정유/화학 Monthly (7월)

정유의 이유 있는 마진 강세

더 많은 리포트 보기

KB증권

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
wchun@kbfg.com
연구원 송윤주
yunju.jade.song@kbfg.com

2025년 7월 17일

Positive 유지

[유가] 60$/b 바닥 확인 후, 5~7월 회복. 3Q 하락/상승 시나리오는?

Brent ($/b): 24년 말 (72.8$) → 1Q25 (76.8$) → 2Q25 (66.9$) → 7월 (70.1$)

유가는 OPEC의 증산 가속 및 미국 관세 우려로, 6월 초 59.6$/b까지 하락해 이슈가 되었다. 하지만, 예상대로 유가는 60$/b (미국 Shale Oil BEP 및 EU/G7의 러시아산 구매 상한제 가격) 수준에서 지지 → 6월 이스라엘-이란 전쟁에 생산량 감소 및 호르무즈 해협 봉쇄 우려로 반등 → 7월 안정화 되었다. 하반기는 두가지 시나리오를 생각해볼 수 있다.

[러시아 원유 제재 변동: 하향 안정화] EU가 7월말 회의 (18차 경제 제재 패키지)에 러시아산 원유 구매 상한제 가격을 시장 연동 (예: 기준 원유에서 -15% 할인) 할 것을 제시했다. EU/G7의 러시아산 원유 구매 상한제에도 ① 협상국이 아닌 중국/인도 등이 러시아산 저가 원유를 구입해 원가 우위를 누리고 있으며, ② 이에 따라 러시아의 생산량은 유지되고 있다는 점이 이유였다. 통과된다면, 일부 EU/G7 정유사들은 러시아산을 할인된 가격에 계약/도입할 수 있고, 수요처가 늘어나 러시아가 생산량을 늘린다면, 유가는 약보합으로 전환될 가능성이 있다.

[트럼프의 전쟁 휴전 요구: 상승] 7/14일 트럼프 대통령은 NATO를 통해 우크라이나에 대규모 방공/공격 무기 지원할 것이라 발표했다. 또한, 50일 이내에 전쟁 종료 합의가 이뤄지지 않으면 러시아에 2차 관세를 부과할 것이라 위협했다 (이후, 익명의 백악관 관계자가: "러시아 및 러시아 원유 구매국들에 2차 관세 100%를 부과하는 것"이라 설명). 트럼프의 애매한 표현과 에너지/물가 관리 필요성에, 시장은 "Trump's bluff"라 표현하며 유가는 오히려 1$/b 하락했다. 다만, 50일 후 현실화 될 경우, 공급 급감에 유가 상승을 예상해볼 수 있다.

[정유] 강세 요인: 폐쇄 Cycle & 중국 Teapot의 구조적인 몰락

정제마진 ($/b): 2015~24년 (9.1$) → 1Q25 (7.4$) → 2Q25 (9.1$) → 7월 (9.8$)

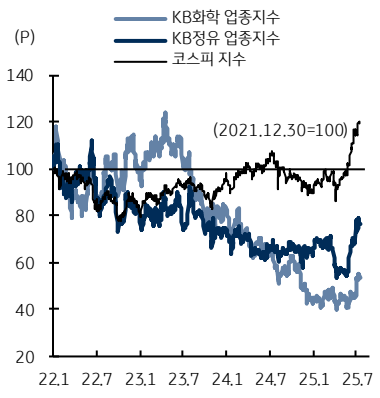
1H25 미국 휘발유 수요나 세계 항공량은 모두 "YoY Flat" 수준이다. 딱히 수요가 좋은 것도 아닌데 정제마진은 2Q 강보합세로 Mid-Cycle 이상의 마진이 유지되고 있다. ① 대규모 증설이 2023~1Q25 (9분기) 마무리된 후, 2Q25부터 유럽/미국/중국의 폐쇄가 시작되어 Fundamental이 개선되었기 때문이다 (5/26 자료 참고). ② 올해 폐쇄 10건 중, 4개가 중국 Teapot이었는데, 이들 Teapot (Global M/S 4%)의 구조적인 공급 축소는 올해가 시작인 것으로 분석한다. Teapot 가동률은 2021~23년 64.5% → 2024년 53.6% → 2025년 46.5%으로 하락했는데, 이는 2024년 12월부터 중국 정부가 정제유 수출세 리베이트를 13% → 9%로 축소해 수출 마진이 -3$/b 하락한 영향이며, 2025년부터는 Teapot 주 원료인 "LCO/SRFO/Bitumen"에 대한 소비세 (23$/b) 환급 절차를 변경, 환급률을 100% → 50~80%로 조정해 적자 전환이 불가피했기 때문이다. 7월부터 환급률을 75~95% 상향하나, 여전히 운영이 어려운 수준이다. 중/장기적인 구조조정을 기대하며 Positive 의견 유지한다.

[화학] Down-Cycle 지속. 2018~19년의 악몽

NCC 마진($/톤): 2015~24년 (433$) → 1Q25 (251$) → 2Q25 (2 71$) → 7월 (259$)

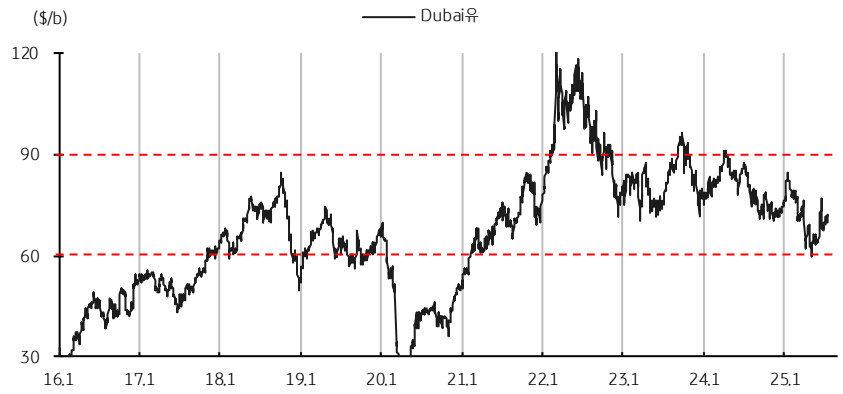
2Q 한국 → 중국 석유화학 수출은 -16% YoY 감소했다. 롯데케미칼의 대대적인 정기보수가 있었지만, 기본적으로 중국 → 미국/유럽 수출 감소 우려에 중국 신규 수출주문이 급감했기 때문으로 분석한다. 3Q 환율 반등세로, 특수/무기화학 위주의 포트폴리오 구성을 권한다.

