



2025년 05월 15일
키움증권 리서치센터 | 산업분석

정유/화학 Overweight (Reinitiate)

2H25: Time to fly

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

Contents



2H25: Time to fly 2

I. 유가 하락에 걸어보는 기대 3

- > 수요개선은 아쉽지만... 3
- > 중국 수출확대가 제한적인 이유 5
- > 글로벌도 다르지 않다 12
- > 아쉬운 수요의 개선 15

II. 나쁜점만 있지는 않다 19

- > 눈높이 상향 vs 저점 밸류에이션 19
- > 중국 수요 개선은 진행 중 22
- > 제품가격의 Outperform 28
- > 불확실성 완화와 기회요인 31
- > 조금씩이나마 개선되는 공급부담 35

기업분석: 정유 40

- > S-Oil (010950) 41
- > SK이노베이션 (096770) 45

기업분석: 화학 49

- > 롯데케미칼 (011170) 50
- > 유니드 (014830) 56
- > 효성티앤씨 (298020) 62
- > LG화학 (051910) 68
- > 금호석유화학 (011780) 74
- > 롯데정밀화학 (004000) 80
- > HS효성첨단소재 (298050) 86
- > SK케미칼 (285130) 92
- > TKG휴켄스 (069260) 98

Compliance Notice

- 당사는 05월 15일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

2H25: Time to fly

>>> 정유/화학 'Overweight'

정유/화학산업에 대한 'Overweight' 의견을 제시한다. 정유대비 화학섹터에 대한 선호(화학)정유)의견을, Top-picks으로는 S-Oil과 롯데케미칼, 유니드 제시한다. 중국의 수요개선과 유가 하향안정화에 따른 원가개선 측면 모두를 고려했을 때, 화학섹터에 대한 매력도가 부각될 수 있는 상황이다. 또한, 업황의 완전한 개선을 가정할 때, Pure Chemical에 대한 업사이드가 부각될 수 있을 전망이다.

>>> [정유] 사이클 저점 통과 중

정유업종 Top-pick으로 S-Oil을 제시한다. 정유업종 개선의 핵심은 원가의 하락이다. 유가의 하향안정화는 원가의 하락으로 이어질 전망이고, 현재 단기적으로 부진한 수요 개선의 첫 단추가 될 것이다. 4월 지속중이었던 관세에 대한 우려 역시 점진적으로 완화된다면, 2H25 수급적으로는 양호한 상황이 전개될 것이다. 2026년 이후 증설은 제한적인 상황, 중국은 정유산업 구조조정을 통해 내수중심으로 전환을 지속하고 있다는 점 등을 고려하면, 회복세는 지속될 수 있을 전망이며, 현재 사이클 저점을 통과중인 것으로 판단된다.

>>> [화학] 나쁜점만 있지는 않다

Hybrid Chemical 대비 Pure Chemical에 대한 선호의견을, Top-pick으로 롯데케미칼과 유니드를, 차선후주로 효성티앤씨를 제시한다. 2025년 석유화학 업황은 2024년대비 회복이 예상된다. 중국의 경기부양책 지속에 따른 수요개선은 강화될 것으로 예상되는 상황이다. 2024년 중국의 경기부양 기대감과 Bottom-up 지표 부진 사이에서 화학섹터의 주가 변동성은 지속됐었다. 2025년과 2024년이 크게 다른 점은 화학섹터내 지표 개선 여부이다. 중국의 명목수요 개선은 1Q25 지속됐으며, 전방지표 역시 견조하다. 내수수요의 개선은 2025년 지속될 수 있을 것으로 볼 수 있다. 유가 하향안정화에 따른 Spread 개선을 우리는 과거를 통해 지켜봐왔다. 2025년 현재, 납사가격은 2018~2019년 평균 수준으로 하락했고 당시 Spread는 현재대비 15~20%이상 높았음을 고려할 필요가 있다. 본격적인 공급과잉 부담이 지속됐던 당시에도 유가 하락이후 Spread 개선은 발생했었다.

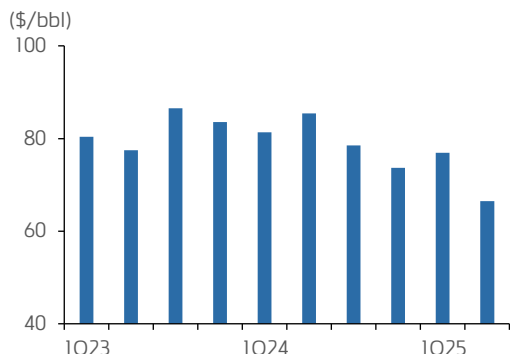
I. [정유] 유가 하락에 걸어보는 기대

>>> Summary: 수요개선은 아쉽지만, 유가 하락은 수익성 개선으로

정유업종 Top-pick으로 S-Oil을 제시한다. 2H25 관세 불확실성 완화와 유가 하향안정화 국면에서 이익률 개선이 나타날 것으로 예상되기 때문이다. S-Oil의 12MF PBR은 0.7배로 1H25 불확실성 확대 국면에서 크게 하락한 상황이다. 2H25 Spread 개선 효과에 따른 실적 개선이 예상되며, 유가의 추가적인 하락이 제한적인 만큼 업사이드 유효하다는 판단이다.

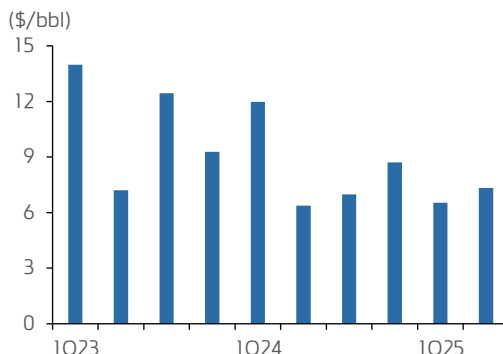
1Q25 정유사들은 부진한 실적을 기록했다. SK이노베이션은 영업이익 -446억원을, S-Oil은 영업이익 -215억원을 기록하며 적자전환했다. GS의 경우 1Q25 영업이익 8,002억원으로(+29.5% QoQ) 증익을 기록했으나, GS Caltex 실적은 -57.9% QoQ 감익을 기록했다. 1Q25 평균 유가는 +4.4% QoQ를 기록하며 상승했으나, 휘발유 Spread -25.1%, 등/경유 각각 -31.8%, -10.4% QoQ 하락하며 부진한 업황이 지속됐기 때문이다. 한편, 2Q25 평균 유가는 -13.6% QoQ를 기록 중이고, 유가 하락에 따른 재고관련손실 인식이 예상돼 부진한 실적은 1H25 지속될 것으로 추정된다.

분기 평균 Dubai 유가 추이



자료: Petronet, 기름증권 리서치센터

분기 평균 정제마진 추이



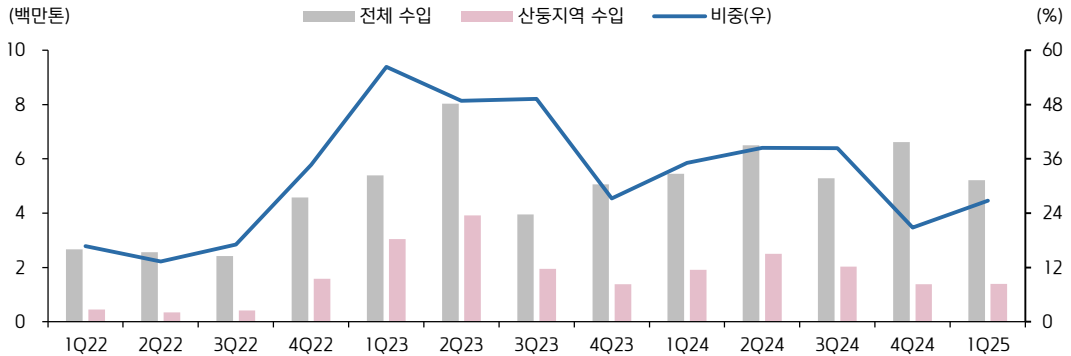
자료: Petronet, 기름증권 리서치센터

그럼에도 2H25 실적 개선이 기대되는 요인은 유가 하락이다. 2H25 유가의 하향안정화를 예상, Spread의 개선이 예상되기 때문이다. 유가의 하향안정화는 한편, 점진적 수요의 개선으로도 이어질 수 있을 전망이다. 단기적으로 수요의 뚜렷한 턴어라운드는 부재한 상황이지만, 관세 불확실성 축소 및 유가의 하향안정화는 Downstream 수요 개선으로 연결 연간 상저하고의 실적으로 이어질 수 있을 전망이다. 2025년 5월초 기준 Dubai 유가는 -15.8% YTD를 기록했다. 공급 증가와 수요 둔화 요인에 따른 유가 하방압력이 지속됐기 때문이다. 한편, 휘발유 가격은 \$76.7/bbl로 -10.2% YTD를 기록하며, Spread는 +35.4% YTD를 기록했다. 등/경유의 경우에도 -13.5%, -14.3% YTD를 기록하며 유가대비 상대적으로 하락폭이 적었다.

한편, 중국의 수출이 단기적으로 증가할 가능성은 여전히 낮고, 정제설비 증설 역시 적어 공급단은 우호적인 상황이 전개될 수 있을 전망이다. 중국은 정유산업에 대한 구조조정을 지속해오고 있다. 특히, 자국내 정제설비 총 용량 제한(2,000만b/d), 단일 용량 제한(20만b/d), 소규모(4만b/d 이하) 정제설비 폐지 등 공급조절에 대한 정책을 지속하고 있다. 또한, 정제품 수출 부가세 환급 축소, SRFO 수입 세제혜택 축소, 관세인상 등을 통해 구조조정을 진행 중이다.

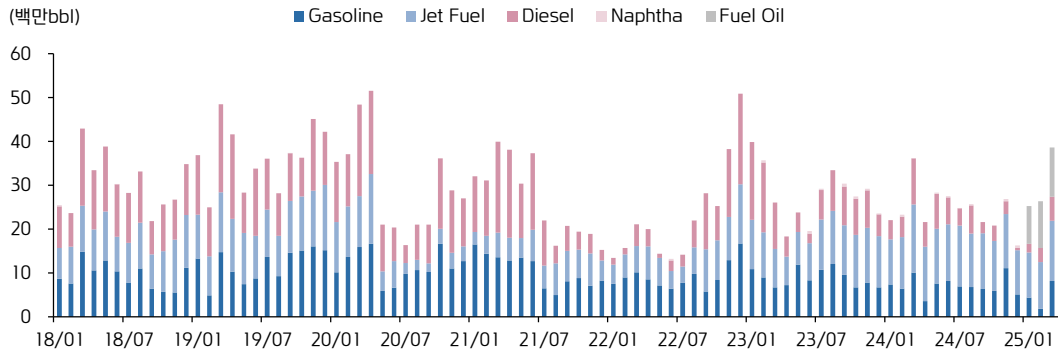
특히, Teapot 업체들의 수익성에 기여해왔던 SRFO 세제혜택 축소와, 정제품 수입관세 인상은 Teapot 업체의 수익성 하락으로 이어질 전망이다. 또한, 수출세 환급률 조정은 수출 정유제품의 수익성 감소로 연결, 수출 증가 여력 감소로 이어질 전망이다. 글로벌 정제설비 순증설 역시 60만b/d로 2024년대비 감소할 것으로 예상되며, 설비폐쇄는 40만b/d로 증가할 것으로 전망된다. 공급단의 조정은 단기적, 중장기적으로도 긍정적이다.

중국 연료유 수입 추이



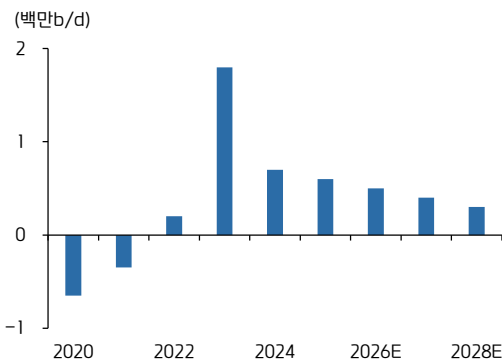
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 정유제품별 수출량 추이



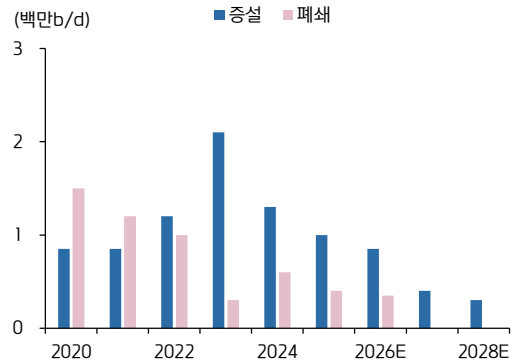
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

정제설비 순증설 추이 및 전망



자료: OPEC, S-Oil, 키움증권 리서치센터

정제설비 증설 및 폐쇄 추이 및 전망



자료: OPEC, S-Oil, 키움증권 리서치센터

>>> 중국 정유제품 수출확대가 제한되는 요인

중국 정유사 구조조정 가속화

2025년 중국의 정유사 구조조정 지속은 공급단의 개선요인으로 작용할 전망이다. 중국은 2021년 10월 발표된 ‘탄소배출 정점 행동계획’의 일환으로 2023년 10월 정제설비 구조조정에 대한 지침(발개위 및 생태환경부 공동 지침 / 산업 및 에너지구조 최적화 조치 등)을 새로 발표했다. 이를 살펴보면, 2025년까지 중국내 정제설비 용량을 2,000만b/d로 제한함과 동시에 20만b/d 미만 설비에 대한 신증설 제한, 4만b/d이하의 소규모 정유소 폐지 등이 핵심이다. 정책에 따라 산동성은 23개의 정제설비, 총 3,180만톤 Capa를 폐쇄 또는 Yulong 석유화학단지로 통합했다. 또한, 2024년 12월 정유제품 수출 부가세 환급률 축소, 2025년 1월 SRFO 수입에 대한 세제혜택 축소, 관세인상 등을 통해 정유산업에 대한 구조조정을 가속화하고 있다.

중국 에너지 산업 구조조정 주요 정책

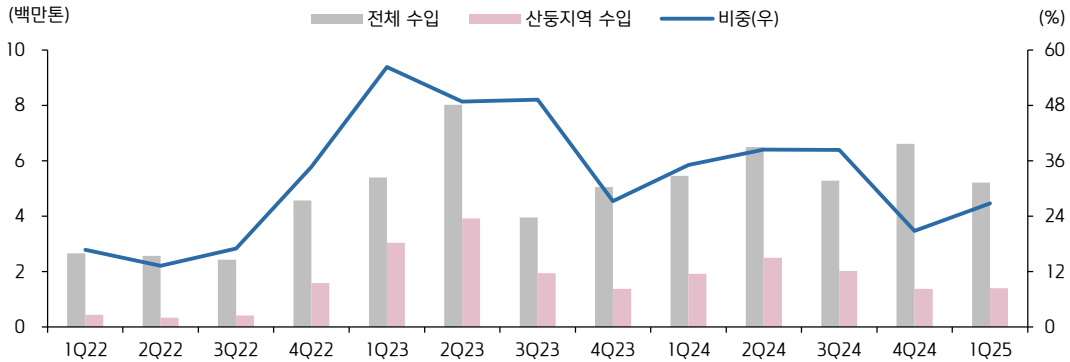
시기	주체	정책	주요내용
2021년	발개위	탄소배출 정점 행동계획	- 2030년 탄소배출 정점 도달 / GDP 당 이산화탄소 배출량 감축 목표 - 비화석 에너지 소비 비중 확대 - 순환경제 촉진 및 기술 혁신 강화를 위한 정책, 제도 정비
2022년	발개위 등 3개부처	산업 분야 탄소정점 이행계획	- 저탄소 기술 개발 및 보급 / CCUS 및 수소환원 제철 등 기술 보급 - 고탄소 산업 구조조정 / 석유화학, 철강, 시멘트 등 대상 - 산업 공정 저탄소화 / 원료 대체 및 제조공정 효율화 등
2022년	과학기술부 등 9개부처	과학기술 지원 탄소정점·탄소중립 이행계획	- 에너지 전환 기술개발 / 신재생 및 석탄공정 효율화 - 저탄소 산업 혁신 / 고탄소 산업의 저탄소 산업 전환 촉진
2023년	국가표준화 관리위원회	탄소정점·탄소중립 표준체계 구축 지침	- 표준체계 구축 / 에너지, 산업, 교통 등 - 측정 및 검증 체계 강화 등
2023년	발개위	제품 탄소발자국 관리체계 구축 의견	- 탄소발자국 표준화 및 정부조달 연계 등
2023년	발개위 등 2개부처	고탄소 산업 프로젝트 관리 강화 지침	- 신규 정제설비 건설 억제 / 기존 설비폐쇄와 연계하여 추진토록 변경 - 저효율 설비의 퇴출 유도 및 에너지 소비량 등 평가강화
2023년	발개위 등 3개부처	산업 및 에너지구조 최적화 조치	- 고도화 공정 장려 / 수소생산 및 화학생산 설비 투자 장려 - Teapot 구조조정 언급 / 대형화 및 친환경화 유도 - 연료유 중심 정제산업 탈피 / 에틸렌 등 석유화학 원료 생산 확대 - 관련 설비 투자에 중앙정부 보조금 투입 등 세부 지침 발표
2024년	발개위 등 3개부처	정제설비 총량 제한	- 정제설비 총량 2,000만b/d로 제한 - 신규 정제설비 승인 시 기존 저효율 설비의 용량교환 원칙 적용 - 고효율 및 저탄소 설비 중심 전환
2025년	국가에너지국	에너지부문 업무 지침	- 에너지 안보 및 석유공급 체계 안정화 - 신재생에너지 확대 및 에너지 탄소배출 산정시스템 개발 - 화석연료 기반 에너지 비중 합리적 유지, 정유부문 안정 운영 강조

자료: 중국 정부 및 언론종합, 키움증권 리서치센터

SRFO란 Straight-run Fuel Oil의 약자로 고도정제과정을 거친 저품질의 연료유를 의미한다. 중국의 경우에는 원유 수입을 국가가 통제하고 정유사별 원유 수입 자격을 검토해 원유 수입 쿼터를 부여, 원유 수입량을 통제한다. 소규모 Teapot의 경우 원유 수입쿼터를 부여받기 어렵기 때문에 SRFO를 수입해 원유 수입쿼터를 우회한다. SRFO의 경우 원유(Crude Oil)로 분류되는 것이 아닌 정제품으로 분류돼 원유 수입쿼터의 제한을 받지 않기 때문이다.

또한, 중국의 경우 정유제품 소비세에 대한 환급 정책이 존재해 소비세를 환급받을 수 있다. 이는 Teapot 업체들의 수익성에도 기여할 수 있는 요이다. 한편, 중국은 2025년 1월부터 SRFO 수입에 대한 세제혜택을 축소했다. 기존에는 SRFO 소비세를 전액 환급해줬던 반면, 1월부터는 세액 환급률이 최대 40%까지 감소했으며, 정제품의 수입관세도 기존 1%에서 3%로 인상했다. SRFO 역시 관세 인상 대상이다. 이는 Teapot 업체들의 수익성에 영향을 미칠 요인이다. 2025년 1월 중국의 전체 연료유 수입량은 188만톤을 기록했고 산둥성의 연료유 수입량은 이중 82.5만톤으로 43.8% 비중을 차지했던 반면, 세제혜택 축소 이후 2월 산둥성의 연료유 수입이 차지하는 비중은 17.6%로 급감했으며, 3월 16.6%로 지속적으로 감소 중이다. 산둥성 정유사들의 수익성 감소로 인한 가동을 축소와 연료유 중심의 정제설비 가동에 차질이 발생하고 있다고 볼 수 있다. 실제로 2025년 1월 산둥성의 Shangneng Group 등 4개 업체는 총 32만b/d의 정제설비 가동을 연기하고 있는 상황이며, 가동중단에 대한 검토도 확대 중이다.

중국 연료유 수입 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

한편, 중국정부는 2024년 12월 1일부로 발효된 '재정부 · 국가세무총국의 일부 제품 수출세 환급률 조정에 관한 통지'를 통해 총 209개 제품의 수출 환급률을 축소하거나 취소했다. 중국 내수 안정화를 목적으로 시행된 이 조치에 휘발유, 경유, 연료유 등 정제품이 포함돼 증치세 환급률 축소가 이뤄졌다. 휘발유에 대해서는 기존 환급률 13%에서 9%로 축소됐으며, 디젤, 연료유에 대해서도 같은 수준의 환급률 인하가 시행됐다. 1Q25 중국에서 수출된 휘발유 FOB 가격은 \$83.9/bbl이다. 중국이 부가세 환급을 축소할 경우 13%의 부가세를 제외한 \$74.2/bbl 기준 4%의 추가 부담이 발생한다. 즉, 1bbl 당 \$3.0달러의 추가 세액부담이 발생하는 꼴이다. 이러한 조치는 결과적으로 중국의 수출항 정유제품 수익성 감소로 이어지며, 정유산업에 대한 내수중심 구조조정을 가속화하는 요인으로 작용할 것이다.

중국 증치세 환급 축소에 따른 주요 정유제품 영향 비교

HS Code	품목	수출량 (백만bbl)	수출액 (백만달러)	FOB 단가 (\$/bbl)	세전단가 (\$/bbl)	추가부담 (\$/bbl)
2710.12.10	Motor / Aviation Gasoline	14.3	1,197.3	83.9	74.2	+3.0
2710.19.11	Aviation Kerosine	34.7	3,273.2	94.4	83.5	+3.3
2710.19.23	Diesel Oil	10.8	1,130.3	104.9	92.9	+3.7
2710.19.24	Fuel Oil	30.4	2,708.0	88.9	78.7	+3.1

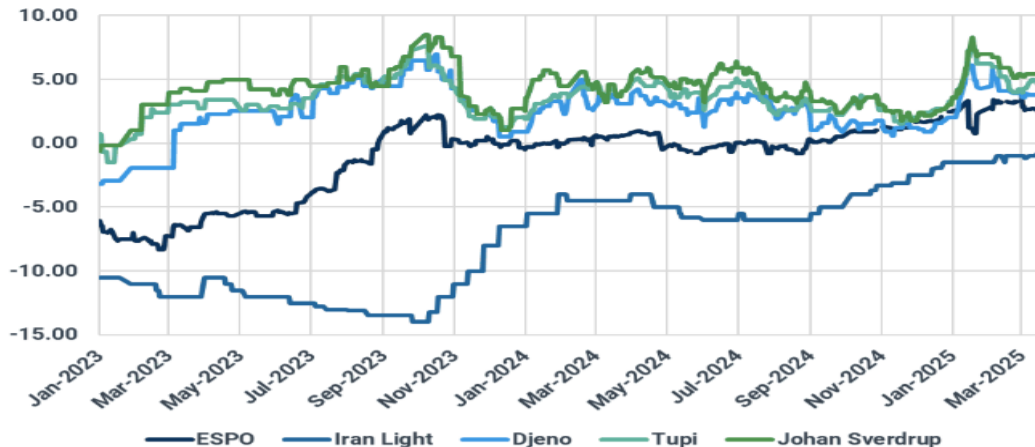
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터
주: 해관총서 수출데이터 기반 단순계산한 수치임

이란산 원유 제재 강화

2025년 2월 4일 트럼프는 ‘국가안보 대통령 각서(NSPM-2)’에 서명, 이란에 대한 최대압박을 공식적으로 발표했다. 이 제재에는 트럼프 1기때와 마찬가지로 이란의 원유 수출을 원천 차단하기 위한 제재들이 포함됐다. 이에 대한 연장선으로 미국 재무부는 2월 6일 이란산 원유 교역 네트워크에 대한 제재를 확대했다. 이란산 원유 운송 선박 및 용선사에 대한 제재를 확대했고, 그림자 선단에 대한 제재 역시 확대했다. 또한, 3월 20일 Shandong Shouguang Luqing(6만 b/d 규모)에 제재를 부과하는 등 이란산 원유를 정제하는 Teapot 업체들에게까지 제재가 확대되고 있다. 한편, 이란산 원유는 제재 이후 Brent 대비 할인된 가격에 거래되고 있는 상황이다. 2023년에는 -\$10/bbl 수준의 할인폭을 기록했으며, 2024년에는 -\$5/bbl 수준의 할인된 가격에 거래됐다. 최근 제재 강화에 따른 리스크 증가와 이에 따른 운임 상승 등 영향으로 할인폭을 -\$1/bbl 내외로 축소했으나, 여전히 중동산 원유대비 저렴한 상황이다.

2025년 5월 11일 미국과 이란은 오만에서 4차 핵협상을 진행하는 등 협상 프로세스는 진행 중이지만, 협상 3일 전인 5월 8일 트럼프 정부는 이란산 원유 수입 및 운송에 관여한 중국 기업에 대한 추가 제재를 부과했고, 5월 1일에는 이란산 원유, 석유화학 제품 구매 기업에 대한 2차제재 부과를 경고하는 등 제재의 수위는 지속되고 있다. 4월부터 협상은 진행되고 있는 상황이나, 진전은 아직까지 없는 것으로 파악되며 이란산 원유의 최대 수입국이 중국이라는 점을 감안할 때, 이란 제재의 지속은 중국 정유사들의 가동률 하락으로 이어질 가능성은 여전히 있다.

중국 원유 거래 가격 추이 (Brent 대비 할인율)

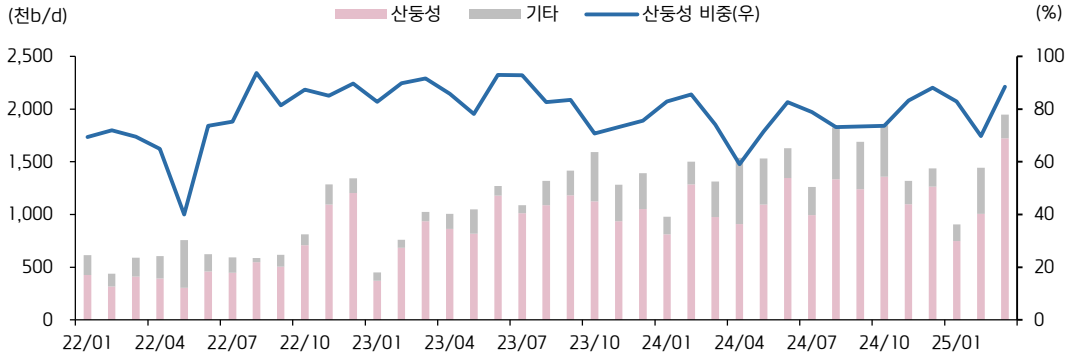


자료: Kpler, 기름중권 리서치센터

할인된 가격에 거래되는 이란산 원유를 도입함으로써 이익을 취하는 대표적인 국가는 중국이다. 중국의 2025년 3월 이란산 원유 도입량은 1.9백만b/d이며, 이중 1.7백만b/d가 산동성으로 도입된 물량이다. 비중으로 보면 88.4%에 달하는 양이다. 특히, 중국의 Teapot 업체들은 저렴한 이란산 원유를 도입, 수익성을 확보하는 전략을 지속해왔으며 Teapot 업체가 70%이상 밀집된 산동성의 수입비중은 22년이후 높은 비중이 지속되고 있다. 시장조사기관에 따르면 Shandong Dongfang Hualong의 경우 이란 제재이후 총 31건, 3,710만bbl의 이란산 원유를 도입했을 것으로 추정되며, 원유 트레이딩 업체인 Lawen Namu Petroleum Trading의 경우 총 29건, 3,980만bbl의 이란산 원유를 수입했을 것으로 추정되는 등 수입량 역시 상당하다.

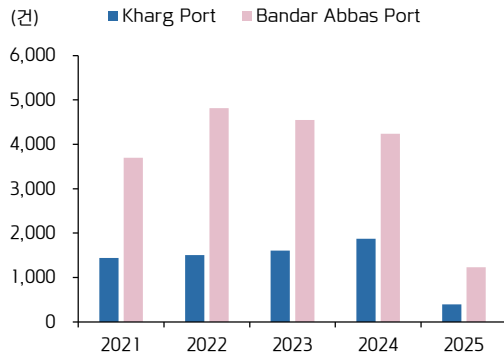
2025년 1~3월 이란의 대표 원유수출 항구인 Kharg, Bandar Abbas 항구의 AIS(Auto Identification System - 선박 위치 및 이동속도, 목적지, 입출항 시간 등을 송수신하는 통신시스템) 입출항 통계에 따르면, 총 1,632건의 입출항횟수가 기록됐고, 이중 원유 탱커는 46건을 기록했다. 2024년 연간 총 163건의 원유 탱커가 입항했던 것을 생각해보면 적지 않은 수치다. 특히, 그림자 선박의 경우 AIS를 제어해 선박의 위치, 목적지 등을 숨긴 상태에서 운항하는 것과 해상 환적물량까지 고려한다면 실제 선박의 입출항 횟수는 이보다 많다고도 볼 수 있다.

중국 이란산 원유 도입 추이



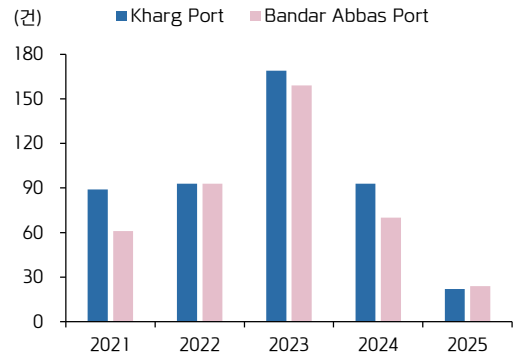
자료: Kpler, 키움증권 리서치센터

이란 항구 입출항 횟수



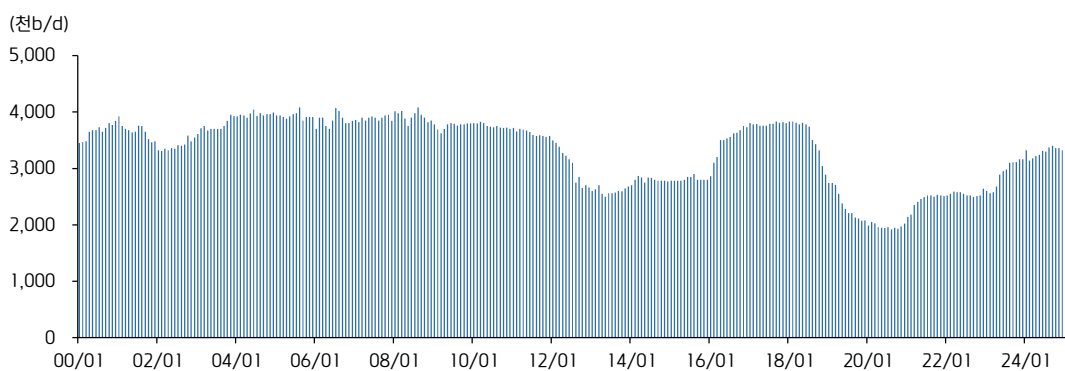
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 1~3월 누계 기준

이란 항구 원유 탱커 입출항 횟수



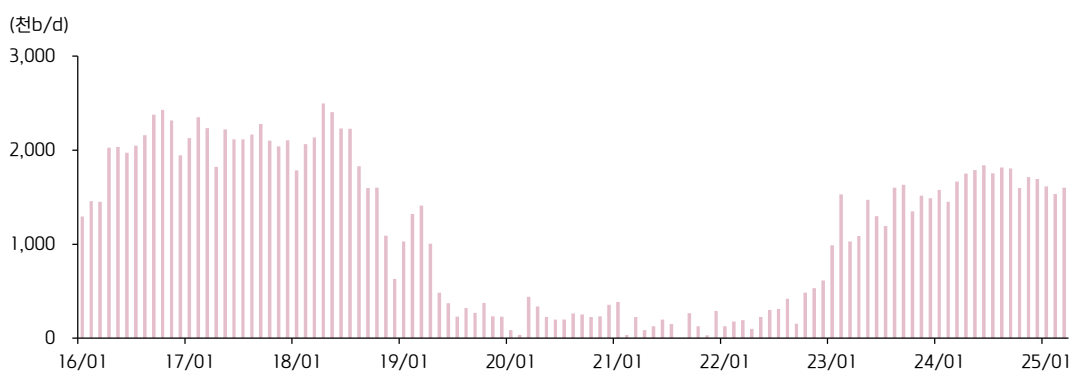
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 1~3월 누계 기준

이란 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이란 원유 수출량 추이

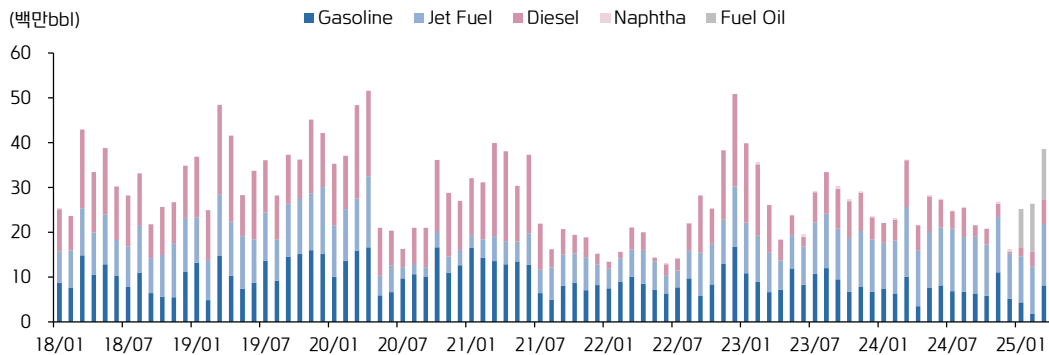


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 수출 증가는 제한적

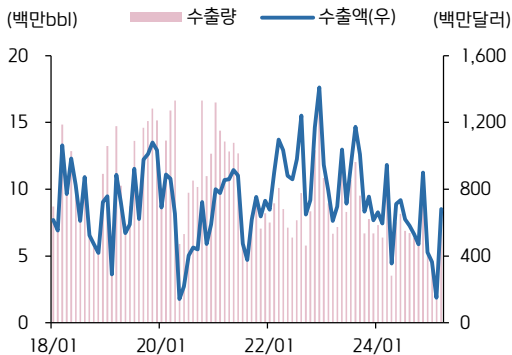
중국의 2025년 3월 휘발유 수출량은 815만bbl을 기록했으며, 항공유 1,370만bbl, 경유 553만bbl을 기록했다. 하지만, 전년대비 -19.1%, -11.2%, -47.2% YoY를 각각 기록하며 큰 폭의 수출 감소를 지속 중이다. 특히, 2025년 1월부터 중국의 연료유(Fuel Oil) 수출량이 증가하고 있는 상황이다. 중국 정유사 구조조정의 일환으로 수출 증치세 환급은 축소된 상황에서 연료유에 대한 환급률은 기존 13%로 동일하게 유지되며 연료유 수출이 증가하고 있다.

중국 정유제품별 수출량 추이



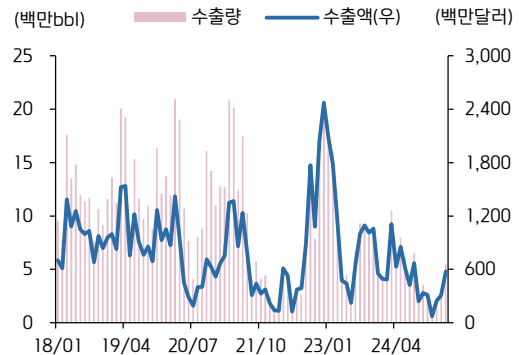
자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

중국 휘발유 수출 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

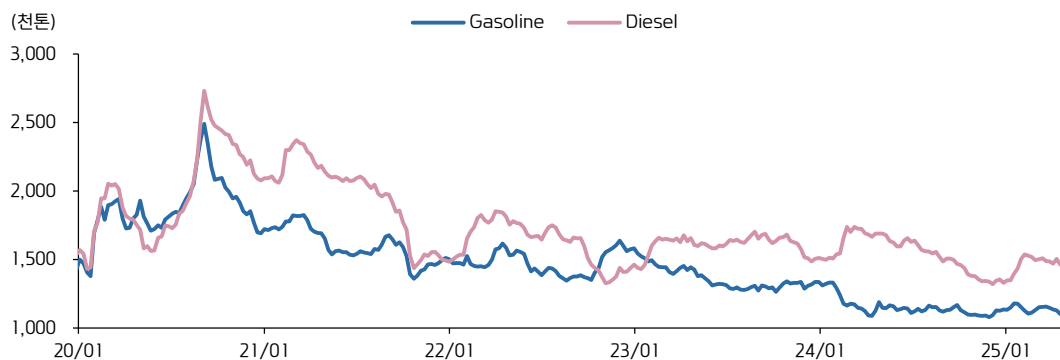
중국 경유 수출 추이



자료: 해관총서, 키움증권 리서치센터

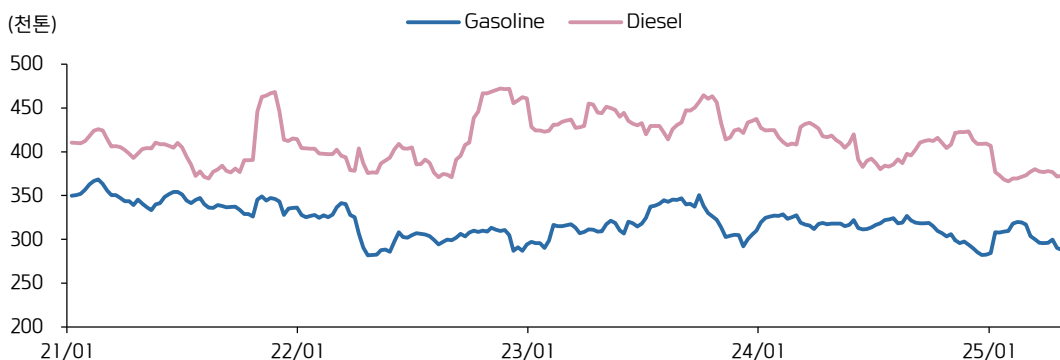
한편, 중국의 Downstream 수출량은 2월대비 휘발유 +361.3% MoM, 항공유 +28.3%, 경유 +69.7% 상승했다. 2월 기저효과와 3월 지속된 재고조정 영향이라는 판단이다. 4월 25일 기준 중국의 상업용 휘발유 재고는 109만톤, 경유 재고는 145만톤으로 파악되며, 이는 3월초대비 각각 -5.3%, -3.4% 감소한 수치다. 중국은 2025년 3월 28일 2차 수출쿼터 1,800만톤(LSFO 520만톤 포함)을 발행했다. 1차 수출쿼터 2,700만톤과 합산시 총 4,500만톤(경질유 3,180만톤)의 수출쿼터를 연초에 발행한 것이다. 그런데 2025년 1~3월 중국의 정유제품 총 수출량은 751만톤으로 2024년 같은기간 1,482만톤 대비 -49.3% YoY 감소를 기록했으며, 수출쿼터 소진 역시 16.7%에 불과했다. 이는 연초 수출 증치세 환급 축소, 수요부진 등 영향으로 수출 제품에 대한 수익성이 악화됐기 때문으로 판단된다. 3월 28일 수출쿼터 조기발행 이후 3월말대비 4월말 가동률은 Teapot +0.16%p, NOC -3.08%p를 기록하며 여전히 저조한 상황이며, 이런 점들을 고려할 때 중국의 Downstream 수출이 단기간 내에 다시 증가하기는 어려울 것으로 예상된다.

중국 Downstream 재고 추이



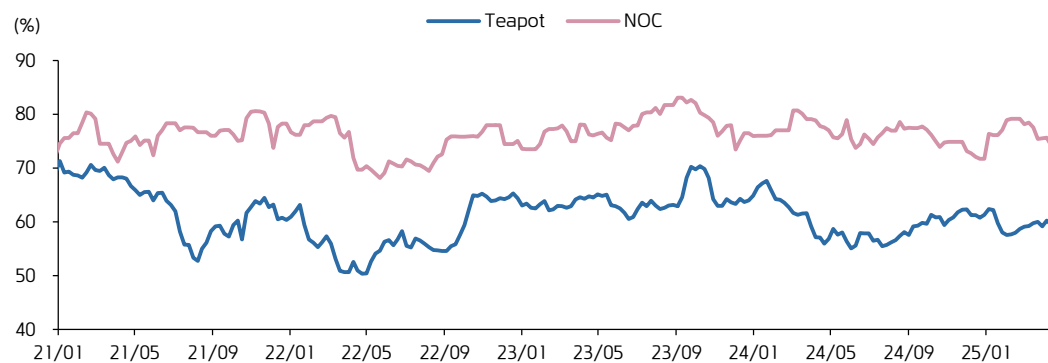
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 Downstream 생산량 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 주간 정제설비 가동률 추이



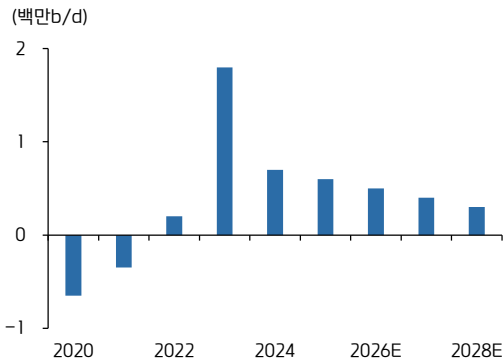
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

>>> 글로벌도 다르지 않다

글로벌 설비폐쇄는 지속 확대

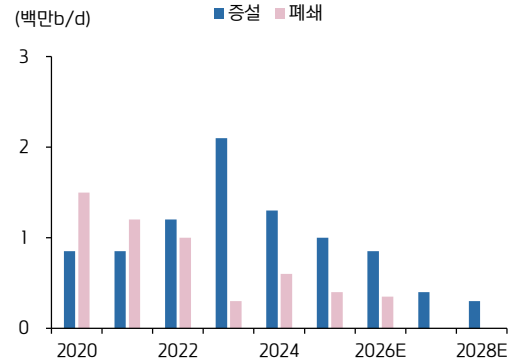
2025년 예상되는 글로벌 정제설비 순증설은 60만b/d로 2024년 70만b/d대비 감소될 것으로 전망된다. 2023년 코로나19 이후 지연됐던 프로젝트들이 일시적으로 가동되며 급증했던 정제설비 규모는 2024년 이후 지속적인 감소세를 보이고 있다. 특히, 2025년 60만b/d 순증설 이후 2026년이후 추가적인 감소가 지속될 것으로 예상돼 공급부담은 완화될 것으로 전망된다. 한편, 2025년 설비 폐쇄는 40만b/d가 예상된다. 1Q25 LyondellBasell의 28.9만b/d 폐쇄를 포함, Phillips66의 15.9만b/d 설비폐쇄 등이 예정되어 있으며, 선진국 중심의 설비 폐쇄가 2025년에도 지속될 것으로 예상된다. 또한, 중국의 Teapot 구조조정이 가속화됨에 따라 실제 폐쇄가 추가적으로 발생할 가능성도 배제할 수 없다. 증설 감소 및 누적 폐쇄 Capa 증가 등에 따라 2025년 예상되는 잉여 정제설비 Capa(정제설비 Capa - 실제 가동예상 Capa)는 2024년 268만b/d에서 2025년 200만b/d까지 감소될 것으로 예상된다.

정제설비 순증설 추이 및 전망



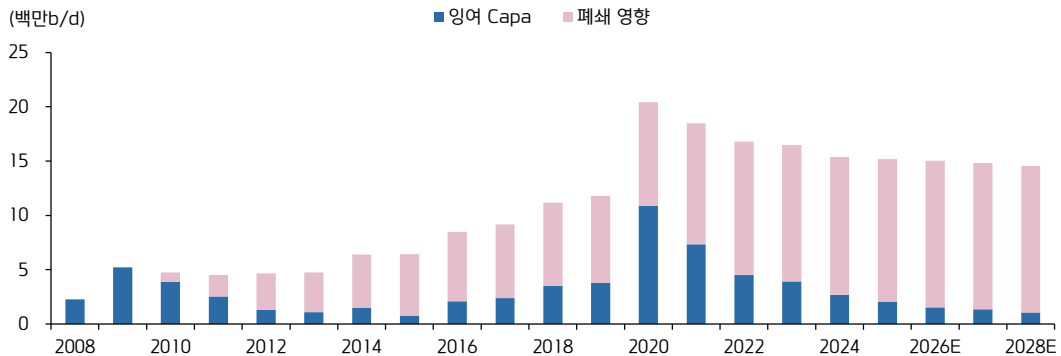
자료: OPEC, S-Oil, 키움증권 리서치센터

정제설비 증설 및 폐쇄 추이 및 전망



자료: OPEC, S-Oil, 키움증권 리서치센터

글로벌 잉여 정제설비 Capa 추이 및 전망

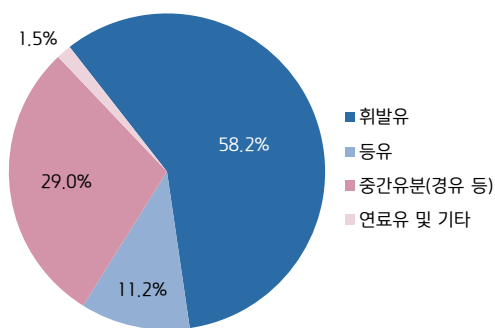


자료: OPEC, 키움증권 리서치센터

주: 정제설비 Capa는 Installed Capa 기준 / 가동률 100% 환산

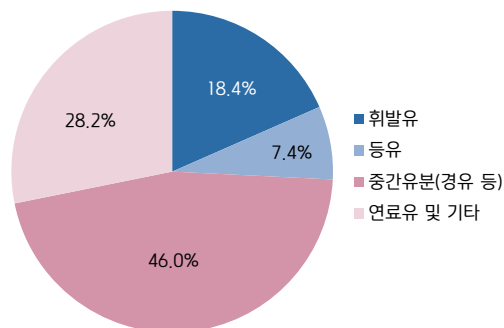
한편, 노후 정제설비의 수익성 악화는 지속 중인 상황이다. 일반적으로 30년이상 설비의 경우 10년미만의 신규설비 대비 수익성이 50%이하로 감소하는 것으로 알려져 있다. 에너지 효율 및 고도화율에서 차이가 나기 때문이다. 일례로 인도의 Reliance사 신규설비의 경우 높은 고도화율과 가동효율로 12%이상 높은 GRM을 보유 중인 것으로 파악된다. 한편, 선진국 중심의 설비 노후화는 지속되고 있다. 북미지역의 경우 정제설비 평균 연식이 66.6년에 달하며, 유럽의 경우 59.2년에 육박한다. 또한, 상대적으로 고도화율이 높은 미국의 경우 휘발유 생산비중이 58.2%에 달하는 반면, 유럽의 경우 디젤 비중이 46.0%로 가장 높다는 차이가 있다.

미국 정제설비 제품 생산 비중



자료: EIA, 기름중권 리서치센터

유럽 정제설비 제품 생산 비중

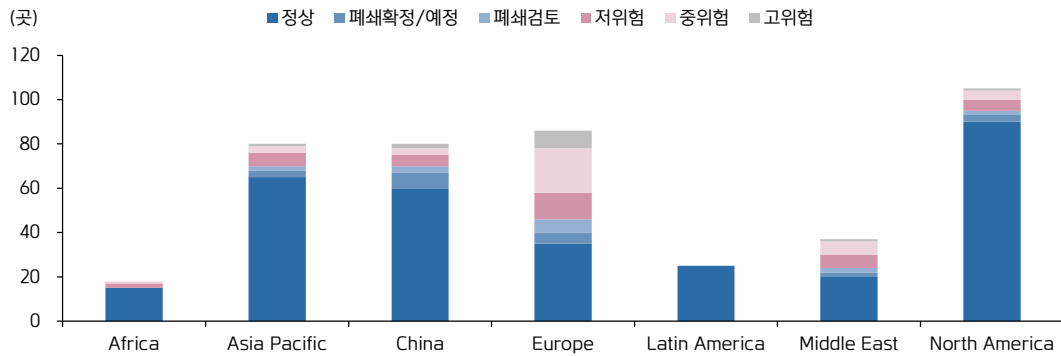


자료: Eurostat, 기름중권 리서치센터

지역별 정제설비의 특성상 유럽지역의 정제설비 폐쇄위험은 상대적으로 높은 상황이다. 유럽지역의 정제설비 중 49%가 폐쇄위험이 지속되고 있는 상황이며, 이는 북미 7%, 중국 16%, 아시아 18%대비 높다. 특히, 2022년 러-우 전쟁으로 인해 등/경유 마진이 급등했던 상황(Spot 기준 각각 \$30.3, \$34.3/bbl)에서 현재 구조적으로 하향안정화가 발생하는 상황(1Q25 \$13.2, \$13.3/bbl)으로 전환되고 있음을 고려할 때, 유럽 역내 정제설비의 수익성 악화는 지속될 수밖에 없는 상황이다.

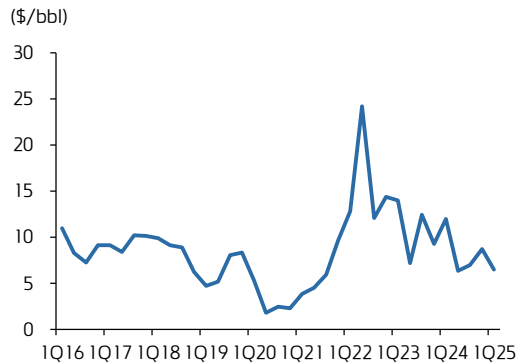
글로벌 Oil Major 업체들의 2025E Capex는 2,055억달러로 -0.1% YoY를 기록할 것으로 예상된다. 절대적인 감소폭이 크지 않지만, 2021~2024년 Capex 증가한 것과 대비되는 상황이다. 또한, 2024년 O&G 업체들의 Capex 중 14%가 Downstream에 투자됐으며, 2018년 23%에 달했던 것과 비교하면 실제 정제설비 투자는 더욱 감소했을 것으로 추정된다. 결과적으로 정제설비 수익성 악화는 지속되고, 업체들의 정제설비 Capex는 지속 감소하고 있는 상황에서 2026년이후 순증설은 지속 감소 사이클에 돌입, 향후 수년내 공급증가요인은 제한적일 전망이다.

글로벌 폐쇄위험 정제설비 현황



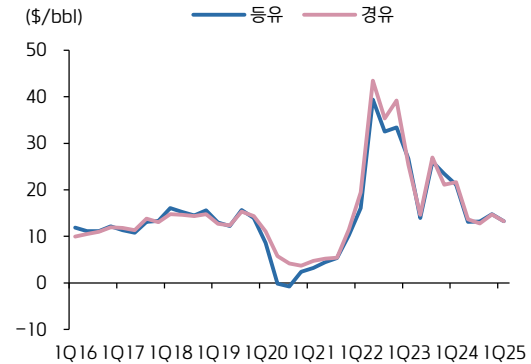
자료: WoodMac, 키움증권 리서치센터

분기별 Spot 정제마진 추이



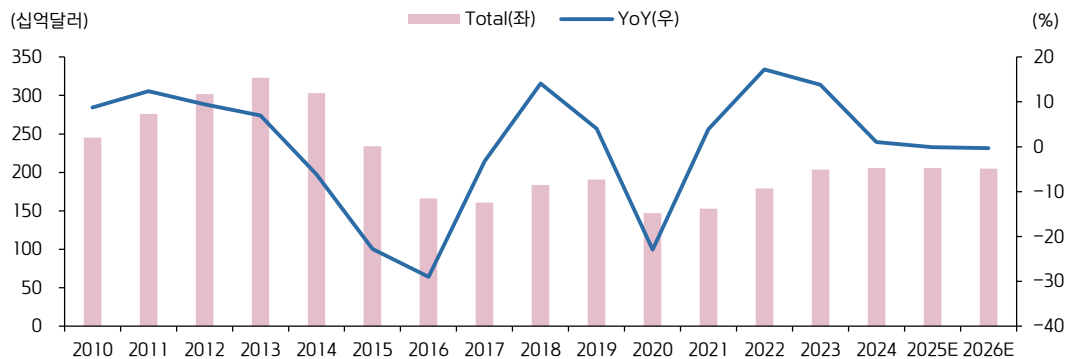
자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

분기별 등/경유 Spread 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 기업 Capex 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025~26년은 컨센서스 기준

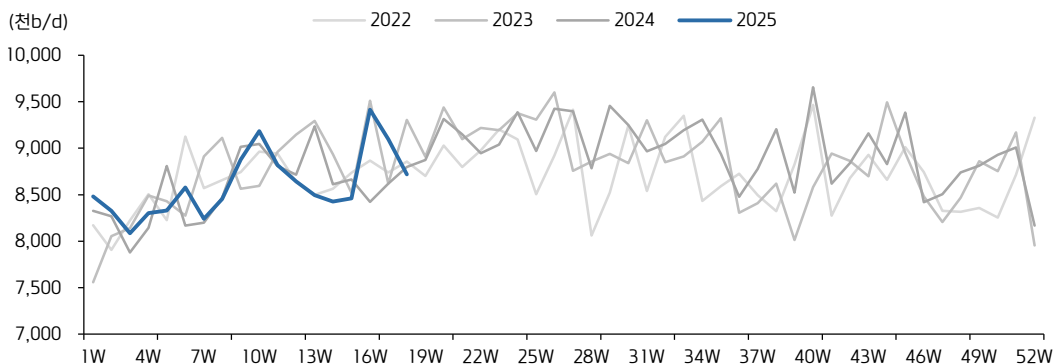
>>> 아쉬운 수요의 개선과 유가의 하향안정화

아쉬운 수요의 개선

부진한 Downstream 수요는 지속 중이다. 2022~2024년 지속됐던 고유가에 따른 수요 둔화는 발생하고 있는 상황이다. 한편, 전방 수요 불확실성 강화 국면에서 OPEC+의 증산과 맞물려 유가는 큰 폭의 하락을 겪었다. 유가 하락은 두 가지 측면에서 긍정적인데, 1) 유가 하락에 따른 Spread 개선과 2) 유가 하락에 따른 Downstream 수요 회복으로 작용할 수 있다는 점이다. 당장의 뚜렷한 개선은 부재하나, 점진적 수요개선이 전망되는 이유다.

