

2 H 2 5 O U T L O O K

ENERGY

2025.05.30 | OVERWEIGHT

No Signal



CONTENTS

01/	국제유가 전망	05
02/	정유/화학 전망	33
03/	유틸리티 전망	47
04/	기업 분석	57

Executive Summary

- 당사는 2025년 하반기 국제유가를 62달러/배럴로 기존과 동일하게 전망한다. 누적된 지정학 이슈의 피로감과 미, 중 관세 전쟁 유예 등의 이슈로 투기 수요 감소, 유가 횡보가 지속되고 있다. 이런 추세가 당분간 지속될 것이라 판단하며 OPEC+의 공격적인 증산 정책이 결정될 경우 본격적인 유가 하락이 이어질 것이라 전망한다. 미국과 이란의 핵협상, 베네수엘라 제재, 러시아 우크라이나 휴전 등 여러 가능성이 존재하나, 기본적인 수급 지표는 중장기적으로 석유 시장이 공급 과잉 상태를 지속할 것이라 보여주고 있다. 당사는 저유가 수혜 업종과 기업에 관심을 가져야 한다고 판단한다.
- 2025년 하반기 화학 산업은 중국의 노후화된 설비 폐쇄와 국제유가 하락으로 인한 원재료 나프타 가격 안정화로 수익성 개선이 기대된다. 미, 중 관세 영향이 존재하나 90일 유예되는 것으로 결정되었으며, 보편관세 10%가 실제 수요에 미치는 영향은 1% 내외로 추정된다. 정유 산업은 증설이 크지 않은 가운데 전기차 확대에 의한 중국 가솔린 수요 피크 아웃, 노후화된 화학 설비 폐쇄로 인한 나프타 수요 감소 영향을 받을 것이라 판단한다. 다만, REPower EU에서 제시된 2025년까지 러시아 LNG, PNG 스팟 계약 해지 및 2027년까지 장기계약 해지가 현실화될 경우 가스 가격 반등으로 석유 대체 수요가 발생해 업황 개선이 이어질 수 있다.
- 2025년 하반기 유틸리티 산업은 최근 낮아진 국제유가와 원/달러 환율 영향으로 기존 눈높이 대비 펀더멘털 회복 속도가 빨라질 전망이다. 또한 대선 결과에 따라 전력 인프라 투자 확대에 의한 공공요금 인상, 지역별 전력요금 차등화, 상법 개정 및 주주환원을 강화 등 주가에 긍정적인 이슈들이 현실화될 수 있다. 이미 국내 전력계통은 재생에너지가 늘어나며 한계생산원가로 결정되는 SMP가 구조적으로 낮게 유지되고 있어 한국전력의 실적 개선으로 이어지고 있다. 추가 요금 인상이 가능할 경우 역사적 밸류에이션 고점을 넘어갈 수 있다고 판단한다.
- 이런 점들은 고려해 당사는 2025년 하반기 에너지 업종의 투자의견을 Overweight로 제시하며, 한국전력, 지역난방공사, 롯데케미칼을 최선호주로 추천한다.

01

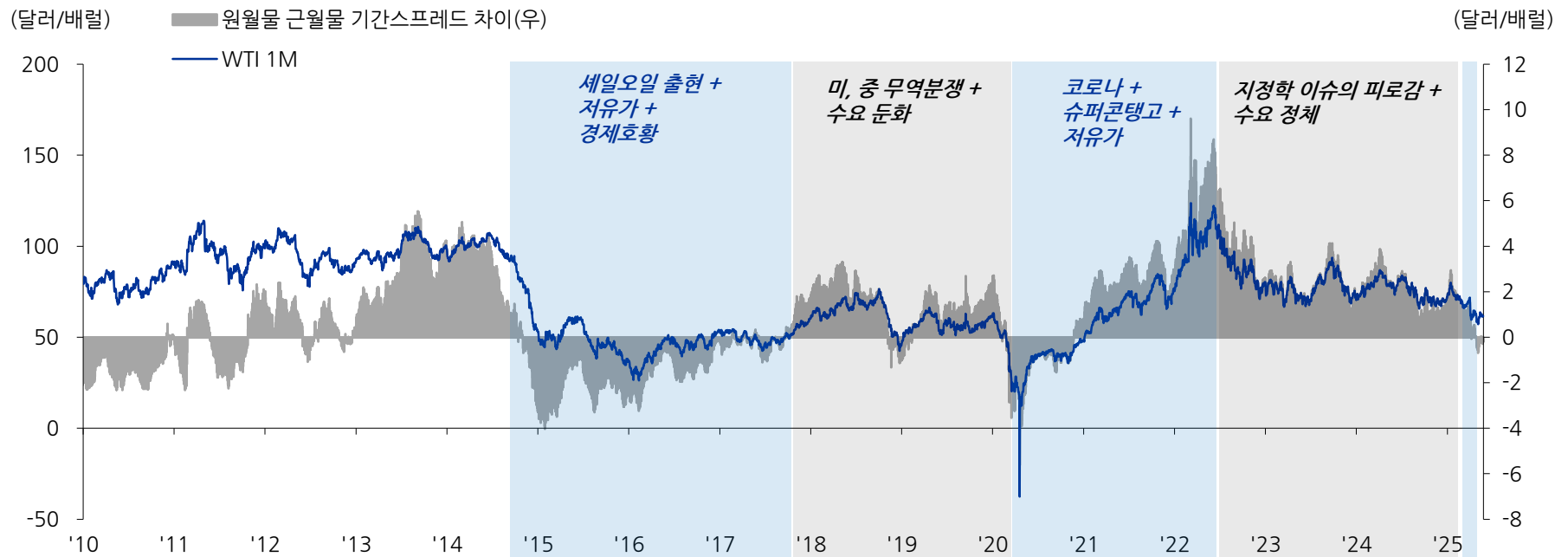
국제유가 전망

국제유가의 방향성은 아래로

변동성이 축소된, 안정된 우하향 전망

- 지정학 이슈 영향: 왼쪽 주머니에서 오른쪽 주머니의 이동 수준이며 실질 영향 적음. 오히려 시장에 피로감이 누적된 상황
- 무역 분쟁, 관세 전쟁: IEA는 1% 내외의 석유 수요 증가를 전망 중
- OPEC+ 증산: 보상감산 감안해도 현재 대비 최소 +40~50만b/d 이상 공급 증가
- 결론: 미국 생산량 둔화 감안 시, 작년 하반기와 수급 밸런스 전망의 큰 차이는 없을 전망. Base case 기준 국제유가 60~65달러/배럴 현재 수준 유지. 하반기부터 Non-OPEC 공급 증가하며 우하향. 6월 OPEC 회의에서 증산 규모 확대되며 추가 하락 전망

국제유가 선물 기간 스프레드 백워데이션에서 콘탱고로 전환

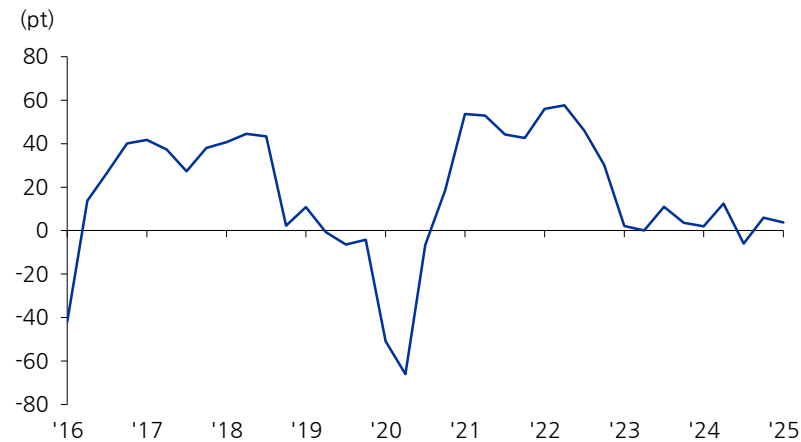


자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 E&P 활동지수 둔화

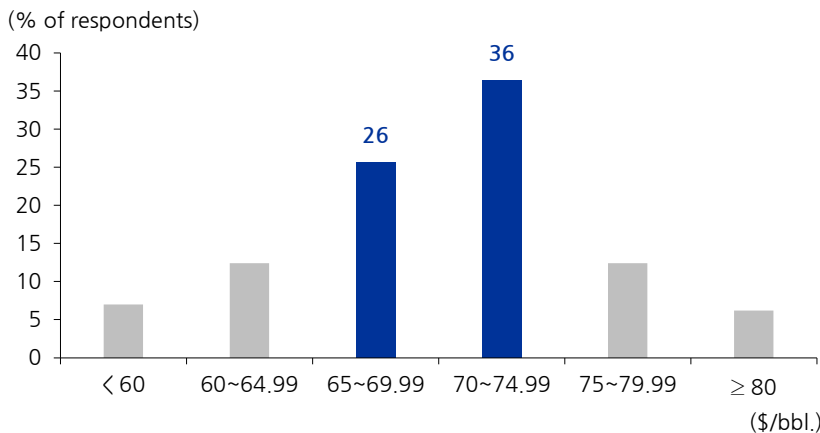
- E&P 업체들에 의하면 석유, 천연가스 생산량이 느린 속도로 증가, 시추 활동 지수는 하락(6.0 → 3.8)
- 미국 E&P 관계자들은 연말까지 에너지가격은 국제유가(WTI) 68달러/배럴로 전망해 설문조사 당시 유가와 큰 차이가 없을 것이라 시사
- 그러나 현재 유가는 이미 61달러/배럴까지 하락한 상황이며, 하반기에는 OPEC의 정책에 따라 불확실성이 더욱 확대될 가능성

E&P 활동지수 하락



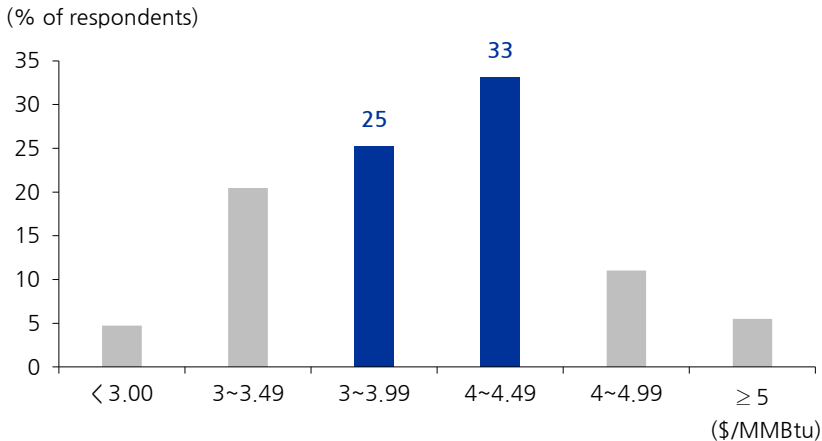
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

미국 E&P, 유전서비스 업체들의 국제유가 전망



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

미국 E&P, 유전서비스 업체들의 가스가격 전망



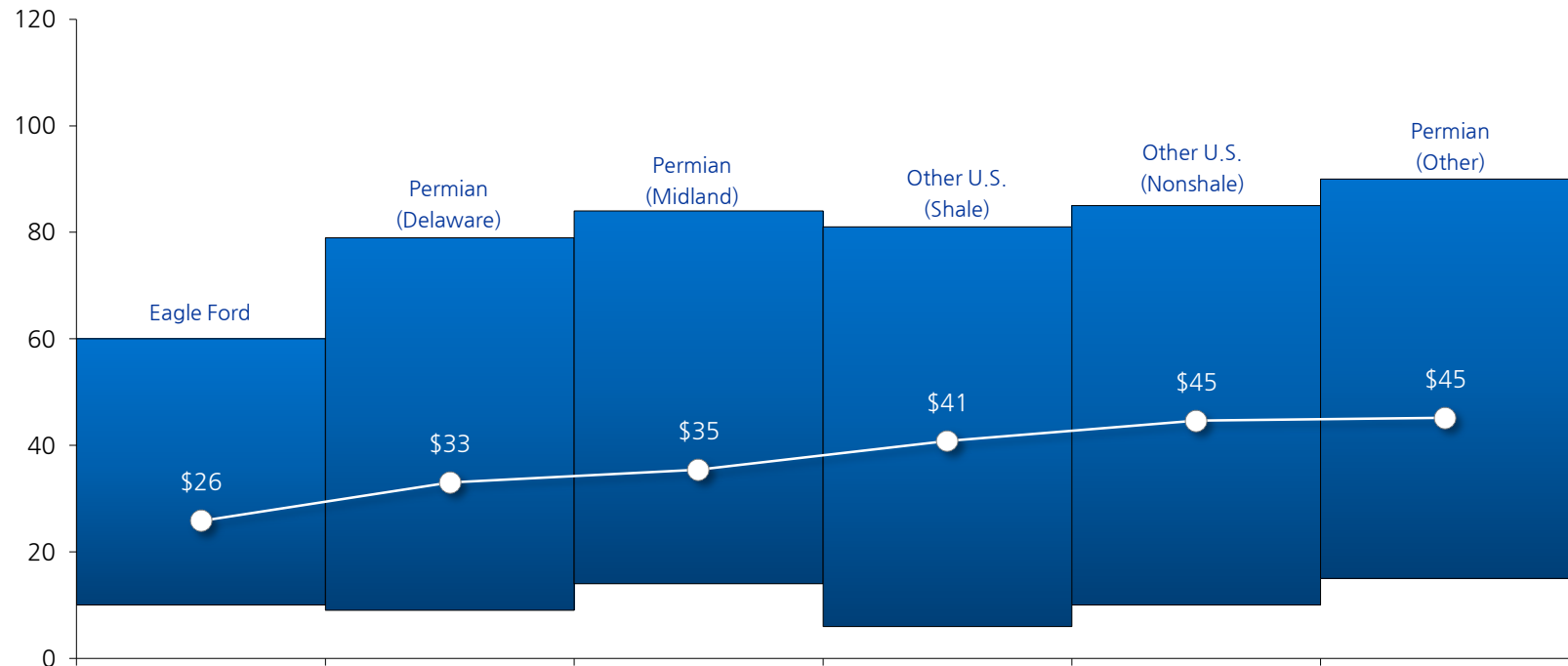
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

기존 유정 운영 비용은 평균 41달러/배럴

- E&P 회사가 기존 유전의 운영을 하기 위해 필요한 유가는 41달러/배럴로 작년 39달러/배럴에서 상승. 지역별로 다르나 평균 가격은 배럴당 26달러에서 45달러 사이에 분포
- 대부분의 회사는 현재 가격으로 기존 유정의 운영 비용을 충당 가능하다고 발표. 대형 기업들은 31달러, 소형 기업은 44달러가 필요

기존 유정 운영비 충당에 필요한 WTI 수준

(달러/배럴)



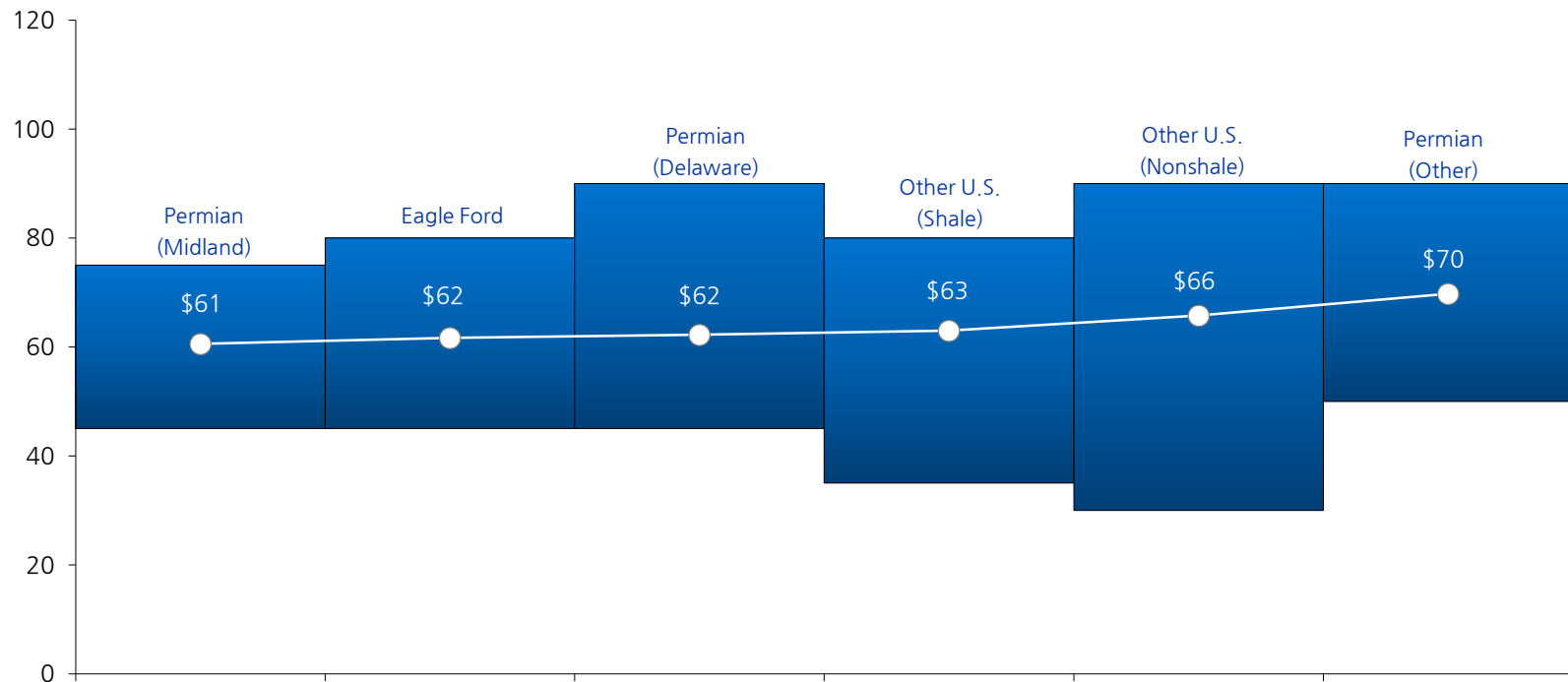
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

신규 시추 비용은 평균 65달러/배럴

- 신규 유정 시추를 위해 필요로 하는 평균 유가는 65달러/배럴로 현재 유가를 상회. 분지별로 수익성 있는 시추를 위한 평균 손익분기점은 배럴당 61달러에서 70달러 사이. 퍼미안 분지 손익분기점은 배럴당 평균 65달러로 작년과 동일
- 대형 기업은 61달러/배럴, 소형 기업은 66달러/배럴이 필요 → [미국 E&P 업계의 신규 유정 투자가 어려움을 시사](#)

신규 유정의 수익성 있는 시추에 필요한 WTI 수준

(달러/배럴)

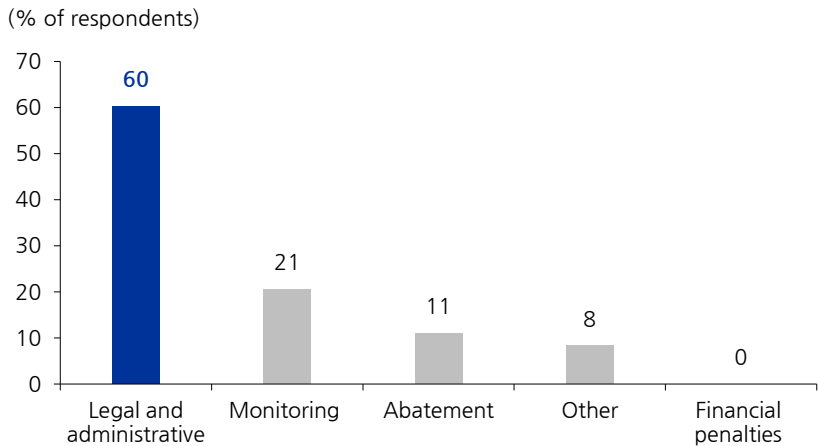


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

규제 비용은 2달러/배럴이나, 증가 가능성

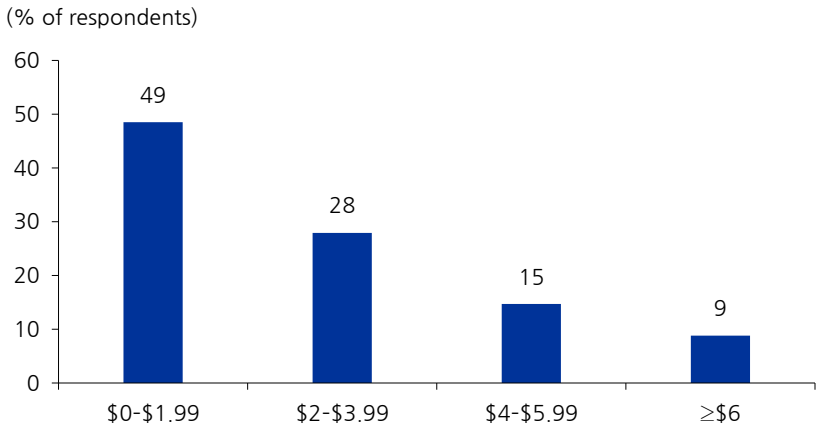
- 환경 규제 등 규제로 인한 비용은 배럴당 0~1.99달러 범위로 파악. 응답 기업의 28%는 배럴당 2~3.99달러라고 추정했고, 15%는 배럴당 4~5.99달러라고 언급. 생산량이 낮은 유정의 경우 최대 6달러 이상으로 생산원가 증가 전망
- 규제 비용은 대부분 법률 및 행정 비용(60%)으로 언급되었으며 온실가스 감축은 11% 수준
- 응답 기업의 21%는 규제 준수 비용이 소폭 증가할 것으로 예상하는 반면, 13%는 큰 증가를 예상

규제 준수 비용의 구성



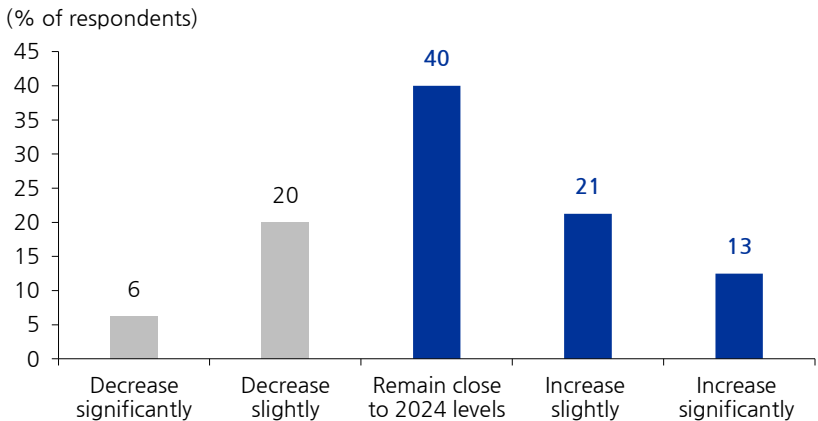
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

규제 준수를 위해 지출하는 배럴당 비용 추정치



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

2024년 대비 2025년 규제 준수 비용 예상 변화

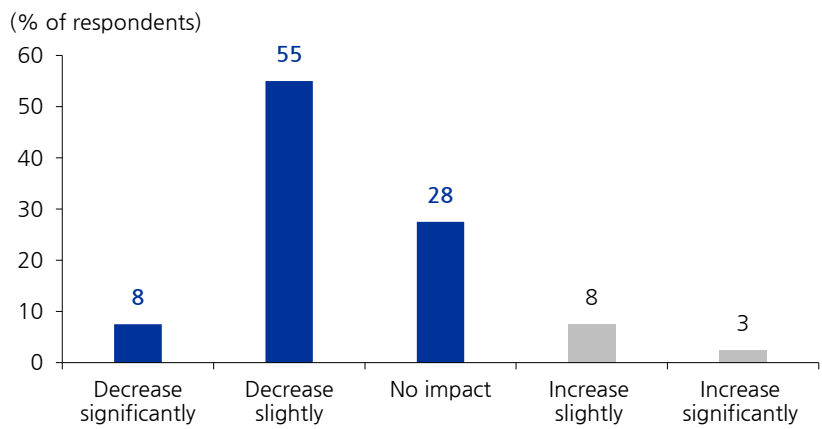


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

철강 관세 부과로 미드스트림 업황 둔화

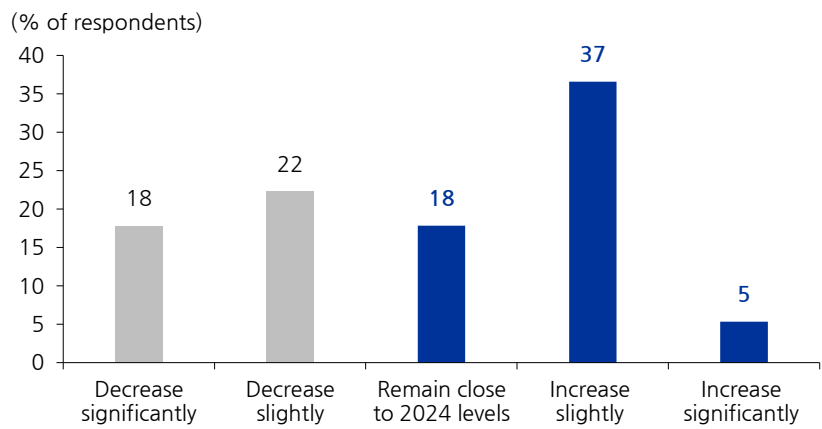
- 한편, 응답 기업의 37%는 미국 상류 석유 및 가스 부문의 인수합병(M&A) 총액이 소폭 증가할 것으로 예상 → [기존대비 M&A는 더디게 일어날 것으로 전망. 대형 오일메이저 업체들의 일부 소규모 업체 인수가 가능할 듯](#)
- 철강 관세 부과로 수익성 악화, 미드스트림 업체들의 수요 감소
- 특히 유정용 강관(tubular goods) 가격 상승으로 인해 완공된 유정 수는 감소할 수 있음