정유/화학 커버리지 vs. KOSPI 지수



자료: Quantiwise, KB증권

그림 1. Dubai 유가 추이 (7/16)

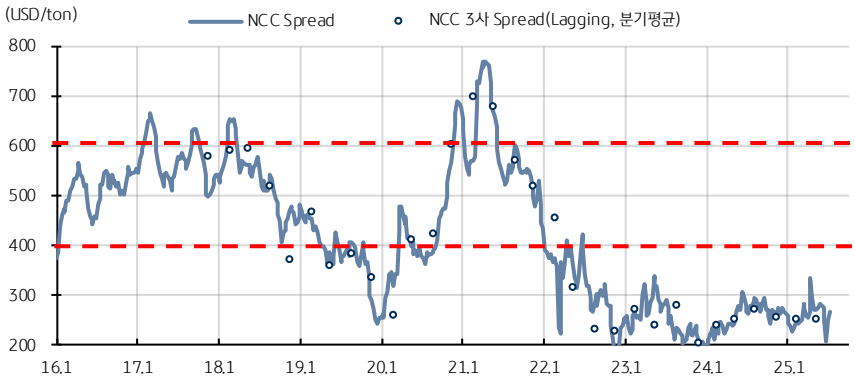


자료: Petronet, KB증권

그림 2. 정제마진 추이 (7/16)

자료: Petronet, KB증권

그림 3. NCC 마진 추이



자료: 씨스켐, KB증권

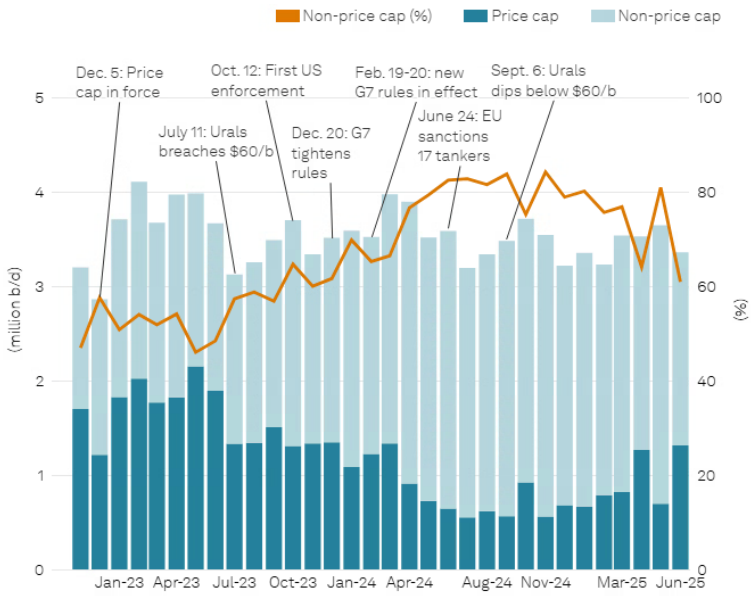
I. 유가: 3Q 하락/상승 시나리오는?

Brent ($/b): 24년 말 (72.8$) → 1Q25 (76.8$) → 2Q25 (66.9$) → 7월 (70.1$)
유가는 OPEC의 증산 가속 및 미국 관세 우려로, 6월 초 59.6$/b까지 하락해 이슈가 되었다. 하지만, 예상대로 유가는 60$/b (미국 Shale Oil BEP 및 EU/G7의 러시아산 구매 상한제 가격) 수준에서 지지 → 6월 이스라엘-이란 전쟁에 생산량 감소 및 호르무즈 해협 봉쇄 우려로 반등 → 7월 안정화 되었다. 하반기는 두가지 시나리오를 생각해볼 수 있다.

[러시아 원유 제재 변동: 하향 안정화 시나리오]
EU가 7월말 회의 (18차 경제 제재 패키지)에 러시아산 원유 구매 상한제 가격을 시장 연동 (예: 기준 원유에서 -15% 할인) 할 것을 제시했다. EU/G7의 러시아산 원유 구매 상한제에도 ① 협상국이 아닌 중국/인도 등이 러시아산 저가 원유를 구입해 원가 우위를 누리고 있으며, ② 이에 따라 러시아의 생산량은 유지되고 있다는 점이 이유였다. 통과된다면, 일부 EU/G7 정유사들은 러시아산을 할인된 가격에 계약/도입할 수 있고, 수요처가 늘어나 러시아가 생산량을 늘린다면, 유가는 약보합으로 전환될 가능성이 있다.

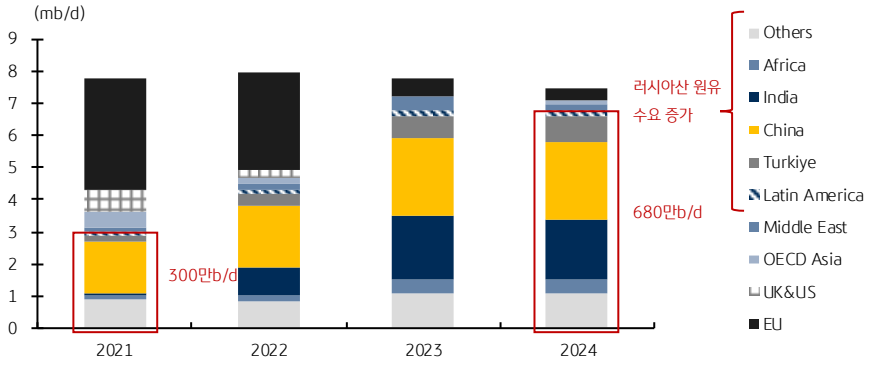
[트럼프의 전쟁 휴전 요구: 상승 시나리오]
7/14일 트럼프 대통령은 NATO를 통해 우크라이나에 대규모 방공/공격 무기 지원할 것이라 발표했다. 또한, 50일 이내에 전쟁 종료 합의가 이뤄지지 않으면 러시아에 2차 관세를 부과할 것이라 위협했다 (이후, 익명의 백악관 관계자가: "러시아 및 러시아 원유 구매국들에 2차 관세 100%를 부과하는 것"이라 설명). 트럼프의 애매한 표현과 에너지/물가 관리 필요성에, 시장은 "Trump's Bluff"라 표현하며 유가는 오히려 1$/b 하락했다. 다만, 50일 후 현실화 될 경우, 공급 급감에 유가 상승을 예상해볼 수 있다.