2025년 5월 미국의 휘발유 수요는 871.7만B/D로 2021~2024년 879.7~930.3만B/D 밴드 하단에 미치지 못하고 있다. 또한, 중국의 Downstream 명목소비 역시 -2.4% YoY를 기록 중이며, 2025년 3월 Gasoline 명목수요 역시 -2.5% YTD YoY를 기록하며 하락 추세다. 한편, 미국의 원유재고는 3월 이후 상승 전환 중이다. 정제설비 가동률은 3월 저점인 86%대비 5월 89%까지 상승했음에도 불구하고, 원유재고는 상승해 4.4억bbl을 기록했다. 중국 원유재고 역시 2025년 저점대비 +4.6% 상승, 수요 부진과 불확실성에 따른 지표 부진이 발생 중인 상황이다. 이러한 상황에서 IEA는 최근 2025E 글로벌 원유 수요 성장 전망치를 +73만b/d로 기존 전망치 103만b/d 대비 대폭 하향조정했다. 주요 로직은 중국의 Downstream 수요 Peak-out 지속, 관세 불확실성 강화에 따른 경기 성장을 둔화 등이다.

미국 Gasoline 명목수요 추이



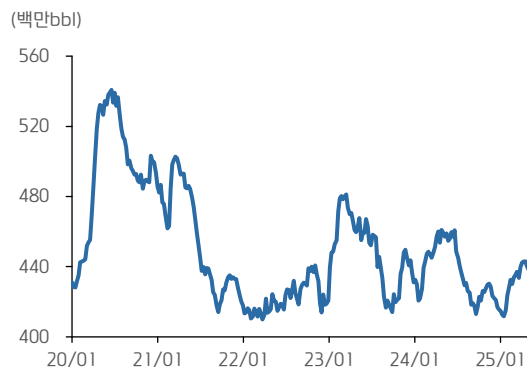
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 정제설비 가동률



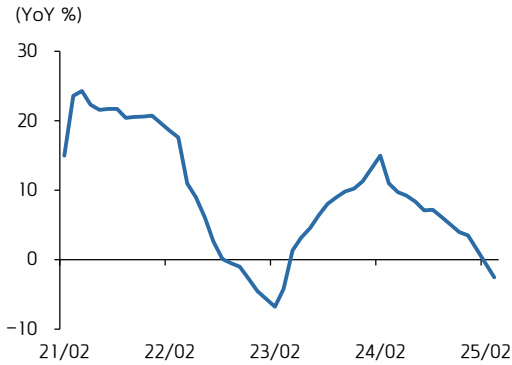
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 상업용 원유재고



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

중국 Gasoline 명목 소비량 추이



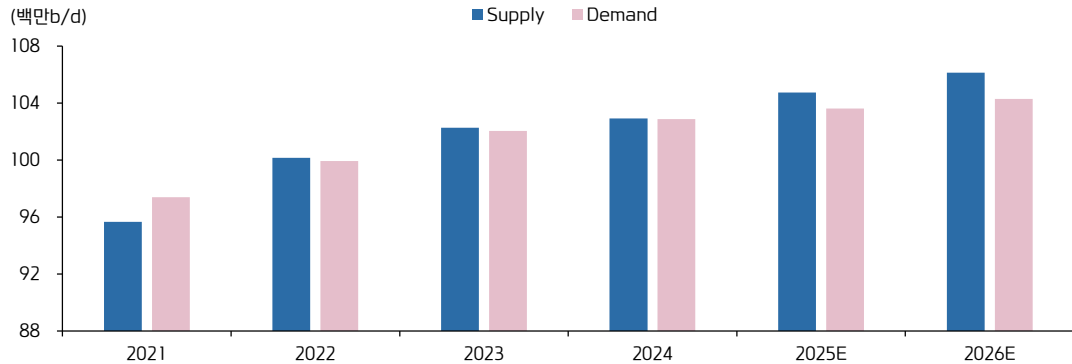
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 원유 재고 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

IEA 글로벌 석유수급 추이 및 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치센터

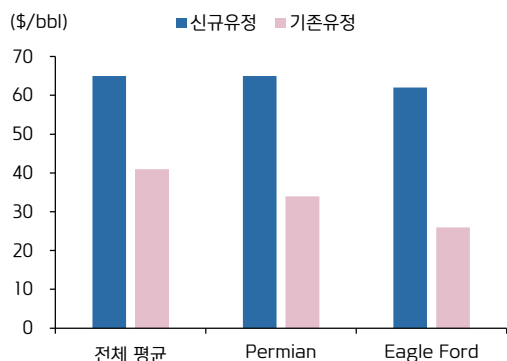
관세불확실성의 완화를 고려하더라도, 2025년 글로벌 석유 수요 전망치는 긍정적이지 않은 않았다. 2025년 1월 IEA 석유수요 성장 전망치 +105만B/D, OPEC +145만B/D는 과거대비 수요 성장의 둔화를 의미하고 있었기 때문이다. 관세 불확실성 완화는 물론 긍정적 요인이지만, 관세 불확실성 완화를 단기 수요의 회복으로 연결하기에는 부족한 상황이다.

한편, OPEC+는 2025년 4월부터 자발적 감산 220만b/d 규모 축소를 진행, 4월 13.8만b/d 증산 이후 5월 41.1만b/d 증산으로 증산 스케줄을 앞당기고 있다. 주변국들에 대한 경고성 의미와 동시에 비 OPEC 생산량 확대에 따른 위기의식 모두 내포하고 있는 상황이다. 2025년 5월 결정된 6월 증산규모 역시 41.1만b/d로 누적증산은 96만b/d를 기록 중이다. 고유가 -> 수요 감소 -> 유가하락으로 이어지는 연결고리를 그동안 OPEC+는 감산으로 막아왔다. 글로벌 석유수요는 2022년 +252만B/D -> 2023년 +213만B/D -> 2024년 +83만B/D -> 2025E +73만B/D로 지속적으로 감소하는 동안 유가는 \$70/bbl을 지지선으로 공급단의 변동에 따라 등락을 반복해왔다. 지지하던 힘이 깨진다면, 2025년 유가의 하방압력은 크게 작용할 수밖에 없는 상황이다.

유가 하락은 Spread 개선으로

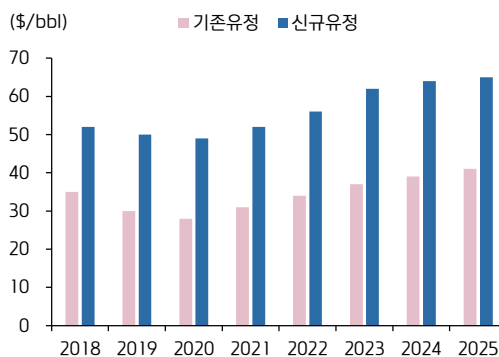
관세 불확실성 확대에 따라 4월 급락했던 유가는 5월 미-중 관세 합의 이후 반등에 성공했으며, 관세 불확실성 완화는 분명 원유 수요 불확실성 해소에 긍정적 요인이다. OPEC+ 증산 역시 기존대비 스케줄을 앞당겨 증산규모를 확대하고 있으나, 단계적인 증산 기조는 지속될 것으로 예상된다. 또한, 1Q25 미국의 신규 Well BEP는 \$60/bbl 수준이고, DUC 유정 BEP 역시 \$41/bbl을 기록하고 있다. 현재 유가 수준에서 추가적인 유가 하락이 발생한다면, 미국의 생산량 감소로 연결될 가능성 역시 남아있고, 미국은 전략적으로 SPR 재매입 카드를 사용할 수 있는 상황임을 고려할 때 조정보다는 하향안정화의 가능성이 높다.

미국 지역 및 유정별 BEP 유가



자료: Dallas Fed, 기름증권 리서치센터

미국 기존 및 신규유정 BEP 유가 추이



자료: Dallas Fed, 기름증권 리서치센터

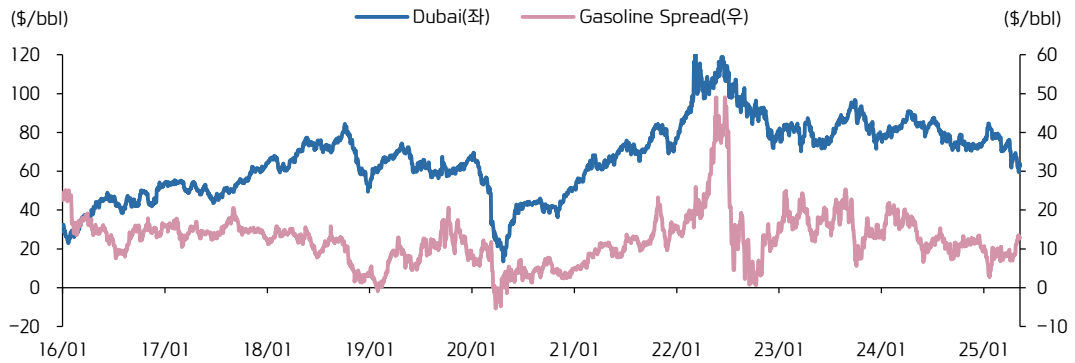
WTI 유가 및 미국 원유생산량 추이



자료: EIA, Bloomberg, Petronet, 기름증권 리서치센터

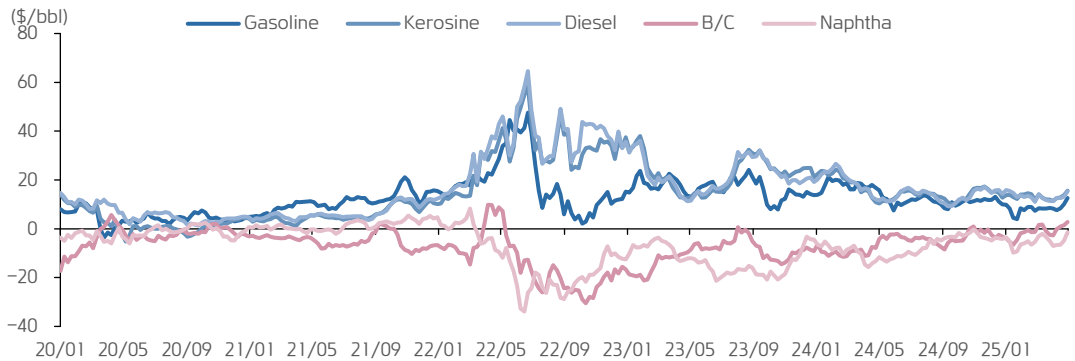
2H25 유가 하락에 따른 Spread 개선효과는 점진적으로 발생할 전망이다. 수요의 단기적 개선은 아쉽지만, 유가 하락국면에서 점진적 수요개선 가능성 역시 남아있다. 1H25 업황부진에 대한 우려는 유가 하락에 따라 2H25 완화될 수 있을 전망이다. 2025년 5월초 기준 Dubai 유가는 -15.8% YTD를 기록했다. 공급 증가와 수요 둔화 요인에 따른 유가 하방압력이 지속됐기 때문이다. 한편, 휘발유 가격은 \$76.7/bbl로 -10.2% YTD를 기록하며, Spread는 +35.4% YTD를 기록했다. 수요 개선의 뚜렷한 지표는 부재한 상황이지만, 유가 하락에 따른 Spread 개선은 실제 발생하고 있는 상황이다. 등/경유의 경우에도 -13.5%, -14.3% YTD를 기록하며 유가대비 상대적으로 하락폭이 적었다.

Dubai 유가 및 Gasoline Spread 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

제품별 Spread 추이



자료: Petronet, 키움증권 리서치센터

II. [화학] 나쁜점만 있지는 않다

>>> 눈높이 상향 vs 저점 밸류에이션

1Q25 화학업체들의 실적은 전반적인 증익을 기록했으며, 컨센서스대비 상회했다. 롯데케미칼의 경우 1Q25 영업이익 -1,266억원으로 4Q24 -2,341억원대비 적자폭을 크게 축소했으며, 금호석유화학의 경우 4Q24 대비 큰 폭의 증익을 달성한 1,206억원의 영업이익을 기록했다. 1Q25 화학제품 전반에 걸친 Spread 개선과 개별 기업단의 Mix 개선 효과들이 맞물리며 수익성 개선이 가능했다.

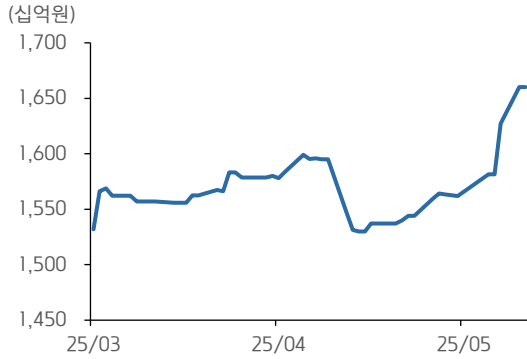
Coverage 기업 1Q25 실적 추이

기업명	구분	1Q25	YoY	QoQ	4Q24	1Q24	Consensus
롯데케미칼	매출액(십억원)	4,901.8	-3.6%	+0.1%	4,896.1	5,086.1	5,205.5
	영업이익(십억원)	-126.6	적지	적지	-234.1	-135.3	-134.2
	OPM(%)	-2.6%	-	-	-4.8%	-2.7%	-2.6%
	지배주주(십억원)	-240.4	적지	적지	-1,068.3	-85.5	-155.2
유니드	매출액(십억원)	322.5	+26.6%	+17.1%	275.5	254.7	313.7
	영업이익(십억원)	28.7	+4.4%	+130.5%	12.5	27.5	22.4
	OPM(%)	8.9%	-	-	4.5%	10.8%	7.2%
	지배주주(십억원)	22.3	+3.0%	+193.8%	7.6	21.7	18.1
호성티앤씨	매출액(십억원)	1,952.7	+3.9%	-1.3%	1,977.7	1,879.6	1,975.5
	영업이익(십억원)	77.4	+1.8%	+82.5%	42.4	76.1	65.5
	OPM(%)	4.0%	-	-	2.1%	4.0%	3.3%
	지배주주(십억원)	20.5	-55.0%	-12.5%	23.5	45.6	28.6
LG화학	매출액(십억원)	12,171.0	+4.8%	-1.3%	12,337.0	11,609.4	12,053.5
	영업이익(십억원)	447.0	+68.7%	흑전	-252.0	265.0	166.8
	OPM(%)	3.7%	-	-	-2.0%	2.3%	1.4%
	지배주주(십억원)	126.2	-7.7%	흑전	-1,055.4	136.7	33.8
금호석유화학	매출액(십억원)	1,908.2	+14.4%	+5.6%	1,807.1	1,667.5	1,974.0
	영업이익(십억원)	120.6	+53.4%	+1106.0%	10.0	78.6	79.3
	OPM(%)	6.3%	-	-	0.6%	4.7%	4.0%
	지배주주(십억원)	125.0	+21.9%	+103.5%	61.4	102.5	92.5
롯데정밀화학	매출액(십억원)	445.6	+11.6%	+4.0%	428.6	399.4	440.0
	영업이익(십억원)	18.8	+74.6%	+54.1%	12.2	10.8	16.5
	OPM(%)	4.2%	-	-	2.8%	2.7%	3.7%
	지배주주(십억원)	28.4	-66.0%	흑전	-18.8	83.4	23.8
HS호성첨단소재	매출액(십억원)	853.6	+2.0%	+6.1%	804.4	836.8	862.6
	영업이익(십억원)	49.1	-22.9%	+6.7%	46.0	63.7	51.4
	OPM(%)	5.8%	-	-	5.7%	7.6%	6.0%
	지배주주(십억원)	2.4	-88.1%	-89.7%	23.5	20.2	16.4
SK케미칼	매출액(십억원)	536.6	+40.9%	+4.3%	514.3	381.0	506.6
	영업이익(십억원)	24.3	흑전	흑전	-28.5	-12.7	-6.2
	OPM(%)	4.5%	-	-	-5.5%	-3.3%	-1.2%
	지배주주(십억원)	20.0	흑전	+143.6%	8.2	-4.1	-10.8
TKG휴켄스	매출액(십억원)	269.3	-10.5%	-13.7%	311.9	300.8	322.6
	영업이익(십억원)	12.6	-60.1%	+53.3%	8.2	31.5	14.3
	OPM(%)	4.7%	-	-	2.6%	10.5%	4.4%
	지배주주(십억원)	14.0	-54.1%	+77.8%	7.9	30.4	13.2

자료: 각 사, FnGuide, 키움증권 리서치센터

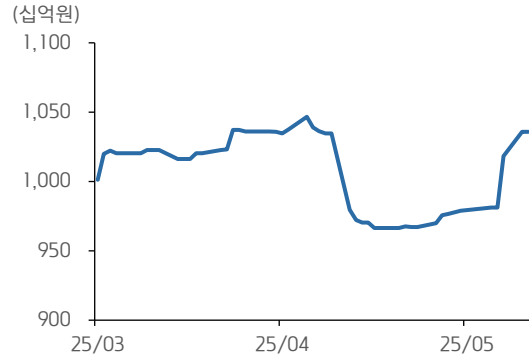
한편, 2025년 Pure Chemical 업체들의 눈높이 역시 상향 조정 중이다. 4월 관세 불확실성이 반영되며 이익 눈높이의 하향조정이 발생했으나, 1Q25 실적시즌을 거치며 눈높이는 재차 상향 조정 중이다. 2025년 Pure Chemical 업체들의 합산 영업이익 컨센서스는 4월 저점대비 현재 +8.5% 상승했고, 2H25 영업이익 역시 +7.2% 상승했다.

국내 화학업체 2025E 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: Pure Chemical 업체 평균 기준

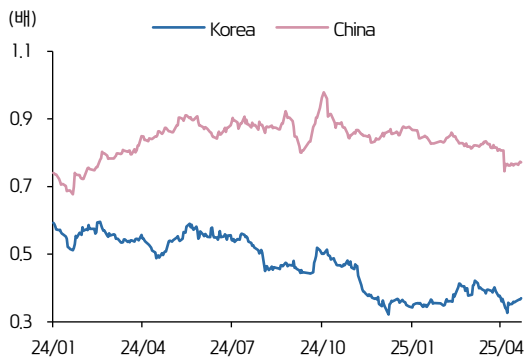
국내 화학업체 2H25 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: Pure Chemical 업체 평균 기준

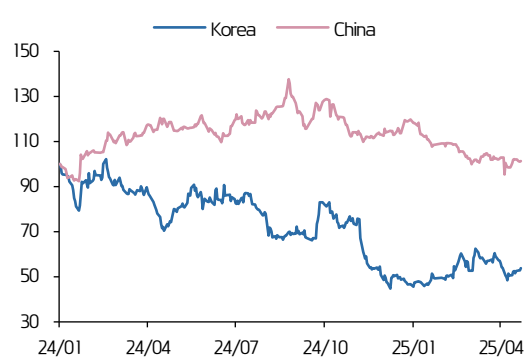
최근 화학섹터 주가 상승에도 불구하고 Pure Chemical 업체들의 시가총액은 2023년말대비 여전히 46.2%의 감소를 기록 중인 상황이다. 글로벌 공급과잉, 수요둔화와 관세 Risk까지 악재들이 반영돼 왔기 때문이다. 2025년 화학섹터의 수익성 개선과 눈높이 향상이 예상되는 상황에서 현재 밸류에이션은 여전히 저점 수준이다. 2024년 국내 Pure Chemical 업체들의 평균 PBR은 0.37배를 기록 중이다. 이는 2024년 평균 0.5배대비해서도 26%이상 낮다. 한편, 2024년 대비 2025년 화학섹터의 펀더멘탈 개선은 지속될 것으로 예상된다. 중국의 수요개선과 더불어 유가의 하향안정화에 따른 Spread 개선이 예상되기 때문이다. 한편, 중국 주요 화학업체들의 시가총액은 2023년말대비 +1.3% 상승을 기록 중이며, 3월 관세 충격에 따라 하락했던 주가는 점진적으로 회복 중이다. 주요 업체들의 평균 PBR은 0.77배로 2024년 평균 0.84배 대비 상대적으로 양호한 수준을 유지 중이다. 오히려 국내 화학섹터의 중국대비 격차는 2024년 대비 2025년 더욱 심화되고 있다. 국내 업체들의 펀더멘탈 눈높이는 상승 중이지만, 주가는 그렇지 않은 상황이다.

중국 및 국내 화학업체 PBR 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: Pure Chemical 업체 평균 기준

중국 및 국내 화학업체 시가총액 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: Pure Chemical 업체 평균 기준

업황의 회복 국면에서 Hybrid Chemical 대비 Pure Chemical에 대한 선호의견을, Top-pick으로 롯데케미칼과 유니드를, 차선호주로 효성티앤씨를 제시한다. 2024년 중국의 경기부양 기대감과 Bottom-up 지표 부진 사이에서 화학섹터의 주가 변동성은 지속됐었다. 2025년과 2024년이 크게 다른 점은 화학섹터내 지표 개선 여부이다. 중국의 수요 개선은 1Q25 지속됐으며, 내수수요의 개선은 2025년 지속될 수 있을 전망이다. 관세에 대한 불확실성 역시 완화가 예상돼 긍정적이다. 유가의 하향안정화는 2H25 화학업체들의 Spread 개선으로 연결될 것으로 예상된다.

Coverage 기업 Valuation Table

기업명	목표주가	구분	2022	2023	2024	2025E	2026E
롯데케미칼	85,000	PER	115.02	-149.52	-3.83	-6.20	22.67
		PBR	0.49	0.49	0.46	0.18	0.17
		EPS	1,797	-1,194	-39,988	-9,648	2,792
		ROE	0.43	-0.33	-11.44	-2.73	0.79
유니드	130,000	PER	6.91	33.87	6.02	4.98	5.20
		PBR	0.75	0.61	0.45	0.43	0.46
		EPS	14,550	2,403	11,265	14,504	16,734
		ROE	13.10	1.80	7.96	9.12	9.36
효성티앤씨	320,000	PER	194.52	16.25	11.74	8.20	6.81
		PBR	1.84	1.19	1.08	0.65	0.58
		EPS	2,678	21,535	31,089	29,154	35,172
		ROE	0.88	7.46	9.84	11.35	12.29
LG화학	260,000	PER	26.09	35.11	-56.54	38.57	14.99
		PBR	1.53	1.46	1.17	0.56	0.43
		EPS	23,574	17,090	-8,825	6,482	13,543
		ROE	6.94	4.20	-2.11	1.49	2.94
금호석유화학	150,000	PER	5.38	9.08	11.74	6.31	6.48
		PBR	0.95	0.68	0.67	0.40	0.46
		EPS	30,848	13,880	11,321	14,361	17,641
		ROE	18.96	7.77	5.88	7.02	7.50
롯데정밀화학	46,000	PER	13.24	8.04	41.13	7.71	5.59
		PBR	0.84	0.61	0.63	0.41	0.36
		EPS	5,665	7,055	1,410	5,102	6,504
		ROE	6.51	7.78	1.53	5.45	6.64
HS효성첨단소재	250,000	PER	21.30	33.25	35.91	8.74	6.99
		PBR	3.77	1.92	1.71	0.69	0.66
		EPS	27,978	10,030	11,124	19,972	26,957
		ROE	19.11	6.04	5.46	7.15	8.73
SK케미칼	63,000	PER	15.30	35.57	147.48	16.32	7.98
		PBR	1.34	0.67	0.59	0.38	0.41
		EPS	9,736	2,058	456	2,715	6,306
		ROE	9.11	1.87	0.41	2.37	5.27
TKG휴켄스	20,000	PER	10.92	6.07	11.32	9.13	7.00
		PBR	1.28	0.97	1.01	0.77	0.69
		EPS	2,119	3,297	1,900	1,868	2,290
		ROE	12.03	17.05	9.09	8.62	10.10

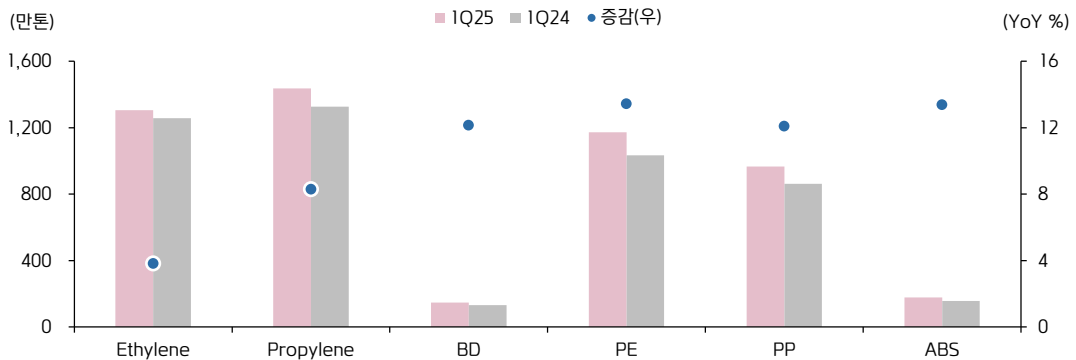
자료: 각 사, FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> 중국 수요 개선은 진행 중

중요한 것은 중국 수요 개선

25년 중국 내수수요의 개선은 긍정적 요인이다. 24년부터 강화된 중국 내수경기 부양책의 효과는 25년 본격화될 것으로 예상되며, 미-중 갈등 상황에서 경기부양책 확대에 대한 가능성 역시 커져가고 있다. 중국의 이구환신 정책은 23년 자동차/NEV -> 24년 내구재 + 설비투자 + 자동차 + 주택 -> 25년 기존품목확대 및 지원금 확대 + 소비재까지 점차 범위 및 품목을 확대해가고 있다. 특히, 24년 시행된 이구환신 정책에 따라 중국 가전판매는 소매판매를 상회하는 지표를 지속적으로 보여주고 있으며, 부동산 거래지표 대비 가전/가구 판매는 상대적으로 견조한 흐름이 지속되고 있다. 중국 화학제품 소비량 역시 지속된 수요촉진 정책에 따라 개선 중이다. 25년 및 24년 춘절기간(24년 2월 vs. 25년 1~2월)을 고려해 1~2월 합산 주요 화학제품 소비량을 살펴보면, PE(HDPE + LDPE + LLDPE 합산) +14.8% YoY, PP +10.3%, ABS +15.5%를 기록했으며, 기초유분인 Ethylene +6.1%, Propylene +11.6%, BD +14.2% 등의 수요 개선이 발생했다. 1Q25 소비량 역시 PE +13.4%, PP +12.1%, ABS +13.4%를 기록하는 등 24년대비 개선된 수요 환경이 전개되고 있다. 특히, 가전판매 확대에 따라 가전용 ABS 수요가 증가하며, ABS 수요는 전년대비 큰 폭의 개선이 가능했을 것으로 판단된다.

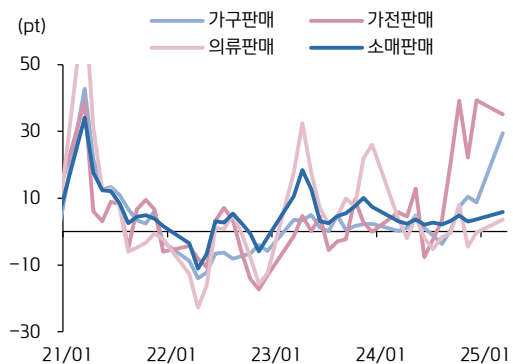
중국 1Q25 주요 Polymer 소비량 추이



자료: Bloomberg, Wind, 키움증권 리서치센터

2025년 3월 중국의 소매판매는 +5.9% YoY를 기록했으며, 2024년 평균 +3.1% YoY를 상회했다. 또한, '이구환신' 지원 품목인 가전, 가구 판매량은 각각 +29.5%, +35.1% YoY 상승하며 전체 소매판매 성장률을 크게 상회했다. 또한, 소비심리 역시 2H24이후 지속적인 개선을 보이고 있는 상황이다. 중국의 자산소득 및 급여소득의 개선은 나타나고 있고, 소비와 연관된 부동산 지표의 턴어라운드 역시 3월까지 관찰되고 있어, 향후 소비심리의 점진적 개선이 예상되고 소비 역시 점진적으로 증가할 수 있는 환경이다. 한편, 1Q25 중국 전체 제조업 가동률은 74.1%로 4Q24대비 -2.3%p 하락했다. 화학제품 가동률 역시 1Q25 73.5%로 -2.9%p QoQ를 기록했는데, 연초 관세에 대한 우려가 반영되며, 재고조정이 일부 반영됐을 것으로 파악된다. 관세에 대한 불확실성이 완화되고 있고, 과거 제조업 PMI를 후행해 화학제품 생산액의 증감이 반영됐던 점을 고려하면, 연초부터 개선되고 있는 중국 선행지표에 따라 후행적으로 화학제품 가동률 역시 상향 조정될 수 있는 상황이다.

중국 소매판매 추이



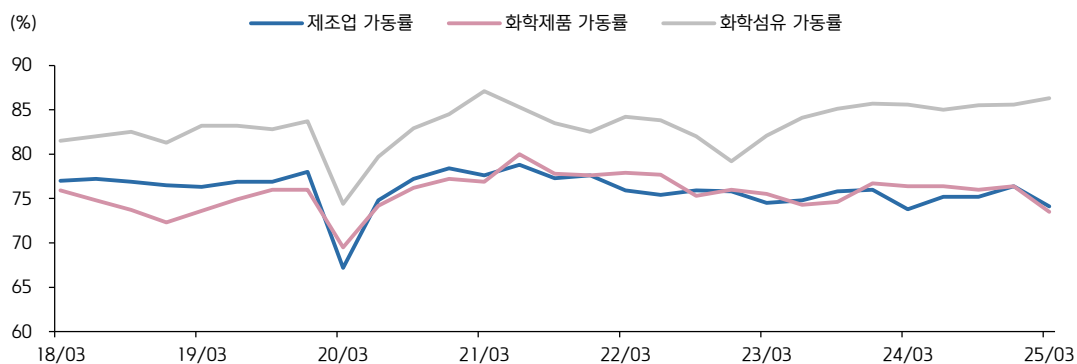
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

중국 소비자신뢰지수 추이



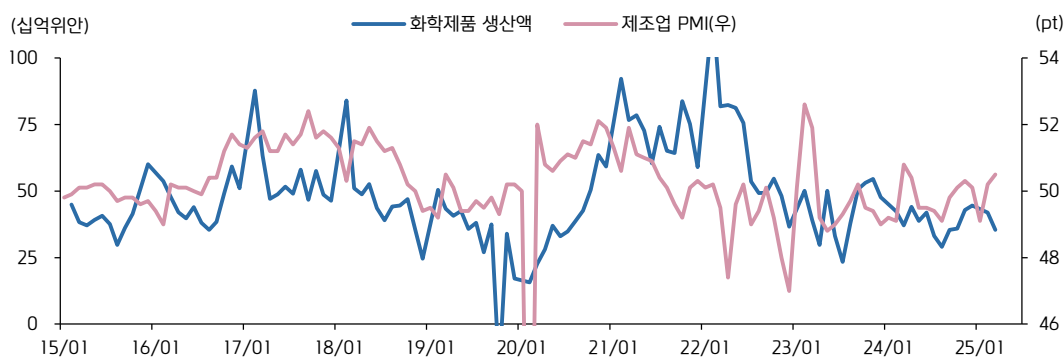
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

중국 공업가동률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

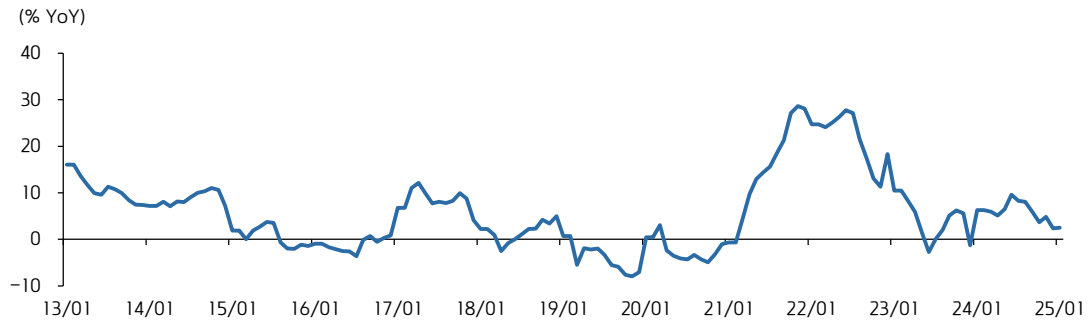
중국 제조업 PMI 및 화학제품 생산액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

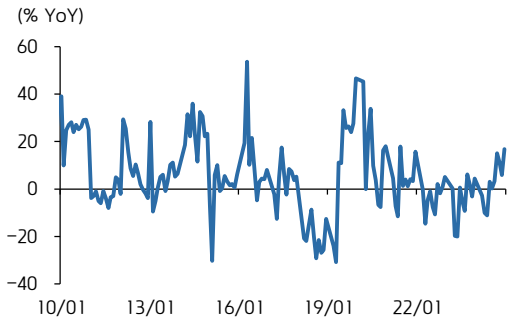
24년 12월 중국의 플라스틱 제품 생산량은 +16.8% YoY를 기록했으며, Ethylene 생산량 역시 +10.6% YoY를 기록했다. 주목할만한 점은 2H24부터 중국의 화학제품 생산량이 점진적으로 개선됐다는 점이다. 한편, 25년 1월 중국 화학제품 재고는 +2.5% YoY를 기록하며 2H24부터 재고부담이 점진적으로 완화되고 있는 추세다. 결국, 같은 기간 재고부담은 완화되고 생산은 증가하는, 수요가 개선되고 있었던 상황으로 볼 수 있다. 2H24 화학제품 수요의 일부 개선이 발생할 수 있었던 이유는 중국 전방시장의 개선이 핵심 요인이었을 것으로 판단된다. 2024년초 이구환신 정책 발표 이후 2H24 전방 소비지표의 점진적 개선과 함께 화학제품 수요 역시 개선됐을 것으로 추정된다.

중국 화학제품 재고 추이



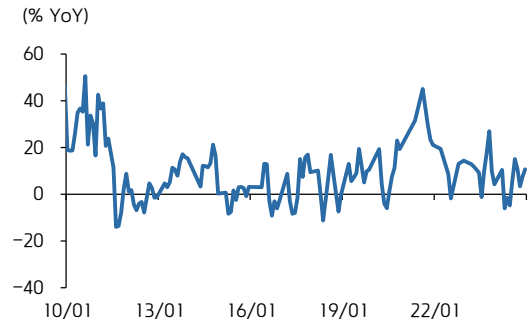
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 플라스틱 제품 생산량 추이



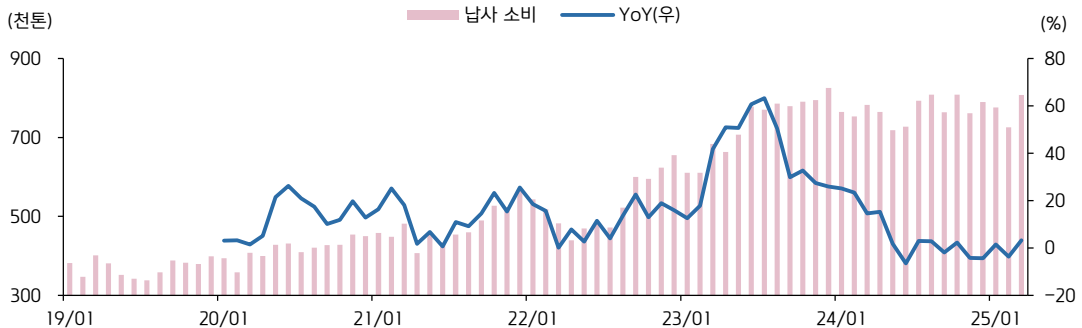
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 Ethylene 생산량 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 납사 명목소비량 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

한편, 2025년 3월 중국 공산당과 국무원은 ‘소비 진작 특별 행동방안’을 발표, 소비촉진을 위한 로드맵을 제시했다. 기존 이구환신 정책의 연장선인 자동차, 가전, 인테리어 지원 및 주택소비관련 정책과 더불어 서비스 소비 품질 향상, 소비 품질 향상, 소비 환경 개선 등 전체 소비자의 소비심리를 끌어올릴 수 있는 소비 여건 개선에 초점을 맞추고 있으며, 소비를 위한 소득증대 방안으로 임금 조정, 재산소득 부양, 농민소득 확대 등의 정책을 담고 있다. 또한, 2024년 1,500억 위안이 투입됐던 이구환신 정책 예산 규모 역시 2025년 3,000억위안으로 확대됐다. 2025년초부터 그동안 회복이 크지 않았던 재화소비의 개선이 나타나고 있고 강화된 부양책에 따라 2025년 화학수요는 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 2024년 중국 화학제품의 전방산업 비중은 건설 20%, 모빌리티 13%, 전기전자 18%, 포장 및 소비재(의류 포함) 28% 등이다. 또한, 최종제품단의 화학소재 내수비중은 75%에 달한다. 이 점을 고려하면, 2025년 중국 내수회복이 국내 화학섹터 펀더멘탈 개선의 핵심이 될 것으로 볼 수 있다.

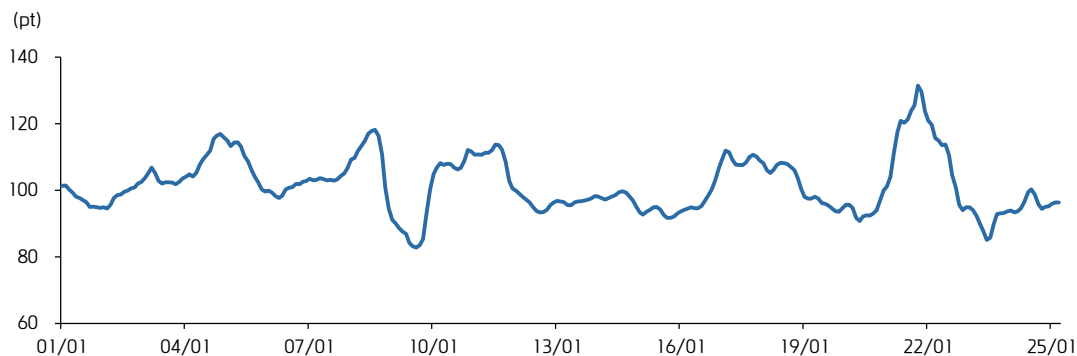
중국 소비촉진 정책 연도별 주요 내용

연도	주요내용
2023	NEV 전환 촉진 - 전환 인센티브 지급 및 NEV 자동차 구매 보조금 지급
	NEV 수요 촉진 관련 충전 인프라 확대 및 산업 장려
	NEV 취득세 보조 정책 및 자동차 교체 행사 확대 등
	신차 판매 및 중고차 거래 확대 정책 및 상용차 교체에 관한 인센티브 정책 확대
2024	설비투자 확대 - 공업, 에너지, 건축, 교통, 교육, 의료 설비투자 규모 25% Target
	공정 디지털화를 위한 R&D 지원 및 주요 공정 디지털 전환 Target 90%
	기존 자동차 이구환신 확대 및 가전, 가구, 인테리어 보조금 지급
	가전 매출 전년대비 20% 성장 Target 및 폐가전 회수량 30% 목표
	부동산 개발 세제정책, LTV 완화, 주택 재대출 확대, 모기지 금리 인하, 부동산 프로젝트 지원 확대
2025	이구환신 정책 강화: 신규지원품목 추가 + 지원규모 확대
	가전지원품목 12개(소형가전 추가 등)로 확대, 전체 보조금 규모도 24년 1,500억 위안대비 확대
	소비환경 개선 및 소득증대 방안 구체화, 소비 촉진을 위한 저소득층, 학생 지원 강화
	생활 및 문화/스포츠 소비 확대를 위한 사업규제 완화 및 서비스 퀄리티 강화 정책

자료: 중국 정부 및 언론자료 종합, 키움증권 리서치센터

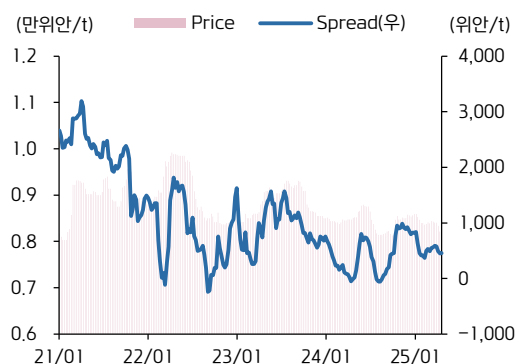
중국 수요 회복에 따라 주요 Polymer Spread는 전년대비 개선되고 있다. 1Q25 중국 HDPE Spread는 +79.8% YoY의 큰 개선폭을 기록했으며, LDPE Spread역시 +105.4% YoY를 기록했다. PP의 경우 1Q24 -459.1위안/톤에서 1Q25 -283.7위안/톤을 기록하며 수익성 개선이 가능했을 것으로 판단된다. ABS와 PC 역시 +28.1% YoY, +9.9% YoY를 기록하며 전년대비 개선된 수익성 지표를 시현했다. 한편, 1Q25 중국 HDPE 가격은 8,443위안/톤(보합 YoY), LDPE 10,115위안/톤(+10.2% YoY), ABS 11,763위안/톤(+4.4% YoY)을 기록하는 등 가격지표의 뚜렷한 회복세는 아직 나타나고 있지 않지만, 같은 기간 원재료인 납사가격 하락이 발생했다는 점을 고려하면 의미있는 개선이다. 2025년 전방산업 수요 개선은 점진적으로 발생할 것으로 예상되고, 화학제품 수익성 역시 2024년대비 개선될 것으로 전망되며, 완전한 회복이 가능할 전망이다.

중국 화학제품 PPI 추이



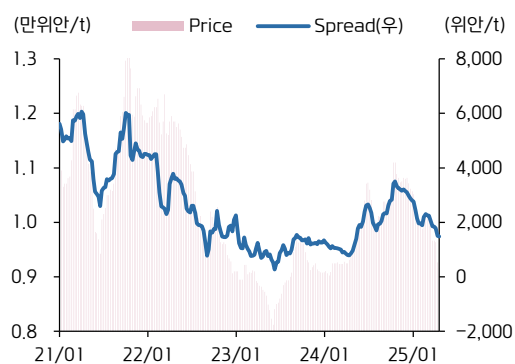
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 HDPE 가격 및 스프레드 추이



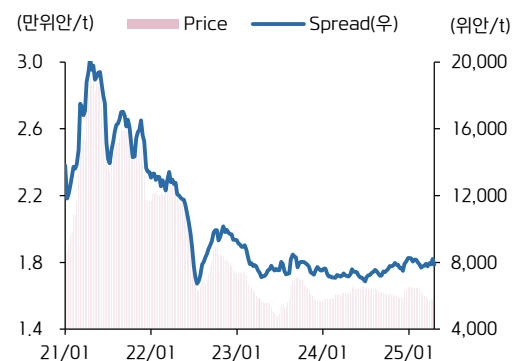
자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 LDPE 가격 및 스프레드 추이



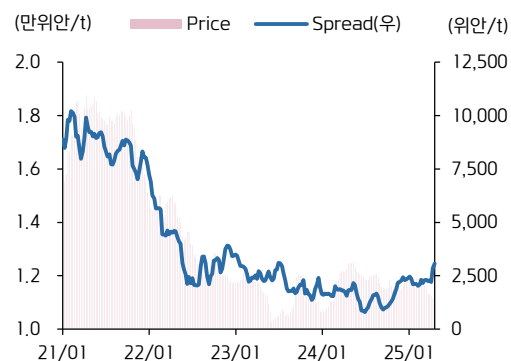
자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 PC 가격 및 스프레드 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 주요제품 가격 및 스프레드 추이

Product	25/04 (위안/톤)	MoM (%)	YoY (%)	1Q25 (위안/톤)	QoQ (%)	YoY (%)
Naphtha	7,764.0	-1.1%	-8.7%	7,897.7	+3.3%	-3.1%
Ammonia	2,827.8	+2.4%	-8.3%	2,553.6	-7.2%	-19.5%
Caustic Soda	842.3	-12.4%	+4.9%	958.2	-0.5%	+20.6%
KCl	3,338.9	-0.5%	+34.0%	2,974.4	+13.3%	+9.6%
KOH	6,712.5	-	-	-	-	-
PX	6,933.3	-6.3%	-20.3%	7,361.5	+0.9%	-14.7%
SM	8,018.0	-4.1%	-15.9%	8,518.9	-4.0%	-4.7%
MEG	4,435.0	-3.4%	-1.4%	4,673.2	+0.8%	+2.5%
AN	7,827.5	-9.6%	-35.2%	8,998.1	-6.7%	-17.4%
HDPE	8,230.0	-2.2%	-3.1%	8,429.2	-0.8%	-0.2%
Spread	466.0	-18.0%	흑전	531.6	-37.2%	+79.8%
LDPE	9,355.6	-5.0%	-0.0%	10,046.1	-6.9%	+9.3%
Spread	1,591.6	-20.5%	+85.9%	2,148.5	-31.5%	+105.4%
LLDPE	7,802.8	-4.0%	-6.3%	8,372.7	-2.9%	+2.0%
Spread	38.8	-86.3%	흑전	475.0	-51.2%	+656.8%
PP	7,590.0	-1.5%	-2.4%	7,614.0	-0.6%	-1.0%
Spread	-174.0	적지	적지	-283.7	적전	적지
PVC	4,831.7	-1.7%	-13.0%	4,926.8	-4.7%	-11.8%
Spread	-2,932.3	적지	적지	-2,970.9	적지	적지
PS	8,866.7	-4.5%	-12.6%	9,520.5	-3.4%	-2.0%
Spread	1,102.7	-23.2%	-32.8%	1,622.9	-26.5%	+3.8%
EPS	10,825.0	-	+1.3%	10,825.0	-	+5.7%
ABS	11,129.2	-2.7%	-9.7%	11,722.1	+0.9%	+3.0%
Spread	2,856.7	+15.2%	+67.3%	2,448.2	+19.6%	+45.8%
PTA	4,508.9	-7.3%	-24.3%	4,952.1	+1.8%	-16.0%
PET	5,813.3	-5.3%	-19.7%	6,248.3	-0.3%	-13.5%
Phenol	7,045.8	-6.3%	-8.2%	7,718.7	-2.1%	+2.3%
Acetone	6,073.3	-2.1%	-21.5%	6,218.8	+5.2%	-14.3%
BPA	8,986.7	-1.1%	-5.3%	9,352.3	+0.8%	-1.3%
ECH	9,155.5	+0.7%	+12.0%	9,103.8	+2.6%	+12.2%
Spread	2,366.4	+4.6%	+82.7%	2,235.7	+7.6%	+79.6%
Epoxy	13,455.6	-3.9%	+6.2%	14,010.3	+4.9%	+6.5%
BDO	7,939.5	-0.2%	-13.0%	8,258.9	-0.8%	-12.5%
Spandex	24,616.7	-1.9%	-18.3%	25,163.5	-3.1%	-19.3%
Spread	12,991.5	+0.1%	-23.7%	12,556.9	-5.2%	-29.6%
Polyester Fiber	6,470.8	-6.6%	-15.7%	7,151.4	-1.5%	-6.0%
Nylon	13,108.3	-5.4%	-20.7%	14,123.1	-5.5%	-16.6%
MDI	15,377.8	-10.9%	-7.6%	18,051.3	-1.0%	+10.0%
Spread	8,963.2	-13.3%	+12.6%	10,675.1	-0.8%	+29.6%
TDI	11,422.2	-6.2%	-27.5%	13,182.1	+2.0%	-22.2%
Spread	5,545.6	-8.4%	-31.4%	6,767.4	-3.9%	-31.8%
PA	7,266.7	+1.1%	-5.5%	7,176.6	+3.6%	-5.8%
NBR	16,275.0	-1.4%	+6.2%	16,307.7	+3.1%	+8.9%
Spread	6,404.5	+21.1%	+173.7%	4,440.4	+12.7%	+27.5%
SBR	12,675.0	-10.3%	-5.9%	14,835.9	-5.1%	+16.9%
Spread	4,221.4	-13.5%	+26.9%	5,189.6	-12.6%	+48.5%
BR	12,666.7	-9.2%	-6.1%	14,332.3	-3.3%	+12.0%
Spread	3,038.9	+5.7%	+65.5%	2,520.8	-25.4%	-3.4%

자료: Sunsir, 국가통계국, 키움증권 리서치센터
주: Simple Spread 기준

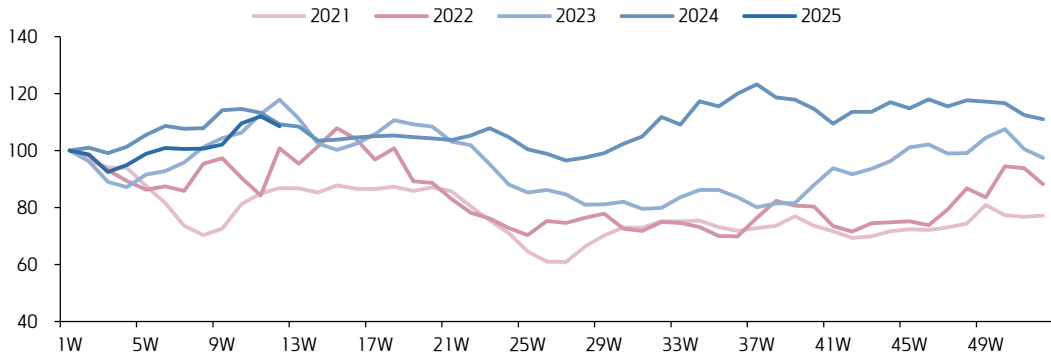
>>> 유가대비 Outperform 중인 제품가격

과거 사례를 볼 때, Spread는 큰 폭 개선

1Q25말 Ethylene 가격은 +3.9% YTD를 기록한 반면, 유가는 -4.4% YTD를 기록하며 유가대비 제품가격의 상대적인 강세가 지속됐다. Ethylene 뿐 아니라, 전반적인 화학제품 가격이 유가대비 견조하게 지속되며 Spread 개선이 가능했던 상황이다. 특히, 2H24 이후 이러한 트렌드가 지속됐는데, 2H24 지속된 중국의 수요 개선이 핵심 요인이라는 판단이다. 결국 수급의 점진적 개선이 상대적으로 강한 Spread로 연결됐었던 상황이라고 볼 수 있다.

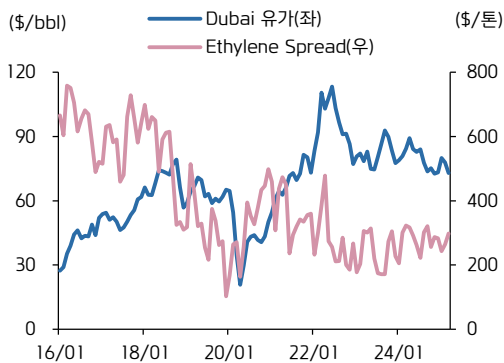
앞서 [정유] Part에서 언급했듯, 2025년 유가는 하향안정화가 예상된다. 공급단의 하방압력이 지속적으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. 2008년 이후부터 현재까지 사례를 살펴보면, 유가가 \$60~70/bbl 수준일 때 Ethylene Spread는 평균 \$446.1/톤을 기록했었다. 한편, \$70~80/bbl 수준이었을 때는 \$329.8/톤으로 26.1% 감소했으며, \$80~90/bbl 수준이었을 때는 31.9% 축소됐다. 2024년 평균 유가가 \$79.9/bbl로 \$80/bbl에 육박했었고, 2025년 공급 증가에 대한 압력으로 \$60/bbl 수준을 유지하고 있는 상황임을 고려하면, 2025년 석유화학 제품 Spread는 전년대비 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다.