철강 관세가 2025년 미드스트림 수요에 미칠 영향 예상



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

2025년 미국 업스트림 석유·가스 부문 M&A 거래 금액 전망

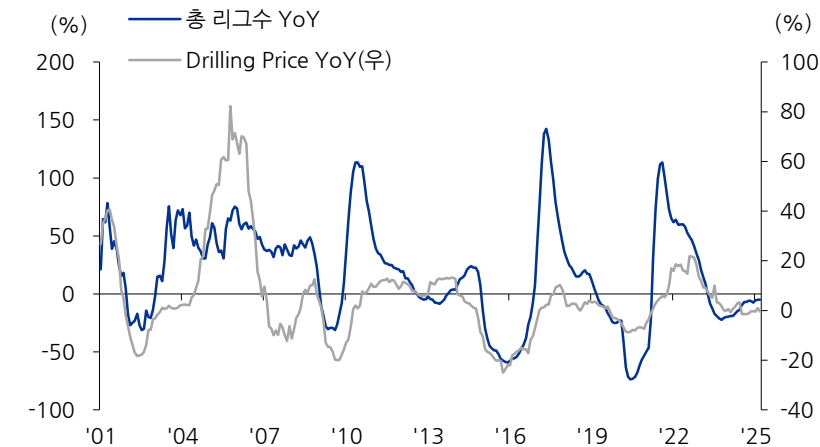


자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 유진투자증권

국제유가가 시추 투자를 19개월 선행 → 신규 투자의 어려움

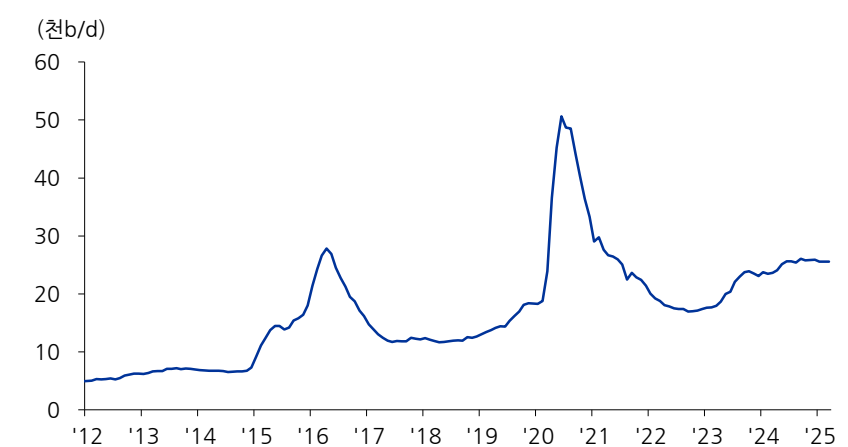
- 시추 원가가 상승해 있는 상황에서 신규 투자가 활발해지기는 어려울 전망
- 국제유가 변화가 시추 투자 의사결정에 19개월 선행
- 2025년 5월 기준으로 신규 투자는 전년대비 5% 감소 중이며, 현재 국제유가가 전년대비 21% 하락한 상황 고려 시, 투자가 활발해지기는 어려울 전망
- 유정당 생산량은 3만b/d로 과거 1만b/d 대비 높아 기업별 효율성 증대, 규모의 경제 효과는 나타나고 있음
- 이를 감안 시, 미국의 원유 생산량은 신규 투자가 제한된 상황 속에서 기존 유정을 활용하여 현 수준을 유지할 것으로 판단

시추정 투자 변화율은 -5%로 감소 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

유정당 생산량은 과거보다 크지만 정체 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

신규 투자 없이도 통합으로 인한 규모의 경제 효과 발생

엑손모빌, 600억달러에 美 셰일오일 혁명 선도한 파이오니어 인수

ExxonMobil agrees to buy shale group Pioneer in \$59.5bn deal

Acquisition is biggest for the supermajor in decades and expected to herald wave of consolidation

ExxonMobil has agreed to buy Pioneer Natural Resources in a \$59.5bn deal that is set to unleash a wave of consolidation in the US shale oil industry.

The biggest western oil supermajor said on Wednesday it had sealed an all-stock deal that values Pioneer at \$253 per share. The combination hands [Exxon](#) a dominant position in the Permian Basin, the vast field in western Texas and New Mexico that has helped turn the US into the world's largest oil and gas producer.

자료: FT, 유진투자증권

옥시덴탈, 120억달러에 퍼미안 분지 E&P 업체 크라운락 인수

Deals

Occidental Petroleum to expand Permian ops with \$12 billion deal for CrownRock

By Sabrina Valle, Sourasis Bose and Arathy Somasekhar

December 12, 2023 5:40 AM GMT+9 · Updated 22 days ago

HOUSTON, Dec 11 (Reuters) - Occidental Petroleum ([OXY.N](#)) on Monday agreed to buy closely-held U.S. shale oil producer CrownRock in a cash-and-stock deal valued at \$12 billion including debt, expanding its presence in the largest U.S. shale oilfield.

The deal comes amid a new wave of shale [consolidation](#) underpinned by [Exxon Mobil's](#) ([XOM.N](#)) \$60-billion proposed deal for Pioneer Natural Resources ([PXD.N](#)) and [Chevron's](#) ([CVX.N](#)) \$53-billion agreement for Hess ([HES.N](#)) in October.

자료: REUTERS, 유진투자증권

쉐브론, 530억달러에 헤스 인수해 가이아나 유전 확보

BUSINESS

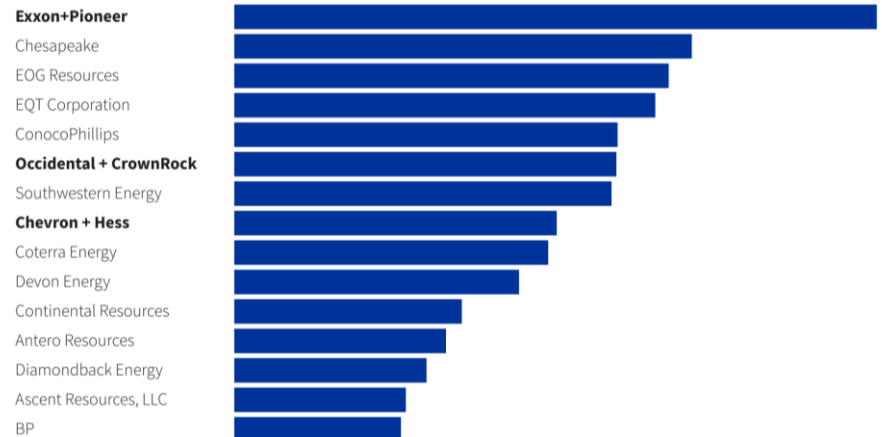
Chevron buys Hess for \$53 billion, 2nd megadeal in the oil patch this month as energy prices soar

Chevron is buying Hess Corp. for \$53 billion and it's not even the biggest acquisition in the energy sector this month as major producers seize the initiative while oil prices surge.

Crude prices rose sharply in early 2022 with Russia's invasion of Ukraine and are hovering around \$90 per barrel after ticking another 9% higher this year. That has made big drillers cash rich and they are looking for places to invest.

자료: AP News, 유진투자증권

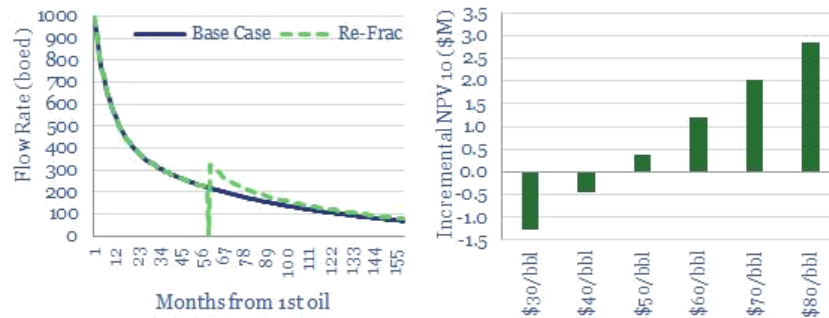
인수 후 미국 상위권 셰일 업체들의 생산규모



자료: REUTERS, 유진투자증권

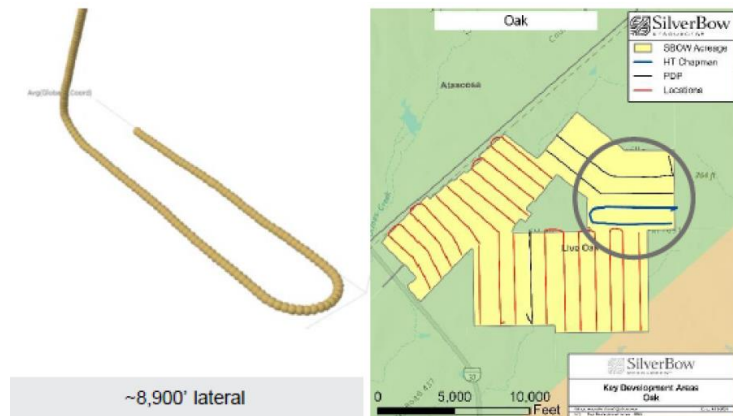
기술 발전과 효율화로 생산성 향상

1) 리프랙(Re-frac): 기존 세일 유정에서 추가로 회수. +60% 증가



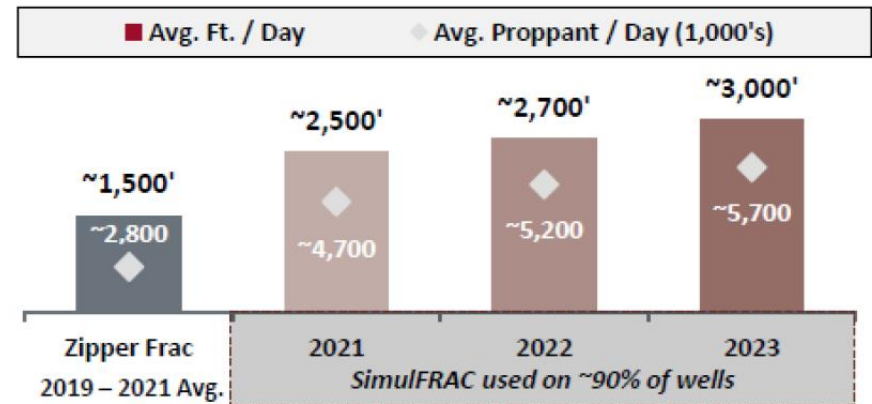
자료: Thunder Said Energy, 유진투자증권

3) U턴 굴착: 수평선에서 더 나아가 U자로 시추



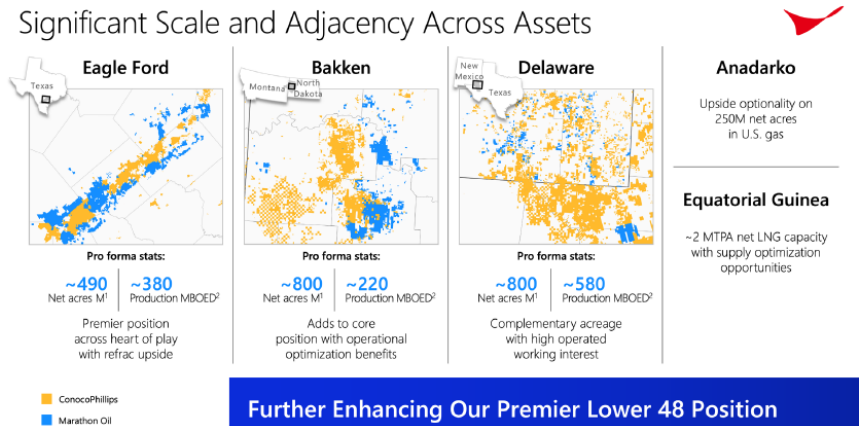
자료: SilverBow, 유진투자증권

2) 사이멀프랙(Simul-frac): 여러 유정을 동시에 파쇄



자료: Diamondback energy, 유진투자증권

4) 수평 굴착 연장: 기존 3km에서 최대 5km로 시추 길이 증가

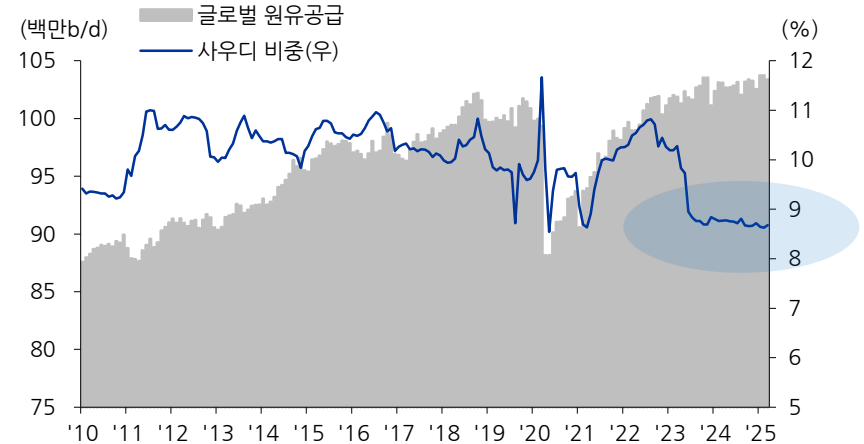


자료: ConocoPhillips, 유진투자증권

미국 석유 공급은 현 상태 유지 전망

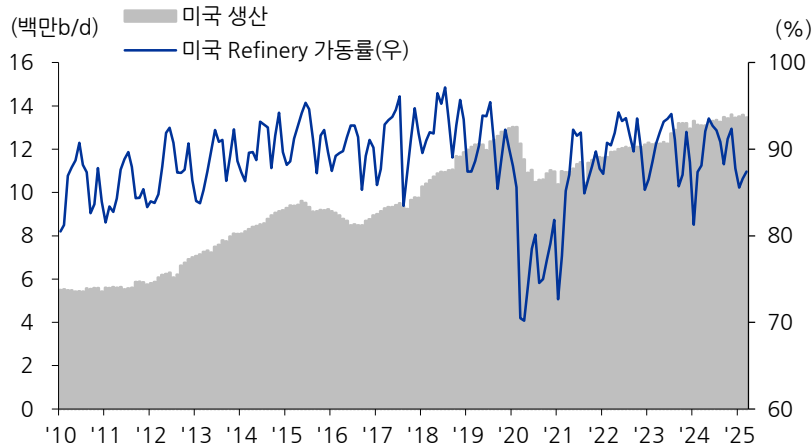
- 세계 원유 공급량은 OPEC 증산으로 증가 지속될 전망
- 다만, 미국은 시추 효율 향상, 자산 효율화에도 신규 투자가 크게 증가하지 않으며 현 수준 유지할 전망
- 사우디는 카타르, UAE 등 감산 쿼터를 지키지 않는 국가들에게 노골적인 불만을 나타내는 중
- 6월 OPEC 회의에서 증산 규모가 더욱 커질 가능성 존재

사우디의 원유 생산 다시 증가세 돌입 전망



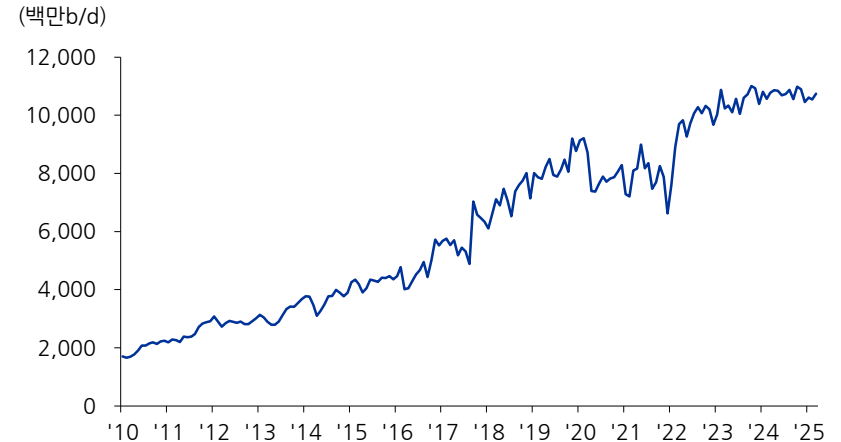
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 생산량 지속 증가 정체 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

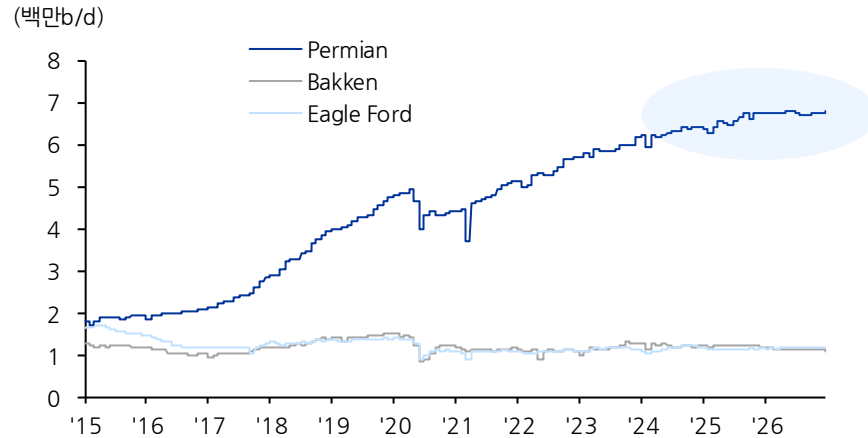
미국 석유 제품 수출량 현 수준 유지 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

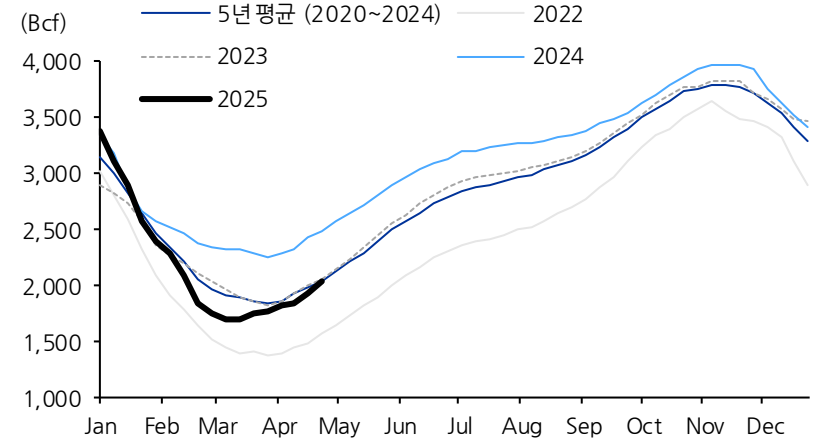
기존 유정을 활용한 생산량 유지 전망

미국 주요 셰일오일 생산량 정체



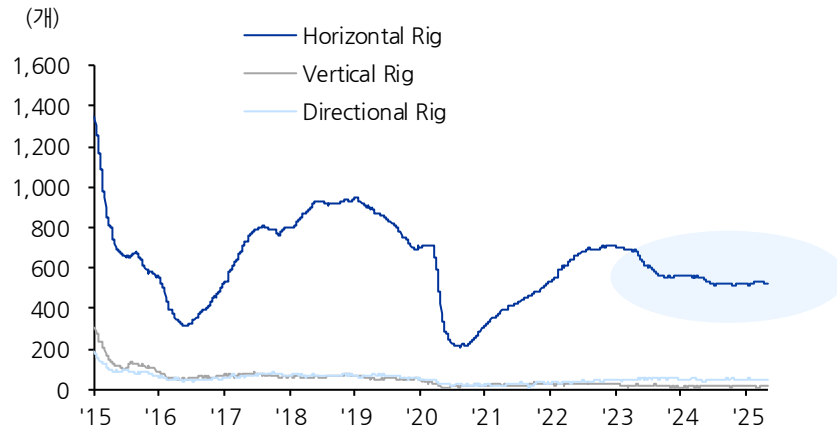
자료: EIA, 유진투자증권

미국 천연가스 재고량



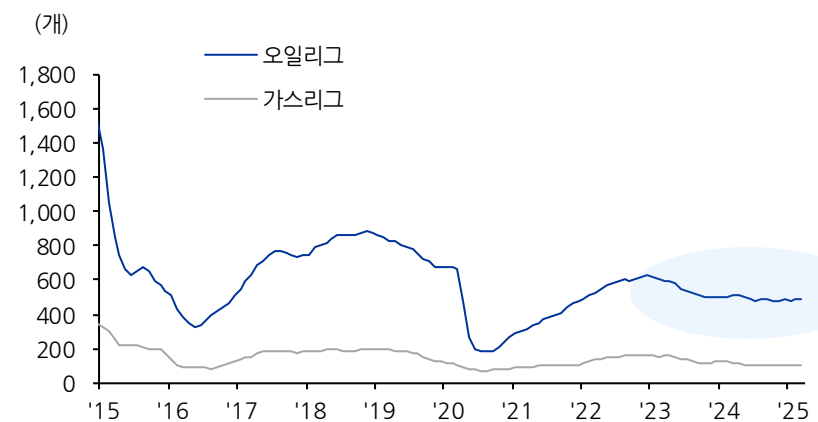
자료: EIA, 유진투자증권

미국 천연가스 시추 수평, 수직 리그 수 정체



자료: EIA, 유진투자증권

미국 원유, 가스 리그 수 정체

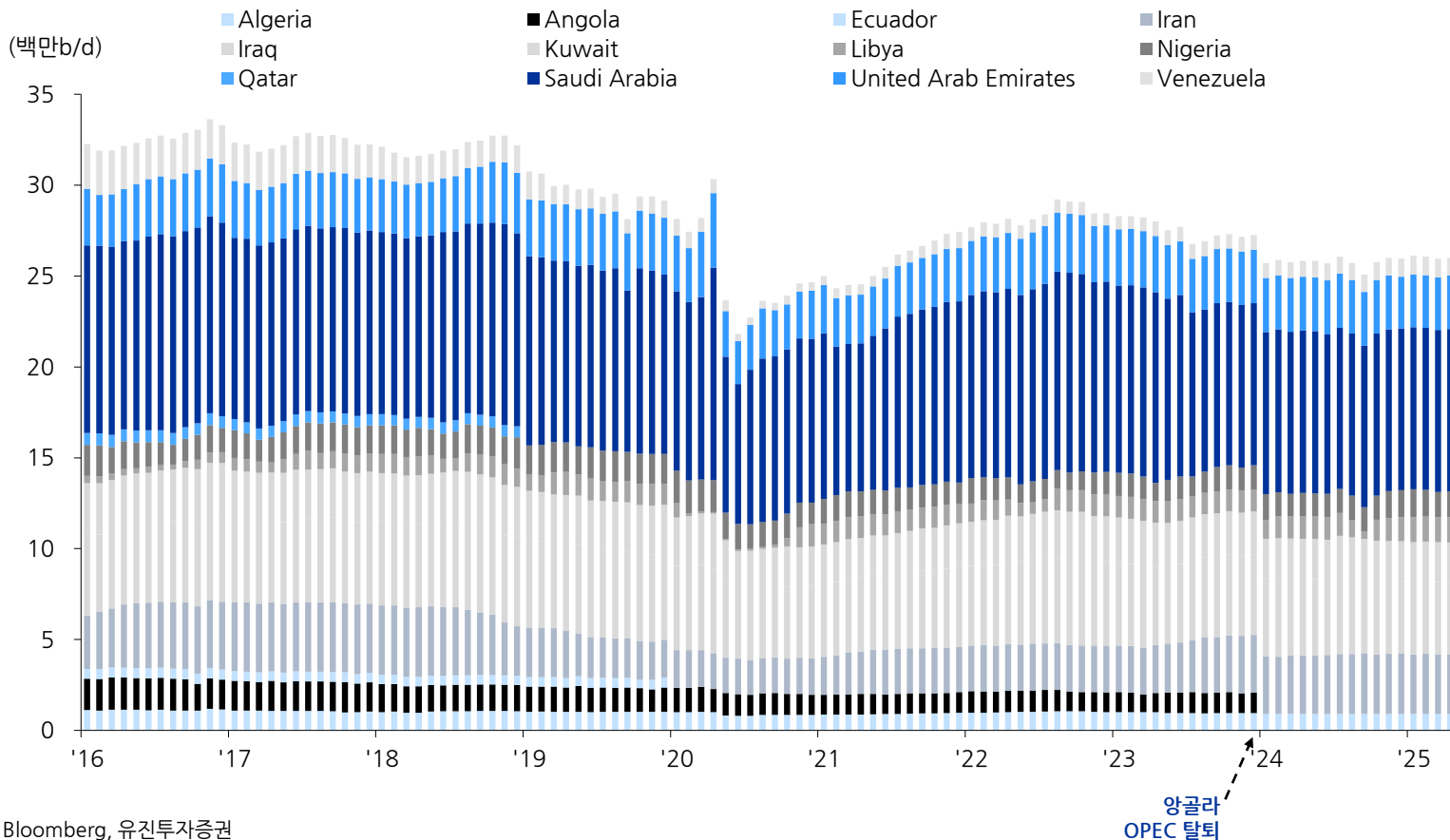


자료: EIA, 유진투자증권

OPEC 생산량 증가 속도가 중요 ①

- OPEC은 지난 2달 동안 82만b/d 생산량 증가를 결정. 37.5만b/d 보상 감산 할당을 제외하면, 생산량 증가는 42.5만b/d 수준. 현재 미국 소규모 유정 생산량 감소량 21.5만b/d 고려해도 여전히 OPEC의 증산 규모가 이를 초과
- OPEC의 2030년까지 여유 생산능력 740만b/d 증가 정책 여전히 유효하며, OPEC의 가격 우선 정책은 이미 실패해 생산량 확대 전망