그림 4. 러시아 (Ural) 원유 선적 물량 추이



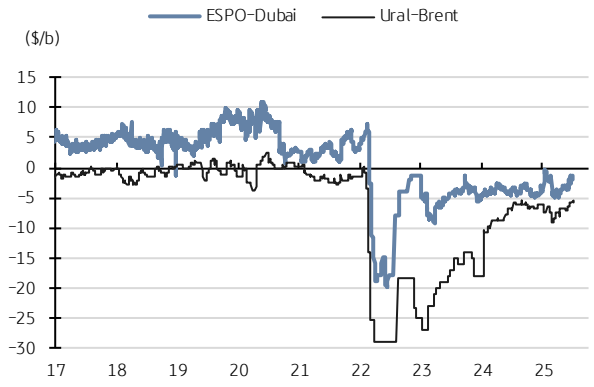
자료: S&P Global, KB증권

그림 5. 러시아 원유 수출량 (수출 제재로 중국/인도 등 수혜)



자료: IEA, KB증권

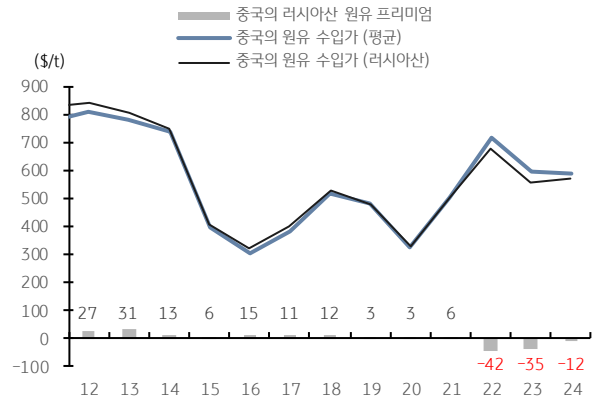
그림 6. 러시아산 원유 Discount 축소 (Espo, Ural)



자료: Bloomberg, KB증권

주: 한국/중국은 ESPO 사용, 인도/유럽은 Ural 사용

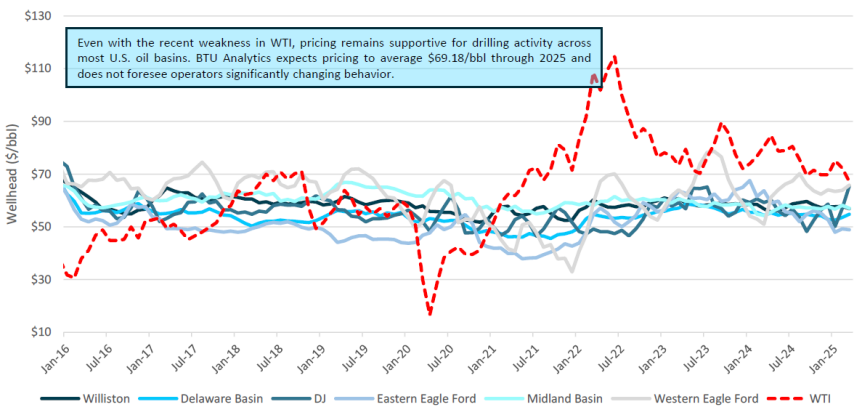
그림 7. 중국 원유 수입가격 (평균 가격 - 러시아산)



자료: International Trading Centre, KB증권

유가는 60$/b 이상에서 유지될 것으로 예상한다. 핵심 Shale Oil 지역인 Permian의 신규 유정 BEP는 현재 60$/b이며, 일부 고갈 지역 (Eagle Ford & DJ)은 BEP가 65$/b 수준으로, 신규 생산이 제한되기 때문이다.

그림 8. 유가 하향 안정화 근거 (미국 원유 가격과 신규 Shale 유정 BEP)



자료: BTU Analytics, Factset, KB증권

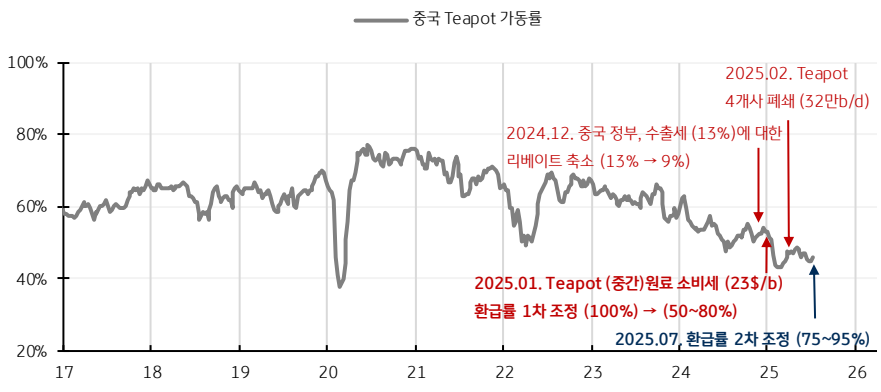
II. 정유: 폐쇄 Cycle & 중국 Teapot의 구조적인 몰락

정제마진 ($/b): 2015~24년 (9.1$) → 1Q25 (7.4$) → 2Q25 (9.1$) → 7월 (9.8$)

1H25 미국 휘발유 수요나 세계 항공량은 모두 "YoY Flat" 수준이다. 딱히 수요가 좋은 것도 아닌데 정제마진은 2Q 강보합세로 Mid-Cycle 이상의 마진이 유지되고 있다.

