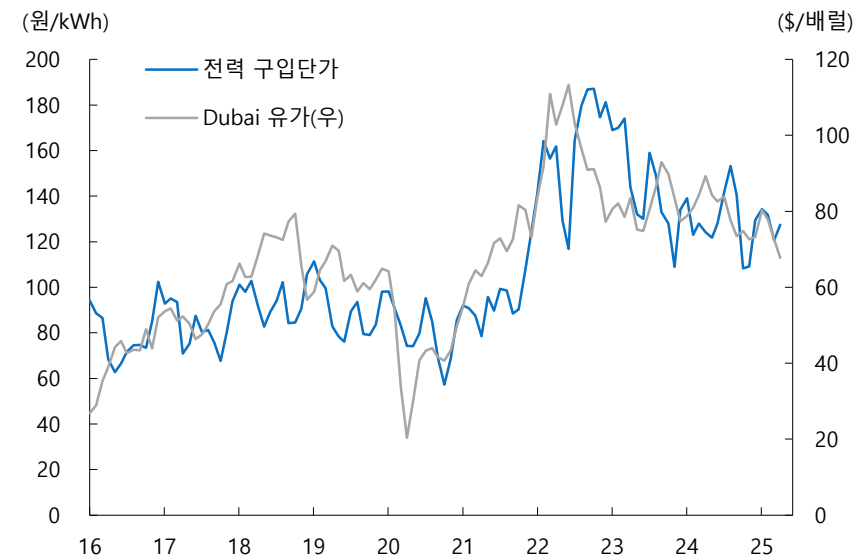
- 국내 유틸리티 업체들의 이익 체력을 결정짓는 P, Q, C 요인은 사실상 외부요인에 의해 온전히 결정됨. 특히 P는 정부 개입과 규제가 가장 강력하게 작용하는데, C는 그나마 국제가격이 객관적으로 반영. 그 중에서 연료비는 석탄/LNG/원유 가격에 의해서 결정되는 구조
- 한국전력의 경우, 전체 비용 중에서 연료비 만큼이나 중요한 것이 발전회사로부터 전력을 구매할 때 지불하는 전력구입비. 발전자회사의 경우 각각 발전원마다 상이한 발전조정계수가 적용되긴 하나 기본적으로 SMP에 연동되고, SMP는 LNG 도입가격에 따라 결정됨. 따라서 한국전력의 전체 비용 중 약 70% 수준은 유가와 LNG 레벨에 의해 영향을 받기 때문에 연료비 방향성이 매우 중요하게 작용
- 25년은 요금인상 없이도 유가/LNG 하락만으로 한국전력 등 유틸리티 업체들 이익 큰 폭 개선. 특히 한국전력은 3분기 5.65조원 영업이익 기록하며 분기 최대 이익 달성. 25년 연간으로 15조원(+78%YoY), 26년에도 연료비 약세 이어짐에 따라 17.4조원(+18%YoY)으로 이익 추가 확대 전망

한국전력 비용 항목별 비중 및 연료비 세부 비중 (2024년 기준)



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 전력 구입단가 및 Dubai 유가 추이

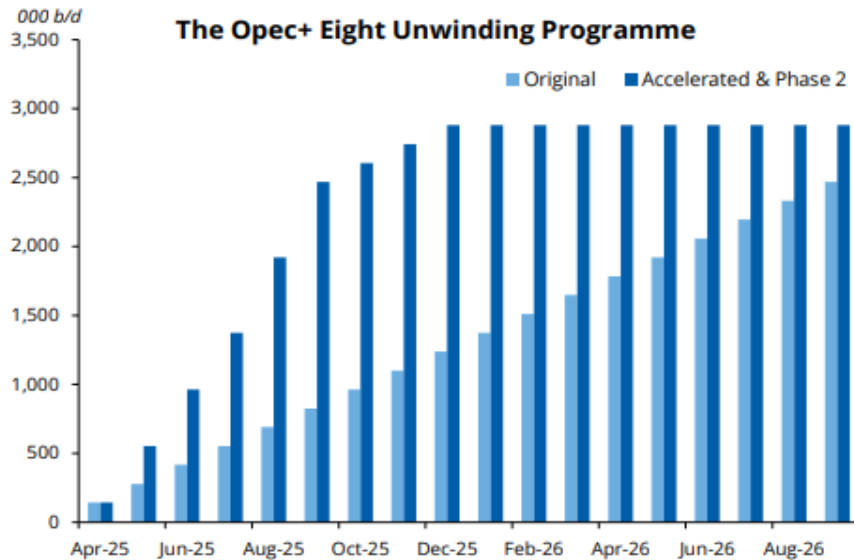


자료: 한국전력, Bloomberg, iM증권 리서치본부

26년 2분기부터 OPEC+ 증산 재개되며 연간 유가 하향 안정화 전망

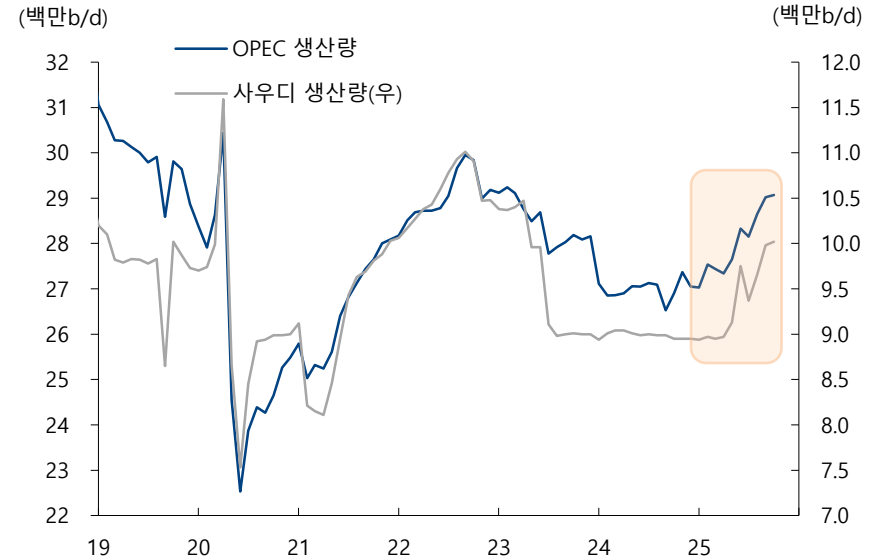
- OPEC+ 회원국 25년 4월부터 증산 기조로 전환. 연말까지는 산유량을 어느정도 회복시킨 이후 26년 1~3월에는 일시적으로 증산 중단하기로 결정. 연초 이후에 OPEC+ 8개국들의 증설이 생각보다 공격적으로 진행되기도 했고, 통상 1분기는 계절적으로 원유 수요가 비수기에 해당되는 만큼 공급 부담이 높아진 영향으로 해석
- 그러나 4월부터는 증산이 재차 진행될 가능성이 높음. 무엇보다 당초 26년 12월 말로 예정된 모든 회원국의 자발적 감산을 정상화하는 방안에 대한 논의가 하반기 중에 시작되면서 OPEC+ 산유량 증가 부담은 계속 작용할 수밖에 없음. 26년 1분기를 고점으로 연중 내내 레벨 하향 안정화 전망
- 특히 사우디가 증산에 매우 적극적이라는 점에 주목. 지난 3년간 다른 회원국들의 암묵적 증산에도 감산 유지하며 희생을 감내해왔고, 원유 시장의 점유율도 1990년 이후 최저치까지 낮아짐에 따라 이를 다시 회복시키기 위한 목적으로 추정. 생산 증가를 넘어 수출량 증가가 더 가파를 수 있다는 점도 고려할 필요. 사우디는 23년 기점으로 원유 → 천연가스로 에너지 정책의 무게중심을 이동시키고 있는데, 기존에 내수에서 사용되던 원유 수요 중 일부를 천연가스로 대체하고 이 과정에서 발생하는 잉여 원유는 수출에 활용 예상. 26년 사우디 원유 생산/수출 증가로 유가 약세 지속 전망

25년 4월부터 OPEC+ 증산 시작. 향후 증산 규모 및 스케줄



자료 : OPEC, iM증권 리서치본부

OPEC 및 사우디 원유 생산량 추이

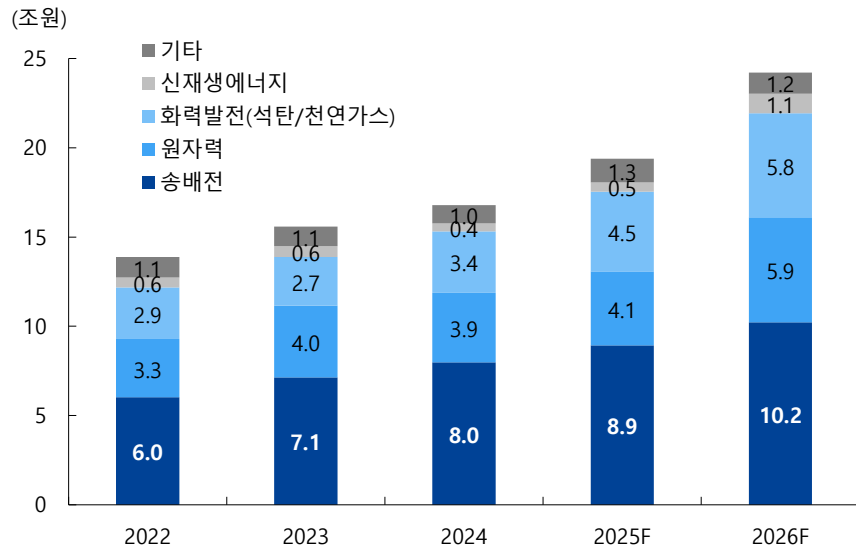


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

II. 연료비 약세에도 요금인상 가능성에 무게

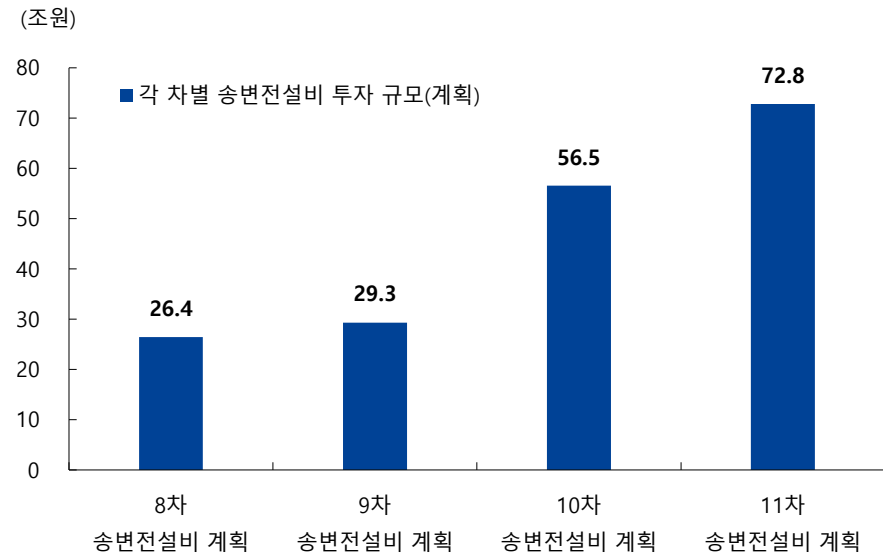
- 연말까지 한 달 가량 남았고 내년 지방선거를 앞두고 있는 만큼 연내 전기료 인상을 기대하기는 현실적으로 어려움
- 그러나 26년 하반기 중에는 전기요금 인상 이뤄질 가능성 높다는 판단. 현 정부의 주요 에너지 정책인 1)재생에너지를 활용한 데이터센터 전력 수요 대응, 2)에너지 고속도로 건설의 교집합은 송전망에 대한 대규모 투자임. 이미 전력망이 포화되어 동해안에 위치한 발전소들이 정상적으로 가동되지 못하고 있고, 재생에너지 발전량 증가로 출력제어 빈번하게 발생하고 있는 만큼 송전망에 대한 투자 규모는 현 레벨에서 더 확대될 수밖에 없음
- 국내에서는 한국전력이 송전사업을 독점하고 있는 만큼 관련 투자비는 사실상 한국전력이 부담해야 하는 셈. 물론, 민간투자를 유치함으로써 투자비 부담을 완화할 수는 있겠지만, 한전이 anchor 투자자로서 대규모 지출은 피할 수 없음
- 한전은 송배전에 25년에만 9조원의 자금을 집행하고 26년에는 10조원을 상회할 것으로 예상. 그러나 여기서 더욱 주목해야 할 부분은 현 정부의 정책 기조를 감안했을 때 11차 송변전설비 투자 계획에서 이미 72.8조원으로 10차 대비 +29% 증액된 규모가 27년 12차 계획에서는 또 한번 상향될 수밖에 없다는 것. 그리고 그 투자비의 대부분은 한국전력이 부담해야 한다는 것임

한국전력 부문별 CAPEX 추이 및 계획



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

8~11차 송변전설비 투자 규모 계획 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

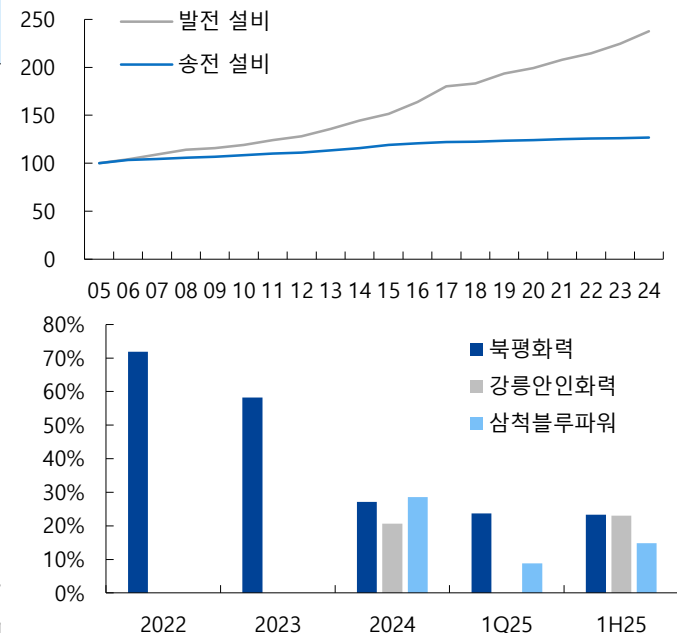
AI 연계 재생에너지 정책을 떠나, 이미 포화상태 진입한 국내 송전망 정상화가 필요

- AI 데이터센터와 연계한 정부의 재생에너지 육성 정책에 기반한 송전망 투자 확대를 배제하더라도, 이미 국내 송전망은 완전 포화상태에 진입
- 특히 지난 20년간 송전설비는 연평균 1.2% 증가에 그친 반면, 발전설비는 4.6% 증가하면서 발전설비와 송전설비 인프라는 크게 벌어졌음. 각각의 투자 속도차로 전력망이 포화상태에 이르면서 최근 동해안에는 신규 발전소들이 완공되었음에도 정상적으로 가동되지 않는 경우가 빈번하게 발생
- 동해안의 기저발전원 용량은 16.5GW 내외. 그러나 수도권으로 이를 송전할 수 있는 설비 22GW 중 송전가능 용량을 50%로 가정하면 그 규모는 11GW 남짓에 그쳐 발전소 중 일부는 무조건 저율 가동될 수밖에 없음. 이에 실제로 24~25년에 완공 및 신규 가동을 시작한 강릉 안인화력발전소, 삼척블루파워 가동률은 현재 각각 20~30% 수준에 그치고 있음
- 전력수요 대응을 위해 신규 발전소 유입도 중요하지만, 일단 지금 있는 발전소부터 정상적으로 돌아가야 하고 이는 송전망 투자가 수반되어야 함

(1)동해안 발전용량 및 수도권으로의 송전용량 비교(좌), (2)국내 발전/송전설비 용량 변화 비교(우측 상단), (3)동해안 주요 석탄발전소 가동률(우측 하단)

동해안 지역 기저발전원 설비				동해안-수도권 송전설비		
발전원	발전소명	준공시기	발전용량 (MW)	송전선로명 (표준전압)	송전용량 (MW)	송전가능량 (MW)
원자력 발전	한울 #1~6	1998~2005년	5,900	신태백-신가평 (765kV)	13,852	6,926
	신한울 #1	2022년	1,400	동해-신제천 (345kV)	4,128	2,064
	신한울 #2	2024년	1,400	한울-신영주 (345kV)	4,128	2,064
석탄 발전	동해 #1	1998년	200			
	동해 #2	1999년	200			
	삼척 그린파워 #1	2016년	1,022			
	삼척 그린파워 #2	2017년	1,022			
	북평 #1	2017년	595			
	북평 #2	2017년	595			
	강릉안인 #1	2022년	1,040			
	강릉안인 #2	2023년	1,040			
	삼척블루파워 #1	2024년	1,050			
	삼척블루파워 #2	2024년	1,050			
총 발전용량			16,514	총 송전용량/ 송전가능량		22,108 / 11,054
발전용량-송전용량 차이로 인한 송전제약(발전용량-송전가능량) 총 합계 (MW)					5,460	

(2005=100)

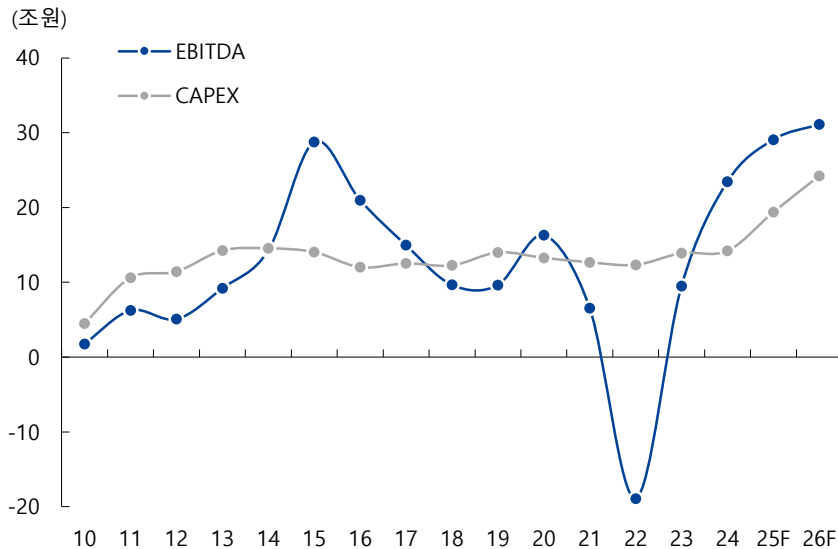


자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

송전망 투자를 위해 필수로 수반되어야 하는 한전 재무구조 정상화

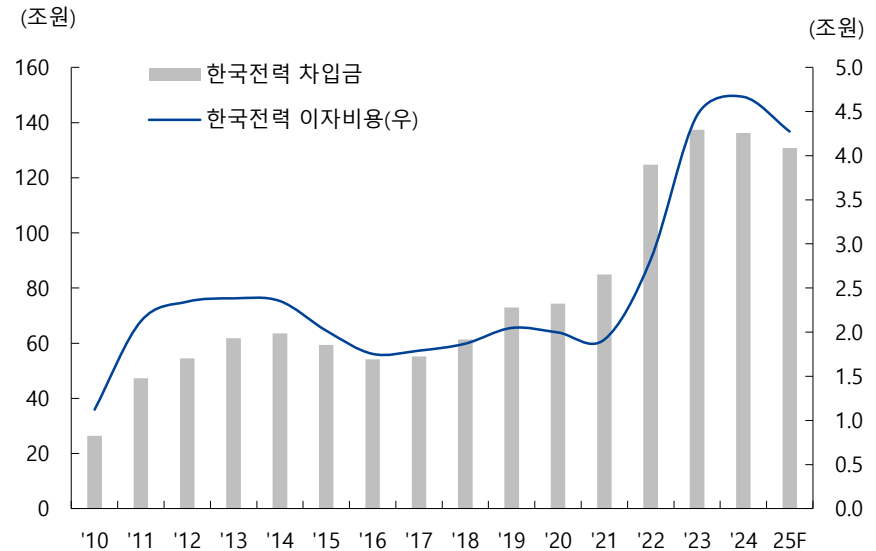
- 25년 연료비 약세에도 조정단가는 동결되며 한전의 실질적인 스프레드 확대. 이는 한국전력이 25년 사상 최대치의 이익을 창출하고 26년에도 추가 이익 개선이 가능할 것으로 기대되는 핵심 요인
- 그러나 최근 이익체력 향상에도 불구하고, 송전망을 포함한 대규모 CAPEX 지출 감내하기에는 여전히 부담스러운 상황. 가령, 25~26년 한국전력 EBITDA는 평균 30조원으로 추정되는데, 약 20~25조원의 CAPEX 집행이 이뤄지고 나면 여유자금은 5조원 정도에 불과한 셈. 물론 자본적 지출만 감안하면 충분히 지속가능한 수준이지만, 현재 130조원에 달하는 한전의 차입금 상환까지 고려하면 절대적으로 부족한 규모
- 참고로 25~26년 이익 추정치에는 연료비 약세와 기준연료비 인상에 대한 가정이 반영되어 있는 숫자이기 때문에 전기요금 인상이 이뤄지지 않을 경우 해당 수준의 EBITDA 창출은 사실상 쉽지 않음. 24년부터 이익 체력 정상화 구간에 진입하면서 한전은 차입금을 조금씩 상환하기 시작했는데, 25년 이후 이익 창출력이 대폭 높아진 만큼 앞으로 차입금 상환 속도는 더욱 빨라질 수밖에 없을 것
- 결국 현 정부의 에너지 정책 추진과 한전의 차입금 상환이 정상적으로 모두 이뤄지기 위해서는 추가적인 이익 체력 개선이 필요하고, 전력요금 인상은 이 모든 것의 필수조건으로 작용. 따라서 26년 지방선거와 하절기 전력수요 성수기 이후인 3분기 말 or 4분기 초쯤 전력비 인상 시행 가능성에 무게

한국전력 EBITDA 및 CAPEX 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 차입금 및 이자비용 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

III. 정확한 시기의 문제일 뿐, 결국 시행될 LMP 제도

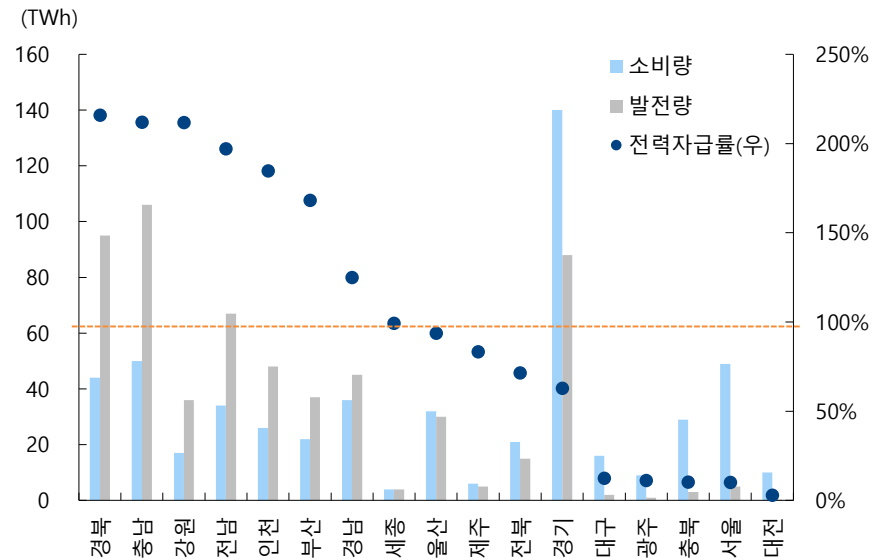
- 24년 6월 <분산에너지 활성화 특별법> 제정으로 송배전 비용 고려한 지역별 요금제 차등 적용이 제도적으로 가능해짐. 아직 구체적인 시행시기와 방법은 정해지지 않았으나, 현 정부에서도 국토 균형 발전을 위해 지역별 전기요금 차등화 필요성을 공식적으로 언급한 바 있는 만큼 시점의 문제일 뿐 결국 26년 중에는 도소매시장에 동시 적용되는 방향으로 시행 예상
- 현재 국내 전체 전력소비량 중 수도권(서울/경기) 지역에서 소비되는 비중은 약 35% 달하는 반면, 발전량은 약 16% 그치고 있음. 그만큼 비수도권 지역에 발전설비가 집중되어 있다는 의미. 자급률이 100% 넘는 지역은 경북, 충남, 강원 등을 포함해 비수도권 7곳에 불과
- 구체적인 시행 방식은 아직 미정이나, 큰 틀에서는 전력 자급률이 높은 지역들의 전력요금은 현재 대비 하향되는 반면, 서울/경기처럼 자급률이 낮은 곳에서는 현재 대비 인상될 것으로 예상. 단순히 수급밸런스 뿐만 아니라 비수도권에서 수도권으로 송전되는 비용도 함께 고려되어야 하기 때문

지역별 차등요금제(LMP) 개념



자료 : 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

각 행정구역별 전력자급률 비교(2023년 기준)



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한전 입장에서는 도매시장 비용 감소 > 소매시장 수익 감소로 전체적인 수익은 개선 예상

- 수도권/비수도권의 발전 및 전력소비 비중을 감안했을 때 LMP 제도가 시행될 경우, 한전이 도매에서 발전사들에게 정산해주는 SMP 하락과 동시에 소매에서는 비수도권 지역 소비자들로부터 받는 전력요금이 하락하는 일종의 P & C 하락이 동시에 발생하게 됨
- 금액 조정이 어떻게 적용될지는 미지수이나, 도소매에서 SMP 및 전력판매단가가 각각 10원씩 조정된다고 가정할 경우, 도매시장에서 2.9조원의 비용감소 효과가 생기는 반면, 소매시장에서는 1.6조원의 수익이 감소해 연결 기준으로는 총 1.3조원의 비용감소 효과를 누리게 될 것으로 추정

LMP 도소매시장 동시 적용에 따른 한국전력 수익 변동 시나리오

도소매시장에서의 가정 사항		수도권	비수도권	산정 참고사항
[도매시장] 한국전력의 SMP 수도권 +10원, 비수도권 -10원 변동 가정	발전량 비중	16%	84%	(A): 23년 기준 수도권/비수도권 발전 비중
	SMP 변동	+10원	-10원	(B)
	한전 SMP 변동 효과	1.6	-8.4	(C) = (수도권 (A) x (B)) + (비수도권 (A) x (B))
	수도권+비수도권 합산 효과		-6.8	(D) = 수도권 C + 비수도권 C
	(1) 발전자회사	전력구입량 발전자회사 비중	65%	(a)
		SMP 조정계수 (가정)	0.6	(b)
		원전/석탄 발전 비중 고려	84%	(c) = (C) x (a) x (b) x 84%
		그 외 발전 비중 고려	16%	(d) = (C) x (a) x (b) x 16%
	실제 발전자회사 SMP 변동 효과		-2.9	(e) = (c) + (d)
	(2) 민자발전사	전력구입량 민자발전사 비중	35%	(a')
		실제 민자발전사 SMP 변동	-2.4	(b') = (C) x (a')
	최종 SMP 변동 효과 (원/kWh)		-5.3	(E) = (e) + (b')
	전력 구매량 (TWh)		550	(F)
도매시장에서 한전 비용 감소 효과 (십억원)		-2,923.2	(G) = (E) x (F)	
[소매시장] 한국전력의 전력 판매단가 수도권 +10원, 비수도권 -10원 변동 가정	소비량 비중	35%	65%	(A'): 23년 기준 수도권/비수도권 전력 소비량 비중
	전력요금 변동	+10원	-10원	(B')
	한전 전력판매 수익 변동	3.5	-6.5	(C') = (수도권 (A') x (B')) + (비수도권 (A') x (B'))
	최종 전력요금 변동 효과 (원/kWh)		-3.0	(D') = 수도권 C' + 비수도권 C'
	전력 판매량 (TWh)		550	(E')
	소매시장에서 한전 수익 감소 효과 (십억원)		-1,650.0	(F') = (D') x (E')
도소매시장 총 수익 변동 효과 (십억원)		1,273.2	(G) + (F'): 도매시장비용 감소 + 소매시장 수익 감소	

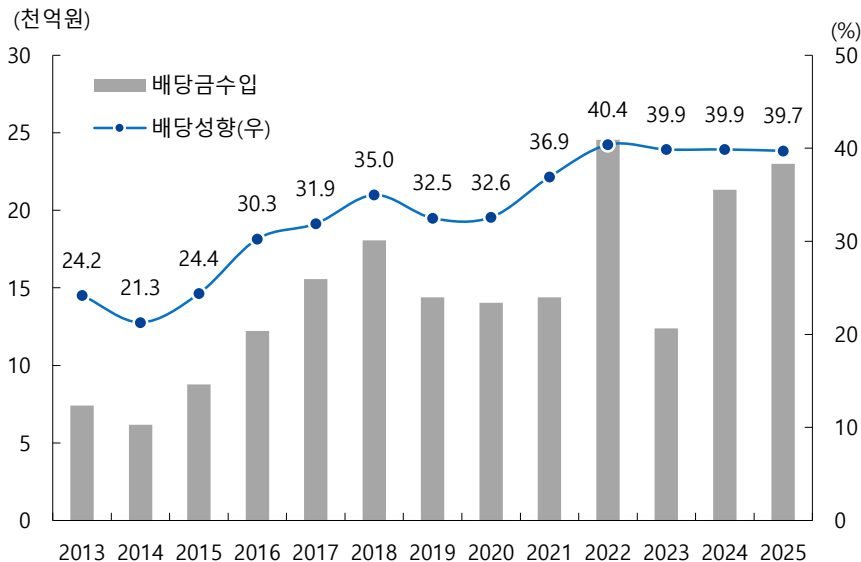
자료: iM증권 리서치본부

주: 서울/경기만 수도권으로 가정, 도매시장에서 PPA 제외한 후 전력판매량과 구매량을 동일하게 가정

Ⅳ. 점점 더 높아질 배당주로서의 매력

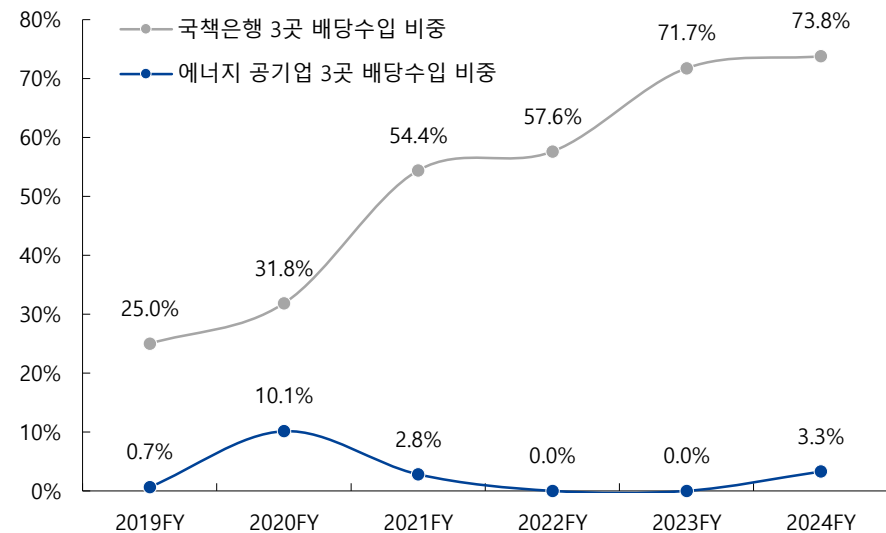
- 25년 기점으로 유틸리티 기업들 전반적으로 배당주로서의 매력 더욱 두드러질 것으로 전망
- 통상 유틸리티 기업들은 신규 성장산업에 대한 투자 부담이 낮은 만큼 안정적인 현금흐름 창출을 기반으로 고배당 정책 실행. 이는 글로벌 유틸리티 산업에 공통적으로 적용되는데, 이와 별개로 국내 에너지 공기업들은 기재부가 제시하는 배당성향을 충족시켜야 하는 과제도 함께 직면하고 있음
- 기재부는 26년까지(25년 실적 기준) 출자기관들에 대한 배당성향 40% 요구하고 있는데, 지난 3~4년간 연료비 급등으로 에너지 공기업들의 이익이 급감하자 국책은행들이 전체 배당지급액의 70% 이상을 부담했음. 그러나 올해는 한국전력과 지역난방공사 등의 이익 체력이 정상화되는 것을 넘어 사상 최대치 이익 달성이 기대되는 만큼 에너지 기업들의 배당 기여도는 높아질 수밖에 없고, 또 국책은행들의 지난 부담을 고려하면 높아져야만 함
- 지역난방공사는 배당성향 30% 가정 시 DPS 8,000원(배당수익률 7.5%), 한국전력은 차입금 상환과 CAPEX 부담으로 배당성향 20% 가정할 경우 DPS 2,500원(배당수익률 5.0%) 수준. 향후 더 주목할 부분은 현 정부의 높은 세출부담과 배당확대 유인 정책 고려하면 26년 이후엔 출자기관들에 대한 배당성향 40% 이상으로 상향될 여지가 존재한다는 점. 연료비 약세로 이익 체력 확대되는 와중에 배당매력도 높아지는 금상첨화 구간!