Dubai 유가 및 Ethylene 가격 상대강도 추이



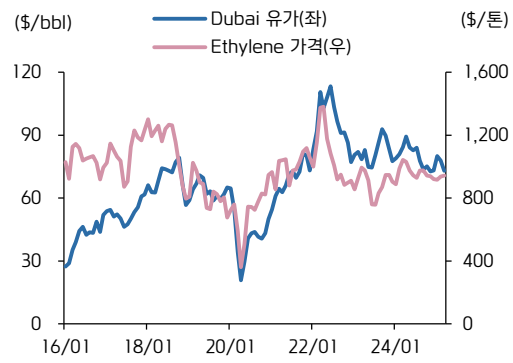
자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

Dubai 유가 및 Ethylene Spread 추이



자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

Dubai 유가 및 Ethylene 가격 추이

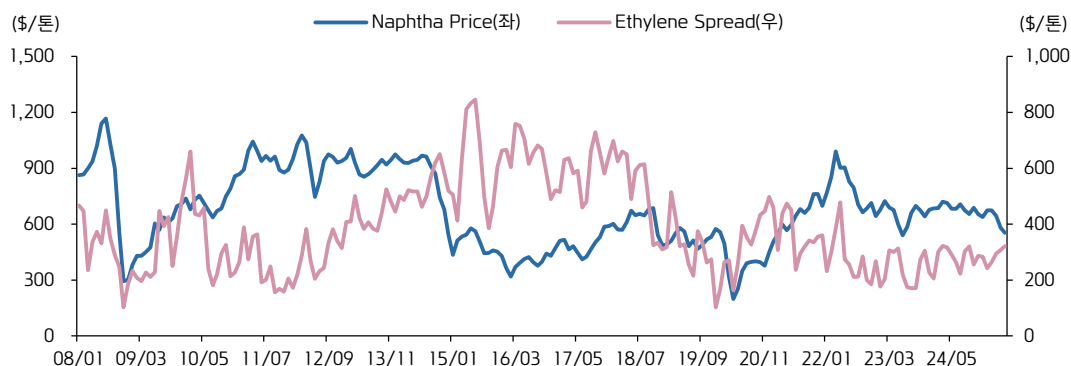


자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

납사가격이 평균 \$461.8/톤 수준이었던 2015~2017년의 상황을 살펴보면, Ethylene Spread는 \$617.0/톤, HDPE(HDPE-Naphtha) \$707.1/톤, PP(PP-Naphtha) \$599.9/톤, ABS(ABS-AN/BD/SM) \$349.1/톤을 기록했었다. 2023~2024년 평균 Spread 대비 각각 +138.3%, +113.3%, +89.4%, +37.7% 높은 수치다. 공급과잉 우려가 발생했던 2019년의 경우를 살펴봐도 상황은 비슷하다. 2018~2019년 평균 납사 가격은 2023~2024년 평균대비 -14.9% 낮았었다. 이때 Ethylene Spread는 \$421.2/톤으로 2023~2024년 평균대비 +62.7%이상 높은 수치를 기록했었다. HDPE의 경우 \$504.7/톤으로 +52.3%가, PP의 경우 \$581.9/톤으로 +83.7%가, ABS의 경우 \$319.3/톤으로 +25.9%가 높았었다.

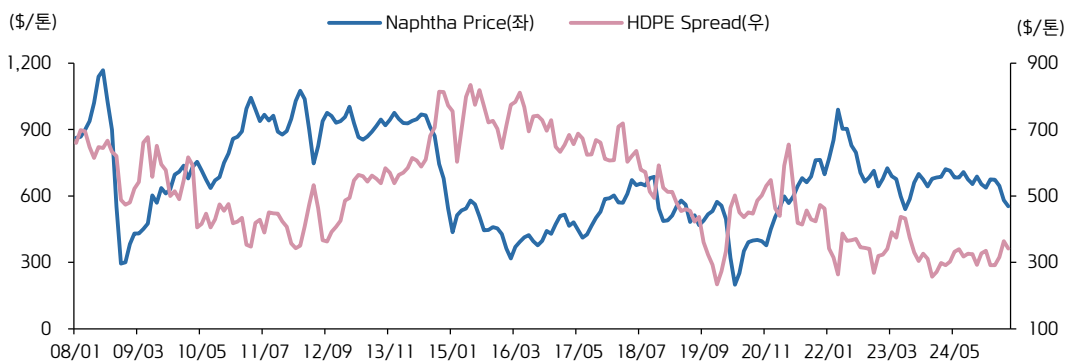
과거와 달라진 공급상황으로 인해 과거 수치와 단순 비교는 어려울 것이다. 하지만, 중국발 대규모 증설과 공급과잉우려가 대두되던 2019년의 사례와 비교해보더라도 유가의 하향안정화는 분명 Spread 개선 요인으로 작용할 수 있다고 볼 수 있다. 2025년 5월 평균 납사가격은 \$553.5/톤까지 하락했다. 이는 2018~2019년 평균치인 \$568.3/톤을 하회하며, 2023~2024년 평균대비해서도 -17.1% 낮은 가격이다. 중국의 점진적 수요개선과 맞물린 유가의 하향안정화는 결국 Spread 개선으로, 케미칼 업체들의 실적개선으로 이어질 수 있는 상황이다.

납사 가격 및 Ethylene Spread 추이



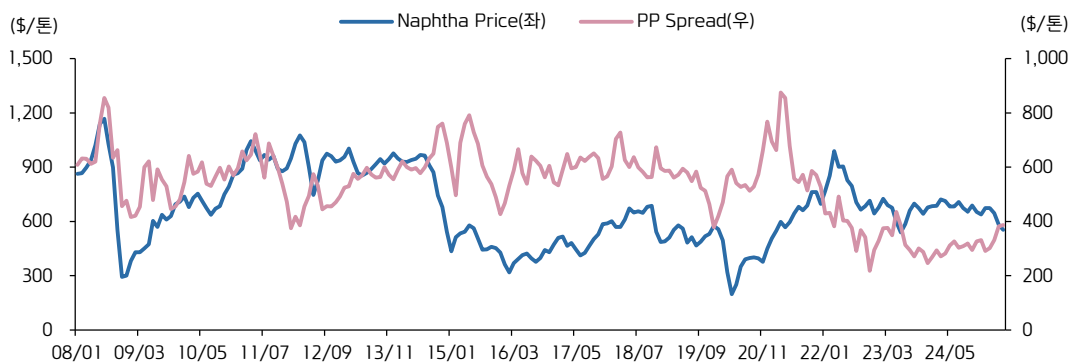
자료: Petronet, Ciscchem, 기름증권 리서치센터

납사 가격 및 HDPE Spread 추이



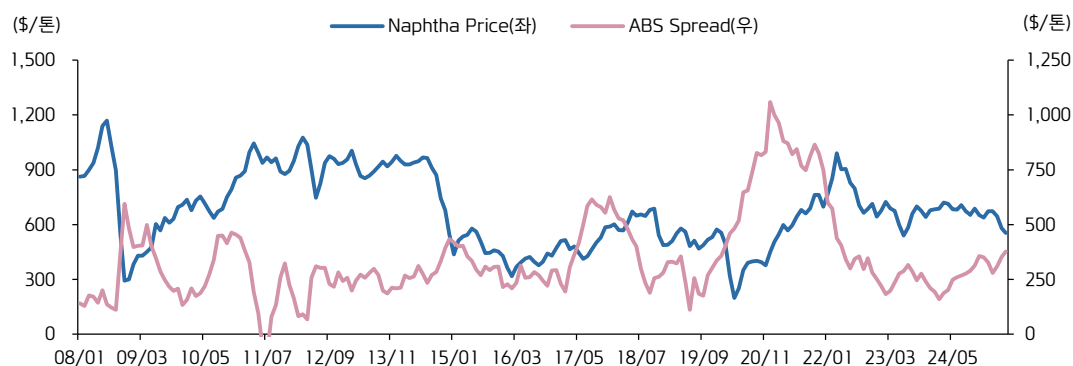
자료: Petronet, Ciscchem, 기름증권 리서치센터

납사 가격 및 PP Spread 추이



자료: Petronet, Ciscchem, 키움증권 리서치센터

납사 가격 및 ABS Spread 추이



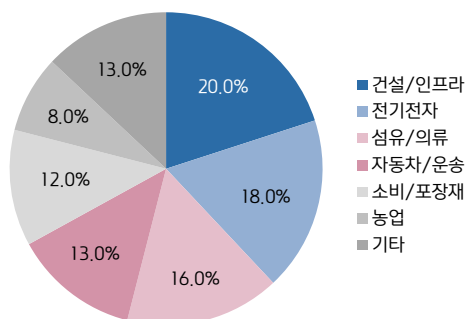
자료: Petronet, Ciscchem, 키움증권 리서치센터

>>> 관세: 불확실성 완화와 기회요인

중국과 유럽의 대체수요 모색

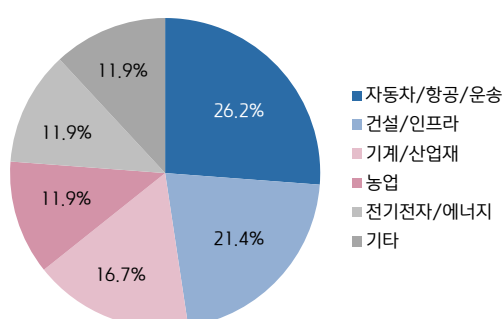
2025년 5월 12일 미국과 중국은 초고율관세 부과에 대한 90일 유예를 합의, 미국은 중국에 대해 30% 관세를, 중국은 미국에 대해 10% 관세를 부과하는 것으로 합의했다. 글로벌 경기에 대한 불확실성 완화, 특히, 최종재단의 수요 개선이라는 측면에서 관세 부과 유예는 화학섹터에 긍정적이다. 중국의 화학제품 수요처별 비중 중 소비재(섬유/의류, 소비/포장재 등)가 30%로 높은 비중을 차지한다. 중국 화학제품 최종재단의 내수 수요 비중이 75%, 수출제품 비중이 25%를 차지한다는 점을 고려한다면, 불확실성 완화에 따른 수요 개선이 기대된다. 1Q25 기업들의 실적발표에서도 관세에 대한 불확실성을 주요 사항으로 언급했던 상황을 고려할 때, 2H25 불확실성은 완화될 수 있을 것으로 예상된다.

중국 화학제품 수요처별 비중



자료: WoodMac, 키움증권 리서치센터

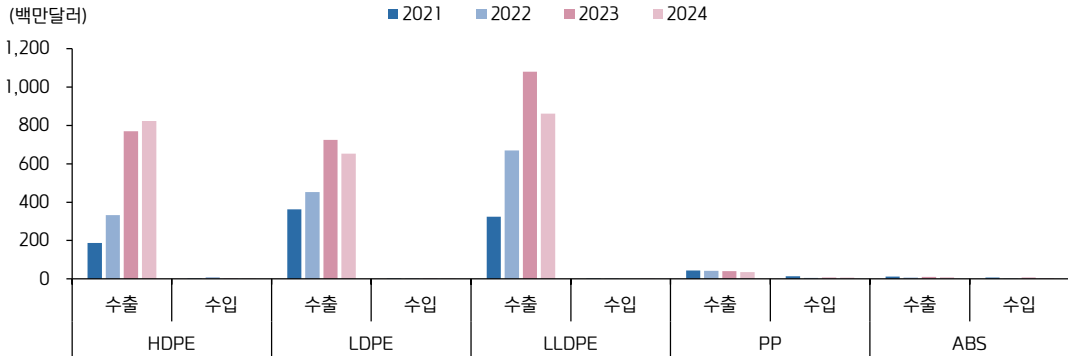
미국 화학제품 수요처별 비중



자료: WoodMac, 키움증권 리서치센터

2024년 미국의 대중국 범용제품 수출액은 Ethylene 6,015만 달러, BD 1,405만 달러 등을 기록했으며, HDPE 8.2억 달러(전체 HDPE 수출 중 중국비중 15.7%), LDPE 6.5억 달러(16.4%), LLDPE 8.6억 달러(14.4%) 등으로 미국의 전체 화학제품 수출 중 높은 비중을 중국이 차지했다. 반면, 미국의 경우 일부 Aromatics 제품을 제외한 중국산 화학제품 수입비중은 낮은 상황이며, Aromatics 제품을 합산하더라도 100만 달러 미만으로 상대적으로 적다. 합성수지의 경우에도 HDPE 192만 달러, PP 676만 달러, PVC 513만 달러로 미국의 대중국 수출이 수입대비 압도적으로 큰 상황이다.

주요 합성수지별 미국 수출/수입액(대중국) 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터

주요 범용제품 미-중 교역 현황 (단위: 천달러)

주요제품	미국 수입		미국 수출		수출 비중		무역 수지	
	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023
Ethylene	2.8	85.7	60,156.7	308,246.0	0.5%	2.5%	60,153.9	308,160.4
Propylene	2.2	53.6	2,141.6	1,517.0	0.0%	0.0%	2,139.5	1,463.4
Butadiene	8.3	15.9	14,045.4	18,535.5	0.1%	0.2%	14,037.1	18,519.6
Benzene	346.9	169.9	23.4	51.2	0.0%	0.0%	-323.5	-118.7
Toluene	600.6	1,216.5	284.0	31.4	0.0%	0.0%	-316.6	-1,185.1
PX	10.0	2.8	0.0	0.0	0.0%	0.0%	-10.0	-2.8
SM	120.0	110.2	1,769.6	1,291.6	0.0%	0.0%	1,649.6	1,181.4
MEG	84.7	95.4	513,954.6	555,459.8	4.2%	4.5%	513,870.0	555,364.4
HDPE	1,924.2	709.4	823,416.7	770,215.6	6.8%	6.2%	821,492.5	769,506.2
LDPE	982.3	2,359.1	653,708.7	725,451.0	5.4%	5.9%	652,726.3	723,091.9
LLDPE	11.9	0.0	861,004.0	1,079,345.3	7.1%	8.7%	860,992.1	1,079,345.3
PP	6,755.5	6,352.3	35,250.9	40,708.0	0.3%	0.3%	28,495.3	34,355.8
PVC	5,128.1	5,590.6	92,080.5	134,152.9	0.8%	1.1%	86,952.4	128,562.4
ABS	3,030.6	6,581.9	8,467.1	9,943.8	0.1%	0.1%	5,436.5	3,361.9
PC	6,821.5	15,259.0	115,255.4	177,498.5	0.9%	1.4%	108,433.9	162,239.5

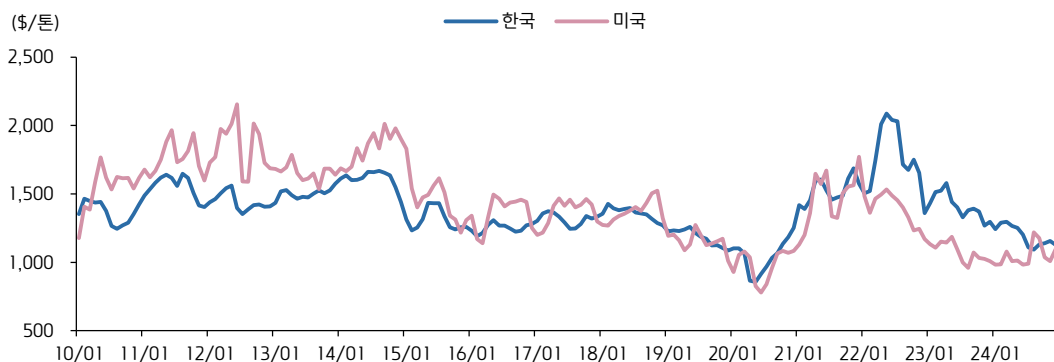
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

주: 수출비중은 전체 화학제품 수출내 비중

한편, 연초 미국의 관세 정책에 따라 단기적이거나 공급망 불확실성은 확대됐고, 중국은 내수 중심으로의 전환, 유럽은 미국산 대체에 대한 논의가 지속됐다. 중국은 핵심소재에 대한 내수전환과 범용소재에 대한 구조조정을 주요 정책으로, 유럽은 역내 산업경쟁력을 제고하고 공급망 다변화를 통한 리스크 완화를 주요 정책으로 하고 있다. 미국은 ECC 기반의 원가경쟁력을 바탕으로 역내 저렴한 가격에 화학제품 공급을 지속해왔고, 중국내 점유율을 확대해왔다. 2024년 기준 미국의 대중국 HDPE 수출가격은 국내 수출가격대비 12.4% 저렴한 상황이었다. 이러한 상황에서 중국의 소재대체의 지속은 공급중인 미국산 제품의 비중 감소, 아시아 역내 공급 축소로 이어질 가능성이 있으며, 이는 아시아 업체들에게 기회요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

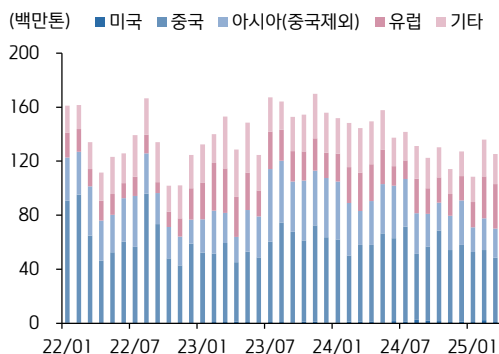
또한, 유럽향 수출비중이 증가하고 있다. HDPE의 경우 2025년 1월 유럽향 수출비중이 17.1%를 기록했던 반면, 3월 26.3%까지 크게 증가했으며, LDPE의 경우 5.5%에서 7.6%까지 상승했다. ABS의 경우에도 21.2%에서 27.9%까지 상승하는 등 주요 화학제품 전반에 걸쳐 유럽향 비중의 상승이 나타나고 있다. 미-중 무역갈등이 심화됨에 따라 유럽지역의 제 3국 소재에 대한 수요가 증가하고 있는 상황이고, EU-한국 FTA에 따라 상대적으로 유리한 관세를 적용 받는 등 유럽지역 입장에서는 한국산 화학제품이 매력적인 선택지가 되고 있다는 판단이다.

미국 및 한국 대중국 HDPE 수출가격 추이



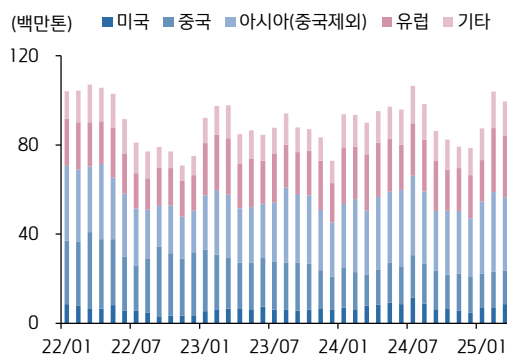
자료: USITC, Trass, 키움증권 리서치센터

국내 HDPE 수출 지역별 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

국내 ABS 수출 지역별 추이

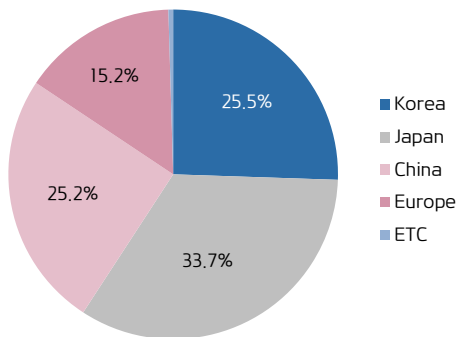


자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

미국의 해운규제, 미국의 수출경쟁력 하락으로

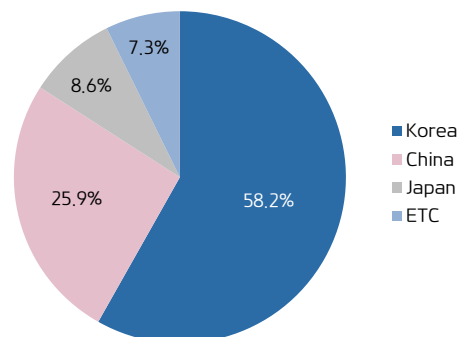
한편, 미국은 2025년 10월부터 중국 소유 선박에 대해 \$50/톤의 자국 항만 입항수수료를 부과할 계획이며, 2028년까지 \$140/톤까지 단계적으로 인상할 것을 발표했다. 또한, 중국산 선박에 대해서도 \$18/톤의 입항수수료를 부과하고, 2028년까지 \$33/톤까지 단계적으로 인상할 계획을 발표했다. 기존의 고정수수료(입항시 100만달러, 150만달러 수수료 부과)대비 완화된 조치지만, 중국내 미국산 화학제품 M/S가 여전히 높은 상황임을 고려하면, 운임상승과 수출경쟁력 하락으로 이어질 수 있는 조치라고 생각된다. 특히, 범용소재단의 MEG, Ethane, PE 등에 대한 해상운임 상승으로 연결될 수 있을 것으로 예상되며, 이에 따라 미국산 제품의 가격경쟁력 하락으로 작용할 수 있을 전망이다. 2025년 3월기준 글로벌 Chemical Tanker(10K DWT) 중 중국산 및 중국 선사 소유의 Tanker 비중은 25.4%에 달하며, 17,000+ TEU급 이상 컨테이너선의 경우에도 25.9%에 달한다. 한국/일본 건조선박 비중이 과반이상을 차지하고 있으나, 중국산 선박 비중 역시 무시하지 못할 수준이다. 미국 조사기관에 따르면 대중국 조선/해운 규제가 지속될 경우 미국 MEG, Ethanol 등 Chemical Tanker 해상운임은 30%이상 상승할 것으로 전망되고 있으며, 화학제품 수출경쟁력 하락으로 이어질 것으로 예상하고 있다. 결과적으로 미국의 중국 해운규제 역시 역내 미국산 화학제품의 공급감소 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

건조 국가별 케미칼 탱커 비중



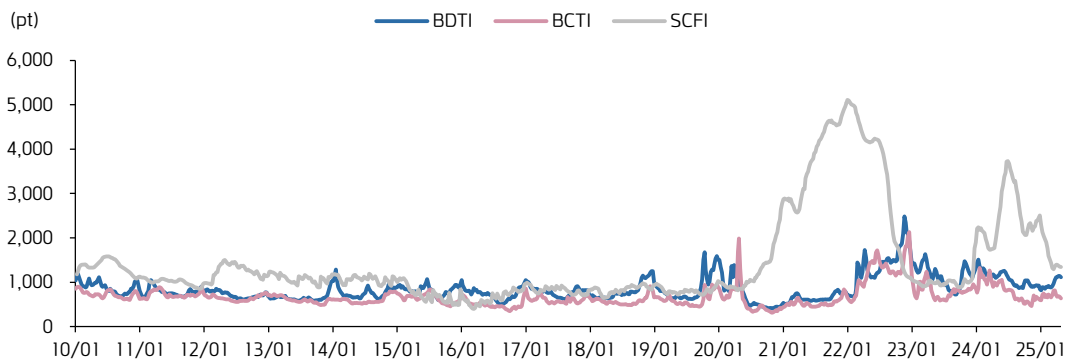
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터
주: 10K DWT 기준

건조 국가별 컨테이너선 비중



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: 17,000 TEU+ 기준

해상운임 추이



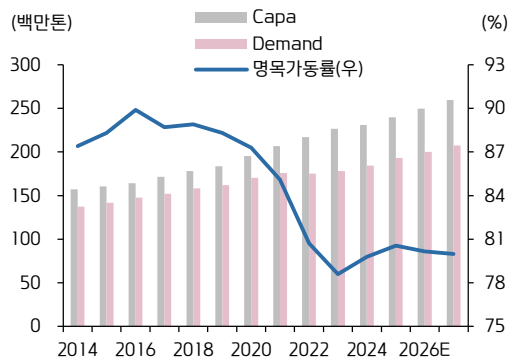
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터

>>> 조금씩이나마 개선되는 공급부담

글로벌 과잉증설은 종료

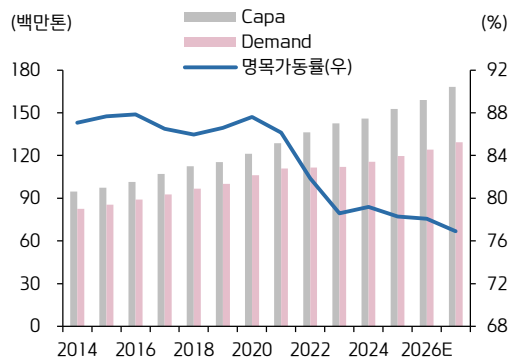
2018~2023년까지 지속된 중국발 범용소재 과잉증설에 대한 부담은 점진적으로 완화될 것으로 예상된다. 단기적으로 공급부담이 크게 해소되긴 어렵겠지만, 점진적 완화가 가능할 것으로 전망된다. 특히, 전 화학체인에 걸친 증설이 지속되며 화학제품 전반의 명목가동률(수요/공급)이 지난 5년간 하락했던 것과 대비해 일부 제품에서 명목가동률의 개선도 예상된다. ABS의 경우 2024년 명목가동률 64.7%에서 2025년 64.7%로 개선될 것으로 예상되며, PC의 경우에도 2024년 66.2에서 2025년 68.8%로 개선될 전망이다. 증설은 과거대비 축소됐고, 수요는 2023~2024년 저점대비 개선되며 명목가동률의 상승으로 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 한편, 기초소재의 경우에도 과거대비 증설은 축소되고 수요회복은 점진적으로 가능할 것으로 전망돼 명목가동률의 하락폭은 완화될 전망이다. 2025년 예정된 Ethylene 증설은 870만톤으로 2024년 460만톤대비 증가할 전망이다. 이는 2024년 지연된 증설계획들이 2025년초 일시적으로 크게 반영됐기 때문이다. 하지만, 과거 2019~2023년 평균 연간 증설 960만톤대비 규모는 축소될 것으로 예상되고, 수요 역시 +4.8% YoY 증가가 예상돼 명목가동률의 급격한 악화는 제한될 전망이다. Downstream PE의 경우 2025년 690만톤 증설이 예정돼있으며, 수요 증가는 +3.6% YoY(+410만톤)이 예상된다.

글로벌 Ethylene 수급추이 및 전망



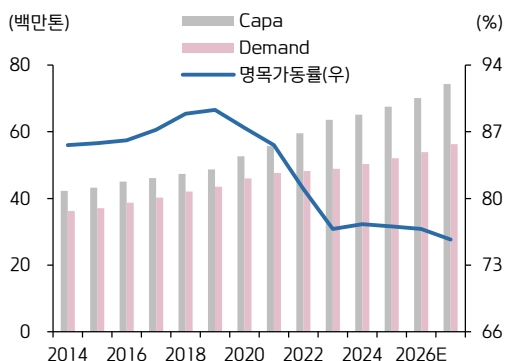
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 PE 수급추이 및 전망



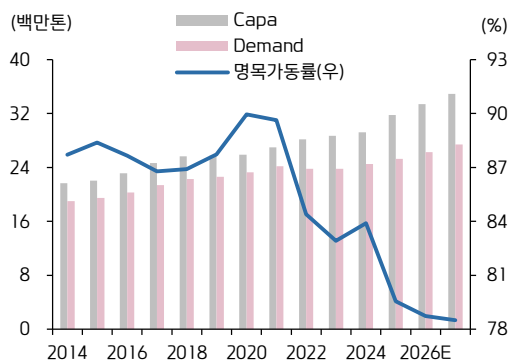
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 HDPE 수급추이 및 전망



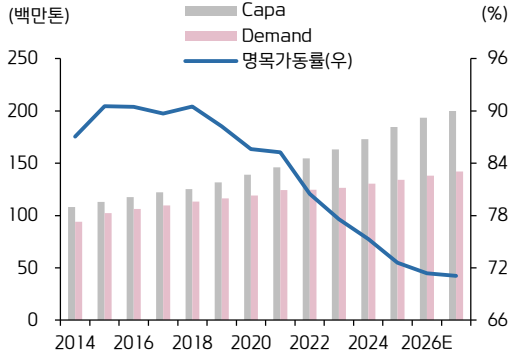
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 LDPE 수급추이 및 전망



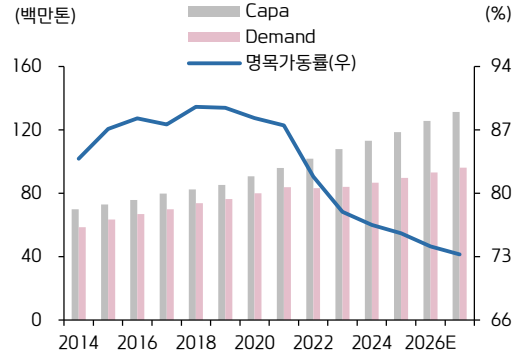
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 Propylene 수급추이 및 전망



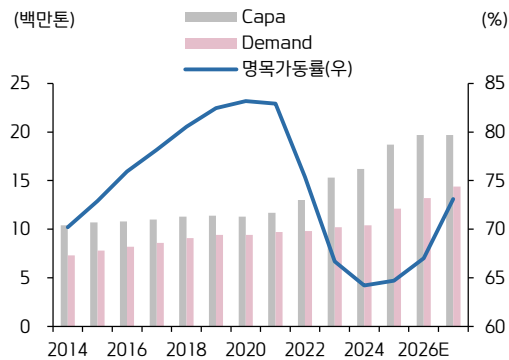
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 PP 수급추이 및 전망



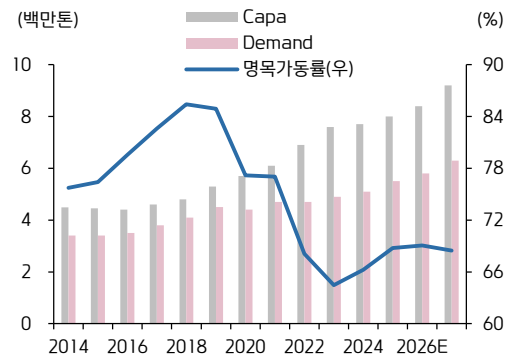
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 ABS 수급추이 및 전망



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

글로벌 PC 수급추이 및 전망

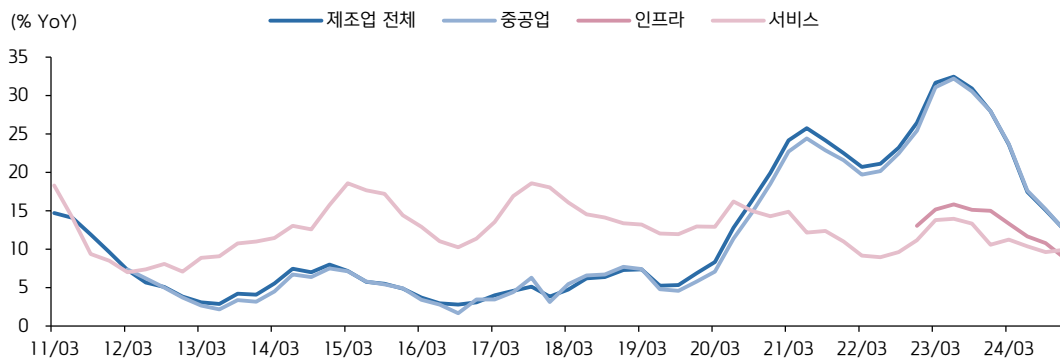


자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

중국의 2024년말 중공업 기업대출 규모는 +12.6% YoY를 기록했다. 이는 대규모 증설이 진행됐던 기간 연평균 성장치인 +27.0%의 절반 이하의 수준을 기록했다. 중국 화학업체인 Hengli의 순부채는 2025년 -20.1% 감소할 것으로 전망되며, Wanhua -27.4%, Sinopec -37.7% 등 주요 화학업체들의 레버리지 역시 지속적으로 감소될 것으로 예상된다. 대규모 증설 기간동안 이들 업체들의 순차입금 역시 연평균 +11%이상 성장했던 점과 상반된다.

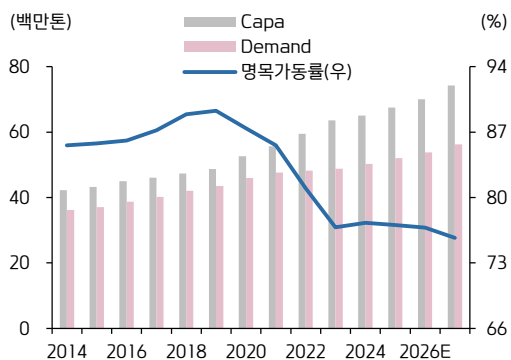
또한, 2025년 예상되는 주요 화학업체들의 Capex는 1,804억위안으로 -11.7%를 기록할 것으로 전망된다. 마찬가지로 증설이 지속됐던 기간, 이들 업체들의 Capex는 +12.4%의 연평균 증가율을 기록했었다. 2024년이후 중국 정부의 신규 NCC 증설 승인 축소 등 석유화학 과잉공급에 대한 정책적 구조조정 기조도 강화되고 있다. 또한, 중국 주요 화학업체들의 레버리지 감소와 Capex 축소에 따라 향후 대규모 증설이 다시 발생할 가능성 역시 제한될 것으로 전망한다.

중국 제조업 대출규모 추이



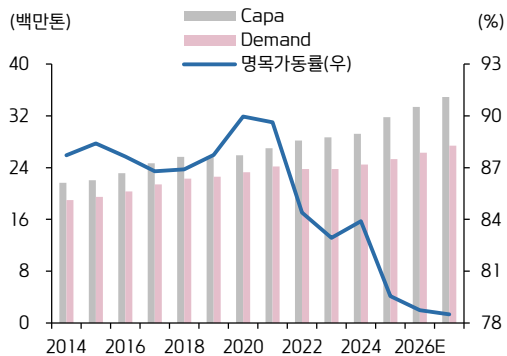
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

Hengli 순차입금 규모 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025~2027년은 컨센서스 기준

Wanhua 순차입금 규모 추이 및 전망



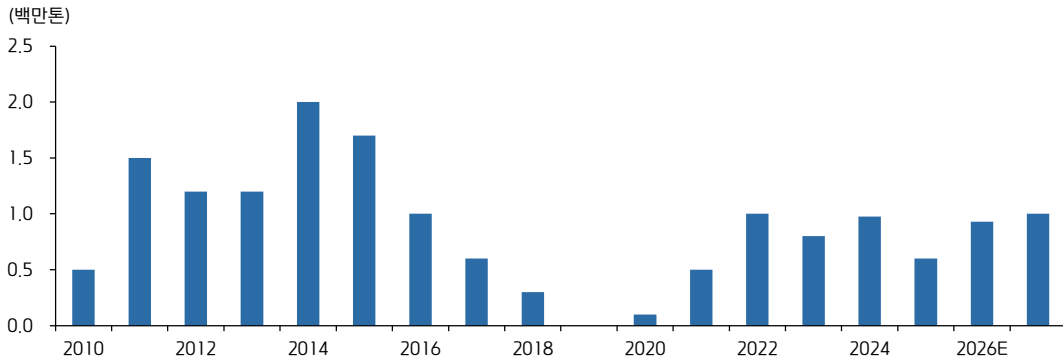
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025~2027년은 컨센서스 기준

긴 관점에서 구조조정은 점진적으로

단기간 내에 글로벌 과잉공급 설비에 대한 구조조정이 이루어지긴 어렵지만, 점진적인 공급과잉에 대한 완화는 지속될 수 있을 전망이다. 설비에 대한 증설은 과거대비 축소되고, 기존 설비에 대한 폐쇄압력은 지속적으로 상승할 것으로 전망되기 때문이다.

2024년 글로벌 Ethylene 설비 폐쇄용량은 97.5만톤을 기록했던 것으로 파악된다. 유럽지역 대형설비의 폐쇄 영향으로 2023년대비 증가했다. 2025년 역시 60만톤 설비(총 3곳)의 폐쇄가 예상된다. 중장기 시계열로 보면, SABIC, Total, LyondellBasell, Shell 등 글로벌 Major 업체들 역시 보유 자산에 대한 전략적 검토를 진행하거나 설비 폐쇄를 계획하는 등 저수익성 설비 중심의 설비 구조조정 압력이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 한편, Downstream 범용제품의 설비 가동중단 역시 지속되고 있다. Eni사의 Ragusa PE 17만톤 규모 설비는 2025년말까지 폐쇄될 계획이며, JGSOC의 PE 설비 역시 수익성 악화로 가동중단을 무기한 연장한 상태다. 공급과잉과 화학제품 Spread 하락으로 인한 수익성 저하가 지속되며 Upstream 설비뿐 아니라 범용제품 설비 전반에 걸쳐 구조조정 압력이 지속되고 있는 상황이다.

Ethylene 설비 폐쇄 추이



자료: Wood Mac, 언론종합, 키움증권 리서치센터

연도별 주요 Ethylene 설비 폐쇄 현황

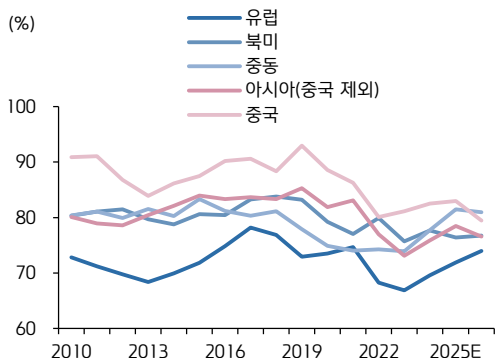
연도	국가	기업	설비	용량	Feedstock
2024	프랑스	Exxon Mobil	Gravenchon Cracker	0.43	Naphtha
	네덜란드	SABIC	Geleen Cracker #3	0.55	Naphtha
2025	이탈리아	Eni	Brindisi Cracker	0.41	Naphtha
	중국	기타	소형 Cracker 복수 설비	0.2	
2026	일본	Maruzen	Chiba NCC	0.5	Naphtha
	이탈리아	Eni	Priolo Cracker	0.43	Naphtha
2027	일본	Idemitsu JV	Chiba NCC	0.5	Naphtha
	독일	Shell	Rheinland Wesseling Cracker	0.5	Naphtha

자료: 언론자료 종합, 키움증권 리서치센터

한편, 2024년 유럽지역의 Ethylene 가동률은 69.6%로 북미 77.7%, 아시아 75.9%, 중국 82.5%대비 낮은 수준을 기록했다. 유럽지역은 NCC기반의 Cracker 비중이 높고 에너지 비용 경쟁력이 타 지역대비 낮은 데 더해 설비들의 연식마저 오래돼 효율성 역시 떨어지는 상황이다. 경쟁력 측면에서의 열위는 낮은 가동률로 나타나고 있는 상황이고, 낮은 가동률은 결국 비용 효율성을 저하시키는 요인으로 작용하고 있다. 2023~2024년 2년간 발표된 설비폐쇄 계획에 따르면 주요 유럽 설비들 중 1,100만톤 규모가 중장기적으로 폐쇄되거나 전환될 전망이다. 이중 Aromatics 설비가 41%, Olefin 설비 26%, Polymer 설비가 23%를 차지하는데, 저수익 범용제품 중심의 설비 구조조정이 진행 중인 상황이다.

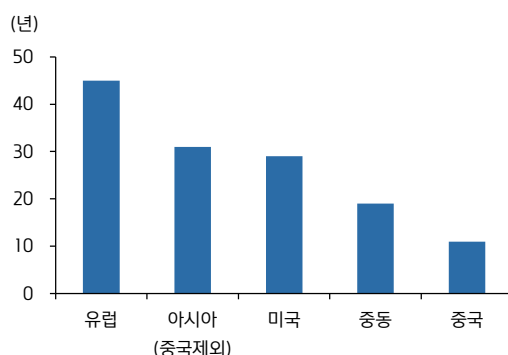
또한, 유럽지역의 전체설비 중 390만톤 규모는 폐쇄압력을 받고 있는 것으로 파악되며, 이는 전체 설비 비중의 24.2%에 달한다. 가동률이 낮고 수익성 측면에서 열위인 설비들의 폐쇄압력은 지속적으로 강해지고 있는 상황이다. 북미지역의 경우 16.7% 비중으로 상대적으로 낮은데, ECC 기반의 높은 수익성이 지속되고 있기 때문이다. 한편, 중국의 경우에도 최근 지속 중인 화학시황의 악화에 따라 총 330만톤 규모의 설비가 폐쇄 위협에 놓인 것으로 파악되는 등 글로벌 석유화학 설비 구조조정에 대한 가능성은 차츰 강해지고 있다. 중장기적 관점에서 설비 증설은 축소되고 구조조정 압력은 증가하며 현재의 공급부담 역시 차츰 완화될 수 있을 것으로 예상된다.

지역별 Ethylene 가동률 추이



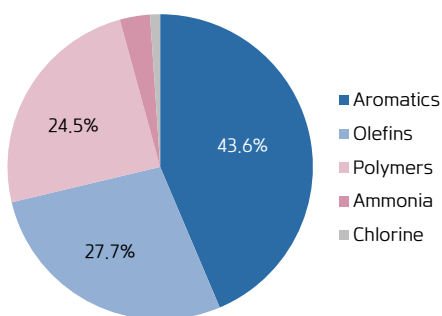
자료: CEFIC, 기름증권 리서치센터

지역별 석유화학 설비 평균 연식 추이



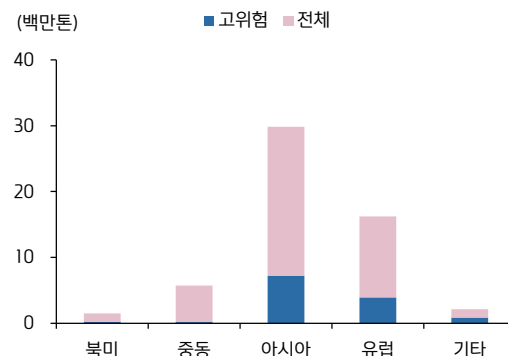
자료: CEFIC, 기름증권 리서치센터

유럽지역 설비별 폐쇄 비중



자료: CEFIC, 기름증권 리서치센터

지역별 폐쇄위험 설비 현황



자료: Wood Mac, 기름증권 리서치센터



기업분석: 정유

S-Oil
(010950)

BUY(Reinitiate)/목표주가 70,000원
리스크 반영 중

SK이노베이션
(096770)

BUY(Reinitiate)/목표주가 110,000원
그래도 개선될 하반기

S-Oil (010950)



BUY(Reinitiate)

목표주가 70,000원

주가(5/15) 51,800원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

S-Oil에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 70,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 1H25 관세 불확실성 확대 국면에서 유가 및 정제마진의 하락이 크게 발생했습니다. 주가 역시 리스크를 반영 12MF PBR 0.7배까지 하락한 상황입니다. 2H25 유가의 추가적인 하락은 제한적인 점, 유가 하향안정화에 따른 Spread 개선이 가능할 것으로 전망됩니다. 하반기 실적개선이 본격화 될 것으로 예상, 업사이드 역시 유효하다는 판단입니다.

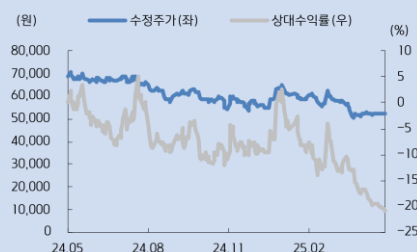
Stock Data

KOSPI (5/15)	2,621.36pt	
시가총액	58,318억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	70,800원	50,400원
최고/최저가 대비 등락	-26.8%	2.8%
주가수익률	절대	상대
1M	1.8%	15.6%
6M	-4.6%	7.0%
1Y	-25.5%	-4.8%

Company Data

발행주식수	112,583천주
일평균 거래량(3M)	167천주
외국인 지분율	73.7%
배당수익률(25.E)	1.2%
BP(25.E)	74,877원
주요 주주	Aramco 외 5 인 63.4%

Price Trend



리스크 반영 중

>>> 유가/스프레드 하락은 제한적

투자 의견 'BUY', 목표주가 70,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 74,877원에 Target Multiple 0.93배를 적용했다. 대외 불확실성 확대와 수요 개선의 부진에 따라 1H25 실적은 부진할 것으로 예상된다. 하지만, 2H25 유가의 하향안정화에 따른 Spread 개선이 예상되며, 불확실성 완화에 따른 수요 개선과 제한적 공급 지속으로 실적의 점진적 회복이 전망된다.

>>> 점진적 Spread 개선에 무게

2025E 예상되는 영업이익은 3,985억원(-13.5% YoY)이 예상된다. 1H25 유가 및 스프레드 동반하락 구간에서의 실적 악화에 따라 큰 폭의 감익이 예상된다. 업황 부진의 가장 큰 요인은 불확실성이었다. 대외 불확실성 확대에 따라 2025년 4월말 유가는 2024년말 대비 -17.7% 하락했다. 또한, 휘발유 마진은 수요 불확실성에 따른 하방압력이 지속되며, 성수기 진입에도 불구하고 -26.6% YoY의 부진한 상황이 지속됐다. 이에 따라, S-Oil의 12MF PBR 역시 0.7배까지 하락, 불확실성을 반영 중인 상황이다. 한편, 2H25 공급 증가는 제한적인 상황에서 하향 안정화된 유가에 따른 Spread 개선이 예상된다. 유가가 하락하기 시작한 4월초 대비 5월 현재 휘발유 마진은 +33.7%를 기록 중이며, 등/경유 마진 역시 +15%이상 회복 중인 상황이다. 정제설비 증설은 2024년대비 감소하고, 중국의 수출도 늘어나기 어렵다. 추가적인 유가 하락은 제한적인 점, 2H25 실적 개선이 예상되는 점을 고려할 때 리레이팅 가능하다는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	33,897.1	35,491.0
영업이익	3,405.2	1,354.6	422.2	398.5	1,125.2
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,174.1	1,490.4	2,565.4
세전이익	2,898.5	1,131.7	-332.5	95.7	744.6
순이익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
지배주주지분순이익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
EPS(원)	18,047	8,137	-1,656	833	4,676
증감률(% YoY)	52.7	-54.9	적전	흑전	461.2
PER(배)	4.6	8.6	-33.1	62.3	11.1
PBR(배)	1.15	0.90	0.73	0.69	0.66
EV/EBITDA(배)	3.3	5.7	10.5	9.9	6.4
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.2	1.2	3.2
ROE(%)	27.2	10.8	-2.2	1.1	6.1
순차입금비용(%)	44.1	42.5	69.3	79.9	83.4

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

S-Oil에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 70,000원을 제시한다. 2025E BPS 74,877원에 Target P/B 0.93배를 적용했다. Target P/B는 과거 3개년 평균 P/B를 사용했다. S-Oil의 12MF PBR은 0.7배로 1H25 불확실성 확대 국면에서 크게 하락한 상황이다. 2H25 Spread 개선 효과에 따른 실적 개선이 예상되며, 유가의 추가적인 하락이 제한적인 만큼 업사이드 유효하다는 판단이다.

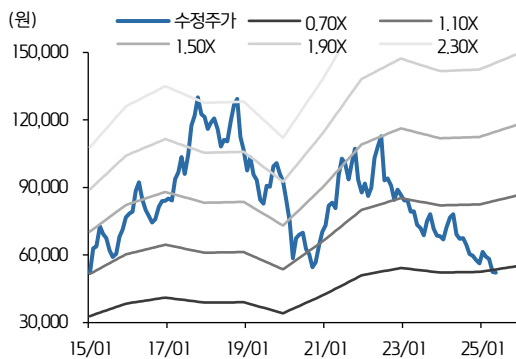
1H25 관세 불확실성 확대에 따른 수요 감소 우려, OPEC+ 증산에 따른 공급 증가 요인 등으로 유가는 2024년 12월말 대비 -17.7% 하락을 기록했다. 글로벌 경기 둔화에 대한 우려 역시 지속되며, 성수기 진입에도 불구하고 휘발유 마진은 -26.6% YoY를 기록하는 등 상황 부진이 지속됐다. 한편, 유가가 본격적으로 하락한 4월 이후 Spread 반등은 확인되고 있다. 뚜렷한 수요 개선의 포인트는 부재하지만, 유가 하락에 따른 Spread 개선이 발생하고 있다는 판단이다. 휘발유 Spread는 4월초대비 +33.7% 상승했으며, 등/경유 Spread 역시 각각 +14.8%, +19.6% 개선되는 등 수익성 개선은 진행 중인 상황이다. 현재 유가의 추가적인 급락은 제한적인 점, 관세 유예 등 불확실성 완화에 따른 점진적 수요 회복이 예상되는 점들은 업사이드를 기대해볼 수 있는 요인이다. 2H25 하향 안정화된 유가에 따라 점진적 실적 개선이 예상되며, 현재 주가 수준은 역사상 밴드 하단에 위치하고 있다.

