

[화학/유틸리티/에너지]

Overweight

2026. 01.08

Industry Report

4Q25 Preview

- 비수기 및 래깅효과로 전반적으로 부진한 실적

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193

yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194

hojang@imfnsec.com



CONTENTS

I . 4분기 주요 커버리지 Preview

II . [정유] 유가 약세에도 정제마진 상승으로 호실적 예상

III . [화학] 업황 개선 방향성은 변함없으나, 4분기 실적은 기대치 큰 폭 하회

4분기 주요 커버리지 Preview

유틸리티/화학/정유 커버리지 업체 25년 4분기 영업이익 Preview 요약

(십억원, %)	기업명	투자의견/ 목표주가	4Q25F	컨센서스	컨센서스 대비	3Q25	QoQ	4Q24	YoY	2024	2025F	2026F
정유	S-Oil	BUY/11만원	432	308	+40.2%	229	+88.6%	222	+94.6%	422	296	1,264
	SK이노베이션	HOLD/11.7만원	320	332	-3.6%	573	-44.3%	160	+100.0%	315	431	1,329
석유화학	롯데케미칼	BUY/11만원	-254	-180	적자확대	-133	적자확대	-234	적자확대	-894	-758	-244
	LG화학	BUY/50만원	-238	-14	적자확대	680	적자전환	-252	적자축소	917	1,366	1,859
	금호석유	BUY/17만원	47	57	-17.2%	84	-44.3%	10	+370.0%	273	317	385
	롯데정밀화학	BUY/6.2만원	26	27	-5.4%	28	-6.9%	12	+114.2%	50	81	128
	유니드	BUY/10만원	15	16	-4.0%	19	-17.9%	12	+28.3%	95	96	110
	HS효성첨단소재	BUY/24만원	33	39	-15.1%	19	+69.7%	46	-28.5%	220	160	219
	효성티앤씨	BUY/30만원	60	66	-9.1%	56	+6.4%	42	+41.9%	271	266	312
태양광	한화솔루션	HOLD/3.2만원	-140	-99	적자확대	-7	적자확대	103	적자전환	-302	-15	512
유틸리티	한국전력	BUY/6.4만원	3,319	3,263	+1.7%	5,652	-41.3%	2,419	+37.2%	8,365	14,861	17,437
	SK가스	BUY/34만원	95	123	-23.0%	173	-45.1%	123	-22.8%	287	502	474
	지역난방공사	BUY/15.6만원	115	117	-1.6%	89	+29.3%	114	+1.0%	328	519	382

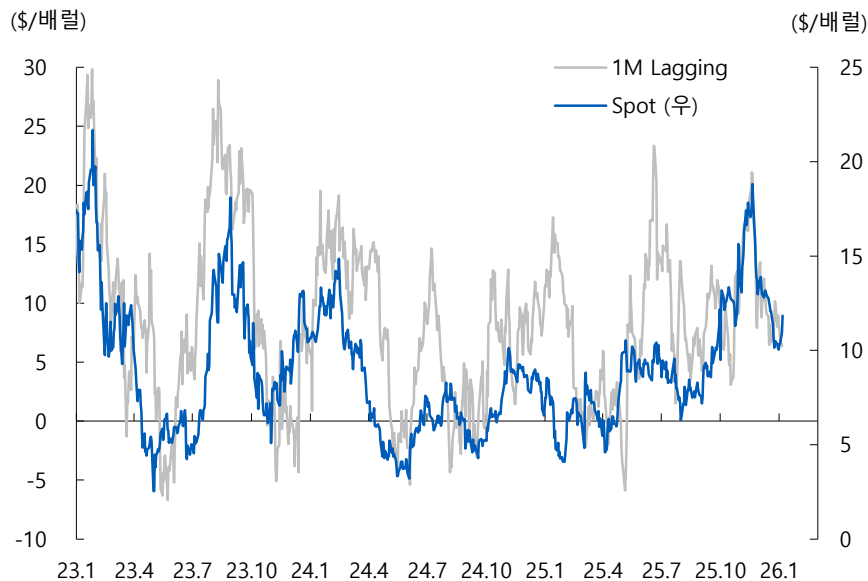
자료: iM증권 리서치본부

[정유] 유가 약세에도 정제마진 상승으로 호실적 예상

4분기 정제마진 강세로 정유부문 실적 컨센서스 상회 전망

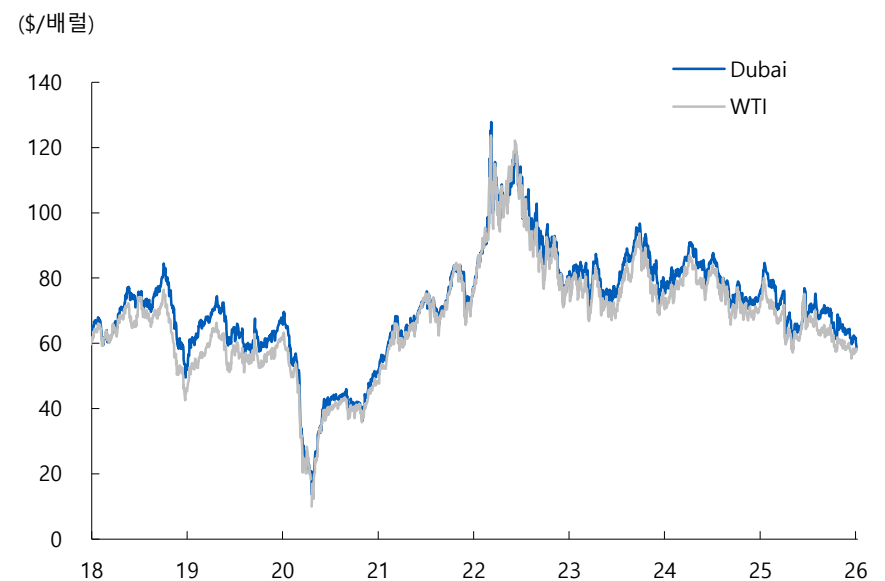
- 25년 4분기 등/경유 중심으로 정제마진 큰 폭 상승. 1월 말부터 시행되는 러시아 18차 제재 앞두고 유럽에서 디젤 재고축적 움직임이 늘어난 영향
- 국내 정유사들의 원가에 직접적으로 반영되는 OSP는 12월부터 급락하기 시작해 Lagging 감안하면 4분기에는 오히려 소폭 상승한 셈. 그러나 이를 감안하더라도 휘발유, 등/경유 가격이 워낙 큰 폭으로 올랐던 만큼 정제마진은 전 분기 대비 약 +4달러 상승한 것으로 추정
- 유가는 Dubai 기준 3분기 70달러에서 4분기 64달러로 -9% 가량 조정되었고, 10~12월 월간으로 하락세 계속 이어졌던 만큼 재고평가손실 반영 불가피. 다만, 각 업체들의 재고평가 인식 방법을 고려하면 4분기 재고손실이 -1천억원을 넘지는 않을 듯
- 정유사들 화학부문에서 비중 가장 높은 PX 마진도 소폭 상승한 만큼 석유화학 실적도 선방하며 전반적으로 시장 눈높이 상회할 전망

복합정제마진 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

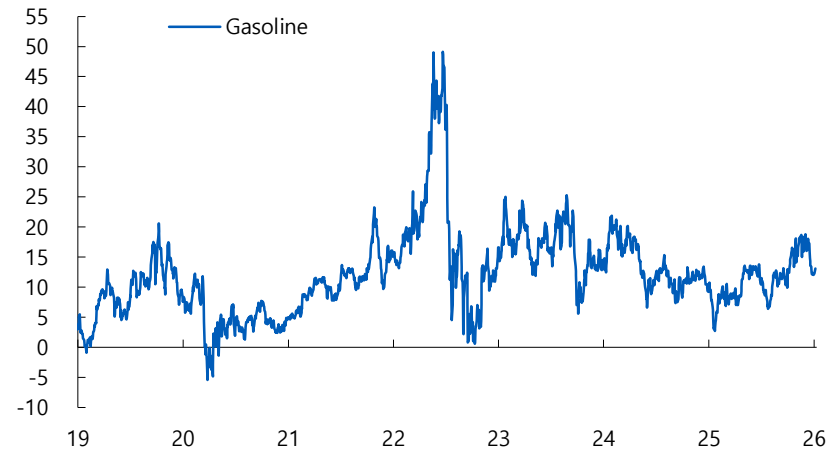
국제유가 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

휘발유 마진 추이

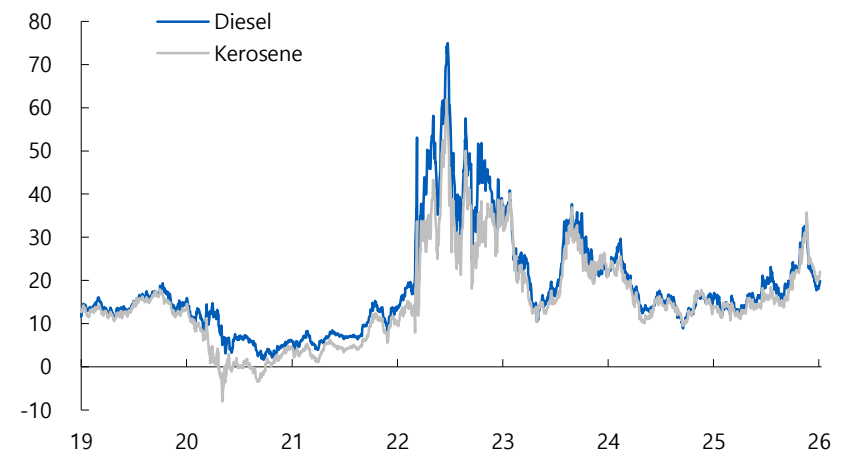
(\$/배럴)



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

등/경유 마진 추이

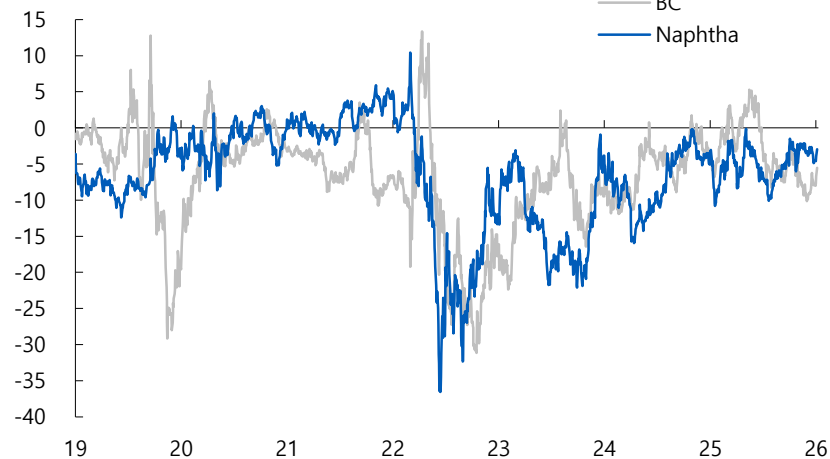
(\$/배럴)



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

납사/BC 마진 추이

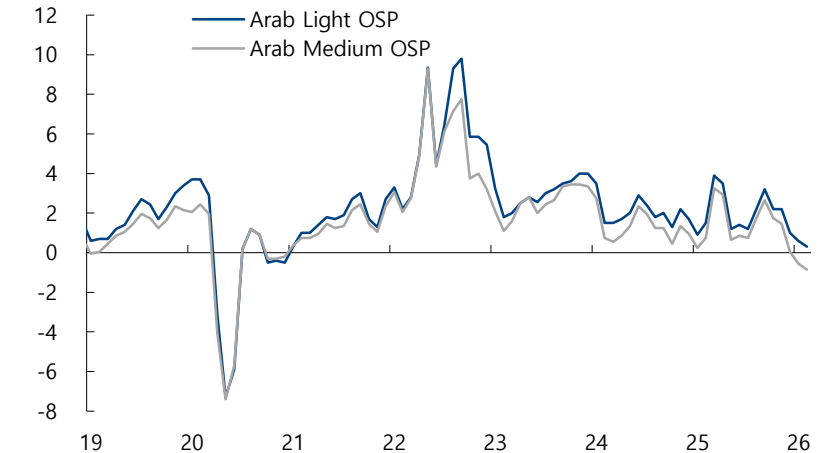
(\$/배럴)



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

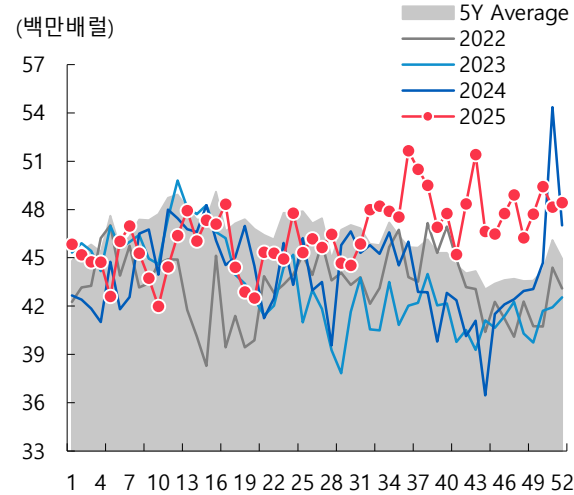
사우디 OSP 추이

(\$/배럴)



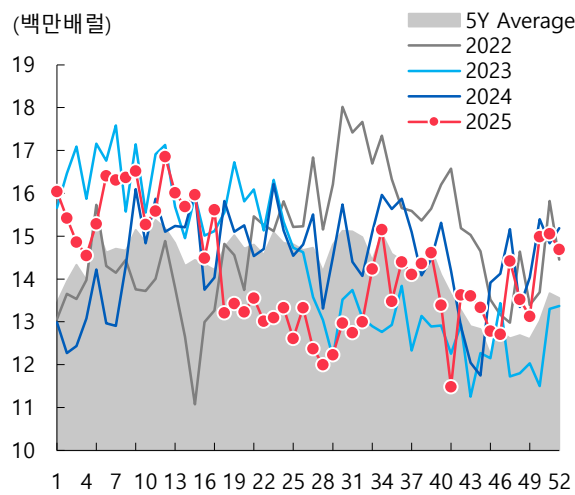
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

싱가포르 총 석유제품 재고 추이



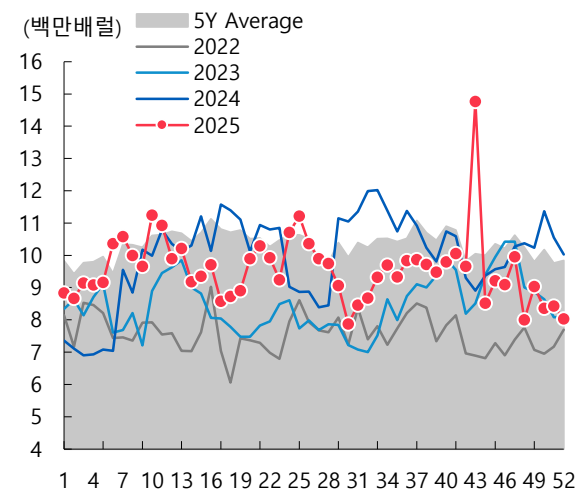
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

싱가포르 경질유분 재고 추이



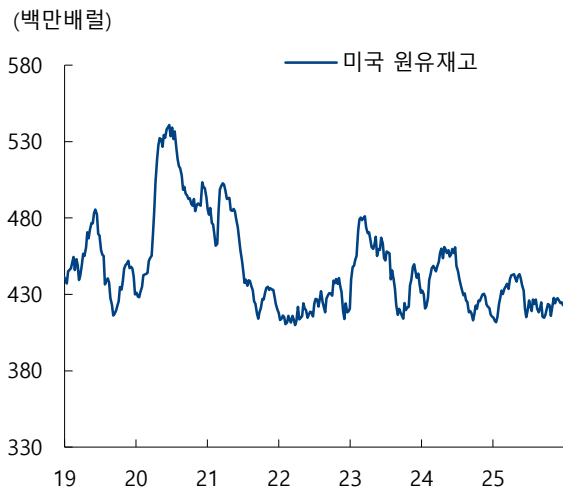
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

싱가포르 중간유분 재고 추이



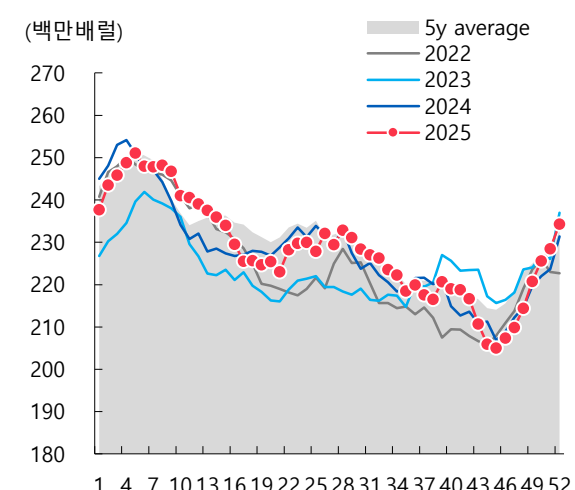
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 원유 재고 추이



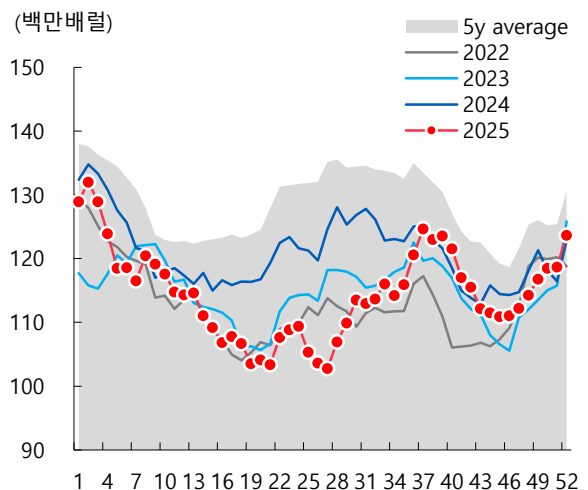
자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