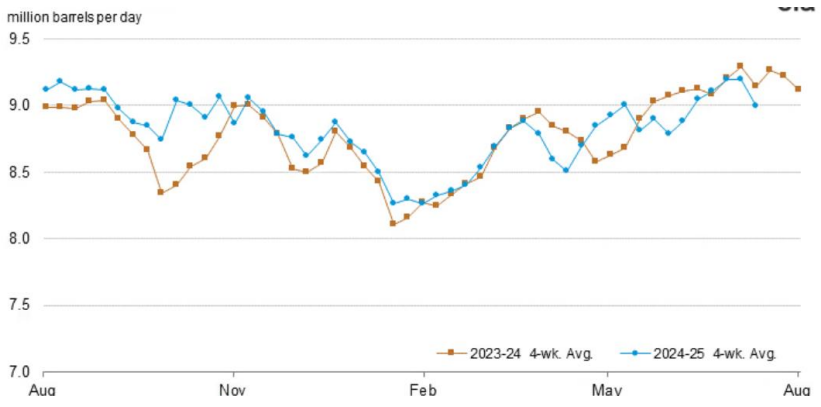
① 대규모 증설이 2023~1Q25 (9분기) 마무리된 후, 2Q25부터 유럽/미국/중국의 폐쇄가 시작되어 Fundamental이 개선되었기 때문이다 (5/26 인뎁스). ② 올해 폐쇄 10건 중, 4개가 중국 Teapot이었는데, 이들 Teapot (Global M/S 4%)의 구조적인 공급 축소는 올해가 시작인 것으로 분석한다. Teapot 가동률은 2021~23년 64.5% → 2024년 53.6% → 2025년 46.5%으로 하락했는데, 이는 2024년 12월부터 중국 정부가 정제유 수출세 리베이트를 13% → 9%로 축소해 수출 마진이 -3$/b 하락한 영향이며, 2025년부터는 Teapot 주 원료인 "LCO/SRFO/Bitumen"에 대한 소비세 (23$/b) 환급 절차를 변경, 환급률을 100% → 50~80%로 조정해 적자 전환이 불가피했기 때문이다. 7월부터 환급률을 75~95% 상향하나, 여전히 운영이 어려운 수준이다. 중/장기적인 구조조정을 기대하며 Positive 의견 유지한다.

그림 9. 중국 Teapot 가동률 하락세 지속. 2025년 가속화



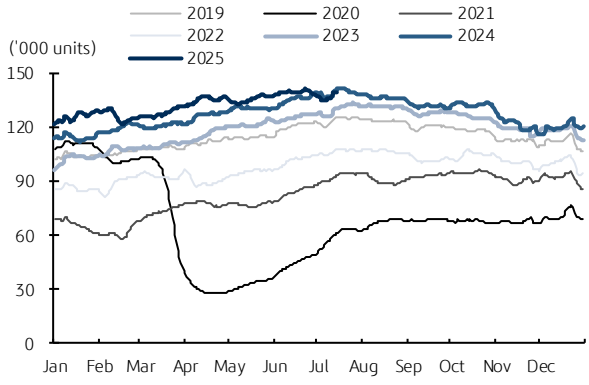
자료: Bloomberg, KB증권

그림 10. 미국 휘발유 수요 (YoY Flat)



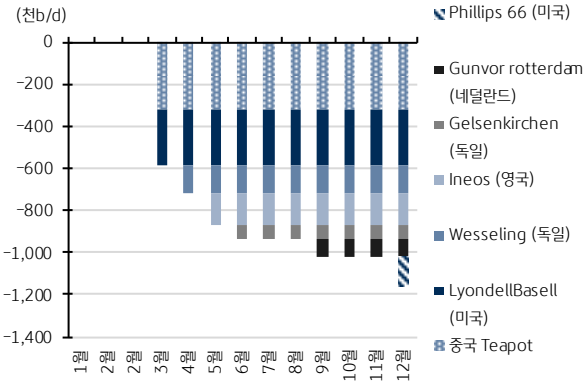
자료: EIA, KB증권

그림 11. 세계 항공 운항 편수 (YoY Flat)



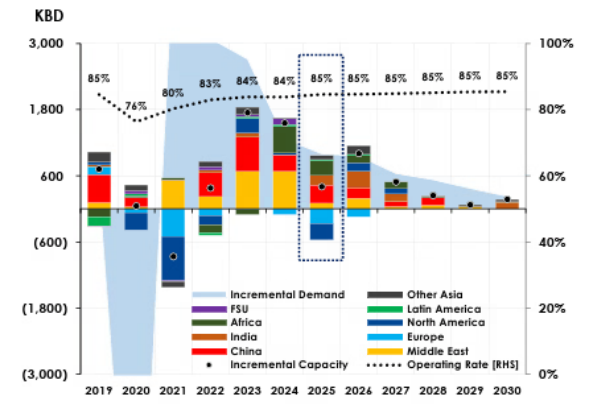
자료: KB증권

그림 12. 정유 설비 폐쇄 계획 (2025년 월별)



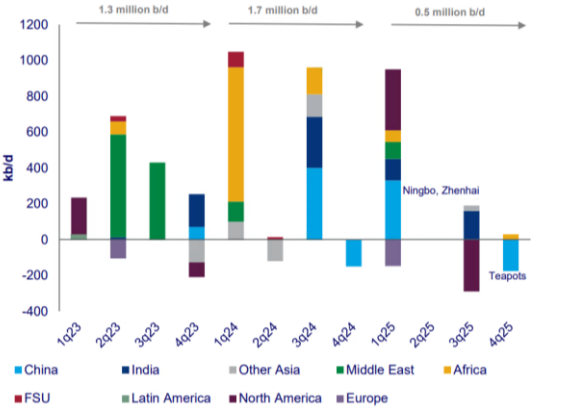
자료: FACTs (2024.12), Energy Aspect (2025.04), KB증권

그림 13. 정유 순증설 계획 (2025년 5월)