OPEC 국가별 산유량



OPEC 생산량 증가 속도가 중요 ②

2025년 OPEC 생산량 추이 및 전망

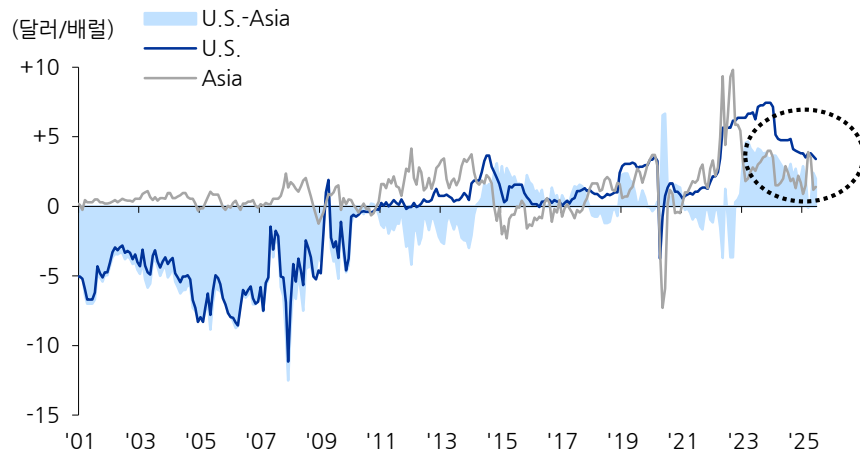
(천b/d)	2025년									
	1~3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
알제리	908	911	914 ▷ 919	917 ▷ 928	919	922	925	928	931	934
이라크	4,000	4,012	4,024 ▷ 4,049	4,037 ▷ 4,086	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110
쿠웨이트	2,413	2,421	2,428 ▷ 2,443	2,436 ▷ 2,466	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481
사우디아라비아	8,978	9,034	9,089 ▷ 9,200	9,145 ▷ 9,367	9,200	9,256	9,311	9,367	9,422	9,478
UAE	2,912	2,938	2,963 ▷ 3,015	2,989 ▷ 3,092	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144
카자흐스탄	1,403	1,416	1,477 ▷ 1,486	1,482 ▷ 1,500	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509
오만	759	761	764 ▷ 768	766 ▷ 775	768	771	773	775	778	780
러시아	8,978	9,004	9,030 ▷ 9,083	9,057 ▷ 9,161	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	3,214
감산 8개국	30,351	30,497	30,689 ▷ 30,963	30,829 ▷ 31,375	30,963	31,102	31,236	31,375	31,511	31,650
OPEC+ 합계	35,547	35,693	35,885 ▷ 36,159	36,025 ▷ 36,571	36,159	36,298	36,432	36,571	36,707	36,846

자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국, 아시아 OSP 하락 → 수요 부진 암시

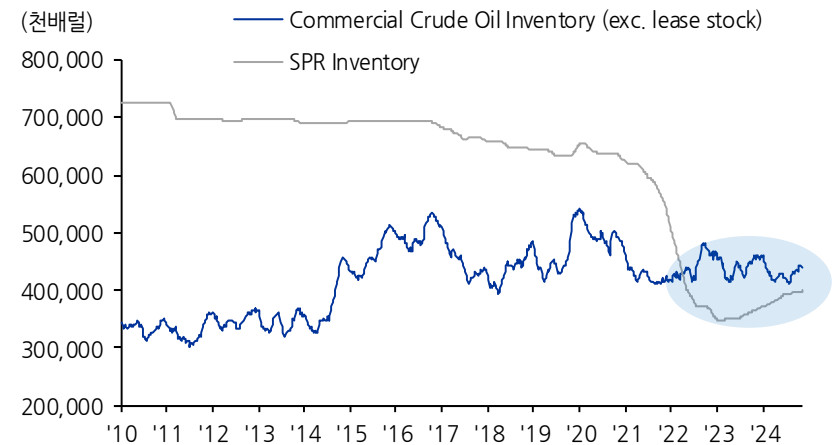
- 미국, 아시아 OSP가 함께 하락 중으로 전반적인 수요 둔화 우려 지속
- 현재 원유 시장은 백워드이션에서 콘탱고로 전환되었으며, 트레이더들의 투기 수요도 크게 증가하기 어려운 국면
- 트럼프 대통령의 전략비축유 확보 정책으로 상업용 재고 관점에서는 가수요 증가로 해석 가능하나, 실수요 부진으로 효과가 적은 상황
- 6월부터 하반기 시작될 드라이빙 시즌과 실수요의 변화가 중요

미국 및 아시아 OSP 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국의 전략비축유 추이

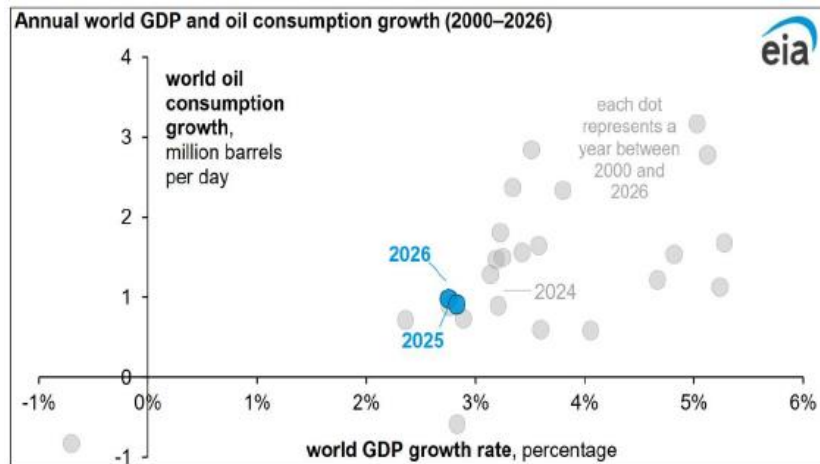


자료: EIA, 유진투자증권

주요 기관은 1% 수준의 수요 성장 전망했지만

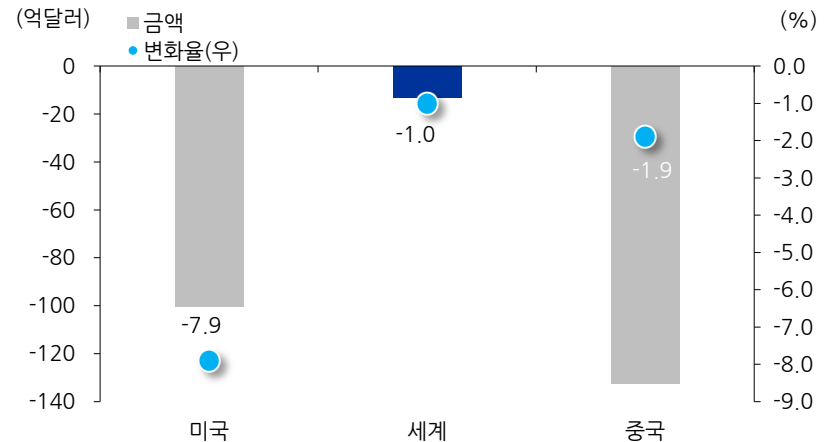
- 무역협회가 전망하는 세계 보편관세 부과로 인한 무역 규모 감소는 1% 수준
- 현재 미국과 중국의 관세 부과는 90일 유예된 상황이나, 보편관세 10%는 유지될 가능성 높음
- EIA, IEA에서 전망하는 관세 부과 후 석유 수요 증가 전망은 연 1% 내외로 기존과 큰 차이가 없음
- 그러나 무역협회 전망과 종합해서 판단해보면 수요 증가 규모는 매우 미미할 것으로 추정

관세 감만한 석유 수요 증가 규모는 1% 내외



자료: EIA, 유진투자증권

보편관세 부과로 인한 수출 감소 영향

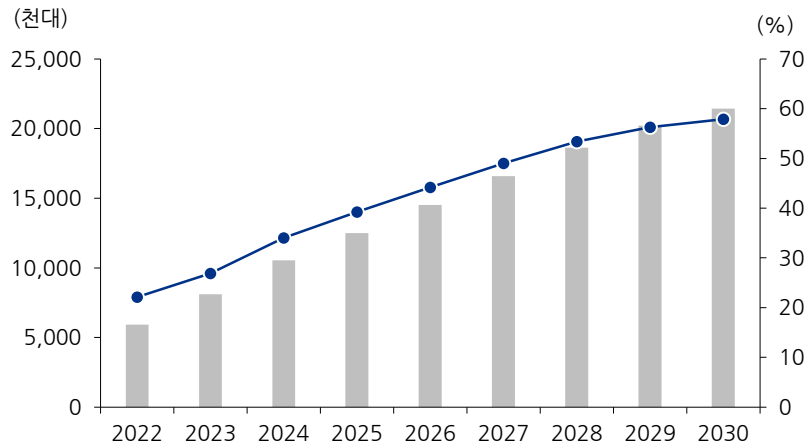


자료: 무역협회, 유진투자증권

중국 석유 수요 증가 둔화 진입 ①

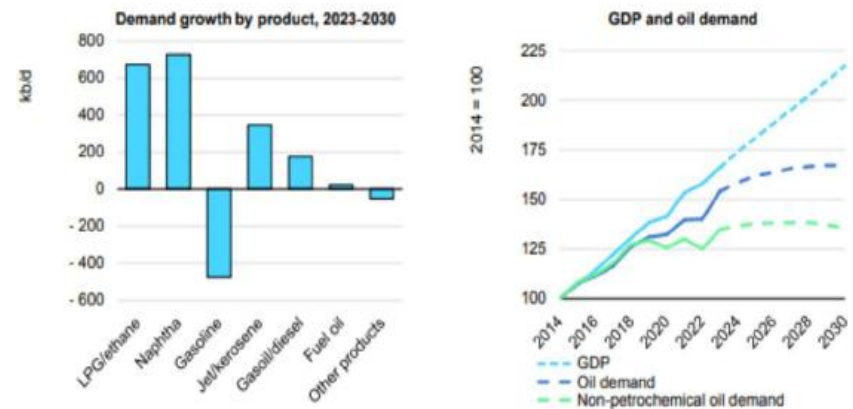
- 자국 브랜드를 중심으로 중국 전기차 판매량 증가 지속 중
- 2025년부터는 전체 자동차 판매량의 절반 수준이 전기차로 판매되고 있음
- 중국의 석유 수요 증가를 이끄는 것은 화학 산업이나, 2025~2026년에는 설비 폐쇄가 계획되어 있어 단기 수요 성장에 걸림돌로 작용

중국 전기차 침투율 확대로 가솔린 수요 성장은 피크 아웃



자료: 유진투자증권

석유화학을 제외하면 중국 석유 수요는 크게 증가하기 어려움

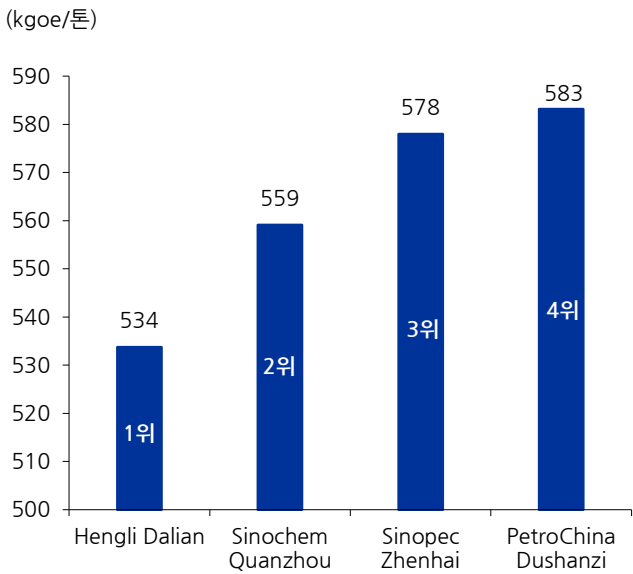


자료: IEA, 유진투자증권

중국 석유 수요 증가 둔화 진입 ②

- 2022년 기준, 에틸렌 생산 부문 에너지 효율 최상위 업체들의 단위제품당 에너지 소모량은 564kgoe/톤 수준으로, 4위인 페트로차이나의 Dushanzi 크래커가 NDRC 권장치 590kgoe/톤을 겨우 충족하는 모습
- 통상 연식이 짧고 대규모인 플랜트일수록 에너지효율이 좋다는 것을 고려 시, 노후화된 중소규모 에틸렌 플랜트들의 대규모 폐쇄 가능성 존재
- 2005년까지 도입된 소규모 설비(평균 50만톤 이하)는 폐쇄될 가능성 높음 → 석유 수요 성장 둔화 요인

中 에너지효율 상위 4개사의 에틸렌 생산 효율 (2022)



자료: NDRC, 유진투자증권

中 플랜트별 에틸렌 CAPA (2022, 천톤)

Hengli Dalian 1,500	PetroC... Dushanzi 1,250	1,100	1,000	850	850	850	850	845
		SINOPEC Quanzhou 1,100	1,000	800	750	650	625	625
1,400	1,250		1,000	800	600	450	450	450
		1,100	1,000	800	370	300	300	300
1,400	1,200	SINOPEC Zhenhai #1	950	800	600	370	300	250
					450	360	300	250
		SINOPEC Zhenhai #2 1,052	900	750	450	360	300	280
1,300	1,200				450	350	300	270
								194

자료: S&P Global, 유진투자증권

*2005년 이전 평균 규모 42만톤, 총 1천만톤이 폐쇄될 전망

국제 에너지 가격 변동성 축소되며 관망세 유지 중

■ 국제유가

변동성이 축소된 가격 범위 지속 중. 지정학 이슈가 발생하지 않는 한 공급 증가 규모가 더 클 것이라 예상되고 있음 → [원유 투기 수요 감소 요인](#)

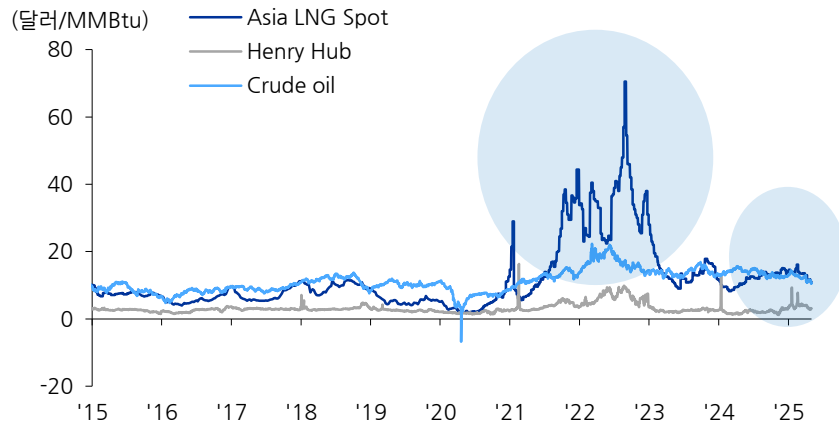
■ 천연가스

지정학 리스크 부각되지 않으며 변동성 축소. 원유와 가격 차이가 없어진 상황 → [원유 투기 수요 감소 요인](#)

■ 석탄

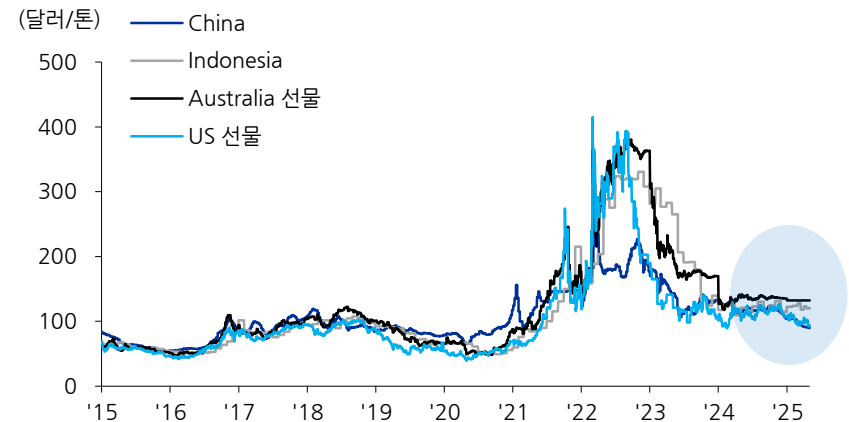
추가 하락 없는 동일한 가격 유지 중 → [원유 투기 수요 감소 요인](#)

국제유가, Asia LNG, 미국 헨리허브 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

세계 석탄 가격 추이



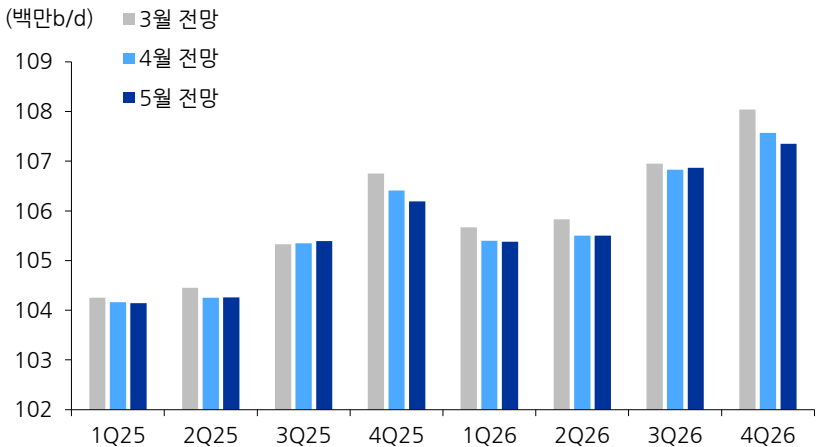
자료: Bloomberg, 유진투자증권

수요 전망은 지속 하향 조정 중이고, 공급 전망은 유지 중

기존 보다 수요 전망은 하향 조정되는 중

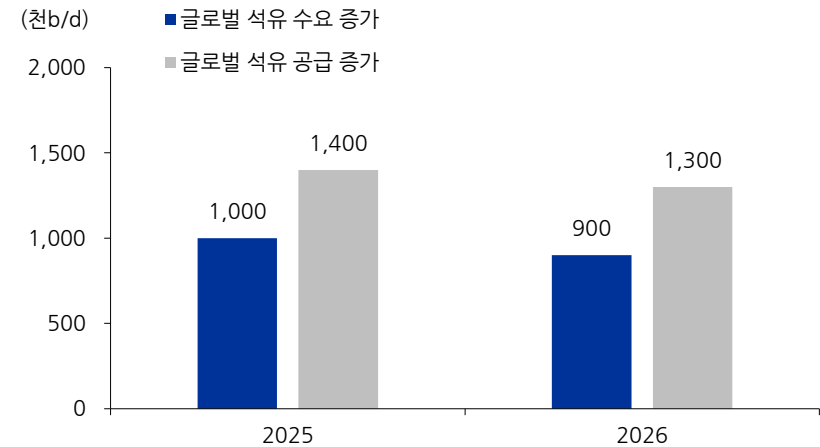
- IEA, EIA, OPEC 모두 2025년 석유 수요 전망 하향 중
- 수요 전망 하향은 경기 침체 및 미국의 관세 부과 때문
- 2025년 수요 전망은 +100만b/d로 전망되며, 공급은 +140만b/d 증가해 공급 과잉 국면 지속될 전망
- 당사 추정은 석유 수요 증가 없는 현 수준 유지, 공급은 IEA와 동일 수준의 증가

OPEC 분기별 수요 전망 변화



자료: OPEC, 유진투자증권

IEA의 원유 수급 전망

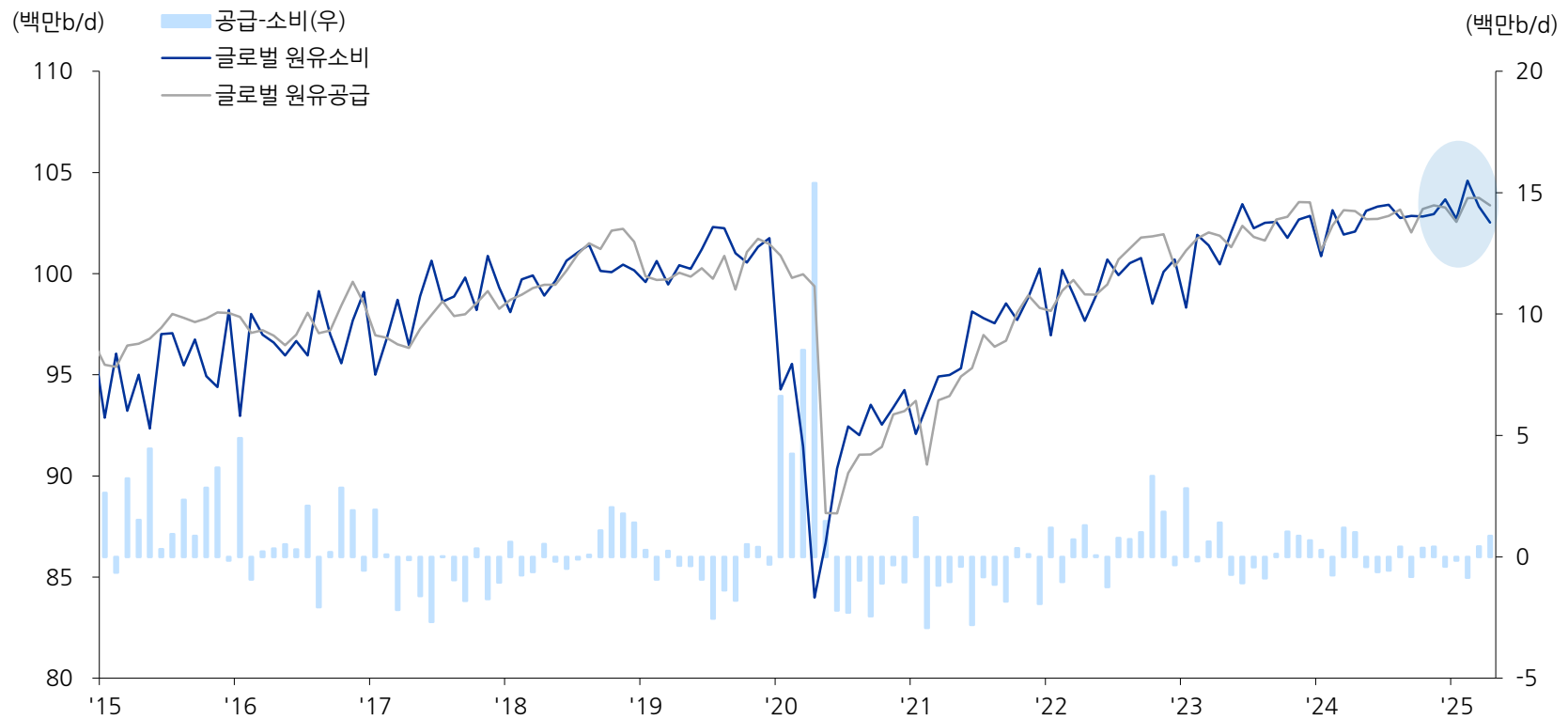


자료: IEA, 유진투자증권

원유 수급 전망, 여전히 공급이 수요를 초과

- 현재 수급은 공급이 수요를 40만b/d 초과하고 있음. 2025년말까지 공급 증가 +140만b/d로 추정되므로 기본적으로 지금보다 +180만 b/d 이상 재고 증가 전망
- OPEC의 실제 생산량 증가 속도가 빠르지 않아 6월 회의에서 결정되는 규모가 중요하다고 판단. **현재 상황에서 공급이 추가될 경우 +200만b/d의 공급 초과 전망**