미국 중간유분 재고 추이



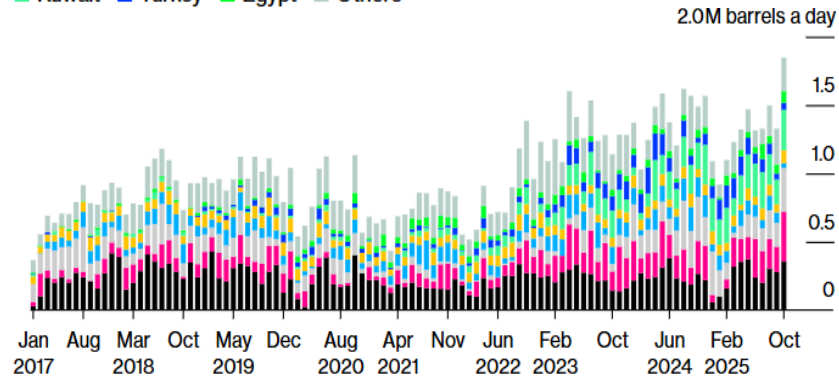
자료: EIA, iM증권 리서치본부

유럽 경유 수입량 및 국가별 추이

Import Surge

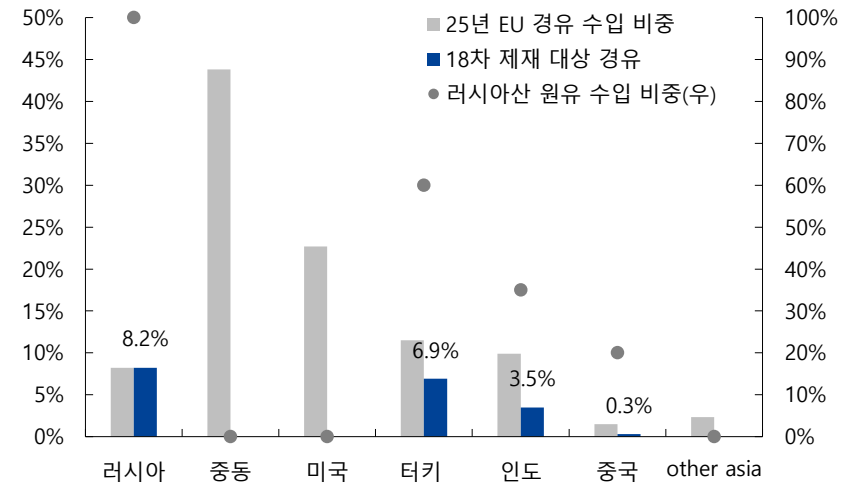
Diesel and jet fuel arrivals to the EU on course for record high

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



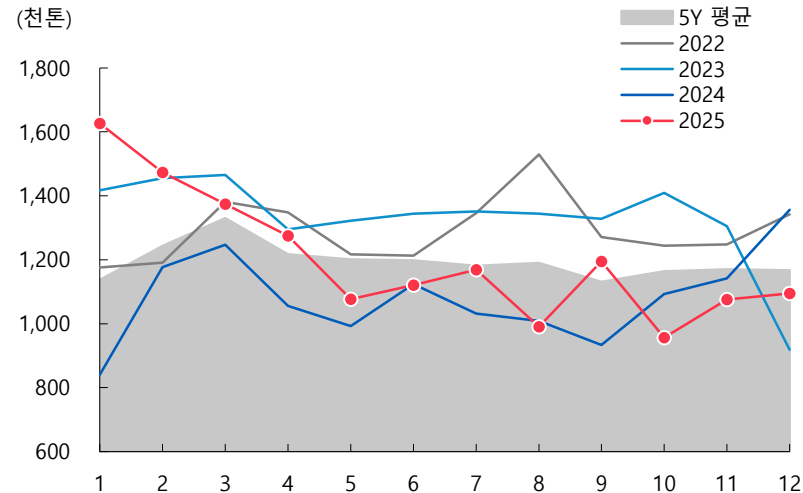
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

18차 러시아 제재로 EU 수입에 차질 예상되는 경유 비중



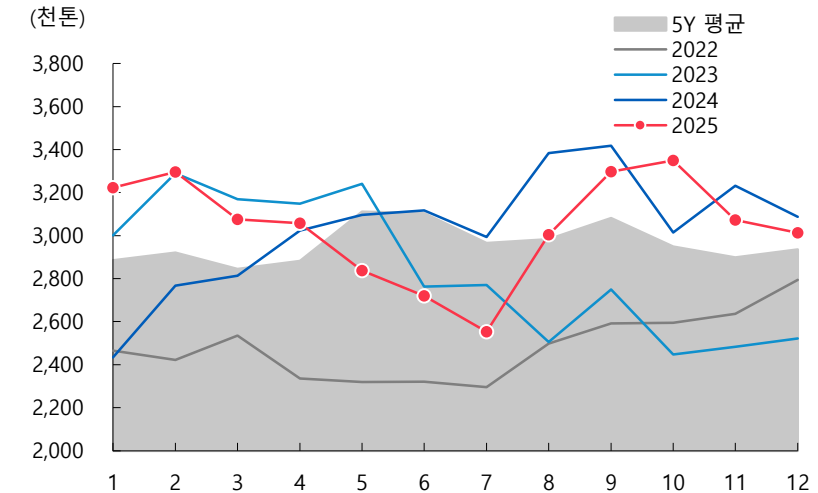
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

유럽 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

유럽 중간유분 재고 추이



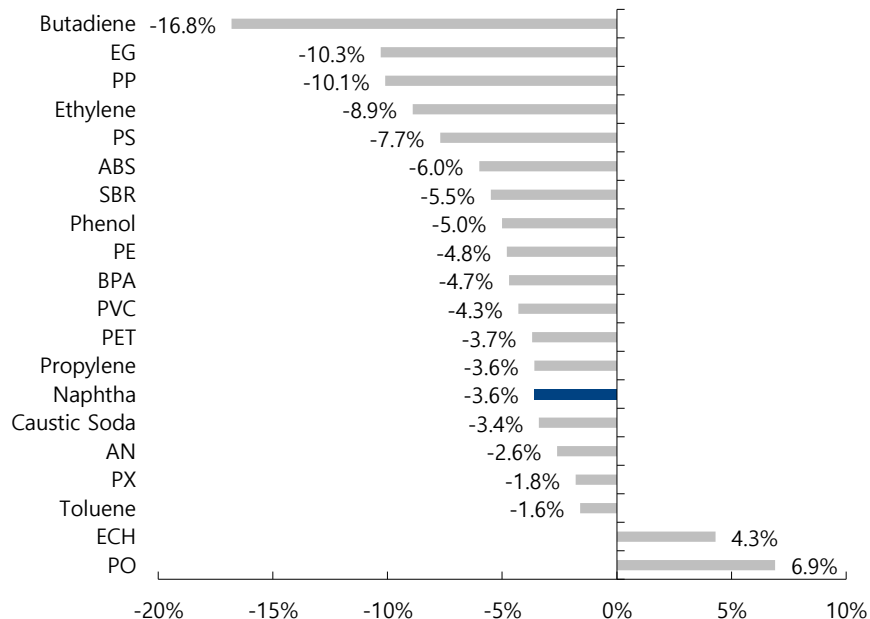
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

[화학] 업황 개선 방향성은 변함없으나, 4분기 실적은 기대치 큰 폭 하회

연말 비수기 및 공급과잉 지속으로 스프레드 축소, 일회성 비용도 실적에 부정적 영향

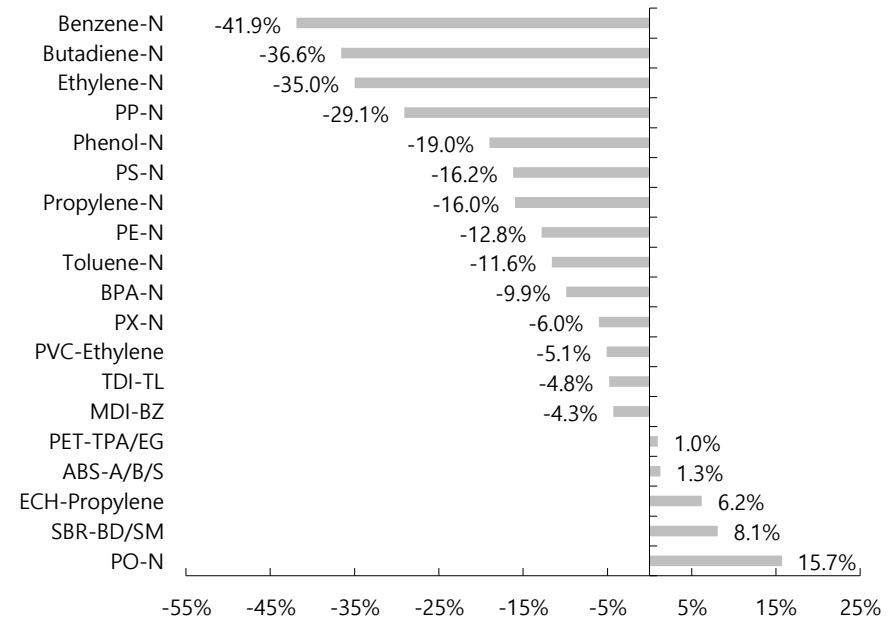
- 유가 약세에 동반해 4분기 평균 납사 가격도 하락하긴 했으나, 연말 비수기 효과와 역내 공급과잉 지속 등으로 주요 제품가격이 더 큰 폭 하락하였음. Lagging 반영까지 고려했을 때 PE -13%, PP -29%, PS -16%, PVC -5.1% 등 대부분 스프레드 축소. ABS +1.3%, ECH +6.2% 정도만 상승
- 통상 4분기에 진행되던 정기보수와 연말 성과급 등의 일회성 비용까지 반영되며 석유화학 업체들 실적은 대부분 컨센서스 대비 하회할 전망
- 단기적인 실적 분명 중요함. 그러나 지금은 실적보다는 글로벌 구조조정 진행에 따른 큰 사이클에서의 업황 회복이라는 방향성에 더욱 주목해야 할 시점. 연말 비수기와 이런저런 일회성 비용으로 기대치 못 미치는 4분기 실적은 아쉽지만, 유럽(600만톤)/한국(340만톤)/일본(140만톤) 외에 +@ 구조조정 26년 본격화되며 점진적인 수급밸런스 회복 기대. 유가는 OPEC+ 증산 재개와 러시아 해상원유 재고부담 등으로 추가 하방 압력 높아지고 있는 만큼 석유화학 제품 스프레드 개선에 긍정적으로 기여할 전망

25년 4분기 납사 및 주요 석유화학 제품 가격 QoQ 변동율



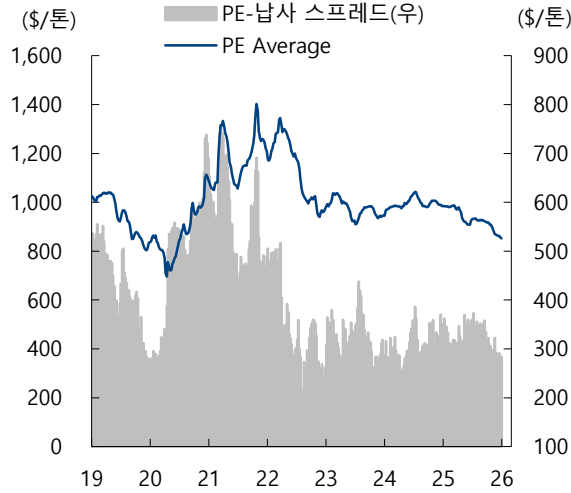
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

25년 4분기 주요 석유화학 제품 Lagging 기준 스프레드 QoQ 변동율



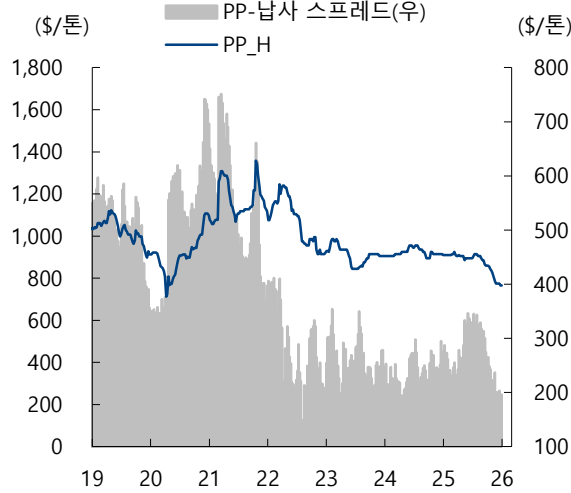
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

PE 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



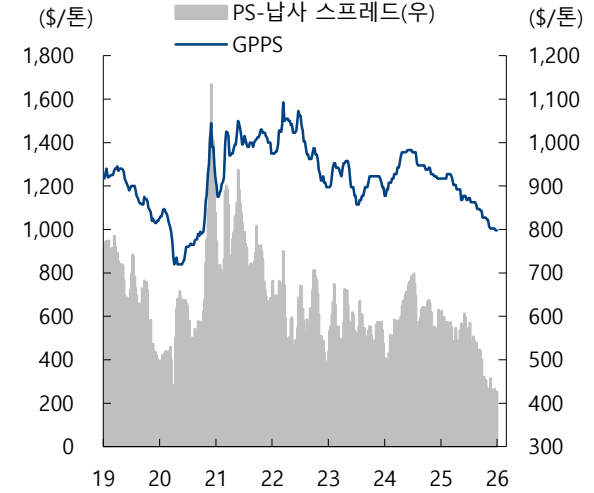
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

PP 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



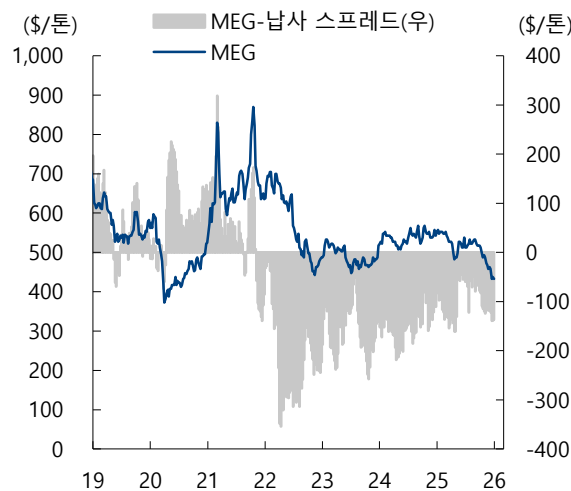
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

PS 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



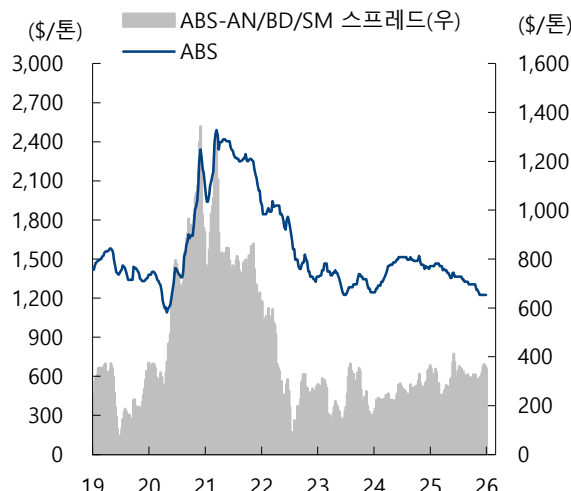
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

MEG 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



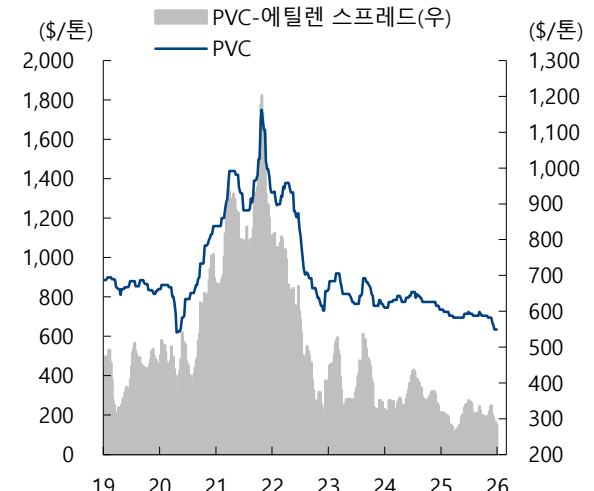
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

ABS 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

PVC 가격 및 1M 래깅 스프레드 추이



자료: Ciscem, 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 (국내 최초)	660	설비 폐쇄 유력. 국내 최초 가동된 NCC로 가장 노후화된 설비
	S-OIL	1980년 (CDU 상업가동과 함께 에틸렌 일부 생산 시작)		182	-
		2027년 초		1,800	*사힌프로젝트 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 <i>S-Oil</i> 사힌 프로젝트가 감축 대상에 포함될 것인지, 된다면 얼마나 기여할 것인지임				
여수 (1979년 운영 시작) 에틸렌 CAPA 6,420천톤	YNCC	1공장	1980년 4월	900	롯데케미칼과 JV 통한 구조조정 검토 중인 것으로 보도
		2공장	1992년 12월	920	-
		3공장	1989년 12월	470	현재 가동중단 상태
	LG화학	1공장	1990년	1,200	GS칼텍스와 JV 통한 구조조정 검토 중 (1공장 가동중단에 무게)
		2공장	2021년	800	
	롯데케미칼		1992년	1,230	YNCC와 JV 통한 구조조정 검토 중 (해당 설비는 계속가동 가정)
	GS칼텍스		2022년	900	LG화학과 JV 통한 구조조정 검토 중 (해당 설비는 계속가동 가정)
	**여수 산업단지 구조조정의 관전 포인트: 1)한화-DL 향후 <i>YNCC</i> 운영 방안(합작사 유지 or 결별), 2) <i>LG화학-GS칼텍스</i> NCC 통합 후 설비폐쇄 규모				
대산 (1991년 운영 시작) 에틸렌 CAPA 4,775천톤	한화토탈		1991년	1,525	LG화학과 JV 통한 구조조정 검토 중인 것으로 보도 (계획은 미제출)
	LG화학		1991년 (2003년 LG화학 인수)	1,300	-
	롯데케미칼		1992년	1,100	HD현대케미칼과 JV 통한 구조조정 예정 (롯데케미칼 가동중단에 무게)
	HD현대케미칼	2014년 HD현대-롯데케미칼 JV 설립, 2021년 상업가동	850	롯데케미칼과 JV 통한 구조조정 예정 (해당설비는 계속가동 가정)	
	**대산 산업단지 구조조정의 관전 포인트: 1)LG화학-한화토탈 JV 설립 등 구조조정 동참 여부				
25년 12월 구조조정 계획안 제출 기준 예상 구조조정 규모				3,430	연한 주황색 음영의 설비규모 합산 (Standard Scenario)
그 외 현재 추가로 검토 중인 계획안까지 감안했을 때 구조조정 규모				5,855	연한 주황색 + 진한 주황색 음영 설비규모 합산 (Bull Scenario)