S-Oil 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	1.1	
2025E BPS (원)	74,877	
Target P/B (배)	0.93	최근 3개년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	69,636	2025E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	51,800	5/15 종가 기준
Upside (%)	35.1	5/15 종가 기준

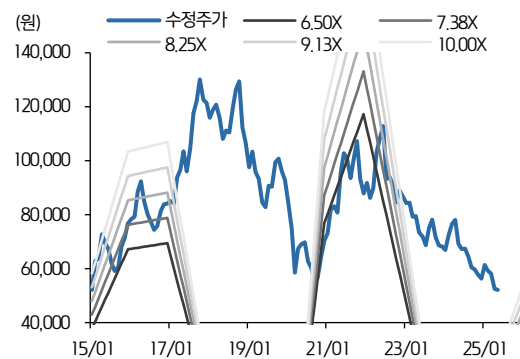
자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

S-Oil P/B Band Chart



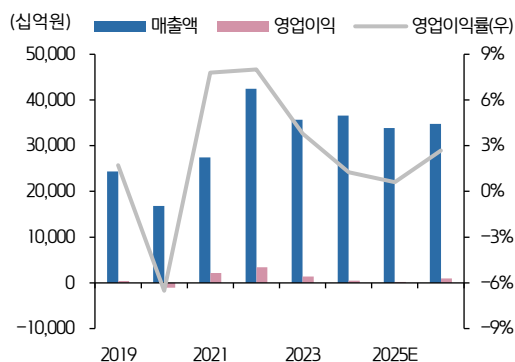
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

S-Oil P/E Band Chart



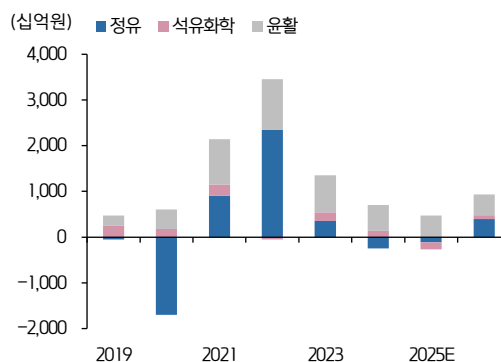
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

S-Oil 연간 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

S-Oil 부문별 이익 추이 및 전망



자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,410.5	8,322.7	8,173.3	36,637.1	33,897.1	35,491.0
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	6,548.2	6,488.9	6,318.3	28,804.4	26,427.4	27,828.2
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	1,095.2	1,098.8	1,144.8	4,702.9	4,466.8	4,899.0
운할	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	767.1	735.1	710.2	3,129.7	3,002.8	2,763.8
YoY(%)	2.5%	22.4%	-1.8%	-9.3%	-3.4%	-12.1%	-5.9%	-8.3%	2.5%	-7.5%	4.7%
QoQ(%)	-5.3%	2.8%	-7.6%	0.9%	0.8%	-6.5%	-1.0%	-1.8%	-	-	-
영업이익(십억원)	454.1	160.7	-414.9	260.8	-21.5	-74.3	194.1	300.2	460.7	398.5	1,125.2
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.3	-56.8	-164.0	73.1	169.0	-246.0	21.3	550.6
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-74.5	-46.5	1.7	20.8	134.8	-98.5	117.7
운할	155.7	145.8	153.8	115.9	109.7	136.2	119.3	110.4	571.2	475.6	456.9
YoY(%)	-11.9%	341.1%	적전	흑전	적전	적전	흑전	15.1%	-66.0%	-13.5%	182.4%
QoQ(%)	흑전	-64.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	54.6%	-	-	-
영업이익률(%)	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	-0.2%	-0.9%	2.3%	3.7%	1.3%	1.2%	3.2%
정유	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.5%	-0.8%	-2.5%	1.1%	2.7%	-0.9%	0.1%	2.0%
석유화학	4.4%	8.4%	0.4%	-2.6%	-6.6%	-4.2%	0.2%	1.8%	2.9%	-2.2%	2.4%
운할	20.3%	18.0%	20.7%	14.4%	13.9%	17.7%	16.2%	15.6%	18.3%	15.8%	16.5%
순이익(십억원)	166.2	-21.3	-206.2	-93.3	-44.5	-132.4	146.6	127.5	-154.6	97.2	545.2
지배주주	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-132.5	146.6	127.5	-193.1	97.2	545.2
순이익률(%)	1.8%	-0.2%	-2.3%	-1.0%	-0.5%	-1.6%	1.8%	1.6%	-0.4%	0.3%	1.5%

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

S-Oil 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	33,897.1	35,491.0	34,648.7	33,836.7	-2.2%	+4.9%
영업이익(십억원)	신규	신규	398.5	1,125.2	380.2	1,016.1	+4.8%	+10.7%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	97.2	545.2	77.3	516.9	+25.7%	+5.5%

자료: S-Oil, FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	33,897.1	35,491.0
매출원가	38,291.4	33,620.9	35,411.2	32,771.1	33,594.6
매출총이익	4,154.6	2,105.7	1,225.9	1,126.0	1,896.4
판매비	749.4	751.2	803.7	727.5	771.2
영업이익	3,405.2	1,354.6	422.2	398.5	1,125.2
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,174.1	1,490.4	2,565.4
영업외손익	-506.6	-222.9	-754.7	-302.8	-380.6
이자수익	31.0	56.3	53.4	35.2	42.3
이자비용	151.1	236.9	282.7	381.1	435.4
외환관련이익	1,355.4	851.2	834.0	1,013.5	899.5
외환관련손실	1,694.2	910.8	1,426.9	1,344.0	1,227.3
종속 및 관계기업손익	-0.2	2.3	5.9	5.4	5.8
기타	-47.5	15.0	61.6	368.2	334.5
법인세차감이익	2,898.5	1,131.7	-332.5	95.7	744.6
법인세비용	794.2	182.9	-139.5	-1.5	199.4
계속사업손손익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
당기순이익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
지배주주순이익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	54.6	-15.8	2.5	-7.5	4.7
영업이익 증감율	59.1	-60.2	-68.8	-5.6	182.4
EBITDA 증감율	45.2	-48.9	-43.4	26.9	72.1
지배주주순이익의 증감율	52.7	-54.9	-120.3	-150.4	460.9
EPS 증감율	52.7	-54.9	적전	흑전	461.2
매출총이익율(%)	9.8	5.9	3.3	3.3	5.3
영업이익율(%)	8.0	3.8	1.2	1.2	3.2
EBITDA Margin(%)	9.6	5.8	3.2	4.4	7.2
지배주주순이익율(%)	5.0	2.7	-0.5	0.3	1.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651.5	2,525.7	1,467.6	531.0	1,707.3
당기순이익	2,104.4	948.8	-193.0	97.2	545.2
비현금항목의 가감	1,999.9	995.2	1,327.8	1,153.4	1,832.1
유형자산감가상각비	643.6	711.5	741.0	1,076.1	1,426.5
무형자산감가상각비	6.2	7.7	11.0	15.7	13.8
지분법평가손익	-0.2	-2.3	-5.9	-5.4	-5.8
기타	1,350.3	278.3	581.7	67.0	397.6
영업활동자산부채증감	-2,132.3	1,473.1	828.9	-382.8	-84.9
매출채권및기타채권의감소	-386.2	-27.3	179.7	573.0	-181.2
재고자산의감소	-1,337.5	209.3	208.6	160.5	-146.5
매입채무및기타채무의증가	221.3	881.6	751.1	-1,123.9	406.4
기타	-629.9	409.5	-310.5	7.6	-163.6
기타현금흐름	-320.5	-891.4	-496.1	-336.8	-585.1
투자활동 현금흐름	-773.2	-2,066.1	-3,027.0	-3,513.5	-3,388.3
유형자산의 취득	-598.8	-2,185.6	-3,041.9	-3,535.9	-3,426.2
유형자산의 처분	29.9	20.3	3.5	35.4	34.3
무형자산의 순취득	-0.8	-2.5	-27.3	-0.9	-0.8
투자자산의감소(증가)	-4.5	-26.8	-1.5	-1.3	-1.3
단기금융자산의감소(증가)	-141.2	135.1	3.6	-1.4	-1.2
기타	-57.8	-6.6	36.6	-9.4	6.9
재무활동 현금흐름	-1,514.1	193.2	1,538.8	1,938.6	1,688.4
차입금의 증가(감소)	-818.6	649.1	1,810.1	2,034.5	1,841.5
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-617.1	-372.7	-189.3	-14.6	-70.9
기타	-78.4	-83.2	-82.0	-81.3	-82.2
기타현금흐름	0.7	0.2	3.2	342.5	261.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-635.2	653.0	-17.4	-701.4	268.8
기초현금 및 현금성자산	1,945.5	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,244.5
기말현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,244.5	1,513.3

자료: S-Oil, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,206.0	9,647.8	10,048.0	8,616.7	9,215.4
현금 및 현금성자산	1,310.3	1,963.3	1,945.8	1,244.5	1,513.3
단기금융자산	167.2	32.2	28.6	30.0	31.2
매출채권 및 기타채권	2,964.4	2,989.9	3,479.2	2,906.2	3,087.5
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,493.1	4,332.6	4,479.1
기타유동자산	30.9	23.2	101.3	103.4	104.3
비유동자산	10,407.2	11,928.4	14,403.4	16,849.4	18,837.8
투자자산	138.5	167.7	175.1	181.8	189.0
유형자산	9,588.0	11,152.0	13,581.8	16,041.6	18,041.3
무형자산	106.4	115.6	148.8	133.9	120.9
기타비유동자산	574.3	493.1	497.7	492.1	486.6
자산총계	19,613.1	21,576.1	24,451.4	25,466.1	28,053.3
유동부채	8,213.2	9,254.5	11,656.7	11,550.4	12,820.6
매입채무 및 기타채무	4,752.1	6,074.0	7,410.5	6,286.6	6,693.1
단기금융부채	2,608.4	2,845.3	4,068.7	5,084.5	5,966.2
기타유동부채	852.7	335.2	177.5	179.3	161.3
비유동부채	2,916.5	3,284.0	4,099.1	5,184.7	6,115.1
장기금융부채	2,610.9	2,990.6	3,934.0	4,955.4	5,917.9
기타비유동부채	305.6	293.4	165.1	229.3	197.2
부채총계	11,129.7	12,538.6	15,755.8	16,735.0	18,935.7
자본지분	8,483.5	9,037.6	8,695.6	8,731.0	9,117.5
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	33.8	36.8	44.0	53.2	78.0
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,030.5	7,056.7	7,418.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,695.6	8,731.0	9,117.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	18,047	8,137	-1,656	833	4,676
BPS	72,754	77,506	74,574	74,877	78,192
CFPS	35,198	16,672	9,731	10,725	20,388
DPS	5,500	1,700	125	625	1,625
주가배수(배)					
PER	4.6	8.6	-33.1	62.3	11.1
PER(최고)	6.8	11.3	-51.0		
PER(최저)	4.3	7.6	-32.3		
PBR	1.15	0.90	0.73	0.69	0.66
PBR(최고)	1.69	1.19	1.13		
PBR(최저)	1.07	0.80	0.72		
PSR	0.23	0.23	0.17	0.18	0.17
PCFR	2.4	4.2	5.6	4.8	2.5
EV/EBITDA	3.3	5.7	10.5	9.9	6.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	29.4	20.2	-7.3	72.4	33.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.6	2.4	0.2	1.2	3.1
ROA	11.0	4.6	-0.8	0.4	2.0
ROE	27.2	10.8	-2.2	1.1	6.1
ROIC	21.9	8.9	0.9	2.9	4.3
매출채권회전율	14.6	12.0	11.3	10.6	11.8
재고자산회전율	10.3	7.6	8.0	7.7	8.1
부채비율	131.2	138.7	181.2	191.7	207.7
순차입금비율	44.1	42.5	69.3	100.4	113.4
이자보상배율, 현금	22.5	5.7	1.5	1.0	2.6
총차입금	5,219.3	5,835.9	8,002.7	10,039.9	11,884.2
순차입금	3,741.8	3,840.5	6,028.3	8,765.4	10,339.7
EBITDA	4,055.0	2,073.7	1,174.1	1,490.4	2,565.4
FCF	474.8	1,147.1	-1,366.8	-2,330.3	-1,245.3



BUY(Reinitiate)

목표주가 110,000원

주가(5/15) 88,400원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

SK이노베이션에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 110,000원으로 신규 분석을 개시합니다. SK온 실적 부진 장기화에 따라 SKI E&S 연결실적 반영에도 불구하고 부진한 실적이 지속됐습니다. 하지만, 2025년 SK온의 미국 출하량 개선은 확인되고 있는 상황이고, 2H25 정제마진 개선이 예상됩니다. 단기 트리거는 부재하지만, 최악대비 개선되고 있는 배터리 실적과 점진적으로 안정화될 전사 수익성을 근거로 'BUY' 의견 제시합니다.

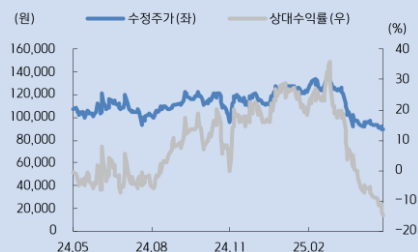
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		133,515억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	139,200원	88,400원
최고/최저가 대비 등락	-36.5%	0.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.1% 6.7%
	6M	-8.0% 3.1%
	1Y	-19.4% 2.9%

Company Data

발행주식수	151,035천주
일평균 거래량(3M)	313천주
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(25.E)	2.2%
BP(25.E)	167,381원
주요 주주	SK 외 8 인 55.9%

Price Trend



그래도 개선될 하반기

>>> 최악대비 개선 중

투자 의견 'BUY', 목표주가 110,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, SKIET의 경우 1M 평균 시가총액을 70% 할인해 반영했다. 1H25 SK온 실적 부진의 장기화에 따라 SKI E&S 연결실적 반영에도 불구하고 실적은 부진했다. 하지만, 2025년 SK온의 미국 출하량 개선은 확인되고 있고, 관세 불확실성 역시 완화되고 있는 만큼 연간 실적은 개선의 방향성일 것이다. 단기 트리거는 부재하나, 최악대비 개선되고 있는 배터리 실적과 점진적으로 안정화될 수익성을 근거로 'BUY' 의견을 제시한다.

>>> 2H25 개선의 여지는 충분

2025E 예상되는 영업이익은 6,379억원(+102.2% YoY)으로 크게 증익할 것으로 예상되나, 이는 SKI E&S 온기 실적 반영에 따른 영향이다. SKI E&S의 2025년 영업이익은 6,058억원으로 예상되며, 이를 제외할 시 -83.3% YoY 감익이 예상된다. SKI E&S의 합병효과가 수익단에 미치는 긍정적 요인은 분명하다. 전통에너지는 1H25를 저점으로 2H25 점진적 개선이 예상된다. 유가 하향안정화에 따른 하반기 Spread 개선이 예상, 석유사업의 수익성은 개선될 것으로 전망된다. 관세 불확실성 완화, 중국 경기부양책 지속 등은 정유/화학제품 전반에 걸친 수요 개선으로 이어질 것이다. SK온 역시 미국 출하량 증가를 바탕으로 2H25 적자폭은 점진적으로 축소될 전망이다. 특히, 미-중 관세갈등 완화는 Cost단의 부담을 경감시키는 요인으로 작용, 수익성 개선에 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	78,056.9	77,288.5	74,717.0	76,479.1	79,228.7
영업이익	3,917.3	1,903.9	315.5	637.9	2,101.4
EBITDA	5,710.5	3,933.9	2,770.0	4,761.3	6,394.1
세전이익	2,860.2	932.2	-2,379.8	-862.4	392.5
순이익	1,895.2	554.9	-2,372.5	-540.8	232.6
지배주주지분순이익	1,569.0	256.3	-2,260.0	-598.3	206.9
EPS(원)	16,339	2,624	-21,236	-3,929	1,359
증감률(% YoY)	437.2	-83.9	적전	적지	흑전
PER(배)	9.3	53.5	-5.3	-22.9	66.1
PBR(배)	0.74	0.64	0.69	0.54	0.49
EV/EBITDA(배)	6.0	11.8	25.4	13.1	9.8
영업이익률(%)	5.0	2.5	0.4	0.8	2.7
ROE(%)	8.5	1.2	-9.6	-2.4	0.8
순차입금비율(%)	69.6	57.0	78.2	82.6	78.1

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

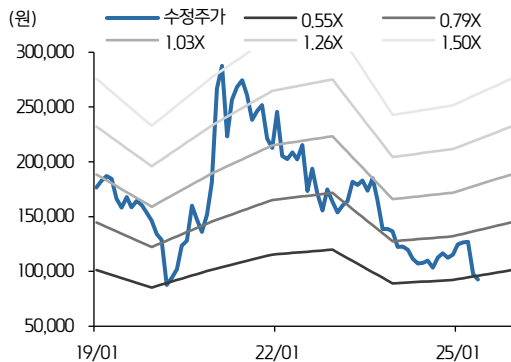
SK이노베이션에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 110,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple 평균을 적용했다. SK온의 경우 지분율을 고려해 산출된 적정가치를 70% 할인해 반영했으며, SK엔무브의 경우 지분율 70%를 고려했다. SKIET의 경우 1M 평균 시가총액을 기준으로 보유지분가치를 산정한 후, 70% 할인을 적용했다. SK이노베이션의 12MF PBR은 0.56배 수준이다. 배터리 부진, 재무부담, 정유/화학 수급 우려 등 Risk 요인들이 지속적으로 반영돼 왔기 때문이다. 단기 트리거는 부재할 것으로 예상되나, 최악대비 개선되고 있는 배터리 실적과 2H25 점진적으로 회복될 정유/화학 실적을 근거로 'BUY' 의견을 제시한다.

SK이노베이션 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
석유사업	1,014.8	6.2	6,291.7	국내외 Peer Group 평균
화학사업	274.7	7.2	1,977.6	국내외 Peer Group 평균
윤활유사업	794.8	6.2	3,449.6	국내외 Peer Group 평균 / 지분율 고려
E&P	930.8	6.2	5,771.3	국내외 Peer Group 평균
E&S	1,130.9	5.8	6,559.4	국내외 Peer Group 평균
SK온	510.9	11.4	1,563.7	국내외 Peer 평균 / 지분율 고려 및 70% 할인
SKIET	-	-	291.1	1M 평균 시가총액 / 지분율 고려 및 70% 할인
영업가치(십억원)		25,904.4		
투자자산(십억원)		7,449.1		25E 장부가치 30% 할인
순차입금(십억원)		16,754.3		25E 추정치 적용 / 별도
우선주 시가총액(십억원)		82.0		
적정가치(십억원)		16,517.1		
발행주식수(천주)		151,034.8		
적정주가(원)		109,360		
T.P(원)		110,000		
Upside(%)		24.4		

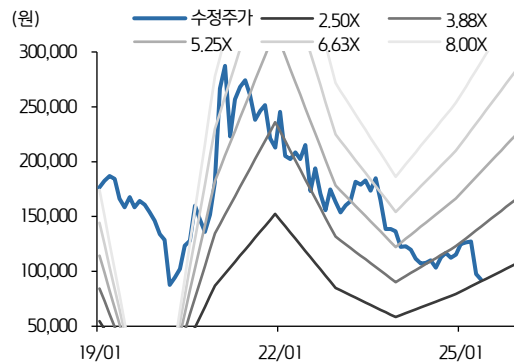
자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 P/B Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 EV/EBITDA Band Chart



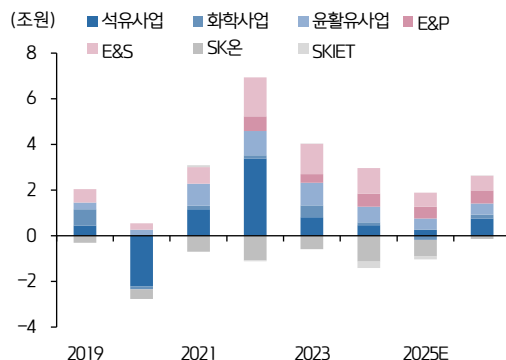
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 연간 실적 추이 및 전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	18,855.1	18,799.1	17,657.0	19,405.7	21,146.6	18,588.1	18,552.6	18,191.7	74,716.9	76,479.1	79,228.7
석유사업	12,854.8	13,164.0	12,134.3	11,686.8	11,918.1	10,542.7	10,353.0	10,100.3	49,839.9	42,914.1	43,112.9
화학사업	2,759.0	2,594.0	2,625.3	2,373.4	2,477.0	2,414.6	2,310.1	2,311.3	10,351.7	9,513.0	9,263.4
윤활유사업	1,137.3	1,062.5	1,064.9	970.7	972.2	962.9	950.4	904.2	4,235.4	3,789.7	3,704.6
E&P	370.1	371.9	355.5	379.2	383.1	355.2	348.4	341.3	1,476.7	1,428.0	1,361.4
E&S	-	-	-	2,353.7	3,752.1	2,373.4	2,431.7	2,404.1	-	2,353.7	10,082.4
기타 (SK온 등)	1,733.9	1,606.7	1,477.0	1,641.9	1,646.3	1,939.4	2,159.0	2,130.5	6,459.5	7,875.2	11,703.9
YoY(%)	-1.5%	0.4%	-18.1%	-0.6%	12.2%	-1.1%	5.1%	-6.3%	-5.4%	2.4%	3.6%
QoQ(%)	-3.5%	-0.3%	-6.1%	9.9%	9.0%	-12.1%	-0.2%	-1.9%	-	-	-
영업이익(십억원)	624.7	-45.8	-423.3	159.9	-44.6	-90.1	304.9	467.7	315.5	637.9	2,101.4
석유사업	591.1	144.2	-616.6	342.4	36.3	-102.3	84.1	246.6	461.1	264.7	760.7
화학사업	124.5	99.4	-14.4	-84.2	-114.3	-87.9	3.8	23.0	125.3	-175.4	156.7
윤활유사업	220.4	152.4	174.4	139.5	121.4	122.6	129.9	120.9	686.7	494.8	492.7
E&P	154.4	142.1	131.1	145.8	120.4	111.5	107.7	103.7	573.4	443.3	435.0
E&S	-	-	-	123.4	193.1	125.2	173.8	113.8	-	123.4	644.1
기타 (SK온 등)	-465.7	-583.9	-97.0	-507.0	-401.5	-259.1	-194.4	-140.3	-1,653.6	-995.2	-387.9
YoY(%)	66.6%	적지	적전	120.2%	적전	적지	흑전	192.5%	-83.4%	102.2%	229.4%
QoQ(%)	760.5%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	53.4%	-	-	-
영업이익률(%)	3.3%	-0.2%	-2.4%	0.8%	-0.2%	-0.5%	1.6%	2.6%	0.4%	0.8%	2.7%
석유사업	4.6%	1.1%	-5.1%	2.9%	0.3%	-1.0%	0.8%	2.4%	0.9%	0.6%	1.8%
화학사업	4.5%	3.8%	-0.5%	-3.5%	-4.6%	-3.6%	0.2%	1.0%	1.2%	-1.8%	1.7%
윤활유사업	19.4%	14.3%	16.4%	14.4%	12.5%	12.7%	13.7%	13.4%	16.2%	13.1%	13.3%
E&P	41.7%	38.2%	36.9%	38.4%	31.4%	31.4%	30.9%	30.4%	38.8%	31.0%	31.9%
E&S	-	-	-	5.2%	5.1%	5.3%	7.1%	4.7%	10.3%	5.5%	6.4%
기타 (SK온 등)	-26.9%	-36.3%	-6.6%	-30.9%	-24.4%	-13.4%	-9.0%	-6.6%	-25.6%	-12.6%	-3.3%
순이익(십억원)	-97.6	-639.7	-588.1	-1,047.0	-125.6	-314.7	-40.5	-60.0	-2,372.5	-540.8	232.6
지배주주	-72.6	-572.9	-616.5	-997.9	-229.0	-280.0	-36.0	-53.3	-2,260.0	-598.3	206.9
순이익률(%)	-0.5%	-3.4%	-3.3%	-5.4%	-0.6%	-1.7%	-0.2%	-0.3%	-3.2%	-0.7%	0.3%

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

SK이노베이션 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	76,479.1	79,228.7	80,229.9	82,950.0	-4.7%	-4.5%
영업이익(십억원)	신규	신규	637.9	2,101.4	725.0	2,624.3	-12.0%	-19.9%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	-598.3	206.9	-844.0	532.9	-	-61.2%

자료: SK이노베이션, FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	78,056.9	77,288.5	74,717.0	76,479.1	79,228.7
매출원가	71,029.7	72,274.5	70,677.9	72,243.7	73,209.8
매출총이익	7,027.2	5,014.0	4,039.0	4,235.4	6,018.9
판매비	3,109.9	3,727.2	4,015.9	3,597.5	3,917.5
영업이익	3,917.3	1,903.9	315.5	637.9	2,101.4
EBITDA	5,710.5	3,933.9	2,770.0	4,761.3	6,394.1
영업외손익	-1,057.2	-971.7	-2,695.3	-1,500.3	-1,708.9
이자수익	205.6	395.1	420.2	462.0	472.3
이자비용	646.0	1,144.0	1,519.8	1,748.3	1,717.5
외환관련이익	3,786.8	2,964.2	2,625.1	3,125.4	2,904.9
외환관련손실	4,042.7	3,066.3	2,998.7	3,369.2	3,144.7
종속 및 관계기업손익	2.3	133.0	-430.3	-281.0	-399.2
기타	-363.2	-253.7	-791.8	310.8	175.3
법인세차감이익	2,860.2	932.2	-2,379.8	-862.4	392.5
법인세비용	965.0	377.3	-7.4	-321.6	159.9
계속사업손손익	1,895.2	554.9	-2,372.5	-540.8	232.6
당기순이익	1,895.2	554.9	-2,372.5	-540.8	232.6
지배주주순이익	1,569.0	256.3	-2,260.0	-598.3	206.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	66.6	-1.0	-3.3	2.4	3.6
영업이익 증감률	124.9	-51.4	-83.4	102.2	229.4
EBITDA 증감률	75.4	-31.1	-29.6	71.9	34.3
지배주주순이익의 증감률	437.2	-83.7	-981.8	-73.5	-134.6
EPS 증감률	437.2	-83.9	적전	적지	흑전
매출총이익률(%)	9.0	6.5	5.4	5.5	7.6
영업이익률(%)	5.0	2.5	0.4	0.8	2.7
EBITDA Margin(%)	7.3	5.1	3.7	6.2	8.1
지배주주순이익률(%)	2.0	0.3	-3.0	-0.8	0.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	406.6	5,367.9	2,232.5	2,528.7	4,568.8
당기순이익	1,895.2	554.9	-2,372.5	-540.8	232.6
비현금항목의 가감	3,866.8	2,022.7	4,542.5	4,947.5	5,766.6
유형자산감가상각비	1,616.3	1,821.3	2,124.6	3,750.6	3,905.2
무형자산감가상각비	176.8	208.6	329.9	372.8	387.5
지분법평가손익	-375.5	-465.4	-828.8	281.0	399.2
기타	2,449.2	1,138.2	2,916.8	543.1	1,074.7
영업활동자산부채증감	-4,270.4	3,766.2	1,674.4	-998.8	-110.6
매출채권및기타채권의감소	-2,424.3	162.1	1,605.9	445.0	-426.7
채고자산의감소	-4,315.3	1,143.8	1,814.6	-837.1	-302.2
매입채무및기타채무의증가	-284.3	-1,897.3	-4,956.8	-804.9	518.0
기타	2,753.5	4,357.6	3,210.7	198.2	100.3
기타현금흐름	-1,085.0	-1,655.9	-1,611.9	-879.2	-1,319.8
투자활동 현금흐름	-5,123.3	-11,244.2	-7,295.3	-4,795.0	-4,114.8
유형자산의 취득	-6,776.6	-11,238.1	-10,027.9	-6,053.7	-6,301.7
유형자산의 처분	67.0	21.2	71.9	60.5	63.0
무형자산의 순취득	-288.4	-217.8	-174.9	-262.2	-251.1
투자자산의감소(증가)	-590.7	-1,128.5	-3,746.3	-772.1	-593.6
단기금융자산의감소(증가)	2,516.1	1,157.9	83.1	29.3	14.2
기타	-50.7	161.1	6,498.8	2,203.2	2,954.4
재무활동 현금흐름	10,507.2	9,490.4	7,327.1	5,654.0	4,269.3
차입금의 증가(감소)	9,298.9	3,464.2	5,536.2	2,929.0	1,011.9
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,137.1	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-334.6	0.0	0.0
배당금지급	-217.2	-313.9	-313.7	-297.6	-297.6
기타	1,425.5	5,203.0	2,439.2	3,022.6	3,555.0
기타현금흐름	264.9	-18.8	526.4	-2,834.8	-3,805.5
현금 및 현금성자산의 순증가	6,055.3	3,595.3	2,790.7	552.9	917.8
기초현금 및 현금성자산	3,423.8	9,479.1	13,074.4	15,865.1	16,418.0
기말현금 및 현금성자산	9,479.1	13,074.4	15,865.1	16,418.0	17,335.7

자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	31,966.7	33,279.6	36,318.4	37,092.7	38,656.5
현금 및 현금성자산	9,479.1	13,074.4	15,865.1	16,418.0	17,335.7
단기금융자산	1,507.0	349.1	266.0	236.8	222.5
매출채권 및 기타채권	8,095.2	7,818.6	8,566.7	8,121.6	8,548.3
채고자산	11,857.7	11,122.7	10,335.6	11,172.6	11,474.8
기타유동자산	1,027.7	914.8	1,285.0	1,143.7	1,075.2
비유동자산	35,252.2	47,555.9	74,211.7	76,623.5	79,143.3
투자자산	5,419.3	6,686.5	10,150.4	10,641.5	10,835.9
유형자산	25,110.6	35,843.4	56,719.6	59,022.7	61,419.2
무형자산	2,077.7	2,302.1	2,937.5	2,826.9	2,690.5
기타비유동자산	2,644.6	2,723.9	4,404.2	4,132.4	4,197.7
자산총계	67,218.9	80,835.5	110,530.1	113,716.2	117,799.8
유동부채	27,557.2	29,399.2	37,725.6	38,740.1	39,998.0
매입채무 및 기타채무	14,410.7	17,319.9	18,689.3	17,884.3	18,402.3
단기금융부채	12,397.9	11,620.4	18,101.1	19,911.2	20,641.7
기타유동부채	748.6	458.9	935.2	944.6	954.0
비유동부채	16,419.4	21,416.4	33,155.6	34,421.7	34,746.4
장기금융부채	14,770.4	18,915.6	29,027.3	30,246.0	30,548.5
기타비유동부채	1,649.0	2,500.8	4,128.3	4,175.7	4,197.9
부채총계	43,976.6	50,815.5	70,881.2	73,161.8	74,744.4
자본지분	19,651.6	22,202.7	24,641.4	25,489.4	27,964.8
자본금	468.6	509.5	786.0	786.0	786.0
자본잉여금	8,198.0	10,395.8	12,746.8	12,746.8	12,746.8
기타자본	-1,322.8	-833.3	-360.9	-360.9	-360.9
기타포괄손익누계액	728.2	877.9	3,093.7	4,837.5	7,403.5
이익잉여금	11,579.7	11,252.8	8,231.3	7,335.4	7,244.8
비지배지분	3,590.7	7,817.3	15,007.5	15,065.0	15,090.7
자본총계	23,242.3	30,020.0	39,648.9	40,554.4	43,055.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	16,339	2,624	-21,236	-3,929	1,359
BPS	204,639	217,879	161,813	167,381	183,636
CFPS	60,001	33,355	20,391	28,938	39,395
DPS	0	0	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	9.3	53.5	-5.3	-22.9	66.1
PER(최고)	16.8	86.1	-6.6		
PER(최저)	8.6	45.8	-4.3		
PBR	0.74	0.64	0.69	0.54	0.49
PBR(최고)	1.34	1.04	0.87		
PBR(최저)	0.69	0.55	0.57		
PSR	0.19	0.18	0.16	0.18	0.17
PCFR	2.5	4.2	5.5	3.1	2.3
EV/EBITDA	6.0	11.8	25.4	13.1	9.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	-12.4	-54.6	126.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	1.8	2.2	2.2
ROA	3.2	0.7	-2.5	-0.5	0.2
ROE	8.5	1.2	-9.6	-2.4	0.8
ROIC	8.9	2.5	-0.3	1.0	1.7
매출채권회전율	11.8	9.7	9.1	9.2	9.5
채고자산회전율	7.9	6.7	7.0	7.1	7.0
부채비율	189.2	169.3	178.8	180.4	173.6
순차입금비용	69.6	57.0	78.2	82.6	78.1
이자보상배율, 현금	6.1	1.7	0.2	0.4	1.2
총차입금	27,168.2	30,536.0	47,128.5	50,157.3	51,190.2
순차입금	16,182.2	17,112.5	30,997.4	33,502.5	33,631.9
EBITDA	5,710.5	3,933.9	2,770.0	4,761.3	6,394.1
FCF	-6,809.7	-4,681.0	-6,169.0	-2,489.9	-1,182.8



기업분석: 화학

롯데케미칼 (011170)	BUY(Reinitiate)/목표주가 85,000원 회복이 시작된다면
유니드 (014830)	BUY(Initiate)/목표주가 130,000원 P, Q 모두 상승
효성티앤씨 (298020)	BUY(Initiate)/목표주가 330,000원 경쟁력은 지속된다
LG화학 (051910)	BUY(Reinitiate)/목표주가 260,000원 석유화학 개선은 긍정적
금호석유화학 (011780)	BUY(Reinitiate)/목표주가 150,000원 턴어라운드예 초점
롯데정밀화학 (004000)	BUY(Initiate)/목표주가 46,000원 케미칼 실적의 반등 국면
HS효성첨단소재 (298050)	BUY(Initiate)/목표주가 250,000원 하반기 지속될 편더멘탈
SK케미칼 (285130)	BUY(Initiate)/목표주가 67,000원 중국 M/S 확대와 GC 증익
TKG휴켄스 (069260)	BUY(Initiate)/목표주가 20,000원 1Q25 저점으로 이익 개선

롯데케미칼 (011170)



BUY(Reinitiate)

목표주가 85,000원

주가(5/15) 58,700원

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

롯데케미칼에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 3Q25 전사 영업이익은 BEP 수준, 4Q25에는 흑자전환이 가능할 것으로 예상됩니다. 실적의 회복을 전망하는 이유는 중국의 수요 개선, 관세 불확실성 완화, 유가 하향안정화 때문입니다. 화학제품 Spread는 전년대비 큰 폭의 개선세를 시현 중입니다. 중국 수요개선과 불확실성 완화가 본격화 될 2H25 실적의 턴어라운드는 가능할 전망입니다.

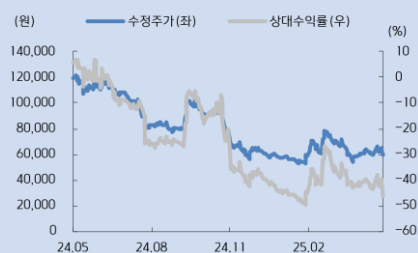
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		25,109억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	121,700원	53,400원
최고/최저가 대비 등락	-51.8%	9.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	-2.5% 10.7%
	6M	-20.0% -10.3%
	1Y	-48.6% -34.3%

Company Data

발행주식수	42,775천주
일평균 거래량(3M)	249천주
외국인 지분율	20.1%
배당수익률(25.E)	3.4%
BP(25.E)	339,698원
주요 주주	롯데지주 외 38 인
	54.6%

Price Trend



회복이 시작된다면

>>> 바닥에서 탈출

투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 339,698원에 Target P/B 0.25배를 적용했다. 3Q25 롯데케미칼 전사 영업이익은 BEP 수준이, 4Q25에는 흑자전환이 가능할 전망이다. 이는 중국 수요 개선에 따른 화학제품 시장 회복과 유가 하향안정화에 따른 Spread 개선효과 덕분이다. 실적 바닥 이후 턴어라운드가 예상되는 시점에서 여전히 12MF PBR은 0.2배 미만이다. 공급과잉, 수요불확실성, 재무 리스크가 반영된 현재 주가 수준에서 실적은 개선될 것으로 예상, 주가의 방향성은 위를 향할 것이다.

>>> 개선의 포인트는 지속 중

2025E 예상되는 영업이익은 -2,034억원(적지 YoY)으로 2024년 -8,941억원대비 적자 축소가 예상된다. 3Q25에는 BEP 수준의 영업이익이, 4Q25에는 전사 영업이익 흑자전환이 가능할 것으로 전망된다. 5월 Ethylene Spread는 +9.7% YoY를 기록 중이다. 또한, PE Spread 평균 +21.5%, PP +22.0%, ABS +46.7% YoY의 개선을 기록 중이다. 4월 관세 불확실성 확대 국면과 정기보수 등에 따라 2Q25 개선 폭은 제한적일 것이다. 하지만, 중국 수요 개선효과가 지속되고, 관세 불확실성은 완화되며, 유가는 하향안정화가 예상되는 2H25부터 실적 개선 폭은 크게 나타날 수 있을 전망이다. LCPL PRS 계약에 따른 6,600억원 조달 및 LCI PRS 계약에 따른 6,500억원 조달 계획 등 진행중인 사업 및 재무구조 개선에 따라 리스크 역시 완화될 수 있는 상황이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	22,276.1	19,946.4	20,430.4	19,885.6	20,661.1
영업이익	-762.6	-347.7	-894.1	-203.4	395.9
EBITDA	185.3	824.9	396.6	1,550.5	2,100.9
세전이익	-392.6	-452.3	-2,258.1	-473.7	182.4
순이익	27.8	-39.2	-1,825.6	-422.5	141.4
지배주주지분순이익	61.6	-50.0	-1,710.5	-412.7	119.4
EPS(원)	1,709	-1,194	-39,988	-9,648	2,792
증감률(% YoY)	-95.4	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	104.4	-128.3	-1.5	-6.1	21.2
PBR(배)	0.45	0.42	0.18	0.17	0.16
EV/EBITDA(배)	59.9	20.7	41.2	9.6	6.4
영업이익률(%)	-3.4	-1.7	-4.4	-1.0	1.9
ROE(%)	0.4	-0.3	-11.4	-2.9	0.8
순차입금비율(%)	12.5	28.6	40.8	33.4	24.8

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

롯데케미칼에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원 및 화학업종 Top-pick의견을 제시한다. 2025E BPS 339,698원에 Target P/B 0.25배를 적용했다. Target P/B는 과거 3개년 P/B 하단 평균을 사용했다. 현재 12MF PBR 0.19배 수준은 공급과잉과 수요둔화라는 업황 부진에 대한 우려, 재무 리스크 모두 반영된 주가 수준이라는 판단이다. 2024년대비 개선되고 있는 현재 화학제품 Spread와 중국 수요를 고려할 때 실적 및 주가의 방향성은 위를 향할 것이다.

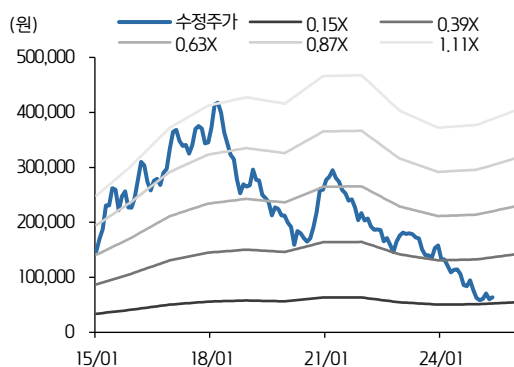
롯데케미칼의 3Q25 영업이익은 BEP 수준으로 개선될 것으로 예상되며, 4Q25에는 흑자전환 가능할 것으로 전망된다. 실적 턴어라운드의 핵심 요인은 중국 수요개선에 따른 범용제품 시황 회복과 관세 불확실성 완화, 유가 하락에 따른 Spread 개선이다. 현재 Ethylene Spread는 +9.7% YoY 개선을 기록 중이며, PE 평균 +21.5%, PP +22.0%, ABS +46.7% 등 기초소재 및 주요 Polymer 제품 전반에 걸친 수익성 개선이 확인되고 있다. 2Q25 정기보수 및 4월 관세 불확실성이 확대됐던 국면을 고려할 때 실적 개선 폭은 제한적이겠으나, 2H25 본격적인 실적 턴어라운드가 예상된다. Asset Light 추진에 따라 지속적인 사업 구조조정과 현금 조달을 진행 중이고, LCPL PRS 계약, LCI PRS 진행 등 성과도 가시화되는 상황이다. 이익개선과 체질개선 모두를 기대해볼 수 있을 전망이다.

롯데케미칼 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	-2.9	
2025E BPS (원)	339,698	
Target P/B (배)	0.25	최근 3개년 하단 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	85,264	25E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	85,000	
현재주가 (원)	58,700	5월 15일 종가 기준
Upside (%)	44.8	5월 15일 종가 기준

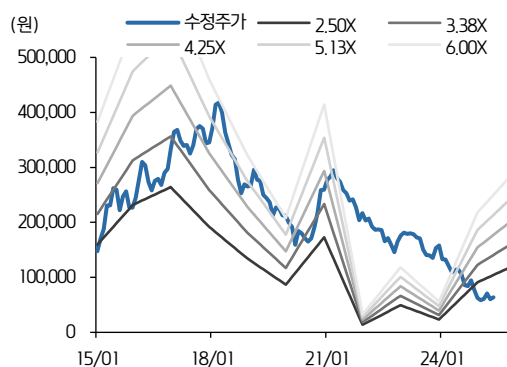
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 P/B Band Chart



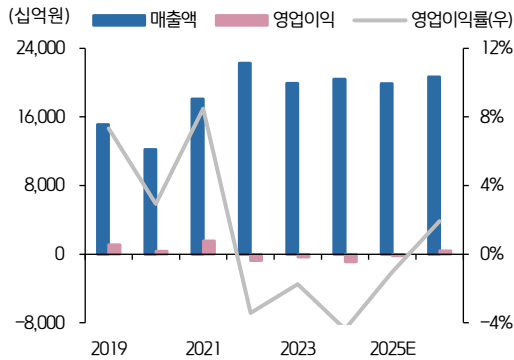
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 EV/EBITDA Band Chart



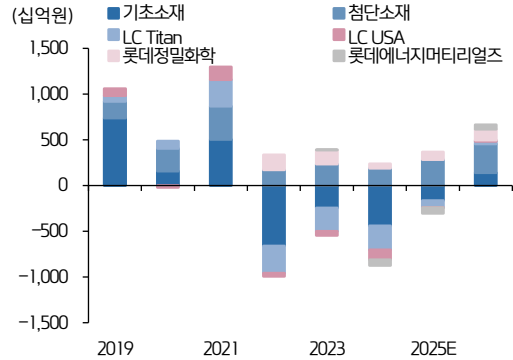
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 연간 실적 추이 및 전망



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	5,086.1	5,248.0	5,200.2	4,896.1	4,901.8	4,803.0	5,046.1	5,134.6	20,430.4	19,885.6	20,661.1
기조소재	2,872.2	2,950.0	2,896.6	2,566.8	2,714.7	2,562.3	2,728.3	2,771.0	11,285.6	10,776.3	11,053.4
첨단소재	1,031.7	1,134.4	1,121.7	1,094.4	1,108.2	1,103.1	1,125.5	1,111.1	4,382.2	4,447.9	4,586.2
LC Titan	541.4	514.8	587.3	572.9	487.2	489.1	502.9	495.5	2,216.4	1,974.6	2,091.8
LC USA	135.3	142.1	144.3	168.1	155.4	154.4	157.8	159.1	589.8	626.6	636.8
롯데정밀화학	399.4	422.1	420.4	428.6	445.6	436.0	448.5	443.6	1,670.5	1,773.7	1,848.6
롯데에너지머티리얼즈	241.7	262.7	211.5	186.4	158.0	217.5	251.1	277.3	902.3	903.8	1,071.4
YoY(%)	3.1%	4.9%	8.0%	-5.8%	-3.6%	-8.5%	-3.0%	4.9%	2.4%	-2.7%	3.9%
QoQ(%)	-2.1%	3.2%	-0.9%	-5.8%	0.1%	-2.0%	5.1%	1.8%	-	-	-
영업이익(십억원)	-135.3	-111.2	-413.6	-234.1	-126.6	-124.3	-8.3	55.8	-894.1	-203.4	395.9
기조소재	-71.5	-45.9	-194.9	-128.7	-62.2	-86.6	-34.7	17.5	-441.0	-166.0	141.4
첨단소재	44.4	75.7	38.1	29.7	72.9	69.0	72.6	68.7	187.9	283.2	312.1
LC Titan	-53.3	-81.1	-63.1	-64.3	-40.7	-29.3	-7.6	3.9	-261.8	-73.6	28.0
LC USA	-5.7	-12.2	-107.0	18.3	-4.8	-5.9	5.8	3.4	-106.6	-1.5	14.7
롯데정밀화학	10.8	17.1	10.3	12.2	18.8	12.7	24.5	26.7	50.4	82.7	118.8
롯데에너지머티리얼즈	4.3	3.0	-31.7	-40.1	-46.0	-16.5	-2.0	3.1	-64.4	-61.4	50.2
YoY(%)	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-	-	-
영업이익률(%)	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-2.6%	-2.6%	-0.2%	1.1%	-4.4%	-1.0%	1.9%
기조소재	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.0%	-2.3%	-3.4%	-1.3%	0.6%	-3.9%	-1.5%	1.3%
첨단소재	4.3%	6.7%	3.4%	2.7%	6.6%	6.3%	6.4%	6.2%	4.3%	6.4%	6.8%
LC Titan	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-8.4%	-6.0%	-1.5%	0.8%	-11.8%	-3.7%	1.3%
LC USA	-4.2%	-8.6%	-74.2%	10.9%	-3.1%	-3.8%	3.7%	2.1%	-18.1%	-0.2%	2.3%
롯데정밀화학	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	4.2%	2.9%	5.5%	6.0%	3.0%	4.7%	6.4%
롯데에너지머티리얼즈	1.8%	1.2%	-15.0%	-21.5%	-29.1%	-7.6%	-0.8%	1.1%	-7.1%	-6.8%	4.7%
순이익(십억원)	-60.4	-107.1	-513.8	-1,144.2	-246.3	-118.4	-14.2	-43.6	-1,825.6	-422.5	141.4
지배주주	-85.5	-109.4	-447.3	-1,068.3	-240.4	-119.2	-13.1	-40.0	-1,710.5	-412.7	119.4
순이익률(%)	-1.2%	-2.0%	-9.9%	-23.4%	-5.0%	-2.5%	-0.3%	-0.8%	-8.9%	-2.1%	0.7%

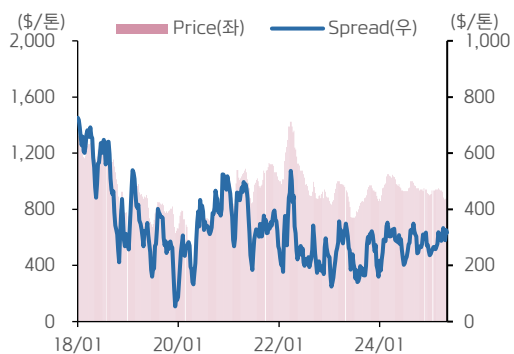
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

롯데케미칼 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	19,885.6	20,661.1	20,853.6	21,404.3	-4.6%	-3.5%
영업이익(십억원)	신규	신규	-203.4	395.9	-222.1	371.0	-	+6.7%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	-412.7	119.4	-444.6	20.0	-	+497.4%

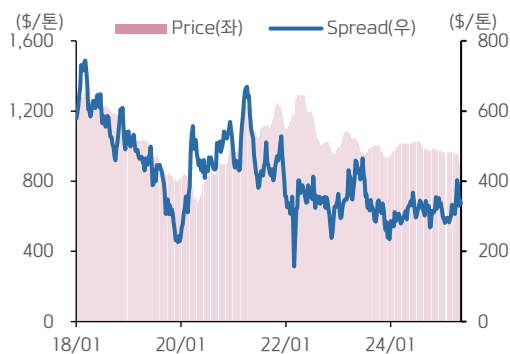
자료: 롯데케미칼, FnGuide, 키움증권 리서치센터

Ethylene 가격 및 Spread 추이



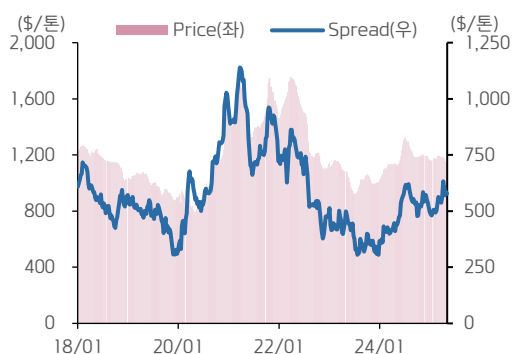
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

HDPE 가격 및 Spread 추이



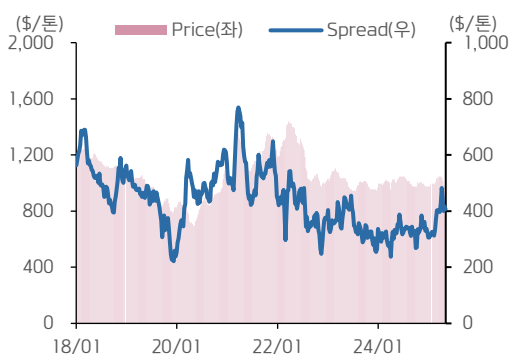
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

LDPE 가격 및 Spread 추이



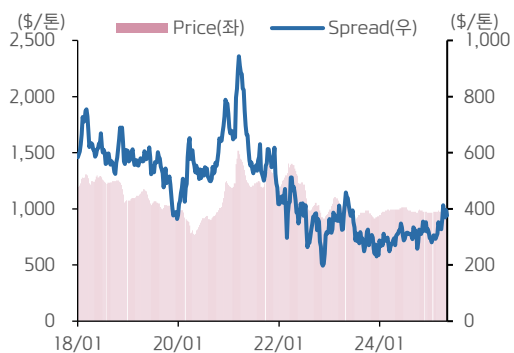
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

LLDPE 가격 및 Spread 추이



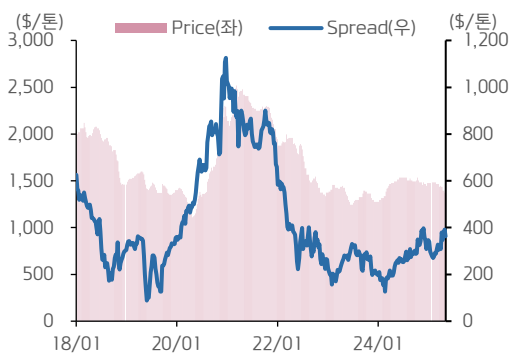
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

PP 가격 및 Spread 추이



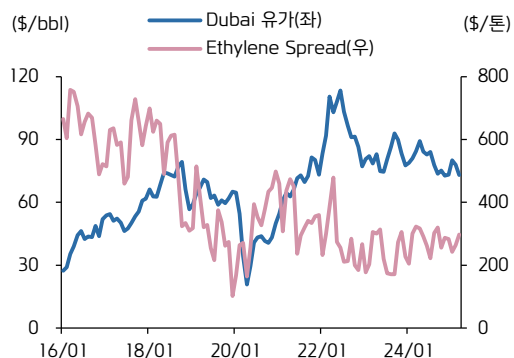
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

ABS 가격 및 Spread 추이



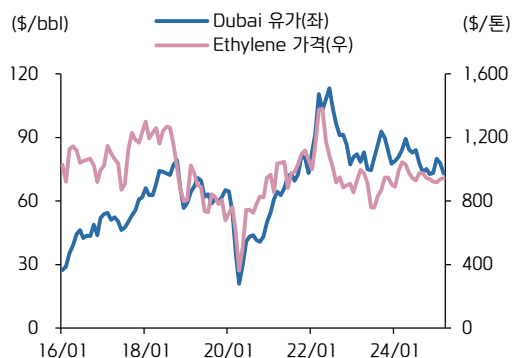
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

Dubai 유가 및 Ethylene Spread 추이



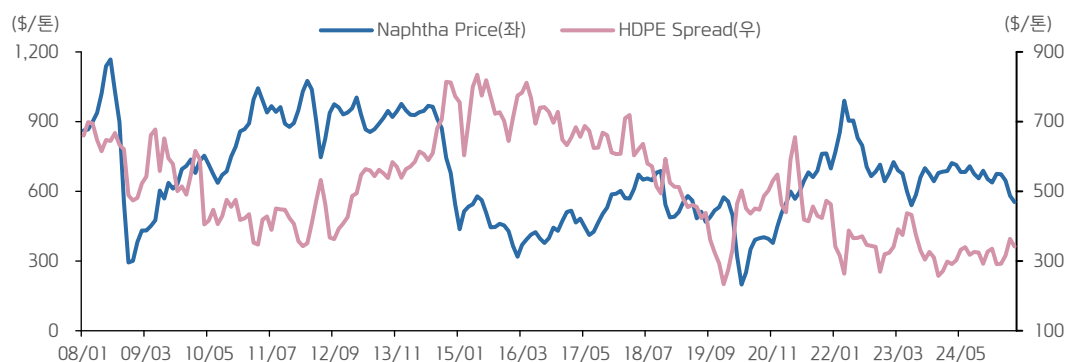
자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

Dubai 유가 및 Ethylene 가격 추이



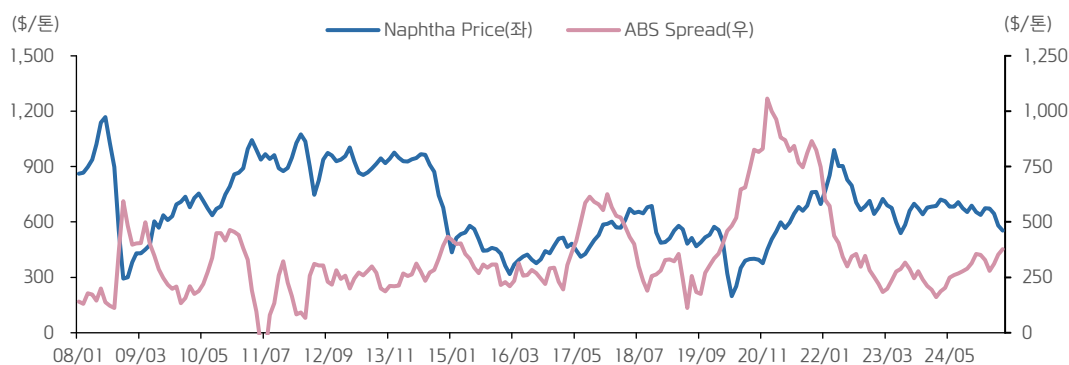
자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

납사 가격 및 HDPE Spread 추이



자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

납사 가격 및 ABS Spread 추이



자료: Petronet, Ciscem, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	22,276.1	19,946.4	20,430.4	19,885.6	20,661.1
매출원가	21,992.8	19,165.1	20,100.5	18,987.7	19,077.0
매출총이익	283.3	781.3	329.9	897.9	1,584.1
판매비	1,045.9	1,129.0	1,223.9	1,101.3	1,188.2
영업이익	-762.6	-347.7	-894.1	-203.4	395.9
EBITDA	185.3	824.9	396.6	1,550.5	2,100.9
영업외손익	370.0	-104.6	-1,364.1	-270.3	-213.5
이자수익	75.2	205.8	180.1	178.8	169.0
이자비용	149.9	378.9	421.3	380.9	314.0
외환관련이익	725.8	504.3	535.3	588.5	542.7
외환관련손실	798.1	519.1	513.8	610.3	547.8
종속 및 관계기업손익	252.6	20.3	-120.8	79.2	22.6
기타	264.4	63.0	-1,023.6	-125.6	-86.0
법인세차감이익	-392.6	-452.3	-2,258.1	-473.7	182.4
법인세비용	-420.4	-413.0	-432.6	-51.1	40.9
계속사업손손익	27.8	-39.2	-1,825.6	-422.5	141.4
당기순이익	27.8	-39.2	-1,825.6	-422.5	141.4
지배주주순이익	61.6	-50.0	-1,710.5	-412.7	119.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.9	-10.5	2.4	-2.7	3.9
영업이익 증감율	-149.7	-54.4	157.1	-77.3	-294.6
EBITDA 증감율	-92.2	345.2	-51.9	290.9	35.5
지배주주순이익의 증감율	-95.4	-181.2	3,321.0	-75.9	-128.9
EPS 증감율	-95.4	적전	적지	적지	흑전
매출총이익률(%)	1.3	3.9	1.6	4.5	7.7
영업이익률(%)	-3.4	-1.7	-4.4	-1.0	1.9
EBITDA Margin(%)	0.8	4.1	1.9	7.8	10.2
지배주주순이익률(%)	0.3	-0.3	-8.4	-2.1	0.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-167.5	789.5	1,542.4	1,934.5	1,992.5
당기순이익	27.8	-39.2	-1,825.6	-422.5	141.4
비현금항목의 가감	631.4	909.5	2,391.6	2,225.1	2,263.6
유형자산감가상각비	848.4	987.2	1,079.3	1,474.9	1,501.2
무형자산감가상각비	99.5	185.4	211.4	278.9	203.8
지분법평가손익	-570.7	-56.8	-120.8	-79.2	-22.6
기타	254.2	-206.3	1,221.7	550.5	581.2
영업활동자산부채증감	-405.0	110.1	1,029.0	282.9	-226.6
매출채권및기타채권의감소	132.5	-91.8	303.6	25.1	-16.9
채고자산의감소	383.4	216.4	104.8	117.7	-123.1
매입채무및기타채무의증가	-269.1	-203.1	1,495.5	47.5	-10.0
기타	-651.8	188.6	-874.9	92.6	-76.6
기타현금흐름	-421.7	-190.9	-52.6	-151.0	-185.9
투자활동 현금흐름	-688.3	-5,074.6	-1,948.2	-430.0	-556.7
유형자산의 취득	-2,592.6	-3,640.0	-2,238.1	-841.1	-892.4
유형자산의 처분	12.0	91.7	14.0	8.4	8.9
무형자산의 순취득	-6.1	-5.8	-16.9	-33.1	-30.7
투자자산의감소(증가)	-320.6	-141.1	-130.1	40.1	-5.5
단기금융자산의감소(증가)	1,464.4	-107.3	125.2	98.2	65.2
기타	754.6	-1,272.1	297.7	297.5	297.8
재무활동 현금흐름	2,132.0	4,195.7	-187.5	-1,506.8	-1,854.1
차입금의 증가(감소)	2,625.0	3,511.4	77.1	-1,383.3	-1,730.6
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,215.5	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-49.7	-50.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-350.2	-189.7	-225.4	-84.3	-84.3
기타	-93.1	-291.5	-39.2	-39.2	-39.2
기타현금흐름	-69.5	-18.9	3.6	164.7	244.4
현금 및 현금성자산의 순증가	1,206.8	-108.1	-589.7	162.4	-174.0
기초현금 및 현금성자산	1,602.9	2,809.7	2,701.5	2,111.8	2,274.2
기말현금 및 현금성자산	2,809.7	2,701.5	2,111.8	2,274.2	2,100.2

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	9,466.2	9,814.4	8,983.4	8,913.9	8,819.4
현금 및 현금성자산	2,809.7	2,701.5	2,111.8	2,274.2	2,100.2
단기금융자산	1,420.1	1,527.3	1,402.2	1,304.0	1,238.8
매출채권 및 기타채권	2,285.7	2,342.4	2,194.8	2,169.7	2,186.6
채고자산	2,548.8	2,801.7	2,818.4	2,700.7	2,823.8
기타유동자산	401.9	441.5	456.2	465.3	470.0
비유동자산	17,318.4	23,661.9	25,568.9	24,592.9	23,944.8
투자자산	4,349.7	4,490.8	4,620.9	4,660.0	4,688.1
유형자산	10,726.0	14,272.6	16,084.5	15,450.7	14,841.9
무형자산	1,217.4	3,732.3	3,314.1	3,068.3	2,895.2
기타비유동자산	1,025.3	1,166.2	1,549.4	1,413.9	1,519.6
자산총계	26,784.6	33,476.3	34,552.3	33,506.8	32,764.2
유동부채	6,384.0	6,523.5	8,502.3	7,917.1	6,979.3
매입채무 및 기타채무	2,158.7	2,023.8	1,888.3	1,935.8	1,925.8
단기금융부채	3,918.0	4,174.6	6,343.0	5,683.2	4,769.0
기타유동부채	307.3	325.1	271.0	298.1	284.5
비유동부채	3,136.3	6,720.2	6,062.0	5,433.2	4,600.2
장기금융부채	2,471.3	5,849.8	5,329.9	4,626.5	3,830.7
기타비유동부채	665.0	870.4	732.1	806.7	769.5
부채총계	9,520.3	13,243.8	14,564.4	13,350.3	11,579.5
지배지분	14,445.1	15,543.1	14,352.3	14,530.7	15,536.9
자본금	171.4	213.9	213.9	213.9	213.9
자본잉여금	825.8	1,942.9	1,730.4	1,730.4	1,730.4
기타지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	309.6	421.6	1,345.7	2,021.1	3,013.2
이익잉여금	13,138.5	12,964.8	11,062.4	10,565.4	10,579.4
비지배지분	2,818.9	4,689.4	5,635.6	5,625.8	5,647.8
자본총계	17,264.2	20,232.5	19,987.9	20,156.5	21,184.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,709	-1,194	-39,988	-9,648	2,792
BPS	400,900	363,366	335,527	339,698	363,219
CFPS	18,296	20,760	13,232	42,140	56,225
DPS	3,500	3,500	2,000	2,000	2,500
주가배수(배)					
PER	104.4	-128.3	-1.5	-6.1	21.2
PER(최고)	130.7	-162.8	-3.9		
PER(최저)	78.6	-105.8	-1.4		
PBR	0.45	0.42	0.18	0.17	0.16
PBR(최고)	0.56	0.53	0.46		
PBR(최저)	0.34	0.35	0.17		
PSR	0.29	0.32	0.13	0.13	0.12
PCFR	9.8	7.4	4.5	1.4	1.1
EV/EBITDA	59.9	20.7	41.2	9.6	6.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	427.6	-376.2	-4.6	-20.0	74.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.0	2.3	3.3	3.4	4.2
ROA	0.1	-0.1	-5.4	-1.2	0.4
ROE	0.4	-0.3	-11.4	-2.9	0.8
ROIC	-2.1	-1.5	-5.2	0.2	0.9
매출채권회전율	10.5	8.6	9.0	9.1	9.5
채고자산회전율	8.3	7.5	7.3	7.2	7.5
부채비율	55.1	65.5	72.9	66.2	54.7
순차입금비율	12.5	28.6	40.8	33.4	24.8
이자보상배율, 현금	-5.1	-0.9	-2.1	-0.5	1.3
총차입금	6,389.2	10,024.4	11,673.0	10,309.7	8,599.7
순차입금	2,159.5	5,795.6	8,159.0	6,731.5	5,260.7
EBITDA	185.3	824.9	396.6	1,550.5	2,100.9
FCF	-2,329.9	-2,550.3	-1,097.4	1,216.1	758.0

유니드 (014830)



BUY(Initiate)

목표주가 130,000원

주가(5/15) 93,500원

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

유니드에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 130,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 러시아/벨라루스의 연화칼럼 감소 국면에서 칼럼체인 전반에 걸친 수요개선이 나타나며 ASP 상승이 연초부터 나타나고 있습니다. 유니드의 판매량 역시 UHC Full 가동, 신규 시장 및 유럽 수요 개선에 따라 2025년 증가가 예상됩니다. P와 Q 모두 상승하는 구간에서 업사이드 유효하다는 판단입니다.