자료: Thai Oil (2024.08.~2025.04. 취합), KB증권

그림 14. 정유 설비 증설/폐쇄 계획 (분기별)



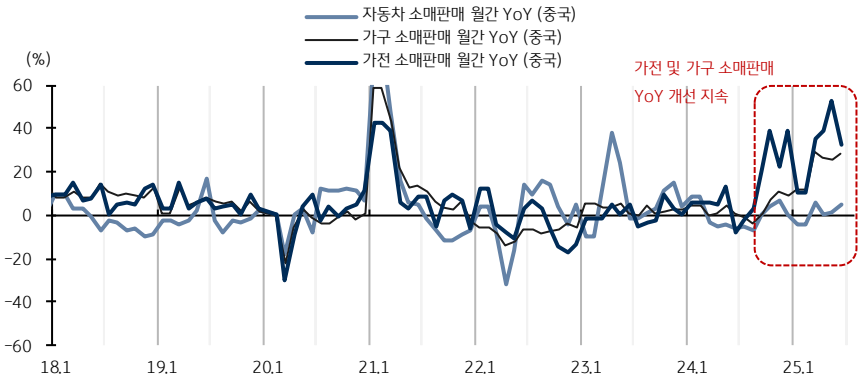
자료: WoodMackenzie (2024.12.), KB증권

III. 화학: Down-Cycle 지속. 2018~19년의 악몽

NCC 마진($/톤): 2015~24년 (433$) → 1Q25 (251$) → 2Q25 (271$) → 7월 (259$)

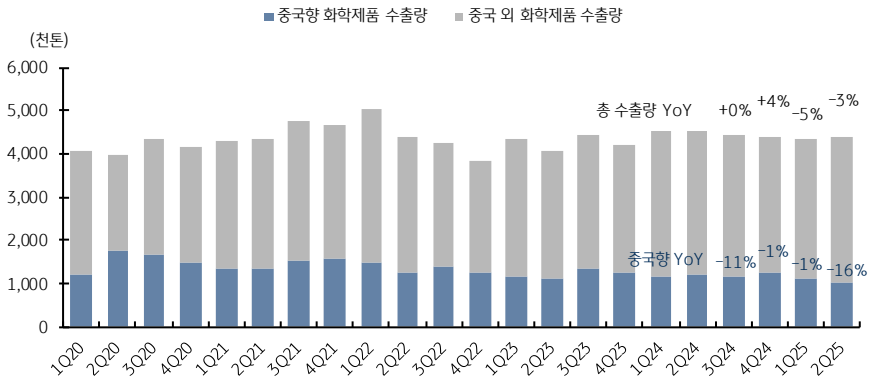
2Q 한국 → 중국 석유화학 수출은 -16% YoY 감소했다. 롯데케미칼의 대대적인 정기보수가 있었지만, 기본적으로 중국 → 미국/유럽 수출 감소 우려에 중국 신규 수출주문이 급감했기 때문으로 분석한다. 3Q 환율 반등세로, 특수/무기화학 위주의 포트폴리오 구성을 권한다.

그림 15. 중국 소매판매지수 (6월)



자료: NBS, KB증권

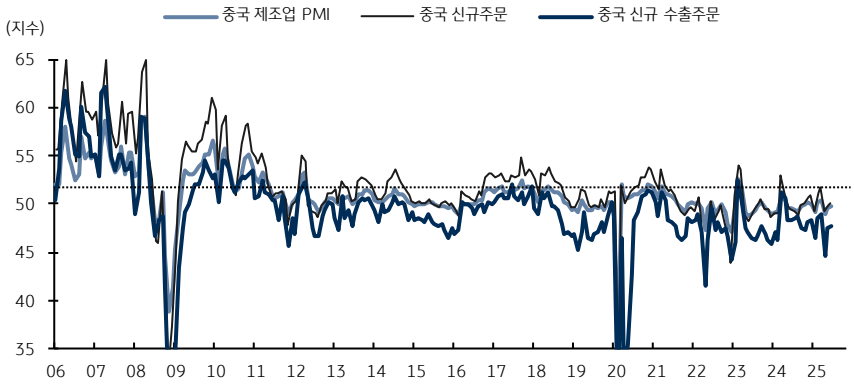
그림 16. 한국의 화학제품 수출량 추이



자료: KITA, Trass, KB증권

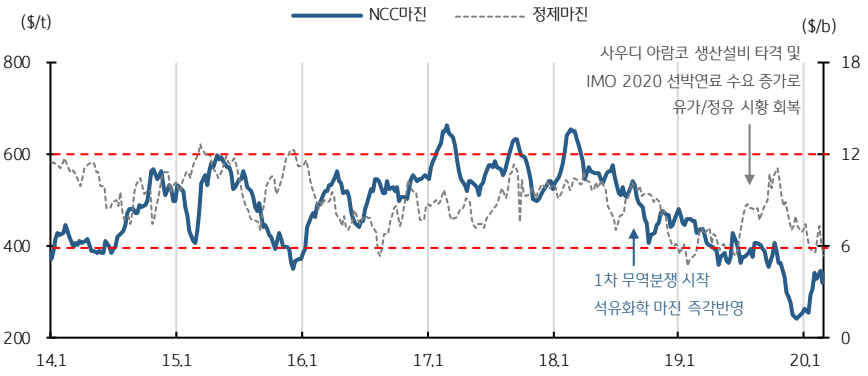
주: 화학 수출량은 HS39 (플라스틱과 그 제품) 기준이며, 2025년 6월 데이터는 1일~20일 잠정치를 30일로 보정한 값

그림 17. 중국 제조업 PMI 및 신규 수출주문 (6월)