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)
	Shell	Wesseling	Paraxylene (160), Orthoxylene (70)	폐쇄 완료(2023년)
영국	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)
프랑스	LyondellBasell	Berre	Ethylene (465), LDPE (320), Propylene (255), PP(350), Butadiene (80)	매각 계약 체결 완료
	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)
이탈리아	Eni	Priolo	Ethylene (490), Propylene (250)	가동 중단 완료(2025.07)
	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
네덜란드	Vynova	Beek	PVC (225)	가동 중단 예정(2025.11)
	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)
벨기에	TotalEnergies	Antwerp	Ethylene (550), Propylene (230)	가동 중단 예정(2027년 말)
	Celanese	Mechelen	Engineered materials compounding site	폐쇄 완료(2024.09)
스페인	SABIC	Cartagena	Polycarbonates (130)	가동 중단 완료(라인 1개)
	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)



[기업분석]

S-Oil (010950)	13
SK이노베이션 (096770)	17
SK가스 (018670)	22
LG화학 (051910)	26
롯데케미칼 (011170)	30
금호석유 (011780)	34
롯데정밀화학 (004000)	38
효성티앤씨 (298020)	42
HS효성첨단소재 (298050)	46
유니드 (014830)	50
한화솔루션 (009830)	54

S-Oil (010950)

25년 1~3분기 누적 적자를 한번에 만회시킬 4분기

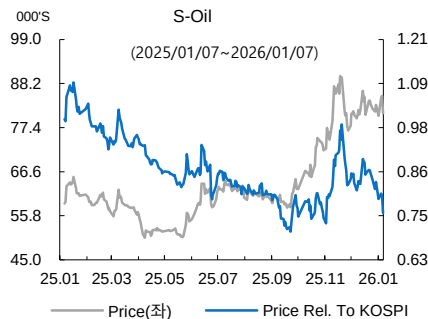
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(유지)
증가(2026.01.07)	80,900원
상승여력	36.0 %

Stock Indicator

자본금	292십억원
발행주식수	11,258만주
시가총액	9,108십억원
외국인지분율	77.0%
52주 주가	50,400~90,000원
60일평균거래량	361,179주
60일평균거래대금	28.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	29.9	30.1	37.6
상대수익률	-10.5	1.6	-18.7	-45.0



[투자포인트]

- 목표주가 11만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 4,323억원(+88.6%QoQ)으로 컨센서스 3,082억원 대비 상회 전망
- 정유 영업이익 3,014억원(+160.9%QoQ) 달할 것으로 예상. 러시아 18차 제재를 앞두고 유럽의 디젤 재고축적 수요 급증하며 등/경유 중심으로 정제마진 강세 보인 영향. 래깅 감안한 4분기 OSP 소폭 상승했음에도 등/경유 마진 상승이 이를 충분히 상쇄시키며 분기 평균 정제마진은 약 3.7달러 개선된 것으로 추정. 10~11월에 진행된 RFCC 정기보수와 약 800억원의 재고평가손실 없었다면 정유부문 영업이익은 4천억원 훌쩍 넘어섰을 것
- 화학 영업이익 -76억원(적자축소QoQ) 예상. BZ 스프레드 부진에도 동사 석유화학 부문에서 가장 높은 비중을 차지하는 PX 스프레드가 개선되었고, PO 마진도 큰 폭 상승해 전 분기 대비 적자 축소되었을 것으로 예상
- 윤활유 영업이익 1,385억원(+3.7%QoQ) 예상. 유가 약세로 기유/VGO 모두 하락했으나, VGO 가격이 더 큰 폭 하락함에 따라 스프레드는 오히려 소폭 개선된 것으로 추정. 또한 계절적 비수기에도 인도 수출량 증가로 매출과 영업이익, 이익률 모두 전 분기 대비 개선되는 모습 전망
- 26년 동사 영업이익은 1.26조원(+327%YoY) 달할 것으로 예상. OPEC+ 증산 재개와 미국의 베네수엘라 공습 등으로 유가 하방 더 열려 있는 만큼 재고손실 발생 배제할 수 없으나, 18차 제재로 디젤 수급 타이트 불가피하고 러시아 정제품 수출 연장, 노후 정제설비 폐쇄 등으로 정제마진 전반적으로 25년 대비 레벨업에 무게

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	36,637	33,921	31,119	34,248
영업이익(십억원)	422	296	1,264	1,460
순이익(십억원)	-193	-83	601	773
EPS(원)	-1,656	-710	5,153	6,630
BPS(원)	74,574	74,061	79,121	85,272
PER(배)			15.7	12.2
PBR(배)	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	-2.2	-1.0	6.7	8.1
배당수익률(%)		0.2	0.6	1.1
EV/EBITDA(배)	10.4	16.2	8.1	6.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

S-Oil 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	8,991	8,049	8,415	8,466	8,099	7,695	7,730	7,596	36,637	33,921	31,119
영업이익	-22	-344	229	432	351	329	265	319	461	296	1,264
영업이익률	-0.2%	-4.3%	2.7%	5.1%	4.3%	4.3%	3.4%	4.2%	1.3%	0.9%	4.1%
정유											
매출액	7,072	6,260	6,694	6,636	6,302	5,972	6,023	5,904	28,804	26,662	24,201
영업이익	-57	-441	116	301	219	172	135	178	-245	-81	705
영업이익률	-0.8%	-7.0%	1.7%	4.5%	3.5%	2.9%	2.2%	3.0%	-0.9%	-0.3%	2.9%
화학											
매출액	1,128	1,034	1,016	1,114	1,084	1,058	1,032	1,030	4,703	4,292	4,203
영업이익	-75	-35	-20	-8	12	26	15	17	135	-137	69
영업이익률	-6.6%	-3.3%	-2.0%	-0.7%	1.1%	2.4%	1.5%	1.6%	2.9%	-3.2%	1.7%
운할유											
매출액	791	755	705	717	712	665	675	662	3,130	2,967	2,715
영업이익	110	132	134	139	120	132	114	124	571	514	490
영업이익률	13.9%	17.5%	19.0%	19.3%	16.8%	19.8%	16.9%	18.7%	18.3%	17.3%	18.0%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,048	8,153	8,595	9,077
현금 및 현금성자산		1,946	1,529	2,503	2,383
단기금융자산		29	29	30	31
매출채권		3,511	2,406	2,210	2,429
재고자산		4,493	4,116	3,776	4,155
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	25,887	27,515	27,839
유동부채		11,657	12,452	12,990	13,097
매입채무		4,982	4,612	4,231	4,657
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	17,251	18,289	17,896
지배주주지분		8,696	8,636	9,226	9,943
자본금		292	292	292	292
자본잉여금		1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금		7,030	6,930	7,480	8,157
기타자본항목		42	83	123	163
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		8,696	8,636	9,226	9,943

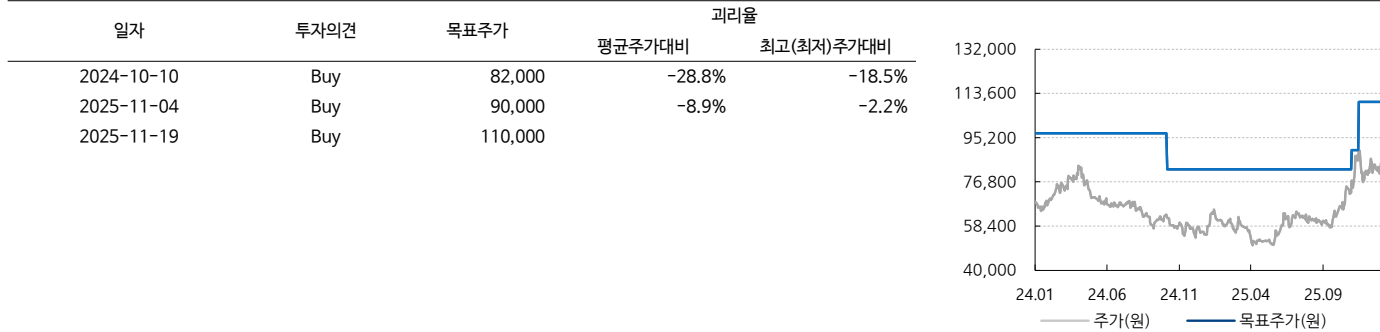
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,468	1,816	1,666	1,547
당기순이익		-193	-83	601	773
유형자산감가상각비		741	724	808	807
무형자산상각비		11	17	15	12
지분법관련손실(이익)		6	6	6	6
투자활동 현금흐름		-3,027	-3,981	-1,967	-619
유형자산의 처분(취득)		-3,038	-4,000	-2,000	-650
무형자산의 처분(취득)		-27	-3	-3	-5
금융상품의 증감		-2	-13	-	-
재무활동 현금흐름		1,539	1,403	901	-1,433
단기금융부채의증감		221	800	500	-800
장기금융부채의증감		1,589	700	500	-500
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-7	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감		-17	-417	973	-120
기초현금및현금성자산		1,963	1,946	1,529	2,503
기말현금및현금성자산		1,946	1,529	2,503	2,383

자료 : S-Oil, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		36,637	33,921	31,119	34,248
증가율(%)		2.5	-7.4	-8.3	10.1
매출원가		35,411	32,936	29,231	32,098
매출총이익		1,226	985	1,888	2,150
판매비와관리비		804	689	624	691
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		422	296	1,264	1,460
증가율(%)		-68.8	-29.9	327.0	15.5
영업이익률(%)		1.2	0.9	4.1	4.3
이자수익		53	42	69	65
이자비용		283	285	315	276
지분법이익(손실)		6	6	6	6
기타영업외손익		-317	-128	-137	-142
세전계속사업이익		-333	-111	806	1,038
법인세비용		-139	-28	206	265
세전계속이익률(%)		-0.9	-0.3	2.6	3.0
당기순이익		-193	-83	601	773
순이익률(%)		-0.5	-0.2	1.9	2.3
지배주주귀속 순이익		-193	-83	601	773
기타포괄이익		40	40	40	40
총포괄이익		-153	-42	641	813
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-1,656	-710	5,153	6,630
BPS		74,574	74,061	79,121	85,272
CFPS		4,793	5,650	12,204	13,655
DPS		-	150	450	850
Valuation(배)					
PER				15.7	12.2
PBR		0.7	1.1	1.0	0.9
PCR		11.4	14.3	6.6	5.9
EV/EBITDA		10.4	16.2	8.1	6.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.2	-1.0	6.7	8.1
EBITDA이익률		3.2	3.1	6.7	6.7
부채비율		181.2	199.8	198.2	180.0
순부채비율		67.1	89.7	84.3	66.3
매출채권회전율(x)		11.2	11.5	13.5	14.8
재고자산회전율(x)		8.0	7.9	7.9	8.6

S-Oil 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(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용 등급 공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

SK이노베이션 (096770)

결국엔 또 SK-On에 발목 잡히는 중

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	117,000원(하향)
증가(2026.01.07)	102,000원
상승여력	14.7 %

Stock Indicator

자본금	786십억원
발행주식수	16,905만주
시가총액	17,243십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	81,100~139,200원
60일평균거래량	377,417주
60일평균거래대금	45.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	-2.8	-9.7	-16.8
상대수익률	-22.0	-31.0	-58.5	-99.4



[투자포인트]

- 목표주가 14.8만원에서 11.7만원으로 변경, 투자의견 Hold 유지
- 4분기 영업이익 3,195억원(-44.3%QoQ)으로 컨센서스 3,320억원 하회할 전망. 정유/화학 개선에도 불구하고 On 적자 확대 영향. E&S 또한 SMP 하락과 도시가스 계절적 비수기로 영업이익 기여도 크지 않을 전망
- 정유 영업이익 3,938억원(+29.5%QoQ) 예상. 러시아 18차 제재 앞두고 유럽의 디젤 재고축적 수요 급증하며 등/경유 중심으로 정제마진 강세 보인 영향. 10월 이후 유가 하락으로 재고손실 불가피하나, 정제마진 상승이 이를 충분히 상쇄시키며 24년 1분기 이후 최대 규모의 이익 기록 전망. 화학 영업적자 -120억원(적자축소QoQ) 예상되는데, 사업부 내 비중 가장 높은 PX 스프레드 개선에 근거
- 배터리(On) 영업적자 -2,947억원(적자확대QoQ) 예상. 유럽 내 판매는 소폭 증가한 것으로 추정되나, 미국 EV 보조금 중단 이후 판매량 급감했고 AMPC도 1,256억원(-475억원QoQ)에 그쳤을 듯. 3분기부터 가동된 BOSK 켄터키 공장 관련 고정비 부담도 여전히 발생하고 있는데, 26년 3월 말에 매각 마무리 예정인 만큼 1분기까지는 관련 비용이 동사 실적에 계속 반영될 수밖에 없어 실적 눈높이 하향조정 필요
- 26년은 정유/화학/E&S 실적 개선으로 영업이익 1.33조원(+208%YoY) 전망. 그러나 동사 실적과 재무구조, 주가에서 가장 중요한 것은 SK-On 정상화. 중국 EUE 법인 청산과 BOSK 켄터키 매각을 시작으로 On 구조조정 시작했음은 고무적이나, 펀더멘털 측면에서 고무적 변화를 기대하기엔 여전히 역부족. 향후 유럽/중국 자산 매각 등 재무구조 개선을 위한 추가 움직임 출현, On의 부정적 기여도 조금이나마 완화될 때 투자의견 변경 검토 예정

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	74,717	80,735	74,885	77,021
영업이익(십억원)	315	431	1,329	2,944
순이익(십억원)	-2,260	-1,571	-287	1,073
EPS(원)	-21,236	-9,942	-1,688	6,298
BPS(원)	161,813	155,468	150,201	155,754
PER(배)				16.2
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-9.6	-6.1	-1.1	4.1
배당수익률(%)	3.6	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA(배)	16.6	10.6	8.9	6.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK이노베이션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	21,147	19,307	20,533	19,749	19,053	18,658	18,543	18,631	74,717	80,735	74,885
영업이익	-45	-418	574	320	395	260	321	352	315	431	1,329
영업이익률	-0.2%	-2.2%	2.8%	1.6%	2.1%	1.4%	1.7%	1.9%	0.4%	0.5%	1.8%
정유											
매출액	11,918	11,119	12,442	12,281	11,446	11,222	11,091	10,888	49,840	47,760	44,647
영업이익	36	-466	304	394	211	173	119	136	461	268	639
영업이익률	0.3%	-4.2%	2.4%	3.2%	1.8%	1.5%	1.1%	1.3%	0.9%	0.6%	1.4%
화학											
매출액	2,477	2,269	2,415	2,089	2,058	2,055	1,990	2,001	10,352	9,250	8,103
영업이익	-114	-119	-37	-12	-9	11	17	32	125	-282	51
영업이익률	-4.6%	-5.2%	-1.5%	-0.6%	-0.4%	0.5%	0.8%	1.6%	1.2%	-3.0%	0.6%
운할유											
매출액	972	894	981	891	956	1,002	946	927	4,235	3,738	3,830
영업이익	121	135	171	144	138	137	145	134	687	570	554
영업이익률	12.5%	15.1%	17.4%	16.1%	14.4%	13.7%	15.3%	14.4%	16.2%	15.3%	14.5%
배터리(AMPC 포함)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,501	1,531	1,762	1,790	2,024	6,267	7,022	7,106
영업이익	-299	-66	-125	-295	-231	-219	-130	-95	-1,127	-785	-675
영업이익률	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-19.6%	-15.1%	-12.4%	-7.3%	-4.7%	-18.0%	-11.2%	-9.5%
배터리(AMPC 제외)											
매출액	1,605	2,108	1,808	1,501	1,531	1,762	1,790	2,024	6,267	7,022	7,106
영업이익	-477	-340	-298	-420	-352	-352	-286	-304	-1,420	-1,535	-1,294
영업이익률	-29.7%	-16.1%	-16.5%	-28.0%	-23.0%	-20.0%	-16.0%	-15.0%	-22.7%	-21.9%	-18.2%
AMPC 관련 추정											
판매량(GW)	2.7	4.3	2.5	2.0	1.9	2.1	2.5	3.3	4.8	11.6	9.8
AMPC 반영 금액	178.0	273.4	173.1	125.6	121.3	133.4	156.2	208.3	292.5	750.1	619.2
SK E&S											
매출액	3,752	2,545	2,528	2,641	2,731	2,285	2,395	2,468	2,354	11,467	9,878
영업이익	193	115	255	123	295	162	176	153	123	686	785
영업이익률	5.1%	4.5%	10.1%	4.6%	10.8%	7.1%	7.3%	6.2%	5.2%	6.0%	7.9%
SK IET 및 기타											
매출액	422	372	360	345	332	333	331	323	1,670	1,499	1,320
영업이익	18	-16	5	-34	-9	-4	-5	-7	46	-27	-24
영업이익률	4.3%	-4.3%	1.4%	-9.8%	-2.6%	-1.1%	-1.4%	-2.1%	2.8%	-1.8%	-1.8%

SK이노베이션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.10.31)			변경 (2026.01.08)			참고 내용
	25~26년 EBITDA	Mutiple	EV	26년 EBITDA	Mutiple	EV	
사업가치 합계			44,187			40,038	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
정유	1,185	8.9	10,547	1,319	7.3	9,625	(a) 아시아 정유 업체 26년 EV/EBITDA 평균
화학	294	6.7	1,971	471	5.6	2,640	(b) 아시아 석유화학 업체 26년 EV/EBITDA 평균
유탄유	926	8.9	8,239	910	7.3	6,640	(c) 아시아 정유업체 26년 EV/EBITDA 평균
배터리(SK-On)	822	6.4	4,709	716	5.4	3,487	(d) 글로벌 배터리 26년 EV/EBITDA 대비 50% 할인 (지분율 90.2% 반영)
소재(SKIET)	243	7.3	1,088	277	6.9	766	(e) SKIET 시가총액 기준 지분가치 70% 할인 및 EV/EBITDA 적용 값 평균
E&P			7,178			7,178	(f) 23년 말 확인 매장량 3.3억 배럴, 배럴당 \$15 적용
SK E&S	1,216	8.6	10,456	1,244	7.8	9,703	(g) SK가스, 한국전력 26년 EV/EBITDA 평균
투자자산가치	11,078		7,755	9,986		6,990	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			26,737			27,106	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			99.7			86.6	(D): 2026년 1월 7일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			25,105			19,836	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수	169,052,788			169,052,788			
적정주가 (원)			148,504			117,337	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			148,000			117,000	기존 대비 -21% 하향 조정
현재주가 (원)			128,900			102,000	2026년 1월 7일 종가 기준
상승여력(%)			14.8%			14.7%	