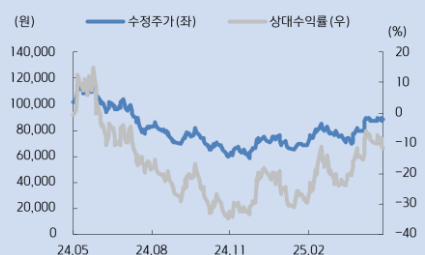
Stock Data

KOSPI (5/15)	2,621.36pt		
시가총액	6,328억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	116,500원	59,000원	
최고/최저가 대비 등락	-19.7%	58.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	18.4%	34.4%
	6M	52.8%	71.3%
	1Y	-9.7%	15.4%

Company Data

발행주식수	6,768천주	
일평균 거래량(3M)	54천주	
외국인 지분율	9.8%	
배당수익률(25.E)	2.5%	
BP(25.E)	168,407원	
주요 주주	유니드글로벌상사 외 10 인	45.6%

Price Trend



P, Q 모두 상승

>>> 업황 회복대비 주가는 저조

투자의견 'BUY', 목표주가 130,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 168,407원에 Target Multiple 0.77배를 적용했다. 업황 회복 국면에서 여전히 12MF PBR 0.5배로 Historical 밴드 중하단 수준이며, 매력적인 주가 수준이라는 판단이다. 특히, 2025년 가성칼럼 P 상승과 중국법인 증설효과 반영으로 Q 성장 모두가 예상되는 상황에서 주가는 저평가 상황이다.

>>> 주요 성장 지속

2025년 영업이익은 1,303억원(+36.5% YoY)이 예상된다. 5월 현재 중국 연화칼럼 가격은 +25.2% YTD를 기록 중이고, 가성칼럼 가격 역시 +13.7% YTD를 기록 중이다. 글로벌 연화칼럼 생산량의 30%와 29%를 차지하는 러시아/벨라루스의 감소 국면에서 칼럼체인 전반에 걸쳐 전방 수요 개선이 나타나며 가격 상승으로 이어지고 있는 상황이다. 가성칼럼 판가 상승 국면이며, Lagging 효과 반영시 Spread의 뚜렷한 확대가 예상된다. UHC 신규공장의 1Q25 Ramp-up 완료 이후 2Q25부터 Full 가동되기 시작하며 연간 판매량은 증가가 예상된다. 국내법인 또한 중남미 등 신규 시장의 성장과 유럽 수요 개선에 따른 판매량 증가가 예상된다. 1Q25 유니드의 유럽 판매량은 +50% QoQ를 기록했으며, 인도 역시 +18% QoQ로 크게 성장했다. 또한, 최근 중남미항 수출 역시 견조하게 지속되고 있는 상황이다. 수요개선과 판매량 증가, Spread 개선까지 모두 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,404.9	1,133.7	1,111.6	1,364.7	1,432.5
영업이익	147.9	32.1	95.4	130.3	145.4
EBITDA	202.3	80.8	149.1	200.4	220.6
세전이익	141.3	22.8	86.8	121.5	137.9
순이익	126.8	16.3	76.2	98.2	113.3
지배주주지분순이익	124.3	16.3	76.2	98.2	113.2
EPS(원)	14,550	2,403	11,265	14,504	16,734
증감률(% YoY)	-29.1	-83.5	368.7	28.8	15.4
PER(배)	5.6	28.2	6.4	5.6	4.9
PBR(배)	0.61	0.51	0.48	0.48	0.43
EV/EBITDA(배)	4.1	6.4	4.0	3.1	2.6
영업이익률(%)	10.5	2.8	8.6	9.5	10.2
ROE(%)	13.1	1.8	8.0	9.1	9.4
순차입금비율(%)	30.5	6.1	10.0	5.6	0.9

자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

유니드에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 130,000원 및 화학업종 Top-pick의견을 제시한다. 2025E BPS 168,406원에 Target P/B 0.77배를 적용했다. Target P/B는 2013~2015년 평균 P/B를 적용했다. 유니드의 2025E ROE는 9.1%가 예상되며, 이는 2013~2015년의 ROE와 유사한 수준이다. 지속중인 벨라루스/러시아 감산에 따른 염화칼륨 가격 상승압력과 가성칼륨 수요 회복으로 ASP 상승이 발생 중이고, Spread 개선 역시 가능할 전망이다. 또한, UHC 신규 공장의 Ramp-up 완료 이후 2Q25부터 판매량 성장이 온기 반영될 전망이며, 국내법인 또한 중남미 등 신규 시장 성장 및 유럽 수요 개선 등 요인에 따라 판매량 증가가 예상된다. P와 Q 모두 상승하는 구간이다.

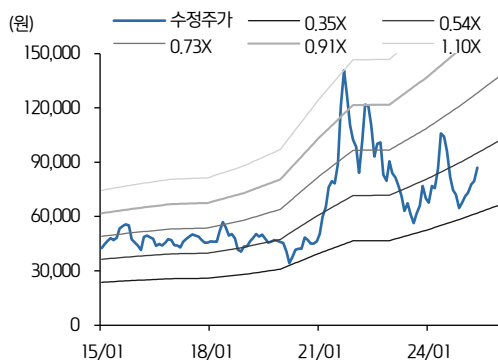
한편, 현재 유니드의 12MF PBR은 0.5배 수준으로 Historical 밴드 중하단에 위치해있다. 업황 회복임을 감안할 때 현재 수준에서도 업사이드는 유효하다는 판단이다. 특히, 2026E ROE는 9.4%로 추가 상승이 예상, 업황 개선은 지속 가능할 전망이다.

유니드 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	9.1	
2025E BPS (원)	168,407	
Target P/B (배)	0.77	2013~2015년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	128,831	25E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	130,000	
현재주가 (원)	93,500	5월 15일 종가 기준
Upside (%)	39.0	5월 15일 종가 기준

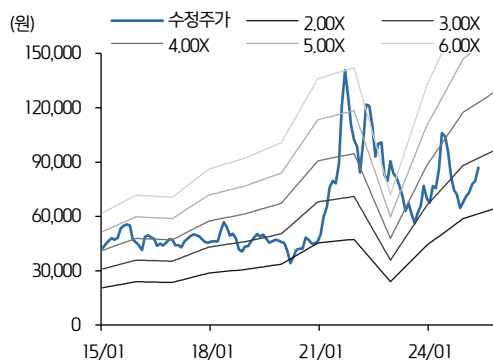
자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

유니드 P/B Band Chart



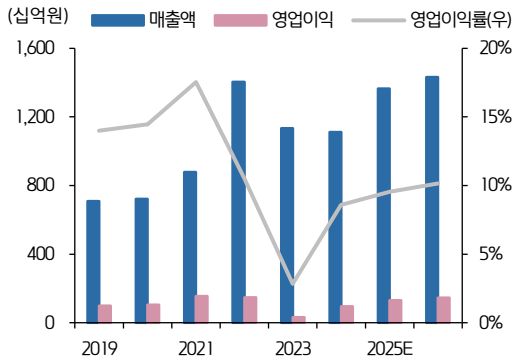
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

유니드 EV/EBITDA Band Chart



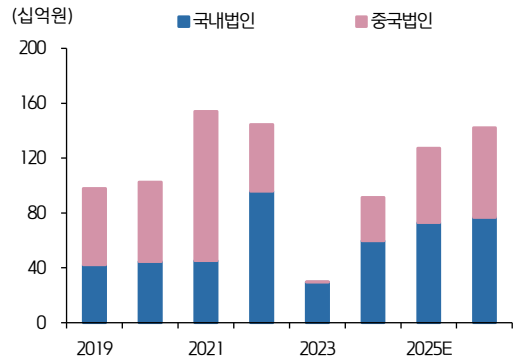
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

유니드 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

유니드 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

유니드 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	254.7	291.6	289.8	275.5	322.5	363.9	350.8	327.5	1,111.6	1,364.7	1,432.5
국내법인	147.8	165.7	156.5	139.3	154.3	174.3	164.1	143.8	609.3	636.5	662.8
중국법인	110.2	131.6	137.7	142.4	172.1	196.3	192.7	190.3	521.9	751.3	794.2
YoY(%)	-23.9%	-3.2%	15.6%	11.4%	26.6%	24.8%	21.1%	18.9%	-1.9%	22.8%	5.0%
QoQ(%)	3.0%	14.5%	-0.6%	-4.9%	17.1%	12.8%	-3.6%	-6.6%	-	-	-
영업이익(십억원)	27.5	35.0	20.5	12.5	28.7	38.8	35.7	27.1	95.4	130.3	145.4
국내법인	17.0	22.1	14.9	5.6	18.7	21.2	19.4	13.8	59.6	73.0	76.6
중국법인	10.1	12.4	5.1	4.1	9.2	17.0	15.6	12.5	31.7	54.3	65.5
YoY(%)	1618.8%	324.1%	2457.5%	-41.8%	4.4%	10.6%	74.6%	117.6%	197.6%	36.5%	11.6%
QoQ(%)	28.4%	27.4%	-41.6%	-39.1%	130.5%	35.0%	-7.8%	-24.2%	-	-	-
영업이익률(%)	10.8%	12.0%	7.1%	4.5%	8.9%	10.7%	10.2%	8.3%	8.6%	9.5%	10.2%
국내법인	11.5%	13.3%	9.5%	4.0%	12.1%	12.1%	11.8%	9.6%	9.8%	11.5%	11.6%
중국법인	9.2%	9.4%	3.7%	2.9%	5.3%	8.7%	8.1%	6.6%	6.1%	7.2%	8.2%
순이익(십억원)	21.7	27.1	19.8	7.6	22.3	28.5	25.3	22.1	76.2	98.2	113.3
지배주주	21.7	27.2	19.8	7.6	22.3	28.5	25.3	22.1	76.2	98.2	113.2
순이익률(%)	8.5%	9.3%	6.8%	2.8%	6.9%	7.8%	7.2%	6.8%	6.9%	7.2%	7.9%

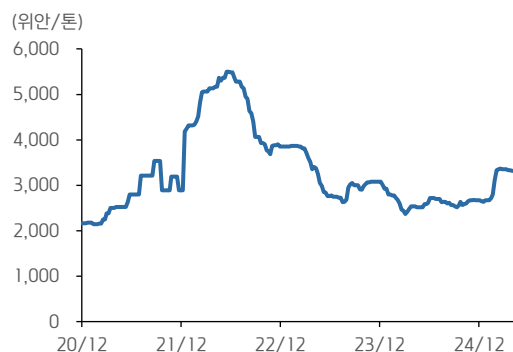
자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

유니드 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	1,364.7	1,432.5	1,329.0	1,367.9	+2.7%	+4.7%
영업이익(십억원)	신규	신규	130.3	145.4	124.6	132.3	+4.6%	+9.9%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	98.2	113.2	95.7	104.0	+2.6%	+8.8%

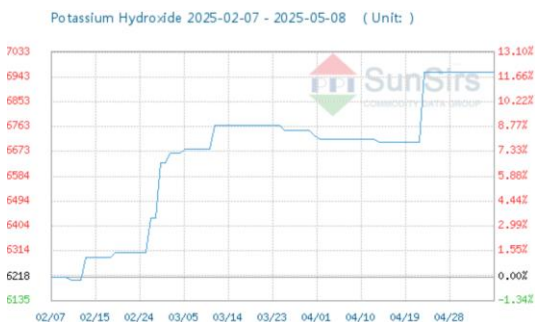
자료: 유니드, FnGuide, 키움증권 리서치센터

중국 염화칼륨 가격 추이



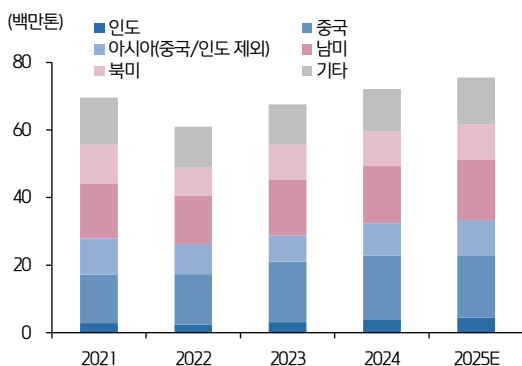
자료: SunSir, 키움증권 리서치센터

중국 가성칼륨 가격 추이



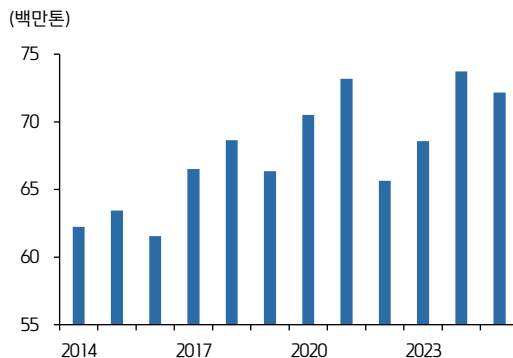
자료: SunSir, 키움증권 리서치센터

글로벌 염화칼륨 수요 추이 및 전망



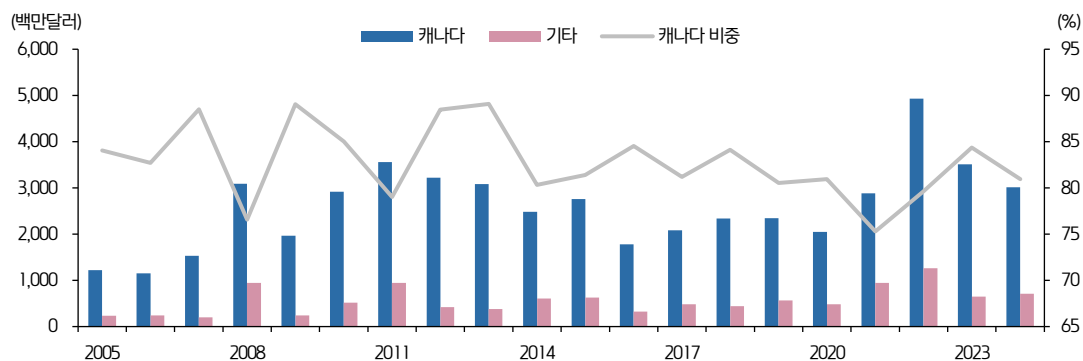
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

글로벌 염화칼륨 공급 추이 및 전망



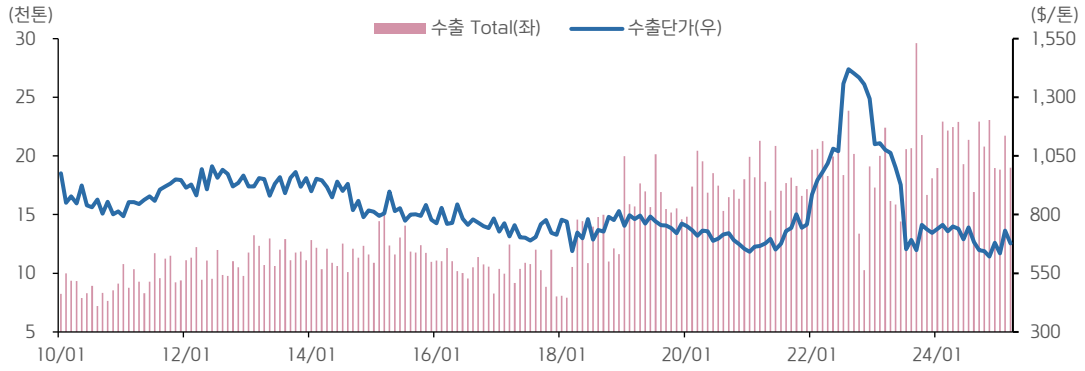
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

미국 칼륨계 비료 수입 추이



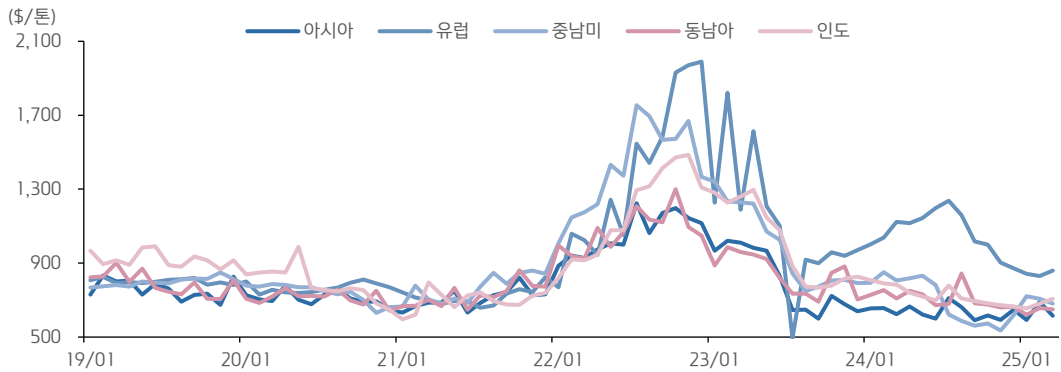
자료: Census, 키움증권 리서치센터

가성칼륨 수출액 및 수출단가 추이



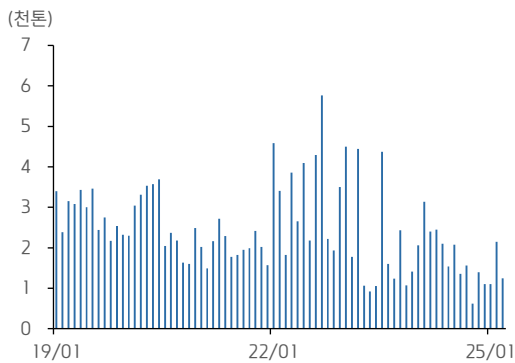
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

지역별 가성비칼륨 수출단가 추이



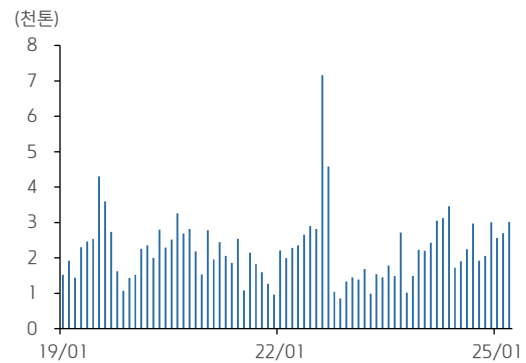
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

유럽향 가성비칼륨 수출 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

중남미향 가성비칼륨 수출 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,404.9	1,133.7	1,111.6	1,364.7	1,432.5
매출원가	1,117.6	976.8	876.5	1,080.8	1,119.8
매출총이익	287.3	157.0	235.2	283.9	312.7
판매비	139.4	124.9	139.7	153.6	167.3
영업이익	147.9	32.1	95.4	130.3	145.4
EBITDA	202.3	80.8	149.1	200.4	220.6
영업외손익	-6.6	-9.3	-8.6	-8.8	-7.5
이자수익	2.9	4.3	2.5	3.0	4.5
이자비용	9.9	15.1	8.2	8.7	10.5
외환관련이익	30.8	13.0	18.7	20.8	17.5
외환관련손실	31.4	18.9	14.6	21.6	18.4
중속 및 관계기업손익	-0.5	-4.3	-17.1	-14.1	-12.3
기타	1.5	11.7	10.1	11.8	11.7
법인세차감전이익	141.3	22.8	86.8	121.5	137.9
법인세비용	19.6	6.5	10.6	23.3	24.7
계속사업손익	121.7	16.3	76.2	98.2	113.3
당기순이익	126.8	16.3	76.2	98.2	113.3
지배주주순이익	124.3	16.3	76.2	98.2	113.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	60.2	-19.3	-1.9	22.8	5.0
영업이익 증감율	-0.6	-78.3	197.2	36.6	11.6
EBITDA 증감율	0.4	-60.1	84.5	34.4	10.1
지배주주순이익의 증감율	-31.9	-86.9	367.5	28.9	15.3
EPS 증감율	-29.1	-83.5	368.7	28.8	15.4
매출총이익율(%)	20.4	13.8	21.2	20.8	21.8
영업이익율(%)	10.5	2.8	8.6	9.5	10.2
EBITDA Margin(%)	14.4	7.1	13.4	14.7	15.4
지배주주순이익율(%)	8.8	1.4	6.9	7.2	7.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-128.1	334.7	116.8	121.1	157.1
당기순이익	126.8	16.3	76.2	98.2	113.3
비현금항목의 가감	92.8	73.5	87.4	103.2	110.4
유형자산감가상각비	54.1	47.2	51.8	68.1	72.9
무형자산감가상각비	0.3	1.6	1.8	2.0	2.2
지분법평가손익	-0.5	-4.3	-17.1	14.1	12.3
기타	38.9	29.0	50.9	19.0	23.0
영업활동자산부채증감	-298.3	258.5	-36.0	-54.5	-39.0
매출채권및기타채권의감소	-157.9	91.9	14.5	-49.8	-33.2
재고자산의감소	-172.8	157.3	4.1	-23.2	-2.9
매입채무및기타채무의증가	55.5	1.6	-46.8	18.8	1.8
기타	-23.1	7.7	-7.8	-0.3	-4.7
기타현금흐름	-49.4	-13.6	-10.8	-25.8	-27.6
투자활동 현금흐름	-18.6	-89.7	-184.7	-126.2	-140.9
유형자산의 취득	-83.2	-97.0	-121.7	-118.7	-127.7
유형자산의 처분	0.7	7.4	1.7	1.2	1.3
무형자산의 순취득	-0.8	-4.6	-1.0	-0.6	-0.5
투자자산의감소(증가)	-40.1	-0.8	-23.5	-1.0	-8.8
단기금융자산의감소(증가)	91.9	1.7	-41.3	-8.3	-6.3
기타	12.9	3.6	1.1	1.2	1.1
재무활동 현금흐름	132.4	-232.7	-11.7	-40.2	-7.4
차입금의 증가(감소)	232.9	-217.2	1.0	-26.2	8.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-14.8	-13.3	-10.6	-12.0	-13.3
기타	-84.9	-2.2	-2.1	-2.0	-2.1
기타현금흐름	-2.6	-1.7	4.7	49.2	45.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-16.9	10.6	-74.9	3.9	54.5
기초현금 및 현금성자산	152.3	135.4	146.0	71.1	75.1
기말현금 및 현금성자산	135.4	146.0	71.1	75.1	129.5

자료: 유니드, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	848.8	570.0	562.4	648.7	746.6
현금 및 현금성자산	135.4	146.0	71.1	75.1	129.5
단기금융자산	15.4	13.7	55.0	63.3	69.6
매출채권 및 기타채권	367.6	267.9	286.1	335.9	369.1
재고자산	293.8	137.4	138.4	161.7	164.6
기타유동자산	36.6	5.0	11.8	12.7	13.8
비유동자산	640.5	689.1	802.4	838.7	889.7
투자자산	116.7	113.2	119.5	106.5	102.9
유형자산	465.6	501.1	613.5	664.0	718.8
무형자산	5.0	12.2	11.9	10.5	8.8
기타비유동자산	53.2	62.6	57.5	57.7	59.2
자산총계	1,489.3	1,259.1	1,364.8	1,487.4	1,636.3
유동부채	542.0	307.9	217.8	206.7	180.7
매입채무 및 기타채무	125.3	117.1	97.2	116.0	117.9
단기금융부채	389.6	181.5	102.0	72.3	47.4
기타유동부채	27.1	9.3	18.6	18.4	15.4
비유동부채	45.7	48.1	134.7	141.0	174.6
장기금융부채	36.4	33.1	125.8	129.6	162.7
기타비유동부채	9.3	15.0	8.9	11.4	11.9
부채총계	587.7	356.0	352.5	347.7	355.3
지배지분	901.6	903.1	1,012.3	1,139.7	1,280.9
자본금	33.8	33.8	33.8	33.8	33.8
자본잉여금	2.8	2.8	3.7	3.7	3.7
기타자본	-181.5	-181.5	-181.5	-181.5	-181.5
기타포괄손익누계액	7.8	11.7	54.4	97.0	139.5
이익잉여금	1,038.6	1,036.3	1,101.8	1,186.7	1,285.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
자본총계	901.6	903.1	1,012.3	1,139.7	1,281.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	14,550	2,403	11,265	14,504	16,734
BPS	133,216	133,446	149,574	168,407	189,272
CFPS	25,706	13,260	24,185	29,765	33,048
DPS	2,000	1,600	1,800	2,000	2,200
주가배수(배)					
PER	5.6	28.2	6.4	5.6	4.9
PER(최고)	9.5	38.3	10.5		
PER(최저)	5.2	21.2	5.2		
PBR	0.61	0.51	0.48	0.48	0.43
PBR(최고)	1.04	0.69	0.79		
PBR(최저)	0.56	0.38	0.39		
PSR	0.49	0.40	0.44	0.40	0.39
PCFR	3.2	5.1	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	4.1	6.4	4.0	3.1	2.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	10.5	65.3	15.7	13.5	12.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.5	2.4	2.5	2.5	2.7
ROA	8.9	1.2	5.8	6.9	7.3
ROE	13.1	1.8	8.0	9.1	9.4
ROIC	13.8	2.9	8.8	10.3	10.6
매출채권회전율	4.6	3.6	4.0	4.4	4.1
재고자산회전율	6.2	5.3	8.1	9.1	8.8
부채비율	65.2	39.4	34.8	30.5	27.7
순차입금비율	30.5	6.1	10.0	5.6	0.9
이자보상배율, 현금	15.0	2.1	11.6	14.9	13.9
총차입금	426.0	214.6	227.8	201.9	210.1
순차입금	275.1	54.9	101.7	63.6	11.0
EBITDA	202.3	80.8	149.1	200.4	220.6
FCF	-197.9	240.1	-23.6	4.3	29.1

효성티앤씨 (298020)



BUY(Initiate)

목표주가 330,000원

주가(5/15) 248,000원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

효성티앤씨에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 330,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 중국 경기부양책 지속에 따른 전방 수요 개선이 예상되며, 사업 구조조정 및 님샤 신규 공장 가동에 따른 경쟁력 확보 역시 긍정적 요인입니다. 특히, 적자 지속하던 사업부의 2025년 흑자전환이 예상되고, 본업 개선이 전망되는 시점에서 주가는 저평가 국면입니다.

Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		10,733억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	412,000원	188,300원
최고/최저가 대비 등락	-39.8%	31.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	18.7%
	6M	-11.4%
	1Y	-39.8%
		17.2%
		-13.6%
		-33.8%

Company Data

발행주식수	4,328천주
일평균 거래량(3M)	12천주
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(25.E)	4.7%
BP(25.E)	380,777원
주요 주주	효성 외 12 인
	42.7%

Price Trend



경쟁력은 지속된다

>>> 주가는 저평가 국면

투자의견 'BUY', 목표주가 330,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했다. 2025E 예상되는 ROE는 11.4%로 2024년 9.8%대비 개선될 것으로 전망되는 상황에서 주가는 저평가 상황이라는 판단이다. 또한, 특수가스 인수에 따른 재무부담은 본업 현금흐름 바탕으로 2026년이후 점진적으로 개선될 전망이다. 특수가스 사업부 인수와 본업 부진에 대한 리스크가 모두 반영된 주가 수준이라는 판단이며, 2025년 업황 개선을 고려할 때 주가는 매력적이다.

>>> 드디어 적자의 끝, 스판덱스도 회복

2025E 연간 영업이익은 3,252억원(+20.1% YoY)으로 큰 폭의 실적 턴어라운드 가능할 전망이다. 2024년 Nylon/Polyester의 경우 400억원 수준의 적자를 기록했을 것으로 추정된다. 지속된 구조조정을 바탕으로 원가 경쟁력을 개선, 1Q25 적자는 -17억원까지 감소했을 것으로 추정되며, 2H25 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 본업 Spandex의 경우 중국의 경기 부양책 지속에 따라 점진적으로 개선될 전망이다. 중국의 의류 소매판매는 2025년 3월 +3.6% YoY로 회복 중인 상황이며, 글로벌 Spandex 최종재단 수요의 30%를 차지하는 중국시장의 수요 개선은 긍정적이다. 한편, 님샤 신규설비 가동에 따라 기존설비(광둥) 대비 원가 경쟁력이 개선돼 수익성 역시 개선될 전망이다. Capa 증설에 따른 Q 증가로 이어질 수 있다는 점도 중요하다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,882.7	7,526.9	7,776.1	7,971.1	8,275.5
영업이익	123.6	213.4	270.7	325.2	358.8
EBITDA	360.7	461.2	537.5	707.9	742.5
세전이익	30.7	123.0	213.2	255.1	321.7
순이익	19.2	98.7	183.8	200.0	269.1
지배주주지분순이익	11.6	93.2	134.5	176.2	217.3
EPS(원)	2,678	21,535	31,089	40,723	50,216
증감률(% YoY)	-98.5	704.0	44.4	31.0	23.3
PER(배)	130.7	16.9	7.7	5.2	4.2
PBR(배)	1.24	1.24	0.71	0.56	0.48
EV/EBITDA(배)	9.1	6.7	4.8	4.2	3.7
영업이익률(%)	1.4	2.8	3.5	4.1	4.3
ROE(%)	0.9	7.5	9.8	11.3	12.3
순차입금비용(%)	98.2	76.7	66.3	81.6	60.0

자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

효성티앤씨에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 330,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple을 적용, 적정가치를 산출했다. 본업 Spandex의 경우 Huaфон Chemical(중) Multiple을 20% 할인해 적용했다.

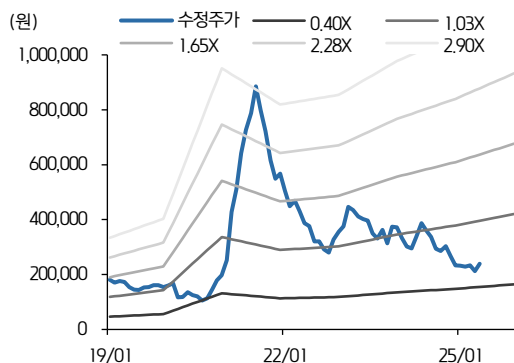
2025년 중국의 강화된 경기부양책이 지속되고 있고, 소비심리 역시 점진적으로 개선되고 있는 상황에서 의류 수요 개선이 예상된다. 중국의 3월 의류 소매판매는 +3.6% YoY를 기록, 회복세를 시현했다. 글로벌 외 판매 증가도 주목할만 하다. 1Q25 효성티앤씨의 인도 및 남미 판매량 증가가 지속됐는데, 미-중 관세 불확실성에 따라 대체수요가 발생하고 있는 것으로 판단되며, 중국 외 시장 M/S 70%인 효성티앤씨에게는 긍정적이다. 한편, Spandex 증설은 2025E 13만톤 규모 이후 지속 축소될 것으로 예상되며, 중소형 업체들의 폐쇄 또한 이어지고 있어 수급부담은 점차 완화될 것으로 예상된다. 현재 주가수준은 특수가스 사업부 인수 및 본업 부진에 대한 리스크가 모두 반영된 국면이다. 이러한 상황에서 본업 회복이 예상돼 업사이드 역시 유효할 것으로 전망되며, 2025E ROE 11.4%대비 현재 주가는 저평가 국면으로 판단된다.

효성티앤씨 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
섬유/스판덱스	578.6	4.6	2,684.7	2025E Huaфон EV/EBITDA 할인적용
특수가스	60.9	10.6	645.0	반도체용 특수가스 Peer 평균
영업가치(십억원)		3,329.8		
투자자산(십억원)		45.5		
순차입금(십억원)		1,578.1		
비지배주주지분(십억원)		384.7		
적정가치(십억원)		1,412.5		
발행주식수(천주)		4,327.7		
적정주가(원)		326,376		
T.P(원)		330,000		
Upside(%)		33.0		

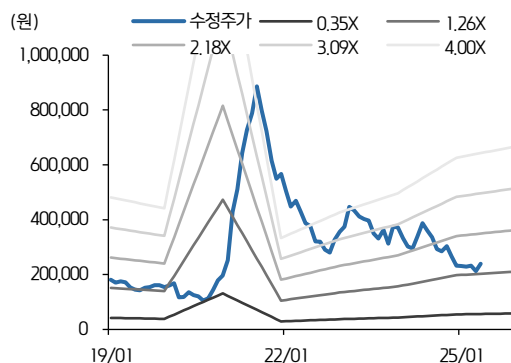
자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 P/B Band Chart



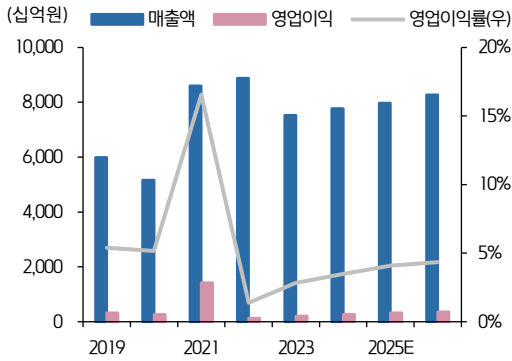
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 EV/EBITDA Band Chart



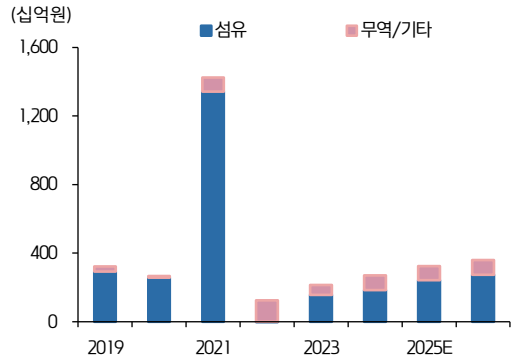
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 연간 실적 추이 및 전망



자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,879.6	1,982.6	1,936.3	1,977.7	1,952.7	2,016.7	1,978.6	2,023.2	7,776.1	7,971.1	8,275.5
첨유	766.0	821.8	794.6	774.8	753.8	789.2	769.6	750.8	3,157.2	3,063.4	3,133.1
Spandex/PTMG	600.5	650.1	630.8	617.2	599.8	632.4	614.9	599.2	2,498.6	2,446.2	2,519.2
Nylon/Polyester	165.5	171.7	163.8	157.6	154.0	156.9	154.7	151.6	658.6	617.2	614.0
무역/기타	1,113.5	1,160.8	1,141.7	1,202.8	1,198.9	1,227.4	1,209.0	1,272.4	4,618.8	4,907.7	5,142.4
YoY(%)	1.0%	2.8%	-1.7%	11.9%	3.9%	1.7%	2.2%	2.3%	3.3%	2.5%	3.8%
QoQ(%)	6.4%	5.5%	-2.3%	2.1%	-1.3%	3.3%	-1.9%	2.3%	-	-	-
영업이익(십억원)	76.1	84.7	67.6	42.4	77.4	86.4	85.1	76.3	270.7	325.2	358.8
첨유	55.6	63.7	40.8	24.9	56.2	64.9	63.2	57.6	185.0	241.9	274.5
Spandex/PTMG	66.5	71.6	48.6	40.0	57.9	65.2	61.1	56.7	226.7	240.9	262.6
Nylon/Polyester	-10.9	-7.9	-7.8	-15.1	-1.7	-0.3	2.0	0.9	-41.7	1.0	11.9
무역/기타	20.4	20.9	26.8	17.5	21.1	21.5	22.0	18.7	85.6	83.3	84.3
YoY(%)	9.7%	31.2%	33.7%	46.4%	1.8%	2.1%	25.9%	79.9%	26.9%	20.1%	10.3%
QoQ(%)	162.5%	11.3%	-20.1%	-37.3%	82.5%	11.7%	-1.5%	-10.4%	-	-	-
영업이익률(%)	4.0%	4.3%	3.5%	2.1%	4.0%	4.3%	4.3%	3.8%	3.5%	4.1%	4.3%
첨유	7.3%	7.8%	5.1%	3.2%	7.5%	8.2%	8.2%	7.7%	5.9%	7.9%	8.8%
Spandex/PTMG	11.1%	11.0%	7.7%	6.5%	9.6%	10.3%	9.9%	9.5%	9.1%	9.8%	10.4%
Nylon/Polyester	-6.6%	-4.6%	-4.8%	-9.6%	-1.1%	-0.2%	1.3%	0.6%	-6.3%	0.2%	1.9%
무역/기타	1.8%	1.8%	2.3%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.5%	1.9%	1.7%	1.6%
순이익(십억원)	56.1	51.8	27.6	48.4	24.5	50.2	51.7	73.8	183.9	200.1	269.2
지배주주	45.6	42.8	22.7	23.5	20.5	47.0	48.4	60.3	134.5	176.2	217.3
순이익률(%)	3.0%	2.6%	1.4%	2.4%	1.3%	2.5%	2.6%	3.6%	2.4%	2.5%	3.3%

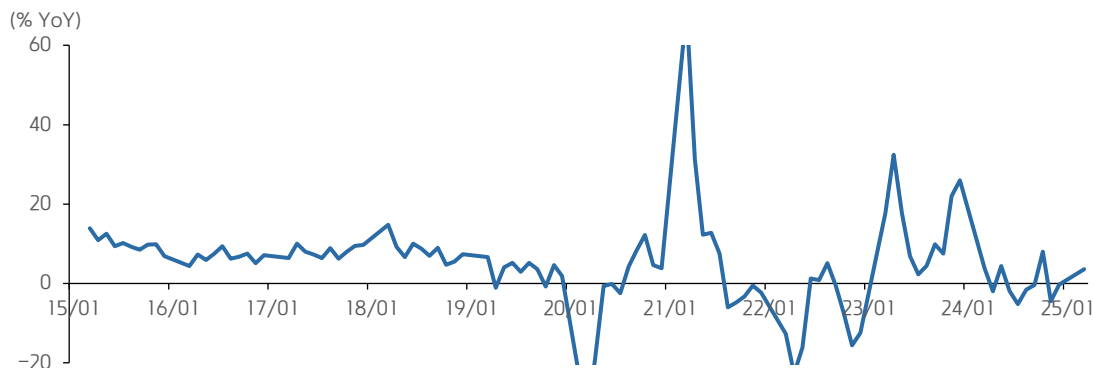
자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

효성티앤씨 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	7,971.1	8,275.5	8,042.2	8,446.5	-0.9%	-2.0%
영업이익(십억원)	신규	신규	325.2	358.8	319.4	359.3	+1.8%	-0.1%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	176.2	217.3	149.6	177.6	+17.8%	+22.4%

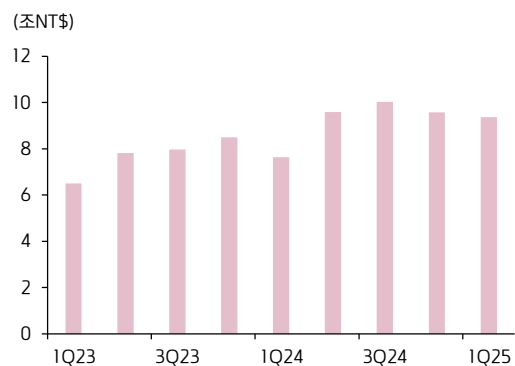
자료: 효성티앤씨, FnGuide, 키움증권 리서치센터

중국 의류판매 추이



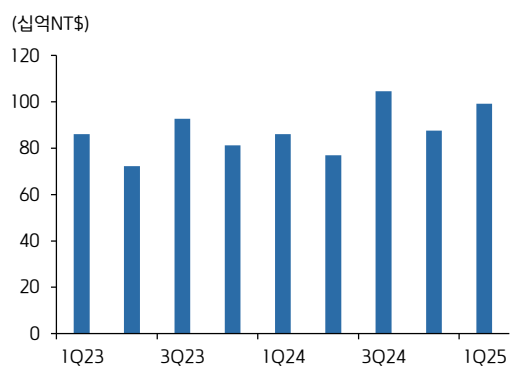
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치센터

Eclat Textile 매출액 추이



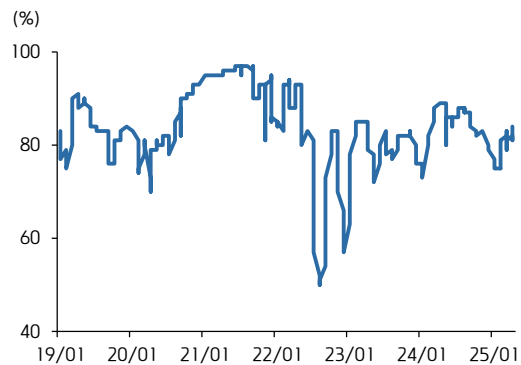
자료: Eclat Textile, 키움증권 리서치센터

Makalot 매출액 추이



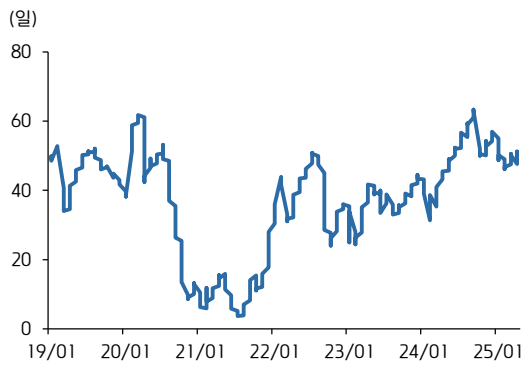
자료: Makalot Industrial, 키움증권 리서치센터

중국 Spandex 가동률 추이



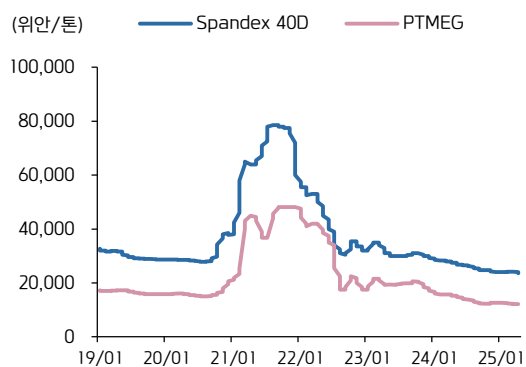
자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

중국 Spandex 재고 추이



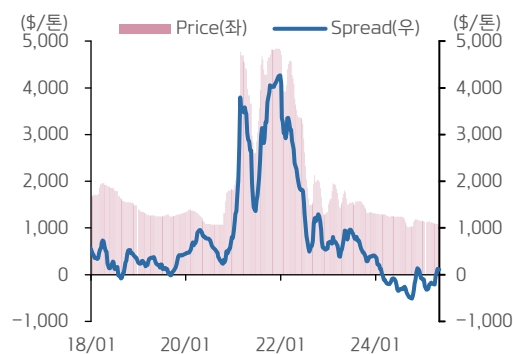
자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

중국 Spandex 및 PTMEG 가격 추이



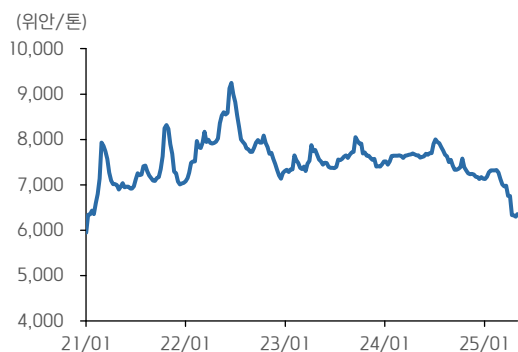
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

BDO 가격 및 Spread 추이



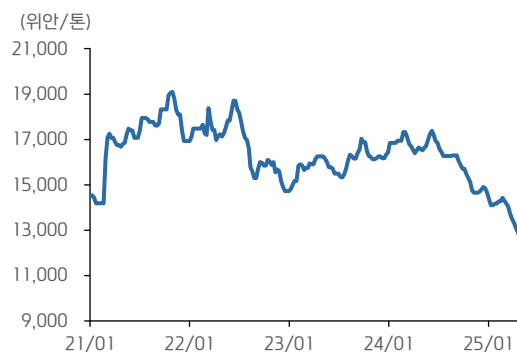
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

중국 Polyester Fiber 가격 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 Nylon 가격 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,882.7	7,526.9	7,776.1	7,971.1	8,275.5
매출원가	8,450.6	6,995.7	7,155.7	7,319.6	7,562.8
매출총이익	432.1	531.3	620.4	651.6	712.7
판매비	308.6	317.9	349.7	326.3	353.9
영업이익	123.6	213.4	270.7	325.2	358.8
EBITDA	360.7	461.2	537.5	707.9	742.5
영업외손익	-92.9	-90.4	-57.5	-70.1	-37.1
이자수익	4.0	4.2	4.1	5.0	6.6
이자비용	61.6	85.1	63.6	90.5	86.3
외환관련이익	320.8	146.4	149.0	147.7	148.3
외환관련손실	372.4	159.2	168.5	163.9	166.2
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.5	-0.2	-0.5	-0.4
기타	16.3	3.8	21.7	32.1	60.9
법인세차감이익	30.7	123.0	213.2	255.1	321.7
법인세비용	11.5	24.3	29.4	55.2	52.6
계속사업손손익	19.2	98.7	183.8	200.0	269.1
당기순이익	19.2	98.7	183.8	200.0	269.1
지배주주순이익	11.6	93.2	134.5	176.2	217.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.3	-15.3	3.3	2.5	3.8
영업이익 증감율	-91.3	72.7	26.9	20.1	10.3
EBITDA 증감율	-77.8	27.9	16.5	31.7	4.9
지배주주순이익의 증감율	-98.5	703.4	44.3	31.0	23.3
EPS 증감율	-98.5	704.0	44.4	31.0	23.3
매출총이익율(%)	4.9	7.1	8.0	8.2	8.6
영업이익율(%)	1.4	2.8	3.5	4.1	4.3
EBITDA Margin(%)	4.1	6.1	6.9	8.9	9.0
지배주주순이익율(%)	0.1	1.2	1.7	2.2	2.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	293.4	602.0	654.9	1,086.5	848.5
당기순이익	0.0	0.0	0.0	200.0	269.1
비현금항목의 가감	384.5	314.6	306.3	507.7	498.3
유형자산감가상각비	237.1	247.8	266.8	382.7	383.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3
기타	147.4	66.8	39.5	124.6	114.3
영업활동자산부채증감	171.3	290.5	235.4	305.3	-0.8
매출채권및기타채권의감소	393.0	67.0	14.1	23.6	-33.5
채고자산의감소	99.7	179.2	38.6	-10.2	-56.8
매입채무및기타채무의증가	-238.2	47.7	306.2	274.6	87.5
기타	-83.2	-3.4	-123.5	17.3	2.0
기타현금흐름	-262.4	-3.1	113.2	73.5	81.9
투자활동 현금흐름	-362.6	-184.1	-463.0	-1,530.5	-578.8
유형자산의 취득	-414.4	-261.5	-235.6	-1,356.7	-395.6
유형자산의 처분	6.8	0.7	0.6	13.6	4.0
무형자산의 순취득	-1.0	-1.3	-32.6	-1.9	-2.0
투자자산의감소(증가)	3.6	8.0	-3.1	-1.0	-1.0
단기금융자산의감소(증가)	3.9	4.6	-9.8	-1.9	-1.6
기타	38.5	65.4	-182.5	-182.6	-182.6
재무활동 현금흐름	28.5	-420.4	-194.4	416.9	-271.2
차입금의 증가(감소)	309.7	-330.1	-104.3	476.7	-211.4
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-270.2	-76.2	-73.5	-43.2	-43.2
기타	-11.0	-14.1	-16.6	-16.6	-16.6
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	50.5	52.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-40.7	-2.5	-2.5	23.5	50.8
기초현금 및 현금성자산	143.8	103.1	100.6	98.1	121.7
기말현금 및 현금성자산	103.1	100.6	98.1	121.7	172.4

자료: 효성티앤씨, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	2,143.1	1,856.1	2,034.2	2,047.8	2,191.4
현금 및 현금성자산	103.1	100.6	98.1	121.7	172.4
단기금융자산	32.9	28.3	38.1	40.0	41.6
매출채권 및 기타채권	1,061.0	949.7	1,088.5	1,064.9	1,098.4
채고자산	885.4	733.9	757.9	768.0	824.8
기타유동자산	60.7	43.6	51.6	53.2	54.2
비유동자산	2,176.8	2,214.4	2,690.0	3,659.2	3,687.3
투자자산	68.8	60.8	63.9	64.6	65.3
유형자산	1,755.8	1,775.1	2,005.5	2,979.6	2,991.5
무형자산	23.9	22.3	70.7	72.7	74.7
기타비유동자산	328.3	356.2	549.9	542.3	555.8
자산총계	4,319.9	4,070.5	4,724.2	5,707.0	5,878.7
유동부채	2,185.0	1,881.7	2,328.4	3,080.1	2,955.0
매입채무 및 기타채무	904.3	910.9	1,322.0	1,596.6	1,684.1
단기금융부채	1,199.3	891.2	921.5	1,394.3	1,179.1
기타유동부채	81.4	79.6	84.9	89.2	91.8
비유동부채	619.4	620.0	575.9	594.3	598.5
장기금융부채	424.8	440.3	421.5	425.4	429.3
기타비유동부채	194.6	179.7	154.4	168.9	169.2
부채총계	2,804.4	2,501.7	2,904.2	3,674.4	3,553.5
자본지분	1,222.7	1,274.6	1,459.0	1,647.9	1,888.8
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	403.8	403.8	403.8	403.8	403.8
기타자본	-3.0	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
기타포괄손익누계액	20.3	24.2	129.2	185.0	251.7
이익잉여금	780.0	827.7	907.1	1,040.1	1,214.3
비자본지분	292.8	294.1	361.0	384.7	436.4
자본총계	1,515.5	1,568.7	1,819.9	2,032.6	2,325.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,678	21,535	31,089	40,723	50,216
BPS	282,528	294,531	337,125	380,777	436,438
CFPS	93,275	95,498	113,245	163,523	177,303
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	130.7	16.9	7.7	5.2	4.2
PER(최고)	227.7	22.0	13.6		
PER(최저)	96.5	13.1	6.2		
PBR	1.24	1.24	0.71	0.56	0.48
PBR(최고)	2.16	1.61	1.25		
PBR(최저)	0.91	0.96	0.57		
PSR	0.17	0.21	0.13	0.11	0.11
PCFR	3.8	3.8	2.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.1	6.7	4.8	4.2	3.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	225.0	43.7	23.5	21.6	16.0
배당수익률(%·보통주·현금)	2.9	2.7	4.2	4.7	4.7
ROA	0.4	2.4	4.2	3.8	4.6
ROE	0.9	7.5	9.8	11.3	12.3
ROIC	0.8	5.7	7.0	8.8	8.2
매출채권회전율	7.3	7.5	7.6	7.4	7.7
채고자산회전율	9.4	9.3	10.4	10.4	10.4
부채비율	185.0	159.5	159.6	180.8	152.8
순차입금비용	98.2	76.7	66.3	81.6	60.0
이자보상배율·현금	2.0	2.5	4.3	3.6	4.2
총차입금	1,624.1	1,331.5	1,343.0	1,819.8	1,608.4
순차입금	1,488.1	1,202.6	1,206.8	1,658.1	1,394.4
EBITDA	360.7	461.2	537.5	707.9	742.5
FCF	21.6	435.1	429.9	-372.5	282.3

LG화학 (051910)



BUY(Reinitiate)

목표주가 260,000원

주가(5/15) 202,500원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

LG화학에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 260,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 2025년 양극재 눈높이는 추가 하향조정이 예상됩니다. 2Q25 판매량은 -20% QoQ가 예상되며, 연간으로 판매량 성장은 제한적일 전망입니다. 한편, 석유화학의 개선은 긍정적입니다. 3Q25 본격적인 흑자전환이 예상되고, 연간 실적개선은 지속될 전망입니다. 단기 주가 트리거는 부재하겠지만, 석유화학의 실적 개선은 업사이드 요인이라는 판단입니다.