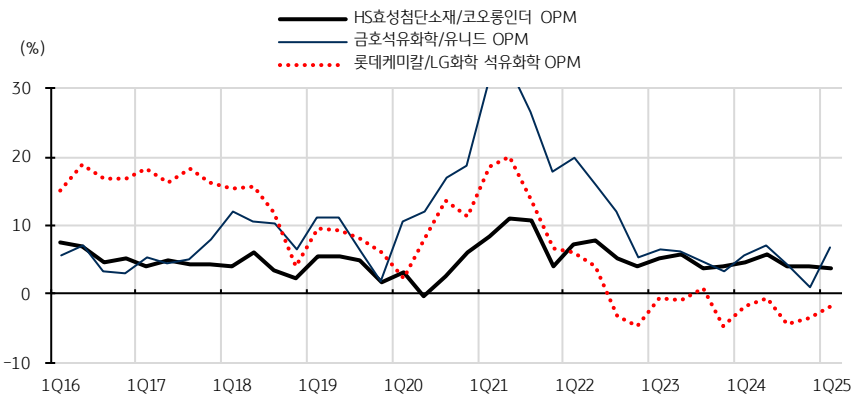
자료: Bloomberg, KB증권

그림 18. 1차 무역 분쟁에 따른 마진 하락 속도 (석유화학 > 정유)



자료: USITC, Cischem, KB증권

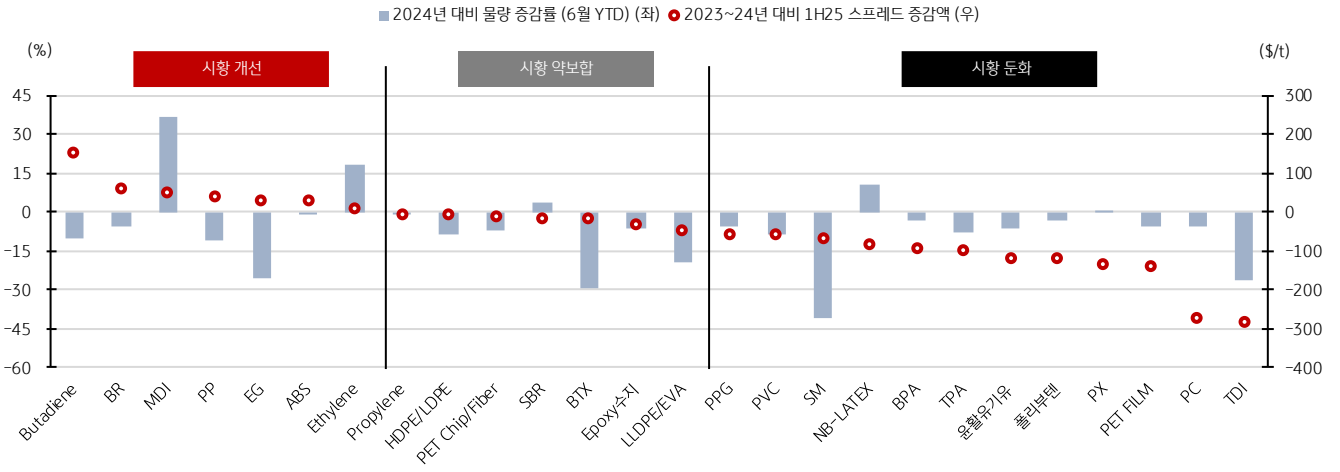
그림 19. 화학 6개사 제품 유형별 영업이익률 추이 (분기별)



자료: Dart, KB증권

주: 영업이익률은 각 2개사 영업이익률의 매출액 기준 가중평균

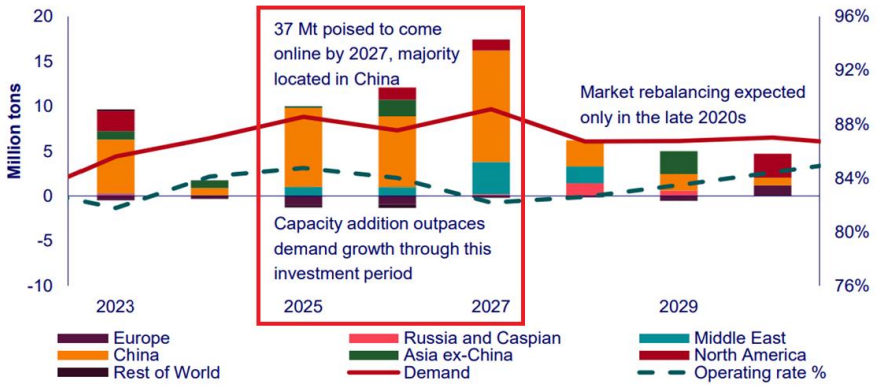
그림 20. 과거 대비 2025년 제품별 시황 (6월 누적)



자료: KITA, KB증권

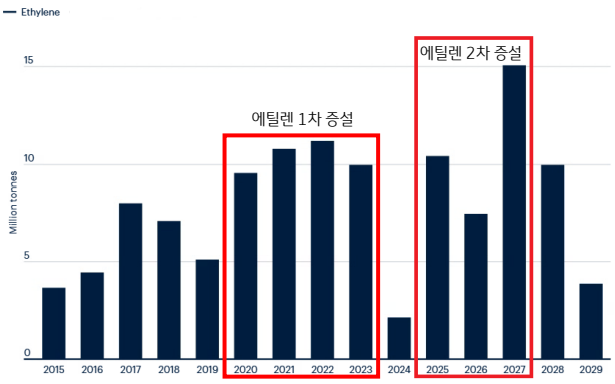
2025년 +880만톤
2025~27년 +3700만톤
2027년말 최종 Capa 2.6억톤