기획재정부 출자기관들 통한 배당수입과 배당성향 추이



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

기획재정부 배당수입 중 국책은행 3곳 & 에너지 공기업 3곳 비중 추이



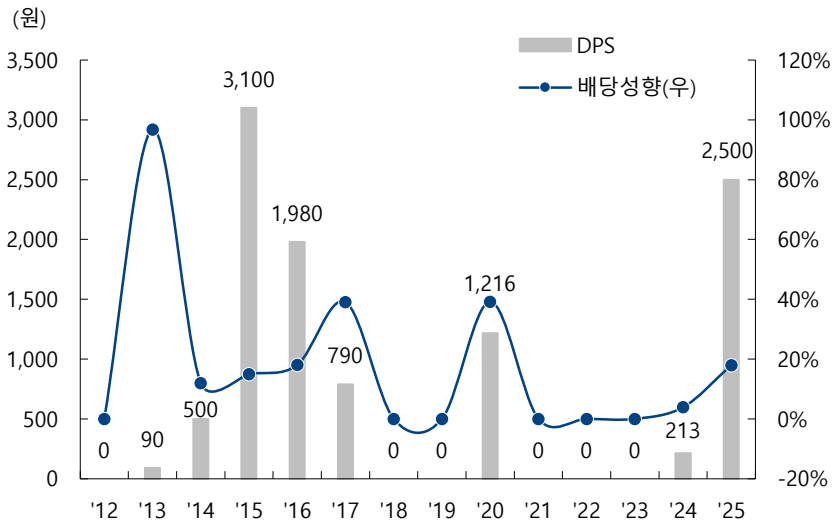
자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

기획재정부 주요 출자기관들의 배당금 지급 추이 및 비중

회계연도	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY
결산연도	2020	2021	2022	2023	2024	2025
총 배당금 (억원)	14,040	14,396	24,541	12,388	21,322	22,987
산업은행	1,120	2,096	8,331	1,647	8,781	7,587
기업은행	1,662	2,208	3,701	4,555	4,668	5,053
수출입은행	724	277	1,315	932	1,847	2,828
국책은행 3곳 배당수입 비중	25.0%	31.8%	54.4%	57.6%	71.7%	73.8%
한국전력	0	1,421	0	0	0	249
한국가스공사	92	0	659	0	0	351
한국지역난방공사	0	39	32	0	0	155
에너지 공기업 3곳 배당수입 비중	0.7%	10.1%	2.8%	0.0%	0.0%	3.3%

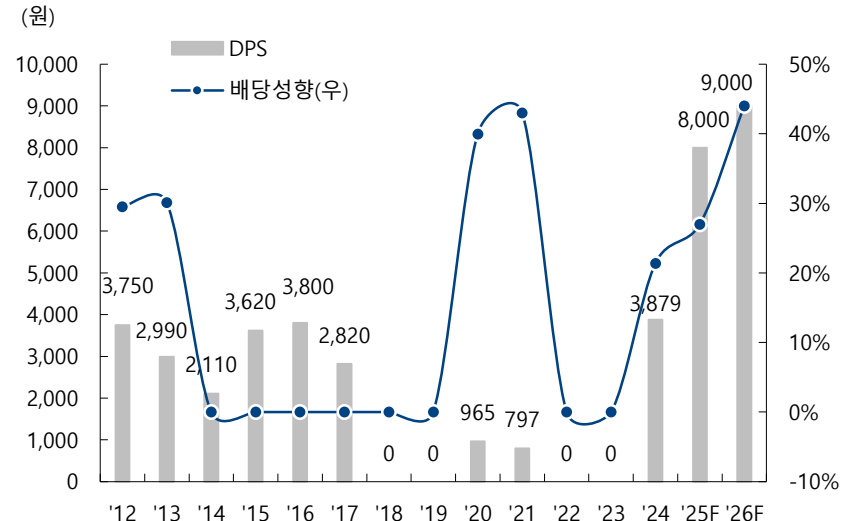
자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

한국전력 배당성향, DPS 추이 및 전망



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

지역난방공사 배당성향, DPS 추이 및 전망



자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부



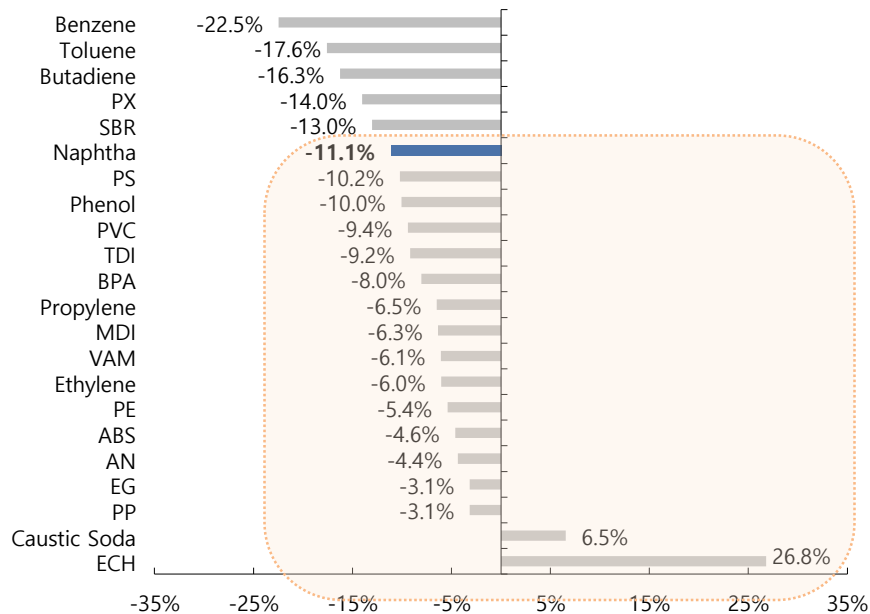
[화학] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때

[화학] 이제는 지난 4년의 길고 긴 터널에서 벗어날 때

글로벌 구조조정 움직임을 조금씩 확인하게 될 2026년

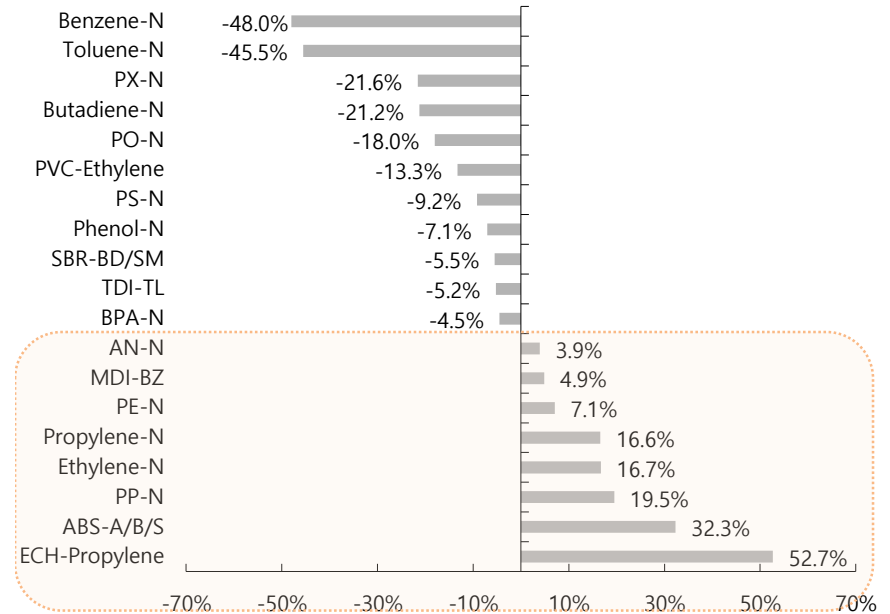
- 2026년은 약 4년 만에 석유화학 업황 바닥에서 벗어나는 시기가 될 것으로 전망. 지난 20~23년에 이뤄졌던 대규모 증설 사이클이 잠시 쉬어 가는 것도 있지만, 한국/중국/일본/유럽 등 글로벌 전 지역에서 구조조정 진행됨에 따라 수급개선 효과를 기대할 수 있다는 점이 가장 주요한 요인임
- 구조조정이 진행되는 와중에 유가는 50달러 중후반으로 하향 안정화된다는 점도 석유화학 업황 개선을 기대할 수 있는 포인트임. 유가가 하락하면 제품가격 또한 동반해서 조정되긴 함. 그러나 유가는 OPEC+ 증산 등 공급 증가 요인으로 하락하는 반면, 석유화학 제품은 수급밸런스 개선 효과로 그 하락 폭이 유가보다는 작을 것으로 예상. 이는 제품 스프레드 측면에서는 오히려 개선되는 방향을 기대해볼 수 있다는 의미
- 한편, 25년에도 이미 유가(납사) 대비 제품가격이 더 작게 조정되면서 스팟 기준 스프레드는 YoY 개선되고 있었음에 주목할 필요

25년 납사 및 석유화학 제품 가격 YoY 변동 비교



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

25년 주요 석유화학 제품 스팟 스프레드 YoY 변동 비교

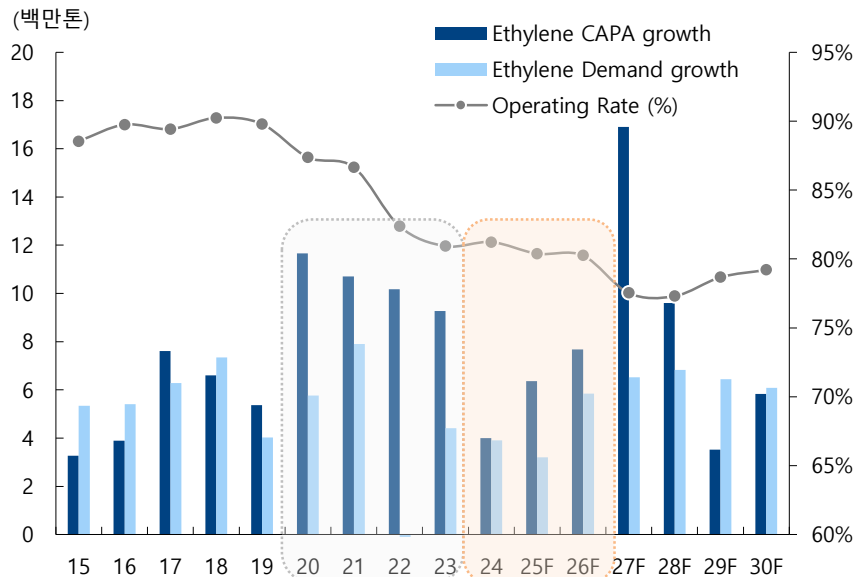


자료: Cischem, iM증권 리서치본부

I. 27년 다시 마주하게 될 대규모 증설, 그러나 구조조정 실행 감안하면 타격 크지 않을 수도

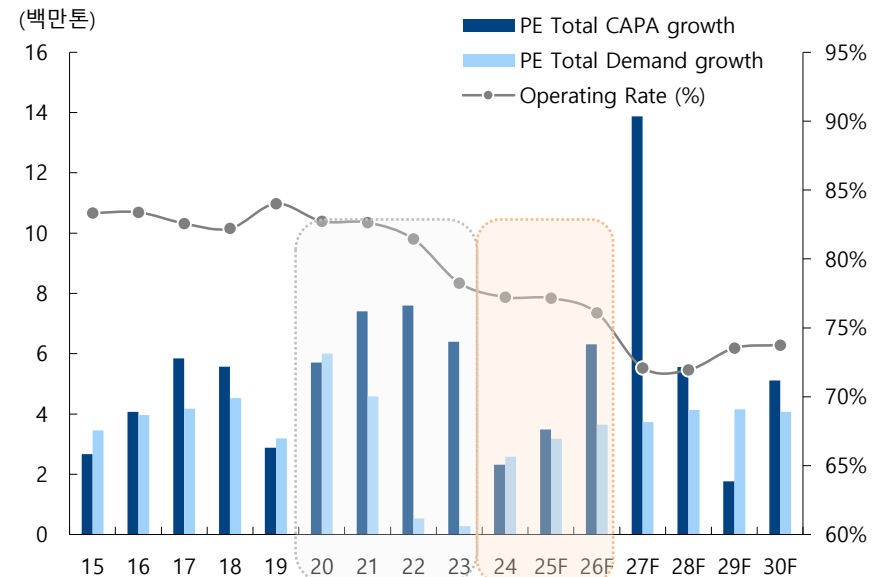
- 20~23년까지 중국 중심으로 에틸렌 신규 생산설비 대규모 유입. 지난 4년 동안 연간 평균 약 1,000만톤 규모의 신규 설비가 유입되었는데, 동 기간 글로벌 수요가 연 평균 450~500만톤 내외였음을 감안하면 증설 규모는 수요 대비 2배 달했던 셈
- 24~26년에 신규로 유입 예상되는 크래커 규모는 600만톤 내외. 글로벌 수요 증가와 비교하면 여전히 많은 물량이지만, 그래도 20~23년 증설 피크 달했던 시기 대비로는 확실히 줄어 공급부담이 조금이나마 완화될 수 있다는 점에서 분명 긍정적
- 문제는 27년에 한국 S-OIL(180만톤) 포함해 중국/인도/UAE/러시아 등에서도 대규모 크래커 유입이 예정되어 있어 신규 증설이 약 1,700만톤에 달한다는 점인데, 이는 역사상 한번도 본 적 없는 규모일 뿐만 아니라 약 4년치 수요에 달해 현실적으로 한번에 모두 유입되기는 쉽지 않을 듯
- 오히려 28년 이후 증설 물량이 급격하게 줄어드는 만큼 예정된 설비들 중 일부는 상업가동 지연되며 실제 유입 규모는 축소 가능성 존재. 특히 최근 발표된 일본/유럽의 석유화학 설비 구조조정 실행 시기가 27년에 집중되어 있음을 고려하면 27년 증설 부담은 생각보다 그리 강하지 않을 수도

에틸렌 글로벌 수요/증설 규모 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

폴리에틸렌 글로벌 수요/증설 규모 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

II. 구조조정이 보다 본격적으로 실행되는 모습을 확인하게 될 26년

- 22년 하반기 이후 글로벌 석유화학 다운사이클 구간에 진입하며 약 4년째 업황 부진이 장기화되고 있음. 이에 24년부터 글로벌 주요 업체들은 설비 폐쇄 또는 가동 중단을 검토하기 시작했고, 25년에는 관련 계획들이 보다 구체적으로 논의되기 시작
- 그러나 검토/계획 대비 업체들이 선불리 실행에 나서지 못하자, 25년에는 한국/중국/일본 등을 포함해 정부 차원에서도 구조조정 필요성 강조하며 간접적으로 압력을 가하는 분위기. 특히 한국에서는 연말까지 각 업체별로 구조조정 계획을 제출해야 하는 상황
- 일본에서도 일부 업체들 중심으로 구조조정 계획이 구체적으로 발표되었고, 유럽에서는 이미 23~24년부터 구조조정 조금씩 이뤄지기 시작. 앞으로 추가로 예정되어 있는 구조조정이 다수 있어 26년은 글로벌 전 지역에 걸쳐 구조조정이 보다 본격적으로 실행되는 모습을 확인하는 시기가 될 전망. 현재까지 발표된 계획 모두 진행될 경우 총 1,300만톤 내외로 글로벌 CAPA 대비 최소 6% 달하는 만큼 결코 작지 않은 수준임

한국/중국/일본/유럽 석유화학 구조조정 관련 내용 요약

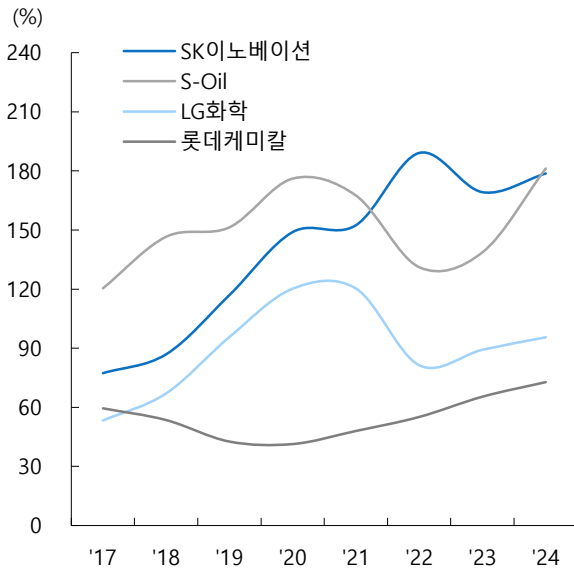
지역	구조조정 관련 내용	현재 진행 상황	대표사례	구조조정 진행 시 예상되는 규모 (글로벌 CAPA 대비 비중)	예상 실행 시기
한국	- 에틸렌 기준 270~370만톤 자발적 감축 목표 발표 - 정부, 25년 말까지 산업계 구조조정 계획 제출 요구	각 산업단지 내 업체별로 논의 진행 중	롯데케미칼-HD현대케미칼 대산 내 설비 통합운영 검토	- 270만톤 설비 폐쇄 시 1.2% 감축 효과 - 370만톤 설비 폐쇄 시 1.7% 감축 효과	25년 말 발표 및 26~27년 실행 예상
중국	- 공급과잉 산업의 현대화로 고품질 발전 전략 추구 - 20년 이상 가동된 화학설비 폐쇄 or 업그레이드 여부 결정	4중전회에서 구체적으로 언급된 내용은 아직 없음	-	20년 이상 가동된 석유화학 설비 중 - 50% 폐쇄 시 1.5% 감축 효과 - 70% 폐쇄 시 2.1% 감축 효과 - 100% 폐쇄 시 3.0% 감축 효과	26년 3월 양회에서 내용 구체화 예상
일본	- 1990~2010년대 구조조정 이후 업황 부진 지속되자 범용 부문 중심으로 또 한번 구조조정 진행 발표	에틸렌, 암모니아 등 일부 제품 중심으로 계획 구체화	Maruzen, ENEOS 등 에틸렌 크래커 폐쇄 계획 발표	- 현재 발표된 3사 폐쇄 시 0.6% 감축 효과 - Mitsui & Asahi-Mitsubishi 설비 통합 후 감축하게 될 경우 총 1.0% 감축 효과	FY26~27년에 폐쇄 돌입 예정
유럽	- 노후화된 소규모 설비 다수, 특히 22년 러-우 전쟁 이후 PNG → LNG 전환으로 인한 유틸리티 비용 부담 상승과 탄소배출 규제 강화 등으로 화학산업 경쟁력 구조적 약화 - 이에 에틸렌/프로필렌 등 범용 뿐만 아니라, 암모니아/PTA 등 석유화학 제품 전반에 걸쳐 폐쇄 or 가동중단 발표	23~24년 이미 일부 설비는 폐쇄 or 가동중단 완료했고, 25~27년에도 다수 예정	- LyondellBasell (독일/영국/프랑스 등 설비 폐쇄) - Dow (독일/네덜란드 설비 폐쇄) - SABIC (영국/네덜란드/스페인 등 설비 폐쇄)	- 지금까지 발표된 에틸렌 설비 구조조정 계획 기준 규모 약 520만톤 달해 글로벌 CAPA 대비 2.3% 감축 효과	23년부터 일부 시작, 25~27년 다수 예정

자료 : iM증권 리서치본부

1. 한국: 연말 구조조정 계획안 제출 데드라인

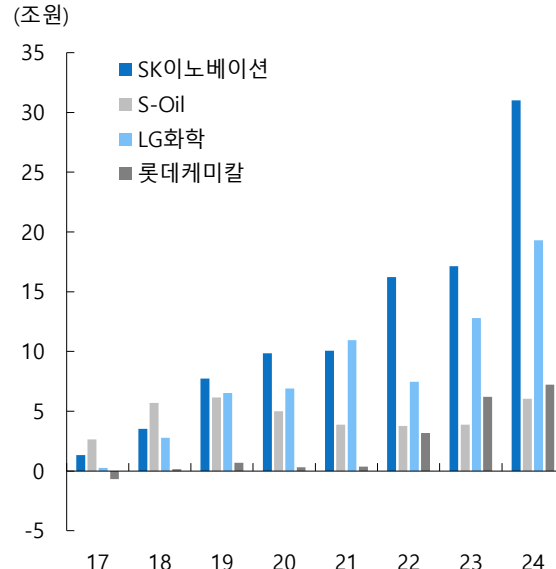
- 한국은 25년 말까지 각 산업단지 및 업체별로 에틸렌 생산설비 감축과 관련된 구조조정 계획안을 제출해야 함
- 지난 8월 주요 석유화학 업체들이 자발적으로 제시했던 구조조정 물량은 NCC 에틸렌 기준 총 270~370만톤이며, 사업재편 관련 계획을 제출하면 정부에서 이를 바탕으로 규제 완화와 차입금 만기 연장, 이자유예, 이자율 조정 등과 같은 자금 지원을 제공할 계획
- 다만, 아직까지 공식적으로 구조조정 방안이 발표된 곳은 하나도 없음. 그나마 대산에서 롯데케미칼-HD현대케미칼 NCC 통합 운영에 대한 논의가 가장 적극적으로 이뤄지고 있으며 11월 내 최종방안 발표될 것으로 예상
- 롯데-HD현대를 제외하고 과연 나머지 업체들이 연말까지 계획안을 제출할 있을지에 대해서는 의문. 특히 기한이 약 1개월 가량 남은 현 시점에서 설비 통합 또는 JV 설립 관련 제도적 문제 해결 근거도 부재한 만큼 실제 구조조정 방안이 구체적으로 확정되기까진 시간 좀 더 소요될 가능성 높음. 그러나 화학업체들의 높은 부채비율 및 재무건전성 악화로 영업여건 개선은 대내외적으로 이뤄져야만 하고, 정부의 석유화학 구조조정 의지도 강한 만큼 타이밍의 문제일 뿐 26년은 구조조정 방향이 보다 현실화되는 모습을 확인할 수 있을 전망

주요 석유화학 업체 부채비율 추이



자료 : Quantiwise, Bloomberg, iM증권 리서치본부

주요 석유화학 업체 순차입금 추이



자료 : Quantiwise, Bloomberg, iM증권 리서치본부

주요 석유화학 업체 신용등급 및 전망 현황

구분	한신평	나신평	한기평	무디스	S&P
SK이노베이션	AA (안정적)	AA (안정적)	AA (안정적)	Ba1 (부정적)	BBB- (부정적)
S-Oil	AA (긍정적)	AA (긍정적)	AA+ (안정적)	Baa2 (부정적)	BBB (안정적)
LG화학	AA+ (안정적)	AA+ (부정적)	AA+ (부정적)	Baa1 (부정적)	BBB (안정적)
롯데케미칼	AA- (안정적)	AA- (안정적)	AAA (안정적)	-	-
한화솔루션	-	AA- (부정적)	AA- (부정적)	-	-
SK가스	AA- (안정적)	AA- (안정적)	AA- (안정적)	-	-
효성티앤씨	A+ (안정적)	A+ (안정적)	-	-	-
HS효성첨단소재	A (안정적)	A (안정적)	-	-	-
금호석유	A+ (안정적)	A+ (긍정적)	A+ (안정적)	-	-

자료 : Dart, iM증권 리서치본부

국내 석유화학 구조조정 예상 시나리오

국내 석유화학 설비 및 구조조정 예상 시나리오				
석유화학 산업단지	업체 및 공장	상업가동 시기	생산설비 규모 (천톤)	참고사항 및 예상 시나리오
울산 (1972년 운영 시작) 에틸렌 CAPA 1,742천톤	SK지오센트릭	1972년	660	국내 최초 가동된 NCC 설비로, 가장 노후화된 만큼 핵심 구조조정 대상
	S-OIL	1980년 (CDU 상업가동과 함께 에틸렌 일부 생산 시작)	182	-
		2026년 하반기	1,800	*샤힌프로젝트 2027년 1월부터 상업가동 예정
	대한유화	1989년	900	부채비율 매우 낮아 재무구조 측면에서 사실상 가장 여유로운 입장
**울산 산업단지 구조조정의 관전 포인트: 27년 1월 상업가동 예정인 <u>S-Oil</u> 샤힌 프로젝트가 감축 대상에 포함될 것인지, 된다면 얼마나 기여할 것인지임				
여수 (1979년 운영 시작) 에틸렌 CAPA 6,420천톤	1공장	1980년 4월	900	#1공장 폐쇄 유력
	YNCC 2공장	1992년 12월	920	한화솔루션, DL 각각 2공장/3공장 나눠 갖는 시나리오 가능
		1989년 12월	470	
	LG화학 1공장	1990년	1,200	GS칼텍스로 설비 이전 후 폐쇄 가능
		2021년	800	해외 업체에 매각 검토 중
	롯데케미칼	1992년	1,230	-
	GS칼텍스	2022년	900	LG화학 NCC #1 폐쇄 후 기존 설비 통합 운영 가능
	**여수 산업단지 구조조정의 관전 포인트: 1)한화-DL 향후 <u>YNCC</u> 운영 방안(합작사 유지 or 결별), 2) <u>LG화학-GS칼텍스</u> NCC 통합 운영 여부			
대산 (1991년 운영 시작) 에틸렌 CAPA 4,775천톤	한화토탈	1991년	1,525	-
	LG화학	1991년 (2003년 LG화학 인수)	1,300	-
	롯데케미칼	1992년	1,100	HD현대케미칼에 매각 후 폐쇄 유력
	HD현대케미칼	2014년 HD현대-롯데케미칼 JV 설립, 2021년 상업가동	850	-
	**대산 산업단지 구조조정의 관전 포인트: <u>롯데케미칼-HD현대케미칼</u> 설비 통합운영은 거의 확정적. JV 설비 통합 후 폐쇄규모 및 구체적인 운영 방안에 주목			

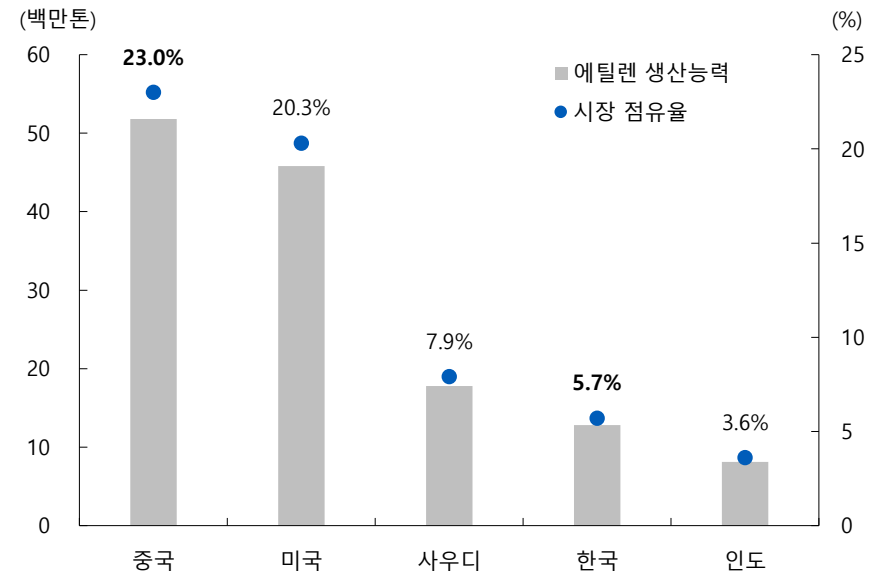
2. 중국: 4중전회에서 구체적인 언급은 없었으나, 과잉산업 구조조정 기조는 변함 없어

- 2010년대 후반까지 중국이 제조업 육성 및 강화를 강조해왔다면, 2020년 들어서는 과학기술과 첨단산업 발전을 국가 주요 과제로 강조하고 있음. 특히 14차 5개년 계획부터 과학기술 자립을 주요 과제로 정했고, 25년 4중전회에서도 '과학기술 자립' 및 '첨단산업 발전' 강조가 반복되었음
- 이와 함께 언급된 것은 '중국식 현대화'로 대표적 과잉산업인 태양광/석유화학에서 소규모 노후설비 합리화하며 고품질 발전 전략을 추구하려는 듯. 관련된 구체적 지시사항이 4중전회에서 언급되지는 않았으나, 26년 3월 발표될 15차 5개년(2026~2030년) 계획안에는 포함될 가능성 높음
- 양회에서 석유화학 구조조정 관련 구체적 방안이 담기지 않더라도 25년 들어 시진핑이 공식적인 자리에서 <기업의 무질서한 경쟁 관리> 필요성을 여러 번 언급한 만큼 2026~2030년까지 과잉산업 구조조정 기조는 변함 없을 것으로 예상
- 따라서 지난 3~4년과 같은 무분별한 증설보다는 합리적인 수준에서 노후설비 폐쇄와 신규 유입이 함께 이뤄질 것으로 예상. 글로벌 에틸렌 설비의 23% 차지하는 1위 생산국인 중국의 구조조정은 한국/일본/유럽 등 다른 지역에서 이뤄지는 것보다センチ멘털 측면에서도, 펀더멘털 측면에서도 그 무게감이 훨씬 더 크게 다가올 수 밖에 없음

중국 15차 5개년 계획안 주요 예상 내용			
구분	논의 대상	기간	5개년 계획 주요 내용
15기 5중전회	10차 5개년 계획	2001-2005	현대화, 환경보호, 과학기술교육, 농업, 첨단기술, 산업화
16기 5중전회	11차 5개년 계획	2006-2010	주거, 교통, 교육, 문화, 위생, 현대화 농업, 직업 교육
17기 5중전회	12차 5개년 계획	2011-2015	농업, 산업화, 도시화, 에너지산업, 종합교통시스템건설, 해양경제, 문화 산업
18기 5중전회	13차 5개년 계획	2016-2020	금융, 온라인소비, 제조업, 환경보호, 국유기업 개혁, 일대일로 등 지역 개발
19기 5중전회	14차 5개년 계획	2021-2025	신에너지, 과학기술 자립, 인구구성, 방역, 의약 소비, 광역도시권 통합조정, 인프라
20기 4중전회	15차 5개년 계획	2026-2030	과학기술 자립, 국가 안보 강화, 첨단산업 발전, 제조업 회복, 내수 부양 등

자료: 언론 종합, iM증권 리서치본부

글로벌 에틸렌 생산 Top 5 국가 및 생산비중 (2024년 기준)



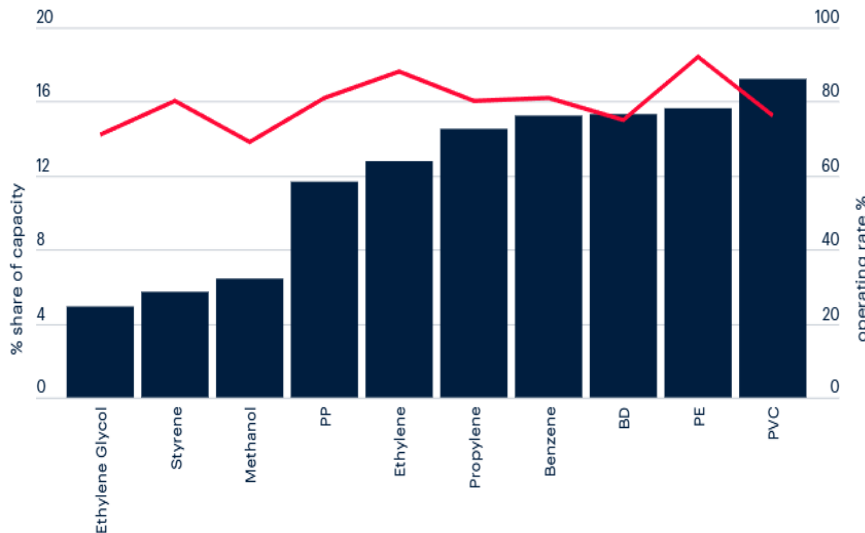
자료: 한국석유화학협회, iM증권 리서치본부

가장 적극적인 시나리오 하에서 글로벌 생산설비의 약 2~3% 폐쇄 가능

- 지난 7월 중국 NDRC, MEE, MIIT 등 5개 중앙 정부기관들은 각 지방정부에게 20년 이상 운영된 노후 석유화학 설비 안전성, 배출량, 에너지 효율성 등에 대한 정보 수집 및 평가 계획을 지시한 바 있음. 이에 각 지방 정부들은 관련 내용을 보고하고, 노후 설비 업그레이드 여부를 결정해야 하는 상황
- 11월 현재까지 그 진행사항이나 구체적 계획이 파악되지는 않고 있음. 그러나 향후 15차 5개년 계획 하에서 진행될 중국 정부의 석유화학 구조조정 대상은 20년 이상 운영된 노후 설비들로 볼 수 있고, 그 비중은 에틸렌 13%, 프로필렌 15%, PE 16%, PP 12%, PVC 17% 등으로 결코 작지 않음
- 물론, 해당 노후설비들이 모두 퇴출되는 것이 아니라 일부는 폐쇄되고, 또 일부는 효율성 개선 작업을 통해 계속 가동될 것. 그 비중을 쉽사리 예상할 수는 없으나 20년 이상 에틸렌 설비가 모두 폐쇄된다고 가정할 경우 글로벌 전체 설비의 3% 감축 효과가 발생하고, 50% 가량이 가동을 중단하면 글로벌 전체 설비의 1.5% 내외의 감축 효과를 기대할 수 있음

2005년 이전 설립된 중국 내 제품별 생산설비 비중 (20년 이상 가동)

Share of pre-2005 capacities vs 2024 operating rates



자료: ICIS, iM증권 리서치본부

중국 구조조정 시나리오별 글로벌 전체 설비 대비 감축 효과

구분 및 폐쇄 시나리오 가정	생산설비 규모 (천톤)	비중
글로벌 에틸렌 생산설비 규모	23,000	100.0%
중국 내 에틸렌 생산설비 규모	5,300	23.0%
중국 내 20년 이상 가동된 에틸렌 생산설비 규모	2,990	13.0%