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		36,318	38,497	36,262	36,835
현금 및 현금성자산		15,865	17,160	16,983	17,559
단기금융자산		266	271	269	271
매출채권		8,753	8,785	8,424	8,659
재고자산		10,336	11,168	9,735	10,013
비유동자산		74,212	73,639	72,698	71,938
유형자산		56,720	58,959	58,674	59,002
무형자산		2,938	2,501	2,137	1,834
자산총계		110,530	112,136	108,960	108,773
유동부채		37,726	36,974	36,549	36,304
매입채무		9,912	9,695	8,993	9,249
단기차입금		12,051	12,401	12,551	11,751
유동성장기부채		6,050	5,122	5,205	5,459
비유동부채		33,156	33,756	31,916	30,976
사채		11,634	12,734	12,234	11,734
장기차입금		15,398	14,898	14,098	13,298
부채총계		70,881	70,730	68,466	67,280
지배주주지분		24,641	26,476	25,579	26,525
자본금		786	876	876	876
자본잉여금		12,747	14,657	14,657	14,657
이익잉여금		8,231	6,320	5,693	6,426
기타자본항목		2,733	3,779	3,509	3,722
비지배주주지분		15,007	14,929	14,915	14,968
자본총계		39,649	41,406	40,494	41,493

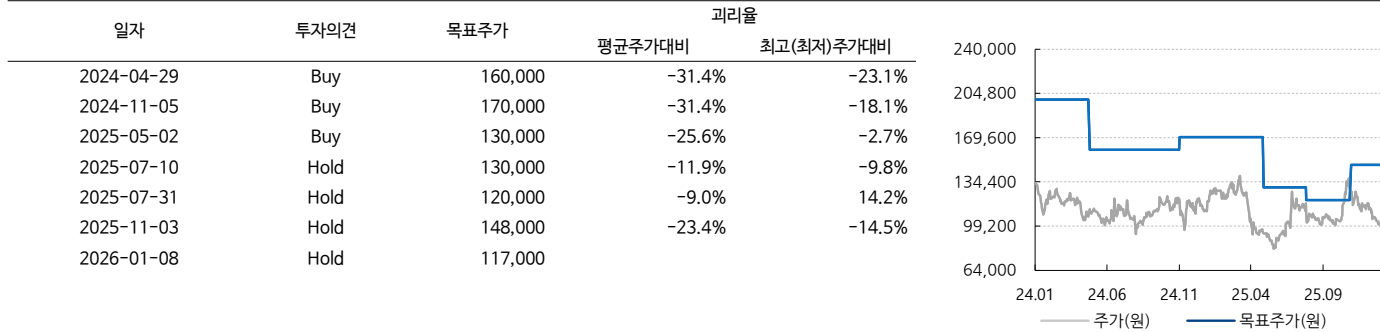
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		2,233	906	4,006	4,951
당기순이익		-2,372	-1,650	-302	1,126
유형자산감가상각비		2,125	3,361	3,235	2,952
무형자산상각비		330	436	364	303
지분법관련손실(이익)		-430	-60	53	-56
투자활동 현금흐름		-7,295	991	3,631	3,552
유형자산의 처분(취득)		-9,956	-5,600	-2,950	-3,280
무형자산의 처분(취득)		-175	-	-	-
금융상품의 증감		-3,746	97	79	336
재무활동 현금흐름		7,327	4,164	1,033	253
단기금융부채의증감		1,524	-578	233	-546
장기금융부채의증감		4,012	600	-1,300	-1,300
자본의증감		-	2,000	-	-
배당금지급		-85	-85	-85	-85
현금및현금성자산의증감		2,791	1,295	-178	577
기초현금및현금성자산		13,074	15,865	17,160	16,983
기말현금및현금성자산		15,865	17,160	16,983	17,559

자료 : SK이노베이션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		74,717	80,735	74,885	77,021
증가율(%)		-3.3	8.1	-7.2	2.9
매출원가		70,678	76,311	69,971	70,384
매출총이익		4,039	4,424	4,914	6,637
판매비와관리비		4,016	3,993	3,585	3,693
연구개발비		480	-	-	-
기타영업수익		292	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		315	431	1,329	2,944
증가율(%)		-83.4	36.6	208.5	121.5
영업이익률(%)		0.4	0.5	1.8	3.8
이자수익		420	454	449	464
이자비용		1,520	1,462	1,429	1,371
지분법이익(손실)		-430	-60	53	-56
기타영업외손익		-518	-604	-258	-196
세전계속사업이익		-2,380	-1,736	-389	1,453
법인세비용		-7	-87	-88	327
세전계속이익률(%)		-3.2	-2.2	-0.5	1.9
당기순이익		-2,372	-1,650	-302	1,126
순이익률(%)		-3.2	-2.0	-0.4	1.5
지배주주귀속 순이익		-2,260	-1,571	-287	1,073
기타포괄이익		3,388	624	624	624
총포괄이익		1,016	-1,026	322	1,750
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-21,236	-9,942	-1,688	6,298
BPS		161,813	155,468	150,201	155,754
CFPS		1,829	14,083	19,444	25,412
DPS		4,050	4,050	4,050	4,050
Valuation(배)					
PER					16.2
PBR		0.7	0.7	0.7	0.7
PCR		61.2	7.2	5.2	4.0
EV/EBITDA		16.6	10.6	8.9	6.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-9.6	-6.1	-1.1	4.1
EBITDA이익률		3.7	5.2	6.6	8.0
부채비율		178.8	170.8	169.1	162.1
순부채비율		73.1	67.0	66.3	58.8
매출채권회전율(x)		8.9	9.2	8.7	9.0
재고자산회전율(x)		7.0	7.5	7.2	7.8

SK이노베이션 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 기재된 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 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

SK가스 (018670)

LPG, SMP 약세로 4분기 실적 눈높이 하향 조정 필요

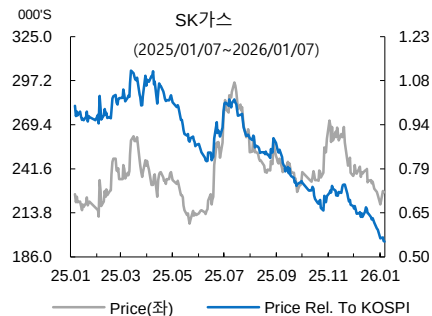
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000원(유지)
증가(2026.01.07)	227,000원
상승여력	49.8 %

Stock Indicator

자본금	46십억원
발행주식수	925만주
시가총액	2,099십억원
외국인지분율	7.2%
52주 주가	207,000~296,000원
60일평균거래량	13,210주
60일평균거래대금	3.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-5.2	-18.1	0.7
상대수익률	-15.8	-33.4	-66.8	-82.0



[투자포인트]

- 목표주가 34만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 949억원(-45.3%QoQ)으로 컨센서스 1,233억원 큰 폭 하회 전망
- LPG 트레이딩 영업이익 566억원(-37.9%QoQ) 전망. 국내 석유화학 및 수출 중심으로 트레이딩 물량 감소했고, 유가 하락에 동반해 사우디 CP 역시 전 분기 대비 약 -10% 하락한 영향
- 울산GPS 영업이익 383억원(-53.5%QoQ) 전망. 소규모 계획정비로 이용률 낮아지며 전력판매량 및 용량요금 모두 감소. 4분기 LNG 약세로 SMP 평균 96원까지 급락한 것도 전 분기 대비 이익 큰 폭 감소에 주요하게 작용
- 26년 영업이익은 4,743억원으로 전년대비 -5.5% 감소 전망. 이익 성장을 제한적으로 바라보는 가장 큰 이유는 유가/LNG 약세로 LPG CP 및 SMP 모두 하락 예상됨에 근거. 한편, 울산GPS는 SMP 하락에도 불구하고, 지난 2분기 꽤나 길었던 계획정비 영향이 소멸되면서 이용률 상향됨에 따라 25년 대비 이익 증가 기조는 이어질 전망
- 이익규모 측면에서는 아쉬우나, 이보다는 25~26년 기점으로 동사 LNG 사업이 본격적인 확장 구간 진입했다는 점에 더 주목할 필요. 25년 울산GPS 상업가동에 이어 26년 상반기 KET #3탱크 준공으로 이익 기여도 조금씩 높아지고, 27년에는 LNG 벙커링 선박 인도를 계기로 LNG 저장/벙커링 사업으로도 본격 진출하게 됨. 이 같은 인프라 확보는 LNG 부문에서도 트레이딩 이익 창출할 수 있는 기회가 될 수 있다는 점에서 더 큰 의의를 가짐

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,096	7,343	7,557	7,654
영업이익(십억원)	287	502	474	480
순이익(십억원)	179	338	366	361
EPS(원)	19,375	36,648	39,701	39,073
BPS(원)	295,658	328,162	362,747	396,704
PER(배)	10.7	6.2	5.7	5.8
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	6.7	11.7	11.5	10.3
배당수익률(%)	3.9	4.0	4.4	4.4
EV/EBITDA(배)	8.4	5.6	5.3	5.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

SK가스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	1,827	1,880	1,950	1,685	1,816	1,838	1,989	1,913	7,096	7,343	7,557
영업이익	113	121	174	95	125	112	131	106	287	502	474
영업이익률	6.2%	6.4%	8.9%	5.6%	6.9%	6.1%	6.6%	5.5%	4.0%	6.8%	6.3%
LPG 트레이딩											
매출액	1,597	1,784	1,695	1,503	1,617	1,675	1,790	1,725	6,911	6,578	6,807
영업이익	62	118	91	57	78	70	70	56	262	327	273
영업이익률	3.9%	6.6%	5.4%	3.8%	4.8%	4.2%	3.9%	3.3%	3.8%	5.0%	4.0%
울산GPS											
매출액	230	97	255	183	199	163	200	188	185	765	750
영업이익	51	3	82	38	47	42	62	50	22	175	201
영업이익률	22.3%	3.0%	32.3%	21.0%	23.8%	25.8%	30.9%	26.5%	11.7%	22.9%	26.8%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		2,609	2,226	2,353	2,108
현금 및 현금성자산		585	300	369	65
단기금융자산		267	265	262	259
매출채권		958	887	915	961
재고자산		496	468	498	509
비유동자산		4,931	5,192	5,063	5,427
유형자산		2,533	2,720	2,896	3,037
무형자산		125	115	106	98
자산총계		7,540	7,417	7,416	7,534
유동부채		2,021	1,681	1,462	1,369
매입채무		366	266	274	277
단기차입금		532	412	262	212
유동성장기부채		599	475	395	345
비유동부채		2,780	2,700	2,600	2,500
사채		908	908	908	908
장기차입금		709	629	529	429
부채총계		4,801	4,381	4,063	3,870
지배주주지분		2,729	3,029	3,348	3,662
자본금		46	46	46	46
자본잉여금		195	195	195	195
이익잉여금		2,466	2,724	3,001	3,271
기타자본항목		21	64	106	149
비지배주주지분		9	7	5	3
자본총계		2,738	3,036	3,353	3,665

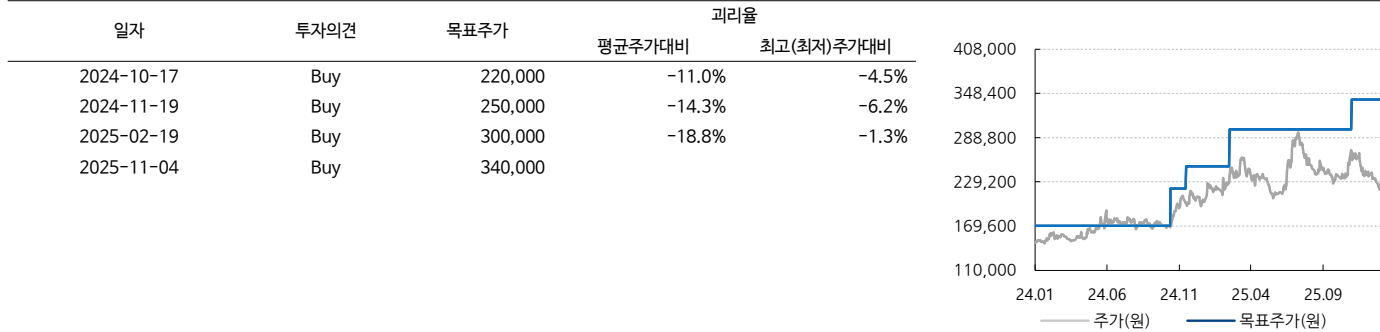
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		373	419	381	370
당기순이익		178	336	364	358
유형자산감가상각비		155	193	193	189
무형자산상각비		9	9	9	8
지분법관련손실(이익)		-84	-82	-46	-23
투자활동 현금흐름		-163	-262	-250	-206
유형자산의 처분(취득)		-349	-380	-370	-330
무형자산의 처분(취득)		-4	-	-	-
금융상품의 증감		-109	-93	-91	-87
재무활동 현금흐름		-147	-572	-587	-466
단기금융부채의증감		-374	-244	-230	-100
장기금융부채의증감		476	-80	-100	-100
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		91	-285	69	-304
기초현금및현금성자산		494	585	300	369
기말현금및현금성자산		585	300	369	65

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		7,096	7,343	7,557	7,654
증가율(%)		1.5	3.5	2.9	1.3
매출원가		6,488	6,503	6,748	6,836
매출총이익		608	840	809	818
판매비와관리비		321	338	335	338
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		287	502	474	480
증가율(%)		-5.4	74.8	-5.5	1.3
영업이익률(%)		4.0	6.8	6.3	6.3
이자수익		31	10	11	6
이자비용		77	78	71	66
지분법이익(손실)		-84	-82	-46	-23
기타영업외손익		24	11	13	16
세전계속사업이익		240	453	490	483
법인세비용		62	116	126	124
세전계속이익률(%)		3.4	6.2	6.5	6.3
당기순이익		178	336	364	358
순이익률(%)		2.5	4.6	4.8	4.7
지배주주귀속 순이익		179	338	366	361
기타포괄이익		43	43	43	43
총포괄이익		220	379	407	401
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		19,375	36,648	39,701	39,073
BPS		295,658	328,162	362,747	396,704
CFPS		37,087	58,557	61,605	60,429
DPS		8,000	9,000	10,000	10,000
Valuation(배)					
PER		10.7	6.2	5.7	5.8
PBR		0.7	0.7	0.6	0.6
PCR		5.6	3.9	3.7	3.8
EV/EBITDA		8.4	5.6	5.3	5.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		6.7	11.7	11.5	10.3
EBITDA이익률		6.4	9.6	9.0	8.9
부채비율		175.3	144.3	121.1	105.6
순부채비율		69.3	61.3	43.7	42.8
매출채권회전율(x)		8.3	8.0	8.4	8.2
재고자산회전율(x)		15.0	15.2	15.7	15.2

SK가스 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 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

LG화학 (051910)

전 사업부에서 일단 모든 우려를 털고 가는 4분기

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	500,000원(유지)
증가(2026.01.07)	319,500원
상승여력	56.5 %

Stock Indicator

자본금	391십억원
발행주식수	7,059만주
시가총액	22,554십억원
외국인지분율	34.7%
52주 주가	182,400~419,500원
60일평균거래량	359,463주
60일평균거래대금	133.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.3	15.1	23.6	25.0
상대수익률	-27.3	-13.1	-25.2	-57.6



[투자포인트]

- 목표주가 50만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 -2,375억원(적자전환QoQ)으로 컨센서스 -135억원 하회할 전망. 환율상승은 긍정적이었으나 석유화학 스프레드 축소와 대산 정기보수에 따른 일회성 비용 발생으로 적자전환 불가피하고, 첨단소재와 LGES 모두 전 분기 대비 적자전환 예상되는 등 전 사업부에 걸쳐 현재 투자자들이 생각하는 대부분의 우려가 반영될 듯
- 석유화학 -962억원(적자전환 QoQ) 전망. 납사 하락하긴 했으나, 연말 비수기 및 재고조정에 따른 수요 둔화로 제품가격이 더 큰 폭 하락하며 스프레드 축소되었고 대산 정기보수로 일회성 비용도 반영된 영향
- 첨단소재 -66억원(적자전환 QoQ) 전망. 양극재 판매량 및 판가하락 지속되며 적자 폭 확대됨에 따라 IT소재 등 기타부문의 견조한 수익성 창출에도 불구하고 첨단소재 사업부 기준 19년 이후 처음 적자 기록할 것으로 예상. 26년 하반기부터 신규 외부고객 물량 출하로 외형 및 수익성 측면에서 상저하의 흐름 나타나겠지만, 국내에서 구미공장 증설효과 반영되며 고정비 부담도 늘 수밖에 없어 연간 기준 영업이익 개선 규모는 그리 크지 않을 듯
- LGES -1,516억원(적자전환 QoQ) 전망. 연말 고객사 재고조정에 미국 EV 판매 부진에 따른 AMPC 감소 영향. 실적 부진보다도 최근 OEM 업체와 잇따른 계약해지가 더 우려되는데, 특히 얼티움셀 #1, 2 가동 중단으로 핵심 고객사 GM 이탈하면 LGES 뿐만 아니라 첨단소재도 타격 불가피한 만큼 26년 중 결정된 향후 방향성에 주목
- 26년 석유화학 BEP 근접과 첨단소재/LGES 기저효과로 연결 영업이익 1.86조원(+36%YoY) 전망. 다만, GM 등 OEM 업체들의 향후 EV 전략 변동 등의 요인에 따라 현재 대비 추정치 조정 가능성 매우 높음

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	48,916	46,339	50,174	60,005
영업이익(십억원)	917	1,366	1,856	3,509
순이익(십억원)	-691	-368	256	1,167
EPS(원)	-8,825	-4,700	3,267	14,912
BPS(원)	425,188	423,749	428,408	443,712
PER(배)			97.8	21.4
PBR(배)	0.6	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	-2.1	-1.1	0.8	3.4
배당수익률(%)	0.4	0.5	1.1	1.4
EV/EBITDA(배)	6.7	6.9	6.3	5.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