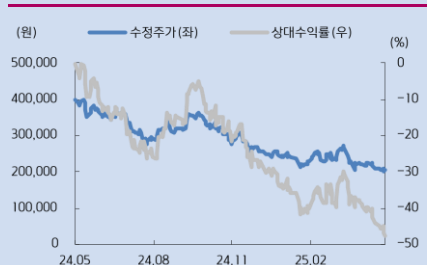
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		142,949억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	404,000원	202,500원
최고/최저가 대비 등락	-49.9%	0.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.0% 4.5%
	6M	-27.2% -18.3%
	1Y	-49.9% -36.0%

Company Data

발행주식수	70,592천주
일평균 거래량(3M)	306천주
외국인 지분율	30.0%
배당수익률(25.E)	0.7%
BP(25.E)	444,775원
주요 주주	LG 외 1인 35.0%

Price Trend



석유화학 개선은 긍정적

>>> 트리거는 아쉽지만...

투자 의견 'BUY', 목표주가 260,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, LGES는 1M 평균 시가총액에 80% 할인을 적용했다. 2025년 양극재 눈높이의 하향조정과 불확실성이 지속되는 상황에서 주가 트리거는 부재할 것으로 예상된다. 하지만, 역사적 저점 수준의 12MF PBR 0.46배는 현재 업황 부진 우려가 충분히 반영된 주가 수준이라는 판단이다. 한편, 석유화학 실적은 수요개선과 원가하락의 요인으로 2H25 흑자전환이 가능할 전망이다. 석유화학 실적의 턴어라운드에 따른 업사이드 역시 유효하다. 또한, LGES 지분매각, 사업 구조조정 가시화 등이 지속된다면, 리스크 대비 업사이드가 부각될 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 석유화학 개선과 양극재 부진

2025E 영업이익은 2.0조원(+121.7% YoY)이 전망된다. LGES의 이익개선이 영업이익 증가 폭의 원인이다. 석유화학 영업이익은 -226억원(적지, +1,134억원 YoY)으로 적자폭을 대폭 축소할 수 있을 전망이다. 중국 수요 개선 국면과 관세불확실성 완화에 따른 수요 회복이 예상되며, 유가 하향안정화에 따른 Spread 개선 효과가 반영될 것으로 전망되기 때문이다. 첨단소재 영업이익은 3,506억원(-31.5% YoY)이 예상된다. 견조한 EP/전자소재 수익성은 지속될 것으로 예상되나, 양극재 ASP, 판매량 모두 부진할 것으로 전망되기 때문이다. 2Q25 양극재 판매량은 추가 -20% QoQ 하락이 예상되며, 2025년 양극재 출하량 눈높이 하향 조정 역시 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	50,983.3	55,249.8	48,916.1	49,853.3	55,809.7
영업이익	2,979.4	2,529.2	916.8	2,032.4	2,911.2
EBITDA	6,375.4	6,486.7	5,599.2	9,101.5	10,009.4
세전이익	2,778.3	2,498.1	-268.1	1,965.0	3,664.9
순이익	2,195.5	2,053.4	515.0	1,623.6	3,075.8
지배주주지분순이익	1,845.4	1,337.8	-690.9	507.4	1,060.2
EPS(원)	23,574	17,090	-8,825	6,482	13,543
증감률(% YoY)	-49.7	-27.5	적전	흑전	108.9
PER(배)	25.5	29.2	-28.3	34.1	16.3
PBR(배)	1.49	1.21	0.59	0.50	0.46
EV/EBITDA(배)	9.1	10.2	13.1	6.0	5.7
영업이익률(%)	5.8	4.6	1.9	4.1	5.2
ROE(%)	6.9	4.2	-2.1	1.5	2.9
순차입금비용(%)	19.5	31.2	42.3	44.7	41.6

자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

LG화학에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 260,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple을 적용해 사업부문의 가치를 산정, 팜한농의 경우 기초소재 Multiple을 30% 할인 적용했다. LGES의 경우 1M평균 시가총액을 80%할인해 반영했다. 산정된 영업가치는 석유화학 4.7조원, 첨단소재 8.2조원, 생명과학 및 팜한농 1.8조원 등이다.

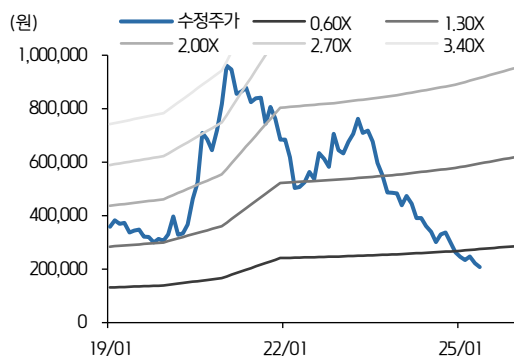
LG화학의 12MF PBR은 0.46배로 역사적 밴드 하단 미만이다. 한편, 3Q25 석유화학 흑자전환이 예상되고, 연간 실적 개선은 지속될 전망이다. 중국의 수요 개선은 2H25 지속될 수 있을 전망이며, 낮아진 유가 레벨에 따른 화학제품 전반에 걸친 Spread 개선효과가 반영될 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 현재 Ethylene Spread는 +9.7% YoY 개선을 기록 중이며, PE 평균 +21.5%, PP +22.0%, ABS +46.7% 등 기초소재 및 주요 Polymer 제품 전반에 걸친 수익성 개선이 확인되고 있다. 2H25 본격화 될 석유화학 실적 회복은 업사이드 요인이다.

LG화학 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
석유화학	1,037.7	4.5	4,669.7	국내외 석유화학 Peer Group 평균
첨단소재	880.8	9.3	8,191.4	양극재 3사 / 디스플레이 평균 할인(30%)적용
LGES			12,805.7	1M 평균 시가총액 / 지분율 고려 및 80% 할인
생명과학	148.9	10.6	1,578.4	제약 Peer Group 평균
팜한농	74.2	3.2	233.7	기초소재 30% 할인적용
영업가치(십억원)		27,478.9		
투자자산(십억원)		2,126.6		25E 장부가치 30% 할인
순차입금(십억원)		11,160.7		25E 추정치 적용 / 별도기준
우선주 시가총액(십억원)		795.0		25E 추정치 적용
적정가치(십억원)		18,444.9		
발행주식수(천주)		70,592.3		
적정주가(원)		261,287		
T.P(원)		260,000		
Upside(%)		28.3		

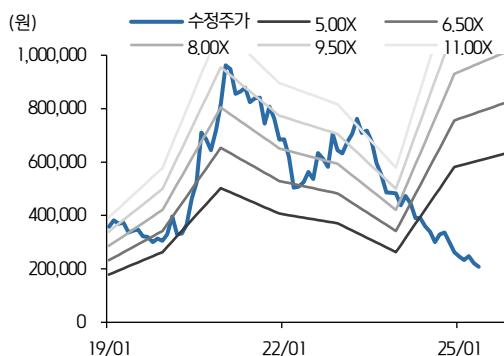
자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 P/B Band Chart



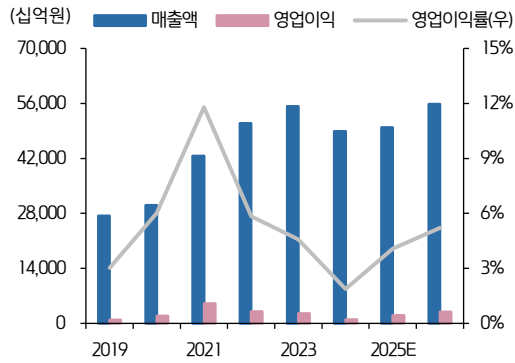
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

LG화학 EV/EBITDA Band Chart



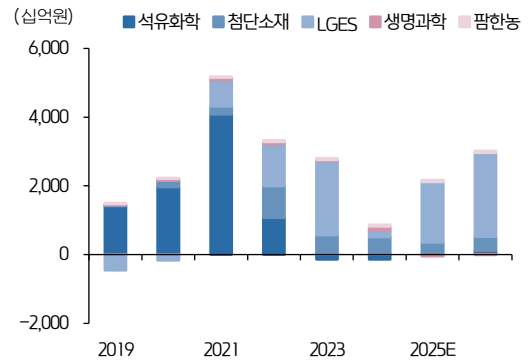
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

LG화학 연간 실적 추이 및 전망



자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 부문별 이익 추이 및 전망



자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	11,609.4	12,299.7	12,670.4	12,337.0	12,171.0	11,750.8	12,516.9	13,414.5	48,916.5	49,853.3	55,809.7
석유화학	4,455.0	4,966.0	4,813.0	4,855.0	4,781.0	4,824.5	4,750.2	4,795.5	19,089.0	19,151.3	19,587.1
첨단소재	1,583.0	1,728.0	1,712.0	1,389.0	1,490.0	1,371.8	1,489.3	1,560.4	6,412.0	5,911.5	6,731.5
LGES	6,128.7	6,161.9	6,877.8	6,451.2	6,265.0	6,042.5	6,899.5	7,454.4	25,619.6	26,661.5	31,486.3
생명과학	246.0	404.0	307.0	338.0	246.0	343.4	322.4	354.9	1,295.0	1,266.7	1,314.5
팜한농	285.0	238.0	113.0	165.0	286.0	245.1	124.3	173.3	801.0	828.7	858.5
YoY(%)	-18.7%	-14.2%	-6.1%	-6.1%	4.8%	-4.5%	-1.2%	8.7%	-11.5%	1.9%	11.9%
QoQ(%)	-11.6%	5.9%	3.0%	-2.6%	-1.3%	-3.5%	6.5%	7.2%	-	-	-
영업이익(십억원)	265.0	405.9	498.0	-252.0	447.0	363.4	533.1	688.8	916.9	2,032.4	2,911.2
석유화학	-31.0	32.0	-38.0	-99.0	-56.0	-7.8	15.1	26.0	-136.0	-22.6	114.2
첨단소재	142.0	170.0	150.0	50.0	127.0	64.5	75.2	84.0	512.0	350.6	405.0
LGES	157.3	195.3	448.3	-602.8	374.7	317.1	473.0	599.0	198.1	1,763.8	2,444.7
생명과학	3.0	109.0	-1.0	-1.0	-13.0	-5.5	-1.1	-1.2	110.0	-20.8	-3.5
팜한농	35.0	20.0	-20.0	9.0	31.0	19.9	-6.0	8.1	44.0	53.0	53.9
YoY(%)	-67.0%	-34.3%	-42.1%	적전	68.7%	-10.5%	7.1%	흑전	-63.7%	121.7%	43.2%
QoQ(%)	7.3%	53.2%	22.7%	적전	흑전	-18.7%	46.7%	29.2%	-	-	-
영업이익률(%)	2.3%	3.3%	3.9%	-2.0%	3.7%	3.1%	4.3%	5.1%	1.9%	4.1%	5.2%
석유화학	-0.7%	0.6%	-0.8%	-2.0%	-1.2%	-0.2%	0.3%	0.5%	-0.7%	-0.1%	0.6%
첨단소재	9.0%	9.8%	8.8%	3.6%	8.5%	4.7%	5.0%	5.4%	8.0%	5.9%	6.0%
LGES	2.6%	3.2%	6.5%	-9.3%	6.0%	5.2%	6.9%	8.0%	0.8%	6.6%	7.8%
생명과학	1.2%	27.0%	-0.3%	-0.3%	-5.3%	-1.6%	-0.3%	-0.3%	8.5%	-1.6%	-0.3%
팜한농	12.3%	8.4%	-17.7%	5.5%	10.8%	8.1%	-4.8%	4.7%	5.5%	6.4%	6.3%
순이익(십억원)	341.7	59.8	1,012.7	-1,221.8	366.1	507.2	504.9	93.9	192.5	1,472.1	3,075.8
지배주주	136.7	-316.9	544.7	-1,055.4	126.2	174.8	174.0	32.4	-690.9	507.4	1,060.2
순이익률(%)	2.9%	0.5%	8.0%	-9.9%	3.0%	4.3%	4.0%	0.7%	0.4%	3.0%	5.5%

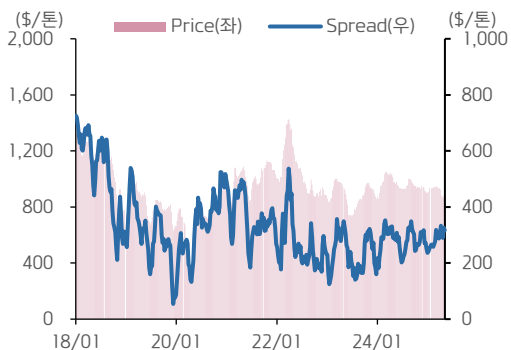
자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	49,853.3	55,809.7	50,262.0	57,449.0	-0.8%	-2.9%
영업이익(십억원)	신규	신규	2,032.4	2,911.2	1,786.6	3,683.9	+13.8%	-21.0%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	507.4	1,060.2	492.5	1,824.3	+3.0%	-41.9%

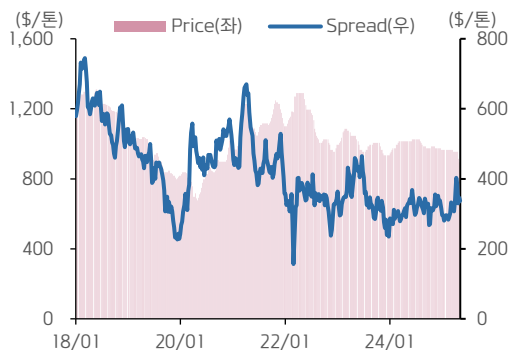
자료: LG화학, FnGuide, 키움증권 리서치센터

Ethylene 가격 및 Spread 추이



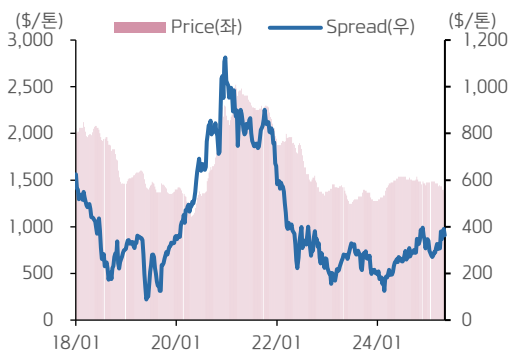
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

HDPE 가격 및 Spread 추이



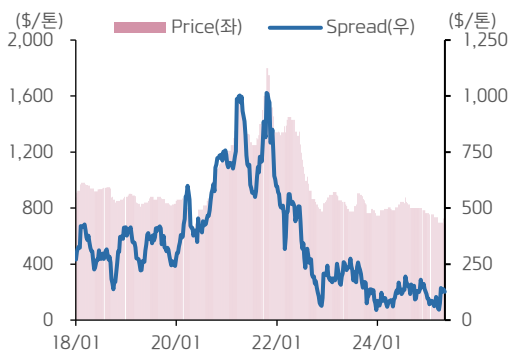
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

ABS 가격 및 Spread 추이



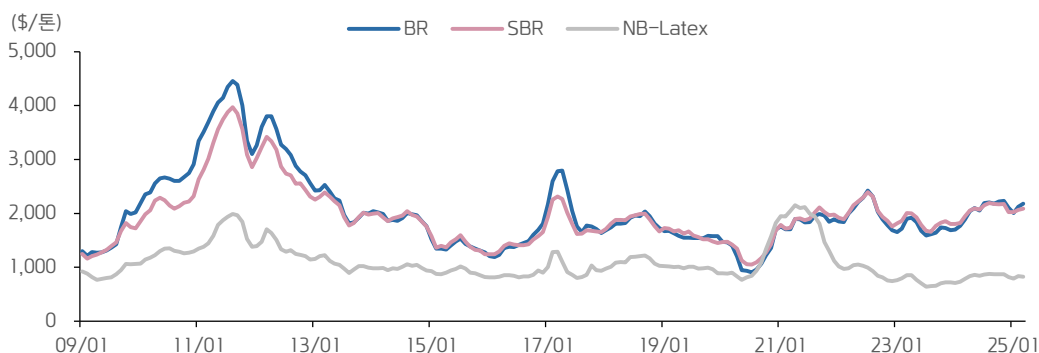
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

PVC 가격 및 Spread 추이



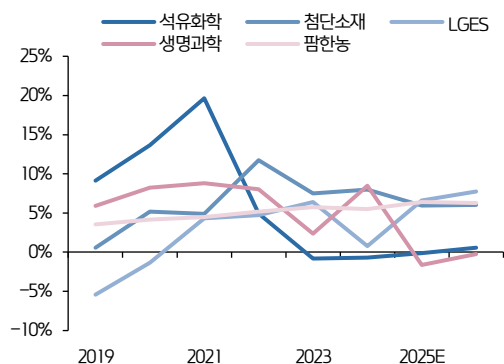
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

합성고무 가격 추이



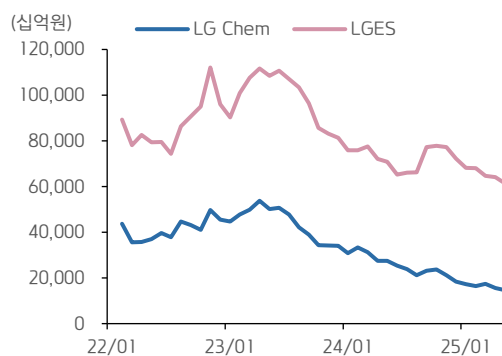
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

LG화학 부문별 이익률 추이



자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 및 LGES 시가총액 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	50,983.3	55,249.8	48,916.1	49,853.3	55,809.7
매출원가	41,122.4	46,463.9	41,379.7	40,738.1	44,836.1
매출총이익	9,860.9	8,785.9	7,536.4	9,115.2	10,973.6
판매비	6,881.5	6,933.5	8,099.6	7,082.8	8,062.4
영업이익	2,979.4	2,529.2	916.8	2,032.4	2,911.2
EBITDA	6,375.4	6,486.7	5,599.2	9,101.5	10,009.4
영업외손익	-201.1	-31.1	-1,184.9	-67.3	753.7
이자수익	252.5	316.8	352.6	251.9	257.1
이자비용	298.3	647.2	953.8	809.3	892.9
외환관련이익	2,546.5	2,746.7	1,889.7	2,394.3	2,343.6
외환관련손실	2,710.2	2,280.6	2,426.9	2,472.6	2,393.4
종속 및 관계기업손익	-46.2	-33.3	-24.9	-25.5	-22.9
기타	54.6	-133.5	-21.6	593.9	1,462.2
법인세차감전이익	2,778.3	2,498.1	-268.1	1,965.0	3,664.9
법인세비용	637.1	432.5	61.0	341.4	589.2
계속사업손익	2,141.2	2,065.6	-329.1	1,623.6	3,075.8
당기순이익	2,195.5	2,053.4	515.0	1,623.6	3,075.8
지배주주순이익	1,845.4	1,337.8	-690.9	507.4	1,060.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.7	8.4	-11.5	1.9	11.9
영업이익 증감율	-40.7	-15.1	-63.8	121.7	43.2
EBITDA 증감율	-19.0	1.7	-13.7	62.6	10.0
지배주주순이익의 증감율	-49.7	-27.5	-151.6	-173.4	108.9
EPS 증감율	-49.7	-27.5	적전	흑전	108.9
매출총이익률(%)	19.3	15.9	15.4	18.3	19.7
영업이익률(%)	5.8	4.6	1.9	4.1	5.2
EBITDA Margin(%)	12.5	11.7	11.4	18.3	17.9
지배주주순이익률(%)	3.6	2.4	-1.4	1.0	1.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	569.9	7,536.5	7,012.3	7,403.1	10,192.4
당기순이익	0.0	0.0	0.0	1,623.6	3,075.8
비현금항목의 가감	4,824.0	5,233.3	6,195.0	9,793.0	10,145.6
유형자산감가상각비	3,105.2	3,558.8	4,200.1	6,533.7	6,627.5
무형자산감가상각비	290.9	398.7	482.2	535.4	470.7
지분법평가손익	-46.2	-47.9	-139.7	25.5	23.0
기타	1,474.1	1,323.7	1,652.4	2,698.4	3,024.4
영업활동자산부채증감	-5,316.1	1,415.0	1,448.3	-3,723.9	-2,413.3
매출채권및기타채권의감소	-1,446.5	-299.8	617.9	201.6	-1,630.8
재고자산의감소	-3,818.0	2,964.7	1,118.9	-269.2	-827.3
매입채무및기타채무의증가	1,147.4	-982.1	-1,119.4	-3,603.2	79.5
기타	-1,199.0	-267.8	830.9	-53.1	-34.7
기타현금흐름	1,062.0	888.2	-631.0	-289.6	-615.7
투자활동 현금흐름	-9,229.2	-13,169.6	-13,663.4	-9,059.2	-9,429.5
유형자산의 취득	-8,406.3	-12,959.9	-14,614.9	-9,377.7	-9,874.1
유형자산의 처분	82.2	110.7	121.6	92.8	94.0
무형자산의 순취득	-143.4	-151.1	-152.5	-140.9	-121.2
투자자산의감소(증가)	-947.3	58.1	-615.2	-167.7	-180.7
단기금융자산의감소(증가)	-9.9	87.3	-156.4	-10.7	-9.0
기타	195.5	-314.7	1,754.0	545.0	661.5
재무활동 현금흐름	13,331.9	6,157.5	4,821.3	4,482.4	2,824.2
차입금의 증가(감소)	500.0	5,049.5	1,821.7	1,353.6	9.3
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	257.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1,090.9	-1,104.1	-367.3	-78.7	-114.0
기타	13,665.8	2,212.1	3,366.9	3,207.5	2,928.9
기타현금흐름	64.5	62.7	599.7	-3,881.3	-3,865.8
현금 및 현금성자산의 순증가	4,737.0	587.0	-1,230.0	-1,055.1	-278.8
기초현금 및 현금성자산	3,760.8	8,497.9	9,084.9	7,854.9	6,799.8
기말현금 및 현금성자산	8,497.9	9,084.9	7,854.9	6,799.8	6,521.0

자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	29,674.4	28,859.3	27,815.6	26,985.2	29,292.0
현금 및 현금성자산	8,497.9	9,084.9	7,854.9	6,799.8	6,521.0
단기금융자산	144.4	57.1	213.5	224.1	233.1
매출채권 및 기타채권	8,048.5	8,708.0	9,069.9	8,868.3	10,499.1
재고자산	11,880.6	9,375.3	8,847.4	9,116.6	9,943.9
기타유동자산	1,103.0	1,634.0	1,829.9	1,976.4	2,094.9
비유동자산	38,299.5	48,607.4	66,042.1	67,347.8	69,644.8
투자자산	2,396.6	2,305.2	2,895.5	3,037.7	3,195.4
유형자산	29,662.7	38,950.4	54,570.4	56,786.2	59,092.0
무형자산	2,690.2	3,692.9	3,619.4	3,224.8	2,875.3
기타비유동자산	3,550.0	3,658.9	4,956.8	4,299.1	4,482.1
자산총계	67,973.8	77,466.7	93,857.8	94,332.9	98,936.8
유동부채	16,459.6	18,390.8	21,085.7	17,835.0	18,127.9
매입채무 및 기타채무	10,613.9	9,803.3	11,551.7	7,948.5	8,027.9
단기금융부채	3,804.4	7,081.5	7,621.1	7,916.1	8,070.5
기타유동부채	2,041.3	1,506.0	1,912.9	1,970.4	2,029.5
비유동부채	14,033.1	18,137.7	24,776.6	25,853.0	25,751.7
장기금융부채	12,160.2	14,850.3	20,755.2	21,760.6	21,563.9
기타비유동부채	1,872.9	3,287.4	4,021.4	4,092.4	4,187.8
부채총계	30,492.7	36,528.5	45,862.3	43,688.0	43,879.6
지배지분	31,450.6	32,192.6	33,284.2	34,817.5	37,214.1
자본금	391.4	391.4	391.4	391.4	391.4
자본잉여금	11,569.6	11,572.1	11,568.9	11,568.9	11,568.9
기타자본	-19.6	-19.6	-19.6	-19.6	-19.6
기타포괄손익누계액	366.9	598.0	2,751.3	3,891.1	5,412.1
이익잉여금	19,142.3	19,650.6	18,592.2	18,985.6	19,861.2
비지배지분	6,030.6	8,745.6	14,711.3	15,827.5	17,843.1
자본총계	37,481.1	40,938.2	47,995.5	50,644.9	55,057.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	23,574	17,090	-8,825	6,482	13,543
BPS	401,764	411,243	425,188	444,775	475,390
CFPS	89,671	93,084	85,716	145,842	168,896
DPS	10,000	3,500	1,000	1,500	2,500
주가배수(배)					
PER	25.5	29.2	-28.3	34.1	16.3
PER(최고)	32.8	50.1	-58.9		
PER(최저)	18.5	24.8	-27.4		
PBR	1.49	1.21	0.59	0.50	0.46
PBR(최고)	1.93	2.08	1.22		
PBR(최저)	1.09	1.03	0.57		
PSR	0.92	0.71	0.40	0.35	0.31
PCFR	6.7	5.4	2.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.1	10.2	13.1	6.0	5.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	32.2	12.0	13.7	6.5	5.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.7	0.7	0.4	0.7	1.1
ROA	3.7	2.8	0.6	1.7	3.2
ROE	6.9	4.2	-2.1	1.5	2.9
ROIC	5.8	3.9	0.1	3.1	3.3
매출채권회전율	6.6	6.6	5.5	5.6	5.8
재고자산회전율	5.1	5.2	5.4	5.6	5.9
부채비율	81.4	89.2	95.6	86.3	79.7
순차입금비율	19.5	31.2	42.3	44.7	41.6
이자보상배율, 현금	10.0	3.9	1.0	2.5	3.3
총차입금	15,964.5	21,931.8	28,376.3	29,676.7	29,634.4
순차입금	7,322.3	12,789.8	20,307.9	22,652.7	22,880.2
EBITDA	6,375.4	6,486.7	5,599.2	9,101.5	10,009.4
FCF	-8,226.9	-5,783.2	-8,457.3	-3,947.1	-2,789.7

금호석유화학 (011780)



BUY(Reinitiate)

목표주가 150,000원

주가(5/15) 118,000원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

금호석유화학에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 150,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 우호적인 BR/SBR 수급과 천연고무 강세, 미국의 중국산 장갑 관세 부과 등 2025년 개선의 포인트는 지속 중입니다. 4월 불확실성 확대 국면에서 하락했던 합성고무 가격 역시 5월 반등이 나타나고 있습니다. 올해 실적 회복의 방향성은 지속될 수 있을 전망이며, 밴드 하단의 주가 수준에서 업사이드는 유효하다는 판단입니다.

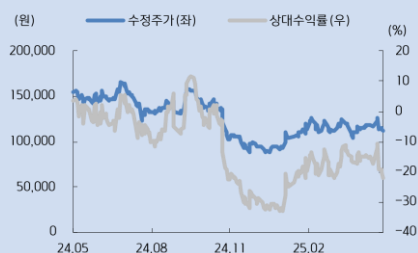
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		29,582 억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	165,200원	87,800원
최고/최저가 대비 등락	-32.3%	27.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.5% -9.9%
	6M	9.1% 0.6%
	1Y	-25.8% -22.1%

Company Data

발행주식수	26,460천주
일평균 거래량(3M)	167천주
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(25.E)	2.2%
BP(25.E)	228,073원
주요 주주	박철완 외 14 인 28.7%

Price Trend



턴어라운드 초점

>>> 업황 회복을 고려해야

투자 의견 'BUY', 목표주가 150,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 228,073원에 Target P/B 0.66배를 적용했다. Target P/B는 최근 3개년 평균을 사용했다. 4월 관세 불확실성 확대에 따라 BD가격 하락 및 합성고무 가격 약세를 기록 중인 상황이다. 급락했던 고무가격은 수요 및 관세 불확실성 완화에 따라 반등을 지속 중이다. 천연고무 가격 조정에도 불구하고 여전히 과거대비 높고, BR/SBR 수급 환경 또한 우호적인 점을 고려할 때 시황회복은 가능할 전망이다. 한편, 12MF PBR은 여전히 0.5배로 밴드 하단 수준이며, 업황 회복을 고려할 때 업사이드 유효하다.

>>> 올해 개선될 이익에 초점

2025E 예상되는 영업이익은 4,069억원(+49.1% YoY)이 예상된다. 특히, 합성고무 영업이익은 +54.1% YoY 성장이 전망된다. 미국의 중국산 장갑 관세부과 예고 이후 축적됐던 재고는 점진적으로 축소, 2H25 금호석유의 NB-Latex 출하량 증가에 기여할 수 있을 전망이다. 미국의 중국산 의료/수술용 장갑 수입비중은 2025년 들어 3%대로 급감(2024년 평균 40%)했으며, 중국산 장갑 공급 축소는 긍정적 요인이다. 4월 관세 불확실성에 따라 BD 가격 및 합성고무 ASP는 하락했다. 하지만, 수요 및 관세 불확실성 완화에 따라 가격 반등 역시 발생 중이다. 2Q25 부정적 Lagging 효과에 따라 실적 개선폭은 제한되겠지만, 2H25 본격적인 Spread 개선이 발생할 것으로 예상되며, 큰 폭의 실적개선이 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,975.6	6,322.5	7,155.0	7,442.4	7,578.7
영업이익	1,147.3	359.0	272.8	406.9	452.4
EBITDA	1,391.1	610.2	548.0	704.8	755.3
세전이익	1,254.4	485.1	407.6	521.6	582.1
순이익	1,020.1	447.0	348.6	431.1	493.0
지배주주지분순이익	1,019.9	446.8	348.6	436.0	493.3
EPS(원)	30,848	13,880	11,321	14,361	17,641
증감률(% YoY)	-47.4	-55.0	-18.4	26.9	22.8
PER(배)	4.1	9.6	8.0	8.1	6.6
PBR(배)	0.72	0.72	0.46	0.51	0.46
EV/EBITDA(배)	2.6	6.4	5.1	4.6	4.0
영업이익률(%)	14.4	5.7	3.8	5.5	6.0
ROE(%)	19.0	7.8	5.9	7.0	7.5
순차입금비용(%)	-6.2	-1.8	2.7	-0.2	-2.7

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

금호석유화학에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 150,000원을 제시한다. 2025E BPS 228,073원에 Target P/B 0.66배를 적용했다. Target P/B는 과거 3개년 평균 P/B를 사용했다. 금호석유화학의 12MF PBR은 0.5배 수준이며, 역사상 밴드 하단에 위치해있다. 2025년 합성고무 업황의 턴어라운드와 중국 수요개선에 따른 화학 업황의 점진적 회복 국면이 예상되는 시점에서, 업사이드는 유효하다는 판단이다.

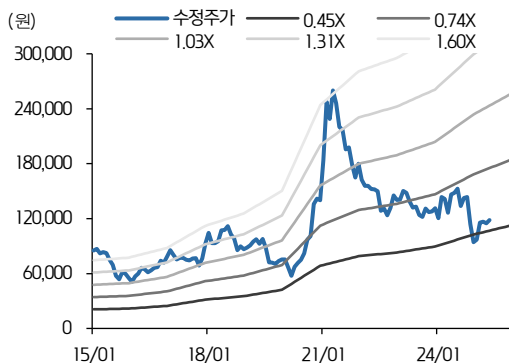
2025년 미국의 중국산 의료/수술용 장갑 관세부과에 예고에 따라 2024년 미국내 중국산 장갑 재고축적이 일부 발생했다. 한편, 2025년 관세 부과 이후 중국산 장갑 수입비중은 3.4%로 급감했으며, 재고 역시 점진적으로 소진 중인 상황이다. 한편, 말레이시아산 장갑 비중은 2024년 12월 43.7%에서 2025년 1월 74.2%로 급증했으며, 미국향 장갑 수요의 개선이 발생 중이다. 미국 장갑 재고조정 발생에 따라 1Q25 전방 장갑업체 가동률은 -6%p QoQ 수준의 가동률 조정이 발생했던 것으로 파악되지만, 미국내 재고소진에 따른 가동률 상향 및 NB-Latex 출하 증가가 가능할 것으로 예상된다. 중국 경기부양책 지속에 따른 합성수지/폐놀 부문의 흑자기조 지속과 BD가격 하향안정화 이후 Spread 확대에 이어질 것으로 예상돼 2H25 실적 턴어라운드가 본격화될 전망이다.

금호석유화학 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	7.0	
2025E BPS (원)	228,073	
Target P/B (배)	0.66	최근 3개년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	150,528	2025E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	111,800	5월 15일 종가 기준
Upside (%)	34.2	5월 15일 종가 기준

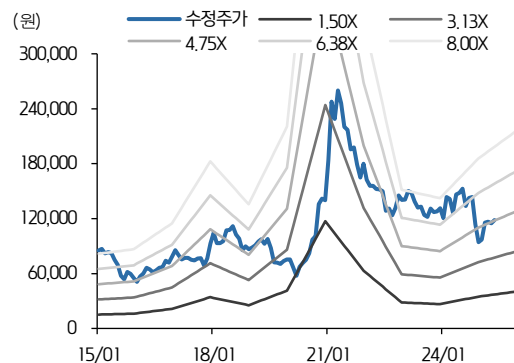
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 P/B Band Chart



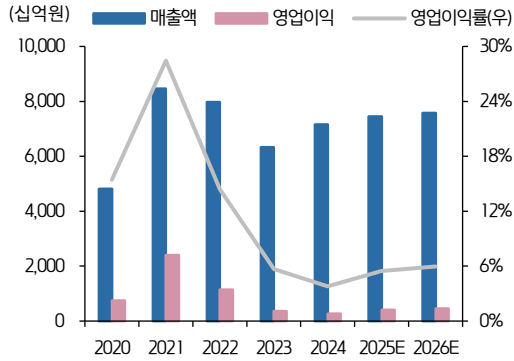
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 EV/EBITDA Band Chart



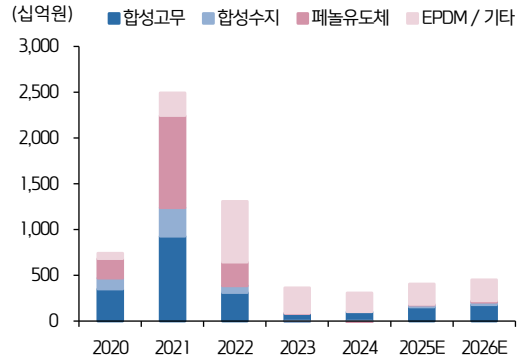
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 연간 실적 추이 및 전망



자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,667.5	1,852.5	1,827.9	1,807.1	1,908.2	1,842.1	1,894.5	1,797.6	7,155.0	7,442.4	7,578.7
합성고무	595.5	707.7	733.5	758.5	757.2	715.4	742.1	720.4	2,795.2	2,935.1	3,007.8
합성수지	322.2	332.0	312.5	315.8	336.0	327.5	337.2	306.7	1,282.5	1,307.4	1,374.3
페놀유도체	398.8	444.4	406.5	385.5	431.7	419.4	428.2	402.5	1,635.2	1,681.8	1,736.6
EPDM / 기타	351.0	368.4	375.0	347.3	383.3	379.8	387.0	368.0	1,441.7	1,518.1	1,459.9
YoY(%)	-3.1%	17.4%	21.3%	19.2%	14.4%	-0.6%	3.6%	-0.5%	13.2%	4.0%	1.8%
QoQ(%)	10.0%	11.1%	-1.3%	-1.1%	5.6%	-3.5%	2.8%	-5.1%	-	-	-
영업이익(십억원)	78.6	119.2	65.1	10.0	120.6	81.1	112.7	92.5	272.8	406.9	452.4
합성고무	25.1	46.6	10.7	18.4	46.0	26.0	43.3	39.9	100.8	155.3	179.6
합성수지	-1.4	1.2	-8.7	-9.5	5.2	4.1	5.9	4.2	-18.4	19.5	26.4
페놀유도체	-2.5	5.7	1.1	-22.2	1.9	1.3	2.5	1.8	-17.9	7.5	12.8
EPDM / 기타	57.4	65.7	61.9	23.3	67.5	49.7	60.9	46.5	208.3	224.6	233.6
YoY(%)	-39.6%	10.4%	-22.7%	-72.7%	53.4%	-31.9%	73.2%	824.6%	-24.0%	49.1%	11.2%
QoQ(%)	114.3%	51.6%	-45.4%	-84.6%	1106.0%	-32.7%	38.9%	-18.0%	-	-	-
영업이익률(%)	4.7%	6.4%	3.6%	0.6%	6.3%	4.4%	6.0%	5.1%	3.8%	5.5%	6.0%
합성고무	4.2%	6.6%	1.5%	2.4%	6.1%	3.6%	5.8%	5.5%	3.6%	5.3%	6.0%
합성수지	-0.4%	0.4%	-2.8%	-3.0%	1.5%	1.3%	1.8%	1.4%	-1.4%	1.5%	1.9%
페놀유도체	-0.6%	1.3%	0.3%	-5.8%	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	-1.1%	0.4%	0.7%
EPDM / 기타	16.4%	17.8%	16.5%	6.7%	17.6%	13.1%	15.7%	12.6%	14.4%	14.8%	16.0%
순이익(십억원)	102.6	131.6	53.1	61.3	125.0	89.7	117.5	103.6	348.6	435.8	493.0
지배주주	102.5	131.5	53.1	61.4	125.0	89.7	117.6	103.7	348.6	436.0	493.3
순이익률(%)	6.2%	7.1%	2.9%	3.4%	6.6%	4.9%	6.2%	5.8%	4.9%	5.9%	6.5%

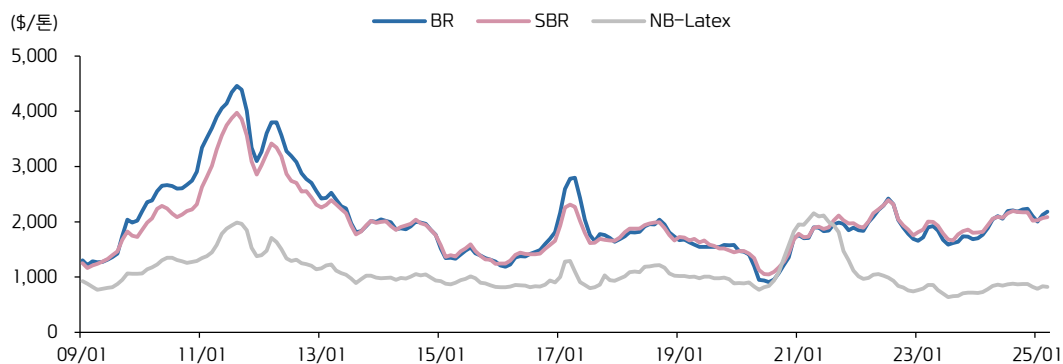
자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

금호석유화학 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	7,442.4	7,578.7	7,510.3	7,703.0	-0.9%	-1.6%
영업이익(십억원)	신규	신규	406.9	452.4	397.4	469.0	+2.4%	-3.5%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	436.0	493.3	416.1	478.3	+4.8%	+3.1%

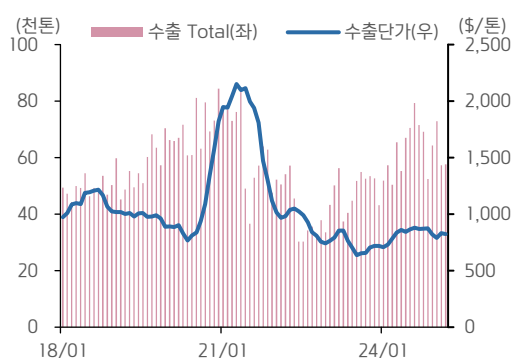
자료: 금호석유화학, FnGuide, 키움증권 리서치센터

합성고무 가격 추이



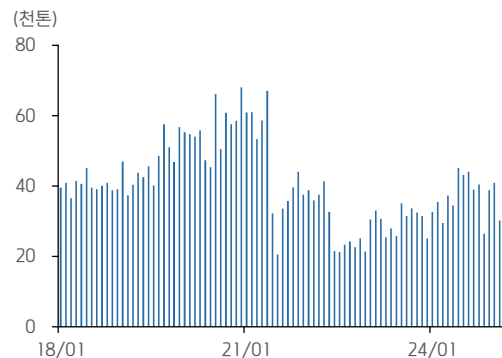
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

NB-Latex 수출증량 및 단가 추이



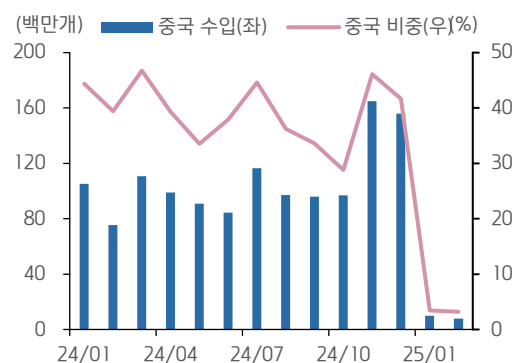
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

NB-Latex 말레이시아향 수출증량 추이



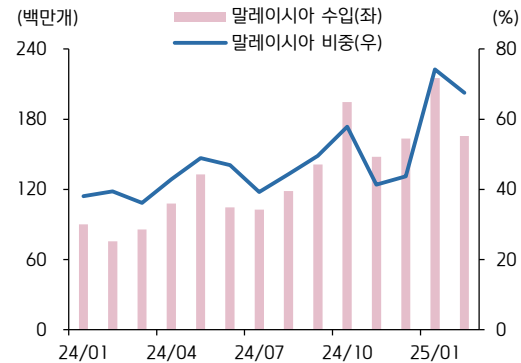
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

미국 중국산 장갑 수입 추이 및 비중



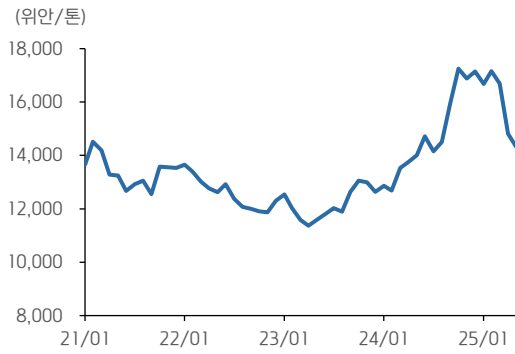
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

미국 말레이시아산 장갑 수입 추이 및 비중



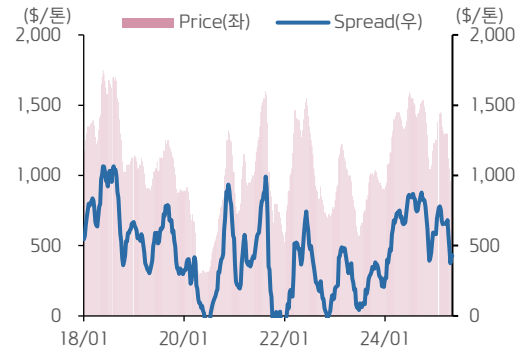
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

중국 천연고무 가격 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

BD 가격 및 Spread 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	7,975.6	6,322.5	7,155.0	7,442.4	7,578.7
매출원가	6,549.2	5,676.7	6,569.4	6,726.7	6,796.5
매출총이익	1,426.4	645.9	585.6	715.6	782.2
판매비	279.1	286.9	312.8	308.7	329.8
영업이익	1,147.3	359.0	272.8	406.9	452.4
EBITDA	1,391.1	610.2	548.0	704.8	755.3
영업외손익	107.1	126.1	134.8	114.7	129.7
이자수익	29.8	42.2	33.6	34.4	42.4
이자비용	27.0	30.3	33.4	31.4	29.6
외환관련이익	176.4	101.1	130.1	124.4	118.5
외환관련손실	181.2	96.0	98.9	114.7	103.2
종속 및 관계기업손익	125.0	111.1	93.4	103.4	103.5
기타	-15.9	-2.0	10.0	-1.4	-1.9
법인세차감전이익	1,254.4	485.1	407.6	521.6	582.1
법인세비용	234.3	38.0	59.0	90.5	89.1
계속사업손익	1,020.1	447.0	348.6	431.1	493.0
당기순이익	1,020.1	447.0	348.6	431.1	493.0
지배주주순이익	1,019.9	446.8	348.6	436.0	493.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.7	-20.7	13.2	4.0	1.8
영업이익 증감율	-52.3	-68.7	-24.0	49.2	11.2
EBITDA 증감율	-46.8	-56.1	-10.2	28.6	7.2
지배주주순이익의 증감율	-48.1	-56.2	-22.0	25.1	13.1
EPS 증감율	-47.4	-55.0	-18.4	26.9	22.8
매출총이익율(%)	17.9	10.2	8.2	9.6	10.3
영업이익율(%)	14.4	5.7	3.8	5.5	6.0
EBITDA Margin(%)	17.4	9.7	7.7	9.5	10.0
지배주주순이익율(%)	12.8	7.1	4.9	5.9	6.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	513.5	630.7	322.3	652.5	651.6
당기순이익	1,020.1	447.0	348.6	431.1	493.0
비현금항목의 가감	388.6	195.1	250.7	237.1	228.0
유형자산감가상각비	236.3	243.7	266.5	290.7	296.5
무형자산감가상각비	7.6	7.6	8.7	7.1	6.3
지분법평가손익	-125.0	-119.2	-98.1	-103.4	-103.5
기타	269.7	63.0	73.6	42.7	28.7
영업활동자산부채증감	-208.6	101.5	-297.2	23.0	-41.9
매출채권및기타채권의감소	128.0	-65.1	-95.2	25.4	-21.4
재고자산의감소	-44.1	78.3	-212.8	68.9	-26.1
매입채무및기타채무의증가	-136.1	151.3	65.7	-31.9	25.2
기타	-156.4	-63.0	-54.9	-39.4	-19.6
기타현금흐름	-686.6	-112.9	20.2	-38.7	-27.5
투자활동 현금흐름	94.1	-592.0	-259.0	-416.1	-410.5
유형자산의 취득	-427.7	-589.8	-436.2	-373.3	-380.8
유형자산의 처분	4.9	1.7	1.7	11.2	11.4
무형자산의 순취득	-0.4	-0.4	0.0	-1.0	-0.8
투자자산의감소(증가)	96.0	15.0	19.2	-5.8	0.3
단기금융자산의감소(증가)	557.4	46.7	185.8	-17.6	-11.1
기타	-136.1	-65.2	-29.5	-29.6	-29.5
재무활동 현금흐름	-661.0	-153.3	-90.6	-96.6	-122.6
차입금의 증가(감소)	-226.0	100.1	43.1	-32.2	-54.3
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-150.1	-100.0	-50.0	0.0	0.0
배당금지급	-280.8	-146.7	-76.7	-57.3	-61.3
기타	-4.1	-6.7	-7.0	-7.1	-7.0
기타현금흐름	-2.2	-0.3	4.1	-13.8	-19.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-55.6	-114.9	-23.2	126.1	99.1
기초현금 및 현금성자산	622.9	567.3	452.4	429.3	555.4
기말현금 및 현금성자산	567.3	452.4	429.3	555.4	654.4

자료: 금호석유화학, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	2,739.0	2,571.4	2,710.9	2,767.8	2,931.3
현금 및 현금성자산	567.3	452.4	429.3	555.4	654.4
단기금융자산	583.8	537.1	351.3	368.9	379.9
매출채권 및 기타채권	720.5	782.9	896.4	871.0	892.4
재고자산	821.9	745.6	958.4	889.5	915.6
기타유동자산	45.5	53.4	75.5	83.0	89.0
비유동자산	4,978.4	5,408.3	5,629.3	5,812.2	6,002.3
투자자산	1,042.5	1,138.6	1,212.8	1,322.0	1,425.2
유형자산	3,636.3	3,965.0	4,101.5	4,184.2	4,268.5
무형자산	40.7	37.1	38.1	32.0	26.5
기타비유동자산	258.9	267.6	276.9	274.0	282.1
자산총계	7,717.4	7,979.7	8,340.2	8,580.0	8,933.5
유동부채	1,453.5	1,529.9	1,534.5	1,478.7	1,463.7
매입채무 및 기타채무	823.6	946.3	1,003.2	971.3	996.5
단기금융부채	492.9	536.7	465.3	449.1	410.1
기타유동부채	137.0	46.9	66.0	58.3	57.1
비유동부채	584.6	615.7	763.5	724.4	700.4
장기금융부채	303.9	346.2	480.0	461.0	442.9
기타비유동부채	280.7	269.5	283.5	263.4	257.5
부채총계	2,038.1	2,145.7	2,298.0	2,203.2	2,164.1
자본지분	5,679.3	5,834.0	6,042.2	6,376.8	6,769.5
자본금	167.5	167.5	167.5	155.5	150.8
자본잉여금	403.5	403.5	403.5	415.5	420.2
기타자본	-38.2	-38.2	-31.9	-31.9	-31.9
기타포괄손익누계액	-90.2	-95.0	-72.5	-107.7	-140.2
이익잉여금	5,235.3	5,391.7	5,571.2	5,945.9	6,371.3
비지배지분	1.4	4.5	4.4	-0.4	-0.6
자본총계	5,679.3	5,834.0	6,042.2	6,376.8	6,769.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	30,848	13,880	11,321	14,361	17,641
BPS	175,580	184,646	198,885	228,073	250,548
CFPS	42,609	19,948	19,463	22,011	25,786
DPS	5,400	2,900	2,200	2,500	2,800
주가배수(배)					
PER	4.1	9.6	8.0	8.1	6.6
PER(최고)	5.7	11.9	14.8		
PER(최저)	3.6	8.1	7.7		
PBR	0.72	0.72	0.46	0.51	0.46
PBR(최고)	1.00	0.89	0.84		
PBR(최저)	0.64	0.61	0.44		
PSR	0.52	0.68	0.39	0.47	0.43
PCFR	3.0	6.7	4.7	5.3	4.5
EV/EBITDA	2.6	6.4	5.1	4.6	4.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.7	15.1	14.5	12.6	12.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	4.3	2.2	2.4	2.2	2.4
ROA	12.9	5.7	4.3	5.1	5.6
ROE	19.0	7.8	5.9	7.0	7.5
ROIC	20.8	6.3	4.9	6.7	7.2
매출채권회전율	10.1	8.4	8.5	8.4	8.6
재고자산회전율	10.0	8.1	8.4	8.1	8.4
부채비율	35.9	36.8	38.0	34.5	32.0
순차입금비율	-6.2	-1.8	2.7	-0.2	-2.7
이자보상배율, 현금	42.5	11.8	8.2	13.0	15.3
총차입금	796.8	882.9	945.2	910.1	853.0
순차입금	-354.3	-106.6	164.7	-14.1	-181.3
EBITDA	1,391.1	610.2	548.0	704.8	755.3
FCF	449.4	51.9	-213.3	301.8	265.4

롯데정밀화학 (004000)



BUY(Initiate)

목표주가 46,000원

주가(5/15) 36,300원

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

롯데정밀화학에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 46,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 2Q25 정기보수 영향에 따라 이익은 잠시 쉬어갈 것으로 예상되지만, 2H25 본격적인 이익체력 회복이 예상됩니다. 연간 영업이익은 +60.9% YoY의 큰 폭 증익이 예상됩니다. 특히, 그동안 적자 지속하던 케미칼 실적은 ECH 판가 및 판매량 증가에 따라 상반기 대비 2배이상의 이익 달성이 가능할 전망입니다.