20년 이상 가동된 설비 폐쇄 시나리오별 감축 규모 및 글로벌 생산설비 대비 비중

50% 폐쇄할 경우	345	1.5%
70% 폐쇄할 경우	482	2.1%
100% 폐쇄할 경우	689	3.0%

자료: iM증권 리서치본부

3. 일본: 과거 한바탕 진행됐던 구조조정에 이어 26~27년 또 한번 설비 감축 예정

- 일본은 한국/대만/중동 등의 증설 러쉬와 내수 침체 속에 1990년부터 약 30년에 걸쳐 석유화학 구조조정을 한바탕 진행한 바 있음
- 당시 범용제품 생산설비 감축하는 한편, 고부가제품 개발 및 동남아시아/미국/중동 등으로의 현지 생산확대 전략 구사. 그럼에도 중국의 공격적인 증설로 글로벌 수급밸런스 악화되자 일본 업체들 역시 그 타격에서 자유로울 수 없었음
- 이에 25년에 일본 주요 화학업체들의 설비폐쇄 또는 가동중단 등 구조조정 계획도 잇따라 발표되었음. 지금까지 확정된 구조조정 계획안 기준으로 총 140만톤 규모의 에틸렌 생산설비가 26~27년 사이에 폐쇄될 예정인데, 이는 글로벌 전체 생산설비 대비 0.6% 수준
- 보다 중장기적으로 Mitsui Chemical & Asahi-Mitsubishi Chemical 각각이 운영하고 있는 57만톤/46만톤 설비들이 2030년까지 각각 통합한 후 감축 논의할 예정. 해당 규모까지 합산하면 글로벌 전체 생산설비 대비 약 1% 규모의 설비가 일본 내에서 구조조정 이뤄지는 셈

최근 발표된 일본 내 석유화학 구조조정 내용

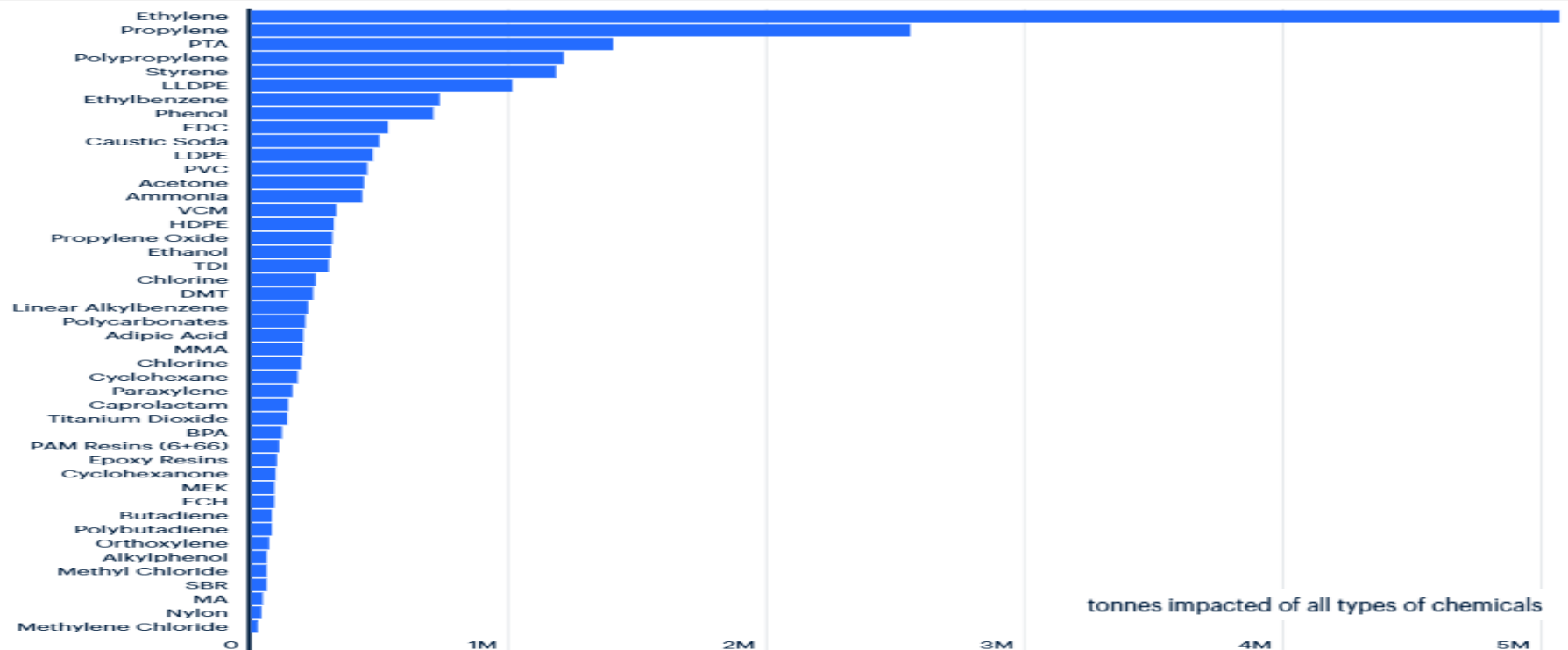
제품	구조조정 진행 기업	생산설비 위치	생산설비 규모 (천톤)	참고 내용	발표 시기	실행 시기
Ethylene	Maruzen Petrochem (w/Sumitomo Chem)	Chiba	525	설비 폐쇄 및 통합	2025.04	FY2026
	Idemitsu Kosan, Mitsui Chemical	Chiba	413	설비 폐쇄	2024.03	FY2027
	ENEOS	Kawasaki	448	설비 폐쇄	2025.04	27년 4분기
	Mitsui Chem, Asahi-Mitsubishi Chem	Mizushima, Osaka	3사 설비 통합 후 추후 감축 논의 예정 (현재는 양사 합산 1,019천톤)		2025.09	2030년
PMMA	Asahi Kasei	Kawasaki	40	가동 중단	2025.05	2026.03
MMA	Asahi Kasei	Kawasaki	100	가동 중단	2025.05	2026.09
Phenol	Mitsui Chemicals	Chiba	600	설비 폐쇄	2025.05	2026.09
Capro	UBE Industries	Ube	190	가동 중단	2024.04	FY2026
Ammonia	UBE Industries	Ube	54	가동 중단	2025.01	2027.03

자료 : iM증권 리서치본부

4. 유럽: 구조적으로 굴뚝산업이 경쟁력을 갖기 점점 더 어려운 환경

- 글로벌 석유화학 구조조정에 가장 적극적인 지역 중 하나는 유럽
- 유럽은 미국과 함께 석유화학 산업이 가장 먼저 시작된 곳인 만큼 대부분 규모가 작고 노후화된 설비들이라 운영 효율성 낮은 편. 그러나 무엇보다도 러-우 전쟁 이후 천연가스 조달을 PNG → LNG로 상당부분 전환함에 따라 전력/유틸리티 비용이 상승했고, EU 탄소배출권 및 EUDR 시행 등 환경 관련 정책들이 점점 더 엄격해지고 있어 더 이상 굴뚝산업이 경쟁력을 확보하기 구조적으로 쉽지 않은 여건임
- 이에 유럽 국가들의 석유화학 설비 폐쇄 또는 가동중단 계획들도 다수 발표. 범용제품 뿐만 아니라 천연가스 기반으로 생산되는 암모니아 포함하여 대부분 제품군에서 구조조정 진행 예정이라는 점이 한국/중국/일본 등의 구조조정과는 사뭇 다름. 그럼에도 그 규모 측면에서는 에틸렌이 가장 큼. 현재까지 발표된 물량만 500만톤 상회하는데, 이는 글로벌 전체 설비의 약 2.3% 달하는 규모

유럽 석유화학 구조조정 계획에 따른 제품별 생산 감축 규모



자료 : ICIS, iM증권 리서치본부

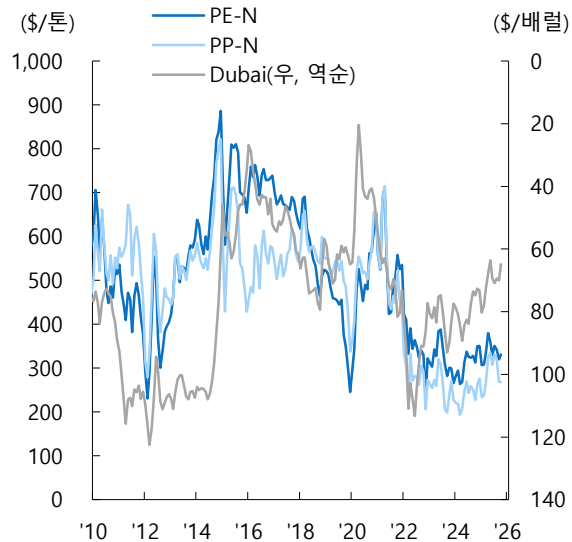
유럽 국가 및 업체별 석유화학 구조조정 계획

현재까지 발표된 유럽 국가 및 업체별 석유화학 구조조정 계획				
국가	업체	생산설비 위치	생산 제품(천톤)	진행 상태
독일	Dow	Bohlen	Ethylene (610)	가동 중단 예정(4Q27)
	INEOS Phenol	Gladbeck	Acetone (403), Phenol (650)	폐쇄 예정
	BASF	Ludwigshafen	Ammonia (430), Capro (95), Cyclohexanol, Soda Ash, TDI (300)	가동 중단 or 폐쇄 예정
	LyondellBasell	Muenchmuenster	Ethylene (300), HDPE (320), Propylene (190)	매각 계약 체결 완료
	Dow	Schkopau	Caustic Soda (280), Chlorine (250), EDC (530), VCM (330)	가동 중단 예정(4Q27)
	Trinseo	Stade	Polycarbonates (80)	폐쇄 완료(2024년)
영국	Shell	Wesseling	Paraxylene (160), Orthoxylene (70)	폐쇄 완료(2023년)
	SABIC	Wilton	Ethylene (500), Propylene (415)	폐쇄 예정
	LyondellBasell	Carrington	PP (210)	매각 계약 체결 완료
	Versalis	Grangemouth	SBR (60), Polybutadiene (80)	폐쇄 완료(2024.04)
	CF Fertilisers	Billingham	Ammonia and other fertilisers	폐쇄 완료(2023년)
	LyondellBasell	Berre	Ethylene (465), LDPE (320), Propylene (255), PP(350), Butadiene (80)	매각 계약 체결 완료
프랑스	ExxonMobil	Gravenchon	Ethylene (425), Propylene (290), LLDPE (1,011)	폐쇄 완료(2024년)
	Arkema	Jarrie	Caustic Soda (83), Chlorine (74)	가동 중단 예상
	Vencorex	Pont-de-Claix	Caustic Soda (133), Chlorine (119)	가동 중단 완료(1H25)
	Eni	Priolo	Ethylene (490), Propylene (250)	가동 중단 완료(2025.07)
이탈리아	Eni	Brindisi	Ethylene (468), Propylene (255)	폐쇄 계획 발표(2024.10)
	Eni	Ragusa	LDPE (151)	폐쇄 완료(2024.10)
	LyondellBasell	Brindisi	Polypropylene (260)	자산 검토 중
	Vynova	Beek	PVC (225)	가동 중단 예정(2025.11)
네덜란드	SABIC	Geleen	Ethylene (575), Propylene (325)	폐쇄 완료(2024.04)
	LyondellBasell	Maasvlakte	Propylene Oxide (315), Styrene (680)	폐쇄 예정(2025~2026년)
	Westlake	Pernis	ECH (90), Epoxy Resins (100), BPA (120)	가동 중단 예정(2025년)
	Indorama Ventures	Rotterdam	PET (426), PTA (700)	폐쇄 시작(2024.07)
	Dow	Terneuzen	Ethylene (680), Propylene (340)	가동 중단 완료(2Q25)
	TotalEnergies	Antwerp	Ethylene (550), Propylene (230)	가동 중단 예정(2027년 말)
벨기에	Celanese	Mechelen	Engineered materials compounding site	폐쇄 완료(2024.09)
	SABIC	Cartagena	Polycarbonates (130)	가동 중단 완료(라인 1개)
스페인	LyondellBasell	Tarragona	PP (390)	매각 계약 체결 완료
그리스	Polisan Hellas	Volos	PET (84)	가동 중단 완료(4Q24)
슬로바키아	Fortischem	Novaky	PVC (90)	폐쇄 완료(2025년 초)
체코	Spolana	Neratovice	Capro (48), PVC (135)	폐쇄 완료(1H25)
포르투갈	Indorama Ventures	Sines	PTA (700)	가동 중단 완료(2023.10)
폴란드	Orlen	Plock	Phenol (55), Acetone (34)	폐쇄 예정(2025년 말)

III. 구조조정 속 유가 하향 안정화로 제품 스프레드 개선 전망

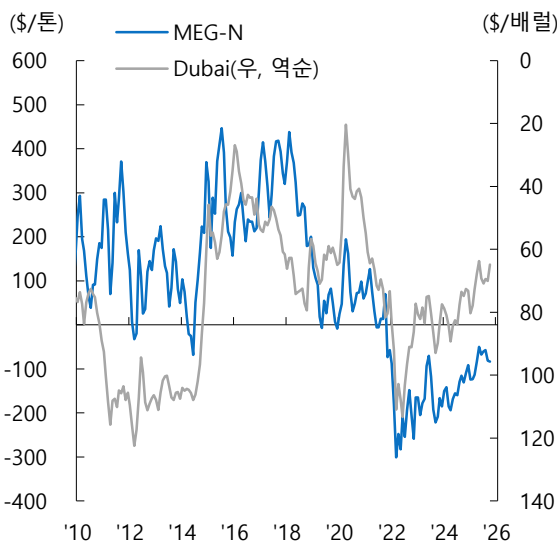
- 유가와 석유화학 제품 스프레드는 각 제품별로 정도의 차이는 있으나 통상적으로는 (-) 상관관계를 보여 왔음. 유가 하락 구간에서 스프레드는 확대, 상승 구간에서는 스프레드가 축소되어 왔다는 의미
- 사우디 중심의 OPEC+ 증산과 저유가를 위한 트럼프의 고군분투는 유가 레벨다운을 이끌 것. 이는 곧 납사 가격의 하락을 의미하고, 주요 석유화학 제품 스프레드를 개선시키는 동력이 될 것으로 예상. 물론, 지난 3~4년에 걸친 대규모 증설 유입으로 수급밸런스가 사실상 무너진 만큼 유가 하락에 따른 제품 스프레드 반등 폭이 과거보다 약화될 수는 있겠지만, 그 방향성 자체는 훼손되지 않았다는 판단
- 또한 아직까지는 종전 협상 시그널이 좀처럼 보이지 않지만, 러-우 협상 진전에 따라 그 동안 중단된 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 업체들 실적 개선을 이끄는 어부지리가 될 수 있다는 점에서 주목

Dubai 유가 및 PE/PP 스프레드 추이



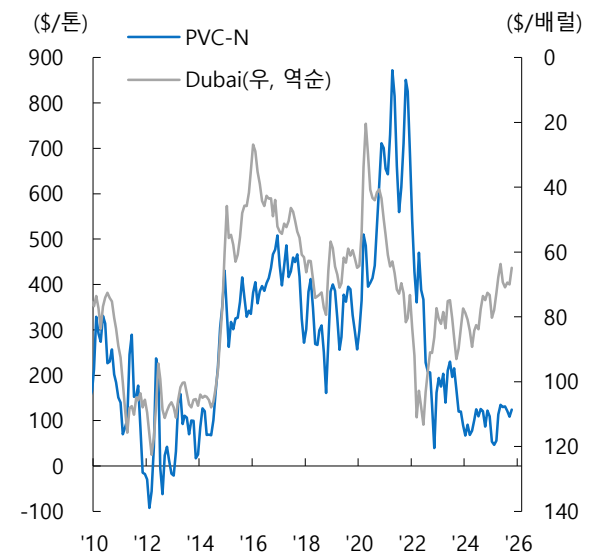
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 MEG 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

Dubai 유가 및 PVC 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부



[정유] 정제마진 레벨업 vs 유가 레벨다운 사이의 고민

[정유] 정제마진 레벨업 vs 유가 레벨다운 사이의 고민

I. EU 외에 영국/미국의 러시아 제재 동참으로 에너지 시장 혼란 확대

- EU는 25년 하반기 들어 러시아에 대한 추가 제재 발표. 지난 7월 발표된 18차 제재 패키지는 26년 1월 말부터 실행될 예정인데, 핵심적인 내용은 1)러시아 원유로 제3국에서 생산된 정제품 수입 금지, 2)러시아산 원유 가격 상한선 60달러 → 47.6달러 하향 및 정기적인 조정 등임
- 최근 제재에서 인상적인 부분은 영국과 미국이 과거보다 좀 더 적극적으로 동참하고 있다는 것. 영국도 EU 18차 패키지와 동일한 내용의 제재안을 통과시켰고, 미국도 러-우 종전 합의에 미온적인 러시아를 압박하기 위한 목적으로 Lukoil, Rosneft 두 곳에 대한 제재를 발표한 바 있음
- 다만, 트럼프에게 유가 상승은 그리 달갑지 않은 만큼 러시아산 원유의 완전 퇴출을 허용하기는 쉽지 않음. 또한 취임 직후 보여 왔던 러시아에 대한 우호적인 기조와 평소 번덕스러운 결정을 감안했을 때 미국의 러시아 제재가 과연 26년에도 장기화되고 현 수준에서 추가로 더 강화될 수 있을지에 대해서는 의문. 앞으로의 스탠스 좀 더 지켜볼 필요

2025년 추가로 가해진 EU/영국/미국 등 주요국의 러시아 제재 내역

시기	국가	러시아에 대한 주요 제재 내용
1월 10일	미국	러시아 에너지 업체 및 Shadow Fleet(그림자 선단) 대규모 제재
2월 24일	EU	대러시아 16차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 74척 추가 지정
5월 20일	EU	대러시아 17차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 189척 추가 지정
7월 18일	EU	대러시아 18차 제재 패키지 채택 - Shadow Fleet 105척 추가 지정 - 러시아산 원유로 제3국에서 생산된 정제품 수입 금지 - 러시아산 원유 가격 상한선 \$60 → \$47.6 하향 및 정기적인 조정
10월 15일	영국	역대 최대 규모 러시아 제재 발표 및 Lukoil & Rosneft 리스트링 - 영국 신탁서비스 금지, 운송 제한 및 Shadow 탱커 44척 운송망 차단
10월 22일	미국	러시아 Lukoil & Rosneft 등 주요 업체에 추가 제재 부과 - 두 기업 및 다수의 자회사들 재산동결 및 거래금지 조치 부과
10월 23일	EU	대러시아 19차 제재 패키지 채택 - 러시아산 LNG 단계적 수입 금지: '27년 이후 장기계약 전면 금지 - Rosneft & Gazprom 거래 금지 → EU향 거래 전면 차단 - Shadow Fleet 105척 추가 지정(누적 557척)

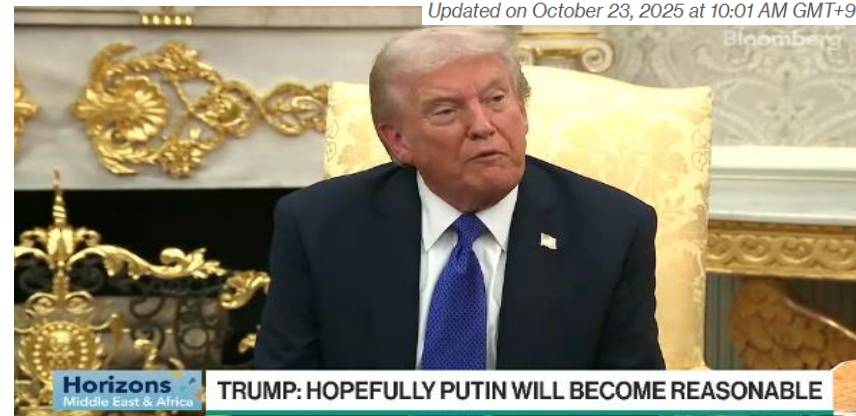
자료 : 언론 종합, iM증권 리서치본부

트럼프, 종전 협상에 미온적인 러시아 압박하기 위해 Rosneft, Lukoil 제재

US Sanctions Rosneft and Lukoil in Push For Ukraine Talks

October 23, 2025 at 5:46 AM GMT+9

Updated on October 23, 2025 at 10:01 AM GMT+9

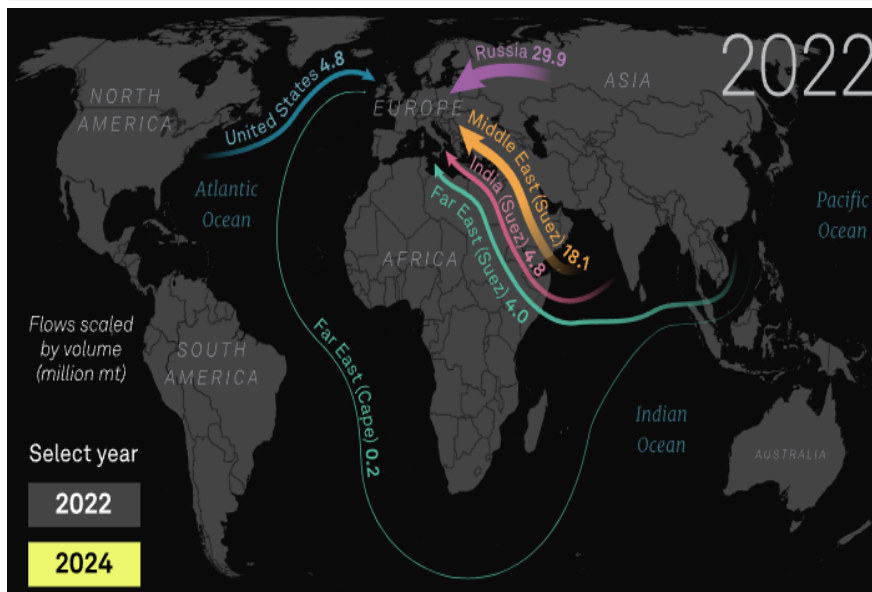


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

다시 한번 뒤바뀌고 있는 글로벌 등/경유 Trading flow

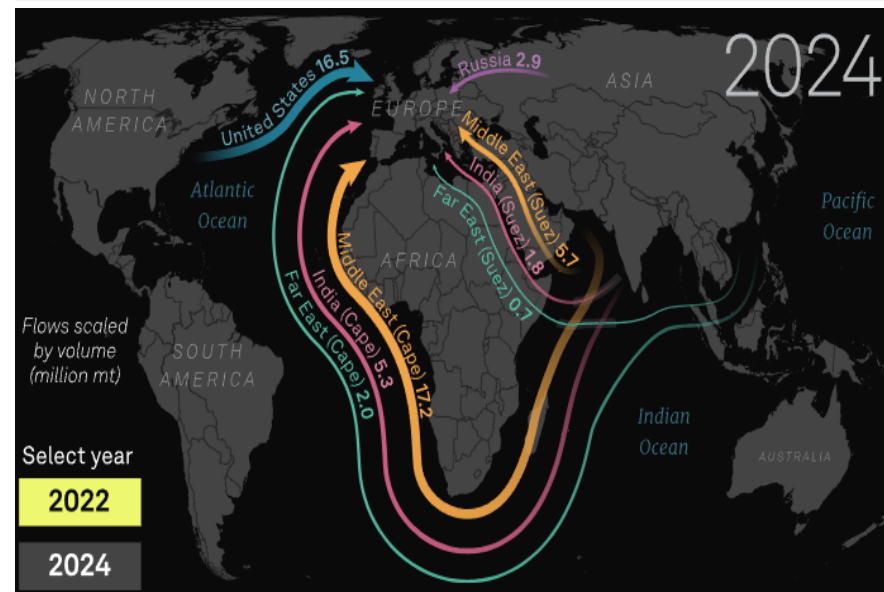
- 주요국들의 러시아 제재 동참으로 특히 혼란이 확대되고 있는 시장은 등/경유
- 유럽은 주로 휘발유는 수출하고 등/경유를 수입하는 구조임. 러-우 전쟁 이전까지는 등/경유 수입의 대부분이 러시아에서 유입되었으나 러시아 제재 이후 그 외 대체재에 대한 수요가 늘어남에 따라 글로벌 전체적으로 수급 구조가 뒤바뀌고 있음
- 가령, 2022년 유럽의 경유(Diesel/Gasoil) 수입 중 러시아산 비중이 48.4% 달했는데, 2월 말 러시아의 우크라이나 침공 이후 연말까지 단계적으로 러시아산 정제품 수입을 축소했던 점을 고려하면 2021년까지는 러시아산이 절반을 훌쩍 넘어섰음을 의미함
- 그러나 2024년에는 러시아산 비중이 5.6%로 대폭 줄었고 그 빈 자리는 미국(8%→32%), 중동(29%→44%), 인도(8%→14%) 등이 대체하였음. 또한 과거에는 수입처가 러시아 외에 미국/중동/인도 정도에 그쳤으나, 러시아산 제재 이후에는 동북아산으로도 수입처가 보다 확장되었음

2022년 기준 유럽의 Diesel/Gasoil 주요 지역별 수입량



자료 : Platts, iM증권 리서치본부

2024년 기준 유럽의 Diesel/Gasoil 주요 지역별 수입량



자료 : Platts, iM증권 리서치본부

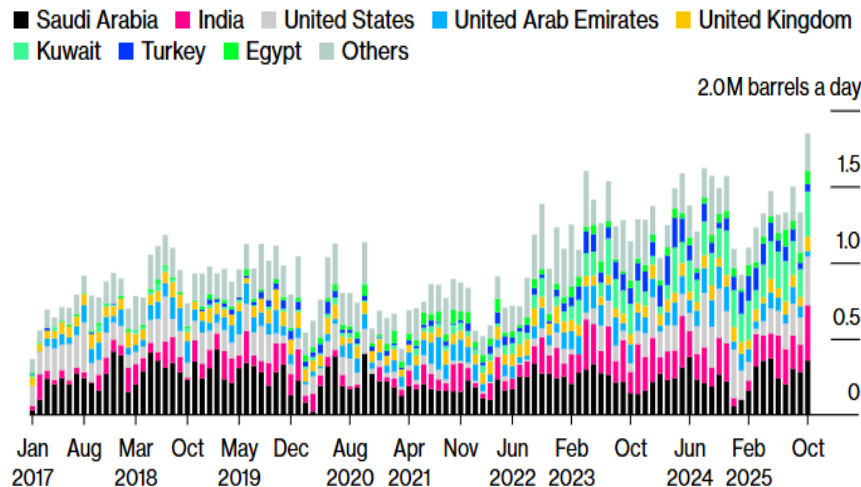
Non-Russia 디젤로 빠르게 넘어오고 있는 유럽

- 26년 1월 말부터 시행되는 EU의 러시아 18차 제재 패키지를 앞두고 재고 확보를 위해 유럽의 경유 수입량 급증하며 역사적 고점 경신
- 특히 수입국가별로 보면 전통적으로 유럽의 정제품 수입 비중이 높았던 사우디 뿐만 아니라 최근에는 미국/터키/인도 등 과거에 정제품 유입이 그리 많지 않았던 지역에서도 수입량을 빠르게 늘리고 있음이 눈에 띈
- 글로벌 정제품 시장 전체로 봤을 때 러시아 공급 물량은 축소되고 있는 반면, 유럽의 Non-Russia 제품 수입은 대폭 늘어남에 따라 전반적으로 수급 혼란해지고 있는 상황. 특히 유럽의 수입 의존도 높은 등/경유 중심으로 타이트한 분위기가 두드러지고 있음
- 이는 9월 이후 등/경유 마진 강세 보이며 최근 30달러 수준에 근접하는 주요 배경으로 해석

유럽 경유 수입량 및 국가별 추이

Import Surge

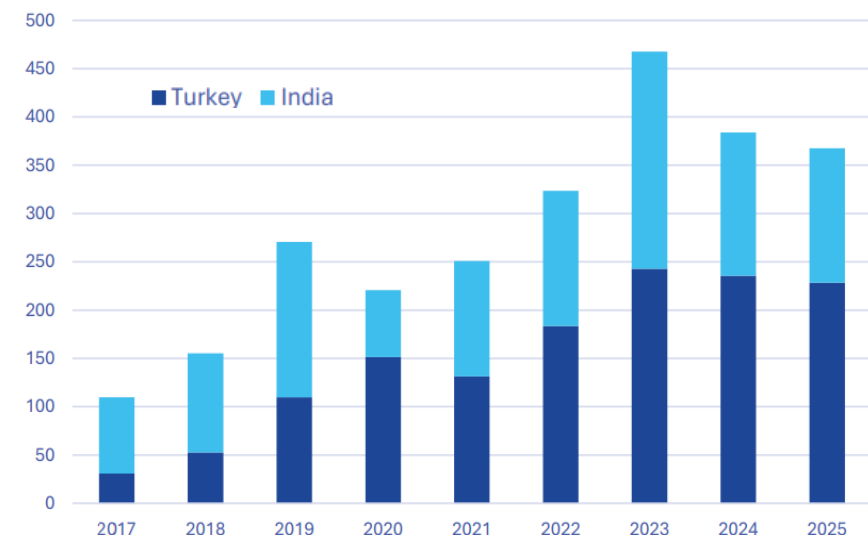
Diesel and jet fuel arrivals to the EU on course for record high



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2017년 이후 터키/인도의 유럽 디젤 수출량 추이

Turkey, India gasoil exports to Europe (kbd)

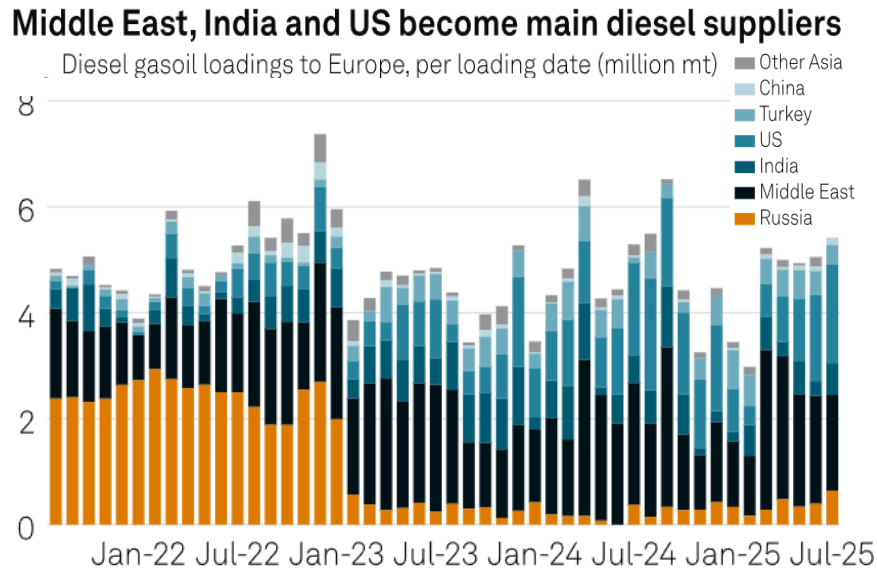


자료 : Argus, iM증권 리서치본부

18차 제재로 유럽 경유 수입의 최대 18~19% 조달 차질 예상

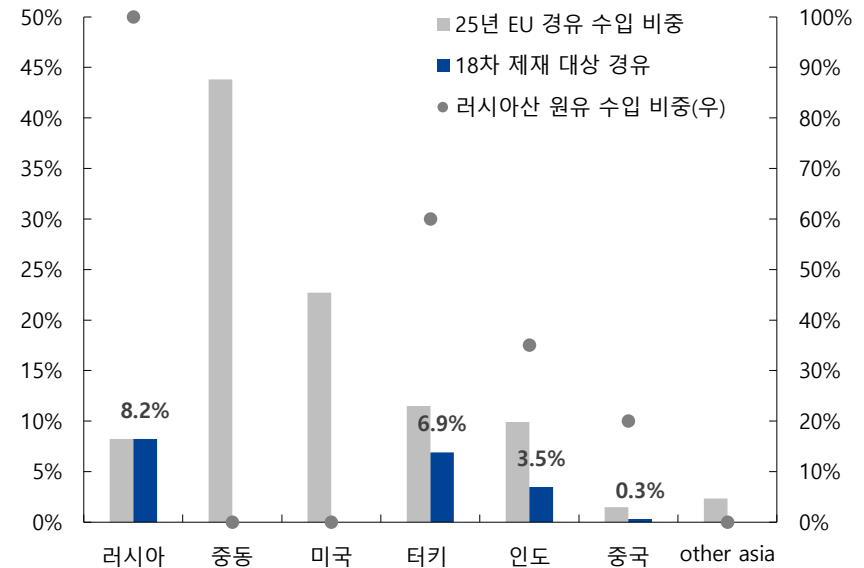
- 러시아 제재 이후 유럽의 디젤 수입국은 중동/미국/터키 등으로 빠르게 전환되고 있음. 특히 과거에는 수입이 거의 미미했던 인도와 중국을 포함해 터키 등 아시아 지역에서의 수입량이 늘고 있다는 점이 인상적
- 그 중에서도 인도와 중국, 터키는 서방 제재에도 불구하고 러시아산 Ural 원유 수입을 늘려 왔던 대표적인 국가들임. 이들은 다른 유종 대비 저렴하게 거래되는 러시아산 원유를 투입해 정제품 생산을 늘렸고 해당 정제품이 결국 유럽으로 흘러 들어가고 있던 셈
- 유럽은 18차 제재를 통해 이렇게 러시아산 원유로 제3국에서 생산된 정제품의 수입까지 막겠다는 것
- 25년 기준 인도/중국/터키 등에서 유입되었던 경유는 유럽 전체 수입의 약 23% 달했음. 이들이 모든 정제품을 러시아산 원유로 생산하지는 않지만, 전체 원유 수입에서 러시아산 비중이 인도 35%, 중국 20%, 터키 60% 등임을 감안하면 26년 1월 말 18차 EU 제재 패키지 실행으로 유럽 정제품 수입 중 약 10~11% 내외는 차질이 생기는 셈. 러시아산까지 포함하면 18~19% 수준으로 작지 않은 규모임