국제유가 수급 동향

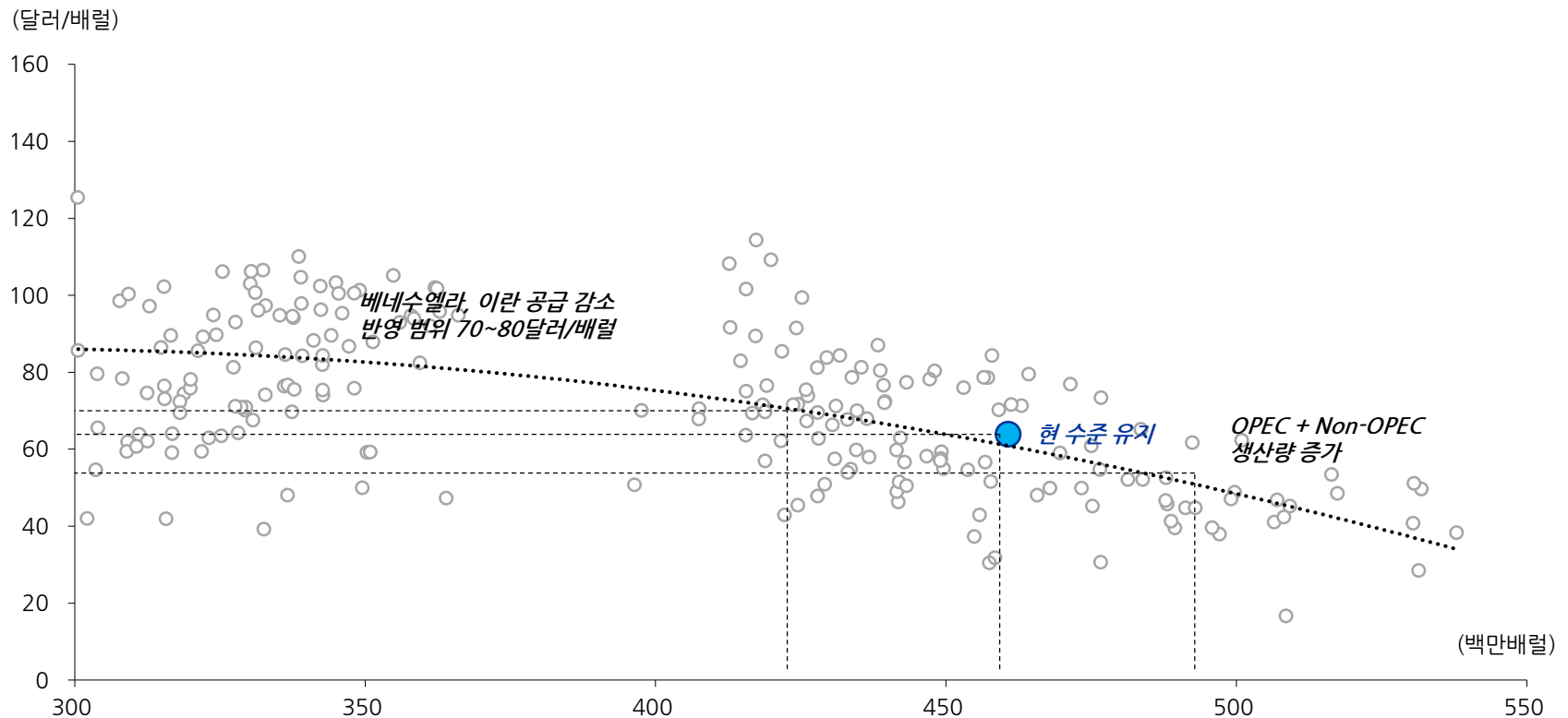


자료: Bloomberg, 유진투자증권

원유 재고와 국제유가

- Base scenario: 당사 추정 미국 상업용 원유 재고는 4.6억배럴이며, 이때 과거 평균 유가는 60~65달러/배럴 → [기준과 동일](#)
- Best scenario: 베네수엘라, 이란의 공급 감소 반영 시, 120만b/d의 수요 > 공급 초과 가능성 → [75달러/배럴. 단, 가능성 낮음](#)
- Worst scenario: 하반기까지 Non-OPEC 생산량 증가, 6월 사우디의 결단 발생 시 → [60달러/배럴 붕괴되며 50달러/배럴까지 하락](#)

원유재고와 국제유가의 상관관계

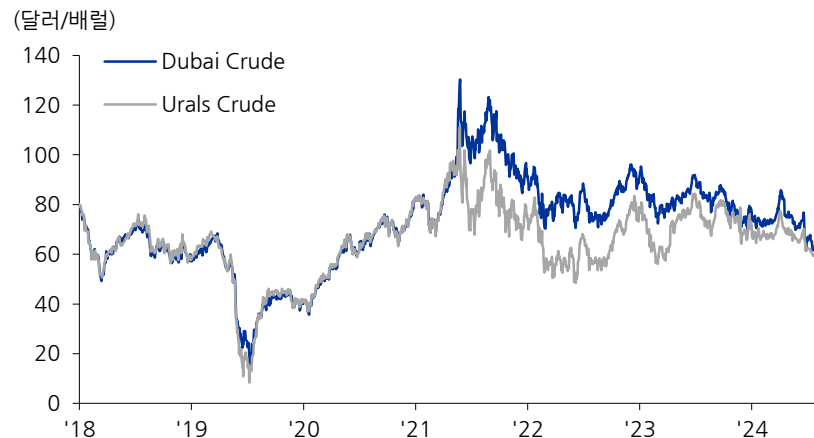


자료: Bloomberg, 유진투자증권

(참고) 우크라이나 vs. 러시아 ① 러시아 원유 가격 상한제

- EU는 러시아산 원유 가격 상한선을 2022년 합의된 60달러에서 50달러로 인하하는 방안 제안. 러시아가 제3국에 석유를 수출할 때 서방 보험 서비스를 이용하지 못하도록 제한하는 조치. 우크라이나는 30달러로 더 낮춰야 한다고 주장
- G7 재무장관 회의에서 미국은 유가 하락이 이미 러시아에 타격을 주고 있다고 언급, 논의 지속 예정
- EU와 서방 동맹국들은 러시아의 가격 상한 회피용 그림자 선박을 점진적으로 단속 중. EU는 18번째 제재 패키지를 채택하며 그림자 선박 340척을 제재 대상에 포함. 러시아산 원유를 운송하는 그림자 선박 제재 강화는 푸틴에 실질적 타격 부족
- 러시아산 석유·가스를 수입하는 국가(중국, 인도)에 대한 제재와 G7 가격 상한선 대폭 인하가 적용되어야 영향이 있으나 미국은 애매한 스탠스를 지속 중

Dubai와 Urals 유종 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

EU 러시아산 원유 가격 상한선 인하 제안

EU likely to propose to G7 lowering price cap on Russian oil to \$50 per barrel

By Jan Strupczewski

May 19, 2025 9:49 PM GMT+9 · Updated 10 days ago



자료: REUTERS, 유진투자증권

(참고) 우크라이나 vs. 러시아 ② 배상 담보 대출

- 트럼프 대통령의 러시아 제재 강화 의지가 애매함. 푸틴과 협상을 시도할 가능성 있으며, 유럽을 배제한 비밀 합의 가능성도 존재. 유럽은 독자적 대응을 통해 러시아를 견제하고자 함. EU는 동결된 러시아 중앙은행 자산 3,000억 달러를 활용하는 방안(벨기에 약 2,500억 달러, 영국 340억 달러, 미국 50억 달러 보유)을 제시
- 국제 배상청구 위원회가 향후 러시아의 전쟁 배상책임을 인정할 가능성 존재. 이를 활용해 우크라이나가 배상청구권을 담보로 자금을 대출받는 방안 고려. 러시아 자산은 여전히 동결 상태를 유지하고, 유럽·영국·캐나다 등 국가들이 선제적으로 우크라이나에 500억 달러를 대출, 배상 판결 확정 시 러시아가 지급, 불이행 시 해당 자산에서 충당
- 6월 G7 정상회의(캐나다 총리 주최)에서 배상 담보 대출 공식 출범 제안 가능성. 우크라이나의 연간 외부 자금 수요는 1,000억 달러이며, 6개월마다 500억 달러를 대출 방식으로 충족 가능 → 러시아가 휴전을 수락하면 대출 중단
- 휴전 위반 시 다시 500억 달러 대출 실행 → 궁극적으로 러시아 자산에서 자금 조달 → 현실적으로 러, 우 전쟁이 하반기에는 종료될 가능성 → 러시아 제재 해제 → 원유 공급 증가 → 유가 하락 가능성 존재

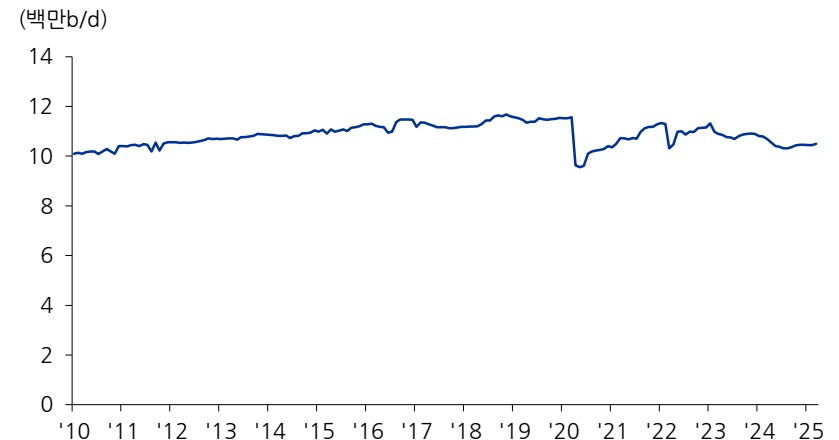
트럼프 대통령의 러시아에 대한 긍정적 발언

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



자료: REUTERS, 유진투자증권

러시아 석유 생산량 추이



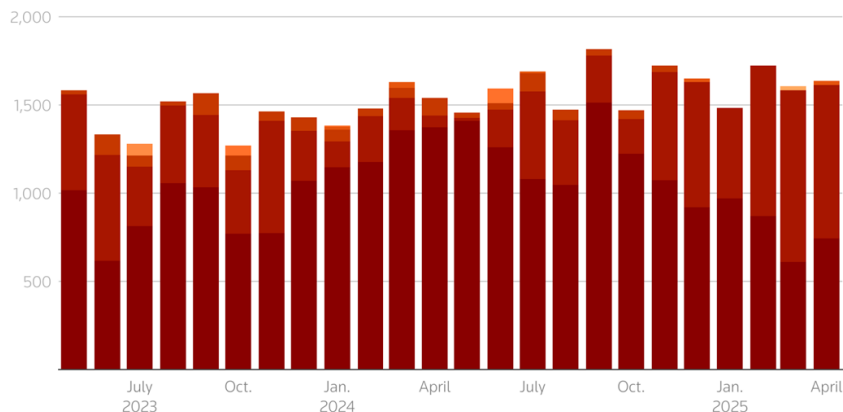
자료: Bloomberg, 유진투자증권

(참고) 이란 제재 해제

- 트럼프 대통령은 이란에 대해 이중 전략(dual-track) 추진. 군사 행동을 언급할 만큼 강하게 압박하면서 협상을 동시에 추진
- 이란의 원유는 대부분 중국, 인도로 흘러 들어가고 있음. 중국 통계상 이란 원유 수입은 없다고 표시되나, 실제로는 차명회사, 그림자 선박 (dark fleet)을 통한 우회 수입 존재
- Kpler는 2024년 기준 이란의 하루 160만 배럴 수출 중 77%가 중국으로 유입되고 있다고 추정. 2025년은 제재 강화로 중국 비중 평균 50% 수준으로 하락. 이 영향으로 이란산 원유 부유 시설의 저장량은 2023년 11월 이후 최고치를 기록 중이며 제재 해제 시 즉시 시장에 유입될 가능성이 높은 것으로 전망되고 있음. 이란 원유 생산량은 하루 330만 배럴이며, 제재 해제 시 6개월 내 추가 50만 배럴/일 증산 가능
- 다만, 사우디 등 경쟁 산유국에게는 부담 요인으로 작용. 사우디는 현재 가격 전쟁 중으로 이란 복귀 시 가격 결정자 영향이 더 낮아질 수 있음
- 트럼프 대통령의 중동 방문, 미국과 이란의 핵 협상과 맞물려 복잡한 상황

이란의 국가별 원유 수출량 추이

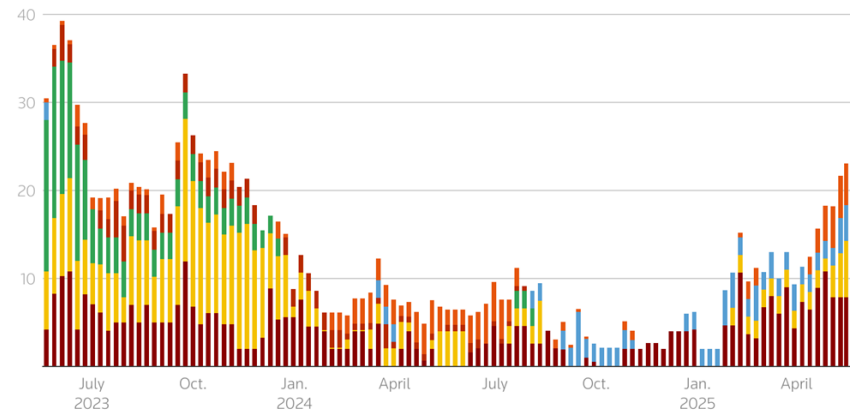
● China ● Unknown ● Syria ● Malaysia ● Brunei ● Venezuela ● South Korea



자료: Kpler, 유진투자증권

이란산 원유 부유 시설 저장량 추이

● Singapore Strait ● Yellow Sea ● Mideast Gulf ● Gulf of Oman ● South China Sea ● Other

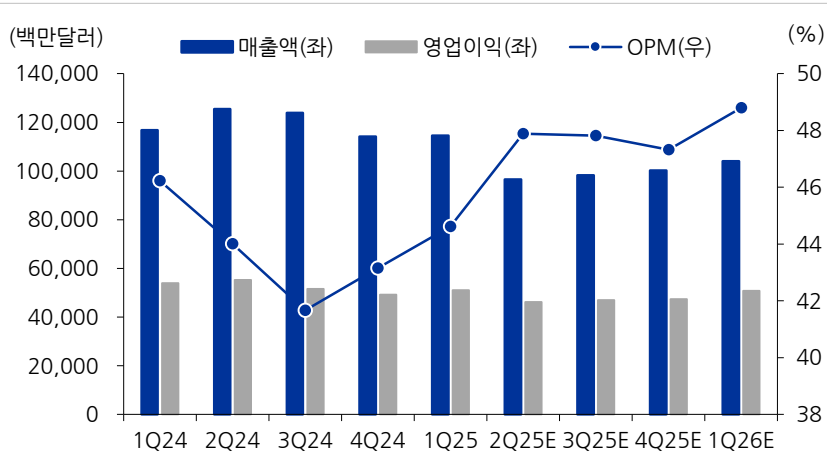


자료: Kpler, 유진투자증권

(참고) 사우디의 복잡한 셈법

- 사우디 아람코(Aramco)는 자산 매각 통한 자금 조달 검토 중. 아람코는 유가 하락으로 실적 악화되며 올해 배당금 1/3 감액 예정
- 아람코는 항공, 건설, 스포츠 등 다양한 사업 부문에 투자 중이며, 자산 매각 시 지분 과반 유지 계획. 사우디의 재정 균형 유가는 90달러/배럴을 상회. 아람코는 최근 1) 중국 정유 설비 투자, 2) 칠레 연료 유통사 Esmac 지분 인수, 3) 미국 LNG 기업 MidOcean 투자를 결정하며 지역 및 사업 다각화 추진 중
- 트럼프 대통령 사우디 방문 직후, 미국 기업들과 최대 900억 달러 규모의 MOU 34건 체결. 미국이 원하는 저유가 시대에 동참할지가 중요
- 이란 핵 협상의 성공 여부가 관건

사우디 아람코의 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

아람코의 신규 투자 내역

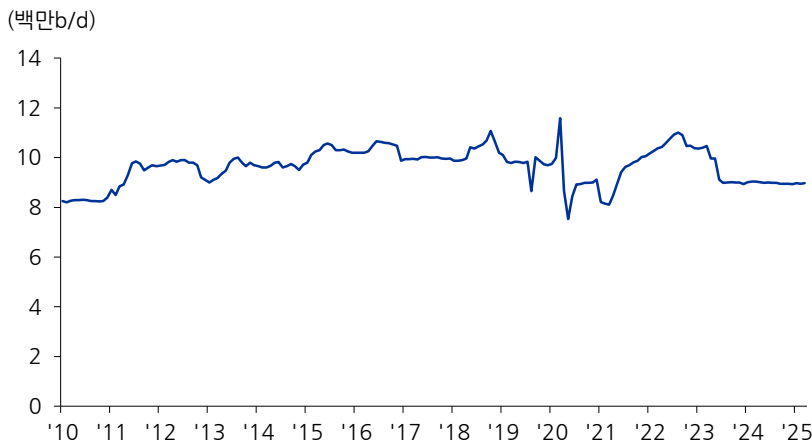
일자	투자 대상	내용
2024-01-01	Aston Martin Aramco Formula 1팀 파트너십	2028년까지 5년간 파트너십 계약
2024-03-01	칠레 Esmac	100% 지분 인수, 글로벌 LNG 포트폴리오 구축
2024-09-17	미국 MidOcean Energy	전략적 소수 지분 5억달러에 인수. 지분 49% 확보
2025-04-28	중국 Fujian Sinotec	40억달러 규모 합작 투자

자료: Aramco, 유진투자증권

(참고) OPEC+의 점유율 확대 정책은 더욱 강화될 가능성

- OPEC+은 물량 확대 정책으로 선회해 미국 셰일오일, 러시아, 이란 등 기타 산유국 겨냥 및 OPEC 내 지위 강화를 위해 점유율 확대 전략을 더욱 강하게 추진할 전망. 10년 전 OPEC의 가격 전쟁은 실패. 셰일업체들이 기술 혁신으로 저비용 구조를 확보했기 때문. 그러나 최근 3년간 비용 상승, 트럼프 관세 정책에 따른 글로벌 경기 위축 → 유가 하락 → 실적 악화로 변화가 발생할 가능성
- 셰일 생산비용은 평균 배럴당 65달러/배럴이며, 프리미엄 지역이 고갈되어 원가가 더 증가할 가능성. 셰일 업계 Surge Energy America CEO는 셰일 최상급 지역 고갈, 경기 불확실성, OPEC+ 증산 → 감산 불가피, 업계 도산 우려를 언급 중이며, Diamondback Energy는 2025년 생산량 목표 하향 조정, ConocoPhillips는 유가 배럴당 50달러 수준에서 대형 업체도 활동 축소 고려를 언급. 이를 반영하듯 미국 내 시추 리그 수는 감소 중
- OPEC+가 셰일 산업에 타격을 주려면 유가를 배럴당 55~60달러 이하로 내려야 함. 이란, 카자흐스탄 등 OPEC+ 내 과잉생산국 견제와 함께 셰일 기업들까지 함께 압박 가능. 또한 유가 하락 시, G7은 러시아산 원유 상한을 낮추는데도 유리하며, 트럼프 대통령이 언급하던 저유가 상황도 마련될 수 있음. 사우디는 국채 발행, 아람코 비핵심 자산 매각을 통해 버티기에 들어갈 전망

사우디의 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

국가별 재정 균형 유가

(달러/배럴)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2030E
Algeria	111.4	112.5	103.9	155.6	156.6	141.9	119.7
Azerbaijan	57.5	67.3	55.2	68.1	87.3	85.6	91.3
Bahrain	131.6	131.8	137.8	160.8	137	138.6	167.3
Iran	118.8	123	123.3	137.7	163	164.8	132.5
Iraq	54.2	68.5	80.4	83.8	78.6	79.1	79.6
Kazakhstan	183.5	95.3	109.3	114.4	121.2	128.1	100.9
Kuwait	87	81.6	79.6	88.2	80.2	76.7	81.6
Libya	52.2	64.4	66.4	73.5	66.7	63.2	61.1
Oman	76.7	55.4	54	53.7	57	53.5	41.9
Qatar	48	48.5	49.9	47.1	44.7	43.2	37.9
Saudi Arabia	82.7	89.1	94.5	96.1	92.3	86.6	82.5
Turkmenistan	28.9	31.5	37.5	43.2	45.3	47.1	56
UAE	53	46.6	45.6	50	50.4	45.2	38.4

자료: IMF, 유진투자증권

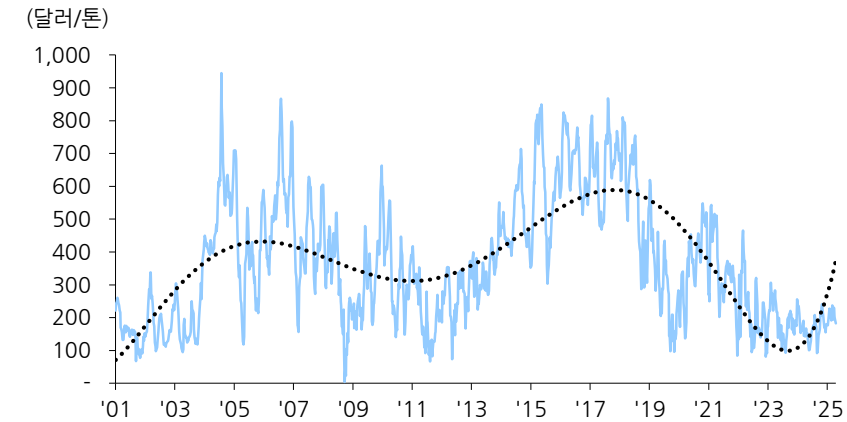
02

정유/화학 전망

화학 산업 2025년 하반기 전망

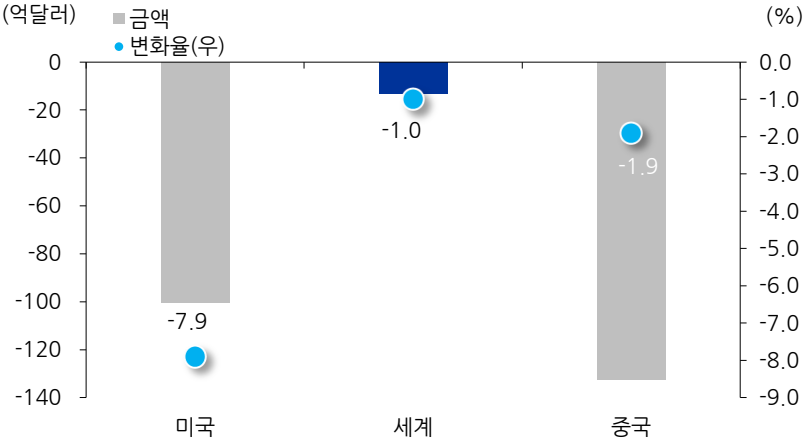
- 현재 업황은 2021년부터 이어진 증설 사이클에 미, 중 관세 전쟁까지 겹치며 바닥을 유지 중
- 2025~2026년 대규모 크래커 증설이 있지만, 원재료 가격 하향 안정화와 설비 폐쇄 등으로 수급 밸런스는 현 수준 유지 전망
- 당사가 추정하는 하반기 중국 화학 설비 폐쇄 규모는 500만톤 수준으로 세계 설비의 3% 수준
- 또한 미, 중 관세 영향으로 인한 수요 감소 규모는 1% 내외로 추정해 하반기 업황 개선 기대감은 유효