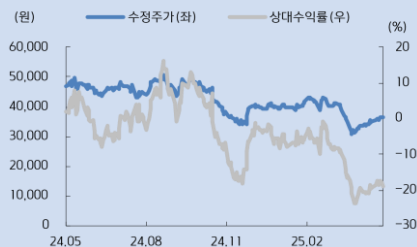
Stock Data

KOSPI (5/15)	2,621.36pt	
시가총액	9,365 억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	50,600원	30,700원
최고/최저가 대비 등락	-28.3%	18.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	26.1%
	6M	6.7%
	1Y	-0.5%

Company Data

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	61천주
외국인 지분율	16.5%
배당수익률(25.E)	4.2%
BP(25.E)	95,454원
주요 주주	롯데케미칼 외 5인 43.5%

Price Trend



케미칼 실적의 반등 국면

>>> 2H25 실적 본격화

투자 의견 'BUY', 목표주가 46,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 95,454원에 Target Multiple 0.48배를 적용했다. 2Q25 정기보수 영향 등에 따라 일시적 판매량 감소, 감익이 예상되나, 2H25 그린소재 및 케미칼 판매량 회복에 따라 실적 정상화가 가능할 전망이다. 특히, 2H25 식의약향 그린소재 증설효과가 본격화되고, 2024년 적자 지속하던 케미칼 이익의 턴어라운드 역시 긍정적이다.

>>> 흑자로 돌아선 케미칼

2025E 예상되는 영업이익은 827억원(+64.0% YoY)으로 큰 폭의 증익이 가능할 전망이다. 특히, 2024년 케미칼 적자가 지속됐던 상황에서 2025년 흑자전환 가능하다는 점 또한 핵심이다. 중국 Epoxy Resin 가격은 중국 내수 수요 개선에 따라 +2.1% MoM을 기록하고 있다. 그동안 Epoxy 수요 부진에 따라 ECH 판가 상승이 제한적이었음을 고려하면, 긍정적 요인이다. EU는 Olin, Westlake 등이 제기한 아시아 국가들의 Epoxy 반덤핑 관세 부과 청원의 예비판결로 한국 업체에 대한 Epoxy에 대한 관세 부과를 제외했다. 중국이 24.2~40.8%, 태국이 32.1%, 대만이 10.8~11.0%를 부과받은 것과 대비되며, 이는 한국업체들의 Epoxy 가격경쟁력 확보와 연결된다. 유럽향 Epoxy 수출액은 2025년 3월 +21.6% YoY를 기록하는 등 실제 수출이 확대되고 있는 상황이며, 향후, ECH의 유럽향 수출 역시 증가할 수 있다는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,463.8	1,768.6	1,670.5	1,773.7	1,848.6
영업이익	404.3	154.8	50.4	82.7	118.8
EBITDA	528.0	293.3	209.7	260.4	300.2
세전이익	160.1	252.8	26.1	163.4	209.6
순이익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
지배주주지분순이익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
EPS(원)	5,665	7,055	1,410	5,102	6,504
증감률(% YoY)	-75.0	24.5	-80.0	261.8	27.5
PER(배)	10.0	8.2	27.9	6.5	5.1
PBR(배)	0.64	0.63	0.43	0.35	0.33
EV/EBITDA(배)	1.5	2.6	3.6	2.3	1.9
영업이익률(%)	16.4	8.8	3.0	4.7	6.4
ROE(%)	6.5	7.8	1.5	5.4	6.6
순차입금비용(%)	-30.2	-31.2	-10.8	-10.9	-11.5

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

롯데정밀화학에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 46,000원을 제시한다. 2025E BPS 95,454에 Target P/B 0.48배를 적용했다. Target P/B는 과거와 달라진 스페셜티 케미칼 이익체력을 고려, 2014~2015년 평균 P/B를 40%할인해 적용했다. 2024년 케미칼 실적 부진의 장기화 국면에서 탈출, 2025년 케미칼 실적 턴어라운드가 가시화되고 있는 시점이며, 업사이드는 유효하다는 판단이다.

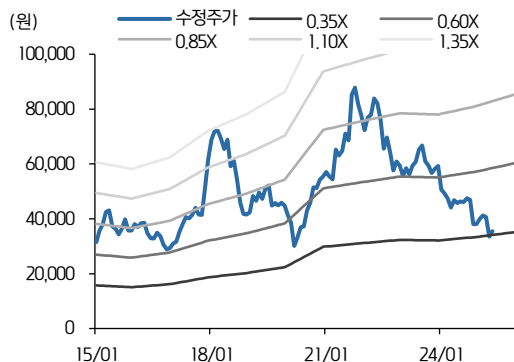
2H25 정기보수 종료 이후 식의약향 그린소재 증설 효과가 본격 반영되고, 중국 내수 수요회복이 점진적으로 진행됨에 따라 산업향 소재 역시 일부 수요회복이 가능할 전망이다. 케미칼 실적의 경우 큰 폭의 턴어라운드가 예상된다. 유럽과 미국의 Epoxy 반덤핑 관세부과에 따라 ECH 판가 상승 역시 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 유럽은 한국산 Epoxy에 대한 관세를 면제하는 반면, 중국 24.2~40.8%, 태국 32.1%, 대만 10.8~11.0% 반덤핑 관세 부과를 예비 판결했다. 경쟁업체들이 상대적으로 높은 관세를 부과함에 따라 국내산 Epoxy는 상대적 가격경쟁력을 확보할 수 있을 전망이고, 이에 따라 ECH 수요 역시 개선될 수 있을 것으로 예상된다. 미국의 경우 중국의 관세부과 제외를, 한국/대만/태국에 대한 관세부과를 결정했다. 중국업체들에 대한 관세부과 제외는 아쉽지만, 미국내 Epoxy 가동률 상승으로 이어질 수 있는 상황이며, 롯데정밀화학은 미국/유럽향 수출비중을 지속적으로 높이고 있다는 점을 고려할 때 긍정적이다.

롯데정밀화학 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	5.4	
2025E BPS (원)	95,454	
Target P/B (배)	0.48	2014~2015년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	45,818	2025E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	46,000	
현재주가 (원)	36,300	5월 15일 종가 기준
Upside (%)	26.7	5월 15일 종가 기준

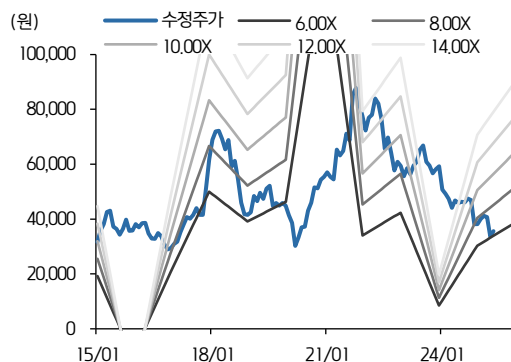
자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 P/B Band Chart



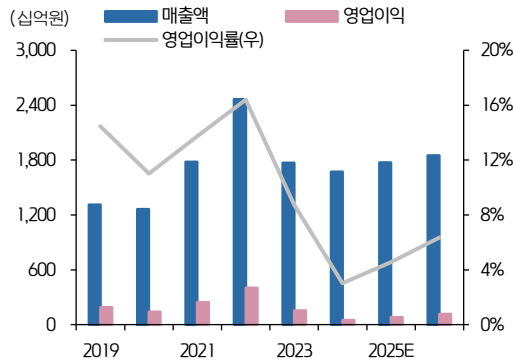
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 P/E Band Chart



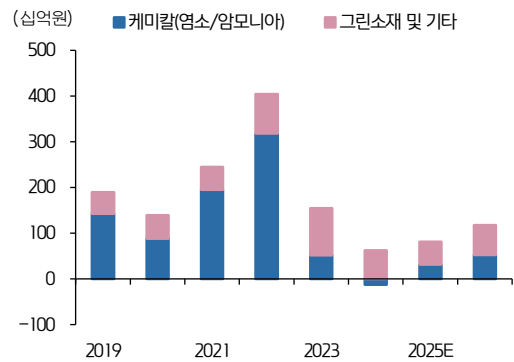
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 연간 실적 추이 및 전망



자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 부문별 이익 추이 및 전망



자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	399.4	422.1	420.4	428.6	445.6	436.0	448.5	443.6	1,670.5	1,773.7	1,848.6
염소	127.1	129.8	135.6	152.5	149.5	147.6	153.8	151.1	545.0	602.0	629.4
암모니아	142.7	141.9	132.7	138.9	160.1	152.4	144.2	143.3	556.2	600.0	626.5
셀룰로스	119.4	140.2	141.9	127.3	127.4	125.5	139.8	139.1	528.8	531.8	549.4
기타	10.2	10.2	10.2	9.9	8.6	10.5	10.7	10.1	40.5	39.9	43.3
YoY(%)	-23.9%	-2.1%	4.8%	4.2%	11.6%	3.3%	6.7%	3.5%	-5.5%	6.2%	4.2%
QoQ(%)	-2.9%	5.7%	-0.4%	2.0%	4.0%	-2.2%	2.9%	-1.1%	-	-	-
영업이익(십억원)	10.8	17.1	10.3	12.2	18.8	12.7	24.5	26.7	50.4	82.7	118.8
케미칼	-3.0	-0.3	-8.3	-0.5	5.1	3.4	10.7	12.0	-12.1	31.3	52.3
그린소재 및 기타	13.8	17.4	18.6	12.7	13.7	9.3	13.7	14.7	62.5	51.4	66.5
YoY(%)	-74.4%	-75.2%	-70.6%	43.5%	74.6%	-25.6%	136.9%	118.5%	-67.4%	64.0%	43.7%
QoQ(%)	26.7%	58.9%	-39.6%	18.1%	54.1%	-32.3%	92.3%	8.9%	-	-	-
영업이익률(%)	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	4.2%	2.9%	5.5%	6.0%	3.0%	4.7%	6.4%
케미칼	-1.1%	-0.1%	-3.1%	-0.2%	1.6%	1.1%	3.6%	4.1%	-1.1%	2.6%	4.2%
그린소재 및 기타	10.6%	11.6%	12.2%	9.3%	10.1%	6.8%	9.1%	9.8%	11.0%	9.0%	11.2%
순이익(십억원)	83.4	43.3	-71.6	-18.8	28.4	28.1	37.2	38.0	36.4	131.6	167.8
지배주주	83.4	43.3	-71.6	-18.8	28.4	28.1	37.2	38.0	36.4	131.6	167.8
순이익률(%)	20.9%	10.3%	-17.0%	-4.4%	6.4%	6.4%	8.3%	8.6%	2.2%	7.4%	9.1%

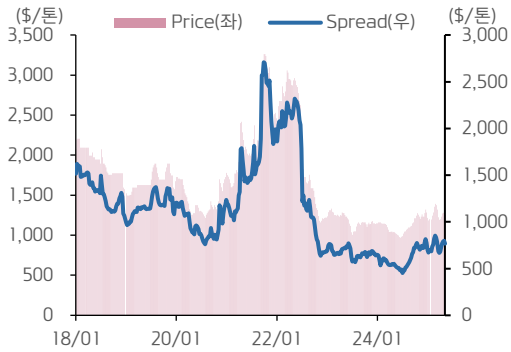
자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

롯데정밀화학 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	1,773.7	1,848.6	1,817.4	1,964.3	-2.4%	-5.9%
영업이익(십억원)	신규	신규	82.7	118.8	91.1	145.8	-9.3%	-18.5%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	131.6	167.8	117.3	159.2	+12.2%	+5.4%

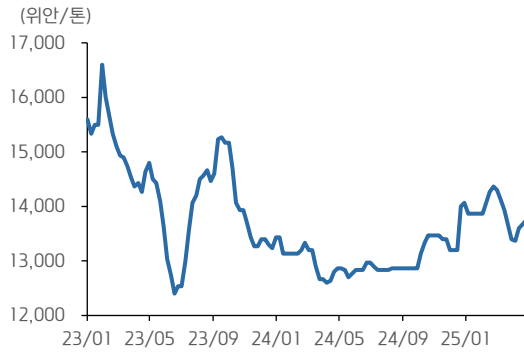
자료: 롯데정밀화학, FnGuide, 키움증권 리서치센터

ECH 가격 및 Spread 추이



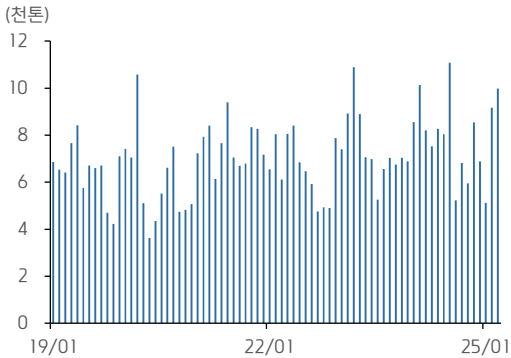
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

중국 Epoxy Resin 가격 추이



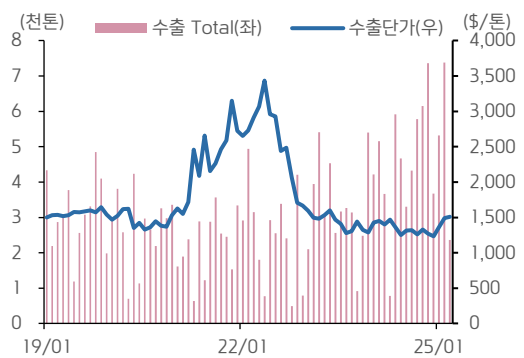
자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

유럽향 Epoxy 수출량 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

ECH 수출량 및 수출단가 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

미국 반덤핑 상무부 관세부와 예비판결 현황

Korea

Exporter/Producer	Dumping Margin (Percent)
Kukdo Chemical Co. Ltd/Kukdo Finechem	24.65
Kumho P&B Chemicals Inc.	16.02
All Others	21.56

Taiwan

Exporter/Producer	Dumping Margin (Percent)
Nan Ya Plastics Corporation	20.61
Chang Chun Plastics Co., Ltd.	9.43
All Others	14.81

Thailand

Exporter/Producer	Dumping Margin (Percent)
Aditya Birla Chemicals (Thailand) Limited	5.59
All Others	5.59

자료: US Gov, 키움증권 리서치센터

미국 ITC 상계관세 및 반덤핑 관세부와 판결 현황

Sub-investigation	Country	Investigation Category	Vote Type	Vote
701-716	China	CVD	Investigation Vote	Terminated
701-717	India	CVD	Investigation Vote	Terminated
701-718	South Korea	CVD	Investigation Vote	Affirmative
701-719	Taiwan	CVD	Investigation Vote	Affirmative
731-1683	China	AD	Investigation Vote	Terminated
731-1684	India	AD	Investigation Vote	Terminated
731-1685	South Korea	AD	Investigation Vote	Affirmative
731-1686	Taiwan	AD	Investigation Vote	Affirmative
731-1687	Thailand	AD	Investigation Vote	Affirmative

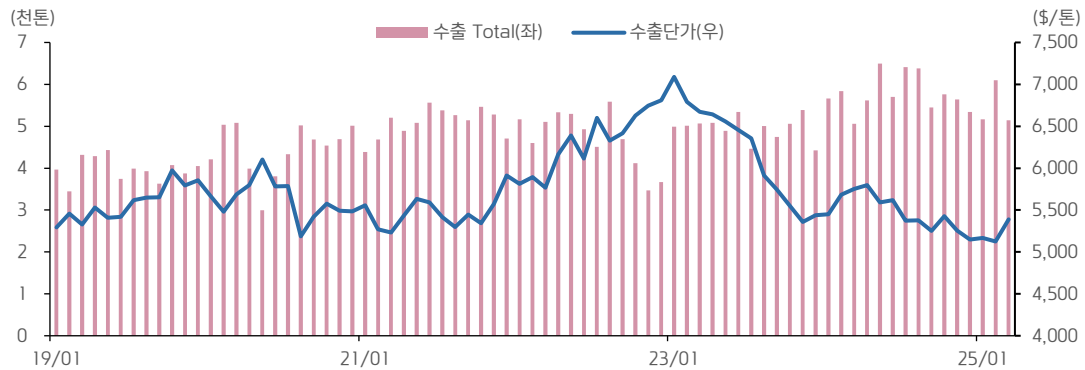
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

EU 반덤핑 관세 예비판결 현황

Country	Company	Provisional anti-dumping duty
China	Jiangsu Sanmu Group Co., Ltd.	24.2 %
	Sinochem Group:	40.8 %
	— Jiangsu Ruiheng New Material Technology Co., Ltd.	
	— Nantong Xingchen Synthetic Material Co., Ltd.	
	— Jiangsu Kumho Yangnong Chemical Co., Ltd.	
	Other cooperating companies	30.3 %
	All other imports originating in China	40.8 %
Taiwan	Chang Chun Plastics Co	10.8 %
	Nan Ya Plastics	11.0 %
	All other imports originating in Taiwan	11.0 %
Thailand	Aditya Birla Chemicals (Thailand) Limited	32.1 %
	All other imports originating in Thailand	32.1 %

자료: EU, 키움증권 리서치센터

Cellulose 제품 수출 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,463.8	1,768.6	1,670.5	1,773.7	1,848.6
매출원가	1,938.4	1,485.7	1,491.5	1,572.5	1,595.9
매출총이익	525.4	282.9	179.1	201.2	252.7
판매비	121.1	128.1	128.7	118.5	133.8
영업이익	404.3	154.8	50.4	82.7	118.8
EBITDA	528.0	293.3	209.7	260.4	300.2
영업외손익	-244.2	98.0	-24.3	80.7	90.8
이자수익	13.0	56.9	42.7	39.1	44.0
이자비용	0.6	0.8	7.1	6.8	6.8
외환관련이익	47.3	22.1	29.9	33.1	28.4
외환관련손실	47.2	21.2	28.1	32.2	27.2
종속 및 관계기업손익	209.4	45.4	18.8	33.3	28.2
기타	-466.1	-4.4	-80.5	14.2	24.2
법인세차감전이익	160.1	252.8	26.1	163.4	209.6
법인세비용	13.9	70.7	-10.3	31.8	41.9
계속사업손익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
당기순이익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
지배주주순이익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	38.4	-28.2	-5.5	6.2	4.2
영업이익 증감율	65.3	-61.7	-67.4	64.1	43.7
EBITDA 증감율	44.5	-44.5	-28.5	24.2	15.3
지배주주순이익의 증감율	-75.0	24.5	-80.0	261.5	27.5
EPS 증감율	-75.0	24.5	-80.0	261.8	27.5
매출총이익율(%)	21.3	16.0	10.7	11.3	13.7
영업이익율(%)	16.4	8.8	3.0	4.7	6.4
EBITDA Margin(%)	21.4	16.6	12.6	14.7	16.2
지배주주순이익율(%)	5.9	10.3	2.2	7.4	9.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	637.9	224.1	160.0	322.3	350.7
당기순이익	146.2	182.0	36.4	131.6	167.8
비현금항목의 가감	387.2	126.1	206.4	159.9	174.2
유형자산감가상각비	120.7	135.4	155.7	174.1	178.1
무형자산감가상각비	2.9	3.1	3.6	3.6	3.2
지분법평가손익	-209.4	-45.4	-18.8	-33.3	-28.2
기타	473.0	33.0	65.9	15.5	21.1
영업활동자산부채증감	-26.7	-54.7	-83.2	-6.4	-23.2
매출채권및기타채권의감소	5.8	43.1	-6.9	-7.8	-11.9
재고자산의감소	-43.9	-24.6	-2.2	-5.5	-20.3
매입채무및기타채무의증가	25.1	-57.4	-56.9	7.3	9.1
기타	-13.7	-15.8	-17.2	-0.4	-0.1
기타현금흐름	131.2	-29.3	0.4	37.2	31.9
투자활동 현금흐름	-213.9	-232.9	-243.9	-195.3	-202.3
유형자산의 취득	-144.5	-100.0	-198.1	-187.8	-192.0
유형자산의 처분	0.0	34.6	0.0	5.6	1.9
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2
투자자산의감소(증가)	554.8	49.3	-93.9	-34.3	-27.6
단기금융자산의감소(증가)	-69.3	-166.6	153.3	10.8	7.2
기타	-554.9	-50.2	-105.2	10.6	8.4
재무활동 현금흐름	-74.9	-108.7	-79.5	-58.5	-57.3
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-58.6	-89.1	-50.9	-35.7	-35.7
기타	-16.3	-18.9	-28.6	-22.8	-21.6
기타현금흐름	0.0	0.4	0.9	-45.3	-56.2
현금 및 현금성자산의 순증가	349.2	-117.1	-162.4	23.2	34.8
기초현금 및 현금성자산	228.8	578.0	460.9	298.5	321.7
기말현금 및 현금성자산	578.0	460.9	298.5	321.7	356.5

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	1,316.3	1,346.6	1,045.9	1,072.0	1,132.0
현금 및 현금성자산	578.0	460.9	298.5	321.7	356.5
단기금융자산	141.5	308.1	154.8	143.9	136.7
매출채권 및 기타채권	294.6	251.2	266.5	274.3	286.1
재고자산	286.3	305.9	304.3	309.9	330.1
기타유동자산	15.9	20.5	21.8	22.2	22.6
비유동자산	1,393.5	1,336.4	1,668.0	1,741.2	1,819.7
투자자산	482.0	432.7	526.6	594.2	650.1
유형자산	798.6	784.1	847.9	861.6	875.5
무형자산	22.6	20.5	22.6	19.2	16.2
기타비유동자산	90.3	99.1	270.9	266.2	277.9
자산총계	2,709.8	2,682.9	2,713.9	2,813.2	2,951.7
유동부채	397.0	282.0	177.8	184.8	193.5
매입채무 및 기타채무	263.1	197.3	127.1	134.4	143.5
단기금융부채	13.9	15.7	41.5	41.1	40.7
기타유동부채	120.0	69.0	9.2	9.3	9.3
비유동부채	18.6	17.7	167.4	165.7	164.2
장기금융부채	12.6	9.7	157.0	155.4	153.9
기타비유동부채	6.0	8.0	10.4	10.3	10.3
부채총계	415.6	299.7	345.2	350.5	357.8
자본지분	2,294.2	2,383.2	2,368.7	2,462.7	2,593.9
자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0
자본잉여금	331.1	331.1	331.1	331.1	331.1
기타자본	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4
기타포괄손익누계액	-19.0	-19.9	-15.1	-17.1	-18.0
이익잉여금	1,862.5	1,952.4	1,933.1	2,029.1	2,161.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,294.2	2,383.2	2,368.7	2,462.7	2,593.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,665	7,055	1,410	5,102	6,504
BPS	88,923	92,372	91,810	95,454	100,539
CFPS	20,671	11,943	9,411	11,301	13,255
DPS	3,500	2,000	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	10.0	8.2	27.9	6.5	5.1
PER(최고)	15.9	10.1	41.2		
PER(최저)	9.6	7.3	24.0		
PBR	0.64	0.63	0.43	0.35	0.33
PBR(최고)	1.01	0.78	0.63		
PBR(최저)	0.61	0.56	0.37		
PSR	0.59	0.85	0.61	0.48	0.46
PCFR	2.7	4.9	4.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	1.5	2.6	3.6	2.3	1.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	61.0	28.0	98.0	27.1	21.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.2	3.4	3.6	4.2	4.2
ROA	5.4	6.8	1.3	4.8	5.8
ROE	6.5	7.8	1.5	5.4	6.6
ROIC	21.8	8.5	2.1	5.0	5.7
매출채권회전율	8.2	6.5	6.5	6.6	6.6
재고자산회전율	9.3	6.0	5.5	5.8	5.8
부채비율	18.1	12.6	14.6	14.2	13.8
순차입금비용	-30.2	-31.2	-10.8	-10.9	-11.5
이자보상배율, 현금	707.6	184.9	7.1	12.2	17.3
총차입금	26.5	25.4	198.5	196.5	194.5
순차입금	-692.9	-743.5	-254.8	-269.1	-298.7
EBITDA	528.0	293.3	209.7	260.4	300.2
FCF	189.5	114.5	-93.2	66.3	57.6

HS효성첨단소재 (298050)



BUY(Initiate)

목표주가 250,000원

주가(5/15) 208,000원

정유/화학 Analyst 김도현

do.kim@kiwoom.com

HS효성첨단소재에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 250,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 선진국향 Mix 개선 효과에 따라 타이어보강재 이익률은 1Q25 저점으로 회복할 것으로 예상됩니다. 또한, 중국의 탄소섬유 판가 하락은 완화되고 있고, 베트남 신규 설비 가동에 따라 수익성 개선이 예상됩니다. 아라미드 역시 흑자 기조가 지속, 실적 부담은 완화되는 국면이라는 판단입니다.

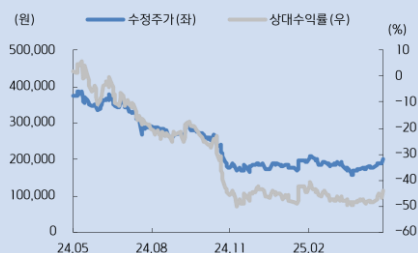
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		9,318억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	388,500원	156,600원
최고/최저가 대비 등락	-46.5%	32.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	20.7% 37.1%
	6M	16.4% 30.5%
	1Y	-44.2% -28.7%

Company Data

발행주식수	4,480천주	
일평균 거래량(3M)	11천주	
외국인 지분율	12.7%	
배당수익률(25.E)	3.7%	
BP(25.E)	252,022원	
주요 주주	에이치에스효성 외 8 인	47.3%

Price Trend



하반기 지속될 펀더멘탈

>>> 역사상 밴드 하단

투자 의견 'BUY', 목표주가 250,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했다. 타이어보강재 M/S 1위의 경쟁력은 2025년 지속될 것으로 예상되며, 고부가 제품 비중 확대가 확인되고 있는 상황이다. 또한, 그동안 적자 지속하던 탄소섬유의 적자폭은 점진적으로 축소, 밸류에이션 재평가가 가능할 전망이다.

>>> 견조한 본업 지속, 탄소섬유 개선

2025E 예상되는 영업이익은 2,339억원(+6.5% YoY)이 예상된다. 2H25 견조한 타이어보강재 실적 지속과 탄소섬유 적자축소, 아라미드 흑자기조 지속에 따라 실적개선이 가능할 것으로 전망된다. 타이어보강재는 Top-tier 고객사향 판매비중 확대가 2025년 지속되며, 견조한 이익률이 지속될 전망이다. M/S 1위 지속에 따라 선진국향 Mix 개선효과는 2025년 지속될 것으로 예상된다. 또한, 중국 탄소섬유 업체들의 구조조정 지속에 따라 1Q25 HS효성첨단소재의 중국 탄소섬유 판가는 소폭 상승했던 것으로 파악된다. 재고조정 역시 지속적으로 진행 중인 상황에서 추가적인 탄소섬유 실적 악화 역시 제한적일 전망이다. 2Q25 베트남 탄소섬유 설비 가동과 2026년 베트남 2, 3호기의 신규가동에 따라 수익성 역시 점진적인 개선이 예상된다. 현재 HS효성첨단소재의 12MF PBR 0.7배로 역사상 밴드 하단에 위치해있다. 본업 가치를 고려할 때 저평가 국면이라는 판단이며, 탄소섬유 실적 개선 역시 예상돼 업사이드 유효하다는 판단이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,841.4	3,202.3	3,311.2	3,463.9	3,551.0
영업이익	315.1	174.1	219.7	233.9	267.7
EBITDA	500.6	345.8	423.3	509.4	535.4
세전이익	213.2	85.6	133.0	140.2	164.0
순이익	160.2	56.6	78.2	112.1	138.0
지배주주지분순이익	125.3	44.9	49.8	79.2	104.0
EPS(원)	27,978	10,030	11,124	17,687	23,207
증감률(% YoY)	-50.0	-64.2	10.9	59.0	31.2
PER(배)	11.9	39.8	15.7	9.9	7.6
PBR(배)	2.11	2.29	0.75	0.70	0.63
EV/EBITDA(배)	6.4	10.4	6.8	5.8	5.3
영업이익률(%)	8.2	5.4	6.6	6.8	7.5
ROE(%)	19.1	6.0	5.5	7.3	8.7
순차입금비용(%)	201.0	201.4	169.6	158.4	131.4

자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

HS효성첨단소재에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 250,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산정했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple을 적용, 적정가치를 산출했다. 산출된 적정 사업가치는 타이어보강재 2.6조원, 탄소섬유/아라미드 1,750억원 및 기타 2,284억원 등이다. 특히, 2H24 이후 탄소섬유 적자 확대에 따라 EBITDA 하락으로 연결, 사업가치가 하락한 상황이다. 2H25 탄소섬유의 점진적 개선 및 아라미드 흑자기조 지속에 따라 밸류에이션 재평가 역시 가능한 상황이다.

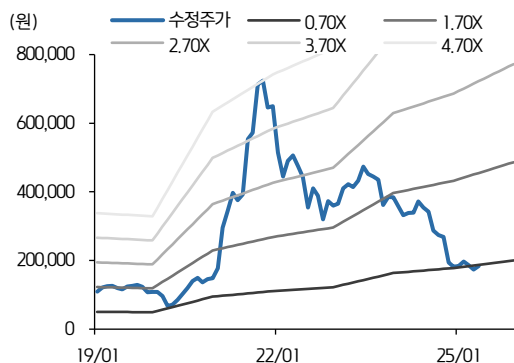
중국 탄소섬유 가격은 1Q25 하락을 멈춘 상황이다. 그동안 역내 공급업체들의 구조조정이 지속되며 생산량이 지속 감소했기 때문이다. 추가적인 가격 하락이 제한적인 상황에서 2Q25 베트남 신규 설비 가동이 예정, 수익성은 개선될 수 있을 전망이다. 실적 악화 역시 제한될 것으로 예상된다. 아라미드의 경우 Hybrid Cord향 물량 확대, 5G Cable향 납품 확대 등에 따라 판매량은 소폭이나마 개선되고 있는 상황이며, 적자폭을 크게 축소한 OPM 9.9%를 기록했던 것으로 파악된다. 아직 ASP 개선이 나타나고 있지는 않지만, 추가적인 하락 역시 제한적인 상황이라는 판단이며, 흑자 기조는 지속될 수 있을 전망이다. 타이어보강재의 경우 1Q25 운임하락분 반영에 따른 ASP 하락이 발생했으나, 2Q25 이후 성수기 효과에 따른 수요 개선 등에 따라 추가적인 하락은 제한될 것으로 전망되며, Top-tier향 Mix 개선 효과는 2025년 지속, 견조한 이익률을 지속할 수 있을 전망이다.

HS효성첨단소재 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
타이어보강재	372.0	6.6	2,455.5	글로벌 타이어보강재 Peer Group 평균
탄소섬유/아라미드	27.7	8.2	228.1	글로벌 탄소섬유 Peer Group 평균
기타	44.6	4.6	205.3	Spandex 등
영업가치(십억원)		2,888.9		
투자자산(십억원)		59.5		
순차입금(십억원)		1,827.1		
적정가치(십억원)		1,121.3		
발행주식수(천주)		4,479.9		
적정주가(원)		250,284		
T.P(원)		250,000		
Upside(%)		32.6		

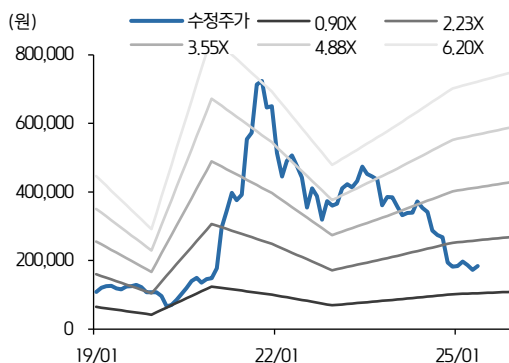
자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 P/B Band Chart



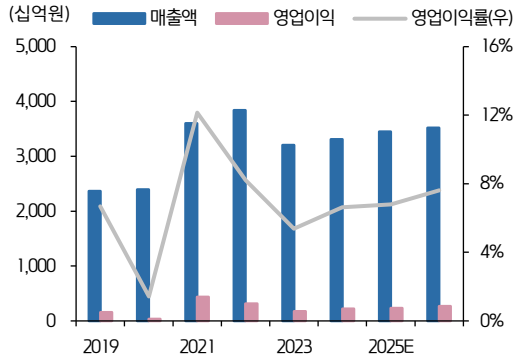
자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 EV/EBITDA Band Chart



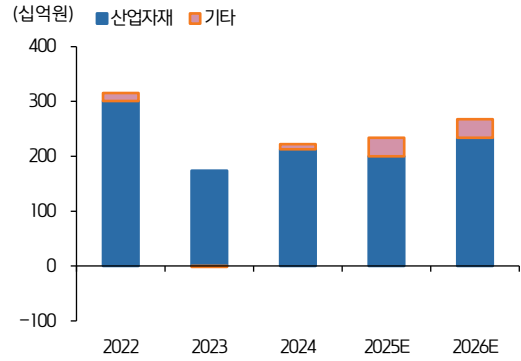
자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 연간 실적 추이 및 전망



자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 부문별 이익 추이 및 전망



자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	836.8	840.6	829.5	804.4	853.6	878.3	877.8	854.2	3,311.3	3,463.9	3,551.0
산업자재	712.6	713.3	712.4	685.3	741.9	754.4	748.9	729.2	2,823.6	2,974.4	3,041.8
타이어보강재	484.3	466.2	491.8	469.4	507.1	520.1	511.8	488.5	1,911.7	2,027.5	2,048.2
산업용사	141.2	156.8	152.5	152.7	164.2	160.4	157.5	156.8	603.2	638.9	629.3
슈퍼섬유 등	87.1	90.3	68.1	63.2	70.6	73.8	79.6	83.9	308.7	307.9	364.3
기타	124.2	127.2	117.1	119.1	111.7	123.9	128.9	125.0	487.6	489.5	509.2
YoY(%)	0.3%	3.0%	5.9%	4.7%	2.0%	4.5%	5.8%	6.2%	3.4%	4.6%	2.5%
QoQ(%)	8.9%	0.5%	-1.3%	-3.0%	6.1%	2.9%	-0.1%	-2.7%	-	-	-
영업이익(십억원)	63.7	65.8	44.2	46.0	49.1	59.3	62.8	62.7	219.7	233.9	267.7
산업자재	64.2	67.3	43.3	37.8	40.9	50.6	54.3	54.4	212.6	200.1	233.6
기타	-0.4	-0.6	2.0	8.7	8.2	8.7	8.5	8.4	9.7	33.8	34.1
YoY(%)	-5.3%	35.4%	23.8%	121.2%	-22.9%	-9.9%	42.0%	36.4%	27.4%	6.5%	14.4%
QoQ(%)	206.3%	3.3%	-32.8%	4.1%	6.7%	20.8%	5.8%	-0.0%	-	-	-
영업이익률(%)	7.6%	7.8%	5.3%	5.7%	5.8%	6.8%	7.1%	7.3%	6.6%	6.8%	7.5%
산업자재	9.0%	9.4%	6.1%	5.5%	5.5%	6.7%	7.2%	7.5%	7.5%	6.7%	7.7%
기타	-0.3%	-0.5%	1.7%	7.3%	7.3%	7.0%	6.6%	6.7%	2.0%	6.9%	6.7%
순이익(십억원)	25.9	26.2	2.3	23.8	10.1	29.5	33.4	39.1	78.2	112.1	138.0
지배주주	20.2	19.5	-5.0	23.5	2.4	22.2	25.2	29.4	58.2	79.2	104.0
순이익률(%)	3.1%	3.1%	0.3%	3.0%	1.2%	3.4%	3.8%	4.6%	2.4%	3.2%	3.9%

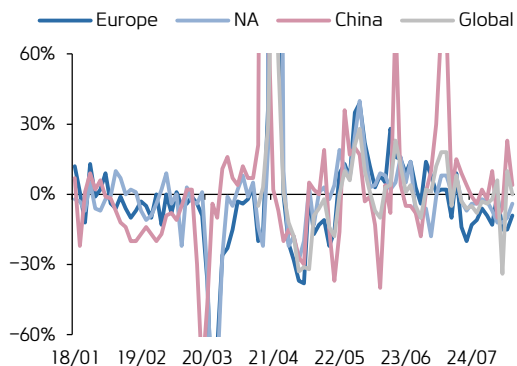
자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

HS효성첨단소재 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	3,463.9	3,551.0	3,483.6	3,574.6	-0.6%	-0.7%
영업이익(십억원)	신규	신규	233.9	267.7	231.2	266.2	+1.2%	+0.6%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	79.2	104.0	75.3	101.7	+5.2%	+2.3%

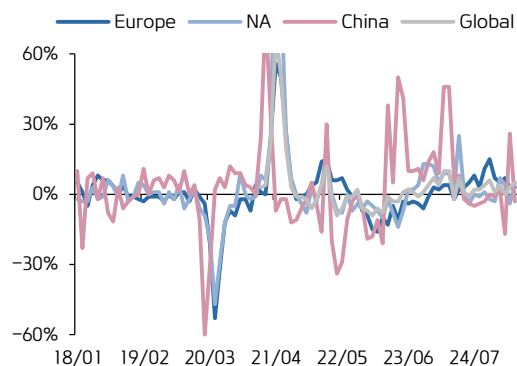
자료: HS효성첨단소재, FnGuide, 키움증권 리서치센터

글로벌 OE타이어 판매량 추이



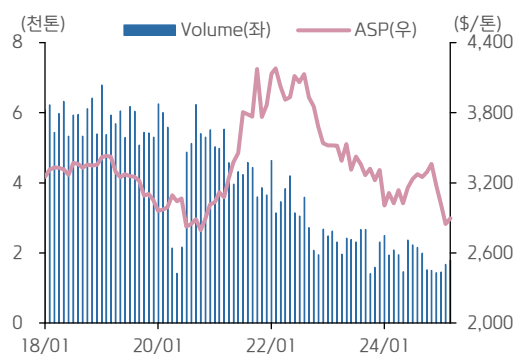
자료: Michelin, 키움증권 리서치센터

글로벌 RE타이어 판매량 추이



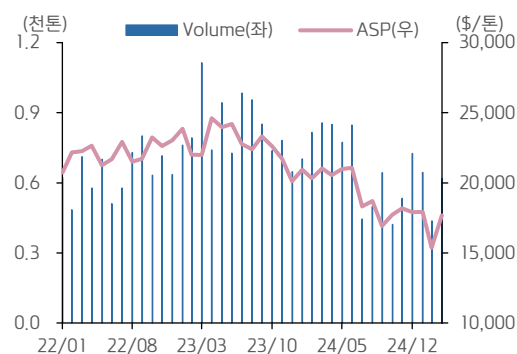
자료: Michelin, 키움증권 리서치센터

PET T/C 수출량 및 수출단가 추이



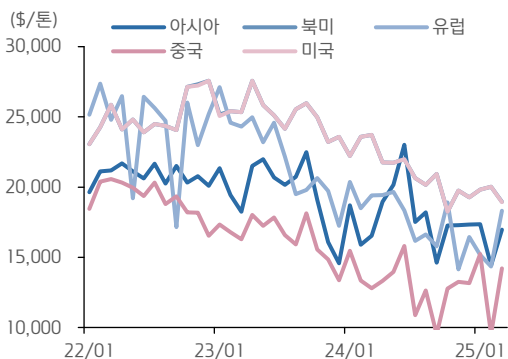
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

탄소섬유 수출량 및 수출단가 추이



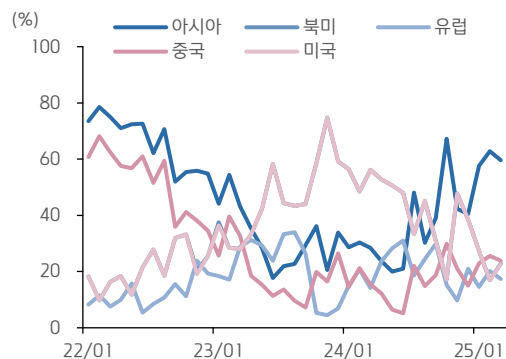
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

탄소섬유 지역별 판가 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

탄소섬유 지역별 수출비중 추이



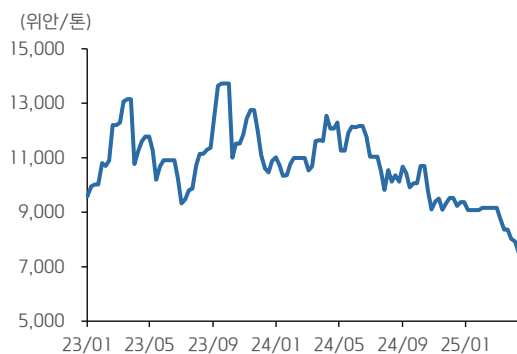
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

중국 PET 가격 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

중국 AN 가격 추이



자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,841.4	3,202.3	3,311.2	3,463.9	3,551.0
매출원가	3,319.4	2,840.0	2,902.7	3,103.4	3,139.8
매출총이익	522.0	362.3	408.5	360.5	411.2
판매비	206.9	188.2	188.8	126.6	143.5
영업이익	315.1	174.1	219.7	233.9	267.7
EBITDA	500.6	345.8	423.3	509.4	535.4
영업외손익	-101.9	-88.5	-86.8	-93.7	-103.6
이자수익	0.3	0.5	0.4	0.6	0.6
이자비용	49.4	82.7	90.2	95.1	88.1
외환관련이익	80.4	33.2	27.2	30.2	28.7
외환관련손실	105.0	30.8	31.7	31.3	31.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-28.2	-8.7	7.5	1.9	-13.3
법인세차감이익	213.2	85.6	133.0	140.2	164.0
법인세비용	52.9	28.9	54.8	28.1	26.0
계속사업손익	160.2	56.6	78.2	112.1	138.0
당기순이익	160.2	56.6	78.2	112.1	138.0
지배주주순이익	125.3	44.9	49.8	79.2	104.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.8	-16.6	3.4	4.6	2.5
영업이익 증감율	-27.9	-44.7	26.2	6.5	14.5
EBITDA 증감율	-19.0	-30.9	22.4	20.3	5.1
지배주주순이익의 증감율	-50.0	-64.2	10.9	59.0	31.3
EPS 증감율	-50.0	-64.2	10.9	59.0	31.2
매출총이익율(%)	13.6	11.3	12.3	10.4	11.6
영업이익율(%)	8.2	5.4	6.6	6.8	7.5
EBITDA Margin(%)	13.0	10.8	12.8	14.7	15.1
지배주주순이익율(%)	3.3	1.4	1.5	2.3	2.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	350.4	352.9	328.9	459.1	503.2
당기순이익	0.0	0.0	0.0	112.1	138.0
비현금항목의 가감	286.0	241.4	284.4	386.3	370.5
유형자산감가상각비	185.5	171.7	203.5	275.5	267.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	100.5	69.7	80.9	110.8	102.8
영업활동자산부채증감	-45.9	176.5	31.9	-61.3	-13.5
매출채권및기타채권의감소	138.4	14.3	75.3	-2.8	-25.6
채고자산의감소	-70.6	161.4	-35.3	-6.4	-2.2
매입채무및기타채무의증가	-54.5	-37.6	3.9	-16.7	-2.8
기타	-59.2	38.4	-12.0	-35.4	17.1
기타현금흐름	110.3	-65.0	12.6	22.0	8.2
투자활동 현금흐름	-251.6	-350.0	-388.3	-368.9	-266.0
유형자산의 취득	-227.6	-352.8	-351.5	-380.4	-276.4
유형자산의 처분	6.0	17.9	3.9	11.4	2.8
무형자산의 순취득	-0.5	-1.1	-5.3	-0.3	-0.3
투자자산의감소(증가)	-5.3	-11.9	-61.7	-0.8	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	-3.4	1.0	-3.0	-0.6	-0.5
기타	-20.8	-3.1	29.3	1.8	9.3
재무활동 현금흐름	-102.7	-12.8	52.2	25.5	-166.1
차입금의 증가(감소)	37.7	93.8	87.8	61.4	-129.7
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.4	-97.7	-29.2	-29.0	-29.0
기타	-5.0	-8.9	-6.4	-6.9	-7.4
기타현금흐름	-5.9	6.4	6.5	-110.8	-67.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-9.7	-3.5	-0.7	4.9	3.2
기초현금 및 현금성자산	33.6	23.9	20.3	19.6	24.5
기말현금 및 현금성자산	23.9	20.3	19.6	24.5	27.7

자료: HS효성첨단소재, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	1,331.3	1,192.2	1,265.6	1,281.3	1,313.3
현금 및 현금성자산	23.9	20.3	19.6	24.5	27.7
단기금융자산	10.9	9.9	13.0	13.6	14.2
매출채권 및 기타채권	592.6	590.1	597.4	600.3	625.9
채고자산	652.3	506.5	593.5	600.0	602.2
기타유동자산	51.6	65.4	42.1	42.9	43.3
비유동자산	1,603.4	1,975.2	2,555.1	2,667.1	2,680.4
투자자산	10.9	22.8	84.4	85.3	86.1
유형자산	1,344.6	1,572.4	2,060.0	2,164.9	2,173.6
무형자산	32.7	30.5	35.3	35.6	35.9
기타비유동자산	215.2	349.5	375.4	381.3	384.8
자산총계	2,934.7	3,167.4	3,820.8	3,948.4	3,993.6
유동부채	1,625.0	1,751.3	1,985.8	2,025.2	1,915.4
매입채무 및 기타채무	417.1	502.0	523.4	506.6	503.8
단기금융부채	1,148.7	1,231.1	1,435.4	1,491.3	1,384.1
기타유동부채	59.2	18.2	27.0	27.3	27.5
비유동부채	510.2	563.7	677.6	648.6	643.4
장기금융부채	492.8	516.2	560.2	565.8	543.4
기타비유동부채	17.4	47.5	117.4	82.8	100.0
부채총계	2,135.2	2,315.0	2,663.4	2,673.7	2,558.9
자본지분	707.5	780.0	1,044.6	1,129.0	1,255.1
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.1	384.1	384.1	384.1	384.1
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	66.8	68.6	317.3	351.6	402.7
이익잉여금	236.1	306.7	322.6	372.8	447.7
비지배지분	92.1	72.5	112.8	145.6	179.7
자본총계	799.6	852.5	1,157.3	1,274.7	1,434.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	27,978	10,030	11,124	17,687	23,207
BPS	157,920	174,099	233,162	252,022	280,152
CFPS	99,612	66,520	80,926	111,240	113,522
DPS	15,000	6,500	6,500	6,500	6,500
주가배수(배)					
PER	11.9	39.8	15.7	9.9	7.6
PER(최고)	21.4	50.8	36.7		
PER(최저)	10.8	32.5	15.0		
PBR	2.11	2.29	0.75	0.70	0.63
PBR(최고)	3.80	2.93	1.75		
PBR(최저)	1.92	1.87	0.71		
PSR	0.39	0.56	0.24	0.23	0.22
PCFR	3.3	6.0	2.2	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.4	10.4	6.8	5.8	5.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	41.8	51.3	37.1	25.9	21.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	4.5	1.6	3.7	3.7	3.7
ROA	5.5	1.9	2.2	2.9	3.5
ROE	19.1	6.0	5.5	7.3	8.7
ROIC	9.1	6.5	7.9	5.2	8.2
매출채권회전율	5.9	5.4	5.6	5.8	5.8
채고자산회전율	6.3	5.5	6.0	5.8	5.9
부채비율	267.0	271.6	230.1	209.8	178.4
순차입금비율	201.0	201.4	169.6	158.4	131.4
이자보상배율, 현금	6.4	2.1	2.4	2.5	3.0
총차입금	1,641.6	1,747.3	1,995.7	2,057.1	1,927.5
순차입금	1,606.8	1,717.0	1,963.1	2,019.0	1,885.6
EBITDA	500.6	345.8	423.3	509.4	535.4
FCF	113.3	158.6	84.5	-4.5	223.8

SK케미칼 (285130)



BUY(Initiate)

목표주가 67,000원
주가(5/15) 53,700원

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

SK케미칼에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 67,000원으로 신규분석을 개시합니다. 2025년 예상되는 본업(GC) 영업이익은 +42.1% YoY 성장이 가능할 전망입니다. 2024년 완료된 Monomer 증설효과와 2H25 설비개조 완료 이후 Mix 개선 효과 때문입니다. 관세 불확실성 확대에 따라 SK케미칼의 중국 M/S 확대가 예상되고, CR 전환 수요는 지속되고 있는 상황에서 실적 성장은 지속될 전망입니다.

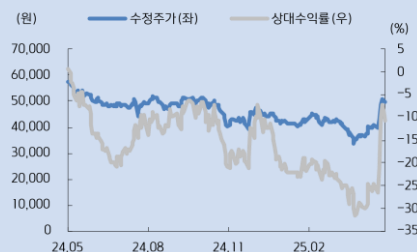
Stock Data

KOSPI (5/15)	2,621.36pt	
시가총액	9,265억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,200원	33,800원
최고/최저가 대비 등락	-7.7%	58.9%
주가수익률	절대	상대
1M	47.5%	67.5%
6M	33.1%	49.2%
1Y	-7.4%	18.3%

Company Data

발행주식수	17,254천주
일평균 거래량(3M)	44천주
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(25.E)	2.3%
BP(25.E)	115,788원
주요 주주	SK디스커버리 외 8인 42.7%

Price Trend



중국 M/S 확대와 GC 증익

>>> 견조한 본업, 업사이드 유효

SK케미칼에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 67,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, SK바이오사이언스는 1M 평균 시가총액에 70% 할인율을 적용했다. 2025E 예상되는 본업 GC(Green Chemical) EBITDA는 2,307억원이다. 또한, Eastman Chemical의 12MF EV/EBITDA는 7.7배가 예상되는 점을 고려할 때, 업사이드는 유효하다는 판단이다. 관세 불확실성 확대 이후 Eastman의 아시아 M/S는 축소되고 있고, 유럽 대체수요 유입으로 SK케미칼의 M/S는 확대될 수 있을 전망이다. Copolyester M/S확대는 Eastman Chemical 대비 할인 축소 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

>>> 중국 M/S 확대와 CR 전환 수요 성장

SK케미칼의 2025E 본업 GC 영업이익은 1,689억원(+42.1% YoY)이 예상된다. 2024년 Monomer 증설에 따른 판매확대 지속과 2H25 #2 설비의 고부가 제품 전용생산라인 개조가 완료되며 Mix 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 또한, 관세 불확실성 확대에 따라 Eastman은 최근 중국 수출의 어려움에 대해 언급한 적 있으며, 중국내 Tritan 공급 감소는 SK케미칼의 M/S 확대가 가능한 요인이다. 2025년 Copolyester 전방시장인 가전/화장품 시장 수요 역시 회복이 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 한편, CR-Copolyester 판매확대도 긍정적이다. 매출비중은 지속 상승 중인 상황이며, 브랜드의 소재전환 수요는 점진적으로 성장 중이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,829.2	1,748.8	1,736.8	2,203.1	2,281.1
영업이익	230.5	83.3	-45.2	52.4	104.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
세전이익	236.7	52.4	-27.4	76.5	180.9
순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
지배주주지분순이익	191.3	39.9	8.8	52.6	122.1
EPS(원)	9,736	2,058	456	2,715	6,306
증감률(% YoY)	14.3	-78.9	-77.8	495.0	132.2
PER(배)	7.5	32.7	97.1	13.6	5.9
PBR(배)	0.66	0.62	0.39	0.32	0.30
EV/EBITDA(배)	2.8	6.6	21.1	6.2	5.1
영업이익률(%)	12.6	4.8	-2.6	2.4	4.6
ROE(%)	9.1	1.9	0.4	2.4	5.3
순차입금비용(%)	-36.6	-18.3	8.7	8.6	5.9

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

SK케미칼에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 67,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 적정주가를 산출했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple을 적용했다. SK바이오사이언스의 경우 1M 평균 시가총액을 사용, 보유지분가치를 산정한 후 70%할인을 적용했다. 본업 GC의 Target Multiple로는 Eastman Chemical의 12MF EV/EBITDA를 30%할인해 적용했다.