2022년 이후 유럽의 경유 수입국 변화 추이



자료 : Platts, iM증권 리서치본부

18차 러시아 제재로 EU 수입에 차질 예상되는 경유 비중



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: Other Asia 지역의 러시아산 원유 수입은 0%로 임의 가정하였음

누적되고 누적된 러시아 제재 효과가 이제 빛을 발하는 것인가

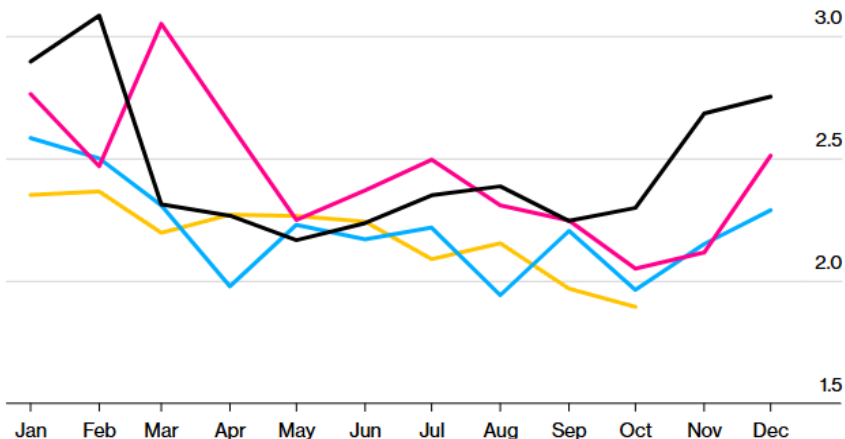
- 반면, 러시아는 우크라이나 공격으로 인한 정제설비 차질과 서방 제재 강화 등으로 25년 들어 정제품 수출은 계속해서 감소하고 있고, EU 추가 제재 발표된 7월 이후 수출량은 빠르게 축소되며 22년 러-우 전쟁 이후 최저치 도달
- 10월에 영국도 제재 동참했고, 미국 역시 Lukoil, Rosneft를 제재 대상으로 지정. 지금까지 EU 홀로 러시아를 제재해왔지만, 26년부터는 영국/미국 동참까지 이뤄질 예정. 생각보다 강도가 강해지면서 그 효과가 조금씩 발휘되고 있는 분위기. 실제로 영국/미국 제재 발표 직후 중국과 인도 정유사들 일부는 러시아 원유 수입을 일시적으로 중단했고, 인도 정부의 공식발표는 없었으나 트럼프는 모디 총리가 러시아 원유 수입 중단을 약속했다고 언급
- Lukoil, Rosneft 해외 정제설비 운영 차질도 불가피. 이에 일부 설비는 이미 불가항력 선언했고, 해외자산 매각 추진하는 등 이전과 사뭇 다른 분위기
- 26년에 러시아 제재가 강하게 이뤄진다면 에너지 시장은 또 한번의 대격변 예상. 관건은 트럼프가 러시아 제재를 얼마나 더 강하게 오랫동안 가져갈 것인지임. 제재는 유가와 정제품 가격 상승을 야기할 수밖에 없는데, 트럼프 입장에서 유가 상승이 마냥 편하지는 않기 때문에 제재를 더 강화하거나 장기화하긴 어려울 것으로 예상. 오히려 미국은 26년에 러시아 제재를 추가 강화하기보다는 이전으로 복원시킬 가능성이 더 높다는 판단

2022년 이후 러시아 정제품 수출 추이

Russia's Fuel Trend

Russian fuel exports hit post-war low as refinery outages and sanctions take toll

2022 2023 2024 2025



자료 : Platts, iM증권 리서치본부

미국/영국 제재 동참 발표 이후 러시아산 원유 조달 변화 움직임

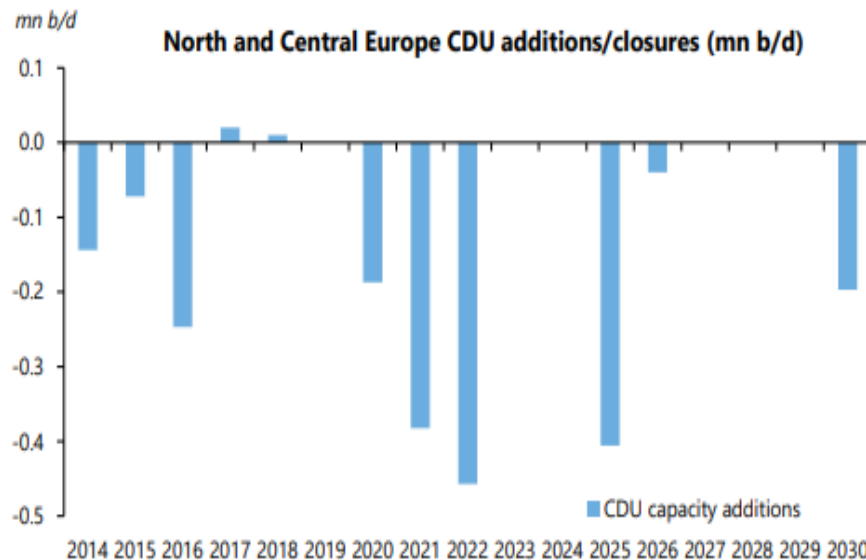
시기	내용
10월 23일	중국 PetroChina & CNOOC & Sinopec, 러시아산 원유 선적 일시 중단
10월 23일	불가리아, Lukoil이 소유한 자국 정유 시설 운영과 관련한 여러 가능성 검토
10월 24일	인도 Reliance, 비(非)러시아산 원유 대량 매입 - 러시아산 축소 또는 중단 검토 가능성 언급
10월 29일	인도 MRPL, 러시아산 원유 비중 축소
11월 2일	터키 SOCAR, 12월 비(非)러시아산 화물 4카고 구매 계획 발표
11월 2일	터키 Tupras, 비(非)러시아산 원유 구매 확대 중
11월 3일	중국 국영 정유사들, 러시아산 해상원유 구매 중단 움직임
11월 4일	이라크 & 핀란드 & 스위스, 러시아 Lukoil과 거래 중단
11월 11일	러시아 Lukoil, 이라크 위치 Qurna-2 유전 운영 불가항력 선언 - 50만b/d 규모로, 해당 정유소 자본 75%는 Lukoil 소유

자료 : iM증권 리서치본부

II. 글로벌 노후 정제설비 폐쇄 기조 지속

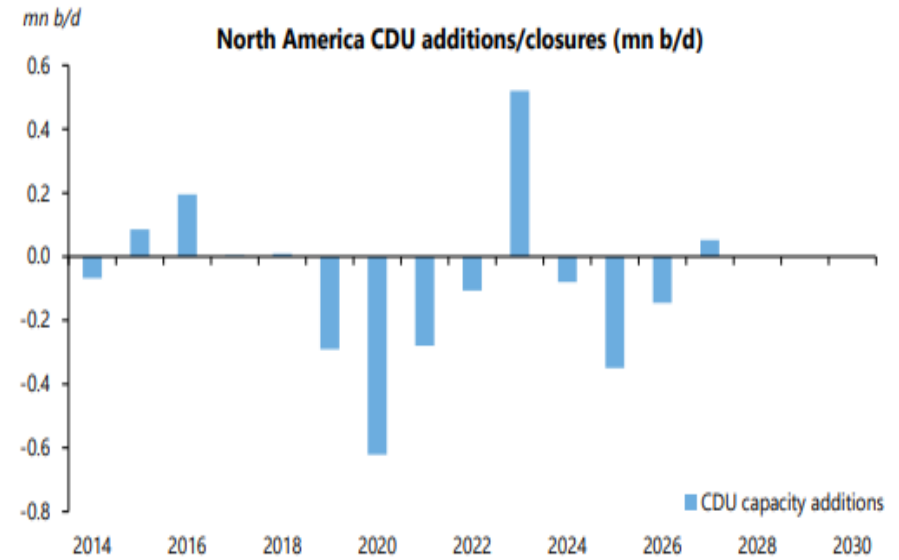
- 24~26년 아시아/아프리카 등 신흥국 중심으로 신규 정제설비 유입이 꾸준히 이뤄지고 있긴 하지만, 동시에 유럽/북미 등의 선진국에서는 노후화된 정제설비 폐쇄가 진행되고 있어 실질적인 Net Addition 규모는 크게 부담스럽지 않은 수준이 이어질 전망
- 유럽에는 소규모 노후 정제설비가 많이 분포되어 있는데 탄소배출 규제까지 강화되면서 2010년대 초반부터 일찌감치 폐쇄 움직임 나타나기 시작. 지난 10년간 폐쇄된 규모만 -145만b/d 달했고 25년에도 -41만b/d, 26년 -4만b/d 등이 추가로 가동을 중단할 예정. 당연히해당 기간 유럽 내에서 신규로 유입되었거나 유입될 설비는 하나도 없음
- 북미 역시 비슷한 양상. 유럽과 달리 환경규제에 대한 강도는 그리 높지 않았으나 소규모 노후설비 다수 존재해 이들 중심으로 설비폐쇄 진행되었음. 2023년 Exxon Mobil, Marathon Petroleum 설비규모 확장이 일부 이뤄졌던 것을 제외하면 북미 지역에서도 사실상 신규 유입된 설비는 전무
- 중장기적으로 원유(정제품) 수요는 우하향 추세를 보이겠지만, 그럼에도 여전히 글로벌 정제품 수요는 대략 90~110만b/d 내외 달하고 북미/유럽 노후설비 중심으로 폐쇄 진행되는 점을 감안하면 향후 정제설비의 타이트한 밸런스는 점점 더 고착화될 수밖에 없을 듯

2030년까지 예정된 유럽 내 정제설비 폐쇄 규모



자료 : Argus, iM증권 리서치본부

2030년까지 예정된 북미 내 정제설비 폐쇄 규모



자료 : Argus, iM증권 리서치본부

글로벌 정제설비 신규 유입 및 폐쇄 리스트

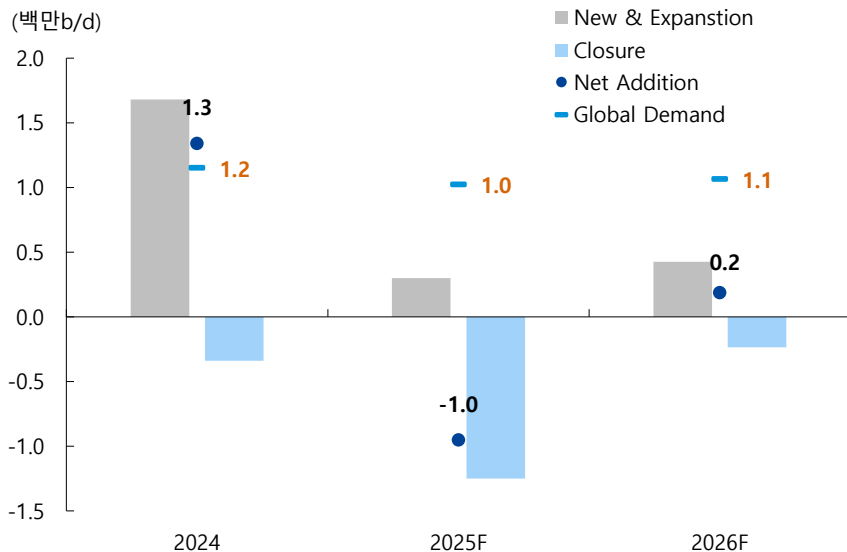
2024~2026년 글로벌 정제설비 신규 유입 및 폐쇄 리스트					
상태	지역	국가	업체	생산설비 규모(천b/d)	실행 시기
New Refinery	아시아	중국	Yanchang Petroleum Group	400	2024년
			Shandong Yulong Petrochemical	400	
	중동	오만	OQ8	230	
	아프리카	나이지리아	Dangote Group	650	2026년
	아시아	인도	HPCL	180	
Expansion	아시아	인도	Indian Oil Corporation	200	2025년
		인도네시아	PT Pertamina	100	
		인도	Numaligarh Refinery Limited	120	2026년
			Indian Oil Corporation	85	
		베트남	Petrovietnam	40	
	중동	이란	PSG	120	2026년
	아시아	태국	Sriracha	125	2027년
	아프리카	나이지리아	Dangote Group	750	2028년
	아시아	인도	HPCL	100	2030년
Closure	북미	미국	Phillips 66	-128	2024년
		중국	Petrochina	-90	
		일본	Idemitsu Kosan	-120	
		미국	LyondellBasell	-264	2025년
	유럽		Phillips 66	-150	
		영국	PetrolINEOS (INEOS-Petrochina JV)	-136	
			Prax Group	-123	
		독일	BP	-86	
			Shell	-150	
		프랑스	Exxon Mobil	-140	
	아시아	중국	Petrochina	-200	
	북미	미국	Valero Energy	-236	2026년

자료 : Platts, Argus, iM증권 리서치본부

글로벌 수요 증가에 한참 못 미치는 정제설비 Net Addition 규모

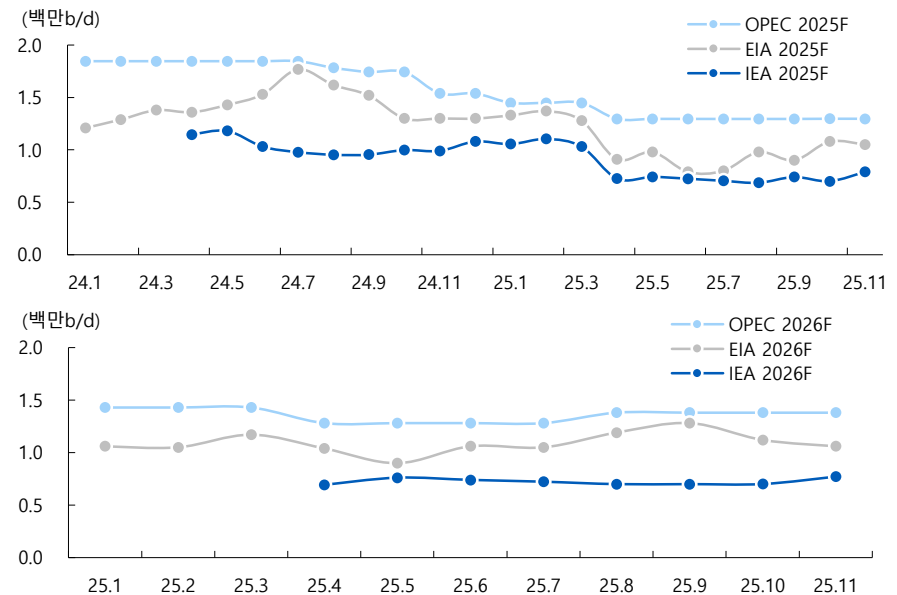
- 24~26년에 3년 동안 신규 유입되는 정제설비는 240만b/d 내외로 파악되는데, 같은 기간 폐쇄 또는 가동 중단되는 규모는 180만b/d 달할 것으로 파악됨. 유입과 폐쇄를 함께 고려하면 24~26년까지 글로벌 정제설비 Net Addition 규모는 58만b/d 그치는 것으로 추정
- 24년 나이지리아 Dangote, 중국 Yulong 등의 대규모 정제설비 신규 유입되면서 증설 부담이 높아졌던 것은 사실이나, 25년 미국 LyondellBasell, ExxonMobil, Shell 등 메이저 업체들의 유럽 지역 설비 폐쇄로 오히려 실질적인 유입량은 (-) 기록하면서 증설 부담은 해소
- 26년에도 정제설비 증설과 폐쇄가 동시에 이뤄지면서 실질적인 설비 증가 규모는 20만b/d 내외에 그칠 전망
- 한편, 글로벌 원유 수요는 제조업 경기 둔화와 EV 수요 확대 등으로 과거 대비 점차 레벨다운 되고 있긴 하나, 여전히 100만b/d 내외 머물고 있다는 점에도 주목할 필요. 각 기관마다 전망치의 차이는 있으나 EIA/IEA/OPEC 3개 기관의 25년 10월 보고서 기준 글로벌 총 수요는 25년 103만b/d, 26년 107만b/d 각각 증가할 것으로 예상. 결국 정제설비 증가 규모는 글로벌 수요 증가에 한참 못 미치는 규모인 셈

2024~2026년 글로벌 정제설비 Net Addition 및 수요 증가 비교



자료 : iM증권 리서치본부
주 : 글로벌 수요는 EIA, IEA, OPEC 가장 최근 발간 보고서 기준 평균값 적용

IEA, EIA, OPEC 25~26년 글로벌 원유 수요 전망치 추이

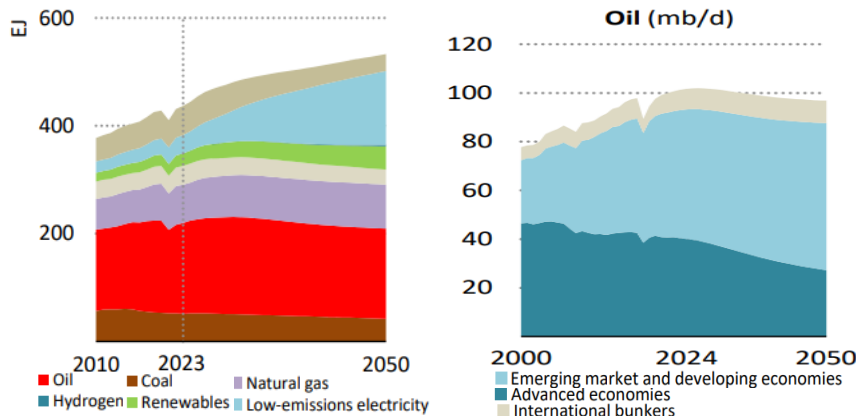


자료 : IEA, EIA, OPEC, iM증권 리서치본부

최근 인상적이었던 IEA의 글로벌 원유 수요 전망에 대한 기초 변화

- 이런 와중에 에너지 기관 중 가장 보수적인 IEA가 최근 글로벌 원유 수요에 대한 기초를 바꿨다는 점이 매우 인상적
- 지난 11월 <Oil Market Report> 발표에서 글로벌 원유 수요를 25년 79만b/d, 26년 77만b/d 내외로 전망했는데, 이는 10월 전망치 대비 각각 +9만b/d, +7만b/d 상향된 수치임. 특히 26년 수요 전망치는 지난 5월 이후 약 6개월 만에 처음으로 상향되었음
- 그러나 가장 인상적인 부분은 중장기 원유 피크시기에 대한 조정임. 24년 <World Energy Outlook>에서는 STEPS 시나리오 기준 2029년에 정점 달한 후 2035년 99.1만b/d, 2050년 93.1만b/d로 점진적 감소를 전망했으나, 25년 발표에서는 2035년 100.4만b/d, 2050년 96.9만b/d로 상향
- 전반적으로 원유 수요 피크 시기가 늦어질 것이라는 전망. 특히 각 국가들이 현재 시행 중인 정책들만 반영한 CPS 시나리오 기준으로는 매년 원유 수요 증가가 100만b/d 상회하며 2050년은 되어야 원유 수요가 피크 달할 것으로 보고 있음. IEA는 이번 전망치 조정 근거로 항공/트럭 등 수송용 수요 확대와 EV 성장을 둔화 등을 언급. 이러나저러나 현 시점에서 분명한 것은 화석연료 수요에 대한 피크를 논할 시기는 아니라는 것

IEA, STEP 기준 원유 수요 전망치 변화: 24년 WEO(좌), 25년 WEO(우)

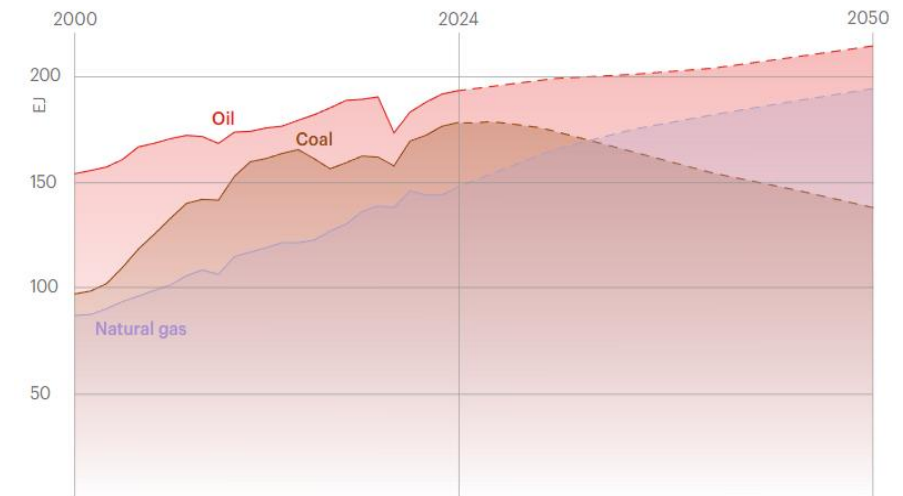


(백만b/d)	STEPS 시나리오			이전 대비 수요 전망	
	2030	2035	2050	2035	2050
2024 WEO 보고서	101.7	99.1	93.1		
2025 WEO 보고서		100.4	96.9	+1.3	+3.8

자료 : IEA, iM증권 리서치본부

IEA, 25년 WEO 보고서에서 CPS 기준 글로벌 원유 수요 피크 2050년 전망

Oil and gas demand do not peak

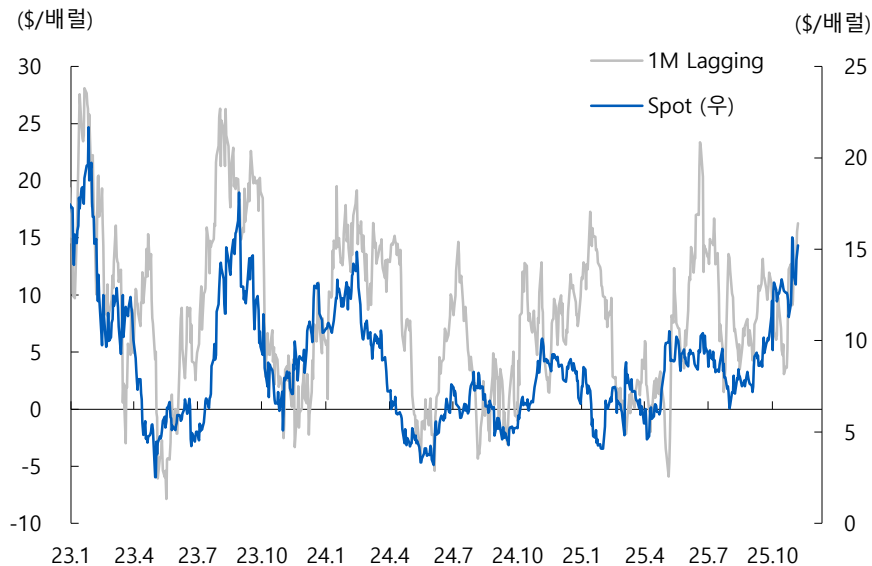


자료 : IEA, iM증권 리서치본부

III. 정제마진 강세 속 고민은 유가 하향 안정화로 인한 주가 탄력도 약화

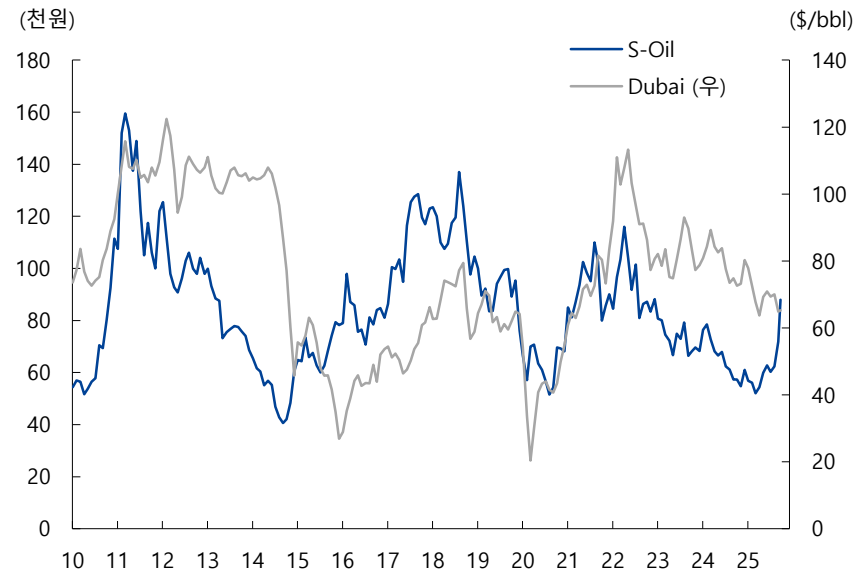
- 26년 1월 말부터 주요 서방국들의 러시아 제재가 더욱 강화됨에 따라 등/경유 중심으로 정제마진 강세 전망. 글로벌 소규모 노후 정제설비 폐쇄들이 이어지는 것도 정제마진 강세를 견인해줄 수 있어 26년 정제마진은 러-우 전쟁 직후를 제외하면 레벨 자체가 상향될 것
- 다만, 그럼에도 여전히 고민되는 부분은 유가 하향 안정화로 주가 탄력도가 그리 강하지 않을 수 있다는 점임
- 26년 1분기 OPEC+ 증산 일시 중단되고 미국도 25년 12월과 26년 1월 사이에 SPR 비축 나섬에 따라 연초까지는 유가 60달러 내외에서 조정되지 않고 하단은 지지될 것으로 예상. 그러나 3월 이후에는 OPEC+ 8개국의 220만b/d 자발적 감산 재개되고, 모든 회원국이 참여한 365만b/d 감산도 종료되는 만큼 공급부담 기조는 이어질 수밖에 없음
- 따라서 26년 연간으로는 유가 50달러 중반 레벨에 안착할 것으로 예상. 통상 정제마진 뿐만 아니라 유가 방향성과 그 강도 또한 국내 정유사들 주가 움직임에 주 요인으로 작용해왔는데, 이를 고려했을 때 최근의 정제마진 오버슈팅이 연초 어느정도 안정화되는 구간에 진입하고 나면 유가 하락이 정제마진 강세 효과를 일부 상쇄할 수 있음을 주지할 필요

정제마진 추이



자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

유가 및 S-Oil 주가 추이



자료 : Petronet, Bloomberg, iM증권 리서치본부

26년 1분기 짧은 휴식 이후 다시 재개될 OPEC+ 증산

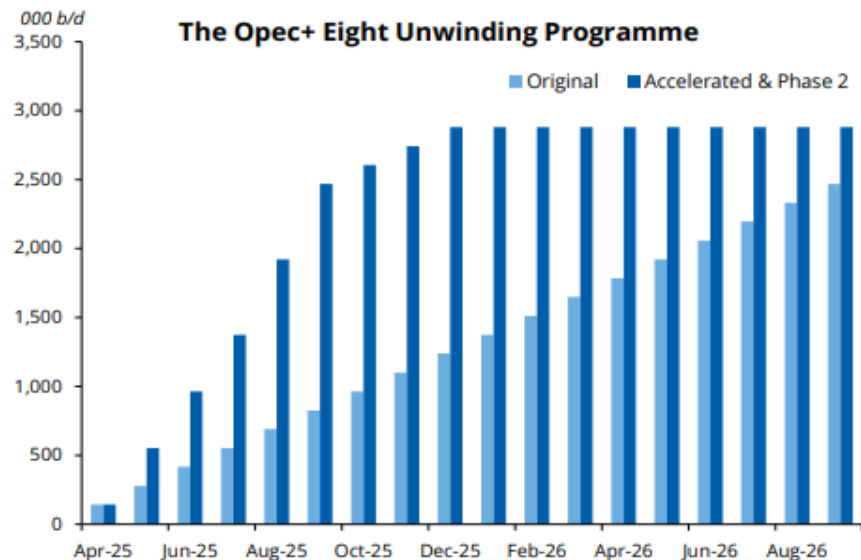
- COVID 확산으로 유가 급락하기 시작한 20년 4월 이후 OPEC+ 회원국들은 대규모 감산 돌입. 모든 회원국들이 참여하는 200만b/d 감산 시작으로 23년 4월, 11월에는 사우디/이라크/러시아 등 주요 8개 회원국만 참여하는 165만b/d, 220만b/d 규모의 자발적 감산 추가 실행
- 약 4년간의 감산 끝에 25년 4월 증산으로 정책 선회했고, 25년 12월까지 예정대로 증산 모두 이뤄질 경우 총 280만b/d 규모의 산유량 회복되는 셈
- 이처럼 12월까지의 산유량을 어느정도 회복시킨 이후 26년 1~3월에는 일시적으로 증산 중단하기로 결정. 연초 이후에 OPEC+ 8개국들의 증설이 생각보다 공격적으로 진행되기도 했고, 통상 1분기는 계절적으로 원유 수요가 비수기에 해당되는 만큼 공급 부담이 높아진 영향으로 해석
- 그러나 4월부터는 증산이 재차 진행될 가능성이 높음. 무엇보다 당초 26년 12월 말로 예정된 모든 회원국의 자발적 감산을 정상화하는 방안에 대한 논의가 하반기 중에 시작되면서 OPEC+ 산유량 증가 부담은 계속 작용할 수밖에 없음. 26년 1분기를 고점으로 연중 내내 레벨 하향 안정화 전망

OPEC+ 감산 및 정상화 예상 스케줄

OPEC+ 감산 구분		OPEC+ 감산 관련 주요 내용												
공식 감산 (200만b/d)		- 주체: OPEC+ 전체 회원국												
		- 감산 발표: '22.10												
1차 자발적 감산 (165만b/d)		- 감산 종료 및 향후 계획: 26년 12월 말, 증산 계획은 미정												
		- 주체: OPEC+ 8개국 (사우디/러시아/이라크 등)												
2차 자발적 감산 (220만b/d)		- 감산 발표: '23.04												
		- 감산 종료 및 향후 완화 계획: 25년 4월부터 증산 시작												
		- 주체: OPEC+ 8개국 (사우디/러시아/이라크 등)												
		- 감산 발표: '23.11												
		- 감산 종료 및 향후 완화 계획: 25년 4월부터 증산 시작												
구분		25.4	25.5	25.6	25.7	25.8	25.9	25.10	25.11	25.12	26.1	26.2	26.3	26.4~
월간 증산 (kb/d)		137	409	412	410	548	547	137	137	138	0	0	0	미정
공식 감산		'26.12까지 감산 지속 (감산 완화 계획 없음)												
1차 감산		'25.10 완화 시작, '26.01 잠정 중단												
2차 감산		도합 246만b/d 증산으로 완화 종료												