에틸렌-납사 마진: 바닥을 통과



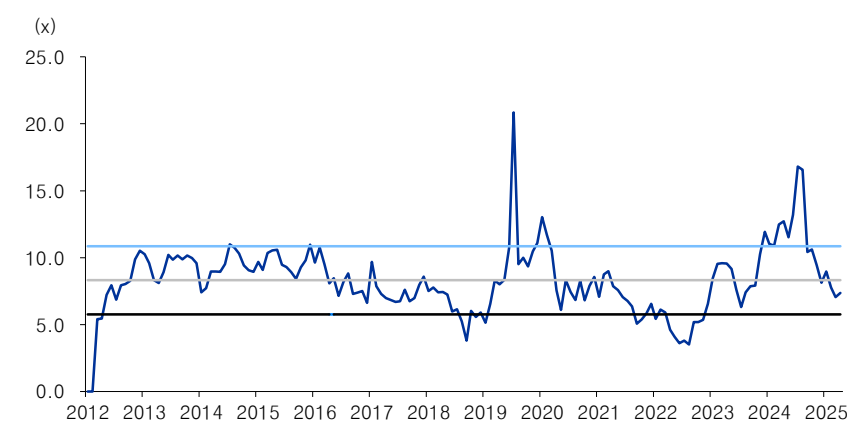
자료: Bloomberg, 유진투자증권

보편관세 부과로 인한 수출 감소 영향



자료: 무역협회, 유진투자증권

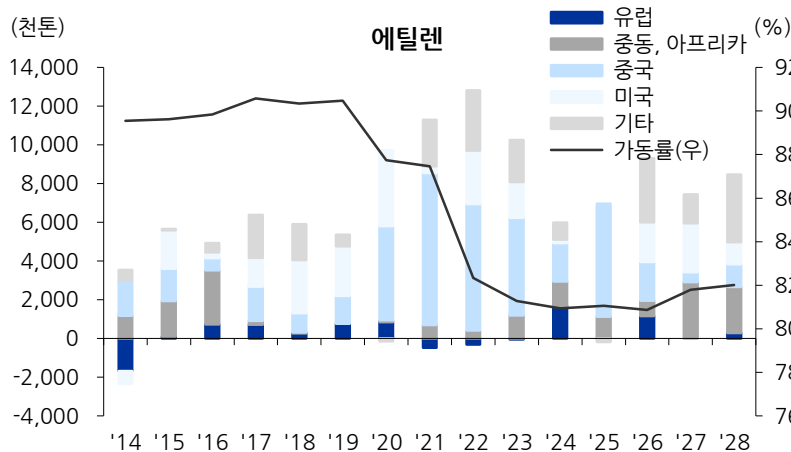
나프타/에탄 비율 추이: 에탄크래커 대비 납사 크래커 경쟁력 확보



자료: Bloomberg, 유진투자증권

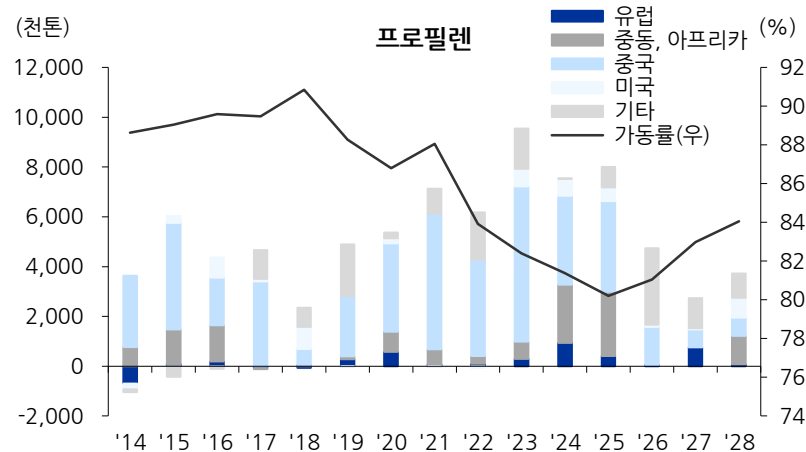
화학 수급 전망

에틸렌 크래커 2028년까지 대규모 증설 지속



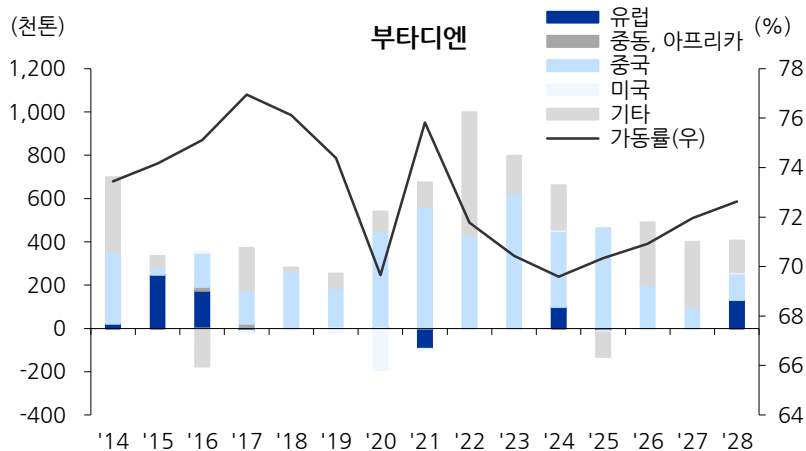
자료: 산업자료, 유진투자증권

PDH 중심으로 2025년까지 증설 존재



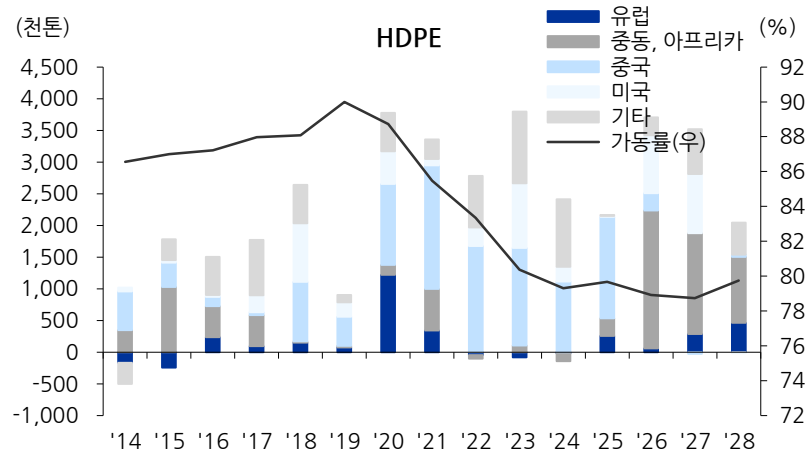
자료: 산업자료, 유진투자증권

중국 중심으로 2025년까지 대규모 증설 존재



자료: 산업자료, 유진투자증권

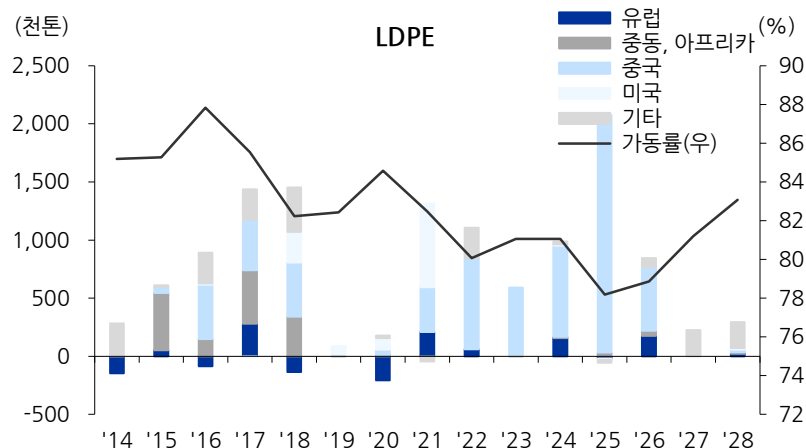
합성수지 시장 2027년까지 부진 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

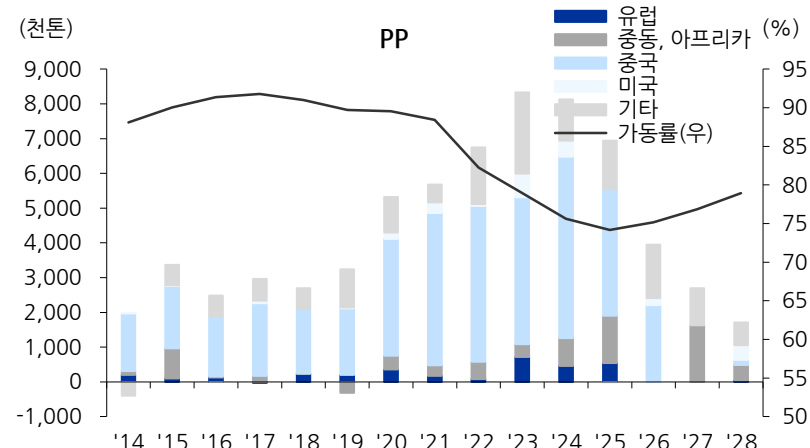
화학 수급 전망

2026년까지 중국 중심으로 증설 진행



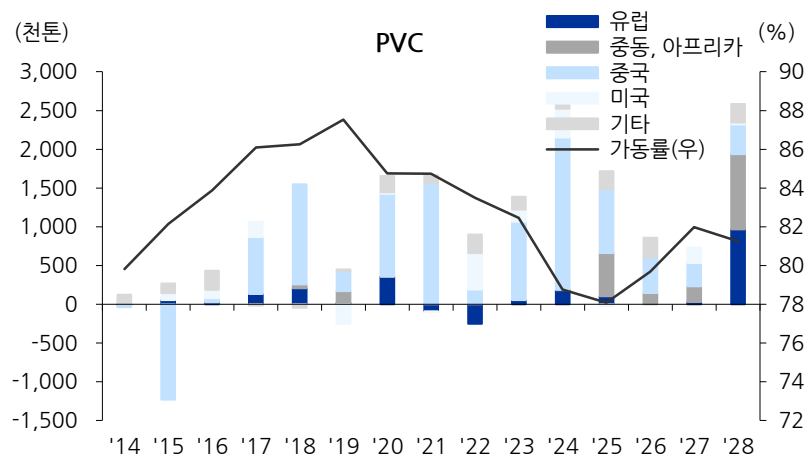
자료: 산업자료, 유진투자증권

PDH 증설 마무리 후 2026년부터 업황 개선 전망



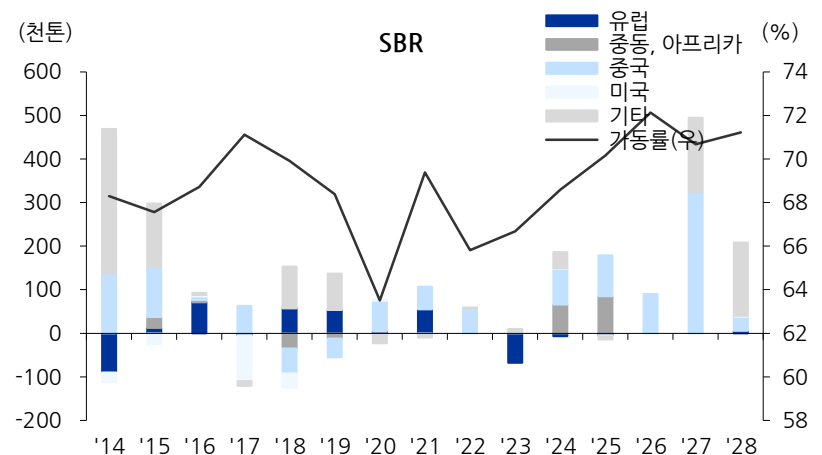
자료: 산업자료, 유진투자증권

카바이드 증설 2024~2025년 집중



자료: 산업자료, 유진투자증권

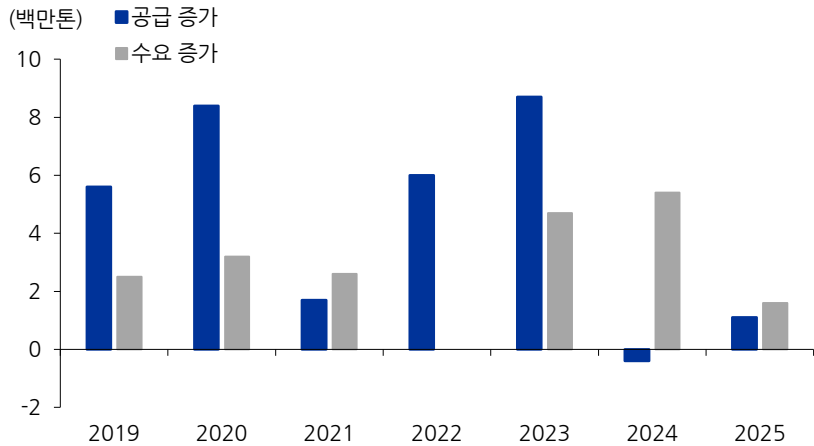
2027년 대규모 증설 존재



자료: 산업자료, 유진투자증권

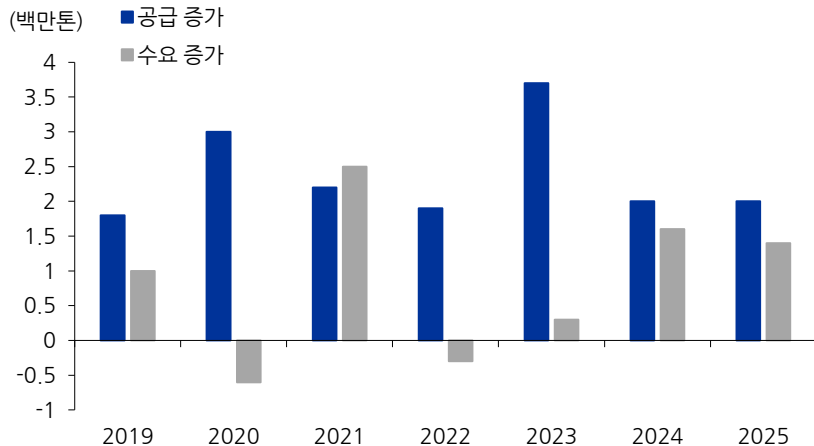
화학 수급 전망

PX 대규모 증설 효과 마무리되며 업황 개선 전망



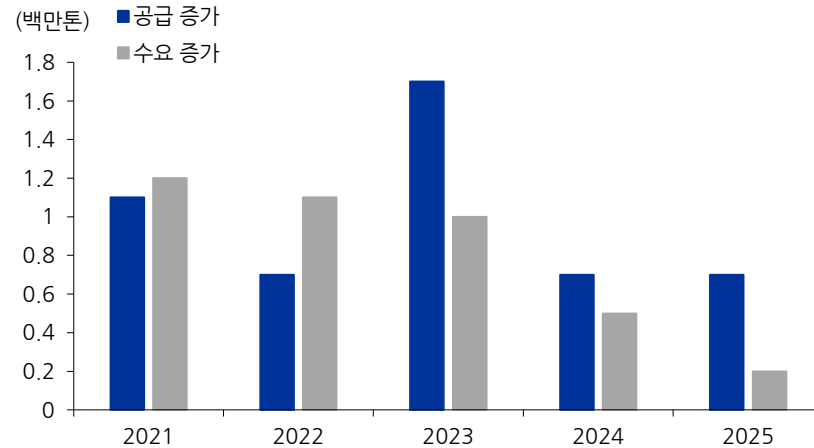
자료: 산업자료, 유진투자증권

벤젠 2023년 대규모 증설 효과는 지나가는 중



자료: 산업자료, 유진투자증권

그룹 2, 3 베이스오일 수급 전망



자료: 산업자료, 유진투자증권

Lube 플랜트 상업운전 전망

국가	회사명	용량(천톤)	그룹	상업운전
인도	Haldia	120	2	2Q24
인도	Haldia	150	3	2Q25
인도	Vadodara	235	2/3	2H25
싱가포르	ExxonMobil	1,000	2	2H25
인도	Panipat	540	2/3	4Q26

자료: 산업자료, 유진투자증권

기업별 수익성 분석 요약

국제유가 약세로 화학 기업 수익성 개선 전망

(십억원)	롯데케미칼	LG화학	한화솔루션	대한유화	금호석유
매출액(십억원)	13,640	20,601	6,135	2,779	4,854
영업비용(십억원)	14,102	20,447	6,299	2,845	4,665
영업이익(십억원)	-462	154	-164	-65	190
영업이익률(%)	-3.4	0.7	-2.7	-2.3	3.9
별도 고정비(십억원)	2,570	7,675	2,020	508	986
고정비/톤(달러/톤)	174.3	421.5	360.6	164.9	311.8
별도 변동비(십억원)	11,532	12,773	4,279	2,337	3,679
원재료 단가(달러/톤)	681.4	681.4	757.5	681.4	1,112.6
고정비+변동비(달러/톤)	856	1,103	1,118	846	1,424
감가상각비(십억원)	512	1,386	389	175	142
감가상각비/톤(달러/톤)	34.7	76.1	69.5	56.8	45.0
변동비스프레드(달러/톤)	244	450	338	221	422
원재료(달러/톤)	681	681	758	681	1,113
고정비(달러/톤)	174	421	361	165	312
비용 합계(달러/톤)	856	1,103	1,118	846	1,424
스프레드 시나리오(달러/톤)					
1) 호황	400	600	500	400	500
2) 불황	150	400	300	150	350
3) 평균	250	500	400	250	400
ASP 시나리오(달러/톤)					
1) 호황	1,196	1,396	1,296	1,196	1,296
2) 불황	946	1,196	1,096	946	1,146
3) 평균	1,046	1,296	1,196	1,046	1,196
톤당 영업이익 시나리오(달러/톤)					
1) 호황	226	179	139	235	188
2) 불황	-24	-21	-61	-15	38
3) 평균	76	79	39	85	88
톤당 영업이익률 시나리오(달러/톤)					
1) 호황	18.9	12.8	10.8	19.7	14.5
2) 불황	-2.6	-1.8	-5.5	-1.6	3.3
3) 평균	7.2	6.1	3.3	8.1	7.4

주: 2024년 별도 재무제표 기준

기업별 수익성 전망 ① 롯데케미칼

롯데케미칼

- 원재료 나프타 699달러/톤 기준, 스프레드 239달러/톤에서 영업이익률 1.6% 전망 → 하반기 흑자 전망 기대
- 나프타 5달러/톤(국제유가 0.5달러/배럴) 당 영업이익률 변화 0.6%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 2.7%p(사업보고서 기준 가동률 70%)

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진을 변화 전망

	나프타(달러/톤)		674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)		0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
50	-20		1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.2	-2.8	-3.3	-3.8
52	-18		2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.2	-2.8	-3.3
54	-16		2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.2	-2.8
56	-14		3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.2
58	-12		3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1	-1.7
60	-10		4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6	-1.1
62	-8		4.9	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0	-0.6
64	-6		5.4	4.9	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0
66	-4		6.0	5.4	4.9	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5
68	-2		6.5	6.0	5.4	4.9	4.3	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1
70	0		7.1	6.5	6.0	5.4	4.9	4.3	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6

	나프타(달러/톤)	674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
50	-20	2.3	1.8	1.2	0.7	0.1	-0.4	-1.0	-1.5	-2.0	-2.6	-3.1
52	-18	2.9	2.3	1.8	1.2	0.7	0.1	-0.4	-1.0	-1.5	-2.1	-2.6
54	-16	3.4	2.8	2.3	1.7	1.2	0.6	0.1	-0.5	-1.0	-1.6	-2.1
56	-14	3.9	3.3	2.8	2.3	1.7	1.2	0.6	0.1	-0.5	-1.0	-1.6
58	-12	4.4	3.9	3.3	2.8	2.2	1.7	1.1	0.6	0.0	-0.5	-1.1
60	-10	4.9	4.4	3.8	3.3	2.8	2.2	1.7	1.1	0.6	0.0	-0.5
62	-8	5.5	4.9	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5	0.0
64	-6	6.0	5.5	4.9	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2	1.6	1.1	0.5
66	-4	6.5	6.0	5.4	4.9	4.3	3.8	3.2	2.7	2.1	1.6	1.1
68	-2	7.1	6.5	6.0	5.4	4.9	4.3	3.8	3.2	2.7	2.1	1.6
70	0	7.6	7.0	6.5	5.9	5.4	4.9	4.3	3.8	3.2	2.7	2.1

자료: 유진투자증권

기업별 수익성 전망 ② LG화학

LG화학

- 원재료 나프타 699달러/톤, 스프레드 448달러/톤에서 영업이익률 -4.5% 전망 → 범용 外 다운스트림 제품 시황 개선 필요
- 나프타 5달러/톤(국제유가 0.5달러/배럴) 당 영업이익률 변화 0.5%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 4.6%p(사업보고서 기준 가동률 80%)

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진을 변화 전망

	나프타(달러/톤)		674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)		0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
60	-20	-7.0	-7.4	-7.9	-8.3	-8.8	-9.2	-9.7	-10.1	-10.6	-11.0	-11.5	
62	-18	-6.1	-6.5	-7.0	-7.4	-7.8	-8.3	-8.7	-9.2	-9.6	-10.1	-10.5	
64	-16	-5.1	-5.6	-6.0	-6.5	-6.9	-7.4	-7.8	-8.2	-8.7	-9.1	-9.6	
66	-14	-4.2	-4.6	-5.1	-5.5	-6.0	-6.4	-6.9	-7.3	-7.7	-8.2	-8.6	
68	-12	-3.2	-3.7	-4.1	-4.6	-5.0	-5.5	-5.9	-6.4	-6.8	-7.3	-7.7	
70	-10	-2.3	-2.8	-3.2	-3.6	-4.1	-4.5	-5.0	-5.4	-5.9	-6.3	-6.8	
72	-8	-1.4	-1.8	-2.3	-2.7	-3.1	-3.6	-4.0	-4.5	-4.9	-5.4	-5.8	
74	-6	-0.4	-0.9	-1.3	-1.8	-2.2	-2.7	-3.1	-3.5	-4.0	-4.4	-4.9	
76	-4	0.5	0.1	-0.4	-0.8	-1.3	-1.7	-2.2	-2.6	-3.1	-3.5	-3.9	
78	-2	1.5	1.0	0.6	0.1	-0.3	-0.8	-1.2	-1.7	-2.1	-2.6	-3.0	
80	0	2.4	1.9	1.5	1.1	0.6	0.2	-0.3	-0.7	-1.2	-1.6	-2.1	

	나프타(달러/톤)	674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
60	-20	-6.2	-6.6	-7.0	-7.5	-7.9	-8.4	-8.8	-9.3	-9.7	-10.2	-10.6
62	-18	-5.2	-5.7	-6.1	-6.6	-7.0	-7.5	-7.9	-8.4	-8.8	-9.3	-9.7
64	-16	-4.3	-4.8	-5.2	-5.7	-6.1	-6.6	-7.0	-7.4	-7.9	-8.3	-8.8
66	-14	-3.4	-3.9	-4.3	-4.8	-5.2	-5.6	-6.1	-6.5	-7.0	-7.4	-7.9
68	-12	-2.5	-2.9	-3.4	-3.8	-4.3	-4.7	-5.2	-5.6	-6.1	-6.5	-7.0
70	-10	-1.6	-2.0	-2.5	-2.9	-3.4	-3.8	-4.3	-4.7	-5.1	-5.6	-6.0
72	-8	-0.7	-1.1	-1.6	-2.0	-2.4	-2.9	-3.3	-3.8	-4.2	-4.7	-5.1
74	-6	0.3	-0.2	-0.6	-1.1	-1.5	-2.0	-2.4	-2.9	-3.3	-3.8	-4.2
76	-4	1.2	0.7	0.3	-0.2	-0.6	-1.0	-1.5	-1.9	-2.4	-2.8	-3.3
78	-2	2.1	1.7	1.2	0.8	0.3	-0.1	-0.6	-1.0	-1.5	-1.9	-2.4
80	0	3.0	2.6	2.1	1.7	1.2	0.8	0.4	-0.1	-0.5	-1.0	-1.4

자료: 유진투자증권

기업별 수익성 전망 ③ 한화솔루션

한화솔루션

- 원재료 785달러/톤, 스프레드 388달러/톤에서 영업이익률 -12.1% 전망
- 원재료 5달러/톤(국제유가 0.5달러/배럴) 당 영업이익률 변화 0.4%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 3.6%p(사업보고서 기준 가동률 90%)