LG화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	12,171	11,418	11,196	11,554	11,568	12,256	12,799	13,551	48,916	46,339	50,174
영업이익	447	477	680	-238	166	353	598	743	917	1,366	1,859
영업이익률	3.7%	4.2%	6.1%	-2.1%	1.4%	2.9%	4.7%	5.5%	1.9%	2.9%	3.7%
석유화학											
매출액	4,781	4,696	4,461	4,241	4,295	4,413	4,357	4,362	19,160	18,179	17,427
영업이익	-56	-90	29	-96	-28	-9	3	16	-105	-213	-18
영업이익률	-1.2%	-1.9%	0.7%	-2.3%	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.4%	-0.5%	-1.2%	-0.1%
첨단소재											
매출액	1,440	1,060	838	739	836	885	898	950	6,081	4,077	3,569
영업이익	118	71	7	-7	18	33	79	75	448	189	205
영업이익률	8.2%	6.7%	0.8%	-0.9%	2.1%	3.7%	8.9%	7.9%	7.4%	4.6%	5.7%
LGES											
매출액	6,265	5,565	5,700	6,062	5,857	6,334	7,054	7,684	25,620	23,592	26,929
영업이익	375	492	601	-152	176	348	529	653	574	1,316	1,706
영업이익률	6.0%	8.8%	10.5%	-2.5%	3.0%	5.5%	7.5%	8.5%	2.2%	5.6%	6.3%
생명과학											
매출액	286	337	375	340	330	383	391	381	1,334	1,338	1,485
영업이익	-13	25	101	13	12	14	25	11	110	126	62
영업이익률	-4.5%	7.4%	26.9%	3.8%	3.7%	3.6%	6.4%	2.9%	8.2%	9.4%	4.2%
팜한농											
매출액	246	242	102	171	250	242	99	173	762	761	764
영업이익	31	13	-20	2	14	6	-8	2	44	26	13
영업이익률	12.6%	5.4%	-19.6%	1.4%	5.6%	2.5%	-8.5%	1.0%	5.8%	3.5%	1.8%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		27,816	24,170	25,249	26,276
현금 및 현금성자산		7,855	6,073	5,838	3,081
단기금융자산		213	216	218	220
매출채권		9,625	8,503	9,161	11,125
재고자산		8,847	8,122	8,794	10,630
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	97,140	98,168	101,055
유동부채		21,086	21,081	21,137	22,367
매입채무		3,682	3,244	3,763	4,862
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	49,345	49,947	51,357
지배주주지분		33,284	33,172	33,536	34,734
자본금		391	391	391	391
자본잉여금		11,569	11,569	11,569	11,569
이익잉여금		18,592	18,096	18,078	18,892
기타자본항목		2,732	3,115	3,498	3,882
비지배주주지분		14,711	14,623	14,684	14,964
자본총계		47,995	47,795	48,221	49,698

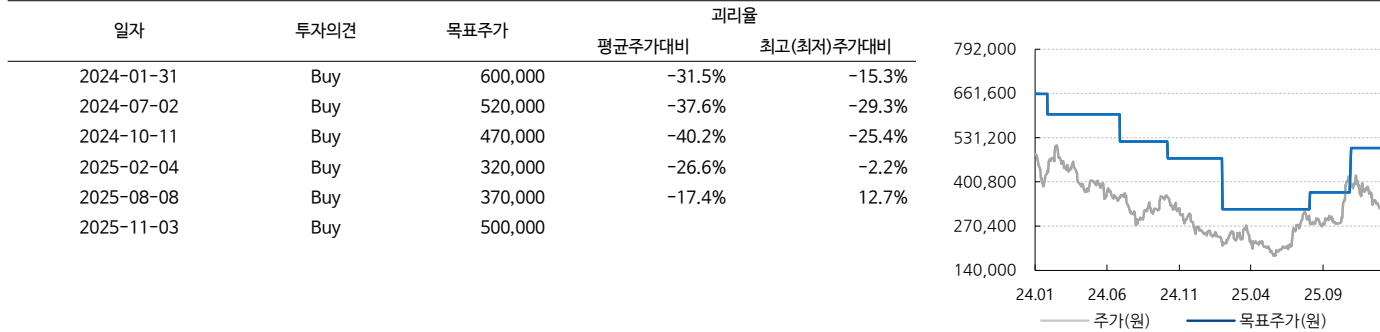
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		7,012	8,439	7,493	5,515
당기순이익		515	-456	317	1,447
유형자산감가상각비		4,200	5,013	5,179	4,727
무형자산상각비		482	516	477	408
지분법관련손실(이익)		-25	-35	-31	-30
투자활동 현금흐름		-13,663	-10,740	-4,603	-5,633
유형자산의 처분(취득)		-14,493	-12,600	-7,100	-6,900
무형자산의 처분(취득)		-153	-300	-100	-500
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	-1,782	-235	-2,756
기초현금및현금성자산		9,085	7,855	6,073	5,838
기말현금및현금성자산		7,855	6,073	5,838	3,081

자료 : LG화학, IM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		48,916	46,339	50,174	60,005
증가율(%)		-11.5	-5.3	8.3	19.6
매출원가		41,380	37,654	40,202	46,917
매출총이익		7,536	8,684	9,971	13,088
판매비와관리비		8,100	7,318	8,115	9,579
연구개발비		577	-	-	-
기타영업수익		1,480	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		917	1,366	1,856	3,509
증가율(%)		-63.8	49.0	35.9	89.1
영업이익률(%)		1.9	2.9	3.7	5.8
이자수익		353	275	265	144
이자비용		954	1,101	1,103	1,139
지분법이익(손실)		-25	-35	-31	-30
기타영업외손익		-564	-221	-73	-115
세전계속사업이익		-268	-593	412	1,882
법인세비용		61	-137	95	435
세전계속이익률(%)		-0.5	-1.3	0.8	3.1
당기순이익		515	-456	317	1,447
순이익률(%)		1.1	-1.0	0.6	2.4
지배주주귀속 순이익		-691	-368	256	1,167
기타포괄이익		3,434	383	383	383
총포괄이익		3,949	-73	700	1,830
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,825	-4,700	3,267	14,912
BPS		425,188	423,749	428,408	443,712
CFPS		50,989	65,934	75,520	80,503
DPS		1,000	1,700	3,500	4,500
Valuation(배)					
PER				97.8	21.4
PBR		0.6	0.8	0.7	0.7
PCR		4.9	4.8	4.2	4.0
EV/EBITDA		6.7	6.9	6.3	5.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.1	-1.1	0.8	3.4
EBITDA이익률		11.4	14.9	15.0	14.4
부채비율		95.6	103.2	103.6	103.3
순부채비율		38.6	51.7	51.8	57.9
매출채권회전율(x)		5.3	5.1	5.7	5.9
재고자산회전율(x)		5.4	5.5	5.9	6.2

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 기재된 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 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

롯데케미칼 (011170)

생각보다 적자 타격 더 큰 LCI

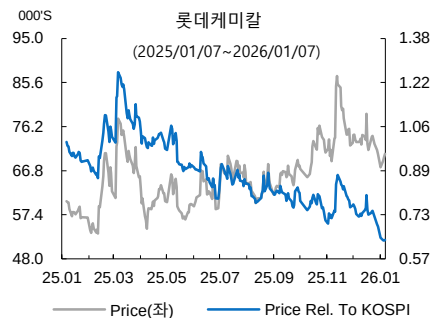
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(유지)
증가(2026.01.07)	70,400원
상승여력	56.3 %

Stock Indicator

자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	3,011십억원
외국인지분율	21.3%
52주 주가	53,400~87,000원
60일평균거래량	174,484주
60일평균거래대금	13.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	4.8	6.3	16.7
상대수익률	-14.4	-23.5	-42.4	-65.9



[투자포인트]

- 목표주가 11만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 -2,543억원(적자확대 QoQ)으로 컨센서스 -1,795억원 하회할 전망. 연말 비수기 및 공급부담 지속으로 주요 제품 스프레드 축소됐고, LCI 상업가동 본격화에 따른 대규모 적자 타격 컸던 영향
- 기초유분 영업손익 -986억원(적자확대 QoQ) 전망. 유가 약세 동반해 납사도 하락하긴 했으나, 연말 비수기 및 공급과잉 지속으로 주요 제품 가격 하락 폭이 더 컸음. 이에 따라 Lagging 기준 스프레드 PE -13%, PP -29% 하락했고 MEG 적자도 확대된 만큼 실적 부진 불가피
- 타이탄 영업손익 -1,242억원(적자확대 QoQ) 전망. 본사 기초유분과 동일하게 주요 제품 스프레드 축소된 한편, 인도네시아 LCI 신규 크래커 상업가동 본격화로 인한 대규모 손실 반영된 영향. 특히 동사 모든 크래커 중 수익성 가장 낮은 말레이시아 설비도 LCI 상업가동 이후 여전히 일부는 가동 중에 있어 적자 축소에 기여하진 못했던 듯
- 첨단소재 534억원(-7.2%QoQ) 전망. 연말 비수기 효과로 소폭 감익 예상되나, 사업부 중 유일하게 흑자 유지. 한편, HH 상승으로 4분기 에탄 가격 평균 +18%QoQ 급등했던 만큼 LCUSA 역시 -115억원으로 적자확대 예상
- 생각보다도 수익성 더 부진한 LCI 포함 사업부 전반의 실적 추정치 하향해 당초 BEP 레벨로 기대했던 26년 연간 영업손익 -2.4천억원으로 적자축소에 그칠 듯. 예상보다 저조한 실적은 아쉽지만, 26년 국내를 비롯한 글로벌 구조조정 기조는 변함없고, 특히 최근 동사의 범용축소 및 고부가 포트폴리오 개편 움직임도 고무적으로 판단

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	20,430	18,550	19,294	21,295
영업이익(십억원)	-894	-758	-244	185
순이익(십억원)	-1,711	-771	-418	-80
EPS(원)	-39,988	-18,027	-9,783	-1,868
BPS(원)	335,527	321,974	313,925	313,299
PER(배)				
PBR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-11.4	-5.5	-3.1	-0.6
배당수익률(%)	3.3	2.1	2.8	3.6
EV/EBITDA(배)	24.0	14.8	9.4	7.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	4,902	4,197	4,786	4,665	4,876	4,808	4,788	4,823	20,430	18,550	19,294
영업이익	-127	-245	-133	-254	-154	-93	-7	10	-894	-758	-244
영업이익률	-2.6%	-5.8%	-2.8%	-5.5%	-3.2%	-1.9%	-0.1%	0.2%	-4.4%	-4.1%	-1.3%
기초유분											
매출액	2,715	2,107	2,423	2,116	2,035	2,013	1,980	1,993	11,286	9,361	8,021
영업이익	-62	-126	-65	-99	-55	-32	23	28	-442	-351	-36
영업이익률	-2.3%	-6.0%	-2.7%	-4.7%	-2.7%	-1.6%	1.2%	1.4%	-3.9%	-3.8%	-0.4%
LC Titan											
매출액	487	466	806	821	915	900	857	874	2,216	2,581	3,546
영업이익	-41	-52	-51	-124	-80	-53	-25	-13	-262	-268	-171
영업이익률	-8.4%	-11.2%	-6.3%	-15.1%	-8.8%	-5.8%	-3.0%	-1.5%	-11.8%	-10.4%	-4.8%
롯데첨단소재											
매출액	1,108	1,046	1,022	974	1,078	1,095	1,107	1,123	4,382	4,150	4,403
영업이익	73	56	58	53	58	59	57	58	188	240	231
영업이익률	6.6%	5.4%	5.6%	5.5%	5.3%	5.4%	5.2%	5.1%	4.3%	5.8%	5.3%
LCUSA											
매출액	155	114	154	144	146	103	144	143	590	567	537
영업이익	-5	-38	-7	-11	-3	-2	-3	-3	-107	-62	-12
영업이익률	-3.1%	-33.7%	-4.5%	-8.0%	-2.1%	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-18.1%	-10.9%	-2.2%
롯데정밀화학											
매출액	446	425	443	441	455	451	454	444	1,671	1,755	1,803
영업이익	19	9	28	26	28	30	35	35	50	81	128
영업이익률	4.2%	2.0%	6.2%	5.8%	6.2%	6.6%	7.7%	8.0%	3.0%	4.6%	7.1%
롯데에너지머티리얼즈											
매출액	158	205	144	169	246	246	246	246	902	675	985
영업이익	-46	-31	-34	-34	-37	-37	-34	-38	-65	-145	-147
영업이익률	-29.1%	-15.2%	-23.9%	-20.0%	-15.0%	-15.0%	-14.0%	-15.6%	-7.1%	-21.5%	-14.9%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		8,983	8,779	8,783	9,993
현금 및 현금성자산		2,112	2,434	2,226	2,922
단기금융자산		1,402	1,430	1,459	1,488
매출채권		2,247	2,077	2,159	2,377
재고자산		2,818	2,429	2,526	2,789
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	33,654	33,406	34,735
유동부채		8,502	8,086	8,210	8,571
매입채무		1,276	1,230	1,280	1,412
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	14,298	14,422	15,783
지배주주지분		14,352	13,773	13,428	13,402
자본금		214	214	214	214
자본잉여금		1,730	1,730	1,730	1,730
이익잉여금		11,062	10,228	9,725	9,540
기타자본항목		1,346	1,600	1,759	1,917
비지배주주지분		5,636	5,584	5,556	5,550
자본총계		19,988	19,356	18,984	18,952

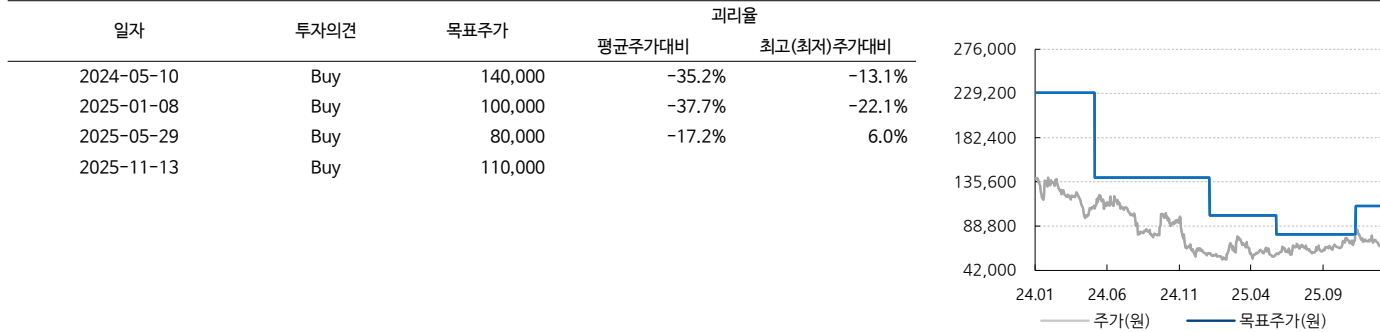
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,542	1,497	1,051	1,084
당기순이익		-1,826	-823	-447	-85
유형자산감가상각비		1,079	1,185	1,092	983
무형자산상각비		211	204	179	158
지분법관련손실(이익)		-121	-84	-62	-89
투자활동 현금흐름		-1,948	-1,158	-984	-1,007
유형자산의 처분(취득)		-2,224	-1,570	-1,120	-1,170
무형자산의 처분(취득)		-17	-	-	-
금융상품의 증감		-130	143	-133	-105
재무활동 현금흐름		-188	-377	-20	1,091
단기금융부채의증감		-52	-404	82	215
장기금융부채의증감		129	150	-	1,000
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-590	323	-208	696
기초현금및현금성자산		2,702	2,112	2,434	2,226
기말현금및현금성자산		2,112	2,434	2,226	2,922

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		20,430	18,550	19,294	21,295
증가율(%)		2.4	-9.2	4.0	10.4
매출원가		20,101	18,132	18,254	19,693
매출총이익		330	417	1,040	1,603
판매비와관리비		1,224	1,176	1,283	1,418
연구개발비		148	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-894	-758	-244	185
증가율(%)		적지	적지	적지	흑전
영업이익률(%)		-4.4	-4.1	-1.3	0.9
이자수익		180	174	147	132
이자비용		421	434	403	381
지분법이익(손실)		-121	-84	-62	-89
기타영업외손익		-886	135	85	111
세전계속사업이익		-2,258	-1,089	-571	-109
법인세비용		-433	-266	-124	-24
세전계속이익률(%)		-11.1	-5.9	-3.0	-0.5
당기순이익		-1,826	-823	-447	-85
순이익률(%)		-8.9	-4.4	-2.3	-0.4
지배주주귀속 순이익		-1,711	-771	-418	-80
기타포괄이익		1,309	255	159	159
총포괄이익		-517	-568	-288	73
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-39,988	-18,027	-9,783	-1,868
BPS		335,527	321,974	313,925	313,299
CFPS		-9,815	14,447	19,943	24,804
DPS		2,000	1,500	2,000	2,500
Valuation(배)					
PER					
PBR		0.2	0.2	0.2	0.2
PCR		-6.1	4.9	3.5	2.8
EV/EBITDA		24.0	14.8	9.4	7.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-11.4	-5.5	-3.1	-0.6
EBITDA이익률		1.9	3.4	5.3	6.2
부채비율		72.9	73.9	76.0	83.3
순부채비율		34.8	32.8	34.8	37.5
매출채권회전율(x)		8.8	8.6	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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

금호석유 (011780)

래깅효과와 일회성 비용으로 기대치 하회 예상

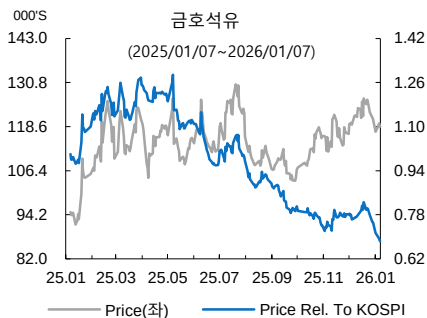
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
증가(2026.01.07)	118,600원
상승여력	43.3 %

Stock Indicator

자본금	167십억원
발행주식수	2,603만주
시가총액	3,087십억원
외국인지분율	21.0%
52주 주가	91,500~130,300원
60일평균거래량	79,932주
60일평균거래대금	9.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	10.5	3.1	25.0
상대수익률	-11.4	-17.7	-45.6	-57.6



[투자포인트]