자료 : OPEC, iM증권 리서치본부

25년 4월부터 OPEC+ 증산 시작. 향후 증산 규모 및 스케줄

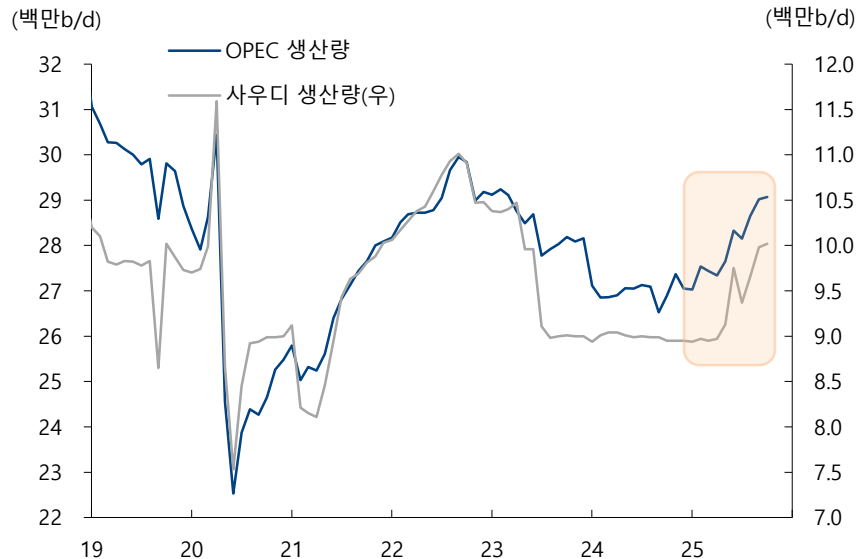


자료 : Argus, iM증권 리서치본부

증산과 함께 특히 주목할 부분은 사우디의 원유 수출량 증가

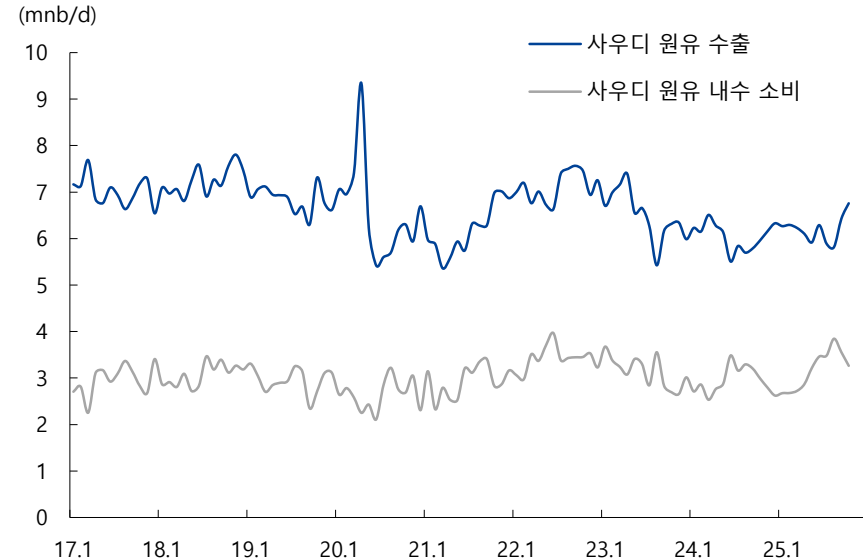
- OPEC+ 회원국 25년 4월부터 증산 정책으로 선화할 가능성 높아. 특히 그 중에서도 사우디가 증산에 가장 적극적인데 지난 3년간 다른 회원국들의 암묵적인 증산에도 감산을 유지하며 홀로 희생을 감내했을 뿐만 아니라 1990년 이후 최저치까지 낮아진 점유율을 탈환하기 위한 목적도 있음
- 이에 연초 이후 사우디 원유 생산량은 빠르게 증가하고 있는데, 여기서 더 주목해야 할 점은 사우디의 원유 수출량은 이보다 더 가파를 수 있다는 것
- 사우디는 23년 기점으로 원유→천연가스로 에너지 정책 무게중심을 이동시키고 있는데, 이는 내수에서 발전용으로 소비되는 원유를 가스로 대체해 1)전력 생산원 믹스를 변화시키는 한편, 2)이 과정에서 발생하는 원유 잉여 물량을 수출해서 재정수입 확대하겠다는 의도에 기인
- 25년 4월 증산 정책으로 전환한 이후 8월부터 산유량이 본격적으로 늘어나기 시작했는데, 내수 소비물량은 오히려 조금씩 줄고 있는 반면, 수출은 빠르게 증가하는 모습 포착. 증산 정책이 재개되는 것과 함께 사우디의 구조적인 에너지 전략 변화로 원유 수출량 증가세가 더욱 두드러질 수 있음은 당사가 유가 하향 안정화를 전망하는 가장 주요한 근거

OPEC 및 사우디 원유 생산량 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

사우디 원유 수출 및 내수 소비량 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부



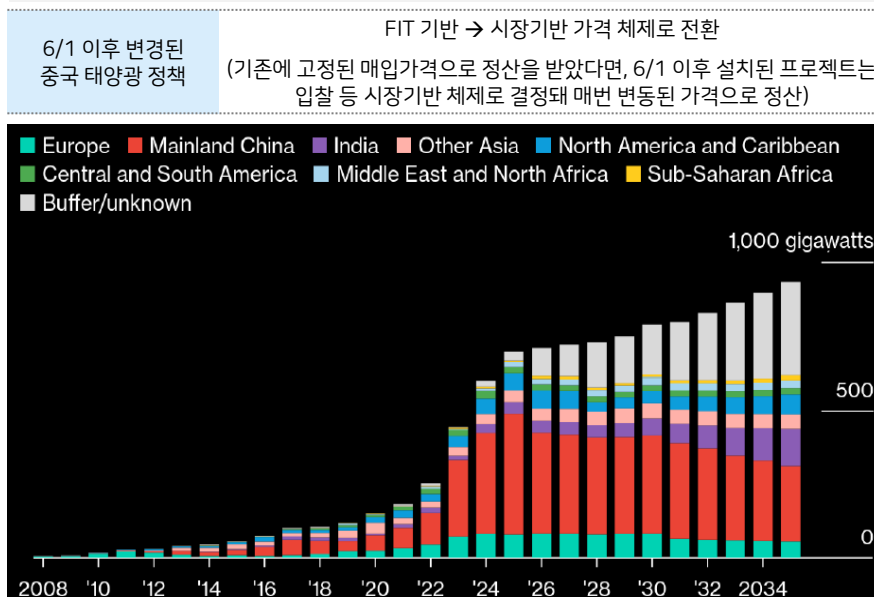
[태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈

[태양광] 26년 Non-China 업체들에게 기회가 될 수 있는 2가지 이슈

1. 중국 태양광 업체들은 25년 초부터 이미 조금씩 온기가 돌기 시작

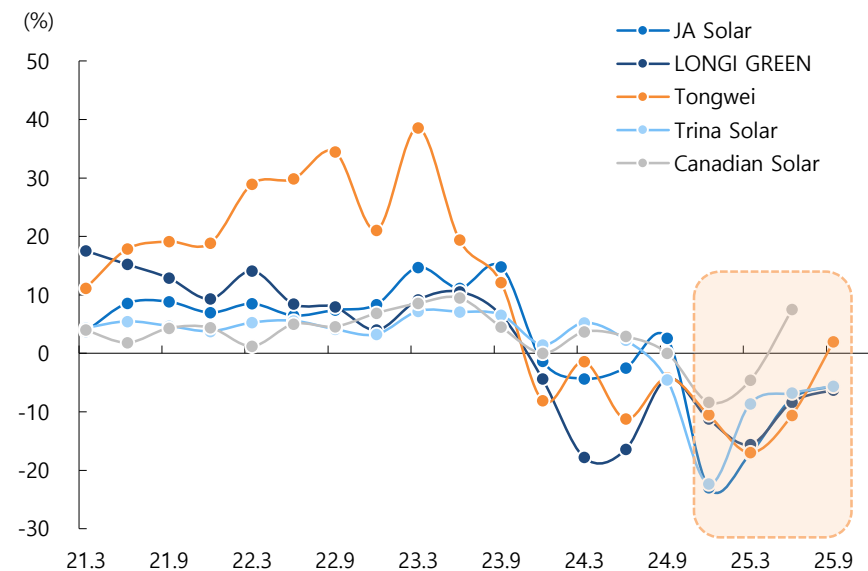
- 22년 하반기 동남아 4개국을 우회해서 미국으로 수출하는 것도 막히자 밸류체인 가격 전반 하락하면서 중국 태양광 업체들 대부분 영업적자 전환. 적자기조는 24년까지 계속 이어졌으나 24년 말 & 25년 초를 기점으로 적자 폭을 빠르게 줄여가며 이제는 대부분 흑자 or BEP 구간에 진입
- 유독 중국 태양광 업체들만 온기를 강하게 느낄 수 있었던 배경은 1)25년 6월 태양광 정책 변경 시행을 앞두고 그 직전까지 설치 수요가 집중적으로 발생하면서 내수 가격이 바닥에서 조금씩 반등했고, 2)중국 정부의 공급과잉 산업에 대한 구조조정 압박까지 가해진 영향으로 파악
- 이전에는 태양광/풍력 등 재생에너지에서 생산된 전력을 정부가 FIT(Feed in Tariff) 기반으로 고정된 금액으로 정산해줬으나, 보조금 부담 축소 및 효율성 개선 등을 위해 25년 6월 이후 그리드에 연결되는 재생에너지는 입찰을 통한 시장기반 방식으로 정산. 고정된 수익을 받을 수 있는 기존 방식 대비 수익성과 변동성 모두 확대되기 때문에 1~5월까지 중국 내 태양광 설치 수요 급증했고, 연초 이후 내수 가격도 전반적으로 반등

25년 6월 이후 중국 태양광 정책 변화로 25년 설치 수요 급증 전망



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 태양광 업체들 분기 기준 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

7월 시작된 정부의 태양광 구조조정 압박 효과도 출현

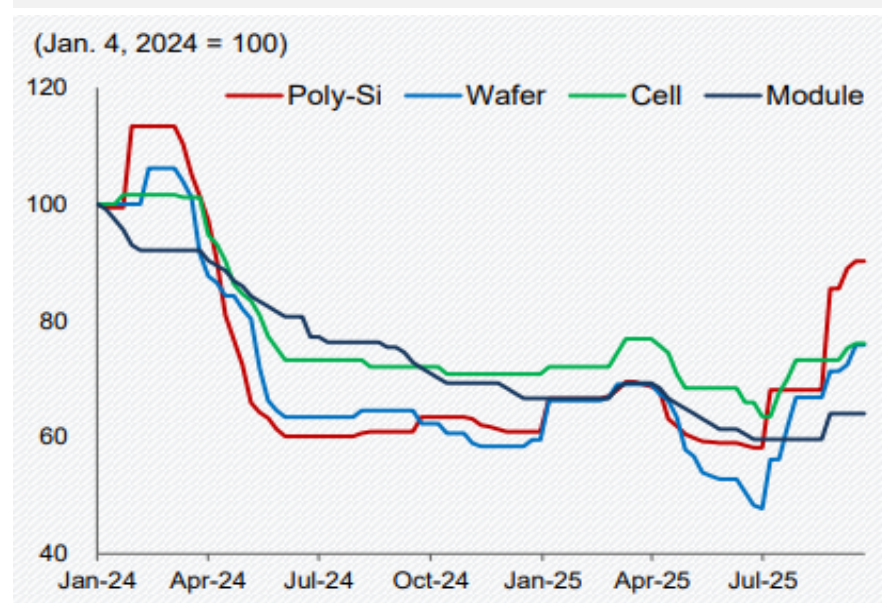
- 중국 구조조정 압박도 시장 분위기를 개선시키는 주 요인으로 작용. 지난 7월부터 중국은 과잉산업에 대한 구조조정 필요성을 공식적으로 지적하기 시작했고, 시진핑 주석도 '소모적 가격 경쟁' 억제를 강조하며 공급과잉 해소에 대해 여러 번 언급
- 특히 태양광이 대표적인 공급과잉 산업인 만큼 그 구체적인 대상으로 명시되었고, 이후 정부와 각 업체 차원에서의 구조조정 방안이 잇따라 발표
- 가령, 폴리실리콘 체인에서는 1)생산단위당 에너지 소비량 제한 설정하고, 2)이를 초과했음에도 시정 조치를 취하지 않은 업체들은 운영 중단 조치, 3)GCL/Tongwei 등 메이저 업체들 중심으로 펀드 조성해 소규모 유희설비를 인수하는 방안 등이 구체적으로 발표되었음
- 정부의 구조조정 지시 이후 각 업체들이 빠르게 실행에 옮기면서 7~8월 기점으로 중국 내 태양광 밸류체인은 전반적으로 가격 강세 전환. 이에 따라 Daqo, Tongwei, Longi, JA Solar, Trina Solar 등 밸류체인 무관하게 대부분 업체들 적자 빠르게 축소. 특히 웨이퍼 업체 Tongwei는 25년 3분기 기준 약 2년 만에 흑자 전환했고, 폴리실리콘 업체인 Daqo 역시 BEP 근접

중국 태양광 산업 구조조정 진행방안

구조조정 관련 주요 내용		
중국 태양광 구조조정 방안		무질서한 경쟁 억제 및 지속가능한 산업 성장을 위한 구조조정 1) 비합리적인 가격 책정 지양 2)노후설비 폐쇄 3)고효율 제품 개발 등
	태양광용 유리	- Flat Glass, Xinyi Solar 등 약 10곳의 태양광 유리 제조업체들 7월 생산량 -30% 감축 계획 발표
	폴리실리콘	- 중국 국가표준화관리국, 폴리실리콘 에너지소비량 제한 설정 - 단위 당 에너지소비량 6.4kg 초과할 경우, 시정 조치 취하지 않은 업체에는 운영 중단 명령 - GCL, Tongwei 등 메이저 업체들이 JV 설립해서 소규모 경쟁사의 유희설비 인수하는 방안 검토. 이후 17개 업체들이 협회 결성 진행 및 총 9.6조원 규모의 공동 기금 출범 계획 발표

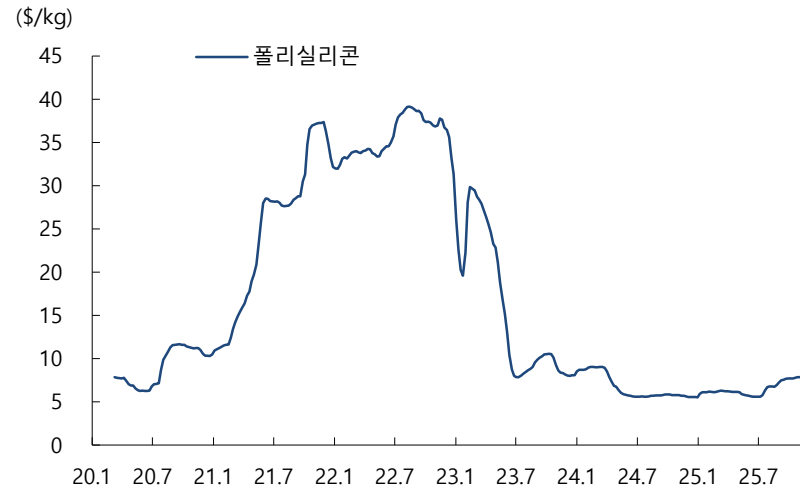
자료: 언론 종합, iM증권 리서치본부

중국 내 태양광 밸류체인 가격 추이 (2024.01=100 기준)



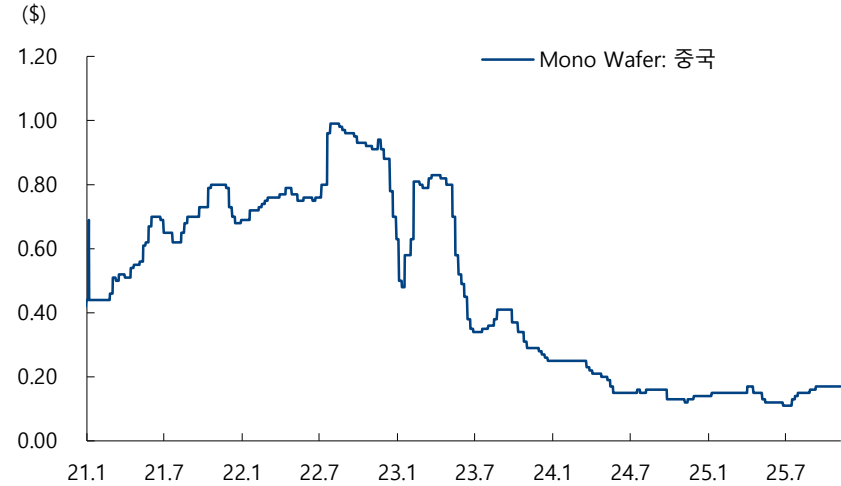
자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

중국산 폴리실리콘 가격 추이



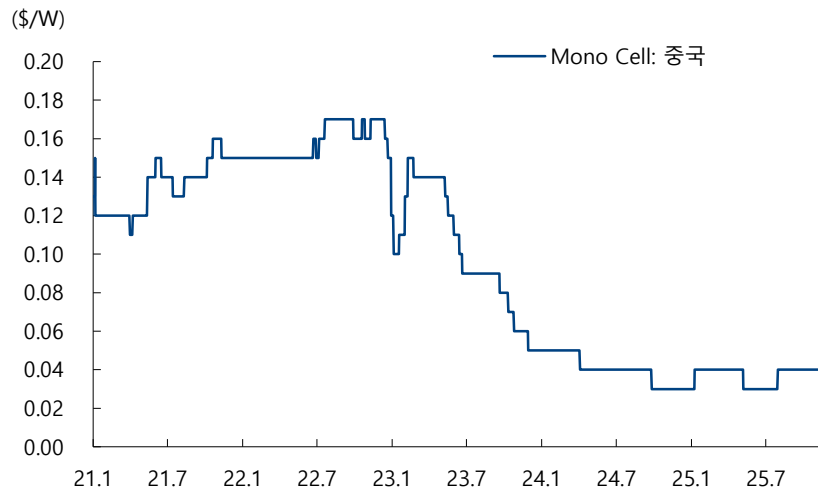
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

웨이퍼 가격 추이



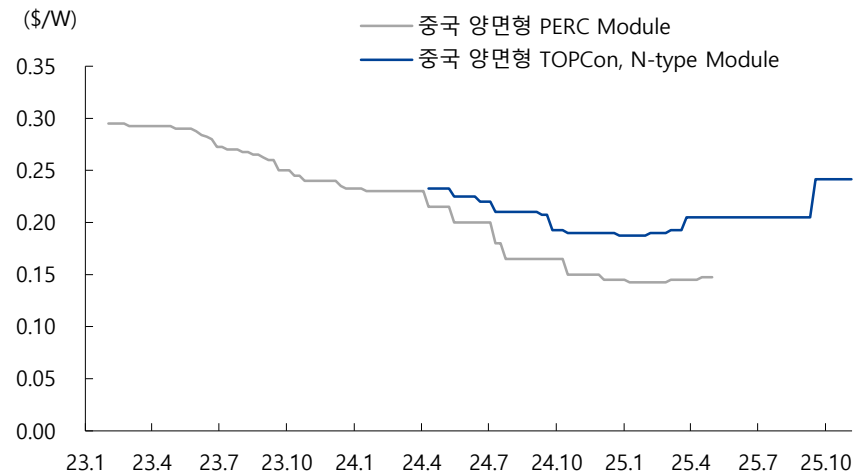
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

셀 가격 추이



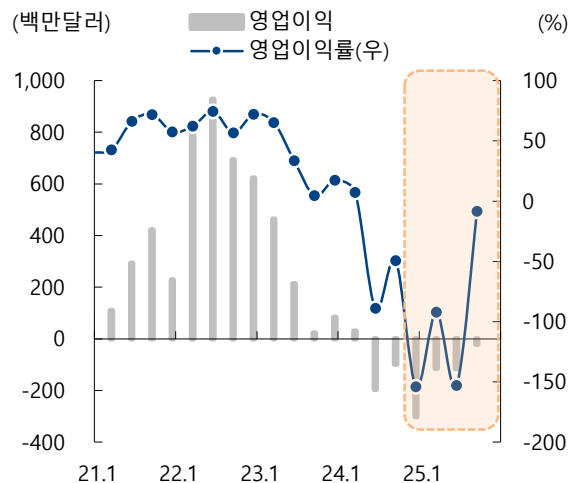
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

모듈 가격 추이



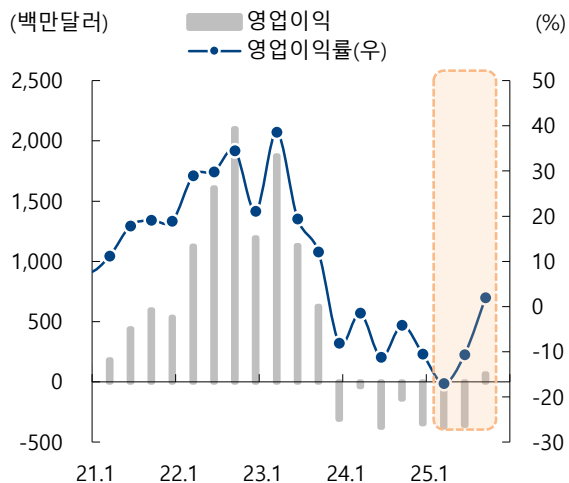
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Daqo New Energy 영업이익 및 영업이익률 추이



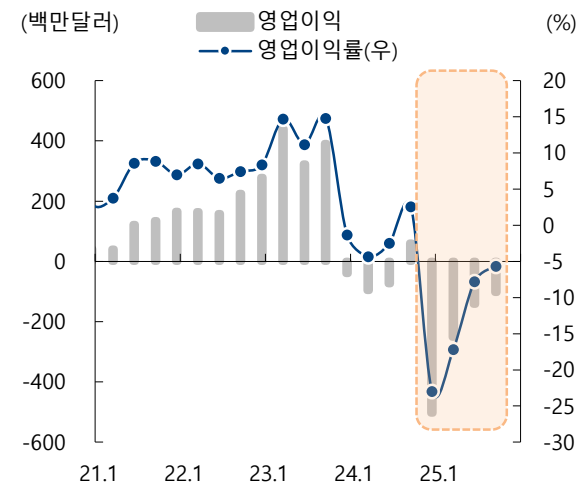
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Tongwei 영업이익 및 영업이익률 추이



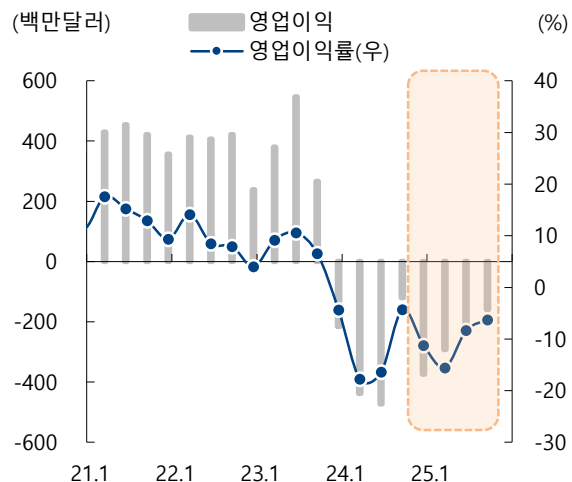
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

JA Solar 영업이익 및 영업이익률 추이



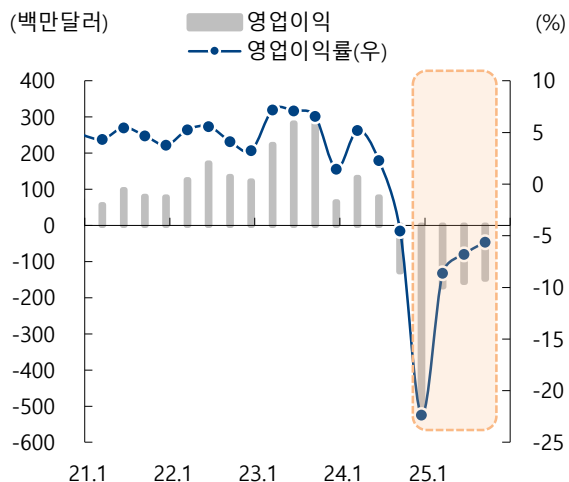
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

LONGI GREEN 영업이익 및 영업이익률 추이



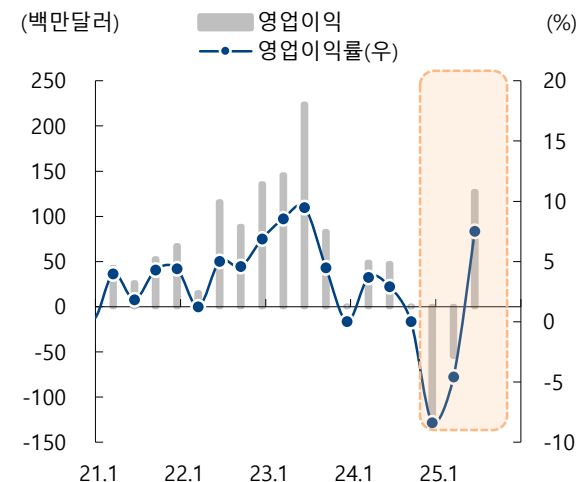
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Trina Solar 영업이익 및 영업이익률 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Canadian Solar 영업이익 및 영업이익률 추이

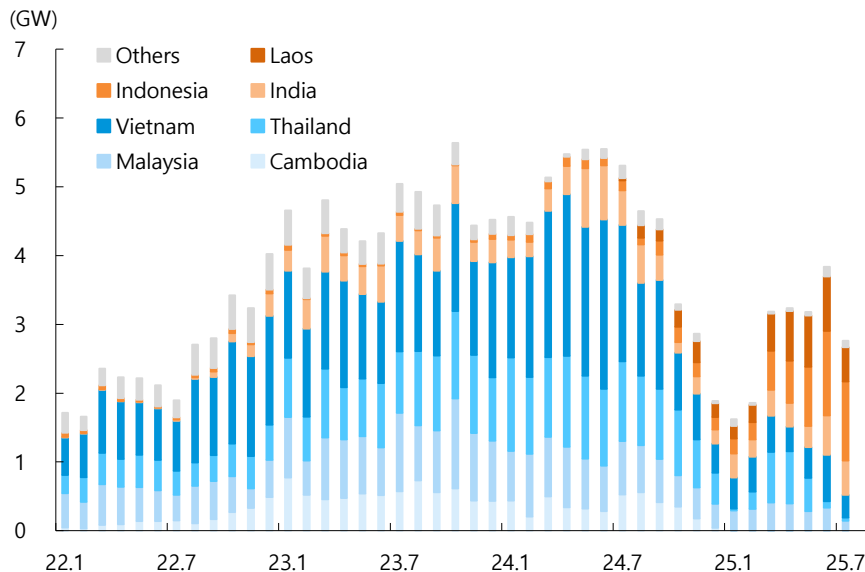


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

그러나 한국 업체들은 전혀 느끼지 못하고 있는 그 온기

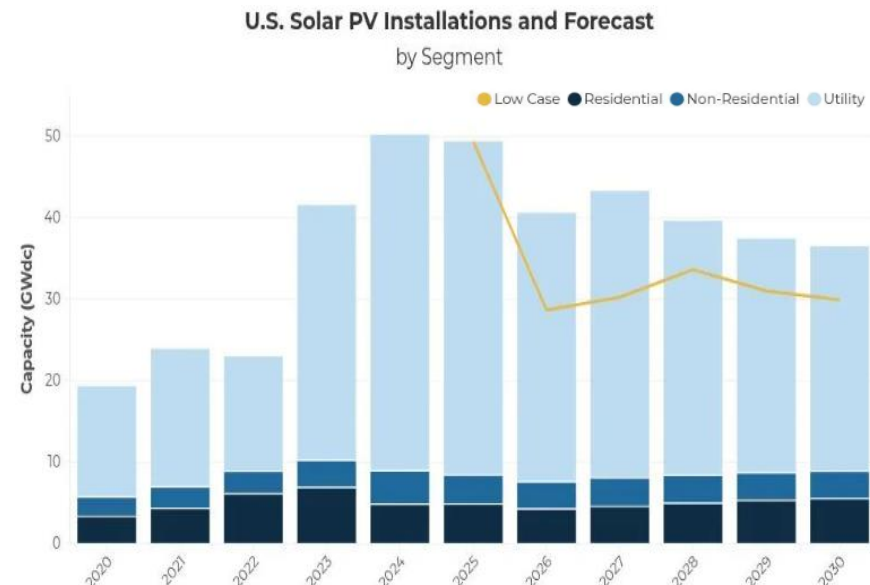
- 반면, 한국 태양광 업체들은 중국에서 느끼고 있는 온기를 전혀 느끼지 못하고 있음
- 중국 업체들은 주로 내수 시장을 타겟하고 있는 만큼 중국 내 견고한 설치 수요와 구조조정 효과를 누릴 수 있는 반면, 한국 업체들은 미국과 유럽 등 그 외 지역에 판매가 집중되어 있기 때문. 또한 미국으로 수출이 막힌 중국과 동남아 4개국에 유럽 등으로 물량을 밀어내면서 판가는 여전히 약세
- 특히 국내 업체들 판매비중 높은 미국 태양광 시장 부진 영향도 큼. 동남아 4개국 관세 유예 종료로 해당 지역에서 모듈 수입 급감하며 미국 전체적인 모듈 수입량은 25년 1~7월 평균 2.8GW로 24년 평균 4.4GW 대비 -37% 감소. 그러나 인도/라오스/인도네시아 등에서 이들의 빈 자리를 빠르게 대체함에 따라 당초 기대했던 것 대비로는 관세 효과가 크게 약화된 상황
- 반면, OBBBA 수정으로 신재생에너지 관련 혜택은 전반적으로 축소되었고, 법안 통과 이후에도 트럼프는 연방정부 토지에서 개발되는 프로젝트는 내무부 장관 승인을 받게 하거나 농촌 지역 프로젝트에 대해 농무부가 지원하던 REAP 보조금 중단시키는 등 불편한 상황들이 계속 연출되고 있음. 이에 25년 수요는 50GW 미만으로 전년대비 감소 예상돼 미국 내 모듈 재고는 전년 수준에서 크게 소진되지 못한 채 유지되고 있는 것으로 추정

미국 모듈 국가별 수입량 추이



자료: USITC, iM증권 리서치본부

미국 부문별 태양광 설치 수요 추이 및 전망



자료: SEIA, iM증권 리서치본부

II. 26년 중국 외 업체들에게 기회가 될 수 있는 이슈 (1) FEOC 규제

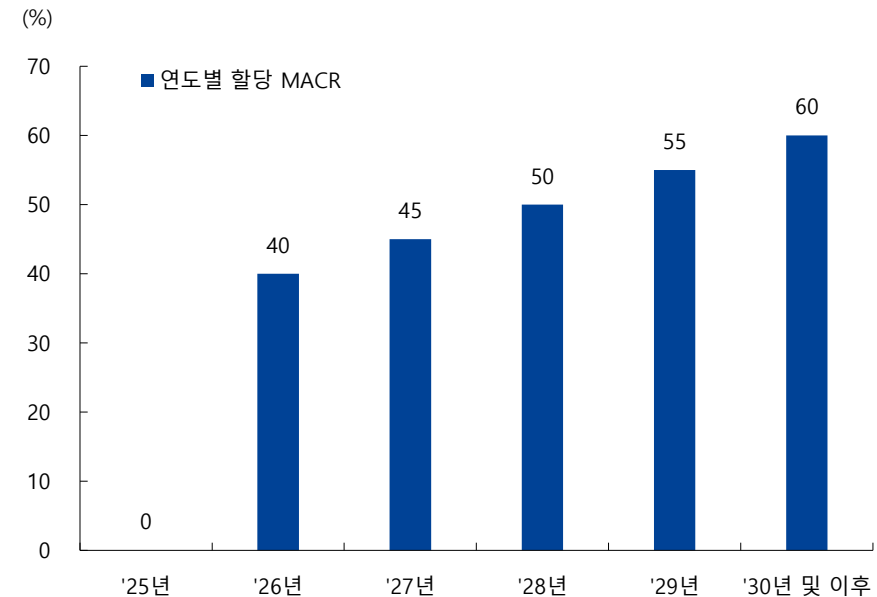
- 25년 7월 이후 현재까지는 중국 업체들만 온기를 누리고 있으나, 중국 내 구조조정 효과는 결국 시간을 두고 다른 지역으로도 확산될 것으로 예상
- 이와 함께 26년 중국 외 업체들에게 반전 기회가 될 수 있는 것은 미국 시장에서의 FEOC 규제 시작임. 아직까지는 미국 내 설치되는 태양광 제품에 대해 FEOC 규제가 적용되지 않고 있으나, 내년부터는 특정 외국법인에서 조달하는 부품의 비율이 40%를 초과하면 ITC/PTC/AMPC 수령이 불가. 26년 이후 해당 비율은 27년 45% → 28년 50% → 29년 55% → 30년 및 그 이후 60% 등 매년 점진적으로 상향 적용될 예정
- 신재생에너지 프로젝트에서 세제혜택은 향후 수익률을 결정하는데 매우 중요한 요소 중 하나인 만큼 설치자들은 FEOC 규정 충족을 고려할 수밖에 없게 됨. 가장 대표적인 FEOC 국가가 중국인 만큼 중국산 뿐만 아니라 중국과 관련된 자본이 투입된 업체로부터의 부품 조달 축소 불가피
- 아직 FEOC 비율 산정 등에 대한 구체적 내용은 언급되지 않았으나, 미국 현지에서 최대한 넓은 밸류체인에 걸쳐 생산설비를 운영하고 있는 중국 외 업체들이 판매량(Q) 증가 및 판가 협상력 상승(P) 등의 수혜를 누릴 수 있을 것으로 예상

미국 OBBBA 최종안 및 FEOC 규제 관련 주요 내용

태양광 관련 주요 내용		상원 개정안 및 트럼프 대통령 서명 기준
태양광	AMPC(45X)	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 25%, 33년 폐지 - 26년부터 FEOC에서 특정 비율 이상 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 가능
	ITC(48E), PTC(45Y)	- 법안 통과 후 1년 내 착공 및 4년 내 전력생산 시 100% (+) (26년 6월 내 *건설 시작 & 30년 6월까지 그리드 연결 완료) (*건설 시작: 기존 5% 자금집행 → 유의미한 수준의 물리적 진전 단, 1.5MW 미만 소규모 설비는 현재 기준 그대로 적용) - TPO 사업 Credit 혜택 대상 포함 (+) - 중국산 관련 프로젝트 excise tax 부과 항목 삭제 (-)
	주택용(25D)	- 26년부터 폐지
FEOC 규제 관련		- '26년 이후 착공 시작하는 프로젝트에 'MACR' 적용 *MACR(Material Assistance Cost Ratio, 물질적 지원 비용 비율) - 규제 대상 법인에 지급할 수 없는 프로젝트 비용의 비율 - '특정 외국 법인' 혹은 '그 영향을 받는 법인'이 규제 대상에 해당 - 연도별 할당된 MACR 초과 시 Credit 수령 불가 - 단, 아직 태양광 관련 ITC(48E) / PTC(45Y) 세부 가이드라인 미확정 - Cell 수입 관련 MACR 관련도 아직까지는 불명확