그림 21. 에틸렌 증설/폐쇄 추이



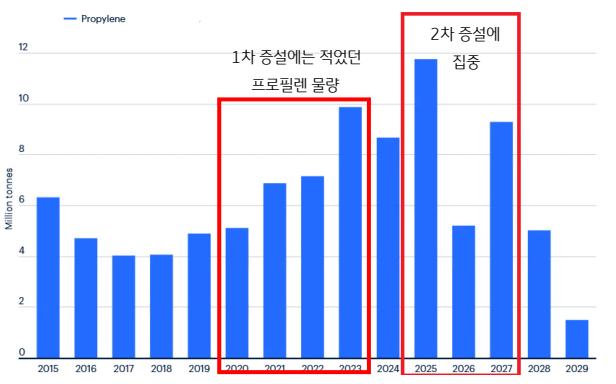
자료: Wood Mackenzie (2025.01), KB증권

그림 22. 글로벌 에틸렌 증설 추이



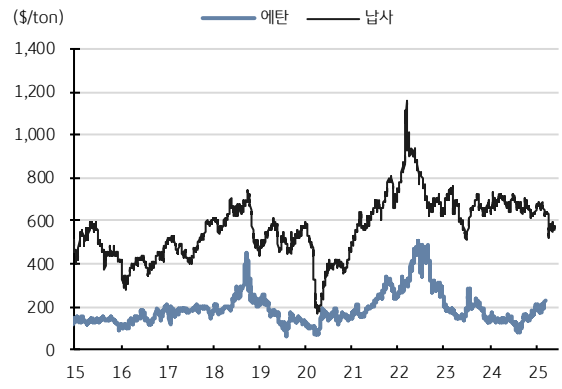
자료: ICIS (2025.01), KB증권

그림 23. 글로벌 프로필렌 증설 추이



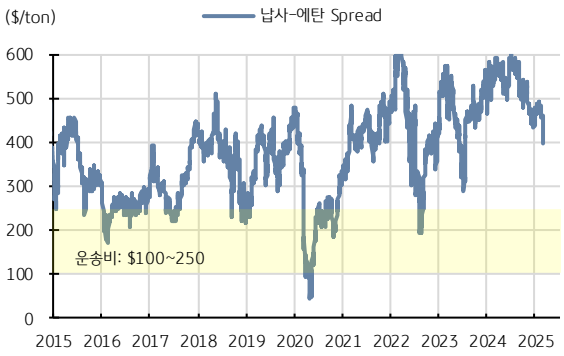
자료: ICIS (2025.01), KB증권

그림 24. 헨리허브 가스 가격 vs. Dubai 유가



자료: Bloomberg, KB증권

그림 25. 에틸렌 생산설비 경쟁력 차이 (1)



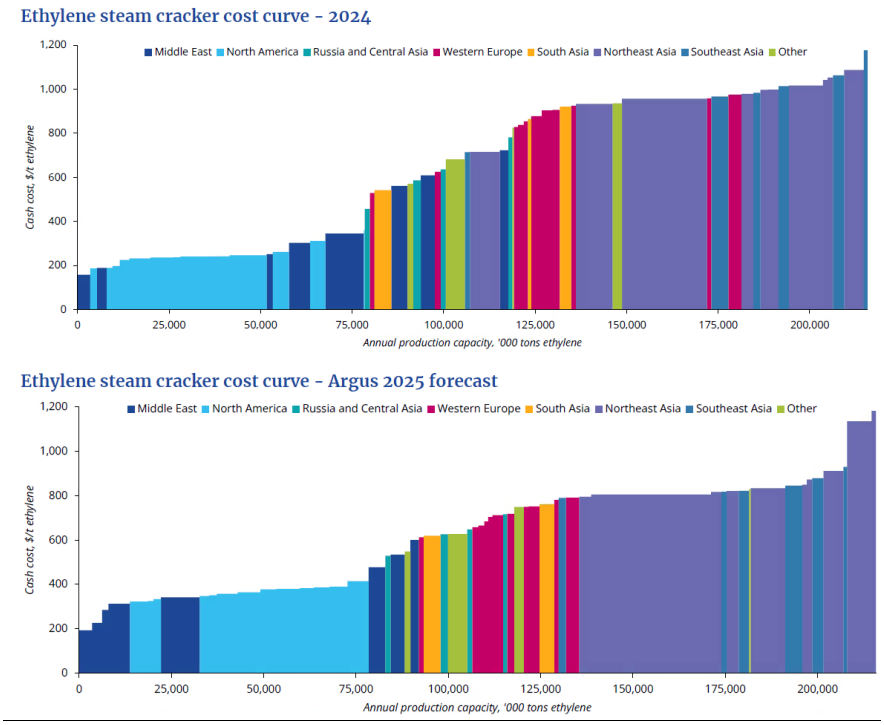
자료: Bloomberg, KB증권

1) 미국 가스/에탄 가격 상승으로 ECC 생산 비용 상승
*차트는: 2024년 대비 헨리허브 +92%, 미국 에탄 +60%, 사우디 에탄 +20% 상승 기준

2) 유가 하락으로 NCC 생산비용 전반 하락

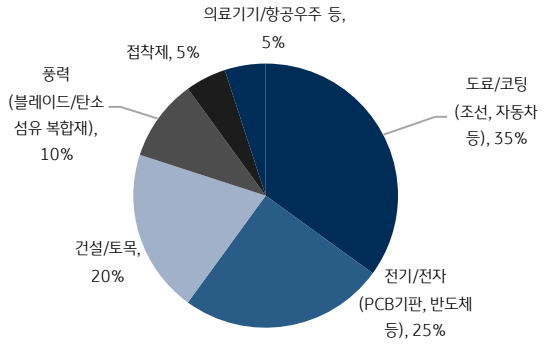
결과적으로, ECC - NCC 경쟁력은 가까워졌지만, 아시아 NCC들은 여전히 하위 60%로 시황 개선 제한적
상위권 아시아 NCC들의 경쟁력은 유사하여, 의미있는 시황 개선을 위해서는 추가적인 유가하락 & 가스가격 상승 필요

그림 26. 에틸렌 생산설비 경쟁력 차이 (2)