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진을 변화 전망

	원재료(달러/톤)		760	765	770	775	780	785	790	795	800	805	810
가동률(%)	변화량(%p, 달러)		0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
70	-20		-13.5	-14.0	-14.4	-14.9	-15.4	-15.9	-16.3	-16.8	-17.3	-17.8	-18.2
72	-18		-12.7	-13.2	-13.7	-14.2	-14.6	-15.1	-15.6	-16.0	-16.5	-17.0	-17.5
74	-16		-12.0	-12.5	-12.9	-13.4	-13.9	-14.3	-14.8	-15.3	-15.8	-16.2	-16.7
76	-14		-11.2	-11.7	-12.2	-12.6	-13.1	-13.6	-14.1	-14.5	-15.0	-15.5	-16.0
78	-12		-10.5	-10.9	-11.4	-11.9	-12.4	-12.8	-13.3	-13.8	-14.2	-14.7	-15.2
80	-10		-9.7	-10.2	-10.7	-11.1	-11.6	-12.1	-12.5	-13.0	-13.5	-14.0	-14.4
82	-8		-9.0	-9.4	-9.9	-10.4	-10.8	-11.3	-11.8	-12.3	-12.7	-13.2	-13.7
84	-6		-8.2	-8.7	-9.1	-9.6	-10.1	-10.6	-11.0	-11.5	-12.0	-12.5	-12.9
86	-4		-7.4	-7.9	-8.4	-8.9	-9.3	-9.8	-10.3	-10.7	-11.2	-11.7	-12.2
88	-2		-6.7	-7.2	-7.6	-8.1	-8.6	-9.0	-9.5	-10.0	-10.5	-10.9	-11.4
90	0		-5.9	-6.4	-6.9	-7.3	-7.8	-8.3	-8.8	-9.2	-9.7	-10.2	-10.7

	원재료(달러/톤)	760	765	770	775	780	785	790	795	800	805	810
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
70	-20	-11.2	-11.7	-12.2	-12.6	-13.1	-13.6	-14.0	-14.5	-15.0	-15.5	-15.9
72	-18	-10.5	-11.0	-11.5	-11.9	-12.4	-12.9	-13.4	-13.8	-14.3	-14.8	-15.2
74	-16	-9.8	-10.3	-10.8	-11.2	-11.7	-12.2	-12.7	-13.1	-13.6	-14.1	-14.5
76	-14	-9.1	-9.6	-10.1	-10.5	-11.0	-11.5	-12.0	-12.4	-12.9	-13.4	-13.8
78	-12	-8.4	-8.9	-9.4	-9.8	-10.3	-10.8	-11.3	-11.7	-12.2	-12.7	-13.1
80	-10	-7.7	-8.2	-8.7	-9.1	-9.6	-10.1	-10.5	-11.0	-11.5	-12.0	-12.4
82	-8	-7.0	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9	-9.4	-9.8	-10.3	-10.8	-11.3	-11.7
84	-6	-6.3	-6.8	-7.2	-7.7	-8.2	-8.7	-9.1	-9.6	-10.1	-10.5	-11.0
86	-4	-5.6	-6.1	-6.5	-7.0	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9	-9.4	-9.8	-10.3
88	-2	-4.9	-5.3	-5.8	-6.3	-6.8	-7.2	-7.7	-8.2	-8.6	-9.1	-9.6
90	0	-4.1	-4.6	-5.1	-5.6	-6.0	-6.5	-7.0	-7.5	-7.9	-8.4	-8.9

자료: 유진투자증권

기업별 수익성 전망 ④ 금호석유

금호석유

- 원재료 1,095달러/톤, 스프레드 443달러/톤에서 영업이익률 2.4% 전망 → 합성고무 수익성 개선 지속 전망
- 원재료 10달러/톤(국제유가 1달러/배럴) 당 영업이익률 변화 0.7%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 2.6%p(사업보고서 기준 가동률 70%)

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진을 변화 전망

가동률(%)	원재료(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	1,095 0	1,105 10	1,115 20	1,125 30	1,135 40	1,145 50	1,155 60	1,165 70	1,175 80	1,185 90	1,195 100
50	-20	2.7	2.1	1.4	0.8	0.1	-0.5	-1.2	-1.8	-2.5	-3.1	-3.8
52	-18	3.3	2.6	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.6	-1.3	-1.9	-2.6	-3.2
54	-16	3.9	3.2	2.6	1.9	1.3	0.6	0.0	-0.7	-1.3	-2.0	-2.6
56	-14	4.5	3.8	3.2	2.5	1.9	1.2	0.6	-0.1	-0.7	-1.4	-2.0
58	-12	5.0	4.4	3.7	3.1	2.4	1.8	1.1	0.5	-0.2	-0.8	-1.5
60	-10	5.6	5.0	4.3	3.7	3.0	2.4	1.7	1.1	0.4	-0.2	-0.9
62	-8	6.2	5.5	4.9	4.2	3.6	2.9	2.3	1.6	1.0	0.3	-0.3
64	-6	6.8	6.1	5.5	4.8	4.2	3.5	2.9	2.2	1.6	0.9	0.3
66	-4	7.3	6.7	6.0	5.4	4.7	4.1	3.4	2.8	2.1	1.5	0.8
68	-2	7.9	7.3	6.6	6.0	5.3	4.7	4.0	3.4	2.7	2.1	1.4
70	0	8.5	7.9	7.2	6.6	5.9	5.3	4.6	4.0	3.3	2.7	2.0

가동률(%)	원재료(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	1,095 0	1,105 10	1,115 20	1,125 30	1,135 40	1,145 50	1,155 60	1,165 70	1,175 80	1,185 90	1,195 100
50	-20	5.2	4.6	3.9	3.3	2.6	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.6	-1.3
52	-18	5.7	5.1	4.4	3.8	3.1	2.5	1.8	1.2	0.5	-0.1	-0.8
54	-16	6.2	5.6	4.9	4.3	3.6	3.0	2.3	1.7	1.0	0.4	-0.3
56	-14	6.7	6.1	5.4	4.8	4.1	3.5	2.8	2.2	1.5	0.9	0.2
58	-12	7.2	6.6	5.9	5.3	4.6	4.0	3.3	2.7	2.0	1.4	0.7
60	-10	7.7	7.1	6.4	5.8	5.1	4.5	3.8	3.2	2.5	1.9	1.2
62	-8	8.2	7.6	6.9	6.3	5.6	5.0	4.3	3.7	3.0	2.4	1.7
64	-6	8.7	8.1	7.4	6.8	6.1	5.5	4.8	4.2	3.5	2.9	2.2
66	-4	9.3	8.6	8.0	7.3	6.7	6.0	5.4	4.7	4.1	3.4	2.8
68	-2	9.8	9.1	8.5	7.8	7.2	6.5	5.9	5.2	4.6	3.9	3.3
70	0	10.3	9.7	9.0	8.4	7.7	7.1	6.4	5.8	5.1	4.5	3.8

자료: 유진투자증권

기업별 수익성 전망 ⑤ 대한유화

대한유화

- 원재료 나프타 699달러/톤, 평균 영업이익률 2.4% 전망 → 하반기 흑자 전환 기대감
- 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.8%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 2.4%p(사업보고서 기준 가동률 90%)

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진을 변화 전망

	나프타(달러/톤)	674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
70	-20	-0.7	-1.2	-1.8	-2.4	-3.0	-3.5	-4.1	-4.7	-5.3	-5.8	-6.4
72	-18	-0.2	-0.8	-1.4	-2.0	-2.5	-3.1	-3.7	-4.3	-4.8	-5.4	-6.0
74	-16	0.2	-0.4	-1.0	-1.5	-2.1	-2.7	-3.3	-3.8	-4.4	-5.0	-5.6
76	-14	0.6	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.3	-2.9	-3.4	-4.0	-4.6	-5.2
78	-12	1.0	0.4	-0.1	-0.7	-1.3	-1.9	-2.4	-3.0	-3.6	-4.2	-4.7
80	-10	1.4	0.9	0.3	-0.3	-0.9	-1.4	-2.0	-2.6	-3.2	-3.7	-4.3
82	-8	1.9	1.3	0.7	0.1	-0.4	-1.0	-1.6	-2.2	-2.7	-3.3	-3.9
84	-6	2.3	1.7	1.1	0.6	0.0	-0.6	-1.2	-1.7	-2.3	-2.9	-3.5
86	-4	2.7	2.1	1.6	1.0	0.4	-0.2	-0.7	-1.3	-1.9	-2.5	-3.0
88	-2	3.1	2.6	2.0	1.4	0.8	0.3	-0.3	-0.9	-1.5	-2.0	-2.6
90	0	3.5	3.0	2.4	1.8	1.2	0.7	0.1	-0.5	-1.1	-1.6	-2.2

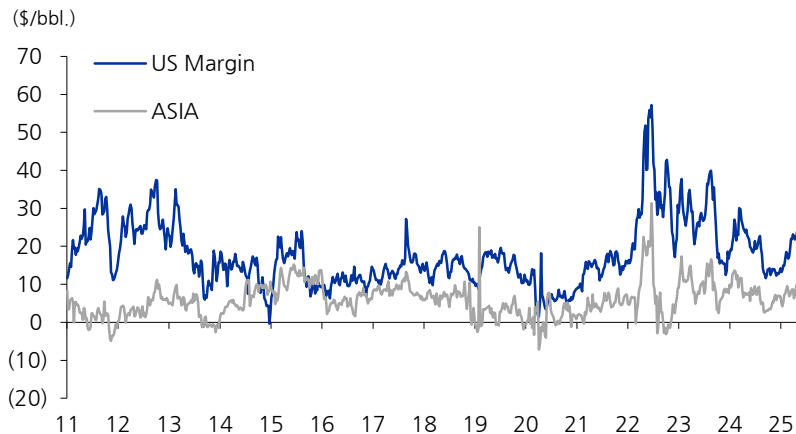
	나프타(달러/톤)	674	679	684	689	694	699	704	709	714	719	724
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
70	-20	3.5	2.9	2.3	1.7	1.2	0.6	0.0	-0.6	-1.1	-1.7	-2.3
72	-18	3.8	3.2	2.6	2.0	1.5	0.9	0.3	-0.3	-0.8	-1.4	-2.0
74	-16	4.1	3.5	2.9	2.4	1.8	1.2	0.6	0.1	-0.5	-1.1	-1.7
76	-14	4.4	3.8	3.3	2.7	2.1	1.5	1.0	0.4	-0.2	-0.8	-1.3
78	-12	4.7	4.2	3.6	3.0	2.4	1.9	1.3	0.7	0.1	-0.4	-1.0
80	-10	5.1	4.5	3.9	3.3	2.8	2.2	1.6	1.0	0.5	-0.1	-0.7
82	-8	5.4	4.8	4.2	3.7	3.1	2.5	1.9	1.4	0.8	0.2	-0.4
84	-6	5.7	5.2	4.6	4.0	3.4	2.8	2.3	1.7	1.1	0.5	0.0
86	-4	6.1	5.5	4.9	4.3	3.8	3.2	2.6	2.0	1.5	0.9	0.3
88	-2	6.4	5.8	5.3	4.7	4.1	3.5	3.0	2.4	1.8	1.2	0.7
90	0	6.8	6.2	5.6	5.0	4.5	3.9	3.3	2.7	2.2	1.6	1.0

자료: 유진투자증권

정유 산업 2025년 하반기 전망

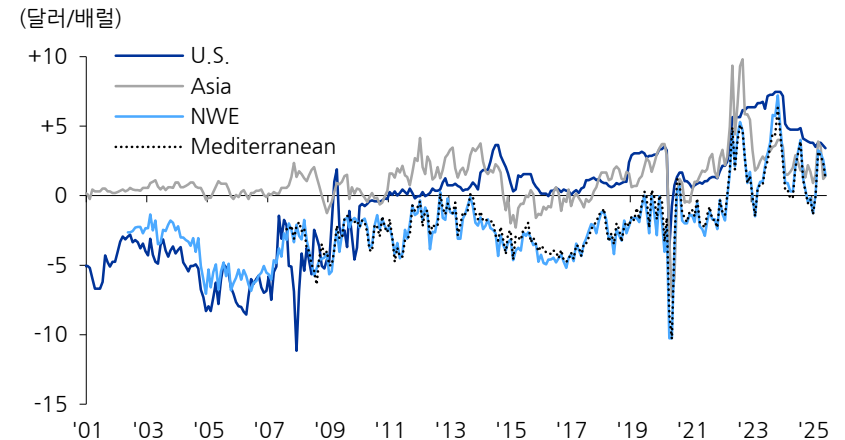
- 원유 선물 기간 구조 변화를 보면 백워데이션에서 콘탱고로 전환. 단기 수급 완화되며 국제유가 보험세 진입
- 최근 투기 수요 관망세와 OPEC 증산으로 WTI-Dubai 스프레드 축소되며 아시아 정유사들의 마진도 미국 정유사와 갭을 축소할 것이라 판단
- 세계 원유 정제 설비 순증설 규모는 0.3% 내외로 무역 관세 감안한 석유 제품 수요 증가 1% 내외 감안 시, 정제마진 반등 유지될 전망
- 유럽의 REPower EU 정책으로 2025~2026년까지 가스 조달 리스크 존재하며, 이는 가스와 석탄을 대체하는 석유 제품 수요 증가로 이어져 마진 회복 전망

정제마진 다시 강세 전환



자료: Bloomberg, 유진투자증권

사우디 OSP 하락으로 원가 부담 완화

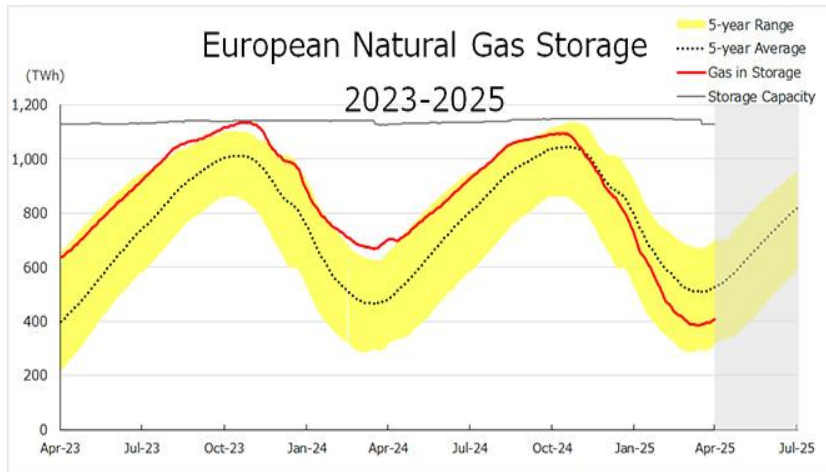


자료: Bloomberg, 유진투자증권

REPowerEU 참고 시, 러시아 가스 수입 감소 전망

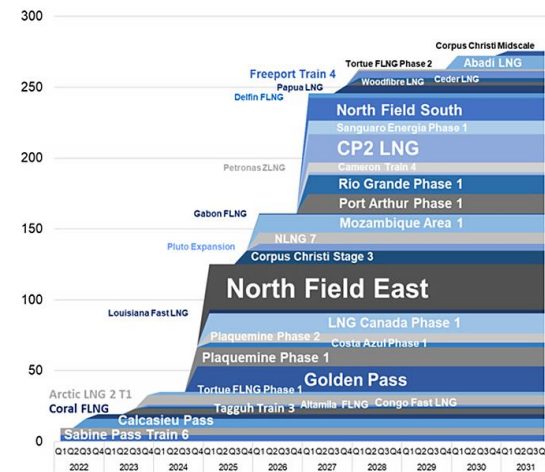
- 5/6, EU는 REPowerEU의 구체적인 로드맵 발표
- 9개의 핵심 내용으로 구성되어 있으며 원유, 가스, 원전에 대한 법안이 발의될 예정
- 주요 내용으로는 1) 러시아산 LNG, PNG 신규 계약 금지, 2) 기존 스팟 계약 2025년말까지 정지, 3) 장기 계약 수입은 2027년까지 금지
- 이 영향으로 EU는 2025년말까지 러시아산 가스 수입량을 1/3 수준으로 줄일 예정. 현재 러시아 가스 수입 2/3가 장기 계약이며 2027년부터는 미국산 LNG로 대체 가능하나, 2025~2026년에는 수급 공백이 불가피할 전망
- 겨울철 추운 날씨 등 외부 변수에 따라 현재의 낮은 재고 레벨에서는 가스 가격 불안정성이 더욱 부각될 수 있음 → 대체 연료인 디젤, 석탄 가수요 증가 요인