자료: USITC, SEIA, iM증권 리서치본부

2025년 이후 연도별 할당된 MACR(물질적 지원 비용 비율) 변동 추이

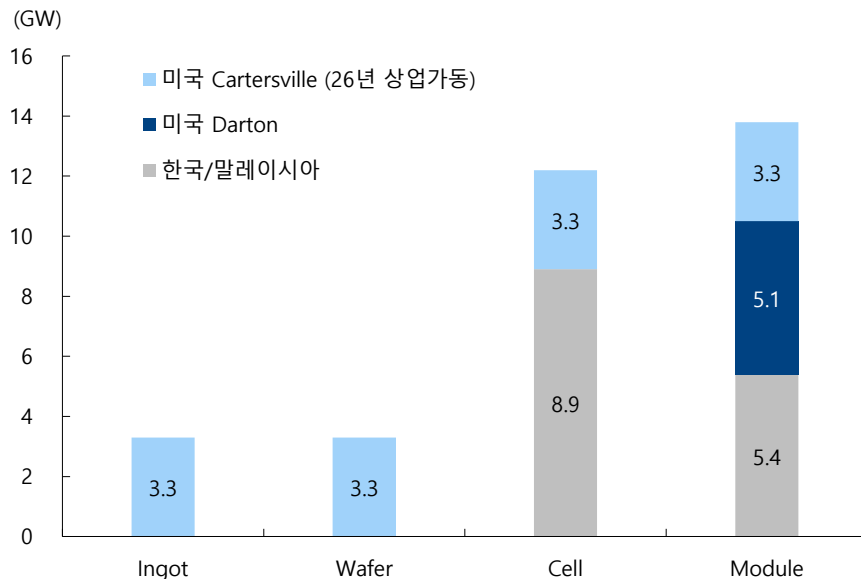


자료: SEIA, iM증권 리서치본부

때 마침 FEOC 외 지역에서 생산설비 확대 중인 한화솔루션, OCI홀딩스

- 미국 내에서의 생산을 요구하던 IRA 정책에 이어 중국산을 보다 더 노골적으로 배제하고 OBBBA 최종통과 이후 한국 태양광 업체들은 미국은 물론, 중국 외 동남아 시장으로의 진출 확대 추진
- 가령, 한화솔루션은 한국/말레이시아 내 셀/모듈 생산설비 운영에 이어 미국 Darton, Cartersville 공장 두 곳에서 태양광 밸류체인을 추가로 확보. 25년 말 기준 Darton 공장의 모듈 증설은 상업생산이 시작되었고 Cartersville 잉곳/웨이퍼/셀/모듈 공장은 유틸리티 설비 차질로 당초 계획보다 완공이 조금 지연되고 있어 26년 중에 상업가동 예정. 해당 설비 가동되면 한화솔루션은 DCA는 물론 Non-FEOC 조건 충분히 충족할 수 있어
- OCI홀딩스 역시 지역 및 밸류체인 확장에 적극적으로 나서고 있음. 말레이시아에서 생산하여 Non-FEOC 조건 안정적으로 부합하는 폴리실리콘에 이어 베트남 공장 지분인수를 통해 26년부터는 베트남에서 웨이퍼 생산하게 될 예정. 당초 미국 내에 2GW 셀 설비도 구축하려 했으나, 최근 미국 태양광 시장 정책 변화로 일단 투자는 잠정 연기한 상황. 따라서 미국 내 설비는 없지만, 태양광 생산 업스트림 부문에서 Non-FEOC 조건을 완전히 충족시킬 수 있는 몇 안되는 업체가 되는 셈. 26년 미국 FEOC 규제 강화는 한화솔루션, OCI홀딩스에게 반사수혜 기회가 될 수 있어 주목 필요

한화솔루션 각 지역별 생산설비 규모



자료: iM증권 리서치본부

OCI홀딩스 각 지역별 생산설비 규모

(GW)	말레이시아	베트남	미국	담당 자회사
폴리실리콘	19~22			OCI TerraSus
웨이퍼		2.7~5.6		OCI ONE (TerraSus 신설 JV)
셀			2.0	OCI Enterprise
모듈			1.0	OCI MSE

주1) 폴리실리콘 CAPA 총 3.5만톤인데, 1GW당 폴리실리콘 1,600~1,800톤 사용 가정

주2) 웨이퍼는 베트남 Elite Solar Power 공장 지분 65% 인수를 통해 현지 생산하게 되는 것
25년 12월 M&A 완료 및 26년 1분기 말부터 2.7GW 상업가동 예정
향후 추가 투자를 통해 5.4GW 규모까지 확대할 계획이며 빠르면 6개월 내 완공 예상

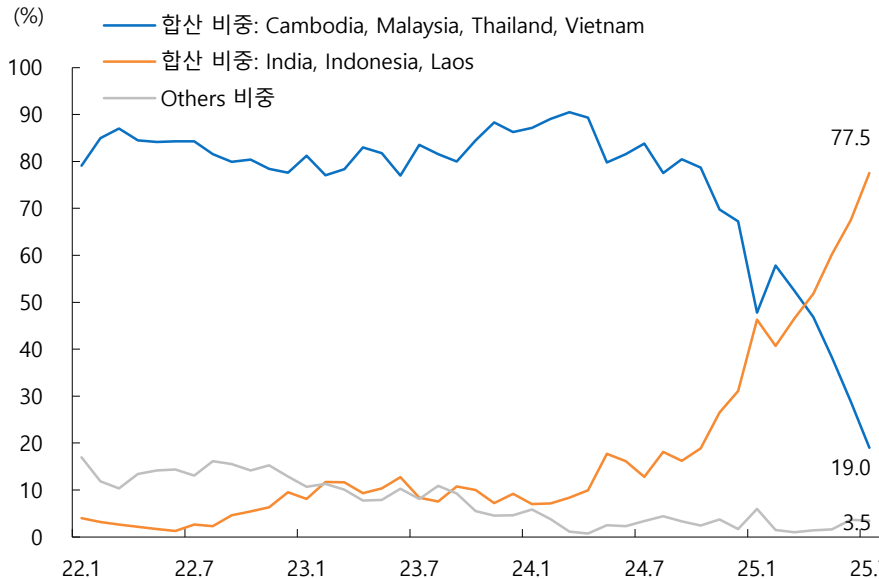
주3) 셀은 당초 미국 내 총 2GW 이상 투자해 26년 1분기 중 1GW, 하반기 1GW 각각 상업생산 예정
그러나 10/1 미국 정부 정책 변화로 투자일정 잠정 연기 공시. 재개 시점 명확하지 않음

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 26년 중국 외 업체들에게 기회가 될 수 있는 이슈 (2) 동남아 AD/CVD 추가 규제

- 24년 7월 동남아시아 4개국에 대한 관세유예 종료 이후 미국 모듈 수입량 감소하며 재고 소진 및 판가 상승 효과를 기대했음. 실제로 24년 하반기 베트남/캄보디아/태국/말레이시아산 수입은 빠르게 줄어 관세유예 종료 전 미국 전체 모듈 수입에서 약 80% 달하던 비중이 25년 7월 기준 19% 수준으로 대폭 감소. 그러나 인도네시아/라오스/인도 등이 그 빈 자리를 대체하며 과거 10% 내외였던 이들 비중이 25년 7월 기준 80%로 급증
- 결국 세부적인 국가만 바뀌었을 뿐, 동남아시아에서 미국으로의 모듈 수입은 계속해서 유입된 셈
- 이에 지난 7월 미국 내 주요 태양광 업체들이 상무부에 인도네시아/라오스/인도 3개국 제품에 대한 AD/CVD 부과를 요청했고, 실질적 피해 초래를 인정받아 현재 조사 진행 중에 있음. 최종 판결은 25년 2분기 중으로 예정되어 있고, 최대 250% 수준의 관세 부과될 것으로 예상
- 24~25년처럼 수입국만 바뀌고 전체적인 물량 감소는 생각보다 더딜 가능성 배제할 수 없음. 다만, 고율관세 적용되는 7개국의 수입 비중이 사실상 100% 달하고 있어 단기적으로 마땅한 대안책이 없음. 또한 DCA 및 FEOC 조건 충족을 위해서라도 수입산보다는 미국산 제품이 더 선호될 수밖에 없을 것. 따라서 26년에는 FECO 규제와 동남아 AD/CVD 추가 규제로 중국 외 태양광 업체들의 분위기 전환을 기대해볼 수 있을 전망

미국 모듈 수입량 국가별 비중 추이



자료: USITC, iM증권 리서치본부

미국의 수입산 태양광 셀/모듈 대상 AD/CVD 주요 내용

국가	내용	타임라인별 주요 이벤트 요약
중국	AD 18~250% CVD 15~16%	2012.12월 - AD/CVD 부과 시작
동남아 4개국	국가/기업별 상이 평균 723% 일부 30~80%	2022.4월 - 미국 상무부, 4개국 수입 모듈 AD/CVD 조사 개시 2022.6월 - 바이든, 4개국 수입 모듈 AD/CVD 2년간 유예 2024.7월 - 4개국 수입 모듈 AD/CVD 부과 시작(유예 종료)
동남아 3개국	인도네시아/인도/라오스 대상으로 조사 중 (최대 250% 부과 예상)	2025.7월 - AASMTTC, 상무부에 3개국 모듈 AD/CVD 부과 요청 2025.8월 - USTIC, 3개국 모듈에 대해 AD/CVD 조사 진행 결정 2025.10~12월 - 미국 상무부, AD/CVD 예비판정(예상) 2026.2~4월: USITC, AD/CVD 최종판정(예상) (*단, 미국 섯다운으로 예비/최종판정 당초 대비 지연 예상)

자료: iM증권 리서치본부



[기업분석]

한국전력 (015760)	50
롯데케미칼 (011170)	55
S-Oil (010950)	61
LG화학 (051910)	67
SK가스 (018670)	72

한국전력(015760)

기대되는 변화가 너무도 많은 2026년

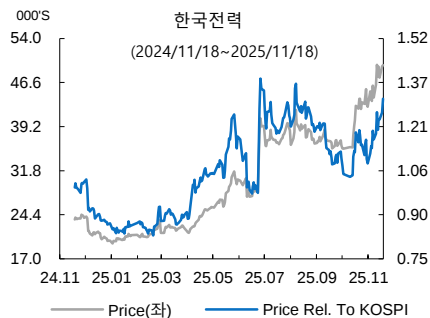
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	64,000원(유지)
증가(2025.11.18)	49,500원
상승여력	29.3 %

Stock Indicator

자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	31,777십억원
외국인지분율	22.3%
52주 주가	19,560~49,550원
60일평균거래량	3,672,703주
60일평균거래대금	156.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.9	25.5	76.8	109.7
상대수익률	10.5	1.0	26.3	49.6



[투자포인트]

- 목표주가 6.4만원, 투자의견 매수 유지. 2026년 Top Picks
- 26년 펀더멘털 관련 기대되는 변화들이 너무도 많음. 1)연료비 하향 안정화 지속, 2)전기료 인상, 3)LMP 시행에 따른 비용 감소 등. 이에 근거해 26년 17.4조원(+17.5%YoY)으로 25년에 이어 또 한번 사상 최대치 이익 전망
- OPEC+ 증산은 26년 1분기 일시 중단되었다가 4월부터 재개되면서 연말까지 유가 추가 하향 안정세 이어질 것. 이에 25년에 동사가 누린 1)연료비 하락 효과가 지속되겠으며, 이는 연료비와 전력구입비 하락으로 직접 연결
- 정확한 시점과 그 방식은 아직 미정이나, 26년 중에는 2)LMP 제도가 도소매시장 동시 적용될 가능성 높음. 이는 동사 판가와 비용 모두 (-) 요인으로 작용하겠지만, 수도권/비수도권 전력판매단가와 SMP 모두 각각 10원씩 변동된다고 가정할 경우 도매시장에서의 비용 감소가 더 커 연결 기준으로 약 1.3조원의 수익 개선 효과 기대
- 한편, 3)연료비 하향 안정세에도 불구하고 26년 9~11월 중 전기료 인상 가능성에 무게. 현 정부가 AI 산업 육성 관련 추진하고 있는 '재생에너지 활용한 데이터센터 전력수요 대응'과 '에너지 고속도로 건설' 교집합은 송전망 투자 확대임. 민간투자 유치해도 독점사업자인 동사가 앵커가 될 수밖에 없음. 연간 약 27~28조원 EBITDA에서 20조원 이상 CAPEX 지출 중이고, 차입금도 상환해야 하는 만큼 투자 재원 확보를 위해 전기료 인상은 필수적
- 마지막으로 4)배당확대. 지난 4년간 국책은행들이 채운 기재부 배당수입에 이제는 동사도 기여도를 높여야만 함. 특히 현 정부의 세출부담과 배당확대 정책 감안하면 26년 이후 배당성향 40% 이상으로 상향 가능성도 존재

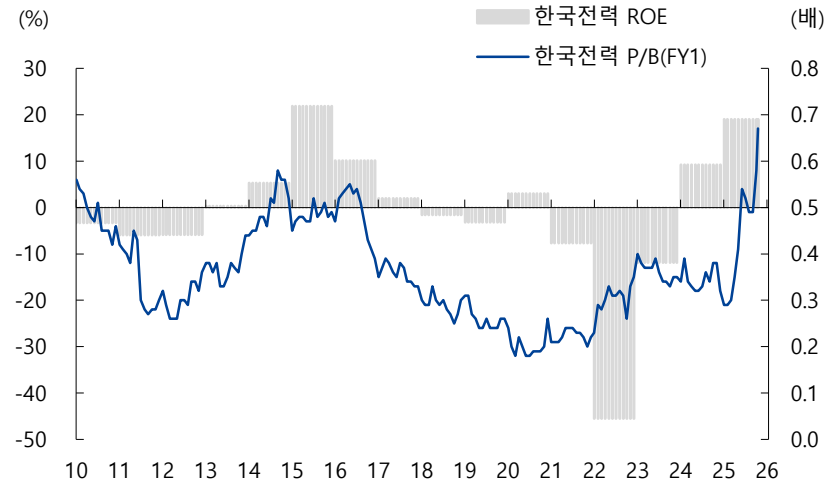
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	93,399	98,962	109,594	117,934
영업이익(십억원)	8,365	14,861	17,437	22,020
순이익(십억원)	3,492	8,812	10,721	13,956
EPS(원)	5,439	13,726	16,700	21,740
BPS(원)	62,177	73,703	87,730	106,338
PER(배)	3.7	3.6	3.0	2.3
PBR(배)	0.3	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	9.2	20.2	20.7	22.4
배당수익률(%)	1.1	5.1	6.1	7.1
EV/EBITDA(배)	6.3	5.3	5.0	4.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한국전력 사업부문별 실적 추이 및 전망

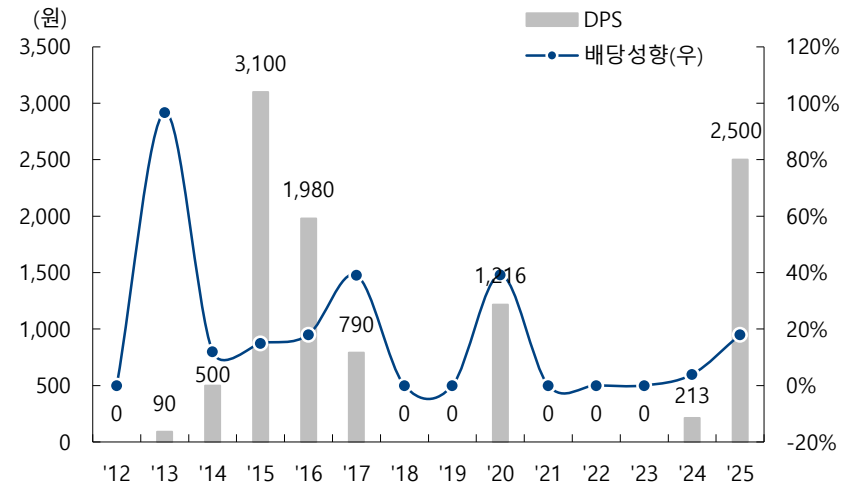
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,950	27,572	25,215	93,399	98,962	109,594
전기판매수익	22,165	19,541	25,022	22,162	23,211	20,947	26,474	23,879	88,890	94,511	104,824
기타매출	1,128	933	1,081	1,367	1,013	1,004	1,098	1,336	4,509	4,451	4,770
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	3.3%	-3.9%	2.7%	4.4%	-2.4%	0.9%
매출원가 및 판매비	21,993	19,223	22,707	21,110	20,470	19,814	21,920	21,896	85,034	84,101	92,157
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	4,315	5,501	5,104	22,538	19,930	25,090
구입전력비	9,203	7,970	9,646	7,841	8,757	8,601	9,248	8,613	34,660	35,219	36,204
감가상각비	2,809	2,842	2,884	2,874	2,951	2,927	3,007	3,117	11,409	12,002	12,625
수선유지비	734	771	689	754	557	732	745	796	2,948	2,831	3,110
기타 영업비용	3,087	2,885	2,763	4,744	3,195	3,240	3,439	4,266	13,479	14,140	15,129
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	2,136	5,652	3,319	8,365	14,860	17,437
영업이익률	5.6%	6.1%	13.0%	10.3%	15.5%	9.7%	20.5%	13.2%	9.0%	15.0%	15.9%
환율(KRW/USD)	1,329	1,371	1,330	1,396	1,430	1,401	1,386	1,430	1,357	1,412	1,400
Dubai (\$/bbl)	81	85	82	74	77	67	70	68	81	71	66
LNG (KRW/ton)	1,157	1,032	1,071	1,049	1,046	994	962	915	1,077	979	946
전력판매량(GWh)	141,696	126,787	149,900	131,438	141,018	127,341	151,506	131,621	549,821	551,486	553,125
전력구매량(GWh)_IPP	161	156	167	167	170	165	176	181	163	173	190
전력판매단가(원/kWh)	52,541	46,870	52,707	48,546	58,690	57,365	57,118	55,358	200,664	228,531	228,486
SMP(원/kWh)	131	126	139	115	116	123	117	113	128	117	115
스프레드(원/kWh)	30	30	28	52	54	43	59	69	35	56	74

한국전력 ROE-PBR 밸류에이션 추이



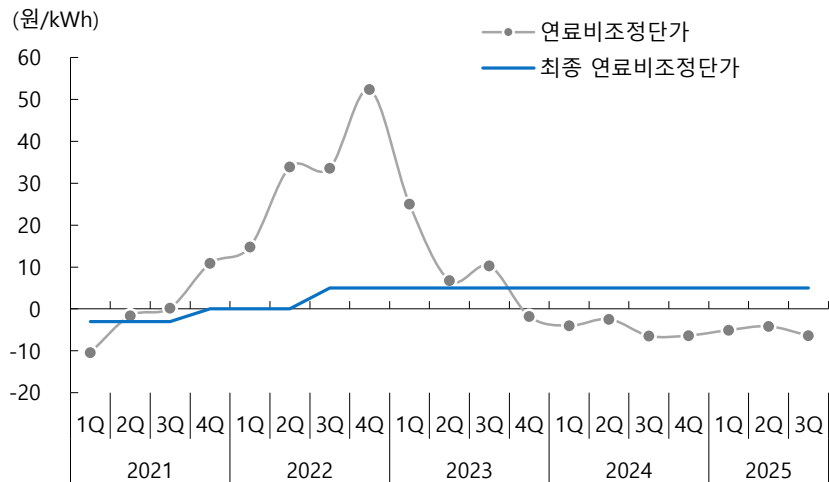
자료 : iM증권 리서치본부
주: 25년 ROE는 당사 추정치 기준

한국전력 DPS 및 배당성향 추이



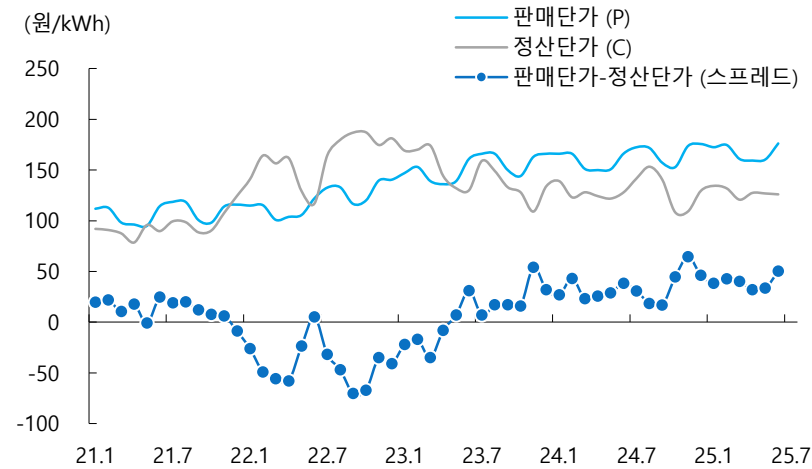
자료 : iM증권 리서치본부
주: 25년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

한국전력 연료비조정단가와 실제 적용된 최종 연료비조정단가 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 판매단가 및 정산단가 추이



자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		29,255	38,256	44,022	43,635
현금 및 현금성자산		2,383	10,029	12,141	9,377
단기금융자산		2,823	2,851	2,880	2,908
매출채권		14,022	14,745	16,439	17,587
재고자산		9,769	10,351	12,261	13,440
비유동자산		217,553	222,632	231,173	243,137
유형자산		182,983	188,013	196,478	208,344
무형자산		1,146	980	841	724
자산총계		246,808	260,888	275,195	286,772
유동부채		63,969	67,121	68,023	68,483
매입채무		4,495	6,697	6,477	7,156
단기차입금		9,123	9,623	10,323	10,823
유동성장기부채		35,319	35,319	35,319	35,319
비유동부채		141,476	144,676	148,676	147,326
사채		84,973	87,473	90,473	89,473
장기차입금		3,119	3,819	4,819	4,469
부채총계		205,445	211,797	216,699	215,809
지배주주지분		39,915	47,315	56,319	68,265
자본금		3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금		2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금		20,128	27,335	36,130	47,839
기타자본항목		14,133	14,325	14,535	14,772
비지배주주지분		1,448	1,776	2,176	2,697
자본총계		41,363	49,091	58,496	70,962

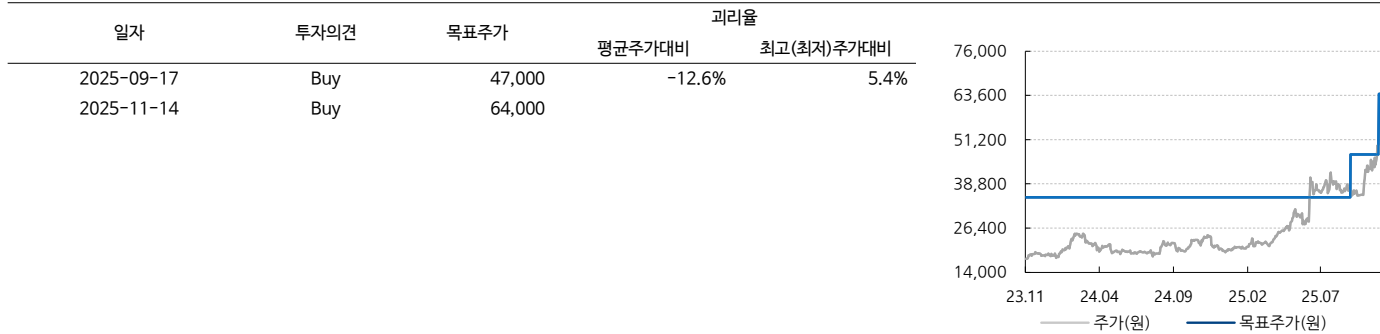
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		15,876	22,278	20,095	24,093
당기순이익		3,622	9,140	11,121	14,477
유형자산감가상각비		13,834	14,220	13,685	13,314
무형자산상각비		164	166	139	117
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-14,093	-17,946	-20,846	-23,877
유형자산의 처분(취득)		-13,813	-19,250	-22,150	-25,180
무형자산의 처분(취득)		-91	-	-	-
금융상품의 증감		-1,785	-215	-215	-215
재무활동 현금흐름		-3,849	3,458	2,989	-2,882
단기금융부채의증감		-1,536	500	700	500
장기금융부채의증감		-2,070	3,200	4,000	-1,350
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-12	-12	-12	-12
현금및현금성자산의증감		-1,960	7,647	2,112	-2,764
기초현금및현금성자산		4,343	2,383	10,029	12,141
기말현금및현금성자산		2,383	10,029	12,141	9,377

자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		93,399	98,962	109,594	117,934
증가율(%)		5.9	6.0	10.7	7.6
매출원가		81,964	81,121	88,928	92,471
매출총이익		11,435	17,841	20,667	25,463
판매비와관리비		3,070	2,979	3,229	3,442
연구개발비		219	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		8,365	14,861	17,437	22,020
증가율(%)		흑전	77.7	17.3	26.3
영업이익률(%)		9.0	15.0	15.9	18.7
이자수익		468	644	751	614
이자비용		4,665	4,140	4,216	4,145
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		97	370	346	327
세전계속사업이익		5,257	13,166	16,015	20,873
법인세비용		1,635	4,026	4,894	6,396
세전계속이익률(%)		5.6	13.3	14.6	17.7
당기순이익		3,622	9,140	11,121	14,477
순이익률(%)		3.9	9.2	10.1	12.3
지배주주귀속 순이익		3,492	8,812	10,721	13,956
기타포괄이익		629	193	210	237
총포괄이익		4,251	9,333	11,330	14,714
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		5,439	13,726	16,700	21,740
BPS		62,177	73,703	87,730	106,338
CFPS		27,243	36,135	38,234	42,662
DPS		213	2,500	3,000	3,500
Valuation(배)					
PER		3.7	3.6	3.0	2.3
PBR		0.3	0.7	0.6	0.5
PCR		0.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA		6.3	5.3	5.0	4.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.2	20.2	20.7	22.4
EBITDA이익률		23.9	29.6	28.5	30.1
부채비율		496.7	431.4	370.5	304.1
순부채비율		307.8	251.3	215.3	180.1
매출채권회전율(x)		6.9	6.9	7.0	6.9
재고자산회전율(x)		10.0	9.8	9.7	9.2

한국전력 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중 확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중 축소)

[투자 비율 등급 표시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

롯데케미칼(011170)

5년 만에 처음 흑자전환을 기대해보는 26년

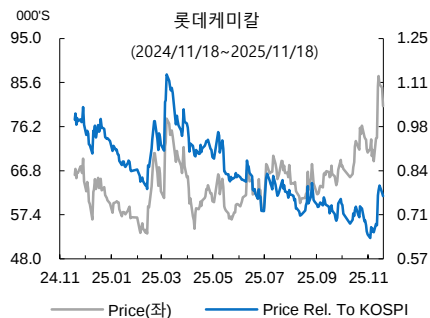
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(유지)
증가(2025.11.18)	80,600원
상승여력	36.5 %

Stock Indicator

자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	3,448십억원
외국인지분율	22.9%
52주 주가	53,400~87,000원
60일평균거래량	190,435주
60일평균거래대금	13.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	32.1	38.3	22.3
상대수익률	4.8	7.7	-12.3	-37.8



[투자포인트]

- 목표주가 11만원, 매수의견 유지
- 25년 2분기 바닥으로 석유화학 전반에 숨통이 조금씩 트이는 모습. 동사 포함해 국내 NCC 업체들 대부분 3분기 적자규모를 QoQ로 큰 폭 줄였거나 흑자 전환했음이 이를 방증. 4분기는 비수기 진입과 통상 연말에 반영되는 일회성 비용 발생으로 QoQ 이익 개선 폭이 그리 크진 않을 수 있으나, 이제는 그보다 26년 이익에 더 주목할 때
- 26년은 유가 하향 안정화 및 글로벌 구조조정 현실화로 주요 제품 스프레드 개선되며 석유화학 업황 전반적으로 전년 대비 개선되는 모습 전망. 특히 동사는 인도네시아 LINE 가동으로 LC타이탄 적자규모 축소 예상됨에 따라 연결 기준 영업이익 242억원으로 21년 이후 5년 만에 처음 흑자전환 달성에 무게
- 석유화학 업황 바닥 탈출을 다시 한번 논할 수 있는 시점. 25~26년에도 글로벌 증설 물량이 적은 규모는 않지만, 20~23년 연 평균 1천만톤 이상 들어왔던 것 대비로는 축소. 또한 긴 업황 부진 끝에 최근 한국/일본/중국/유럽 등에서 구조조정 논의 활발하게 이뤄지고 있고, 동사와 HD현대케미칼 통합을 시작으로 26년에는 실제 움직임도 출현될 전망. 현재까지 발표된 구조조정 계획대로 진행될 경우 글로벌 에틸렌 생산설비의 6~7% 감축 효과 예상
- 26년 4월부터 OPEC+ 증산 재개되며 연간 기준 유가 50달러 중후반 안착 예상. 제품가격도 동반 하락하겠지만, 구조조정에 따른 밸런스 개선으로 그 하락 폭은 유가보다 작아 스프레드 측면에서는 개선되는 방향에 무게

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	20,430	18,874	19,622	21,779
영업이익(십억원)	-894	-603	24	251
순이익(십억원)	-1,711	-659	-214	-25
EPS(원)	-39,988	-15,404	-5,002	-575
BPS(원)	335,527	324,597	321,330	321,997
PER(배)				
PBR(배)	0.2	0.2	0.3	0.3
ROE(%)	-11.4	-4.7	-1.5	-0.2
배당수익률(%)	3.3	1.9	2.5	3.1
EV/EBITDA(배)	24.0	12.4	7.5	7.4

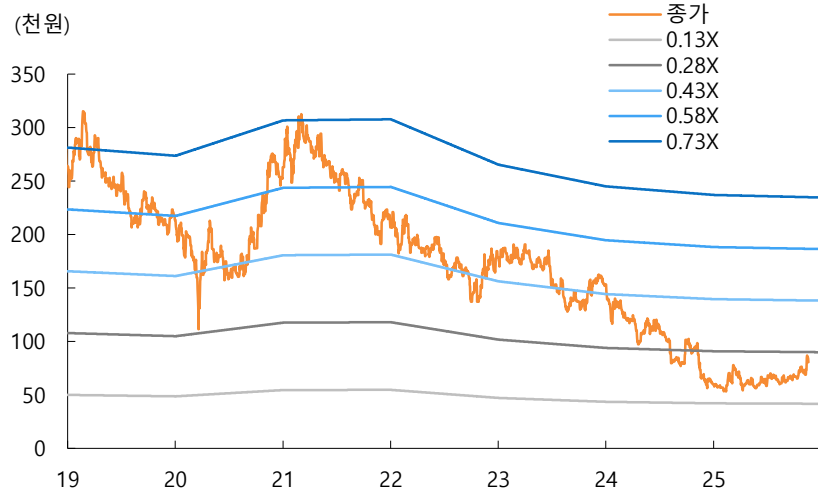
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	5,086	5,248	5,200	4,896	4,902	4,197	4,786	4,989	20,430	18,874	19,622
영업이익	-135	-111	-414	-234	-127	-245	-133	-99	-894	-603	24
영업이익률	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-2.6%	-5.8%	-2.8%	-2.0%	-4.4%	-3.2%	0.1%
올레핀											
매출액	2,872	2,950	2,897	2,567	2,715	2,107	2,423	2,130	11,286	9,375	7,926
영업이익	-72	-46	-195	-129	-62	-126	-65	-44	-442	-296	35
영업이익률	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.0%	-2.3%	-6.0%	-2.7%	-2.1%	-3.9%	-3.2%	0.4%
타이탄											
매출액	541	515	587	573	487	466	806	1,102	2,216	2,861	3,964
영업이익	-53	-81	-63	-64	-41	-52	-51	-37	-262	-181	-30
영업이익률	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-8.4%	-11.2%	-6.3%	-3.4%	-11.8%	-6.3%	-0.8%
롯데첨단소재											
매출액	1,032	1,134	1,122	1,094	1,108	1,046	1,022	995	4,382	4,171	4,424
영업이익	44	76	38	30	73	56	58	53	188	240	242
영업이익률	4.3%	6.7%	3.4%	2.7%	6.6%	5.4%	5.6%	5.4%	4.3%	5.7%	5.5%
LCUSA											
매출액	135	142	144	168	155	114	154	140	590	563	526
영업이익	-6	-12	-107	18	-5	-38	-7	-2	-107	-52	7
영업이익률	-4.2%	-8.6%	-74.2%	10.9%	-3.1%	-33.7%	-4.5%	-1.1%	-18.1%	-9.2%	1.4%
롯데정밀화학											
매출액	399	422	420	429	446	425	443	453	1,671	1,766	1,813
영업이익	11	17	10	12	19	9	28	28	50	83	141
영업이익률	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	4.2%	2.0%	6.2%	6.2%	3.0%	4.7%	7.8%
롯데에너지머트리얼즈											
매출액	242	263	211	186	158	205	144	169	902	675	969
영업이익	4	3	-32	-40	-46	-31	-34	-34	-65	-145	-144
영업이익률	1.8%	1.1%	-15.0%	-21.5%	-29.1%	-15.2%	-23.9%	-20.0%	-7.1%	-21.5%	-14.9%