- 목표주가 17만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 471억원(-44.3%QoQ)으로 컨센서스 567억원 하회 전망. BR 대비 BD 가격 하락 폭이 더 컸던 만큼 마진 개선되긴 했으나, 래깅 감안하면 실질적으로 그 영향은 제한적. 또한 합성고무/P&B 등 전 부문에 걸친 정기보수와 관련 비용, 연말에 반영되는 성과급 등의 일회성 비용까지 반영되며 전 분기 대비 이익 감소 예상
- 합성고무 225억원(-27.8%QoQ) 전망. 4분기 BD 가격이 -16.8%QoQ 하락했으나, SBR은 -5.5% 하락에 그침. 제품가격 대비 원재료 하락 폭이 더 컸던 만큼 스프레드가 개선되긴 했으나, 래깅 반영으로 4분기에 누릴 수 있는 마진 개선은 제한적일 듯. 오히려 BD가 11월부터 급락했음을 감안하면 26년 1분기에 이익 개선효과 발생 예상
- P&B -176억원(적자확대 QoQ) 전망. 벤젠 하락에도 불구하고, 페놀/BPA/아세톤 등 제품가격도 약세 이어졌던 만큼 적자 소폭 확대 예상. 에너지/기타는 409억원(-35.4%QoQ) 전망하는데, 고부가 고무 EPDM에서 견고한 이익 유지했겠지만, 에너지 정기보수와 SMP 가격 급락으로 이익 기여도 큰 폭 감소했을 것으로 추정됨에 근거
- 26년 영업이익은 3,855억원(+21.5%YoY) 전망. 하반기 EUDR 시행은 천연고무 공급 타이트 유발할 수 있는데 합성고무는 한바탕 구조조정 완료돼 안정적인 밸런스 유지하고 있는 만큼 EUDR 이후 고무체인 전반 상승 가능. 반면, BD는 구조적 약세 지속으로 합성고무 실적 호조 기대. SSBR 증설 운기 반영도 이익에 긍정적으로 기여

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,155	6,949	6,970	7,247
영업이익(십억원)	273	317	385	636
순이익(십억원)	349	335	398	596
EPS(원)	11,321	11,050	13,117	19,626
BPS(원)	198,885	207,164	217,282	233,532
PER(배)	8.0	10.7	9.0	6.0
PBR(배)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	5.9	5.4	6.2	8.7
배당수익률(%)	2.4	2.3	2.5	3.0
EV/EBITDA(배)	5.0	4.8	4.4	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

금호석유 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	1,908	1,773	1,644	1,624	1,778	1,764	1,772	1,656	7,155	6,949	6,970
영업이익	121	65	84	47	94	92	111	89	273	317	385
영업이익률	6.3%	3.7%	5.1%	2.9%	5.3%	5.2%	6.3%	5.4%	3.8%	4.6%	5.5%
합성고무											
매출액	757	675	632	622	711	711	696	635	2,795	2,686	2,753
영업이익	46	9	31	22	36	35	33	31	101	108	134
영업이익률	6.1%	1.3%	4.9%	3.5%	5.0%	4.9%	4.8%	4.8%	3.6%	4.0%	4.9%
합성수지											
매출액	336	298	273	262	281	291	292	256	1,283	1,169	1,119
영업이익	5	5	4	2	5	6	5	4	-18	17	21
영업이익률	1.5%	1.8%	1.6%	0.8%	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	-1.4%	1.4%	1.8%
금호P&B											
매출액	432	433	379	385	408	404	400	406	1,635	1,628	1,618
영업이익	2	-2	-14	-18	-9	2	8	6	-18	-33	8
영업이익률	0.4%	-0.5%	-3.8%	-4.6%	-2.1%	0.6%	2.0%	1.5%	-1.1%	-2.0%	0.5%
에너지 및 기타											
매출액	383	368	360	355	379	359	385	358	1,442	1,467	1,480
영업이익	68	54	63	41	62	50	64	47	208	225	223
영업이익률	17.6%	14.6%	17.6%	11.5%	16.3%	13.8%	16.7%	13.2%	14.4%	15.4%	15.1%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		2,711	2,600	2,700	2,971
현금 및 현금성자산		429	571	701	893
단기금융자산		351	230	150	98
매출채권		897	872	874	909
재고자산		958	822	825	857
비유동자산		5,629	5,813	6,009	6,157
유형자산		4,102	4,186	4,271	4,311
무형자산		38	29	23	18
자산총계		8,340	8,413	8,709	9,128
유동부채		1,534	1,321	1,360	1,335
매입채무		544	452	453	471
단기차입금		346	246	276	226
유동성장기부채		109	80	80	80
비유동부채		764	799	749	699
사채		100	100	100	100
장기차입금		328	363	313	263
부채총계		2,298	2,120	2,108	2,034
지배주주지분		6,038	6,289	6,596	7,090
자본금		167	167	167	167
자본잉여금		404	404	404	404
이익잉여금		5,571	5,836	6,157	6,665
기타자본항목		-104	-118	-132	-146
비지배주주지분		4	4	4	4
자본총계		6,042	6,294	6,601	7,094

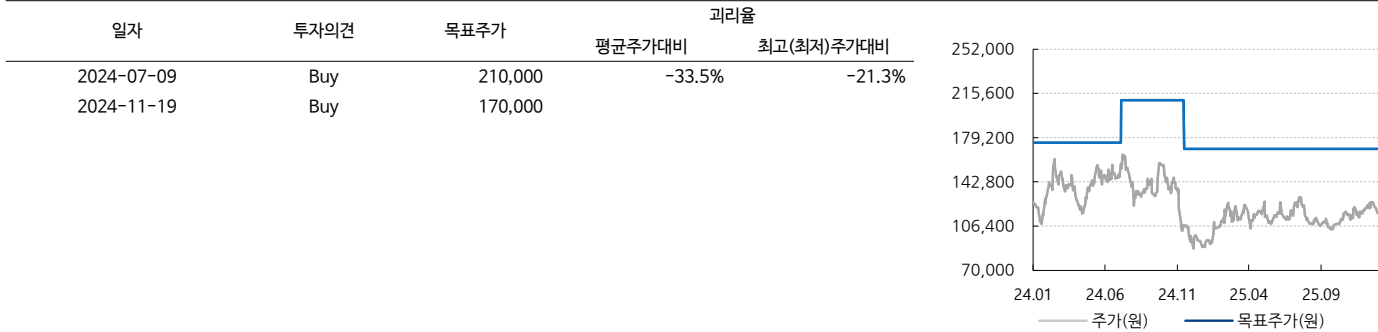
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		322	612	562	679
당기순이익		349	335	398	596
유형자산감가상각비		267	316	295	281
무형자산상각비		9	9	7	5
지분법관련손실(이익)		93	88	97	93
투자활동 현금흐름		-259	-328	-350	-318
유형자산의 처분(취득)		-435	-400	-380	-320
무형자산의 처분(취득)		0	-	-	-
금융상품의 증감		19	-20	-20	-20
재무활동 현금흐름		-91	-158	-97	-184
단기금융부채의증감		-170	-129	30	-50
장기금융부채의증감		213	35	-50	-50
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-49	-49	-49	-49
현금및현금성자산의증감		-23	141	130	193
기초현금및현금성자산		452	429	571	701
기말현금및현금성자산		429	571	701	893

자료 : 금호석유, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		7,155	6,949	6,970	7,247
증가율(%)		13.2	-2.9	0.3	4.0
매출원가		6,569	6,334	6,280	6,303
매출총이익		586	616	690	944
판매비와관리비		313	299	305	308
연구개발비		64	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		273	317	385	636
증가율(%)		-24.0	16.3	21.5	64.9
영업이익률(%)		3.8	4.6	5.5	8.8
이자수익		34	32	30	35
이자비용		33	26	25	22
지분법이익(손실)		93	88	97	93
기타영업외손익		33	17	21	21
세전계속사업이익		408	432	512	767
법인세비용		59	96	114	171
세전계속이익률(%)		5.7	6.2	7.3	10.6
당기순이익		349	335	398	596
순이익률(%)		4.9	4.8	5.7	8.2
지배주주귀속 순이익		349	335	398	596
기타포괄이익		-14	-14	-14	-14
총포괄이익		335	322	384	582
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		11,321	11,050	13,117	19,626
BPS		198,885	207,164	217,282	233,532
CFPS		20,259	21,741	23,049	29,029
DPS		2,200	2,700	3,000	3,500
Valuation(배)					
PER		8.0	10.7	9.0	6.0
PBR		0.5	0.6	0.5	0.5
PCR		4.5	5.5	5.1	4.1
EV/EBITDA		5.0	4.8	4.4	3.0
Key Financial Ratio(%)					
ROE		5.9	5.4	6.2	8.7
EBITDA이익률		7.7	9.2	9.9	12.7
부채비율		38.0	33.7	31.9	28.7
순부채비율		1.7	-0.2	-1.2	-4.6
매출채권회전율(x)		8.5	7.9	8.0	8.1
재고자산회전율(x)		8.4	7.8	8.5	8.6

금호석유 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)

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

롯데정밀화학 (004000)

26년 하반기 EUDR 시행으로 ECH 스프레드 추가 개선 기대

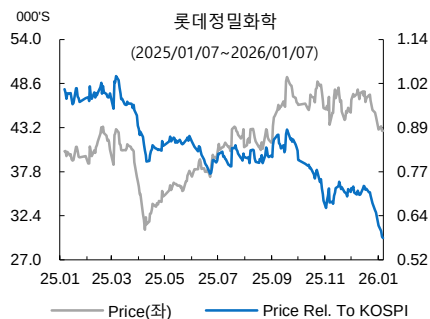
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	62,000원(유지)
증가(2026.01.07)	42,800원
상승여력	44.9 %

Stock Indicator

자본금	129십억원
발행주식수	2,580만주
시가총액	1,104십억원
외국인지분율	20.7%
52주 주가	30,700~49,400원
60일평균거래량	60,436주
60일평균거래대금	2.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	-7.0	4.9	6.2
상대수익률	-19.9	-35.2	-43.9	-76.4



[투자포인트]

- 목표주가 6.2만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 257억원(-6.9%QoQ)으로 컨센서스 272억원 소폭 하회 전망. 셀룰로스에서 식의약품 판매량 감소와 암모니아 부문에서의 이익 축소 예상. 그럼에도 환율상승과 프로필렌 약세에 따른 ECH 스프레드 개선이 이를 일부 상쇄시킴에 따라 컨센서스에서 크게 벗어나지 않는 수준의 이익 기록할 수 있을 듯
- 24년부터 시작된 글리세린 강세 추이는 여전히 지속되고 있음. 25년 말 고점에서 소폭 조정되긴 했으나, 4분기 평균 QoQ +22% 상승. 이에 ECH 가격도 강세 유지되며 QoQ +7% 상승. 반면, 프로필렌은 역내 공급 과잉으로 -3% 하락한 만큼 동사 스프레드는 약 7% 개선된 셈. 물론, 시장가격 변동만큼 실제 고객사들 판가가 전가되지는 않아 동사가 해당 수준의 마진 확대를 온전히 누렸다고 볼 수는 없겠으나, 전 분기 대비 및 글리세린 기반의 경쟁사들 대비로는 분명 더 높은 마진을 향유하고 있다는 점에서 고무적
- 26년 영업이익은 1,282억원으로 +58.7%YoY 증가 전망. 지난 25년 상반기에 이뤄졌던 대규모 전사 정기보수 효과 소멸에 따른 기저효과와 ECH 스프레드 개선에 근거. 특히 26년 하반기 유럽 EUDR 시행에 따라 글리세린 공급 타이트가 예상되는데, 이는 글리세린 기반 ECH 생산량 추가 감소로 이어지며 ECH 가격 강세를 지지해주는 핵심 요인으로서 역할을 이어갈 것으로 예상

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,671	1,755	1,803	1,799
영업이익(십억원)	50	81	128	143
순이익(십억원)	36	123	179	179
EPS(원)	1,410	4,772	6,938	6,956
BPS(원)	91,810	95,003	100,166	105,346
PER(배)	27.9	9.0	6.2	6.2
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	1.5	5.1	7.1	6.8
배당수익률(%)	3.6	3.7	4.2	4.2
EV/EBITDA(배)	2.7	2.4	1.8	1.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데정밀화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	445.6	424.7	443.4	440.9	454.6	450.9	453.8	444.0	1,670.5	1,754.6	1,803.4
Chlorine	149.5	149.2	175.5	170.0	168.4	164.8	169.8	166.7	555.8	644.2	669.7
ECH	62.4	55.5	72.9	83.9	76.9	71.1	75.2	73.6	226.0	274.7	296.7
Caustic Soda	44.6	46.1	50.9	44.1	48.1	48.9	48.8	47.9	162.5	185.7	193.6
Others	42.6	47.6	51.7	42.0	43.4	44.8	45.9	45.2	167.3	183.8	179.3
Ammonia	160.1	138.1	133.2	133.3	143.7	139.5	141.1	134.2	555.7	564.7	558.5
Ammonia	120.3	98.6	93.5	92.5	102.1	98.0	99.3	91.8	396.8	404.9	391.2
Eurox	17.8	21.3	20.7	21.6	20.8	22.2	22.3	22.8	79.3	81.4	88.1
Others	22.0	18.2	19.0	19.2	20.7	19.3	19.5	19.7	79.5	78.4	79.2
Cellulose	127.4	137.4	134.7	130.7	136.7	141.2	138.4	137.1	528.8	530.2	553.4
Mece/Hecellose	87.4	89.7	89.0	86.6	92.3	93.7	92.0	90.5	357.5	352.7	368.4
AnyCoat	40.0	47.7	45.8	44.1	44.4	47.5	46.4	46.6	171.3	177.6	184.9
Others	8.6	0.0	0.0	6.9	5.9	5.4	4.6	6.0	30.2	15.5	21.9
영업이익	18.8	8.7	27.6	25.7	28.0	29.9	34.9	35.5	50.4	80.8	128.2
영업이익률	4.2%	2.0%	6.2%	5.8%	6.2%	6.6%	7.7%	8.0%	3.0%	4.6%	7.1%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		1,046	1,058	1,139	1,184
현금 및 현금성자산		298	337	398	439
단기금융자산		155	159	164	169
매출채권		267	263	271	270
재고자산		304	276	283	283
비유동자산		1,668	1,757	1,801	1,879
유형자산		848	955	962	990
무형자산		23	19	15	13
자산총계		2,714	2,815	2,941	3,063
유동부채		178	216	219	218
매입채무		48	88	90	90
단기차입금		1	1	2	2
유동성장기부채		-	-	-	-
비유동부채		167	147	137	127
사채		-	-	-	-
장기차입금		-	-	-	-
부채총계		345	364	357	346
지배주주지분		2,369	2,451	2,584	2,718
자본금		129	129	129	129
자본잉여금		331	331	331	331
이익잉여금		1,933	2,015	2,149	2,282
기타자본항목		-25	-24	-24	-24
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		2,369	2,451	2,584	2,718

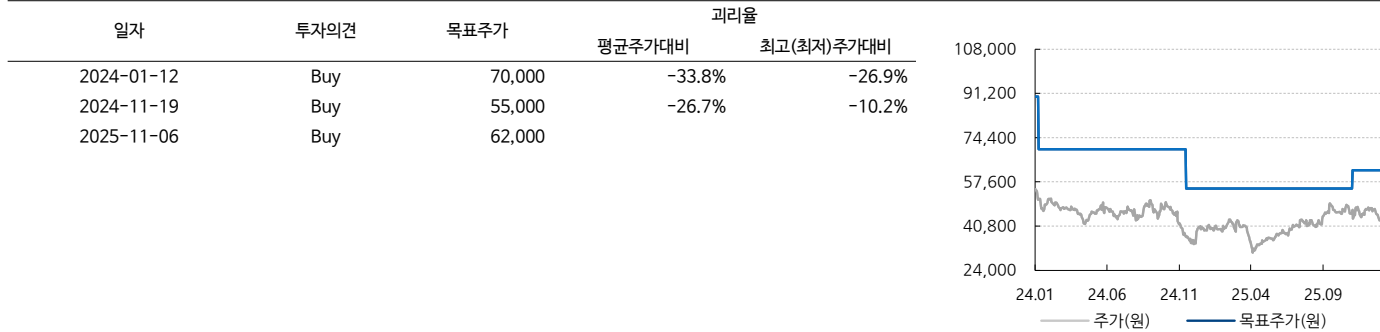
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		160	417	378	377
당기순이익		36	123	179	179
유형자산감가상각비		156	173	163	142
무형자산상각비		4	4	3	3
지분법관련손실(이익)		19	48	40	53
투자활동 현금흐름		-244	-416	-320	-333
유형자산의 처분(취득)		-198	-280	-170	-170
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-94	-26	-40	-53
재무활동 현금흐름		-79	-64	-68	-74
단기금융부채의증감		-	-	1	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-37	-37	-37	-37
현금및현금성자산의증감		-162	39	61	41
기초현금및현금성자산		461	298	337	398
기말현금및현금성자산		298	337	398	439

자료 : 롯데정밀화학, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		1,671	1,755	1,803	1,799
증가율(%)		-5.5	5.0	2.8	-0.2
매출원가		1,491	1,550	1,544	1,524
매출총이익		179	204	259	275
판매비와관리비		129	124	131	132
연구개발비		20	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		50	81	128	143
증가율(%)		-67.5	60.4	58.7	11.5
영업이익률(%)		3.0	4.6	7.1	7.9
이자수익		43	40	45	30
이자비용		7	5	3	3
지분법이익(손실)		19	48	40	53
기타영업외손익		13	8	18	10
세전계속사업이익		26	157	228	228
법인세비용		-10	33	49	49
세전계속이익률(%)		1.6	8.9	12.6	12.7
당기순이익		36	123	179	179
순이익률(%)		2.2	7.0	9.9	10.0
지배주주귀속 순이익		36	123	179	179
기타포괄이익		0	0	0	0
총포괄이익		36	123	179	180
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		1,410	4,772	6,938	6,956
BPS		91,810	95,003	100,166	105,346
CFPS		7,586	11,637	13,368	12,584
DPS		1,400	1,600	1,800	1,800
Valuation(배)					
PER		27.9	9.0	6.2	6.2
PBR		0.4	0.5	0.4	0.4
PCR		5.2	3.7	3.2	3.4
EV/EBITDA		2.7	2.4	1.8	1.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.5	5.1	7.1	6.8
EBITDA이익률		12.6	14.7	16.3	16.0
부채비율		14.6	14.8	13.8	12.7
순부채비율		-19.1	-20.2	-21.7	-22.3
매출채권회전율(x)		6.5	6.6	6.8	6.7
재고자산회전율(x)		5.5	6.1	6.5	6.4

롯데정밀화학 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

효성티앤씨 (298020)

스판덱스 증설부담 조금씩 완화되며 꽤나 긍정적인 분위기

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원(하향)
증가(2026.01.07)	224,500원
상승여력	33.6 %

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	433만주
시가총액	972십억원
외국인지분율	14.6%
52주 주가	188,300~274,500원
60일평균거래량	15,471주
60일평균거래대금	3.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	4.4	-13.0	-3.9
상대수익률	-12.8	-23.8	-61.7	-86.5



[투자포인트]