유럽 가스 재고를 11월까지 90%로 보충 필요



자료: 유진투자증권

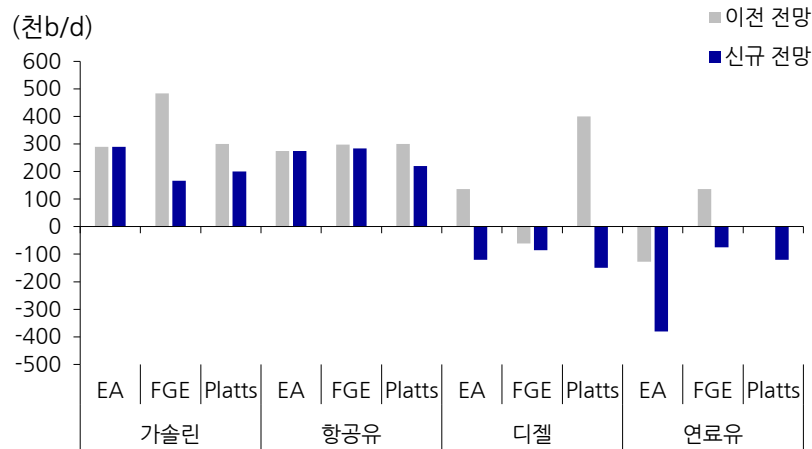
미국 LNG 터미널 증설 전망



자료: 유진투자증권

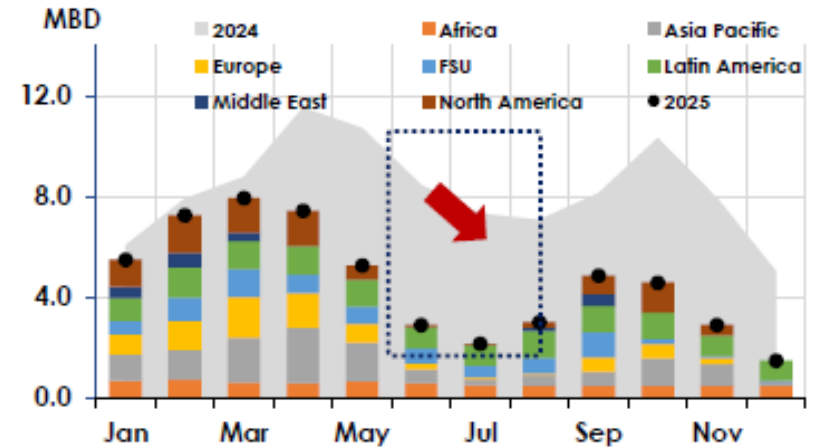
정유 수급 전망

주요 기관의 석유 제품 수요 전망 변경



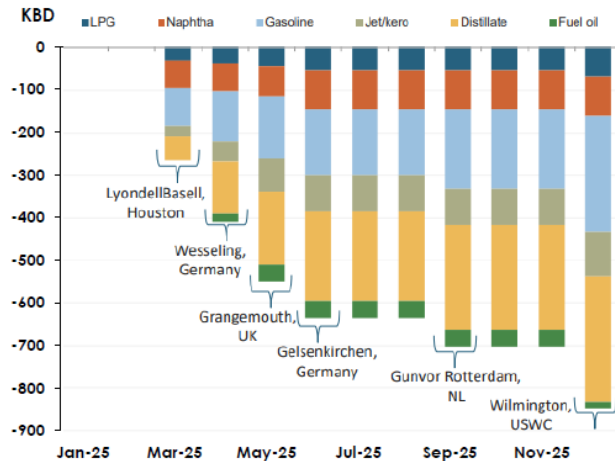
자료: Thai oil, 유진투자증권

세계 원유 정제 설비 정기보수 전망



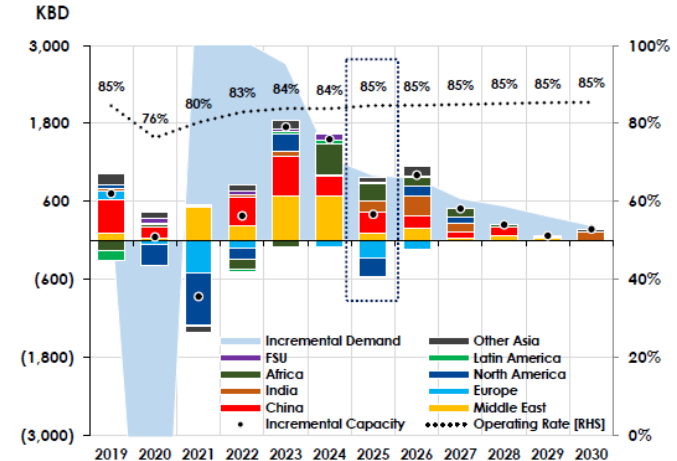
자료: Thai oil, 유진투자증권

세계 원유 정제 설비 폐쇄 규모 전망



자료: Thai oil, 유진투자증권

세계 원유 정제 설비 증설 전망



자료: Thai oil, 유진투자증권

03

유틸리티 전망

대선후보들의 10대 주요 공약 비교 ①

정당별 주요 정책



더불어민주당 주요 정책

산업, 기술

- ▶ AI 투자 100조, GPU 클러스터
- ▶ K-콘텐츠·K-방산·벤처 산업 육성
- ▶ 전 국민 AI 활용 지원

에너지, 기후

- ▶ 2040 석탄발전 폐쇄, 재생에너지 확대
- ▶ 기후에너지부 신설, 탄소중립 산업 전환
- ▶ 에너지 고속도로 확대, 전기요금 인상

복지, 저출생

- ▶ 아동수당 18세, 자립 펀드, 공공돌봄 확대
- ▶ 정년연장-연금 연계

노동, 일자리

- ▶ 주4.5일제, 동일노동 동일임금
- ▶ 임금 삭감 없는 근로시간 단축
- ▶ 플랫폼 노동 보호

인프라

- ▶ 세종 행정수도, 5극 3특, 서울대 10개 전략
- ▶ 해양수산부 부산 이전
- ▶ 지역 균형 발전 강조



국민의힘 주요 정책

- ▶ AI 인재 20만명, AI 유니콘 육성
- ▶ 과학기술부총리 신설
- ▶ 반도체 등 첨단산업 집중 육성

- ▶ 원자력 발전 확대, 전기요금 인하
- ▶ 기후 재난 대응 위해 환경부를 기후환경부로 개편

- ▶ 청년·신혼부부 주택 공급, 1:1 보육정책
- ▶ 남, 녀 군가산점제 도입
- ▶ 저출산 대응 위한 인구부 신설

- ▶ 청년 일자리 중심, 여성복무제 도입
- ▶ 유연근로제 확대

- ▶ GTX 전국 확대, 메가프리존 도입
- ▶ 지역 균형 발전 위한 정책 추진



개혁신당 주요 정책

- ▶ 정부 부처 통폐합, 교육과학부 등 신설
- ▶ 과학 기술 중심 행정 효율화
- ▶ 과학기술 연구자 대우 외교관급으로 격상

- ▶ 원자력 발전 확대
- ▶ 에너지 정책의 현실성 강조

- ▶ 여성가족부 폐지 및 보건복지부로 이관
- ▶ 신, 구 연금 분리
- ▶ 청년 출발 자금 지원

- ▶ 최저임금 지역별 차등 적용
- ▶ 노동 시장 유연화 강조

- ▶ 정부 부처 통폐합 통한 행정 효율화
- ▶ 지역 행정 구조 개편

자료: 유진투자증권

대선후보들의 10대 주요 공약 비교 ②

정당별 주요 정책



더불어민주당 주요 정책

경제, 세제

- ▶ 추가경정예산안 편성
- ▶ 국민펀드·기금조성, 공공임대 확대
- ▶ **생활비 절감 정책**

금융

- ▶ **상법·지배구조 개선, 저PBR 기업 청산**
- ▶ MSCI 편입 추진
- ▶ 중소기업 금융 지원 확대

소상공인

- ▶ 내일채움공제, 상권르네상스2.0
- ▶ 플랫폼 수수료 규제

정치, 사법개혁

- ▶ **대법관 증원 추진, 사법부 개혁 강조**
- ▶ 수사·기소 분리
- ▶ 국회의원 국민소환제, 판결문 공개 확대

외교, 안보

- ▶ 한미동맹 기반 억제력, 비핵화 단계적 접근
- ▶ 국익 중심의 외교 정책 추진
- ▶ APEC/COP 유치



국민의힘 주요 정책

- ▶ **법인세·상속세 인하**
- ▶ 감세 통한 민간투자 유도

- ▶ 장기투자 세제혜택
- ▶ 가상자산 ETF 허용
- ▶ **기업 금융 지원 확대, 규제 완화**

- ▶ 디지털 마케팅 지원
- ▶ 특별용자, 카드 캐시백

- ▶ **공수처 폐지**
- ▶ 국회의원 **불체포 특권 폐지**

- ▶ **전술핵 논의**, 전략자산 전개
- ▶ K-방산 수출 확대
- ▶ 한미 동맹 강화



개혁신당 주요 정책

- ▶ 예산기획실 신설
- ▶ 기재부 기능 분리 및 재정경제부로 개편
- ▶ **지자체, 법인세 자치권 부여**

- ▶ 금융시장 구조 개편
- ▶ 혁신 금융 도입

- ▶ 소상공인 지원 정책 재정비
- ▶ 효율적인 지원 체계 구축

- ▶ 정부 부처 통폐합
- ▶ 행정구조 개편

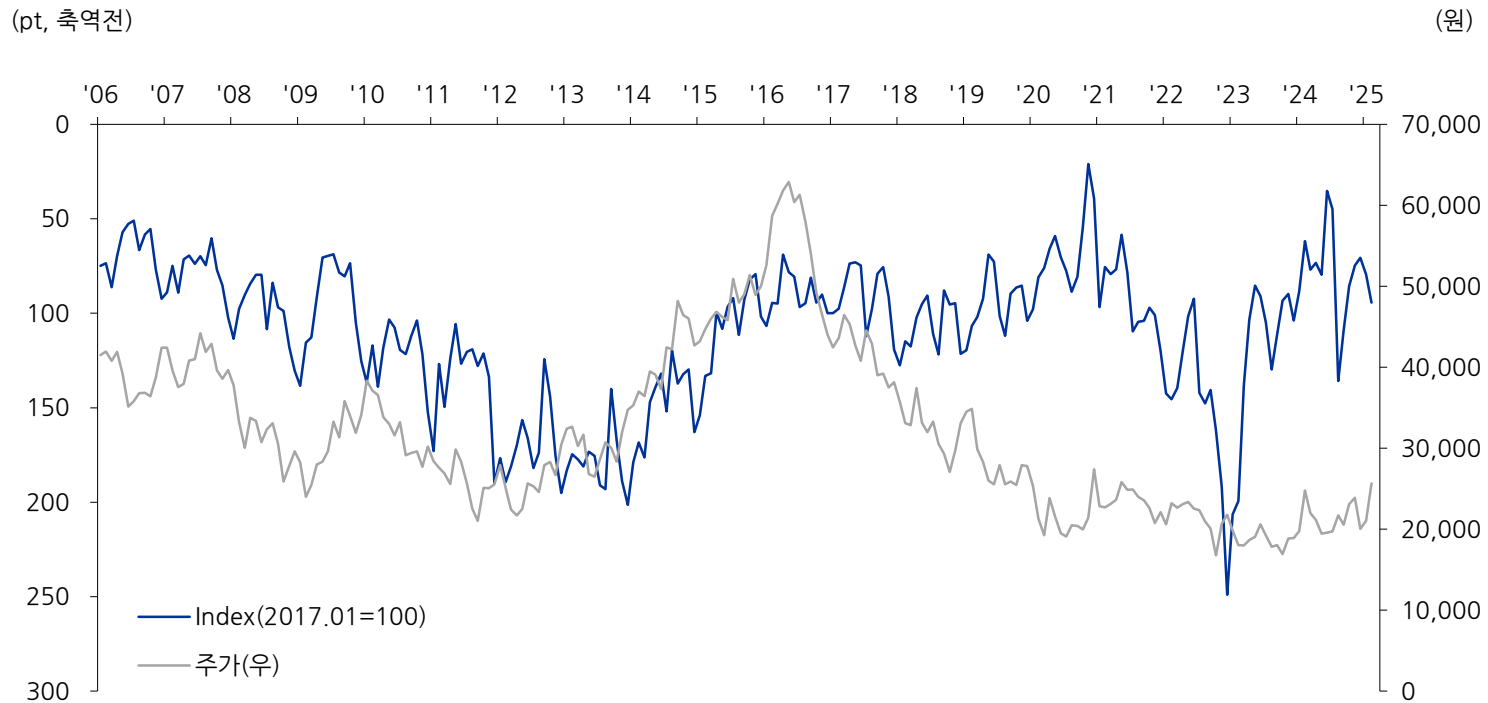
- ▶ 외교통일부 신설
- ▶ 국익 중심의 외교 전략 수립

자료: 유진투자증권

원/달러, 국제유가 하락의 수혜

- 최근 환율, 국제유가 및 석탄 가격 하락 영향이 올해 하반기부터 내년 상반기까지 SMP에 반영되며 가중평균 투입 원가 하락 지속 전망
- 현재 SMP는 120~130원/kWh 수준으로 전기요금이 160원/kWh을 유지한다면 현재의 대규모 흑자 유지 가능
- 한국전력의 비용과 실적, 주가가 역의 관계를 보여왔던 점을 고려하면 하반기 실적, 주가 상승 지속 가능 전망

한국전력의 가중평균 발전 단가(축역전)와 주가의 상관관계

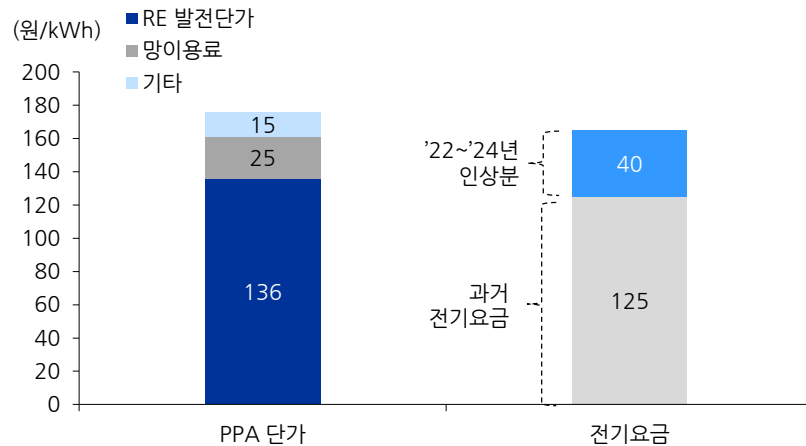


자료: 한국전력, 유진투자증권

재생에너지 확대는 시장 변동비 하락 요인

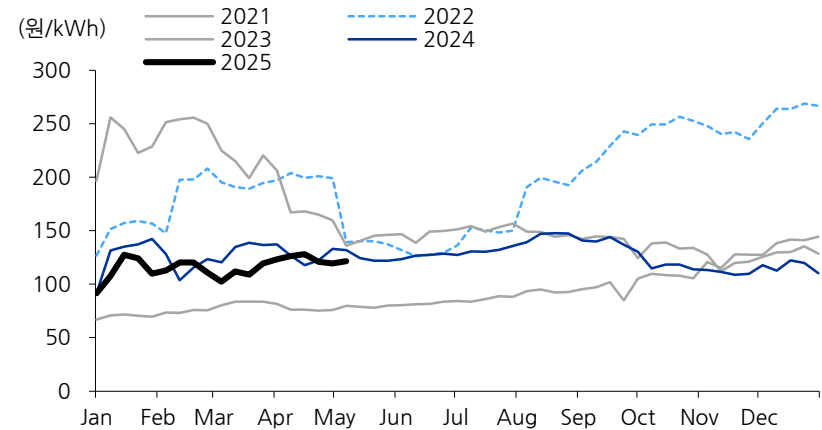
- 국내 전력 시장은 변동비 반영(Cost Based Pool) 시장이며, 시장 가격은 전력 수요에 대한 한계발전소의 전력 생산 단가로 결정
- LNG 발전소가 한계발전소로 결정되는 비중이 90%를 상회 중이나, 급전 지시없이 가동되는 재생에너지 사용량이 늘어날수록 기존 발전소 입장에서는 전력 수요가 차감되는 효과로 작용
- 또한 기존에는 재생에너지 PPA 계약단가가 산업용 전기요금보다 높아 기업들의 재생에너지 구매 의지가 클 수 없었음
- 현재 전기요금 인상이 지속되며 재생에너지에 대한 니즈는 더욱 커지고 있음 → 캘리포니아처럼 제주도는 이미 SMP가 0이 되는 사례가 빈번히 발생하고 있으며, 육지도 비슷한 흐름 전망

RE PPA 단가와 전기요금 비교



자료: 유진투자증권 추정

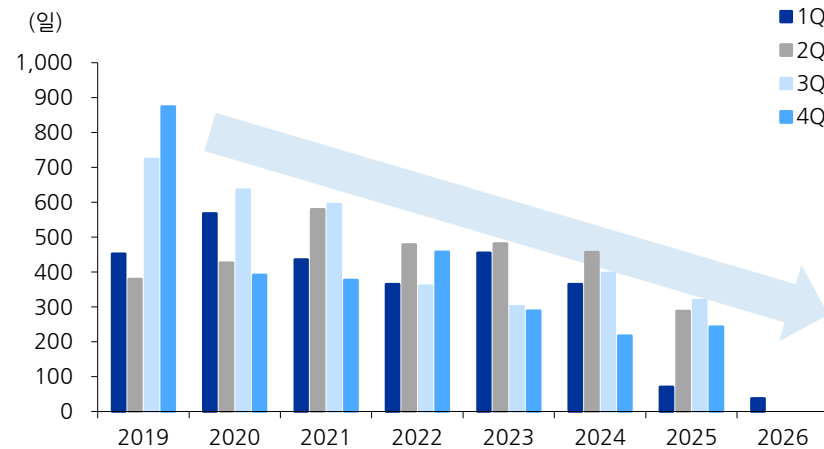
변동비인 SMP는 더욱 상승하기 어려운 시장 환경



자료: 유진투자증권

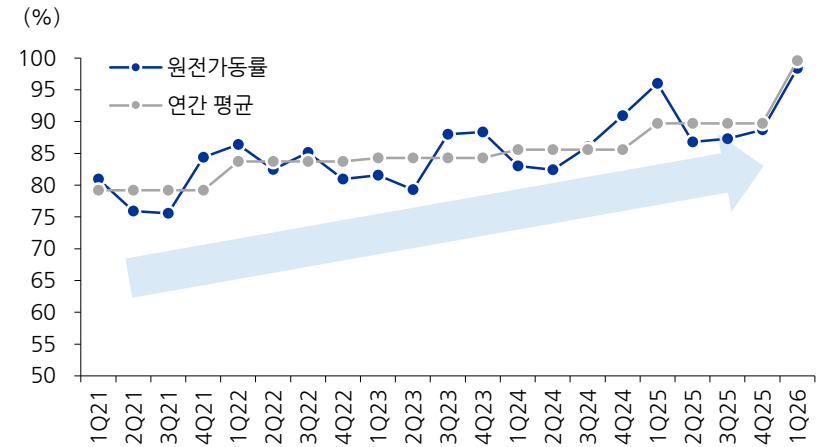
원전 가동률 상승, 석탄 가동률 하락, LNG 현 수준 유지 전망

한수원 원전 정비 일수는 전년대비 대폭 감소



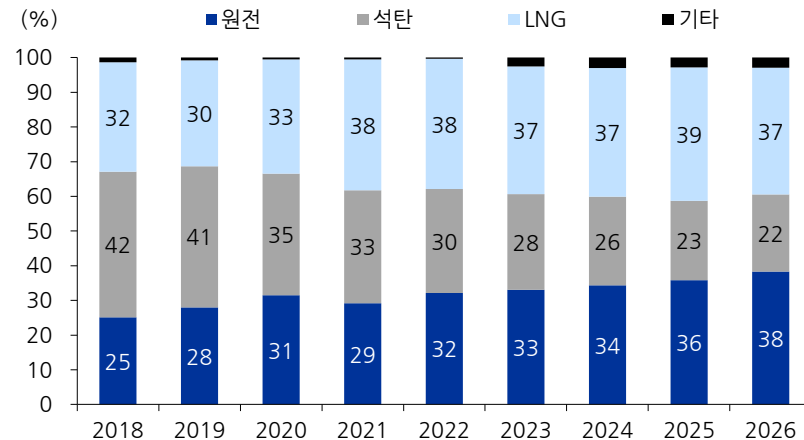
자료: 한수원, 유진투자증권

2025년 원전 가동률 평균 89% 전망



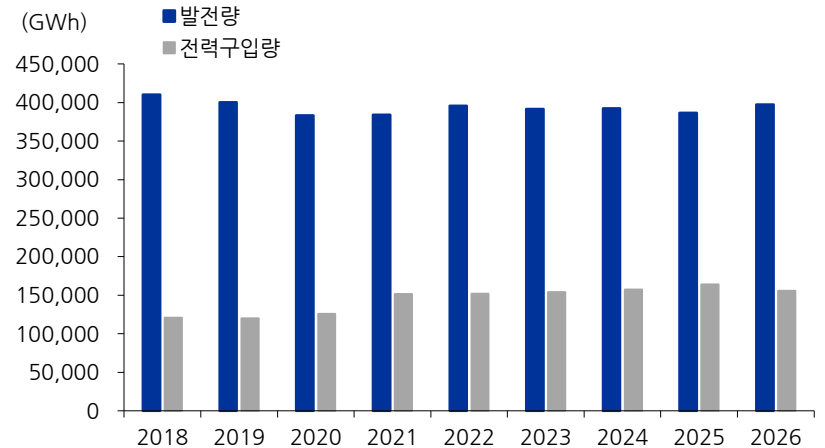
자료: 한수원, 유진투자증권

원전 발전믹스는 36%로 개선 전망



자료: 한국전력, 유진투자증권

원전 가동률 상승으로 수요 증가해도 전력구입량 증가는 제한적



자료: 한국전력, 유진투자증권

공공요금 인상 명분은 더욱 부각될 전망

- 한국전력의 예산상 CAPEX는 2025년 19조원, 2026년 22조원으로 계획. 송배전은 2025~2026년 8.9조원으로 확대
- 에너지 고속도로 도입 가능성, 에너지3법, 중장기 송변전 계획 고려하면 투자비는 추가 확대될 것이라 판단

한국전력의 투자비 전망

(단위: 억원)		2024		2025		2026	
		연간	비중	연간	비중	연간	비중
송배전 설비	건설 소계	54,633	33%	62,212	32%	61,660	28%
	보강 소계	25,174	15%	27,066	14%	27,289	12%
	송배전 계	79,807	48%	89,278	46%	88,949	40%
발전 설비	원자력발전설비 건설	20,510	12%	21,045	13%	20,077	9%
	화력발전설비 건설	16,792	10%	24,455	15%	32,641	15%
	- 석탄발전설비 건설	1,545	1%	2,253	1%	1,529	
	- LNG복합설비 건설	15,246	9%	22,202	13%	31,112	
	신재생/기타발전설비 건설	4,441	3%	5,181	3%	11,031	5%
	원자력설비 보강	18,404	11%	20,381	12%	35,677	16%
	화력발전설비 보강	17,681	11%	20,255	12%	18,083	8%
	- 석탄발전설비 보강	13,145	8%	15,335	9%	14,862	
	- LNG복합설비 보강	4,536	3%	4,920	3%	3,221	
	원자력	38,914	23%	41,426	21%	55,754	25%
	화력	34,472	21%	44,709	23%	50,724	23%
	발전 계	77,827	46%	91,316	47%	117,509	53%
	기타(통신, 업무, 무형자산, 기타)	10,177	6%	13,239	7%	13,523	6%
투자비 계		167,811	100%	193,833	100%	219,981	100%

자료: 한국전력, 유진투자증권

시장 개방과 투자확대는 요금 규제 개편으로 이어질 전망

원가회수율과 한전의 PBR은 동행

- 당사 추정 한국전력의 2025년 원가회수율은 115%로 사상 최대를 기록할 것으로 예상(현재 2022년까지만 공개)
- 역사적 고점 2016년 107%를 상회 → [과거 고점 밸류에이션을 충분히 넘어설 수 있다고 판단하는 이유](#)

한국전력의 총괄원가 추정

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F
I. 총괄원가(1+2)	52,031	55,351	61,104	60,943	55,536	67,187	103,640	92,423	83,700	78,810
1. 적정원가(①+②+③-④)	50,463	54,094	59,529	59,469	53,541	65,275	101,595	89,854	80,923	76,672
①영업비용	51,034	54,779	60,298	60,204	54,127	65,976	102,403	90,686	81,779	77,555
구입전력비	43,417	46,844	52,222	51,630	45,576	56,956	92,808	81,514	72,618	68,398
인건비	1,186	1,195	1,116	1,268	1,282	1,293	1,322	1,300	1,274	1,249
판관비	2,042	1,999	1,995	2,150	2,074	2,297	2,189	2,145	2,102	2,060
기타경비	4,389	4,741	4,965	5,156	5,195	5,431	6,085	5,727	5,785	5,847
-감가상각비	2,519	2,725	2,882	3,114	3,340	3,471	3,521	3,627	3,735	3,847
-지급수수료, 수선유지비	1,870	2,016	2,083	2,041	1,855	1,960	2,564	2,100	2,050	2,000
②영업외비용	10	7	4	10	19	11	1	1	1	1
③법인세비용	500	402	583	545	742	711	761	784	808	832
④영업외수익(차감항목)	1,081	1,094	1,357	1,289	1,347	1,422	1,569	1,616	1,665	1,715
2. 적정투자보수(①x②)	1,568	1,257	1,575	1,474	1,994	1,912	2,045	2,568	2,777	2,138
①요금기저	36,983	39,047	40,905	42,348	43,642	47,095	50,360	51,367	52,395	53,443
②적정투자보수율(%)	4.2	3.2	3.9	3.5	4.6	4.1	4.1	5.0	5.3	4.0
II. 총수입(1x2)	55,529	55,974	57,587	56,750	56,269	57,984	67,286	82,955	88,890	90,720
1. 판매량(GWh)	497,039	507,746	526,149	520,499	509,270	533,431	547,933	545,966	549,821	550,721
2. 적용단가(원/kWh)	111.7	110.2	109.5	109.0	110.5	108.7	122.8	151.9	161.7	164.7
III. 전기판매수입(II·I)	3,499	623	(3,517)	(4,193)	733	(9,203)	(36,354)	(9,468)	5,190	11,910
1. 적정전기요금(원/kWh)	104.7	109.0	116.1	117.1	109.0	126.0	189.1	169.3	152.2	143.1
2. 필요요금인상률(%)	-6.3	-1.1	6.1	7.4	-1.3	15.9	54.0	11.4	-5.8	-13.1
3. 실제요금인상률(%)	-0.1	-1.3	-0.7	-0.4	1.3	-1.6	13.0	23.7	6.4	1.9
4. 물가상승률(%)	1.0	1.9	1.5	0.4	0.5	2.5	5.1	3.6	3.3	3.0
IV. 원가회수율(%)	106.7	101.1	94.2	93.1	101.3	86.3	64.9	89.8	106.2	115.1

자료: 한국전력, 유진투자증권

사채 발행한도 충족을 위해서도 전기요금 인상은 불가피

- 1Q25 기준, 별도 자본 22조원, 차입금 87조원, 연결 자본 43조원, 차입금 126조원이며, 2028년 별도 기준 사채발행 비율 200% 이하 충족 필요
- 2025~2027년 연결 기준 평균 25조원/년 이상의 차입금 상환이 필요하며, 별도 기준으로는 20조원 이상 상환 필요
- 투자비 증가 추세 감안 시, 추가 요금 인상이 절실 → 이런 이유로 공격적인 주주환원은 쉽지 않다고 판단

한국전력의 차입금 상황 스케줄: 현실적으로 말이 되지 않는 상황 스케줄

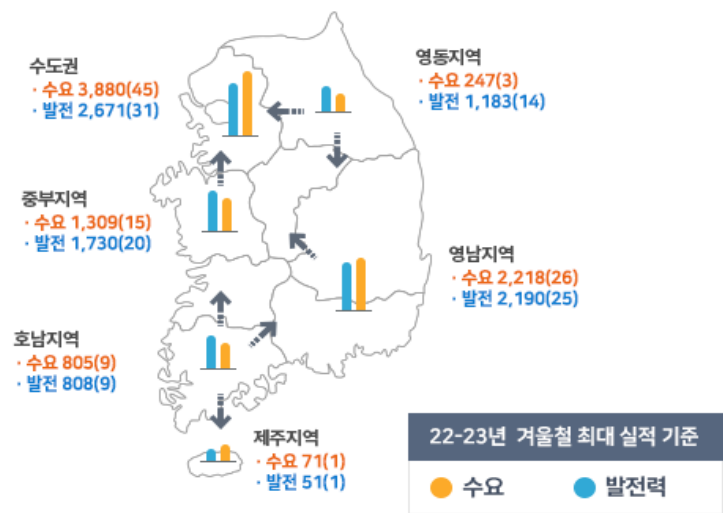
기준		(단위 : 억원)										
		2025년 1분기말	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034~
KEPCO	원화	855,409	213,763	204,649	204,345	100,660	62,326	32,201	20,700	6,700	1,000	9,064
	외화	13,379	-	128	4,331	5,866	-	-	-	-	-	3,054
	소계	868,788	213,763	204,778	208,676	106,526	62,326	32,201	20,700	6,700	1,000	12,118
발전6사	원화	391,316	58,952	56,429	55,443	32,120	23,827	7,230	11,900	14,250	6,200	124,964
	외화	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	소계	391,316	58,952	56,429	55,443	32,120	23,827	7,230	11,900	14,250	6,200	124,964
원화합계		1,246,725	272,716	261,079	259,788	132,780	86,153	39,431	32,600	20,950	7,200	134,028
외화합계		13,379	-	128	4,331	5,866	-	-	-	-	-	3,054
합계		1,260,104	272,716	261,207	264,119	138,646	86,153	39,431	32,600	20,950	7,200	137,082
비중	원화	98.9%	100%	100%	98%	96%	100%	100%	100%	100%	100%	98%
	외화	1.1%	0%	0%	2%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
	합계	100.0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 한국전력, 유진투자증권

지역별 차등 요금제 시행 → 전기요금 상승

- 지역별 전기요금 차등화: 지역별 도매가격의 차등화(LMP)와 송배전 비용의 차이 적용
- 지역별 도매가격 차이: 송전제약 및 송전손실에 대한 지역별 또는 모선별 발전비용의 차이를 도매가격에 적용
- 송배전 비용 차이: 송전거리와 송전손실 등 송전이용 관련 비용발생을 근거로 비용차이 적용
- LMP와 송배전 비용의 차이를 전기요금에 적절하게 반영 → 전력공급 및 수요자원의 지역별 수급균형 달성 가능
- 현재 SMP는 충분한 지역 신호 제공 미흡 → 지역별 수급 불균형 해소와 효율적 시장 운영에 한계
- 우선 지역별 도매가격(LMP) 도입 논의를 통해 시장 운영 효율화 필요
- 1) LMP 도입, 2) 전기요금에 송배전 비용 포함, 3) 전기요금 총괄원가와 지역 전력공급 비용의 차이를 반영하는 정책이 추진될 전망

우리나라 지역별 수요와 발전력의 불균형



자료: 전력거래소, 유진투자증권

지역별 신재생 에너지 발전소 건설 현황

구분	발전소(개수)	용량(MW)
강원	44	2,795.2
경기	2	239.9
경남	9	546.1
경북	28	1,724.5
대구	1	39.6
부산	2	136.0
서울	1	30.8
울산	13	5,346.2
인천	1	233.5
전남	46	7,813.7
전북	7	508.4
제주	6	201.0
충남	10	556.8
충북	2	79.8
합계	172	20,251.6

자료: 전력통계시스템, 유진투자증권

04

기업 분석

한국전력 (투자의견 BUY, 목표주가 36,000원)

- 목표주가 36,000원(‘25F BPS의 0.5배)으로 상향, 투자의견 BUY 유지. 대선 일부 정당 공약에 공공요금 인상안이 담겨 있어 이를 확인 후 주가도 반등 진입 전망. 실적 개선, 차입금 상환, 재무구조 개선 방향은 여전히 뚜렷. 한전의 2025년 원가회수율은 115%로 역사적 고점 경신 전망. 한전의 밸류에이션이 원가회수율과 동행했던 점을 감안할 시 긍정적 주가 흐름 지속 전망
- 2Q25 매출액 21조원(-11%qoq, +5%yoy), 영업이익 3.2조원(-16%qoq, +154%yoy) 전망. 원전 정비 스케줄 감안하면 1Q 대비로는 전력 믹스 악화 전망. 그러나 여전히 전년대비 원전 발전량은 높을 것으로 예상되며 원가절감으로 양호한 실적 유지할 것이라 판단

실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	23,293	20,474	26,103	23,529	24,224	21,477	26,071	22,963	88,219	93,399	94,735
영업비용	21,993	19,223	22,707	21,110	20,470	18,306	22,113	18,802	92,761	85,034	79,691
연료비	6,160	4,756	6,725	4,897	5,010	5,166	6,880	5,179	26,978	22,538	22,235
구입전력비	9,203	7,970	9,647	7,841	8,757	6,748	8,973	7,037	38,304	34,660	31,514
기타	6,630	6,497	6,336	8,373	6,704	6,392	6,259	6,587	27,479	27,836	25,942
영업이익	1,299	1,250	3,396	2,419	3,754	3,171	3,958	4,161	(4,542)	8,365	15,043
OPM(%)	5.6	6.1	13.0	10.3	15.5	14.8	15.2	18.1	(5.1)	9.0	15.9
세전이익	738	349	2,977	1,193	3,232	1,738	2,783	2,977	(7,554)	5,257	10,730
순이익	596	114	1,880	1,032	2,362	1,338	2,143	2,363	(4,716)	3,622	8,206