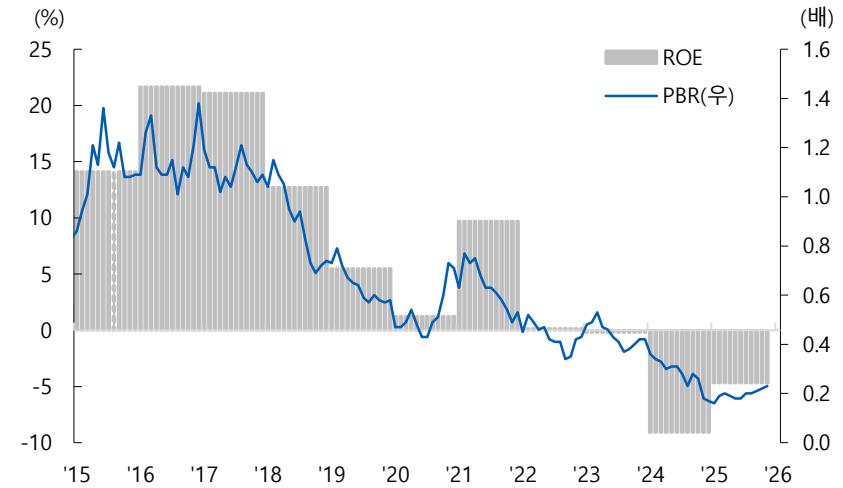
자료: iM증권 리서치본부

롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



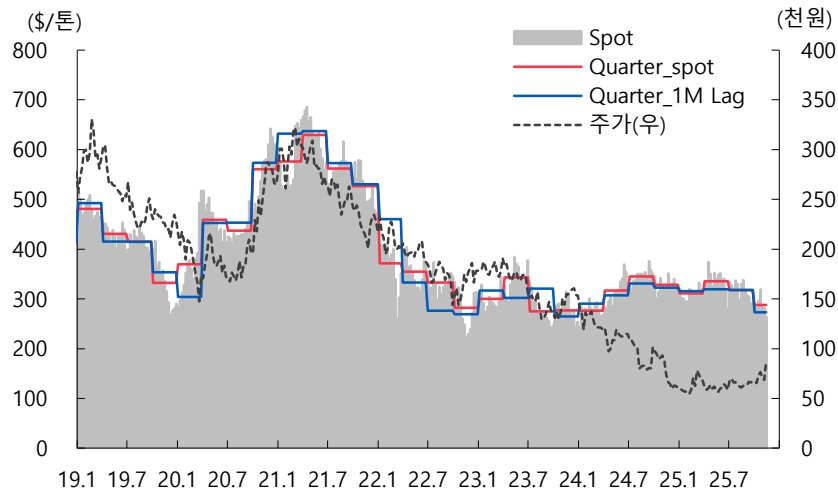
자료 : iM증권 리서치본부

롯데케미칼 ROE-PBR 추이



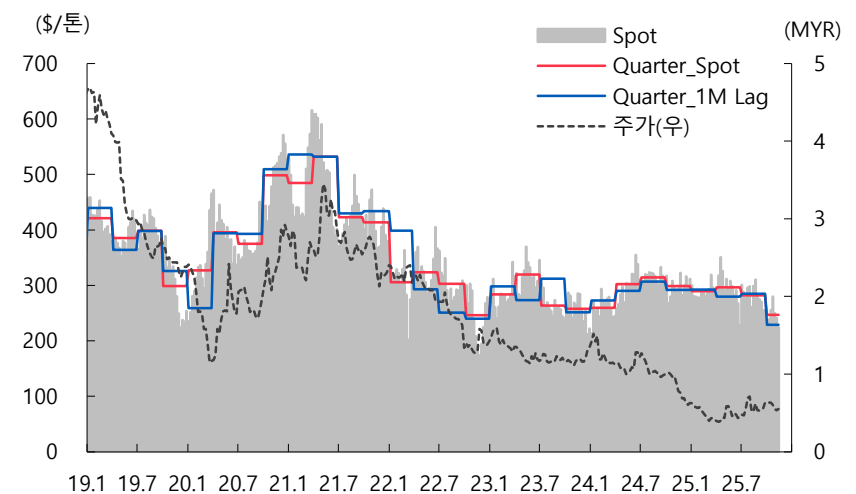
자료 : iM증권 리서치본부

롯데케미칼 연결 기준 가중평균 스프레드



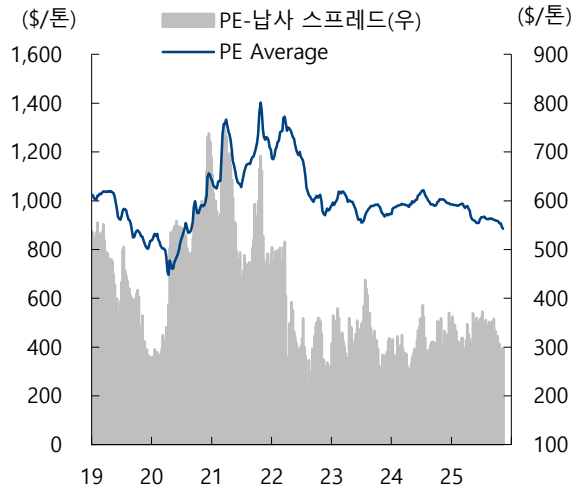
자료 : iM증권 리서치본부

롯데타이탄 가중평균 스프레드



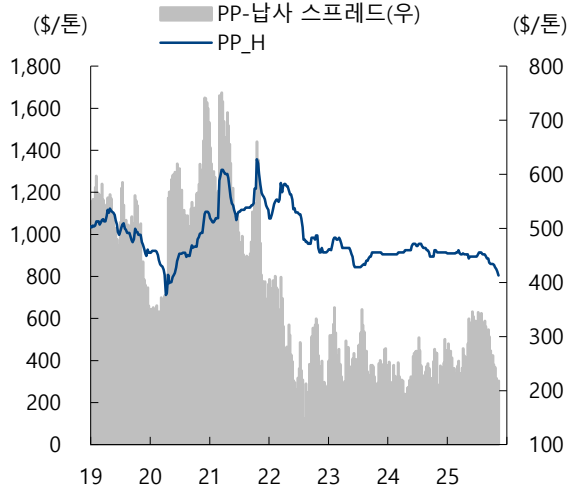
자료 : iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



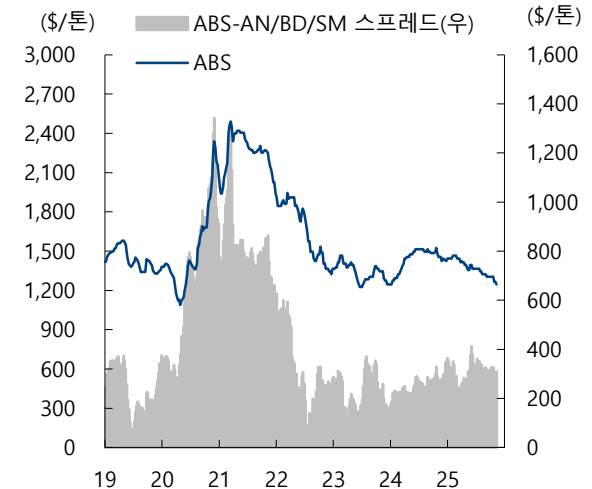
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



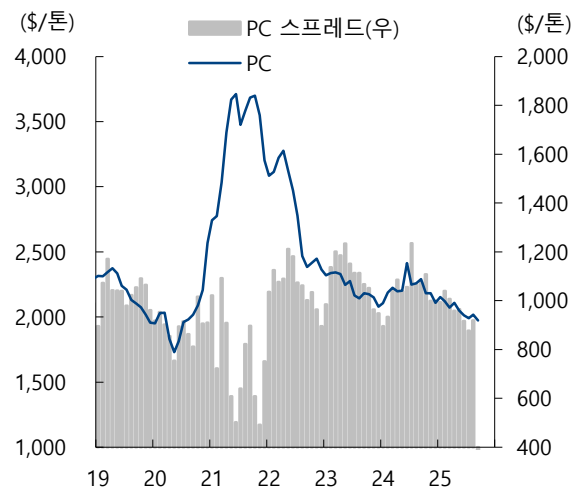
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 스프레드 추이



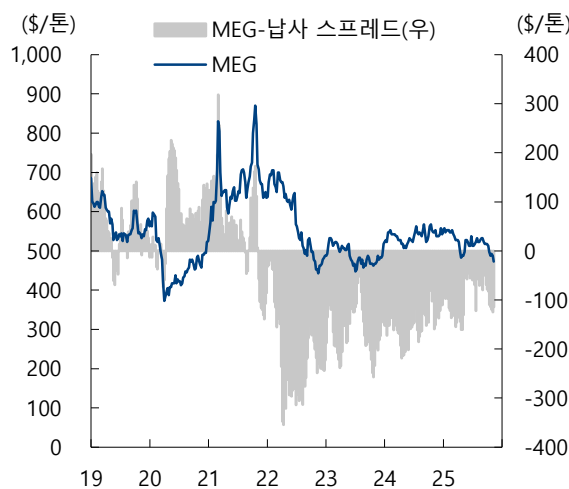
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PC(PolyCarbonate) 가격 및 스프레드 추이



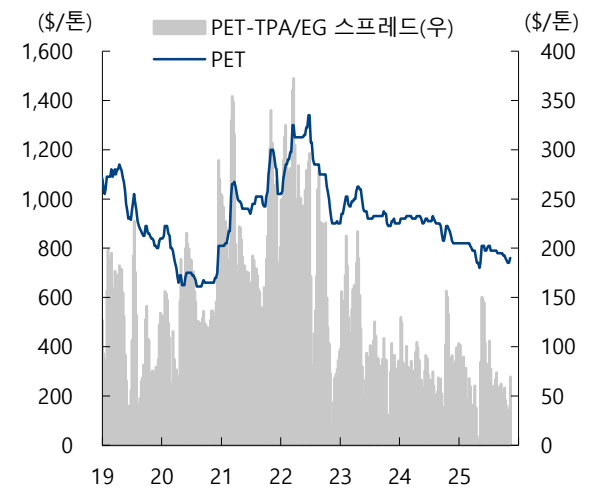
자료 : Ciscchem, KITA, iM증권 리서치본부

MEG 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PET 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		8,983	8,920	9,143	10,422
현금 및 현금성자산		2,112	2,498	2,507	3,235
단기금융자산		1,402	1,430	1,459	1,488
매출채권		2,247	2,113	2,194	2,430
재고자산		2,818	2,471	2,569	2,852
비유동자산		25,569	24,875	24,623	24,742
유형자산		16,085	16,470	16,498	16,684
무형자산		3,314	2,610	2,430	2,273
자산총계		34,552	33,796	33,766	35,164
유동부채		8,502	8,108	8,232	8,603
매입채무		1,276	1,252	1,301	1,444
단기차입금		2,788	3,288	3,588	3,588
유동성장기부채		2,548	1,645	1,427	1,642
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	14,320	14,444	15,815
지배주주지분		14,352	13,885	13,745	13,774
자본금		214	214	214	214
자본잉여금		1,730	1,730	1,730	1,730
이익잉여금		11,062	10,340	10,042	9,912
기타자본항목		1,346	1,600	1,759	1,917
비지배주주지분		5,636	5,591	5,577	5,575
자본총계		19,988	19,476	19,322	19,349

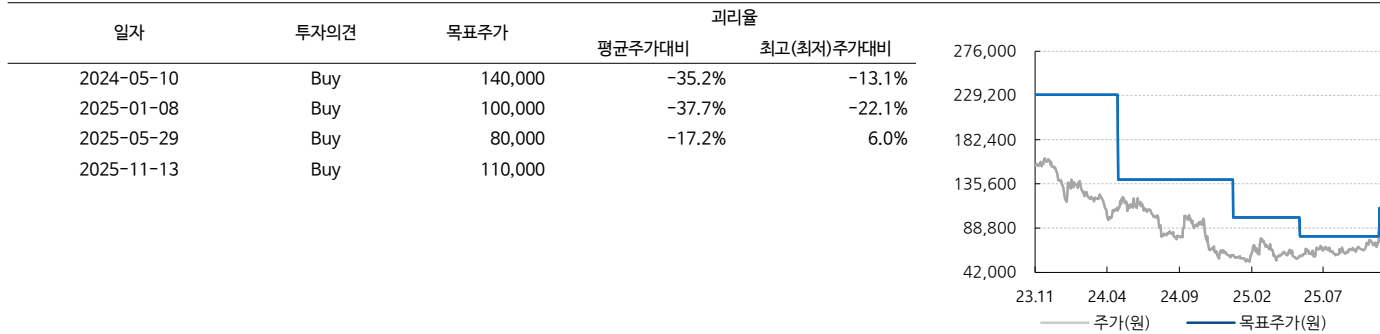
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,542	1,561	1,269	1,116
당기순이익		-1,826	-703	-228	-26
유형자산감가상각비		1,079	1,185	1,092	983
무형자산상각비		211	204	179	158
지분법관련손실(이익)		-121	-84	-62	-89
투자활동 현금흐름		-1,948	-1,158	-984	-1,007
유형자산의 처분(취득)		-2,224	-1,570	-1,120	-1,170
무형자산의 처분(취득)		-17	-	-	-
금융상품의 증감		-130	143	-133	-105
재무활동 현금흐름		-188	-377	-20	1,091
단기금융부채의증감		-52	-404	82	215
장기금융부채의증감		129	150	-	1,000
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-590	386	9	728
기초현금및현금성자산		2,702	2,112	2,498	2,507
기말현금및현금성자산		2,112	2,498	2,507	3,235

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		20,430	18,874	19,622	21,779
증가율(%)		2.4	-7.6	4.0	11.0
매출원가		20,101	18,280	18,292	20,078
매출총이익		330	594	1,329	1,701
판매비와관리비		1,224	1,197	1,305	1,451
연구개발비		148	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-894	-603	24	251
증가율(%)		적지	적지	흑전	937.3
영업이익률(%)		-4.4	-3.2	0.1	1.2
이자수익		180	177	159	142
이자비용		421	434	403	381
지분법이익(손실)		-121	-84	-62	-89
기타영업외손익		-886	135	85	111
세전계속사업이익		-2,258	-930	-292	-34
법인세비용		-433	-227	-64	-7
세전계속이익률(%)		-11.1	-4.9	-1.5	-0.2
당기순이익		-1,826	-703	-228	-26
순이익률(%)		-8.9	-3.7	-1.2	-0.1
지배주주귀속 순이익		-1,711	-659	-214	-25
기타포괄이익		1,309	255	159	159
총포괄이익		-517	-449	-70	132
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-39,988	-15,404	-5,002	-575
BPS		335,527	324,597	321,330	321,997
CFPS		-9,815	17,069	24,725	26,097
DPS		2,000	1,500	2,000	2,500
Valuation(배)					
PER					
PBR		0.2	0.2	0.3	0.3
PCR		-6.1	4.7	3.3	3.1
EV/EBITDA		24.0	12.4	7.5	7.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-11.4	-4.7	-1.5	-0.2
EBITDA이익률		1.9	4.2	6.6	6.4
부채비율		72.9	73.5	74.8	81.7
순부채비율		34.8	32.3	32.8	35.1
매출채권회전율(x)		8.8	8.7	9.1	9.4
재고자산회전율(x)		7.3	7.1	7.8	8.0

롯데케미칼 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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 표시 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

S-Oil(010950)

26년 1분기까지는 편안할 유가와 정제마진

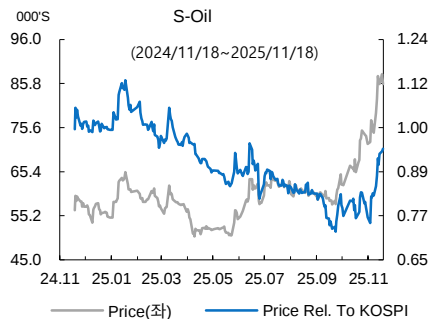
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(상향)
증가(2025.11.18)	85,700원
상승여력	28.4 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	9,648십억원
외국인지분율	76.5%
52주 주가	50,400~88,000원
60일평균거래량	332,877주
60일평균거래대금	23.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.2	41.7	67.1	51.7
상대수익률	25.8	17.2	16.5	-8.4



[투자포인트]

- 목표주가 11만원 상향, 투자이건 매수 유지. 등/경유 수급 타이트 고착화 예상돼 기존 대비 PBR +20% 할증
- 7월 이후 등/경유 중심으로 정제마진 강세 점점 더 뚜렷해지고 있음. 26년 1월 말부터 시행되는 유럽 18차 제재 패키지 앞두고 중동과 미국, 인도 등에서 디젤 수입 대폭 늘리고 있는 것이 주요한 요인으로 작용. 이처럼 유럽이 최근 Non-Russia 물량을 대거 흡수하면서 글로벌 전체적으로 등/경유 수급이 점점 더 타이트해지고 있음
- 한편, 러시아는 우크라이나의 잇따른 공격으로 일부 정제설비들에 타격 발생했고, 영국/미국까지 제재 동참하며 정제품 수출 감소. 25년 10월 기준 정제품 수출은 22년 이후 최저치 수준에 그치고 있음
- 러시아 제재 강화와 북미/유럽의 소규모 노후설비 폐쇄로 제한적인 글로벌 정제설비 순증설, 동절기 등/경유 성수기 효과까지 겹치며 연말연초까지는 등/경유 마진 강세 이어질 전망. 또한 26년 유럽과 영국, 미국의 제재가 작동하면서 25년 연간 대비로는 정제마진 평균 레벨 상향될 것으로 예상
- 다만, 26년 1분기 이후 OPEC+ 증산 재개된 후 연말까지 감산규모 대부분을 복원시키는 과정에서 유가는 추가 하락 불가피. 이에 유가는 26년 1분기를 고점으로 점진적 하락세 보이며 연간 기준 50달러 후반에 안착할 전망. 역사적으로 동사 주가는 정제마진 뿐만 아니라 유가에도 높은 상관관계를 갖고 움직여 왔는데, 유가 약세로 주가 탄력도는 정제마진 상승 폭 만큼이나 강하지 않을 수 있음은 주지할 필요

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	33,814	31,131	30,801
영업이익(십억원)	422	156	1,127	1,037
순이익(십억원)	-193	-189	495	452
EPS(원)	-1,656	-1,623	4,241	3,873
BPS(원)	74,574	73,147	77,295	80,689
PER(배)			20.2	22.1
PBR(배)	0.7	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	-2.2	-2.2	5.6	4.9
배당수익률(%)		0.2	0.5	1.0
EV/EBITDA(배)	10.4	19.5	9.0	8.9

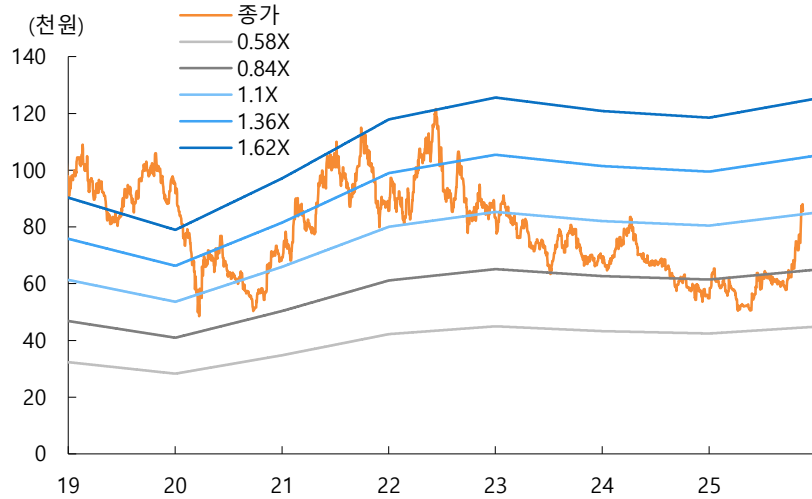
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

S-Oil 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	9,309	9,571	8,841	8,917	8,991	8,049	8,415	8,360	36,637	33,814	31,131
영업이익	454	161	-415	261	-22	-344	229	292	461	156	1,127
영업이익률	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-4.3%	2.7%	3.5%	1.3%	0.5%	3.6%
정유											
매출액	7,445	7,451	6,894	7,014	7,072	6,260	6,694	6,506	28,804	26,532	23,851
영업이익	250	-95	-574	173	-57	-441	116	200	-245	-183	655
영업이익률	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.1%	-0.9%	-0.7%	2.7%
화학											
매출액	1,097	1,309	1,202	1,096	1,128	1,034	1,016	1,115	4,703	4,293	4,557
영업이익	48	110	5.0	-28	-75	-35	-20	-5	135	-134	34
영업이익률	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.5%	2.9%	-3.1%	0.8%
유탄유											
매출액	767	811	745	807	791	755	705	739	3,130	2,989	2,723
영업이익	156	146	154	115.9	110	132	134	98	571	473	438
영업이익률	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.5%	19.0%	13.2%	18.3%	15.8%	16.1%

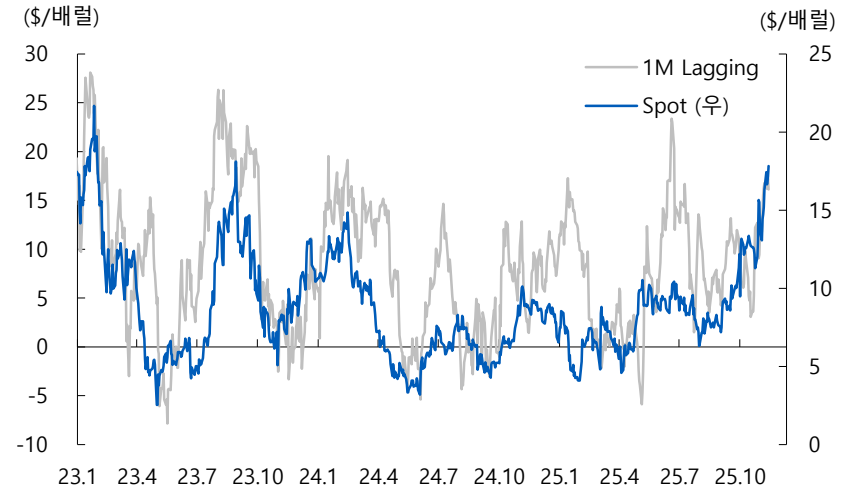
자료: iM증권 리서치본부

S-OIL 12M Forward PBR 추이



자료 : iM증권 리서치본부

정제마진 추이



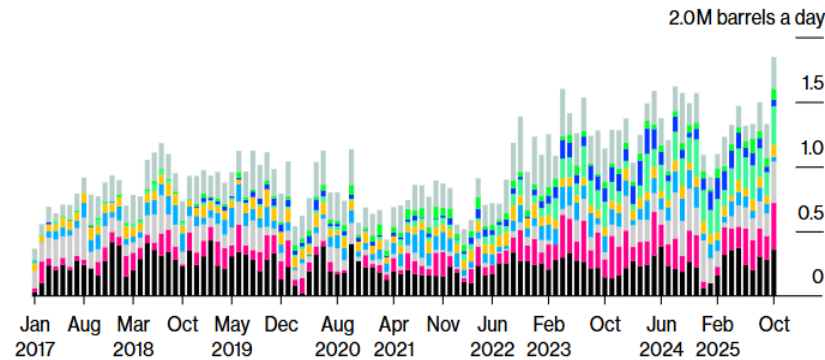
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

EU 디젤/항공유 수입량 및 국가별 규모 추이

Import Surge

Diesel and jet fuel arrivals to the EU on course for record high

■ Saudi Arabia ■ India ■ United States ■ United Arab Emirates ■ United Kingdom
 ■ Kuwait ■ Turkey ■ Egypt ■ Others



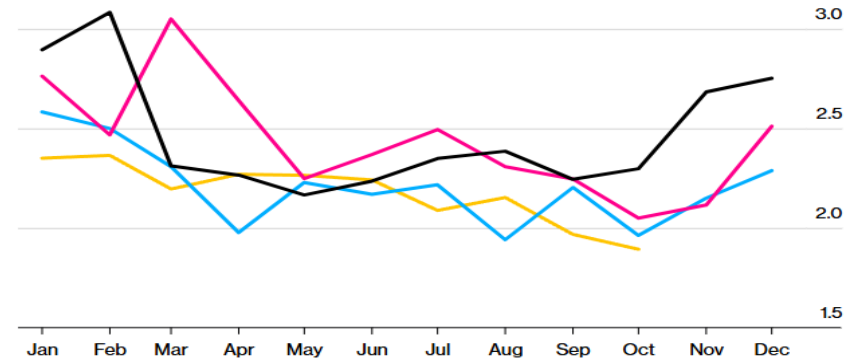
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

러시아 정제품 수출 추이: 25.10 수출량, 22년 러-우 전쟁 이후 최저치

Russia's Fuel Trend

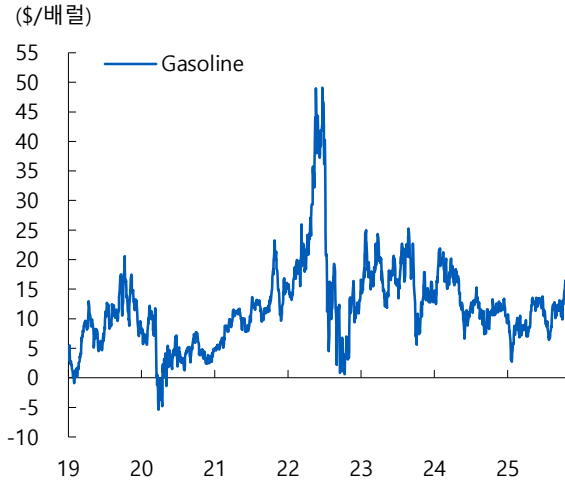
Russian fuel exports hit post-war low as refinery outages and sanctions take toll

/ 2022 / 2023 / 2024 / 2025



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

휘발유 마진 추이



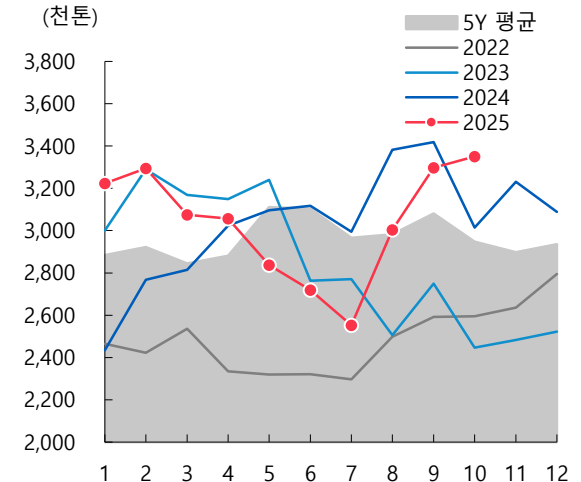
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

등/경유 마진 추이



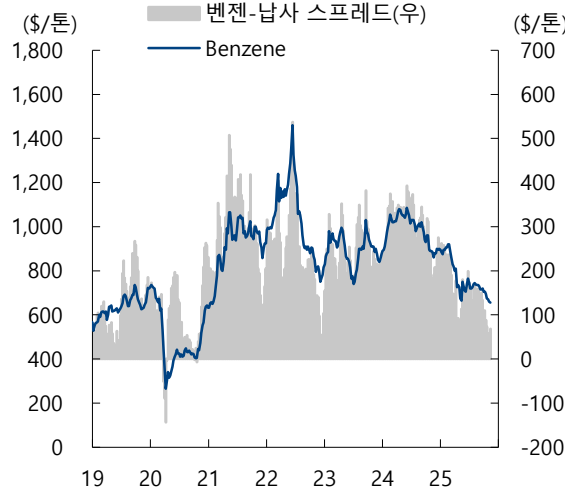
자료 : Petronet, iM증권 리서치본부

유럽 중간유분 재고 추이



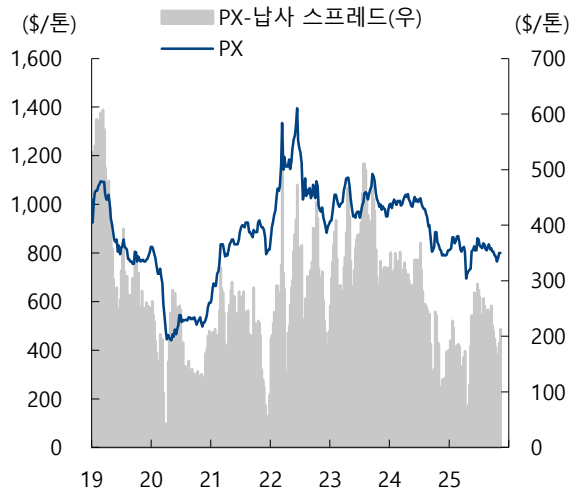
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

벤젠 가격 및 스프레드 추이



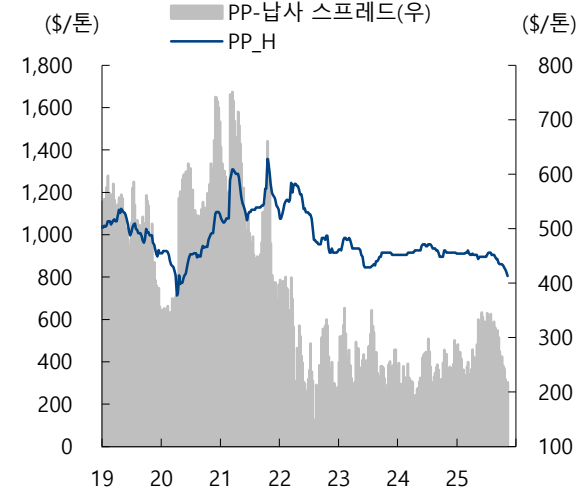
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PX 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,048	8,032	8,383	8,074
현금 및 현금성자산		1,946	1,429	2,289	2,039
단기금융자산		29	29	30	31
매출채권		3,511	2,399	2,211	2,188
재고자산		4,493	4,103	3,777	3,737
비유동자산		14,403	17,733	18,920	18,762
유형자산		13,582	16,857	18,050	17,893
무형자산		149	135	123	116
자산총계		24,451	25,766	27,303	26,836
유동부채		11,657	12,437	12,991	12,628
매입채무		4,982	4,598	4,233	4,188
단기차입금		3,355	4,155	4,655	3,855
유동성장기부채		660	660	660	660
비유동부채		4,099	4,799	5,299	4,799
사채		2,475	2,475	2,475	2,475
장기차입금		1,316	2,016	2,516	2,016
부채총계		15,756	17,236	18,290	17,427
지배주주지분		8,696	8,529	9,013	9,409
자본금		292	292	292	292
자본잉여금		1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금		7,030	6,824	7,267	7,622
기타자본항목		42	83	123	163
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		8,696	8,529	9,013	9,409

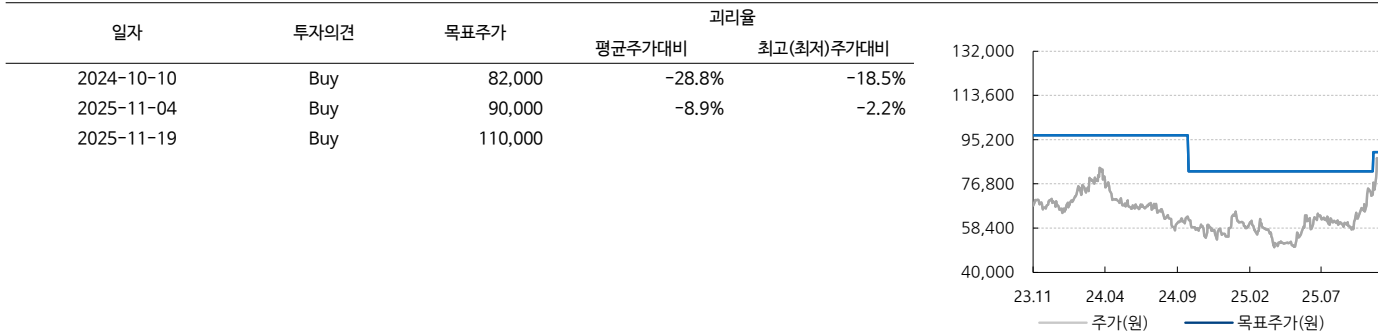
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,468	1,716	1,553	1,417
당기순이익		-193	-189	495	452
유형자산감가상각비		741	724	808	807
무형자산상각비		11	17	15	12
지분법관련손실(이익)		6	6	6	6
투자활동 현금흐름		-3,027	-3,981	-1,967	-619
유형자산의 처분(취득)		-3,038	-4,000	-2,000	-650
무형자산의 처분(취득)		-27	-3	-3	-5
금융상품의 증감		-2	-13	-	-
재무활동 현금흐름		1,539	1,403	901	-1,433
단기금융부채의증감		221	800	500	-800
장기금융부채의증감		1,589	700	500	-500
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감		-17	-517	861	-250
기초현금및현금성자산		1,963	1,946	1,429	2,289
기말현금및현금성자산		1,946	1,429	2,289	2,039

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		36,637	33,814	31,131	30,801
증가율(%)		2.5	-7.7	-7.9	-1.1
매출원가		35,411	32,972	29,380	29,142
매출총이익		1,226	842	1,752	1,659
판매비와관리비		804	686	624	621
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		422	156	1,127	1,037
증가율(%)		-68.8	-63.1	623.7	-8.0
영업이익률(%)		1.2	0.5	3.6	3.4
이자수익		53	39	63	56
이자비용		283	285	315	276
지분법이익(손실)		6	6	6	6
기타영업외손익		-317	-128	-137	-142
세전계속사업이익		-333	-254	664	606
법인세비용		-139	-65	169	155
세전계속이익률(%)		-0.9	-0.8	2.1	2.0
당기순이익		-193	-189	495	452
순이익률(%)		-0.5	-0.6	1.6	1.5
지배주주귀속 순이익		-193	-189	495	452
기타포괄이익		40	40	40	40
총포괄이익		-153	-149	535	492
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-1,656	-1,623	4,241	3,873
BPS		74,574	73,147	77,295	80,689
CFPS		4,793	4,737	11,292	10,898
DPS		-	150	450	850
Valuation(배)					
PER				20.2	22.1
PBR		0.7	1.2	1.1	1.1
PCR		11.4	18.1	7.6	7.9
EV/EBITDA		10.4	19.5	9.0	8.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.2	-2.2	5.6	4.9
EBITDA이익률		3.2	2.7	6.3	6.0
부채비율		181.2	202.1	202.9	185.2
순부채비율		67.1	92.0	88.6	73.7
매출채권회전율(x)		11.2	11.4	13.5	14.0
재고자산회전율(x)		8.0	7.9	7.9	8.2