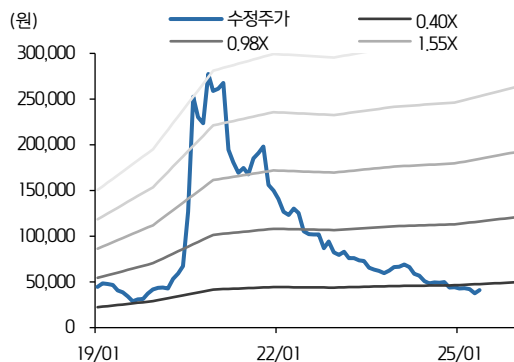
SK케미칼의 2025E Green Chemical EBITDA는 2,307억원이 예상된다. 2024년 완료된 Monomer 증설효과에 따른 판매량 증가와 #2 고부가설비 개조 완료에 따른 Mix 개선으로 +42.1% YoY의 연간 영업이익의 성장이 예상되기 때문이다. 한편, 미-중 불확실성 확대에 따라 Eastman Chemical의 중국내 M/S는 축소, 반사적으로 SK케미칼의 M/S는 확대될 수 있는 상황이며, 중국내 고객사들 역시 대체수요처 확보를 지속 중이다. 이는, 향후 Eastman Chemical 대비 할인율 축소 요인으로 작용할 수 있다는 판단이다. CR 제품수요 역시 점진적으로 성장하고 있는 점이 확인되고 있고, SK케미칼은 이에 대응해 CR 설비 투자를 확대하고 있는 만큼 향후 판매량은 점진적 성장이 예상된다.

SK케미칼 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
Green Chemical	230.7	5.5	1,275.6	Eastman 12MF Multiple 할인 적용
Pharma	31.3	8.9	279.9	국내 제약사 Peer Group 평균
SKBS	-	-	630.7	SKBS 1M 평균 시가총액 / 70% 할인
영업가치(십억원)		2,186.2		
투자자산(십억원)		76.1		
순차입금(십억원)		275.2		
비지배주주지분(십억원)		839.0		
적정가치(십억원)		1,148.1		
발행주식수(천주)		17,253.8		
적정주가(원)		66,542		
T.P(원)		67,000		
Upside(%)		24.8		

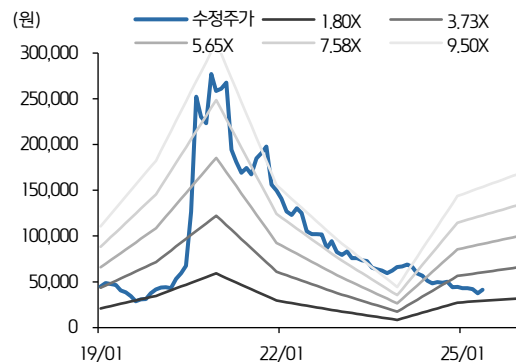
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 P/B Band Chart



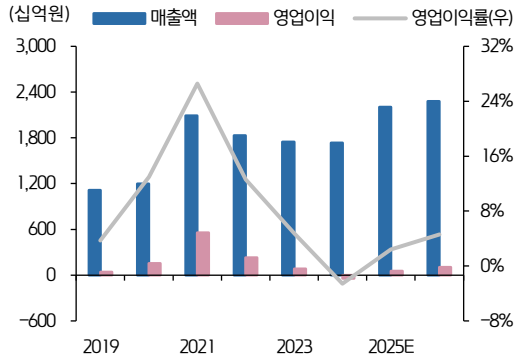
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 EV/EBITDA Band Chart



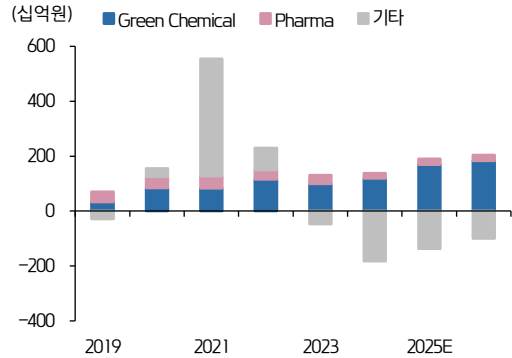
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 연간 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	381.0	413.9	426.3	514.3	536.6	531.5	581.0	554.1	1,735.5	2,203.1	2,281.1
Green Chemical	222.2	250.2	229.4	208.1	232.0	229.3	239.7	236.8	909.9	937.8	935.8
Pharma	86.4	80.5	84.3	106.1	97.3	103.0	113.8	111.4	357.3	425.6	442.5
기타	72.4	83.2	112.6	200.1	207.3	199.1	227.5	205.9	468.3	839.8	902.8
YoY(%)	4.5%	11.5%	-26.7%	19.2%	40.9%	28.4%	36.3%	7.7%	-0.8%	26.9%	3.5%
QoQ(%)	-11.7%	8.6%	3.0%	20.6%	4.3%	-1.0%	9.3%	-4.6%	-	-	-
영업이익(십억원)	-12.7	8.9	-12.5	-28.5	24.3	5.8	12.2	10.1	-44.8	52.4	104.4
Green Chemical	20.5	37.0	31.5	29.9	45.5	39.8	42.5	41.1	118.9	168.9	182.9
Pharma	4.2	3.8	5.3	5.9	5.5	5.1	5.2	5.2	19.2	21.0	21.3
기타	-37.4	-31.9	-49.3	-64.3	-26.7	-39.1	-35.6	-36.1	-182.9	-137.6	-99.8
YoY(%)	적전	흑전	적전	적전	흑전	-34.9%	흑전	흑전	적전	흑전	99.2%
QoQ(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전	-76.1%	110.1%	-16.8%	-	-	-
영업이익률(%)	-3.3%	2.2%	-2.9%	-5.5%	4.5%	1.1%	2.1%	1.8%	-2.6%	2.4%	4.6%
Green Chemical	9.2%	14.8%	13.7%	14.4%	19.6%	17.4%	17.7%	17.4%	13.1%	18.0%	19.5%
Pharma	4.9%	4.7%	6.3%	5.6%	5.7%	5.0%	4.6%	4.6%	5.4%	4.9%	4.8%
기타	-51.6%	-38.3%	-43.8%	-32.1%	-12.9%	-19.7%	-15.6%	-17.5%	-39.1%	-16.4%	-11.1%
순이익(십억원)	-8.4	5.1	-11.0	9.9	15.2	-0.5	5.9	32.1	-4.4	52.7	140.5
지배주주	-4.1	8.6	-3.9	8.2	20.0	-0.4	5.1	27.9	8.8	52.6	122.1
순이익률(%)	-2.2%	1.2%	-2.6%	1.9%	2.8%	-0.1%	1.0%	5.8%	-0.3%	2.4%	6.2%

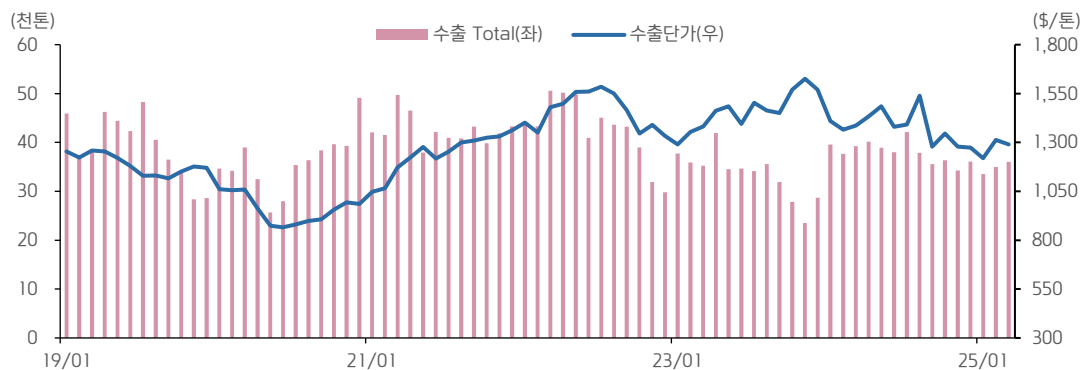
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	2,203.1	2,281.1	2,106.8	2,228.4	+4.6%	+2.4%
영업이익(십억원)	신규	신규	52.4	104.4	16.6	74.4	+215.8%	+40.4%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	52.6	122.1	17.9	63.6	+193.8%	+92.2%

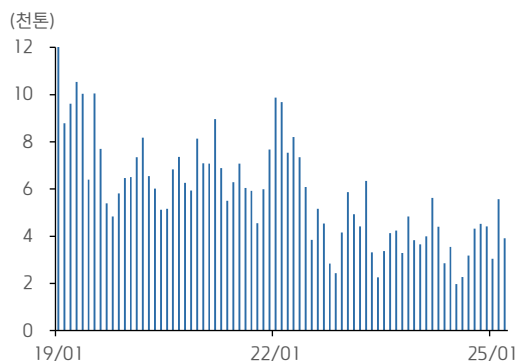
자료: SK케미칼, FnGuide, 키움증권 리서치센터

Copolyester 수출량 및 수출단가 추이



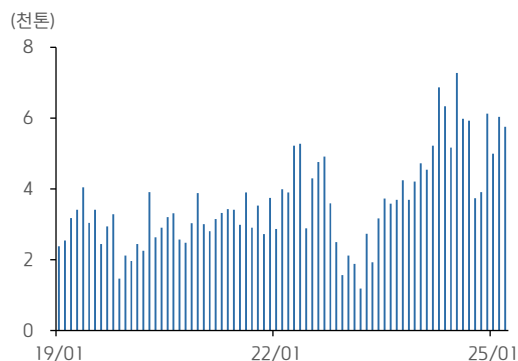
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

유럽향 Copolyester 수출 추이



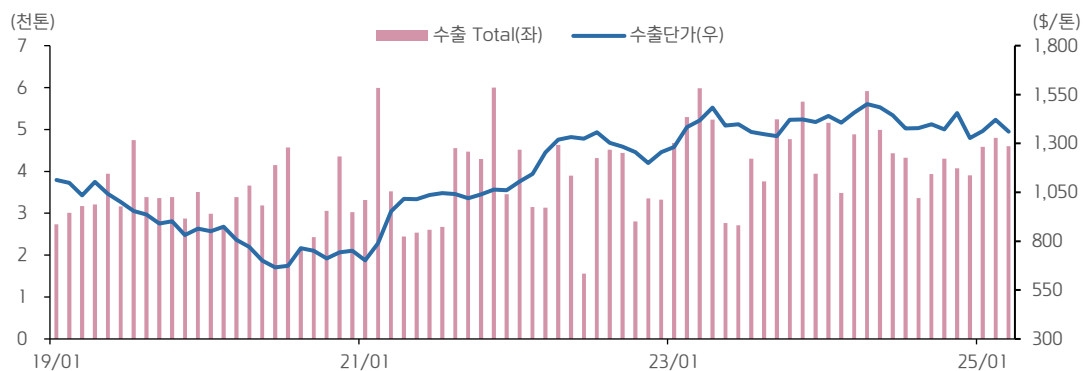
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

북미향 Copolyester 수출 추이



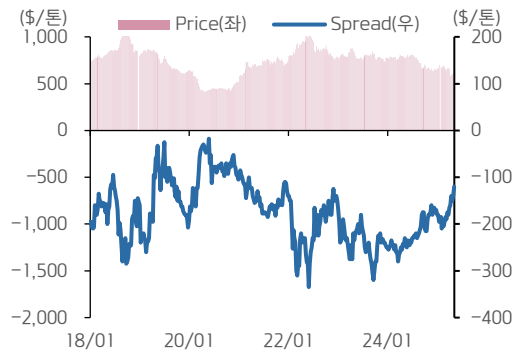
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

DMT 수출량 및 수출단가 추이



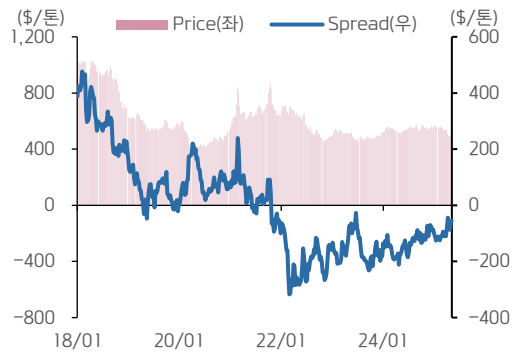
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

PTA 가격 및 Spread 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치센터

MEG 가격 및 Spread 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,829.2	1,748.8	1,736.8	2,203.1	2,281.1
매출원가	1,214.1	1,275.8	1,340.8	1,619.0	1,611.2
매출총이익	615.1	472.9	396.0	584.1	669.9
판매비	384.6	389.6	441.2	531.7	565.5
영업이익	230.5	83.3	-45.2	52.4	104.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
영업외손익	6.2	-30.9	17.7	24.1	76.5
이자수익	7.3	19.4	17.9	17.0	17.8
이자비용	15.5	32.0	41.4	43.8	41.4
외환관련이익	75.1	46.8	36.6	41.7	39.2
외환관련손실	62.8	31.3	24.5	27.9	26.2
종속 및 관계기업손익	-0.8	-2.9	-0.8	-1.7	-1.4
기타	2.9	-30.9	29.9	38.8	88.5
법인세차감전이익	236.7	52.4	-27.4	76.5	180.9
법인세비용	5.2	4.6	-23.1	17.2	40.4
계속사업손손익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
지배주주순이익	191.3	39.9	8.8	52.6	122.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.5	-4.4	-0.7	26.8	3.5
영업이익 증감율	-58.5	-63.9	-154.3	-215.9	99.2
EBITDA 증감율	-50.3	-39.0	-53.9	218.3	18.2
지배주주순이익의 증감율	13.8	-79.1	-77.9	497.7	132.1
EPS 증감율	14.3	-78.9	-77.8	495.0	132.2
매출총이익률(%)	33.6	27.0	22.8	26.5	29.4
영업이익률(%)	12.6	4.8	-2.6	2.4	4.6
EBITDA Margin(%)	17.6	11.2	5.2	13.1	14.9
지배주주순이익률(%)	10.5	2.3	0.5	2.4	5.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-186.5	146.1	-89.3	101.0	208.3
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
비현금항목의 가감	135.9	184.6	23.4	109.2	129.3
유형자산감가상각비	81.2	100.0	118.6	205.7	211.6
무형자산감가상각비	10.3	12.8	16.9	29.6	24.1
지분법평가손익	-1.3	-2.9	-1.0	0.9	0.6
기타	45.7	74.7	-111.1	-127.0	-107.0
영업활동자산부채증감	-359.7	-21.8	-70.4	-24.6	1.2
매출채권및기타채권의감소	-29.7	38.2	-59.4	63.9	-31.7
재고자산의감소	-178.2	53.2	84.5	-2.7	-35.0
매입채무및기타채무의증가	-68.8	6.9	-20.3	-26.7	35.2
기타	-83.0	-120.1	-75.2	-59.1	32.7
기타현금흐름	-194.2	-64.5	-37.9	-42.9	-62.7
투자활동 현금흐름	231.0	-510.4	-157.3	-385.7	-466.0
유형자산의 취득	-290.1	-389.1	-422.1	-280.3	-314.5
유형자산의 처분	1.3	0.0	17.5	2.8	3.1
무형자산의 순취득	-11.3	-10.7	-17.1	-5.3	-4.1
투자자산의감소(증가)	19.0	-64.0	17.0	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	474.4	115.3	352.8	-25.5	-35.1
기타	37.7	-161.9	-105.4	-76.5	-114.5
재무활동 현금흐름	107.2	355.5	380.0	-25.0	-13.9
차입금의 증가(감소)	220.0	379.5	321.9	-31.5	-30.9
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-67.2	-29.9	-17.6	-22.2	-19.8
기타	4.4	5.9	75.7	28.7	36.8
기타현금흐름	-7.2	-2.3	4.7	25.6	280.3
현금 및 현금성자산의 순증가	144.4	-11.1	138.0	-58.1	8.6
기초현금 및 현금성자산	255.6	407.1	404.3	542.3	484.2
기말현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	484.2	492.8

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	2,518.7	2,204.4	2,385.8	2,293.2	2,404.2
현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	484.3	492.9
단기금융자산	1,319.7	1,204.4	851.6	877.1	912.2
매출채권 및 기타채권	249.9	180.0	368.5	304.5	336.3
재고자산	482.8	376.9	565.5	568.2	603.2
기타유동자산	66.3	47.1	57.9	59.1	59.6
비유동자산	1,427.0	1,954.3	2,981.3	3,004.6	3,101.7
투자자산	52.8	114.0	96.2	94.7	93.3
유형자산	1,193.1	1,601.6	2,459.2	2,533.8	2,636.7
무형자산	51.8	54.2	163.0	138.7	118.7
기타비유동자산	129.3	184.5	262.9	237.4	253.0
자산총계	3,945.7	4,158.8	5,367.0	5,297.9	5,506.0
유동부채	1,058.8	830.2	983.2	951.5	981.7
매입채무 및 기타채무	236.9	257.2	316.6	289.9	325.2
단기금융부채	551.8	463.8	438.3	430.9	423.6
기타유동부채	270.1	109.2	228.3	230.7	232.9
비유동부채	178.0	652.8	1,350.8	1,264.7	1,271.9
장기금융부채	175.1	646.1	1,219.9	1,195.7	1,171.9
기타비유동부채	2.9	6.7	130.9	69.0	100.0
부채총계	1,236.8	1,483.0	2,334.1	2,216.2	2,253.6
자본지분	2,146.7	2,118.7	2,200.7	2,242.7	2,395.0
자본금	98.8	98.8	98.8	98.8	98.8
자본잉여금	1,199.0	1,212.4	1,240.1	1,240.1	1,240.1
기타자본	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6
기타포괄손익누계액	1.9	-37.4	22.4	31.6	81.5
이익잉여금	868.6	866.5	861.0	893.8	996.1
비지배지분	562.2	557.1	832.3	839.0	857.4
자본총계	2,708.9	2,675.8	3,033.0	3,081.7	3,252.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,736	2,058	456	2,715	6,306
BPS	110,830	109,385	113,618	115,788	123,647
CFPS	18,701	12,003	982	8,699	13,933
DPS	1,500	650	1,150	1,150	1,150
주가배수(배)					
PER	7.5	32.7	97.1	13.6	5.9
PER(최고)	16.0	42.1	162.4		
PER(최저)	7.5	27.0	85.7		
PBR	0.66	0.62	0.39	0.32	0.30
PBR(최고)	1.40	0.79	0.65		
PBR(최저)	0.66	0.51	0.34		
PSR	0.79	0.75	0.49	0.32	0.31
PCFR	3.9	5.6	45.1	4.2	2.6
EV/EBITDA	2.8	6.6	21.1	6.2	5.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	11.2	23.4	-453.8	33.4	14.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.0	1.0	2.6	3.1	3.1
ROA	5.9	1.2	-0.1	1.1	2.6
ROE	9.1	1.9	0.4	2.4	5.3
ROIC	13.9	2.0	0.4	1.0	2.6
매출채권회전율	6.0	8.1	6.3	6.5	7.1
재고자산회전율	4.4	4.1	3.7	3.9	3.9
부채비율	45.7	55.4	77.0	71.9	69.3
순차입금비율	-36.6	-18.3	8.7	8.6	5.9
이자보상배율, 현금	14.9	2.6	-1.1	1.2	2.5
총차입금	726.9	1,109.9	1,658.2	1,626.6	1,595.5
순차입금	-992.8	-490.5	264.3	265.2	190.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
FCF	-389.9	-273.6	-346.2	-40.3	6.9

TKG휴켄스 (069260)



BUY(Initiate)

목표주가 20,000원
주가(5/15) 15,950원

정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

TKG휴켄스에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 20,000원으로 신규 분석을 개시합니다. MNB 2공장 증설(+30만톤)효과는 2Q25이후 본격화될 전망입니다. 또한, 중국 경기부양책 지속에 따라 TDI 수요 개선이 예상되며, 실적 부진 지속 중인 DNT역시 전방수요 개선에 따라 점진적 회복이 예상됩니다. 1Q25 저점으로 개선이 예상되는 실적대비 현재 주가는 역사상 하단 수준입니다.

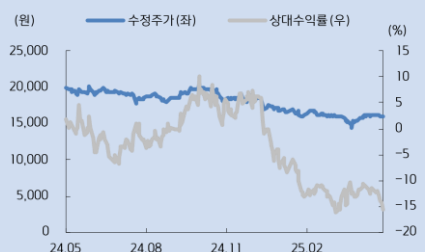
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt	
시가총액		6,520억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		20,600원	14,380원
최고/최저가 대비 등락		-22.6%	10.9%
주가수익률		절대	상대
	1M	-1.0%	-2.1%
	6M	1.3%	35.2%
	1Y	30.3%	33.3%

Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	44천주
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(25.E)	6.4%
BP(25.E)	22,083원
주요 주주	티케이이태광 외 2인 43.4%

Price Trend



1Q25 저점으로 이익 개선

>>> 점진적 시황회복에 무게

투자 의견 'BUY', 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2025E BPS 22,083원에 Target P/B 0.90배를 적용해 산출했으며, Target P/B는 최근 3개년 평균 P/B를 적용했다. MNB 2공장 증설(+30만톤)에 따른 물량증가 효과는 2024년 Ramp-up 단계를 거쳐 2025년 본격화될 전망이다. TDI 시장 부진에 따른 DNT 판매부진 및 수익성 악화는 아쉽지만, 중국 경기부양책 지속에 따른 전방수요 개선 등에 따라 TDI 시장은 점진적 회복이 예상된다. 현재 12MF PBR은 0.7배로 역사상 밴드 하단의 주가 수준이다. 전반적인 리스크 요인이 반영된 주가 레벨이라는 판단이며, 향후 개선 포인트에 주목한다면, 현재 주가는 저평가 국면이다.

>>> 1Q25 저점으로 이익개선

2025E 예상되는 영업이익은 786억원(-2.8% YoY)으로 소폭 감익할 전망이다. 2025년 MNB 증설효과 본격화 및 점진적 TDI 시장 회복 등을 바탕으로 NT계열 증익(+45.1% YoY)이 예상되나, 1H24 기저효과 등에 따라 NA계열 감익(-15.8% YoY)이 예상되기 때문이다. MNB의 경우 1Q25 고객사 정기보수 완료에 따라 판매량 증가가 예상된다. TDI 시장은 중국 경기부양책 지속에 따른 전방수요 개선으로 회복이 예상된다. 중국 수요 개선은 50% M/S를 차지하고 있는 Wanhua Chemical의 수혜로 연결될 가능성이 높으나, 외부로 출회되는 중국 물량 감소와 ASP 상승이 예상되는 점을 고려할 때, TKG휴켄스의 실적 개선 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

(실익원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,235.8	1,052.7	1,188.2	1,181.0	1,214.1
영업이익	117.1	121.2	80.8	78.6	97.3
EBITDA	144.3	145.8	127.2	146.3	182.8
세전이익	111.1	153.4	100.2	100.0	118.2
순이익	86.6	134.8	77.5	77.6	93.9
지배주주지분순이익	86.6	134.8	77.7	76.3	93.6
EPS(원)	2,119	3,297	1,900	1,868	2,290
증감률(% YoY)	14.5	55.6	-42.4	-1.7	22.6
PER(배)	9.4	6.5	9.0	8.4	6.9
PBR(배)	1.10	1.05	0.80	0.71	0.68
EV/EBITDA(배)	4.1	4.3	4.4	3.2	2.3
영업이익률(%)	9.5	11.5	6.8	6.7	8.0
ROE(%)	12.0	17.0	9.1	8.6	10.1
순차입금비용(%)	-29.9	-30.9	-17.0	-19.9	-23.7

자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

TKG휴켄스에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 20,000원을 제시한다. 2025E BPS 22,083원에 Target P/B 0.90배를 적용했다. Target P/B는 최근 3개년 평균 P/B를 적용했다. 현재 TKG휴켄스의 12MF PBR은 0.7배로 역사상 밴드 하단에 위치해있다. DNT 실적 부진과 화학 섹터 전반에 걸친 리스크가 반영된 주가 수준이라는 판단이다. 1Q25이후 점진적 실적 개선이 예상되는 상황에서 현재 주가는 저평가 상황이다.

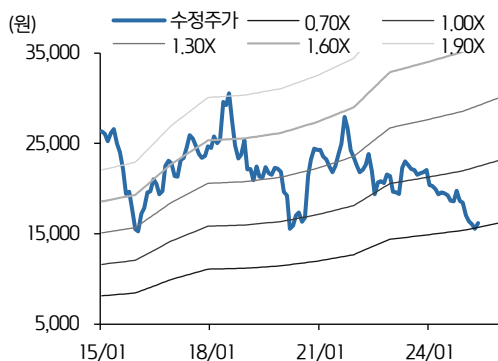
MNB 2공장 증설효과는 2Q25이후 본격화될 전망이다. 1Q25 고객사 MDI 정기보수에 따라 MNB 판매량 감소가 발생한 상황이나, 정기보수 종료 후 MNB 가동률 상승이 예상돼 판매량은 2Q25이후 개선될 전망이다. DNT 실적 역시 1Q25를 저점으로 점진적 개선 가능성이 있다. TDI 업황 부진에 따라 고객사 가동률이 하락, DNT 판매량 및 수익성 모두 하락한 상황이다. 하지만, 중국 경기부양책 지속에 따라 TDI 전방수요 개선이 예상되며, TDI Spread 개선에 따른 실적 회복이 전망된다. 글로벌 M/S 50%를 차지하는 Wanhua Chemical의 수혜강도가 가장 강할 것으로 예상되나, 중국 물량 출회 감소와 ASP 상승 여력이 발생한다는 점에서 업황 회복은 가능할 전망이다.

TKG휴켄스 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E ROE (%)	8.6	
2025E BPS (원)	22,083	
Target P/B (배)	0.9	3개년 평균 P/B 적용
적정가치 (원)	19,874	2025E BPS x Target P/B
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	15,950	5월 15일 종가 기준
Upside (%)	25.3	5월 15일 종가 기준

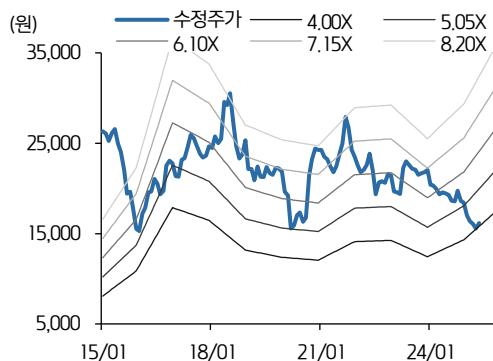
자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 P/B Band Chart



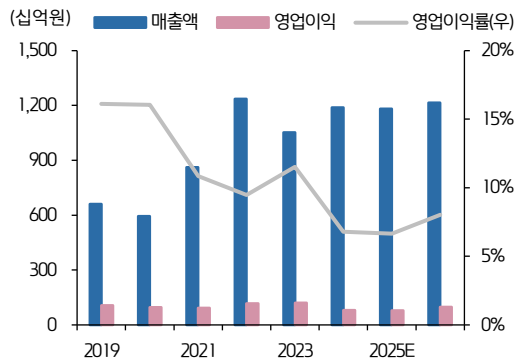
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 EV/EBITDA Band Chart



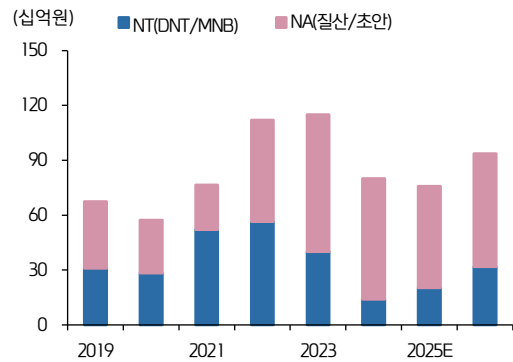
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 연간 실적 추이 및 전망



자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 부문별 이익 추이 및 전망



자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	300.8	280.7	294.8	311.9	269.3	306.4	309.2	296.1	1,188.2	1,181.0	1,214.1
NT	187.0	196.0	195.0	203.0	172.0	207.4	205.0	192.7	781.0	777.1	800.6
NA	107.0	79.0	93.0	93.0	83.0	88.0	93.3	92.2	372.0	356.5	366.0
YoY(%)	-4.4%	0.3%	24.4%	41.0%	-10.5%	9.1%	4.9%	-5.1%	12.9%	-0.6%	2.8%
QoQ(%)	36.0%	-6.7%	5.0%	5.8%	-13.7%	13.8%	0.9%	-4.2%	-	-	-
영업이익(십억원)	31.5	21.5	19.6	8.2	12.6	24.4	24.6	16.9	80.8	78.6	97.3
NT	10.0	3.0	5.0	-4.0	1.0	8.6	7.8	2.9	14.0	20.3	31.9
NA	21.0	18.0	14.0	13.0	12.0	14.5	15.1	14.0	66.0	55.6	61.8
YoY(%)	-35.1%	-50.9%	-35.8%	흑전	-60.1%	13.7%	25.7%	106.0%	-33.3%	-2.8%	23.9%
QoQ(%)	흑전	-31.9%	-9.0%	-58.0%	53.3%	93.9%	0.6%	-31.1%	-	-	-
영업이익률(%)	10.5%	7.7%	6.6%	2.6%	4.7%	8.0%	8.0%	5.7%	6.8%	6.7%	8.0%
NT	5.3%	1.5%	2.6%	-2.0%	0.6%	4.1%	3.8%	1.5%	1.8%	2.6%	4.0%
NA	19.6%	22.8%	15.1%	14.0%	14.5%	16.4%	16.1%	15.2%	17.7%	15.6%	16.9%
순이익(십억원)	30.4	21.4	18.0	7.7	14.0	24.6	21.4	16.5	77.5	76.6	93.9
지배주주	30.4	21.4	18.0	7.9	14.0	24.5	21.4	16.5	77.7	76.3	93.6
순이익률(%)	10.1%	7.6%	6.1%	2.5%	5.2%	8.0%	6.9%	5.6%	6.5%	6.5%	7.7%

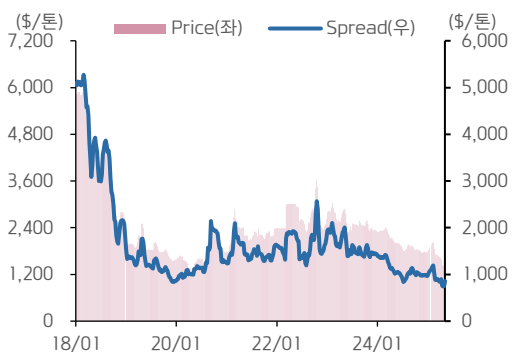
자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

TKG휴켄스 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	1,181.0	1,214.1	1,413.2	1,530.6	-16.4%	-20.7%
영업이익(십억원)	신규	신규	78.6	97.3	89.1	112.4	-11.8%	-13.4%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	76.3	93.6	83.0	102.7	-8.0%	-8.9%

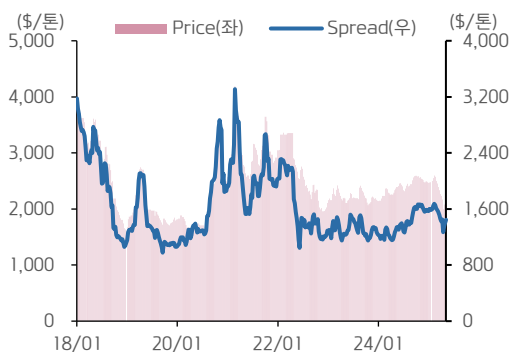
자료: TKG휴켄스, FnGuide, 키움증권 리서치센터

TDI 가격 및 Spread 추이



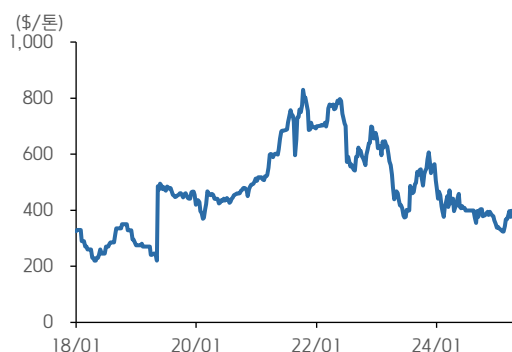
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

MDI 가격 및 Spread 추이



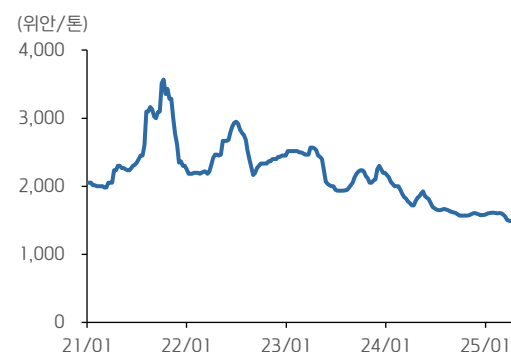
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

암모니아 가격 추이



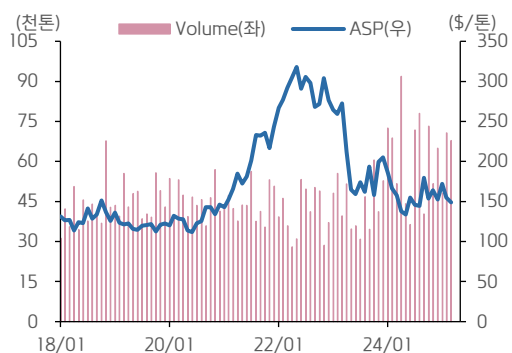
자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

중국 질산가격 추이



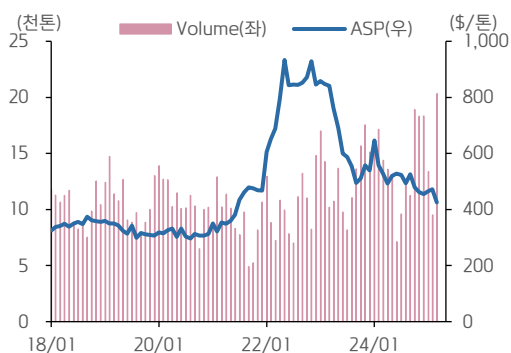
자료: Sunsir, 키움증권 리서치센터

질산 수출증량 및 단가



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

초안 수출증량 및 단가



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,235.8	1,052.7	1,188.2	1,181.0	1,214.1
매출원가	1,078.6	886.2	1,060.0	1,052.0	1,067.4
매출총이익	157.3	166.5	128.2	129.0	146.7
판매비	40.1	45.2	47.4	50.4	49.4
영업이익	117.1	121.2	80.8	78.6	97.3
EBITDA	144.3	145.8	127.2	146.3	182.8
영업외손익	-6.1	32.2	19.4	21.4	20.9
이자수익	8.7	11.4	10.2	11.0	12.9
이자비용	0.6	0.2	2.0	1.3	1.5
외환관련이익	23.5	21.5	24.1	23.0	22.9
외환관련손실	26.3	20.3	24.4	23.7	22.8
중속 및 관계기업손익	-1.9	-0.8	-0.1	-0.2	-0.3
기타	-9.5	20.6	11.6	12.6	9.7
법인세차감전이익	111.1	153.4	100.2	100.0	118.2
법인세비용	24.4	18.6	22.7	22.3	24.3
계속사업손익	86.6	134.8	77.5	77.6	93.9
당기순이익	86.6	134.8	77.5	77.6	93.9
지배주주순이익	86.6	134.8	77.7	76.3	93.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	43.5	-14.8	12.9	-0.6	2.8
영업이익 증감율	25.4	3.5	-33.3	-2.7	23.8
EBITDA 증감율	17.0	1.0	-12.8	15.0	24.9
지배주주순이익의 증감율	14.5	55.7	-42.4	-1.8	22.7
EPS 증감율	14.5	55.6	-42.4	-1.7	22.6
매출총이익율(%)	12.7	15.8	10.8	10.9	12.1
영업이익율(%)	9.5	11.5	6.8	6.7	8.0
EBITDA Margin(%)	11.7	13.9	10.7	12.4	15.1
지배주주순이익율(%)	7.0	12.8	6.5	6.5	7.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	44.9	221.6	79.3	121.2	153.2
당기순이익	86.6	134.8	77.5	77.6	93.9
비현금항목의 가감	62.7	13.8	53.2	52.8	69.9
유형자산감가상각비	26.8	24.4	45.7	66.5	83.9
무형자산감가상각비	0.4	0.2	0.7	1.2	1.6
지분법평가손익	-10.1	-10.8	-0.1	0.2	0.3
기타	45.6	0.0	6.9	-15.1	-15.9
영업활동자산부채증감	-85.0	89.1	-43.6	2.4	1.3
매출채권및기타채권의감소	-71.7	16.8	22.5	-23.6	4.3
재고자산의감소	-21.8	7.5	-2.0	-0.2	0.3
매입채무및기타채무의증가	17.4	68.0	-56.9	28.7	-0.3
기타	-8.9	-3.2	-7.2	-2.5	-3.0
기타현금흐름	-19.4	-16.1	-7.8	-11.6	-11.9
투자활동 현금흐름	63.8	-139.5	-75.1	-105.7	-115.0
유형자산의 취득	-92.1	-114.1	-33.4	-69.9	-87.4
유형자산의 처분	0.0	2.1	0.0	0.7	0.9
무형자산의 순취득	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2
투자자산의감소(증가)	80.5	-39.7	-12.7	-1.3	-1.3
단기금융자산의감소(증가)	118.7	1.3	12.5	-10.5	-8.8
기타	-43.2	11.0	-41.2	-24.5	-18.2
재무활동 현금흐름	-80.1	-49.2	-46.1	-43.6	-46.2
차입금의 증가(감소)	-35.5	-11.9	-1.6	-1.5	-5.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-38.4	-38.4	-38.4	-38.4	-38.4
기타	-6.2	1.1	-6.1	-3.7	-2.8
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	48.7	38.4
현금 및 현금성자산의 순증가	28.7	32.9	-41.8	20.6	30.4
기초현금 및 현금성자산	8.0	36.6	69.6	27.8	48.4
기말현금 및 현금성자산	36.6	69.6	27.8	48.4	78.8

자료: TKG휴켄스, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	514.2	539.9	461.3	516.5	551.4
현금 및 현금성자산	36.6	69.6	27.8	48.4	78.8
단기금융자산	223.0	221.7	209.2	219.7	228.5
매출채권 및 기타채권	170.5	155.1	138.7	162.3	158.0
재고자산	66.5	58.2	65.2	65.3	65.0
기타유동자산	17.6	35.3	20.4	20.8	21.1
비유동자산	427.7	559.8	706.9	712.2	716.7
투자자산	91.6	131.3	144.1	145.2	146.2
유형자산	269.6	361.2	429.3	432.8	436.3
무형자산	8.0	8.1	69.1	68.1	66.8
기타비유동자산	58.5	59.2	64.4	66.1	67.4
자산총계	941.8	1,099.7	1,168.2	1,228.7	1,268.1
유동부채	156.6	212.4	235.8	263.7	255.9
매입채무 및 기타채무	121.8	190.4	136.6	165.3	165.0
단기금융부채	18.5	6.4	59.2	58.0	54.5
기타유동부채	16.3	15.6	40.0	40.4	36.4
비유동부채	44.6	46.9	57.6	54.1	52.5
장기금융부채	20.1	25.5	29.5	28.6	25.8
기타비유동부채	24.5	21.4	28.1	25.5	26.7
부채총계	201.2	259.3	293.3	317.8	308.4
자본지분	740.7	840.5	868.0	902.7	951.2
자본금	40.9	40.9	40.9	40.9	40.9
자본잉여금	190.4	190.4	190.4	190.4	190.4
기타자본	-51.3	-54.4	-55.8	-55.8	-55.8
기타포괄손익누계액	-10.2	-5.5	-14.5	-17.7	-24.5
이익잉여금	570.9	669.1	707.0	745.0	800.2
비지배지분	0.0	0.0	6.9	8.2	8.5
자본총계	740.7	840.5	874.9	910.9	959.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,119	3,297	1,900	1,868	2,290
BPS	18,119	20,560	21,233	22,083	23,268
CFPS	3,654	3,636	3,197	3,191	4,008
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	9.4	6.5	9.0	8.4	6.9
PER(최고)	12.2	7.3	11.3		
PER(최저)	8.4	5.6	8.9		
PBR	1.10	1.05	0.80	0.71	0.68
PBR(최고)	1.43	1.18	1.01		
PBR(최저)	0.99	0.90	0.80		
PSR	0.66	0.83	0.59	0.54	0.53
PCFR	5.5	5.9	5.3	4.9	3.9
EV/EBITDA	4.1	4.3	4.4	3.2	2.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	44.3	28.5	49.5	49.4	40.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	5.0	4.7	5.9	6.4	6.4
ROA	9.2	13.2	6.8	6.5	7.5
ROE	12.0	17.0	9.1	8.6	10.1
ROIC	26.8	24.7	12.6	10.7	13.6
매출채권회전율	8.9	6.5	8.1	7.8	7.6
재고자산회전율	21.4	16.9	19.3	18.1	18.6
부채비율	27.2	30.8	33.5	34.9	32.1
순차입금비용	-29.9	-30.9	-17.0	-19.9	-23.7
이자보상배율, 현금	183.5	522.2	41.1	61.6	65.7
총차입금	38.5	31.9	88.7	86.6	80.2
순차입금	-221.1	-259.4	-148.3	-181.5	-227.0
EBITDA	144.3	145.8	127.2	146.3	182.8
FCF	-59.5	105.7	32.0	61.4	77.5

고지사항

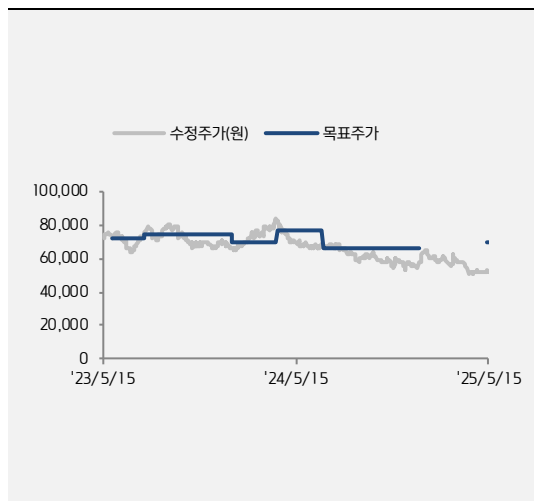
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
S-Oil (010950)	2023-05-30	Marketperform (Maintain)	72,000원	6개월	-2.25	4.86
	2023-07-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	1.58	9.05
	2023-10-31	Marketperform (Maintain)	74,000원	6개월	-2.61	9.05
	2024-01-15	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	-4.18	-1.43
	2024-02-05	Marketperform (Maintain)	70,000원	6개월	5.09	19.29
	2024-04-09	Marketperform (Maintain)	77,000원	6개월	-8.35	7.40
	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	66,000원	6개월	-7.80	4.24
담당자변경	2025-05-15	Buy(Reinitiate)	70,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK이노베이션 (096770)	2023-05-30	Outperform (Upgrade)	204,662원	6개월	-7.62	-0.72
	2023-06-27	Outperform (Maintain)	185,967원	6개월	-9.08	8.73
	2023-07-31	Outperform (Maintain)	205,646원	6개월	-23.58	3.35
	2023-11-30	Outperform (Maintain)	167,000원	6개월	-18.84	-14.31
	2024-01-15	Outperform (Maintain)	143,000원	6개월	-17.69	-11.12
	2024-02-07	Marketperform (Downgrade)	116,000원	6개월	3.85	11.12
	2024-04-09	Marketperform (Maintain)	116,000원	6개월	-2.31	11.12
	2024-07-05	Marketperform (Maintain)	110,000원	6개월	1.44	11.82
담당자변경	2025-05-15	BUY(Reinitiate)	110,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

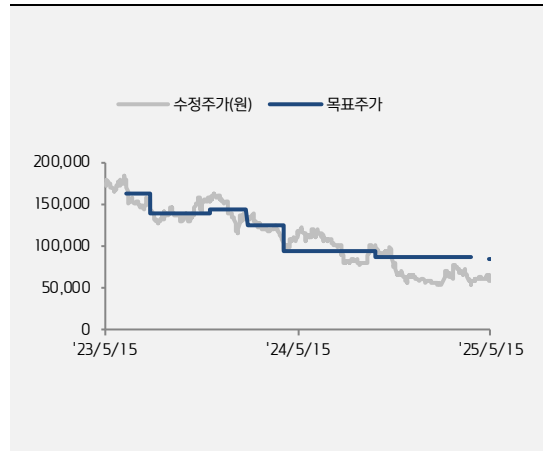


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데케미칼 (011170)	2023-06-23	Marketperform (Maintain)	164,000원	6개월	-6.21	3.90
	2023-08-09	Marketperform (Maintain)	139,000원	6개월	1.06	14.32
	2023-11-30	Marketperform (Maintain)	145,000원	6개월	-0.42	12.14
	2024-02-08	Marketperform (Maintain)	125,000원	6개월	-1.79	10.72
	2024-04-19	Marketperform (Maintain)	95,000원	6개월	5.71	28.11
	2024-10-10	Marketperform (Maintain)	88,000원	6개월	-21.90	12.27
담당자변경	2025-05-15	BUY(Reinitiate)	85,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

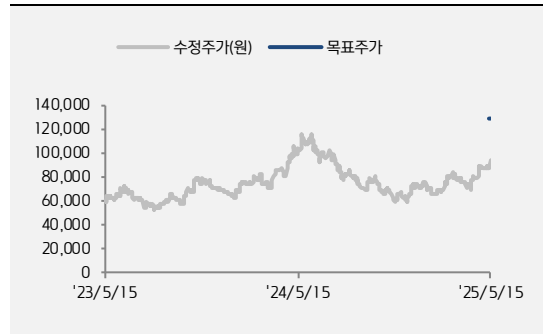


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
유니드 (014830)	2025-05-15	BUY(Initiate)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

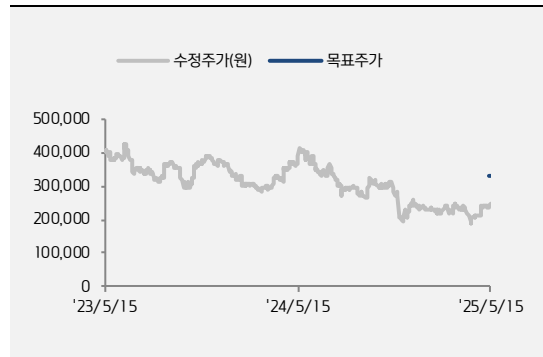


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
호성티앤씨 (298020)	2025-05-15	BUY(Initiate)	330,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

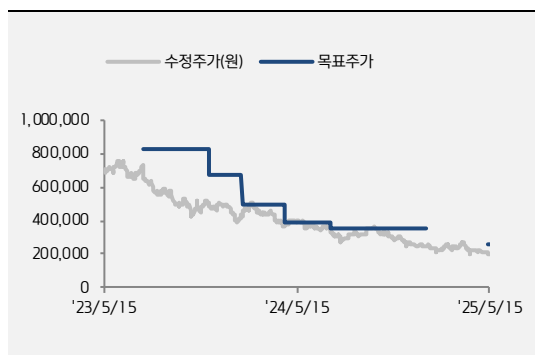


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
LG화학 (051910)	2023-07-28	BUY(Maintain)	830,000원	6개월	-35.72	-21.08
	2023-11-30	BUY(Maintain)	670,000원	6개월	-30.80	-24.78
	2024-02-01	Outperform (Downgrade)	500,000원	6개월	-11.82	1.60
	2024-04-23	Marketperform (Downgrade)	383,000원	6개월	-2.24	5.74
	2024-07-17	Marketperform (Maintain)	350,000원	6개월	-13.82	3.14
담당자변경	2025-05-15	BUY(Reinitiate)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

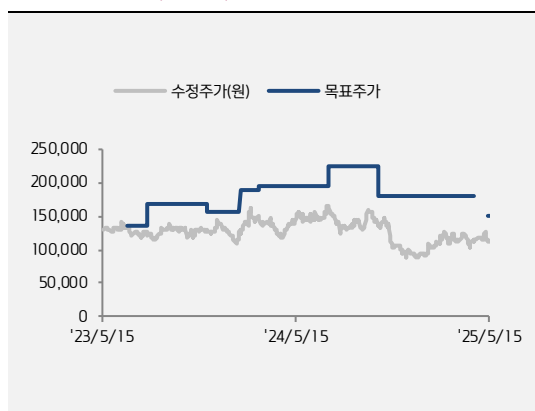


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
금호석유화학 (011780)	2023-06-30	Marketperform (Maintain)	136,000원	6개월	-8.19	-1.03
	2023-08-07	BUY (Downgrade)	168,000원	6개월	-24.41	-17.80
	2023-11-30	BUY(Maintain)	157,000원	6개월	-19.72	-8.15
	2024-01-30	BUY(Maintain)	188,000원	6개월	-23.82	-14.10
	2024-03-07	BUY(Maintain)	194,000원	6개월	-29.33	-19.38
	2024-06-03	BUY(Maintain)	194,000원	6개월	-27.23	-14.85
	2024-07-15	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-36.77	-26.98
	2024-10-18	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-39.02	-19.23
담당자변경	2025-05-15	BUY(Reinitiate)	150,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

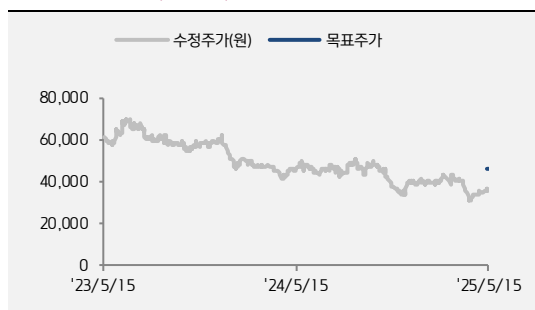


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데정밀화학 (004000)	2025-05-15	BUY(Initiate)	46,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

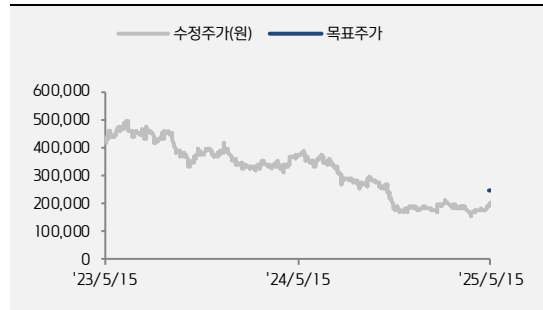


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
HS호성 첨단소재 (298050)	2025-05-15	BUY(Initiate)	250,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

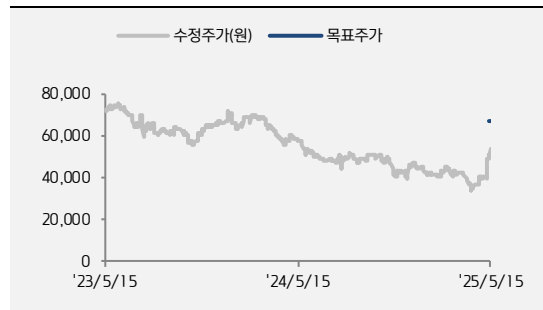


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK케미칼 (285130)	2025-05-15	BUY(Initiate)	67,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

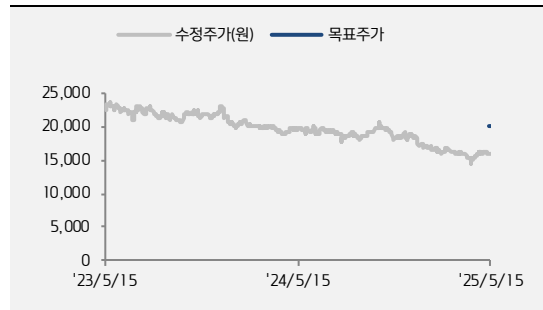


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
TKG휴켄스 (069260)	2025-05-15	BUY(Initiate)	20,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%