자료: 유진투자증권

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	239,715	246,808	252,500	256,767	260,942
유동자산	29,536	29,255	32,374	32,193	31,399
현금성자산	5,440	4,489	7,856	7,476	6,006
매출채권	11,913	12,128	12,192	12,304	12,686
재고자산	8,876	9,769	9,456	9,543	9,839
비유동자산	210,179	217,553	220,126	224,574	229,542
투자자산	29,170	33,424	33,902	34,214	35,275
유형자산	179,876	182,983	185,145	189,317	193,227
기타	1,133	1,146	1,079	1,044	1,040
부채총계	202,450	205,445	204,775	201,366	200,792
유동부채	61,248	63,969	63,925	64,008	64,291
매입채무	8,737	9,079	9,036	9,119	9,401
유동성이자부채	41,752	45,069	45,069	45,069	45,069
기타	10,759	9,820	9,820	9,820	9,820
비유동부채	141,202	141,476	140,850	137,357	136,501
비유동이자부채	96,139	91,448	90,337	86,354	85,003
기타	45,062	50,028	50,513	51,003	51,498
자본총계	37,265	41,363	47,724	55,402	60,150
자배지분	35,845	39,915	46,277	53,954	58,702
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,445	2,445	2,445	2,445
이익잉여금	16,338	20,128	27,914	35,591	40,339
기타	13,852	14,133	12,709	12,709	12,709
비자배지분	1,420	1,448	1,448	1,448	1,448
자본총계	37,265	41,363	47,724	55,402	60,150
총차입금	137,892	136,518	135,407	131,424	130,073
순차입금	132,452	132,029	127,550	123,947	124,067

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,522	15,876	20,537	18,879	18,260
당기순이익	(4,716)	3,622	8,206	7,998	5,154
자산상각비	13,032	13,997	15,462	15,800	16,123
기타비현금성손익	2,804	7,134	(4,748)	(6,779)	(4,538)
운전자본증감	(5,142)	(3,790)	205	(116)	(395)
매출채권감소(증가)	(858)	(189)	(65)	(112)	(381)
재고자산감소(증가)	148	(1,413)	313	(87)	(296)
매입채무증가(감소)	(4,115)	12	(44)	83	283
기타	(316)	(2,201)	0	0	0
투자현금	(13,074)	(14,093)	(17,033)	(19,067)	(19,474)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(492)	(215)	524	870	556
설비투자	13,908	14,216	17,445	19,798	19,860
유형자산처분	310	403	0	0	0
무형자산처분	(75)	(91)	(113)	(138)	(170)
재무현금	12,662	(3,849)	(1,248)	(4,176)	(1,608)
차입금증가	12,119	(4,219)	(1,111)	(3,983)	(1,351)
자본증가	(56)	(137)	(137)	(193)	(257)
배당금지급	56	137	137	193	257
현금 증감	1,108	(1,960)	3,367	(380)	(1,471)
기초현금	3,235	4,343	2,383	5,750	5,370
기말현금	4,343	2,383	5,750	5,370	3,900
Gross Cash flow	11,120	24,753	20,332	18,996	18,655
Gross Investment	18,215	17,884	16,828	19,183	19,869
Free Cash Flow	(7,095)	6,870	3,504	(188)	(1,214)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	88,219	93,399	94,735	95,607	98,571
증가율(%)	23.8	5.9	1.4	0.9	3.1
매출원가	89,700	81,964	76,072	77,461	83,785
매출총이익	(1,480)	11,435	18,663	18,146	14,786
판매 및 일반관리비	3,062	3,070	3,620	3,692	3,806
기타영업손익	2	0	18	2	3
영업이익	(4,542)	8,365	15,043	14,455	10,979
증가율(%)	적지	흑전	79.8	(3.9)	(24.0)
EBITDA	8,491	22,362	30,506	30,255	27,102
증가율(%)	흑전	163.4	36.4	(0.8)	(10.4)
영업외손익	(3,012)	(3,108)	(4,313)	(4,013)	(4,014)
이자수익	456	538	202	192	166
이자비용	4,452	4,665	5,358	5,308	5,255
지분법손익	613	882	706	988	959
기타영업외손익	371	136	137	115	116
세전순이익	(7,554)	5,257	10,730	10,441	6,965
증가율(%)	적지	흑전	104.1	(2.7)	(33.3)
법인세비용	(2,838)	1,635	2,524	2,443	1,811
당기순이익	(4,716)	3,622	8,206	7,998	5,154
증가율(%)	적지	흑전	126.6	(2.5)	(35.6)
지배주주지분	(4,823)	3,492	7,922	7,870	5,005
증가율(%)	적지	흑전	126.9	(0.7)	(36.4)
비지배지분	106	130	284	128	149
EPS(원)	(7,512)	5,439	12,341	12,259	7,796
증가율(%)	적지	흑전	126.9	(0.7)	(36.4)
수정EPS(원)	(7,512)	5,439	12,341	12,259	7,796
증가율(%)	적지	흑전	126.9	(0.7)	(36.4)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(7,512)	5,439	12,341	12,259	7,796
BPS	55,837	62,177	72,086	84,045	91,441
DPS	0	213	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	-	3.7	2.5	2.5	3.9
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/ EBITDA	17.0	6.5	4.8	4.7	5.3
배당수익률	0.0	1.1	1.0	1.3	1.7
PCR	1.1	0.5	1.0	1.0	1.0
수익성(%)					
영업이익률	(5.1)	9.0	15.9	15.1	11.1
EBITDA이익률	9.6	23.9	32.2	31.6	27.5
순이익률	(5.3)	3.9	8.7	8.4	5.2
ROE	(12.6)	9.2	18.4	15.7	8.9
ROIC	(2.1)	3.6	7.1	6.7	4.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	355.4	319.2	267.3	223.7	206.3
유동비율	48.2	45.7	50.6	50.3	48.8
이자보상배율	(1.0)	1.8	2.8	2.7	2.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	7.9	7.8	7.8	7.8	7.9
재고자산회전율	9.4	10.0	9.9	10.1	10.2
매입채무회전율	8.7	10.5	10.5	10.5	10.6

지역난방공사 (투자의견 STRONG BUY, 목표주가 104,000원)

- 목표주가 104,000원('25F BPS의 0.6배), 투자의견 STRONG BUY 유지. 동탄2 신규 발전소 건설되며 멀티플 확장되었던 2018년과 유사한 국면. 전력 사업 호실적에 주목하며 유틸리티 섹터 최선호주로 추천
- 2Q25 매출액 5,990억원(-62%qoq, +13%yoy), 영업이익 100억원(-99%qoq, 흑전yoy)으로 비수기에 선방하는 실적 전망. 동사의 대구, 청주 발전소 공사 완료로 급전순위가 10위권으로 상승하였고, 개별요금제 적용으로 에너지 마진 확대되며 실적 개선 전망. 동사의 열사업 미수금은 총 5,365억원으로 감소 전환. 현재는 '22년 초과손실이 순이익에 반영되는 구간으로 부채로 잡혀 있는 미수금 감소 규모가 적었으나, 내년부터 '23년도 미수금 회수가 본격화될 전망. 추후 화성('27년), 수원('29년)도 개체공사 완료될 예정으로 전력 사업이 이끄는 실적 성장 지속 전망.

실적 추이와 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	1,375	532	585	1,078	1,577	599	629	1,210	3,954	3,570	4,015
열	720	204	135	525	842	232	147	614	1,454	1,584	1,834
전기	639	305	418	529	718	361	470	591	2,408	1,890	2,140
냉수	4	6	13	4	4	6	13	4	28	28	28
영업이익	209	(23)	29	114	324	10	(4)	127	315	328	457
열	136	(19)	12	50	160	15	(25)	90	262	179	240
전기	74	(2)	18	67	166	(2)	21	42	59	157	226
냉수	(2)	(3)	(1)	(4)	(2)	(3)	(1)	(4)	(6)	(9)	(10)
OPM(%)	15.2	(4.4)	4.9	10.6	20.5	1.7	(0.7)	10.5	8.0	9.2	11.4
열	18.9	(9.3)	8.8	9.6	19.1	6.5	(17.1)	14.6	18.0	11.3	13.1
전기	11.6	(0.5)	4.2	12.7	23.1	(0.6)	4.5	7.0	2.5	8.3	10.6
냉수	(39.5)	(47.6)	(4.6)	(81.8)	(62.2)	(47.6)	(4.6)	(81.8)	(22.2)	(31.5)	(34.5)

자료: 유진투자증권

지역난방공사(071320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	7,968	8,362	8,530	8,605	8,677
유동자산	900	1,047	1,181	1,329	1,327
현금성자산	26	18	89	245	165
매출채권	806	991	1,031	1,023	1,097
재고자산	61	26	50	50	53
비유동자산	7,069	7,315	7,349	7,276	7,350
투자자산	845	754	848	826	868
유형자산	6,154	6,499	6,447	6,404	6,441
기타	70	62	54	47	40
부채총계	5,875	6,094	6,505	6,382	6,309
유동부채	2,028	1,688	1,779	1,776	1,826
매입채무	596	591	681	676	725
유동성이자부채	1,309	982	982	982	982
기타	123	115	116	117	119
비유동부채	3,847	4,406	4,726	4,606	4,483
비유동이자부채	2,799	3,359	3,669	3,539	3,405
기타	1,048	1,047	1,057	1,068	1,078
자본총계	2,093	2,268	2,025	2,224	2,368
자배지분	2,088	2,267	2,024	2,222	2,367
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,416	1,600	1,852	2,051	2,195
기타	501	496	0	0	0
비자배지분	5	1	1	1	1
자본총계	2,093	2,268	2,025	2,224	2,368
총차입금	4,108	4,341	4,651	4,521	4,387
순차입금	4,082	4,323	4,562	4,276	4,222

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(47)	529	106	654	506
당기순이익	199	210	297	268	217
자산상각비	314	335	359	355	357
기타비현금성손익	116	128	(579)	25	(41)
운전자본증감	(679)	(149)	27	4	(28)
매출채권감소(증가)	189	(25)	(39)	7	(74)
재고자산감소(증가)	(1)	35	(24)	0	(4)
매입채무증가(감소)	(495)	(15)	90	(5)	49
기타	(372)	(145)	1	1	1
투자현금	(634)	(624)	(300)	(305)	(389)
단기투자자산감소	1	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(2)	0	(1)
설비투자	640	649	297	304	387
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	751	200	265	(194)	(198)
차입금증가	513	225	310	(130)	(134)
자본증가	(11)	(20)	(45)	(64)	(64)
배당금지급	(11)	(20)	45	64	64
현금 증감	(25)	(7)	71	156	(80)
기초현금	39	14	7	78	234
기말현금	14	7	78	234	154
Gross Cash flow	632	678	78	650	534
Gross Investment	1,313	774	273	301	416
Free Cash Flow	(681)	(95)	(194)	350	118

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,954	3,570	4,015	3,907	4,108
증가율(%)	(5.3)	(9.7)	12.5	(2.7)	5.1
매출원가	3,540	3,137	3,419	3,382	3,615
매출총이익	413	433	596	525	493
판매 및 일반관리비	99	105	139	153	156
기타영업손익	(12)	6	32	10	2
영업이익	315	328	457	372	337
증가율(%)	37.2	4.2	39.3	(18.5)	(9.5)
EBITDA	628	663	815	728	693
증가율(%)	37.2	5.6	22.9	(10.8)	(4.7)
영업외손익	(82)	(67)	(71)	(23)	(55)
이자수익	6	8	32	71	35
이자비용	88	98	105	95	89
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	22	2	1	(1)
세전순이익	232	261	386	349	282
증가율(%)	37.2	12.2	48.1	(9.6)	(19.2)
법인세비용	33	51	89	81	65
당기순이익	199	210	297	268	217
증가율(%)	37.2	5.3	41.6	(10.0)	(19.0)
지배주주지분	199	210	297	262	208
증가율(%)	37.2	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)
비지배지분	(0)	(0)	(0)	5	9
EPS(원)	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
증가율(%)	37.2	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)
수정EPS(원)	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
증가율(%)	37.2	5.4	41.4	(11.8)	(20.6)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	17,222	18,151	25,672	22,652	17,980
BPS	180,371	195,798	174,783	191,935	204,415
DPS	0	3,879	5,500	5,500	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	1.4	2.3	3.1	3.5	4.4
PBR	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
EV/ EBITDA	6.9	7.2	6.7	7.1	7.4
배당수익률	0.0	9.4	6.9	6.9	6.3
PCR	0.4	0.7	11.7	1.4	1.7
수익성(%)					
영업이익률	8.0	9.2	11.4	9.5	8.2
EBITDA이익률	15.9	18.6	20.3	18.6	16.9
순이익률	5.0	5.9	7.4	6.8	5.3
ROE	10.6	9.7	13.9	12.4	9.1
ROIC	4.8	4.1	5.3	4.4	4.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	195.0	190.6	225.3	192.3	178.3
유동비율	44.4	62.0	66.4	74.9	72.7
이자보상배율	3.6	3.3	4.3	3.9	3.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.4	4.0	4.0	3.8	3.9
재고자산회전율	65.2	82.0	105.9	78.5	79.9
매입채무회전율	4.7	6.0	6.3	5.8	5.9

롯데케미칼 (투자의견 BUY, 목표주가 75,000원)

- 목표주가 75,000원, 투자의견 BUY 유지. 순이익 흑자 전환에 시간이 걸리겠지만 개선 방향은 여전히 유효하며, 2025년 하반기부터 석유 화학 업황 점진적 반등, 동사의 실적과 주가 모두 반등 가능할 전망
- 다만, 상반기까지는 적자 지속 불가피할 전망. 2Q까지 한국, 미국을 중심으로 설비 정기보수가 예정되어 있고, 최근 원가 급락으로 부정적인 래깅 효과가 발생할 것이기 때문. '25년도 어려운 업황이 지속될 전망이나, 미국과 중국의 관세 부과 90일 유예, 원재료 하향 안정화로 완만한 손익 개선 전망. 작년 하반기 그룹 재무 이슈 발생 당시와 업황, 실적에 차이가 없으나 주가만 절반 수준으로 하락. 낙폭과대를 감안한 관심은 여전히 유효

실적 추이와 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	5,086	5,248	5,200	4,896	4,902	4,662	4,973	5,245	19,946	20,430	19,781
기초소재	2,872	2,950	2,897	2,432	2,715	2,476	2,678	2,809	11,188	11,151	10,678
타이탄	541	515	587	573	487	512	581	593	2,196	2,216	2,173
LC USA	135	142	144	168	155	158	163	165	540	590	641
첨단소재	1,032	1,134	1,122	1,094	1,108	1,031	1,055	1,153	4,184	4,382	4,347
정밀화학	399	422	420	429	446	435	432	441	1,769	1,671	1,754
롯데에너지	242	263	211	186	158	218	231	251	809	902	858
영업이익	(135)	(111)	(414)	(234)	(127)	(44)	24	113	(348)	(894)	(33)
기초소재	(72)	(46)	(195)	(129)	(62)	3	32	67	(202)	(441)	40
타이탄	(53)	(81)	(63)	(64)	(41)	(37)	(20)	2	(254)	(262)	(97)
LC USA	(6)	(12)	(107)	18	(5)	2	9	12	(45)	(107)	18
첨단소재	44	76	38	30	73	55	54	75	233	188	256
정밀화학	11	17	10	12	19	15	16	18	155	50	69
롯데에너지	4	3	(32)	(40)	(46)	(17)	(2)	4	12	(65)	(61)
OPM(%)	(2.7)	(2.1)	(8.0)	(4.8)	(2.6)	(0.9)	0.5	2.2	(1.7)	(4.4)	(0.2)
올레핀	(2.5)	(1.6)	(6.7)	(5.3)	(2.3)	0.1	1.2	2.4	(1.8)	(4.0)	0.4
타이탄	(9.8)	(15.8)	(10.7)	(11.2)	(8.4)	(7.3)	(3.5)	0.3	(11.6)	(11.8)	(4.4)
LC USA	(4.2)	(8.6)	(74.2)	10.9	(3.1)	1.1	5.5	7.3	(8.4)	(18.1)	2.8
첨단소재	4.3	6.7	3.4	2.7	6.6	5.3	5.1	6.5	5.6	4.3	5.9
정밀화학	2.7	4.1	2.5	2.8	4.2	3.5	3.8	4.1	8.7	3.0	3.9
롯데에너지	1.8	1.1	(15.0)	(21.5)	(29.1)	(7.6)	(1.0)	1.6	1.5	(7.1)	(7.1)

자료: 유진투자증권

롯데케미칼(011170.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	33,476	34,552	34,350	35,186	35,241
유동자산	9,814	8,983	8,324	9,032	9,147
현금성자산	4,119	3,474	2,911	3,481	3,429
매출채권	2,342	2,195	2,197	2,258	2,333
재고자산	2,802	2,818	2,721	2,797	2,889
비유동자산	23,662	25,569	26,026	26,154	26,093
투자자산	5,657	6,170	5,974	6,142	6,344
유형자산	14,273	16,085	16,902	17,036	16,933
기타	3,732	3,314	3,150	2,977	2,816
부채총계	13,244	14,564	16,090	17,151	17,222
유동부채	6,524	8,502	8,508	8,561	8,625
매입채무	2,024	1,888	1,894	1,947	2,011
유동성이자부채	4,183	6,353	6,353	6,353	6,353
기타	317	261	261	261	261
비유동부채	6,720	6,062	7,582	8,590	8,597
비유동이자부채	5,855	5,333	6,846	7,846	7,846
기타	866	730	737	744	752
자본총계	20,233	19,988	18,260	18,036	18,018
자배지분	15,543	14,352	12,624	12,400	12,383
자본금	214	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,730	1,730	1,730	1,730
이익잉여금	12,965	11,062	10,680	10,456	10,438
기타	422	1,346	0	0	0
비자배지분	4,689	5,636	5,636	5,636	5,636
자본총계	20,233	19,988	18,260	18,036	18,018
총차입금	10,038	11,686	13,199	14,199	14,199
순차입금	5,919	8,212	10,288	10,718	10,769

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	790	1,542	1,540	2,190	1,370
당기순이익	(39)	(1,826)	(315)	(188)	48
자산상각비	1,173	1,291	1,508	1,507	1,488
기타비현금성손익	(263)	1,101	236	940	(80)
운전자본증감	110	1,029	102	(85)	(103)
매출채권감소(증가)	(92)	304	(2)	(62)	(75)
재고자산감소(증가)	216	105	98	(76)	(92)
매입채무증가(감소)	(203)	1,495	6	53	64
기타	189	(875)	0	0	0
투자현금	(5,075)	(1,948)	(2,019)	(1,577)	(1,358)
단기투자자산감소	389	(25)	0	0	0
장기투자증권감소	(69)	(194)	142	(109)	(133)
설비투자	(3,640)	(2,238)	(2,111)	(1,438)	(1,194)
유형자산처분	92	14	0	0	0
무형자산처분	(6)	(17)	(50)	(30)	(31)
재무현금	4,196	(188)	(84)	(43)	(64)
차입금증가	3,462	24	0	0	0
자본증가	976	(225)	(84)	(43)	(64)
배당금지급	190	225	84	43	64
현금 증감	(108)	(590)	(563)	570	(52)
기초현금	2,810	2,702	2,112	1,549	2,119
기말현금	2,702	2,112	1,549	2,119	2,067
Gross Cash flow	870	566	1,439	2,275	1,473
Gross Investment	5,353	894	1,917	1,662	1,461
Free Cash Flow	(4,483)	(328)	(479)	613	12

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,946	20,430	19,781	20,335	21,006
증가율(%)	(10.5)	2.4	(3.2)	2.8	3.3
매출원가	19,165	20,101	18,551	18,830	19,095
매출총이익	781	330	1,231	1,505	1,912
판매 및 일반관리비	1,129	1,224	1,264	1,299	1,342
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(348)	(894)	(33)	205	569
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	177.2
EBITDA	825	397	1,475	1,712	2,057
증가율(%)	345.1	(51.9)	271.9	16.1	20.2
영업외손익	(105)	(1,364)	(379)	(454)	(506)
이자수익	212	187	171	181	177
이자비용	379	421	481	563	601
자본비용	55	(121)	5	8	9
기타영업손익	8	(1,009)	(74)	(80)	(90)
세전순이익	(452)	(2,258)	(412)	(248)	63
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	(413)	(433)	(97)	(60)	16
당기순이익	(39)	(1,826)	(315)	(188)	48
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(50)	(1,711)	(298)	(181)	47
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	11	(115)	(17)	(7)	1
EPS(원)	(1,170)	(39,988)	(6,967)	(4,240)	1,092
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(1,170)	(39,988)	(6,967)	(4,240)	1,092
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(1,170)	(39,988)	(6,967)	(4,240)	1,092
BPS	363,366	335,527	295,130	289,890	289,482
DPS	3,500	2,000	1,000	1,500	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	-	-	54.5
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	15.1	27.2	8.7	7.7	6.5
배당수익률	2.3	3.3	1.7	2.5	3.4
PCR	7.5	4.5	1.8	1.1	1.7
수익성(%)					
영업이익률	(1.7)	(4.4)	(0.2)	1.0	2.7
EBITDA이익률	4.1	1.9	7.5	8.4	9.8
순이익률	(0.2)	(8.9)	(1.6)	(0.9)	0.2
ROE	(0.3)	(11.4)	(2.2)	(1.4)	0.4
ROIC	(1.3)	(2.8)	(0.1)	0.6	1.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	29.3	41.1	56.3	59.4	59.8
유동비율	150.4	105.7	97.8	105.5	106.1
이자보상배율	(0.9)	(2.1)	(0.1)	0.4	0.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	8.6	9.0	9.0	9.1	9.2
재고자산회전율	7.5	7.3	7.1	7.4	7.4
매입채무회전율	9.5	10.4	10.5	10.6	10.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율			
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50% 이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15% 이상 ~ +50% 미만		96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10% 이상 ~ +15% 미만		4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10% 미만		0%
(2025.03.31 기준)			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-10-31	Buy	27,000	1년	-30.2	-21.1
2023-11-30	Buy	27,000	1년	-28.5	-21.1
2024-02-19	Buy	32,000	1년	-27.4	-26.4
2024-02-26	Buy	33,000	1년	-32.6	-24.7
2024-03-21	Buy	33,000	1년	-35.4	-30.9
2024-05-14	Buy	28,000	1년	-23.6	-3.8
2024-08-09	Buy	28,000	1년	-21.4	-3.8
2024-11-14	Buy	28,000	1년	-20.4	-3.8
2025-03-04	Buy	28,000	1년	-16.2	-3.8
2025-05-14	Buy	32,000	1년	-8.0	-0.9
2025-05-30	Buy	36,000	1년		

한국전력(015760.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-05-30	Hold	30,000	1년	-13.1	22.5
2023-11-28	Hold	30,000	1년	-6.9	22.5
2023-11-30	Hold	30,000	1년	-6.4	22.5
2024-02-19	Strong Buy	57,000	1년	-30.6	-27.8
2024-02-27	Strong Buy	78,000	1년	-40.9	-24.2
2024-03-21	Strong Buy	78,000	1년	-40.5	-24.2
2024-05-14	Strong Buy	78,000	1년	-39.2	-24.2
2024-08-09	Strong Buy	78,000	1년	-39.0	-24.2
2024-11-12	Strong Buy	78,000	1년	-38.4	-24.2
2025-05-14	Strong Buy	104,000	1년	-30.3	-23.8
2025-05-30	Strong Buy	104,000	1년		

지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-08-09	Buy	240,000	1년	-44.1	-32.3
2023-11-10	Buy	240,000	1년	-45.0	-32.3
2023-11-30	Buy	240,000	1년	-46.2	-32.3
2024-01-04	Buy	240,000	1년	-49.1	-41.6
2024-05-10	Buy	180,000	1년	-39.3	-32.4
2024-08-09	Buy	120,000	1년	-37.2	-14.7
2024-11-08	Buy	120,000	1년	-48.0	-33.4
2025-02-10	Buy	75,000	1년	-15.0	3.9
2025-05-14	Buy	75,000	1년	-23.1	-20.7
2025-05-30	Buy	75,000	1년		

롯데케미칼(011170.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-10-31	Buy	58,000	1년	-35.7	-21.8
2023-11-30	Buy	58,000	1년	-34.0	-16.9
2024-05-31	Buy	58,000	1년	-27.4	-16.2
2024-08-07	Buy	58,000	1년	-25.4	-16.2
2024-11-12	Buy	58,000	1년	-25.1	-16.2
2025-05-30	Buy	58,000	1년		

한전KPS(051600.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현