- 목표주가 37만원에서 30만원으로 하향, 투자의견 매수 유지. 26년 BPS 376,975원에 PBR 0.8배 적용해 산출
- 4분기 영업이익 596억원(+6.4%QoQ)으로 컨센서스 655억원 대비 하회 전망
- 섬유 영업이익 417억원(+4.6%QoQ) 전망. 연말 비수기임에도 불구하고 중국/유럽 중심으로 판매량 증가했고, BDO 약세로 스프레드도 소폭 개선되는 등 스판덱스 업황은 전반적으로 긍정적. 지난 분기 울산공장에서 발생한 일회성 비용 소멸되나, 중국법인 구조조정 관련 비용이 재차 반영되며 전 분기 대비 이익 증가 폭은 크지 않을 듯
- 22~23년 중국 업체들의 공격적인 증설로 스판덱스 재고일수는 최대 60일을 넘어섰고, 가격도 좀처럼 반등하지 못하는 부진한 업황 이어졌음. 24년 잠잠한 듯했던 증설은 25년 다시 재개되며 글로벌 수요 대비 더 큰 15만톤 내외에 달했던 것으로 파악. 다만, 동사와 Huaafon 등 신규 생산설비 대부분이 상반기에 유입돼 연말에는 오히려 가동률 반등과 재고 감소세가 포착되는 등 공급부담 조금씩 완화되고 있는 분위기
- 26년에도 Bailu, Lycra 등 일부 업체들의 증설이 예정되어 있긴 하나, 지난 3~4년과 비교하면 그리 부담스럽지 않은 규모. 또한 중국에서 동사 점유율은 20% 남짓에 그치는 반면, 그 외 주요 지역인 베트남/터키/브라질/인도 등에서는 70~80% 달하고 있어 중국 내 공급과잉에 따른 가격 경쟁에서는 상대적으로 자유로운 편. 26년에는 Ningxia 증설효과 온기 반영과 글로벌 1위의 판가 방어력 발휘로 영업이익 3,121억원(+17%YoY) 달성 예상

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,776	7,924	8,875	9,097
영업이익(십억원)	271	276	312	345
순이익(십억원)	135	102	133	160
EPS(원)	31,089	23,505	30,754	36,988
BPS(원)	337,125	355,774	376,976	404,412
PER(배)	7.7	9.6	7.3	6.1
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	9.8	6.8	8.4	9.5
배당수익률(%)	4.2	4.0	5.3	5.3
EV/EBITDA(배)	4.1	5.4	4.0	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

효성티앤씨 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	1,952.7	1,889.1	2,009.8	2,072.6	2,114.0	2,176.4	2,272.5	2,311.8	7,776.0	7,924.2	8,874.7
영업이익	77.3	73.4	56.1	59.6	72.4	85.2	81.0	73.4	270.6	266.4	312.1
영업이익률	4.0%	3.9%	2.8%	2.9%	3.4%	3.9%	3.6%	3.2%	3.5%	3.4%	3.5%
섬유											
매출액	753.8	733.9	719.0	830.6	804.1	878.6	907.2	918.4	3,157.2	3,037.3	3,508.3
영업이익	56.2	44.4	39.9	41.7	47.4	58.7	57.3	53.3	185.0	182.2	216.8
영업이익률	7.5%	6.0%	5.5%	5.0%	5.9%	6.7%	6.3%	5.8%	5.9%	6.0%	6.2%
무역 및 기타											
매출액	1,198.9	1,155.2	1,290.8	1,242.1	1,309.9	1,297.8	1,365.2	1,393.5	4,618.8	4,887.0	5,366.4
영업이익	21.1	29.0	16.2	18.0	25.0	26.5	23.7	20.1	85.6	84.3	95.3
영업이익률	1.8%	2.5%	1.3%	1.4%	1.9%	2.0%	1.7%	1.4%	1.9%	1.7%	1.8%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		2,034	2,035	2,483	2,512
현금 및 현금성자산		98	47	270	312
단기금융자산		38	38	39	39
매출채권		1,089	1,081	1,208	1,197
재고자산		758	816	914	912
비유동자산		2,690	3,458	3,350	3,301
유형자산		2,006	2,771	2,661	2,611
무형자산		71	73	75	77
자산총계		4,724	5,493	5,832	5,813
유동부채		2,328	2,479	2,628	2,551
매입채무		770	665	779	821
단기차입금		764	1,014	1,044	914
유동성장기부채		154	154	154	154
비유동부채		576	1,076	1,126	1,006
사채		-	-	-	-
장기차입금		388	888	938	818
부채총계		2,904	3,555	3,754	3,557
지배주주지분		1,459	1,540	1,631	1,750
자본금		22	22	22	22
자본잉여금		404	404	404	404
이익잉여금		907	970	1,051	1,160
기타자본항목		127	144	155	165
비지배주주지분		361	398	447	506
자본총계		1,820	1,938	2,078	2,256

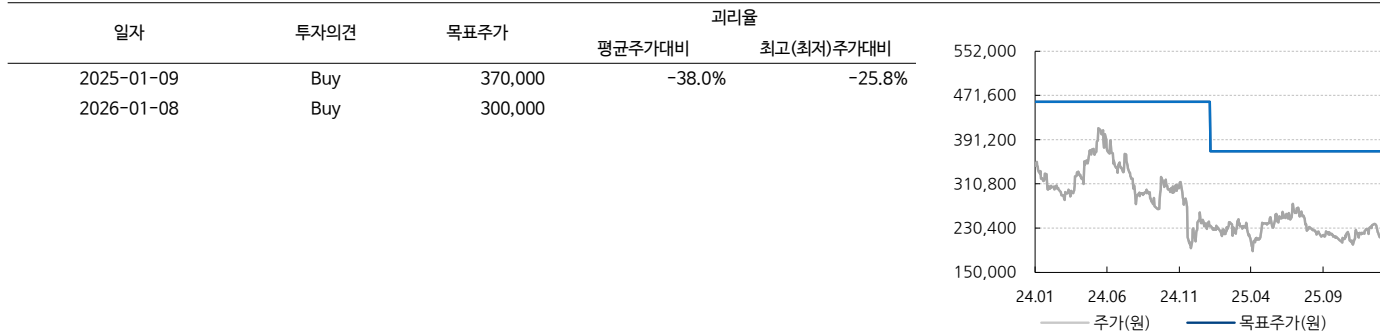
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		655	490	661	840
당기순이익		184	139	182	219
유형자산감가상각비		267	274	380	335
무형자산상각비		-	-	-	-
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-463	-1,225	-455	-470
유형자산의 처분(취득)		-235	-1,040	-270	-285
무형자산의 처분(취득)		-33	-2	-2	-2
금융상품의 증감		-3	-	-	-
재무활동 현금흐름		-194	690	25	-318
단기금융부채의증감		-144	250	30	-130
장기금융부채의증감		40	500	50	-120
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감		-3	-52	224	41
기초현금및현금성자산		101	98	47	270
기말현금및현금성자산		98	47	270	312

자료 : 효성티앤씨, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		7,776	7,924	8,875	9,097
증가율(%)		3.3	1.9	12.0	2.5
매출원가		7,156	7,296	8,168	8,347
매출총이익		620	629	707	750
판매비와관리비		350	353	395	405
연구개발비		24	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		271	276	312	345
증가율(%)		26.9	1.8	13.2	10.4
영업이익률(%)		3.5	3.5	3.5	3.8
이자수익		4	2	9	10
이자비용		64	99	87	77
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		44	44	44	44
세전계속사업이익		213	161	211	254
법인세비용		29	22	29	35
세전계속이익률(%)		2.7	2.0	2.4	2.8
당기순이익		184	139	182	219
순이익률(%)		2.4	1.8	2.0	2.4
지배주주귀속 순이익		135	102	133	160
기타포괄이익		141	18	10	10
총포괄이익		325	157	192	229
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		31,089	23,505	30,754	36,988
BPS		337,125	355,774	376,976	404,412
CFPS		92,731	86,875	118,585	114,427
DPS		10,000	9,000	12,000	12,000
Valuation(배)					
PER		7.7	9.6	7.3	6.1
PBR		0.7	0.6	0.6	0.6
PCR		2.6	2.6	1.9	2.0
EV/EBITDA		4.1	5.4	4.0	3.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.8	6.8	8.4	9.5
EBITDA이익률		6.9	6.9	7.8	7.5
부채비율		159.6	183.4	180.6	157.7
순부채비율		64.3	101.7	87.9	68.1
매출채권회전율(x)		7.6	7.3	7.8	7.6
재고자산회전율(x)		10.4	10.1	10.3	10.0

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

[투자비용 등급 표시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

HS효성첨단소재 (298050)

탄소섬유 일회성 비용 소멸로 어느정도 정상화되는 이익 레벨

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	240,000원(유지)
증가(2026.01.07)	179,300원
상승여력	33.9 %

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	448만주
시가총액	803십억원
외국인지분율	9.5%
52주 주가	156,600~231,000원
60일평균거래량	13,203주
60일평균거래대금	2.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.9	-1.4	-14.4	-4.4
상대수익률	-20.9	-29.7	-63.2	-87.0



[투자포인트]

- 목표주가 24만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 329억원(+69.7%QoQ)으로 컨센서스 387억원 하회 전망. 전 분기 탄소섬유 재고 관련 일회성 비용이 소멸되며 레벨은 어느정도 정상화되었으나, 타이어코드 이익 부진으로 시장 눈높이 대비로는 하회할 듯
- 타이어보강재 영업이익은 463억원(-7.5%QoQ) 전망. 글로벌 경기부진 지속으로 타이어 수요도 좀처럼 강하게 살아나지 못하고 있음. 특히 연말 가면서 유럽/북미 OE, RE 수요 모두 둔화되는 모습 뚜렷하게 나타나고 있는데, 10~11월 평균 유럽 RE 수요는 -6%, OE -3% 각각 감소했고, 북미 OE 역시 -8% 축소된 것으로 파악. 이 같은 수요 둔화로 동사 타이어코드 역시 판매량과 판가 측면에서 하방 압력 피하기 어려웠을 것으로 추정
- 그 외 기타부문 합산 영업이익은 -134억원(적자축소QoQ) 전망. 탄소섬유/아라미드 판가 하락으로 적자 추세가 크게 변동되지는 않았으나, GST/에어백 등의 흑자전환 기조가 이어졌고 무엇보다 지난 분기 탄소섬유 부문에서 반영되었던 대규모 재고평가충당금이 소멸된 영향
- 26년 영업이익 2,191억원으로 +36.8%YoY 전망. 타이어코드가 2,108억원(+2.9%YoY)으로 안정적인 이익 이어가는 한편, 탄소섬유에서 발생했던 대규모 일회성 비용 소멸과 가동률 점진적 상승에 따른 고정비 하락 등의 효과로 산업용사 및 기타 부문 영업이익이 82억원으로 흑자 전환될 수 있다는데 무게

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,311	3,374	3,650	3,719
영업이익(십억원)	220	160	219	259
순이익(십억원)	50	30	52	66
EPS(원)	11,124	6,661	11,574	14,844
BPS(원)	233,162	251,487	272,731	296,247
PER(배)	15.7	26.9	15.5	12.1
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	5.5	2.7	4.4	5.2
배당수익률(%)	3.7	2.0	3.1	3.6
EV/EBITDA(배)	6.5	6.5	5.7	5.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

HS효성첨단소재 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	853.6	843.0	800.9	876.5	862.7	902.6	958.8	926.3	3,311.2	3,374.0	3,650.5
영업이익	49.1	58.7	19.4	32.9	42.4	54.7	61.8	60.3	219.7	160.1	219.1
영업이익률	5.8%	7.0%	2.4%	3.8%	4.9%	6.1%	6.4%	6.5%	6.6%	4.7%	6.0%
타이어코드											
매출액	507.1	490.4	475.4	490.7	474.5	512.4	567.5	535.8	1,911.7	1,963.6	2,090.2
영업이익	47.0	61.5	50.1	46.3	45.7	53.3	56.7	55.2	214.5	204.9	210.8
영업이익률	9.3%	12.5%	10.5%	9.4%	9.6%	10.4%	10.0%	10.3%	11.2%	10.4%	10.1%
산업용사 및 기타											
매출액	346.5	352.6	325.5	385.8	388.2	390.2	391.3	390.5	1,399.4	1,410.4	1,560.3
영업이익	2.1	-2.8	-30.7	-13.4	-3.4	1.4	5.1	5.1	5.2	-44.8	8.2
영업이익률	0.6%	-0.8%	-9.4%	-3.5%	-0.9%	0.4%	1.3%	1.3%	0.4%	-3.2%	0.5%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		1,266	1,454	1,725	1,893
현금 및 현금성자산		20	196	373	516
단기금융자산		13	17	22	29
매출채권		600	612	661	674
재고자산		594	605	654	667
비유동자산		2,555	2,557	2,550	2,548
유형자산		2,060	2,059	2,047	2,045
무형자산		35	38	43	43
자산총계		3,821	4,011	4,275	4,441
유동부채		1,986	2,027	2,086	2,129
매입채무		284	289	313	319
단기차입금		1,382	1,432	1,482	1,532
유동성장기부채		51	51	51	51
비유동부채		678	728	808	788
사채		139	139	139	139
장기차입금		419	469	549	529
부채총계		2,663	2,754	2,894	2,917
지배주주지분		1,045	1,127	1,222	1,327
자본금		22	22	22	22
자본잉여금		384	384	384	384
이익잉여금		323	337	364	402
기타자본항목		315	383	451	519
비지배주주지분		113	130	159	197
자본총계		1,157	1,256	1,381	1,524

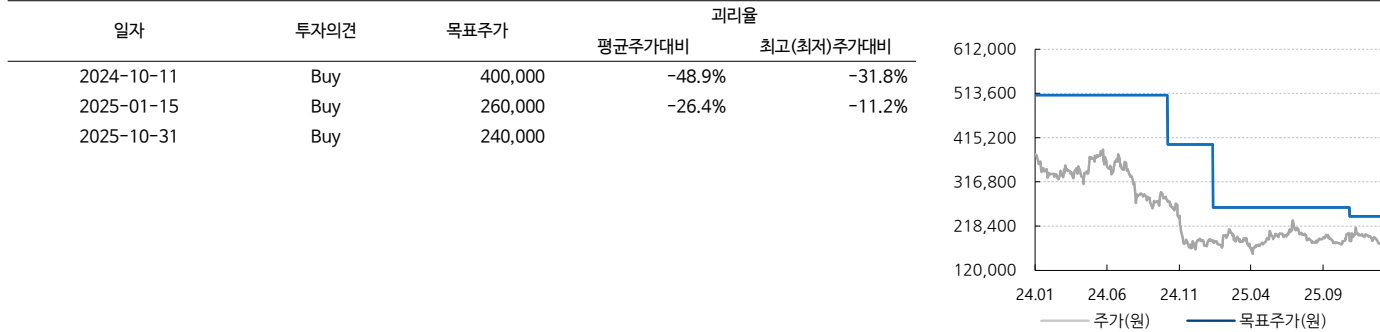
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		329	420	358	430
당기순이익		78	47	81	104
유형자산감가상각비		204	251	242	232
무형자산상각비		-	-	-	-
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-388	-228	-211	-207
유형자산의 처분(취득)		-348	-250	-230	-230
무형자산의 처분(취득)		-5	-3	-5	-
금융상품의 증감		-62	-	-	-
재무활동 현금흐름		52	65	108	-1
단기금융부채의증감		27	50	50	50
장기금융부채의증감		60	50	80	-20
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감		-1	176	177	143
기초현금및현금성자산		20	20	196	373
기말현금및현금성자산		20	196	373	516

자료 : HS효성첨단소재, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		3,311	3,374	3,650	3,719
증가율(%)		3.4	1.9	8.2	1.9
매출원가		2,903	3,008	3,209	3,233
매출총이익		409	366	442	486
판매비와관리비		189	206	223	227
연구개발비		32	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		220	160	219	259
증가율(%)		26.2	-27.1	36.8	18.1
영업이익률(%)		6.6	4.7	6.0	7.0
이자수익		0	3	5	7
이자비용		90	84	89	90
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		15	14	14	14
세전계속사업이익		133	80	138	177
법인세비용		55	33	57	73
세전계속이익률(%)		4.0	2.4	3.8	4.8
당기순이익		78	47	81	104
순이익률(%)		2.4	1.4	2.2	2.8
지배주주귀속 순이익		50	30	52	66
기타포괄이익		256	68	68	68
총포괄이익		334	115	149	172
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		11,124	6,661	11,574	14,844
BPS		233,162	251,487	272,731	296,247
CFPS		56,556	62,713	65,666	66,547
DPS		6,500	3,500	5,500	6,500
Valuation(배)					
PER		15.7	26.9	15.5	12.1
PBR		0.7	0.7	0.7	0.6
PCR		3.1	2.9	2.7	2.7
EV/EBITDA		6.5	6.5	5.7	5.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		5.5	2.7	4.4	5.2
EBITDA이익률		12.8	12.2	12.6	13.2
부채비율		230.1	219.2	209.6	191.4
순부채비율		169.2	149.5	132.2	111.9
매출채권회전율(x)		5.5	5.6	5.7	5.6
재고자산회전율(x)		6.0	5.6	5.8	5.6

HS효성첨단소재 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)

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

유니드 (014830)

염화칼륨 상승과 연말 일회성 비용으로 실적 부진 예상

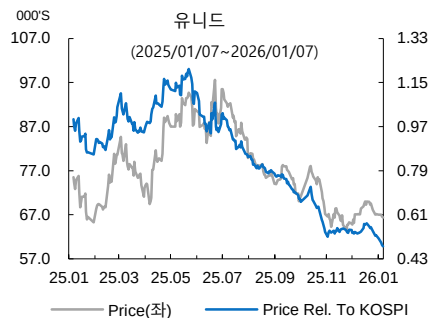
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(유지)
증가(2026.01.07)	66,400원
상승여력	50.6 %

Stock Indicator

자본금	34십억원
발행주식수	677만주
시가총액	449십억원
외국인지분율	9.6%
52주 주가	63,500~97,600원
60일평균거래량	23,342주
60일평균거래대금	1.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-6.7	-28.1	-12.1
상대수익률	-12.0	-35.0	-76.8	-94.7



[투자포인트]