S-Oil 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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] 2025-09-30기준

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

LG화학(051910)

26년 LGES 지분 추가 활용 가능성이 시사하는 것들

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	500,000원(유지)
종가(2025.11.18)	388,000원
상승여력	28.9 %

Stock Indicator

자본금	391십억원
발행주식수	7,059만주
시가총액	27,390십억원
외국인지분율	34.2%
52주 주가	182,400~419,500원
60일평균거래량	346,883주
60일평균거래대금	120.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	40.6	100.4	34.0
상대수익률	9.0	16.1	49.9	-26.1



[투자포인트]

- 목표주가 50만원, 투자 의견 매수 유지
- 26년 석유화학 업황은 유가 하향 안정화 및 글로벌 구조조정 현실화로 주요 제품 스프레드 개선되며 전반적으로 전년 대비 개선되는 모습 전망. 첨단소재는 26년으로 연기되었던 일부 OEM 물량 출하가 재개되고 신규 고객향 외판물량 공급 시작되면서 25년 대비로는 뚜렷한 이익 성장 확인할 수 있을 전망
- 동사는 LGES 지분매각을 통한 2조원 자금조달 계획 발표(10/1). 시장에서 꾸준히 요구해 왔던 LGES 지분 활용 의지를 확인시켜주었다는 점에서 일단 가장 고무적. PRS 및 3회차 EB 교환권 행사 감안해도 동사 LGES 지분율 여전히 79.4% 달해 26년 추가 활용 기대할 수 있을 듯. 특히 동사는 3분기 컨콜에서 PRS 자금을 차입금 상환과 주주환원에 활용할 계획이라 밝혔는데, 이는 향후 LGES 지분가치 할인율 축소의 근거가 될 수 있을 것으로 판단
- 지금까지 동사 주가의 최대 디스카운트 요인 중 하나는 과도한 LGES 지분 보유와 그 활용에 미온적인 기조였음. 그러나 이번 PRS 거래로 해당 부분에 대한 오해 점차 해소될 수 있을 것. 특히 LGES 지분이 더 이상 부동산이 아니라 동사의 재무구조 개선은 물론, 배당확대와 자사주 매입/소각 등 주주환원 정책의 잠재적 재원으로 적극 활용될 수 있다는 시그널이 좀 더 분명해지면 동사 밸류에이션은 완전히 다른 국면에 진입할 수 있음
- 궁극적으로 동사 LGES 보유 지분가치 할인율 축소 및 이에 따른 기업가치 제고 기대

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	48,916	46,451	51,077	59,763
영업이익(십억원)	917	1,490	2,124	3,590
순이익(십억원)	-691	-289	424	1,230
EPS(원)	-8,825	-3,695	5,412	15,709
BPS(원)	425,188	424,753	431,557	447,658
PER(배)			71.7	24.7
PBR(배)	0.6	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	-2.1	-0.9	1.3	3.6
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.9	1.2
EV/EBITDA(배)	6.7	7.4	6.7	6.4

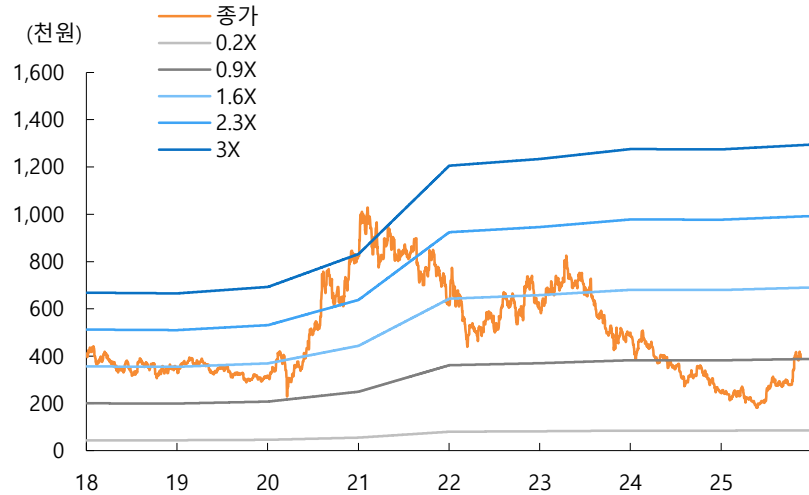
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

LG화학 사업부문별 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	11,609	12,300	12,670	12,337	12,171	11,418	11,196	11,666	48,916	46,451	51,077
영업이익	265	406	498	-252	447	477	680	-114	917	1,490	2,124
영업이익률	2.3%	3.3%	3.9%	-2.0%	3.7%	4.2%	6.1%	-1.0%	1.9%	3.2%	4.2%
석유화학											
매출액	4,461	4,982	4,831	4,886	4,781	4,696	4,461	4,336	19,160	18,274	17,913
영업이익	-21	46	-29	-101	-56	-90	29	-26	-105	-143	87
영업이익률	-0.5%	0.9%	-0.6%	-2.1%	-1.2%	-1.9%	0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.8%	0.5%
첨단소재											
매출액	1,545	1,621	1,617	1,298	1,440	1,060	838	756	6,081	4,094	3,987
영업이익	132	143	132	41	118	71	7	4	448	200	364
영업이익률	8.5%	8.8%	8.2%	3.2%	8.2%	6.7%	0.8%	0.6%	7.4%	4.9%	9.1%
전지(LGES)											
매출액	6,129	6,162	6,878	6,451	6,265	5,565	5,700	6,062	25,620	23,592	26,929
영업이익	157	195	448	-226	375	492	601	-109	574	1,359	1,706
영업이익률	2.6%	3.2%	6.5%	-3.5%	6.0%	8.8%	10.5%	-1.8%	2.2%	5.8%	6.3%
생명과학											
매출액	285	404	307	338	286	337	375	340	1,334	1,338	1,485
영업이익	3	109	-1	-1	-13	25	101	13	110	126	62
영업이익률	1.1%	27.0%	-0.3%	-0.3%	-4.5%	7.4%	26.9%	3.8%	8.2%	9.4%	4.2%
팜한농											
매출액	246	238	113	165	246	242	102	171	762	761	764
영업이익	35	20	-20	9	31	13	-20	2	44	26	13
영업이익률	14.2%	8.4%	-17.7%	5.5%	12.6%	5.4%	-19.6%	1.4%	5.8%	3.5%	1.8%

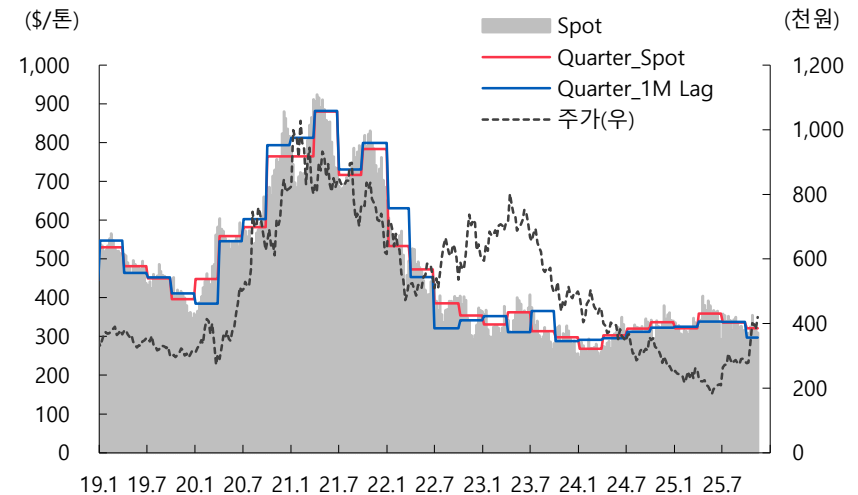
자료: iM증권 리서치본부

LG화학 12M Forward 기준 PBR 추이



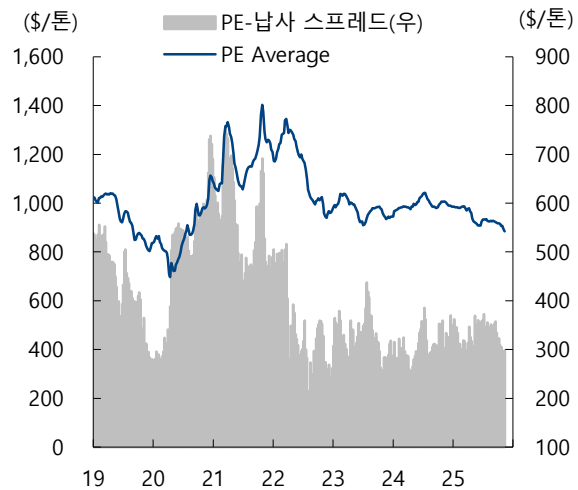
자료 : iM증권 리서치본부

LG화학 가중평균 스프레드



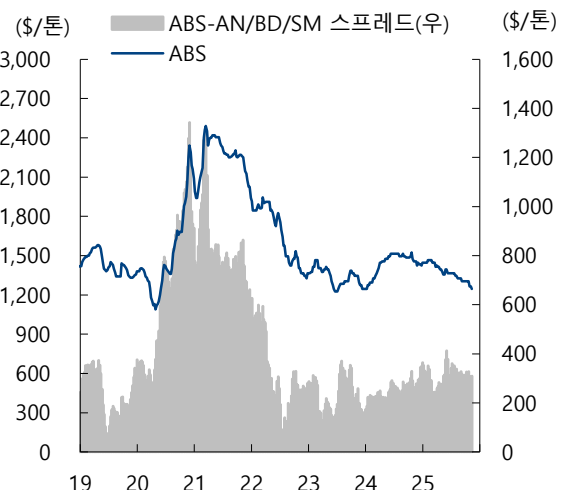
자료 : iM증권 리서치본부

PE 가격 및 스프레드 추이



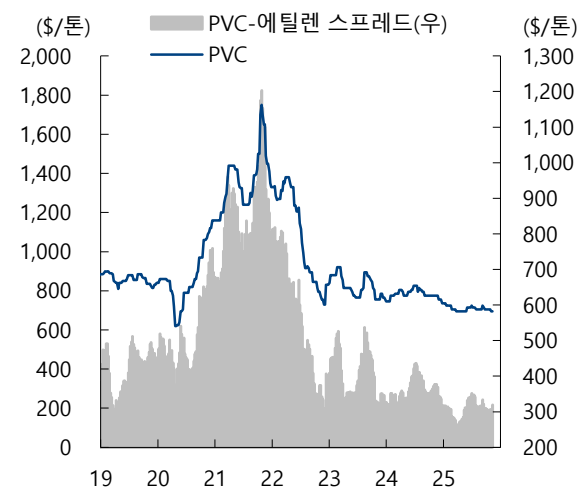
자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

PVC 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		27,816	24,275	25,622	26,640
현금 및 현금성자산		7,855	6,139	5,898	3,530
단기금융자산		213	216	218	220
매출채권		9,625	8,522	9,316	11,082
재고자산		8,847	8,142	8,953	10,587
비유동자산		66,042	72,970	72,919	74,779
유형자산		54,570	62,157	64,078	66,251
무형자산		3,619	3,403	3,026	3,119
자산총계		93,858	97,245	98,541	101,419
유동부채		21,086	21,089	21,205	22,348
매입채무		3,682	3,252	3,831	4,843
단기차입금		1,812	2,112	2,612	2,912
유동성장기부채		5,809	7,186	6,450	6,406
비유동부채		24,777	28,264	28,810	28,990
사채		12,984	14,184	14,184	14,484
장기차입금		5,997	7,497	7,797	8,297
부채총계		45,862	49,353	50,015	51,337
지배주주지분		33,284	33,250	33,783	35,043
자본금		391	391	391	391
자본잉여금		11,569	11,569	11,569	11,569
이익잉여금		18,592	18,175	18,324	19,201
기타자본항목		2,732	3,115	3,498	3,882
비지배주주지분		14,711	14,642	14,743	15,038
자본총계		47,995	47,892	48,526	50,081

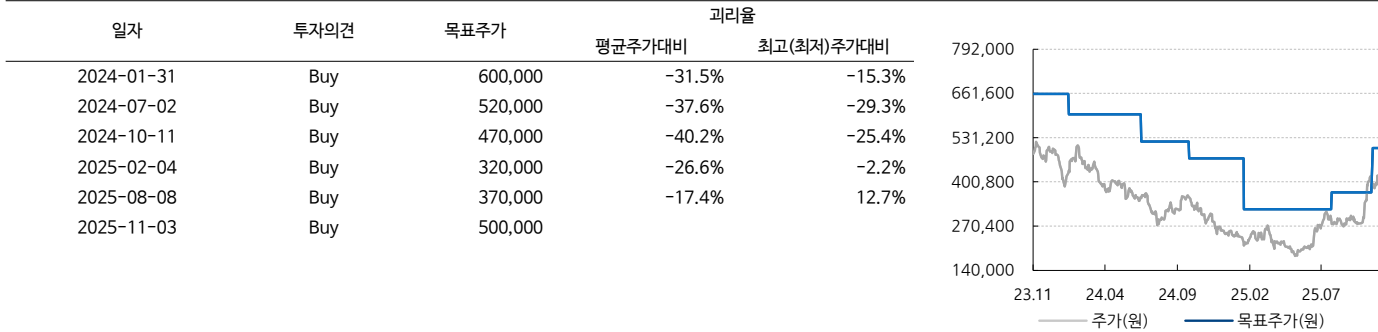
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		7,012	8,505	7,487	5,904
당기순이익		515	-359	525	1,524
유형자산감가상각비		4,200	5,013	5,179	4,727
무형자산상각비		482	516	477	408
지분법관련손실(이익)		-25	-35	-31	-30
투자활동 현금흐름		-13,663	-10,740	-4,603	-5,633
유형자산의 처분(취득)		-14,493	-12,600	-7,100	-6,900
무형자산의 처분(취득)		-153	-300	-100	-500
금융상품의 증감		-615	408	845	16
재무활동 현금흐름		4,821	7,665	3,303	4,148
단기금융부채의증감		-	1,677	-236	256
장기금융부채의증감		1,822	2,700	300	800
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-16	-16	-16	-16
현금및현금성자산의증감		-1,230	-1,716	-241	-2,368
기초현금및현금성자산		9,085	7,855	6,139	5,898
기말현금및현금성자산		7,855	6,139	5,898	3,530

자료 : LG화학, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		48,916	46,451	51,077	59,763
증가율(%)		-11.5	-5.0	10.0	17.0
매출원가		41,380	37,625	40,692	46,632
매출총이익		7,536	8,826	10,386	13,131
판매비와관리비		8,100	7,336	8,262	9,540
연구개발비		577	-	-	-
기타영업수익		1,480	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		917	1,490	2,124	3,590
증가율(%)		-63.8	62.5	42.6	69.0
영업이익률(%)		1.9	3.2	4.2	6.0
이자수익		353	278	267	164
이자비용		954	1,101	1,103	1,139
지분법이익(손실)		-25	-35	-31	-30
기타영업외손익		-564	-221	-73	-115
세전계속사업이익		-268	-466	683	1,982
법인세비용		61	-108	158	458
세전계속이익률(%)		-0.5	-1.0	1.3	3.3
당기순이익		515	-359	525	1,524
순이익률(%)		1.1	-0.8	1.0	2.6
지배주주귀속 순이익		-691	-289	424	1,230
기타포괄이익		3,434	383	383	383
총포괄이익		3,949	25	908	1,908
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,825	-3,695	5,412	15,709
BPS		425,188	424,753	431,557	447,658
CFPS		50,989	66,939	77,665	81,300
DPS		1,000	1,700	3,500	4,500
Valuation(배)					
PER				71.7	24.7
PBR		0.6	0.9	0.9	0.9
PCR		4.9	5.8	5.0	4.8
EV/EBITDA		6.7	7.4	6.7	6.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.1	-0.9	1.3	3.6
EBITDA이익률		11.4	15.1	15.2	14.6
부채비율		95.6	103.0	103.1	102.5
순부채비율		38.6	51.4	51.4	56.6
매출채권회전율(x)		5.3	5.1	5.7	5.9
재고자산회전율(x)		5.4	5.5	6.0	6.1

LG화학 투자의견 및 목표주가 변동후이



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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 2025-09-30기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

SK가스(018670)

LNG 밸류체인에서 꾸준한 확장 기대

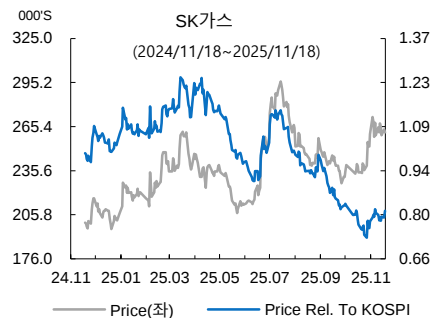
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000원(유지)
증가(2025.11.18)	261,500원
상승여력	30.0 %

Stock Indicator

자본금	46십억원
발행주식수	925만주
시가총액	2,418십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	196,200~296,000원
60일평균거래량	11,807주
60일평균거래대금	3.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	7.4	21.3	30.4
상대수익률	6.1	-17.0	-29.2	-29.7



[투자포인트]

- 목표주가 34만원, 투자의견 매수 유지
- 25년은 LPG 사업에서의 안정적인 수익 창출과 동시에, 울산GPS 발전소 이익이 온기 반영됨에 따라 영업이익 5,318억원으로 +85.2%YoY 큰 폭 성장할 전망. 중장기적으로는 절대적인 이익 규모 확대를 넘어, 26년 상반기 KET #3탱크 준공, 27년 LNG 벙커링선박 인도 등으로 LNG 저장/벙커링 사업 진출 본격화된다는 점에서 의의
- 동사는 이제 완전한 LPG, LNG 트레이딩 회사로 자리잡고 있음. 트레이딩 이익은 외부에서 합리적으로 추정하기 쉽지 않은 만큼 일단 보수적으로 트레이딩 이익을 전혀 반영하지 않았을 때 26년 영업이익은 5,562억원으로 25년 대비 +4.6%YoY 증가 전망. 이익 성장률 측면에서 아쉬움이 있을 수 있지만, 오히려 울산GPS 영업이익은 2,538억원(+28.6%YoY)으로 성장세 확대될 것이라는 점에 주목
- 또한 해당 전망치는 트레이딩 이익을 미반영한 수치인 만큼 동절기 LPG/LNG 가격 변동성 확대에 따라 오히려 분기 이익 서프라이즈 가능성이 높고, 이에 시간 지나며 연간 추정치 상향 여지도 충분히 존재함을 고려해야 함
- GPS에 이어 26년부터는 MU발전소 LNG 물량도 동사가 공급할 예정인데, 이는 판매량 증가 및 트레이딩 이익을 향유할 수 있는 기회가 확대됨을 의미. 24년까지는 단순히 LPG 트레이딩 회사로 연간 3천억 내외의 영업이익을 창출했으나, 25년 LNG 사업 진출 계기로 동사의 기본적인 이익 체력은 5~6천억원대로 레벨업. 또한 27년에는 하반기부터 LNG 저장/벙커링 사업 본격 시작되면서 LNG 밸류체인에서 꾸준한 확장 기대

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,096	7,183	7,169	7,223
영업이익(십억원)	287	532	556	552
순이익(십억원)	179	343	398	378
EPS(원)	19,375	37,170	43,106	40,995
BPS(원)	295,658	328,684	366,675	402,554
PER(배)	10.7	7.0	6.1	6.4
PBR(배)	0.7	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	6.7	11.9	12.4	10.7
배당수익률(%)	3.9	3.4	3.8	3.8
EV/EBITDA(배)	8.4	3.3	2.9	3.2

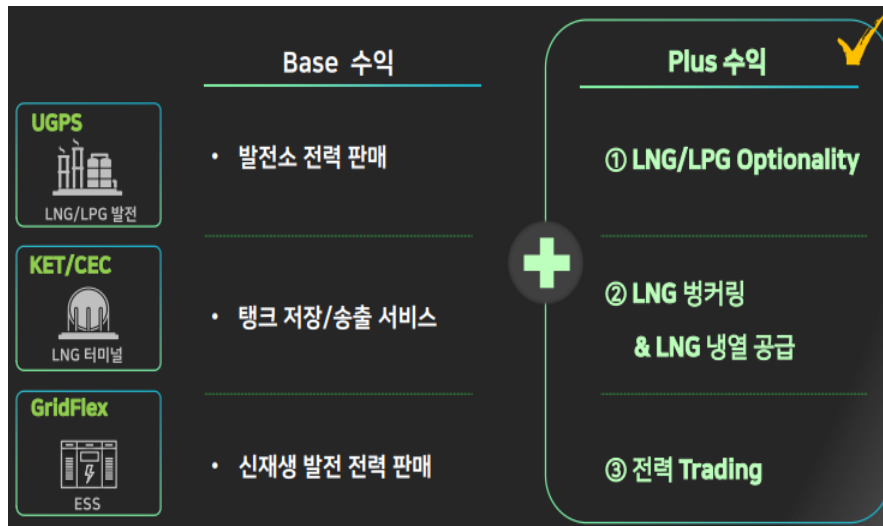
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK가스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	1,827	1,880	1,950	1,526	7,096	7,183	7,169
영업이익	75	47	43	123	113	121	174	125	287	532	556
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	6.2%	6.4%	8.9%	8.2%	4.0%	7.4%	7.8%
LPG 트레이딩											
매출액	1,726	1,645	1,686	1,854	1,597	1,784	1,695	1,328	6,911	6,404	6,370
영업이익	75	49	43	95	62	118	91	64	262	335	302
영업이익률	4.3%	3.0%	2.5%	5.1%	3.9%	6.6%	5.4%	4.8%	3.8%	5.2%	4.7%
울산GPS											
매출액	0	7	48	131	230	97	255	197	185	779	799
영업이익	-4	-2	1	27	51	3	82	61	22	197	254
영업이익률		-32.7%	1.1%	20.9%	22.3%	3.0%	32.3%	30.7%	11.7%	25.3%	31.8%

자료: iM증권 리서치본부

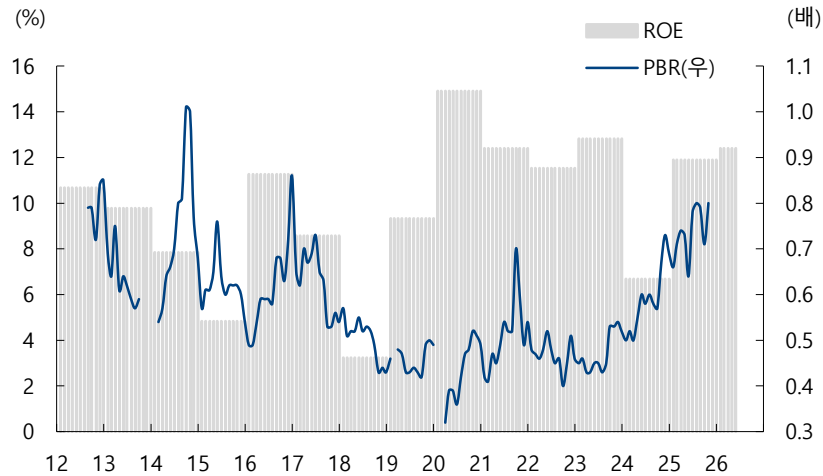
SK가스 신사업을 통한 인프라 사업 수익 향상 시나리오(좌), KET터미널 세부사항 및 26년 상반기 #3탱크 준공 예정(우)



History	사업 개요
(‘20.06) #1,2 탱크 착공 (‘21.10) #3 탱크 착공 (‘24.04) 1st Cargo 입항 (‘24.11) 상업운전 시작 (‘26.04) # 3탱크 준공 (예정)	- 위치 : 울산 남구 황성동 882-1 - LNG 탱크 : 연간 720만톤 (21.5만 kl X 6기) - 총사업비 : 1.5조원 (KET), 7,500억원 (CEC)

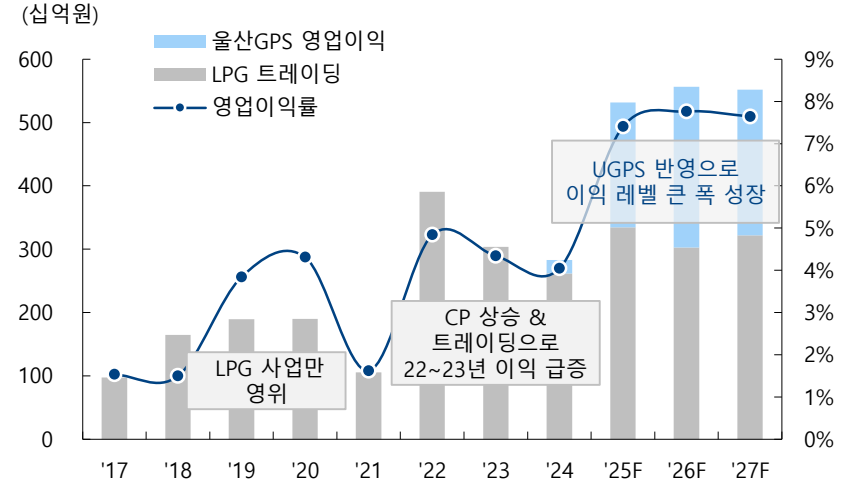
자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

SK가스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



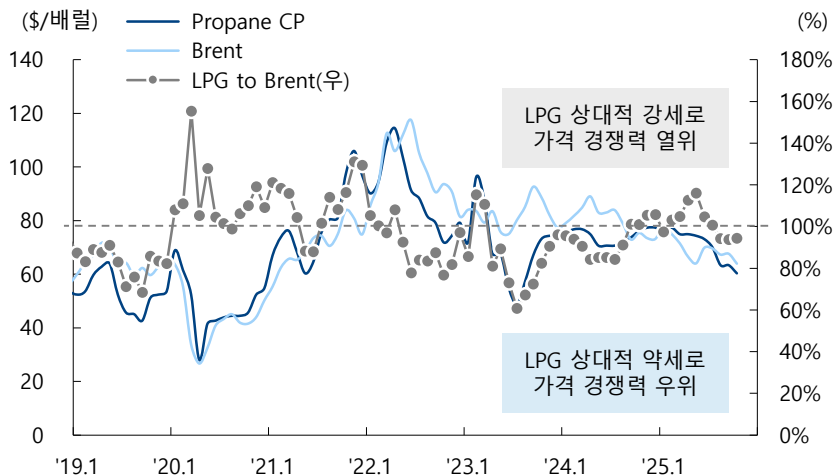
자료 : iM증권 리서치본부
주: 25년 ROE는 당사 추정치 기준

SK가스 2017~2027년 영업이익과 이익률 추이 및 전망



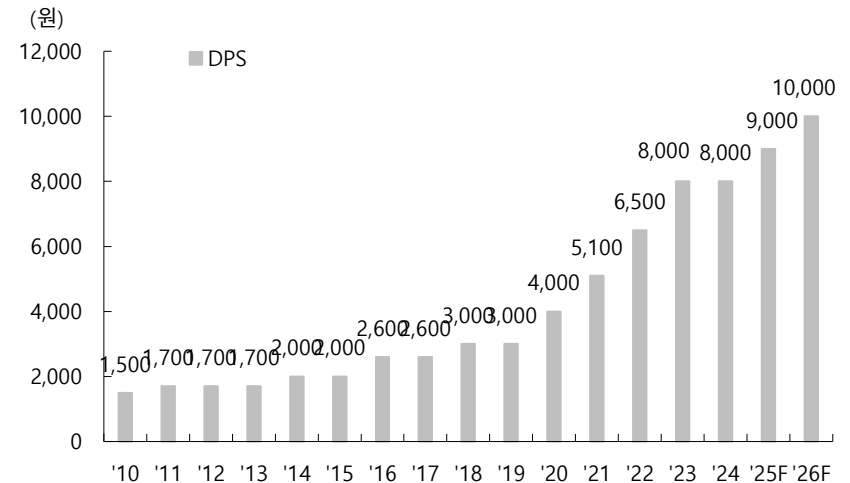
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

유가 및 LPG 가격 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK가스 2010년 이후 DPS 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부
주: 25~26년 DPS는 당사 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		2,609	2,858	3,746	3,851
현금 및 현금성자산		585	956	1,823	1,875
단기금융자산		267	270	273	275
매출채권		958	868	868	907
재고자산		496	458	472	480
비유동자산		4,931	4,739	4,322	4,502
유형자산		2,533	2,267	2,156	2,112
무형자산		125	115	106	98
자산총계		7,540	7,596	8,068	8,352
유동부채		2,021	1,825	1,778	1,834
매입채무		366	260	260	262
단기차입금		532	452	402	352
유동성장기부채		599	585	585	685
비유동부채		2,780	2,730	2,900	2,800
사채		908	908	1,008	1,008
장기차입금		709	659	729	629
부채총계		4,801	4,555	4,678	4,634
지배주주지분		2,729	3,034	3,384	3,716
자본금		46	46	46	46
자본잉여금		195	195	195	195
이익잉여금		2,466	2,729	3,037	3,325
기타자본항목		21	64	106	149
비지배주주지분		9	7	5	3
자본총계		2,738	3,041	3,389	3,718

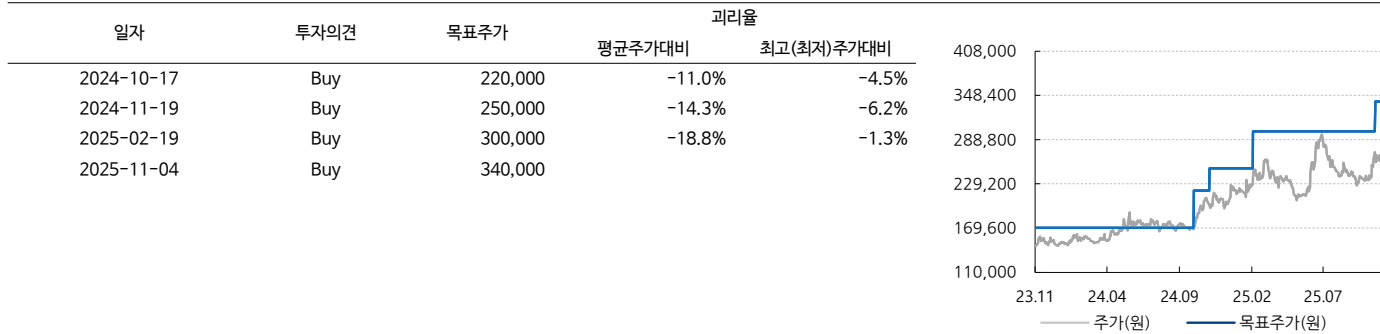
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		373	880	735	581
당기순이익		178	341	396	376
유형자산감가상각비		155	626	481	374
무형자산상각비		9	9	9	8
지분법관련손실(이익)		-84	-114	-98	-87
투자활동 현금흐름		-163	-247	-255	-211
유형자산의 처분(취득)		-349	-360	-370	-330
무형자산의 처분(취득)		-4	-	-	-
금융상품의 증감		-109	-93	-91	-87
재무활동 현금흐름		-147	-392	-137	-316
단기금융부채의증감		-374	-94	-50	50
장기금융부채의증감		476	-50	170	-100
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		91	371	868	52
기초현금및현금성자산		494	585	956	1,823
기말현금및현금성자산		585	956	1,823	1,875

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		7,096	7,183	7,169	7,223
증가율(%)		1.5	1.2	-0.2	0.7
매출원가		6,488	6,322	6,295	6,352
매출총이익		608	861	874	870
판매비와관리비		321	330	317	318
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		287	532	556	552
증가율(%)		-5.4	85.2	4.6	-0.8
영업이익률(%)		4.0	7.4	7.8	7.6
이자수익		31	22	38	39
이자비용		77	82	84	83
지분법이익(손실)		-84	-114	-98	-87
기타영업외손익		24	11	13	16
세전계속사업이익		240	459	532	506
법인세비용		62	118	137	130
세전계속이익률(%)		3.4	6.4	7.4	7.0
당기순이익		178	341	396	376
순이익률(%)		2.5	4.7	5.5	5.2
지배주주귀속 순이익		179	343	398	378
기타포괄이익		43	43	43	43
총포괄이익		220	384	438	419
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		19,375	37,170	43,106	40,995
BPS		295,658	328,684	366,675	402,554
CFPS		37,087	106,000	96,166	82,331
DPS		8,000	9,000	10,000	10,000
Valuation(배)					
PER		10.7	7.0	6.1	6.4
PBR		0.7	0.8	0.7	0.6
PCR		5.6	2.5	2.7	3.2
EV/EBITDA		8.4	3.3	2.9	3.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		6.7	11.9	12.4	10.7
EBITDA이익률		6.4	16.2	14.6	12.9
부채비율		175.3	149.8	138.0	124.6
순부채비율		69.3	45.3	18.6	14.1
매출채권회전율(x)		8.3	7.9	8.3	8.1
재고자산회전율(x)		15.0	15.1	15.4	15.2

SK가스 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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 표시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%