- 목표주가 10만원, 투자의견 매수 유지
- 4분기 영업이익 154억원(-17.9%QoQ)으로 컨센서스 160억원 부합 전망
- 환율상승은 긍정적이었으나, 국내 공장 정기보수로 인한 판매량 감소와 관련 비용 발생에 따라 영업이익 전 분기 대비 감소 불가피. 또한 연말 성과급 등의 일회성 비용 발생도 전 분기 대비 영업이익 감소의 주 요인으로 작용
- 25년 초부터 글로벌 염화칼륨 강세 지속되어 왔는데, 동사 하반기 신규 계약 물량이 유입되기 시작한 7~8월을 기점으로 국내 수입가격도 본격 상승하기 시작. 이에 4분기 투입된 염화칼륨은 374달러로 전 분기 대비 +13% 올랐던 것으로 추정. 반면, 가성/탄산칼륨 가격은 평균 +0.4% 상승에 그쳐 스프레드 축소 불가피했을 전망
- 다만, 4분기는 국내공장 정기보수 진행했던 만큼 스프레드 타격 그리 크지 않았을 듯. 오히려 연말에 투입되지 않고 비축되어 있던 고가 재고가 1분기에 투입되면서 부정적 래깅효과 야기할 것으로 예상
- 26년 영업이익은 1,103억원으로 +15.2%YoY 성장 전망. 당초 27년으로 계획했던 UHC 증설이 26년 하반기 조기 가동됨에 따라 외형성장 가능하고, 염화칼륨 강세로 가성/탄산칼륨 판가도 동반 상승 예상됨에 근거. 특히 캐나다산보다 제품가격에 더 큰 영향 미치는 중국 내수가격이 연초 대비 +33% 오른 만큼 26년 가성/탄산칼륨 판가에서 이를 추가 흡수해갈 것으로 예상. 동사 입장에서는 26년 Q, P 성장을 모두 누릴 수 있는 시기가 될 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,112	1,307	1,489	1,561
영업이익(십억원)	95	96	110	121
순이익(십억원)	76	64	76	86
EPS(원)	11,265	9,477	11,265	12,728
BPS(원)	149,574	163,380	178,776	195,342
PER(배)	6.4	7.0	5.9	5.2
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	8.0	6.1	6.6	6.8
배당수익률(%)	2.5	3.0	3.3	3.8
EV/EBITDA(배)	3.9	3.2	2.4	1.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

유니드 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	322.5	345.9	332.7	314.9	352.2	373.9	379.7	383.0	1,111.6	1,316.0	1,488.8
영업이익	28.7	32.8	18.8	15.4	28.1	32.5	26.0	23.7	95.4	95.7	110.3
영업이익률	8.9%	9.5%	5.7%	4.9%	8.0%	8.7%	6.8%	6.2%	8.6%	7.3%	7.4%
국내법인											
매출액	154.3	162.9	150.8	133.7	166.1	173.3	187.4	180.8	609.3	601.7	707.6
영업이익	18.7	20.2	12.4	9.1	19.2	21.2	18.3	13.4	59.6	60.4	72.2
영업이익률	12.1%	12.4%	8.2%	6.8%	11.6%	12.2%	9.8%	7.4%	9.8%	10.0%	10.2%
중국법인											
매출액	172.1	183.0	181.9	181.2	186.1	200.6	192.3	202.2	521.9	718.2	781.2
영업이익	9.2	11.9	5.7	6.3	8.9	11.3	7.7	10.3	34.0	33.1	38.2
영업이익률	5.3%	6.5%	3.1%	3.5%	4.8%	5.6%	4.0%	5.1%	6.5%	4.6%	4.9%

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		562	692	836	969
현금 및 현금성자산		71	124	269	377
단기금융자산		55	57	57	58
매출채권		286	337	313	328
재고자산		138	163	185	194
비유동자산		802	827	837	812
유형자산		613	650	671	656
무형자산		12	10	9	7
자산총계		1,365	1,519	1,674	1,781
유동부채		218	268	289	275
매입채무		54	63	72	75
단기차입금		87	107	117	97
유동성장기부채		13	13	13	13
비유동부채		135	145	175	185
사채		14	14	14	14
장기차입금		105	115	145	155
부채총계		353	413	464	459
지배주주지분		1,012	1,106	1,210	1,322
자본금		34	34	34	34
자본잉여금		4	4	4	4
이익잉여금		1,102	1,153	1,214	1,284
기타자본항목		-127	-85	-42	1
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		1,012	1,106	1,210	1,322

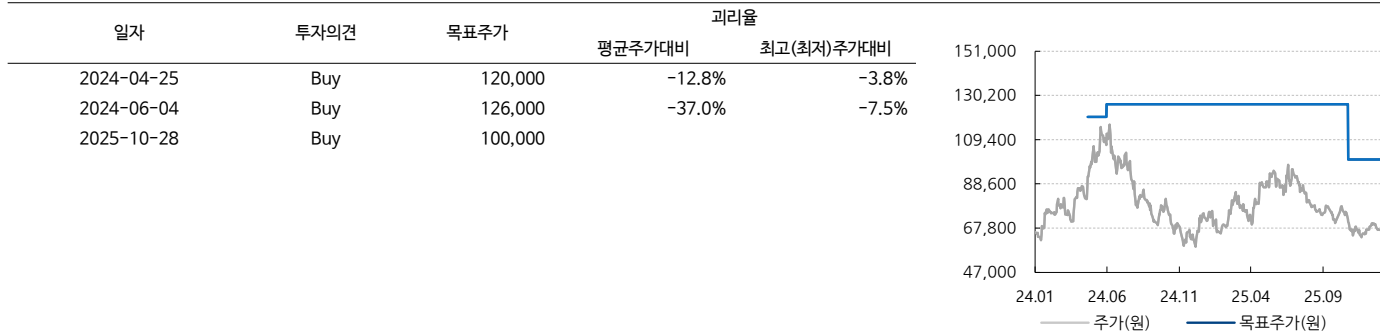
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		117	99	162	136
당기순이익		76	64	76	86
유형자산감가상각비		52	64	59	55
무형자산상각비		2	2	2	1
지분법관련손실(이익)		-17	-17	-17	-17
투자활동 현금흐름		-185	-108	-87	-47
유형자산의 처분(취득)		-120	-100	-80	-40
무형자산의 처분(취득)		-1	-	-	-
금융상품의 증감		-23	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름		-12	16	25	-27
단기금융부채의증감		-102	20	10	-20
장기금융부채의증감		103	10	30	10
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감		-75	53	145	108
기초현금및현금성자산		146	71	124	269
기말현금및현금성자산		71	124	269	377

자료 : 유니드, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		1,112	1,307	1,489	1,561
증가율(%)		-1.9	17.6	13.9	4.9
매출원가		876	1,065	1,207	1,261
매출총이익		235	242	281	300
판매비와관리비		140	147	171	179
연구개발비		17	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		95	96	110	121
증가율(%)		197.6	0.3	15.2	9.6
영업이익률(%)		8.6	7.3	7.4	7.7
이자수익		2	4	6	9
이자비용		8	9	11	10
지분법이익(손실)		-17	-17	-17	-17
기타영업외손익		10	10	10	10
세전계속사업이익		87	85	101	114
법인세비용		11	21	25	28
세전계속이익률(%)		7.8	6.5	6.8	7.3
당기순이익		76	64	76	86
순이익률(%)		6.9	4.9	5.1	5.5
지배주주귀속 순이익		76	64	76	86
기타포괄이익		43	43	43	43
총포괄이익		119	107	119	129
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		11,265	9,477	11,265	12,728
BPS		149,574	163,380	178,776	195,342
CFPS		19,192	19,176	20,183	20,982
DPS		1,800	2,000	2,200	2,500
Valuation(배)					
PER		6.4	7.0	5.9	5.2
PBR		0.5	0.4	0.4	0.3
PCR		3.8	3.5	3.3	3.2
EV/EBITDA		3.9	3.2	2.4	1.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.0	6.1	6.6	6.8
EBITDA이익률		13.4	12.3	11.5	11.3
부채비율		34.8	37.4	38.3	34.8
순부채비율		9.2	6.3	-3.0	-11.7
매출채권회전율(x)		4.0	4.2	4.6	4.9
재고자산회전율(x)		8.1	8.7	8.6	8.2

유니드 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

[투자비용등급 명시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

종립(보유)
9.4%

매도
-

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

한화솔루션 (009830)

대내외적으로 모두 쉽지 않았을 태양광 부문

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	30,500원(하향)
증가(2026.01.07)	26,800원
상승여력	13.8 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,607십억원
외국인지분율	10.8%
52주 주가	17,640~39,050원
60일평균거래량	1,198,160주
60일평균거래대금	35.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-6.9	-25.3	50.8
상대수익률	-14.8	-35.2	-74.1	-31.8



[투자포인트]

- 목표주가 32,000원에서 30,500원으로 하향, 투자의견 Hold 유지
- 4분기 영업이익 -1,398억원(적자확대 QoQ)으로 컨센서스 -990억원 하회할 전망
- 석유화학 -459억원(적자확대 QoQ) 전망. 스프레드 축소됐고, 정기보수 진행 관련 일회성 비용까지 반영된 영향
- 신재생에너지 -855억원(적자전환 QoQ) 전망. 셀 통관 12월까지 지연되면서 미국 내 모듈 생산/판매 모두 감소. 이에 고경비 높아졌을 뿐만 아니라 AMPC 537억원으로 축소. 개발자산 매각/EPC 부문은 그나마 일부 자산매각 이뤄지며 108억원 내외의 이익 창출했을 것으로 예상. TPO 부문은 수익성 낮은 자산들 리밸런싱하는 과정에서 일회성 비용 발생하며 전 분기 대비로는 부진한 352억원(-55.8%QoQ)에 그쳤을 것으로 추정
- 26년 미국 태양광 시장에서 기대되는 긍정적 변화는 1)FEOC 제재와 2)인도/인도네시아/라오스 AD/CVD 적용. 이는 미국 유입 물량을 감소시키는 동시에, 비중국산 수요를 자극시킬 수 있어 동사에게는 Q 증가와 P 인상의 기회가 될 수 있음. 다만, 동사가 이 호재를 온전히 향유할 수 있으려면 미국 내 모듈 재고가 먼저 소진돼야 함. 지난해 신규로 건설된 공장과 우회 수입량 증가 등을 감안했을 때 25년 말 재고는 24년 대비 더 늘어났을 것으로 추정. FEOC 제재에 대한 세부 가이드라인 출현과 동남아시아 3개국의 AD/CVD 추가 적용으로 수입량 감소 및 재고가 줄기 시작할 때 비로소 동사도 미국 시장에서 모듈 판가 상승을 누릴 수 있을 것이라는 판단. 따라서 관련 시그널이 조금이라도 포착될 때 동사에 대한 투자의견 상향을 검토하고자 함

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,388	13,615	14,358
영업이익(십억원)	-300	-15	512	842
순이익(십억원)	-1,404	-792	-197	93
EPS(원)	-8,050	-4,542	-1,127	533
BPS(원)	54,163	61,509	72,077	84,304
PER(배)				50.3
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	-16.0	-7.9	-1.7	0.7
배당수익률(%)	1.9	1.1	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	31.4	18.7	10.6	8.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	3,095	3,117	3,364	3,812	3,184	3,270	3,431	3,730	12,408	13,388	13,615
영업이익	30	102	-7	-140	32	101	171	208	-302	-15	512
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-3.7%	1.0%	3.1%	5.0%	5.6%	-2.4%	-0.1%	3.8%
케미칼											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,112	1,131	1,172	1,156	1,138	4,817	4,585	4,599
영업이익	-91	-47	-9	-46	-27	-13	-5	-8	-122	-193	-53
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-4.1%	-2.4%	-1.1%	-0.4%	-0.7%	-2.5%	-4.2%	-1.1%
신재생에너지											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,224	1,585	1,627	1,814	2,092	5,766	7,021	7,117
모듈 및 기타	587	574	432	382	446	449	542	570	2,528	1,975	2,007
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,360	650	715	813	1,073	2,960	2,992	3,251
주택용에너지 사업	594	478	501	482	488	463	459	449	278	2,054	1,859
영업이익	136	156	8	-86	64	115	178	220	-258	215	576
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-185	-108	-83	-56	-44	-957	-499	-291
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	11	10	11	12	16	89	-74	49
주택용에너지 사업	129	55	80	35	51	52	55	45	56	299	203
IRA	184	182	68	54	111	135	166	203	555	488	615
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-3.8%	4.0%	7.1%	9.8%	10.5%	-4.5%	3.1%	8.1%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-48.5%	-24.1%	-18.6%	-10.3%	-7.8%	-37.9%	-25.3%	-14.5%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	3.0%	-2.5%	1.5%
주택용에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	7.3%	10.5%	11.2%	12.0%	10.1%	19.9%	14.6%	10.9%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-139	-47	-21	11	17	-813	-273	-39
첨단소재											
매출액	274	308	258	294	309	310	289	318	1,038	1,133	1,227
영업이익	-2	10	4	2	4	7	5	3	24	14	19
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	0.8%	1.4%	2.2%	1.6%	1.0%	2.3%	1.2%	1.5%
기타											
매출액	148	124	195	182	159	161	171	181	788	648	673
영업이익	-13	-17	-10	-10	-9	-7	-7	-8	53	-50	-31
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	-5.8%	-5.8%	-4.2%	-4.0%	-4.3%	6.7%	-7.8%	-4.6%

한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.11.06)			변경 (2026.01.08)			참고 내용
	25~26년 EBITDA	Mutiple	EV	26년 EBITDA	Mutiple	EV	
사업가치 합계			12,584			11,942	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
태양광	924	12.2	11,267	1,148	9.2	10,558	(a) First Solar, 중국 주요 업체들 평균 적용
케미칼	157	6.7	1,052	151	5.6	848	(b) 대한유화, Westlake, Petronas 평균 적용
가공소재	41	6.5	265	60	9.0	537	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,384		3,769	5,731		4,012	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,709			10,584	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			57.8			52.8	(D): 2026년 1월 7일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			5,587			5,317	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수	174,467,885			174,467,885			
적정주가 (원)			32,021			30,478	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			32,000			30,500	기존 대비 -4.7% 하향 조정
현재주가 (원)			28,750			26,800	2026년 1월 7일 종가 기준
상승여력(%)			11.3%			13.8%	

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,883	12,332	13,464	14,727
현금 및 현금성자산		2,184	2,811	4,088	4,818
단기금융자산		318	321	324	327
매출채권		3,114	3,493	3,414	3,637
재고자산		4,258	4,686	4,629	4,946
비유동자산		19,154	20,414	21,547	22,455
유형자산		10,727	11,930	12,850	13,511
무형자산		1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계		30,037	32,745	35,011	37,182
유동부채		11,708	11,834	12,056	11,944
매입채무		2,610	2,410	2,451	2,443
단기차입금		5,110	5,460	5,560	5,410
유동성장기부채		1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채		7,722	9,022	9,222	9,372
사채		2,191	2,991	3,091	3,091
장기차입금		4,231	4,731	4,831	4,981
부채총계		19,430	20,857	21,279	21,316
지배주주지분		9,450	10,731	12,575	14,708
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금		4,132	3,288	3,006	3,014
기타자본항목		2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분		1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계		10,607	11,889	13,732	15,866

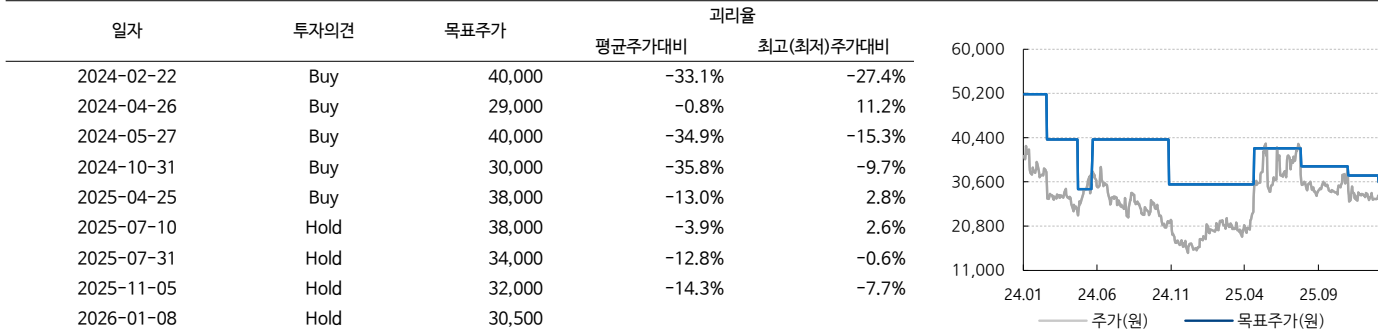
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		638	-869	1,137	539
당기순이익		-1,369	-792	-197	93
유형자산감가상각비		649	800	830	840
무형자산상각비		66	68	60	53
지분법관련손실(이익)		-327	-196	-107	-43
투자활동 현금흐름		-3,287	-1,211	-1,016	-732
유형자산의 처분(취득)		-3,344	-2,003	-1,750	-1,500
무형자산의 처분(취득)		-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감		-1,040	-317	-378	-339
재무활동 현금흐름		2,676	1,825	275	41
단기금융부채의증감		-	450	-	-150
장기금융부채의증감		2,688	1,300	200	150
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		226	627	1,277	730
기초현금및현금성자산		1,958	2,184	2,811	4,088
기말현금및현금성자산		2,184	2,811	4,088	4,818

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		12,394	13,388	13,615	14,358
증가율(%)		-5.2	8.0	1.7	5.5
매출원가		11,008	11,783	11,402	11,741
매출총이익		1,386	1,605	2,213	2,617
판매비와관리비		1,686	1,619	1,701	1,775
연구개발비		92	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-300	-15	512	842
증가율(%)		적전	적지	흑전	64.5
영업이익률(%)		-2.4	-0.1	3.8	5.9
이자수익		103	103	132	154
이자비용		548	621	575	529
지분법이익(손실)		-327	-196	-107	-43
기타영업외손익		-357	-330	-229	-305
세전계속사업이익		-1,424	-1,054	-261	124
법인세비용		-316	-261	-65	31
세전계속이익률(%)		-11.5	-7.9	-1.9	0.9
당기순이익		-1,369	-792	-197	93
순이익률(%)		-11.0	-5.9	-1.4	0.6
지배주주귀속 순이익		-1,404	-792	-197	93
기타포괄이익		2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익		757	1,333	1,929	2,219
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,050	-4,542	-1,127	533
BPS		54,163	61,509	72,077	84,304
CFPS		-3,949	431	3,971	5,648
DPS		300	300	500	500
Valuation(배)					
PER					50.3
PBR		0.3	0.4	0.4	0.3
PCR		-4.1	62.2	6.7	4.7
EV/EBITDA		31.4	18.7	10.6	8.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-16.0	-7.9	-1.7	0.7
EBITDA이익률		3.4	6.4	10.3	12.1
부채비율		183.2	175.4	155.0	134.4
순부채비율		96.4	95.4	74.7	60.0
매출채권회전율(x)		3.5	4.1	3.9	4.1
재고자산회전율(x)		3.2	3.0	2.9	3.0

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-