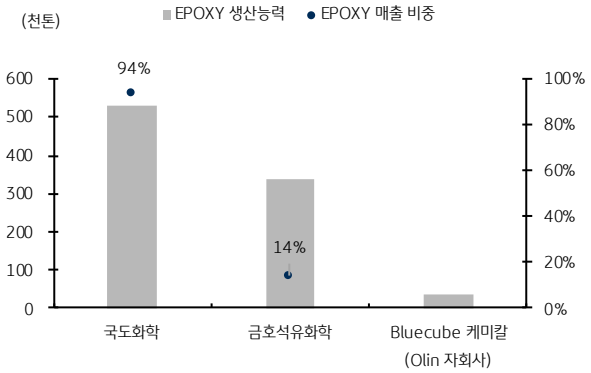
자료: Argusmedia, KB증권

그림 27. 에폭시수지 주요 전방산업 비중



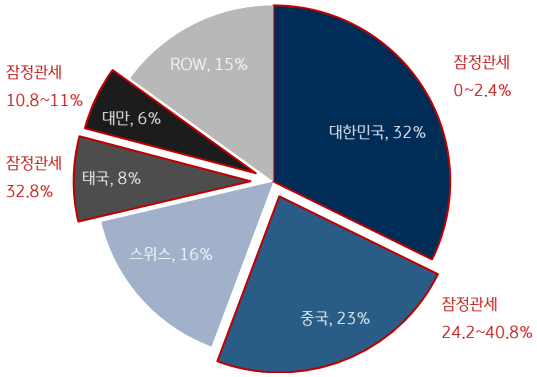
자료: 산업자료, KB증권

그림 28. 국내 에폭시수지 생산 Capa



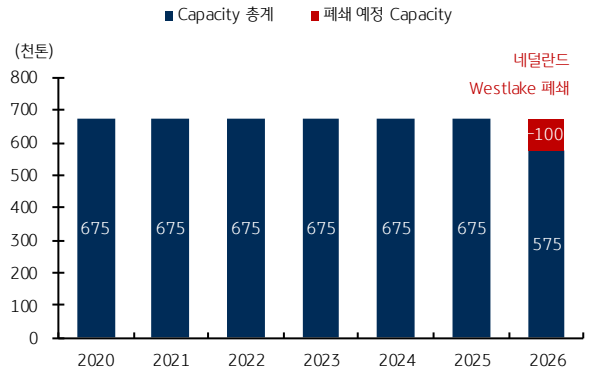
자료: 각 사, KB증권 추정

그림 29. EU 에폭시수지 수입국 비중과 AD 잠정관세



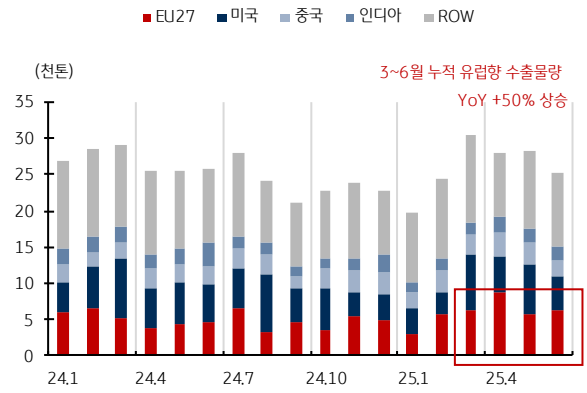
자료: International Trading Centre, KB증권
주1: 非EU27로부터의 수입량을 전체로 한 비중이며, 2024년 수입량 기준
주2: 붉은색 테두리는 AD조사대상국

그림 30. 유럽 에폭시수지 Capacity: 2026년 15% 폐쇄 예정



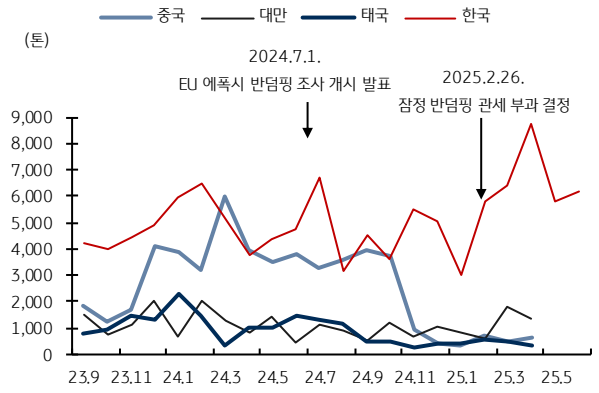
자료: ICIS, KB증권

그림 31. 한국의 유럽향 에폭시수지 수출 확대 중



자료: Trass, KB증권

그림 32. 유럽향 에폭시 수지 수출량



자료: ICIS, KB증권

표 1. 커버리지 실적 추정 및 컨센서스

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	2Q KB추정	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2025 YoY	2026E
LG에너지솔루션	매출액	6,128.7	6,161.9	6,877.8	6,451.2	6,265.0	5,734.7	5,544.4	6,567.2	7,162.0	25,619.6	25,829.2	1%	32,409.5
	영업이익	157.3	195.3	448.3	-225.5	374.7	305.5	**492.2	457.3	589.0	575.4	1,697.5	195%	3,636.3
	지배주주순이익	-0.5	-471.8	133.2	-679.7	-145.7	37.4	N/A	97.3	178.6	-1,018.7	328.9	흑자전환	1,380.9
LG화학	매출액	11,609.4	12,299.7	12,670.4	12,336.6	12,171.0	11,657.1	11,024.3	12,296.5	12,807.7	48,916.1	49,412.1	1%	55,722.0
	영업이익	265.0	406.0	498.0	-252.0	447.0	330.3	**497.2	520.4	543.2	916.8	1,795.3	96%	3,767.5
	지배주주순이익	136.7	-316.9	544.7	-1,055.4	-107.6	107.4	N/A	162.1	-24.4	-690.9	339.2	흑자전환	1,631.1
SK이노베이션	매출액	18,855.1	18,799.1	17,657.0	19,405.7	21,146.6	18,830.7	18,445.5	19,132.0	19,749.6	74,717.0	78,943.5	6%	81,397.6
	영업이익	624.7	-45.8	-423.3	159.9	-44.6	-181.4	-57.6	285.7	374.5	315.5	434.8	38%	2,492.4
	지배주주순이익	-72.6	-572.9	-616.5	-997.9	-229.0	-484.7	-579.0	-41.1	-12.6	-2,260.0	-1,048.9	적자축소	501.8
한화솔루션	매출액	2,353.4	2,679.3	2,773.2	4,642.9	3,094.5	3,212.2	2,552.7	3,863.2	4,845.4	12,394.0	14,937.5	21%	15,794.0
	영업이익	-214.6	-107.8	-81.0	103.1	30.3	115.8	150.1	242.3	341.1	-300.2	721.8	흑자전환	1,206.0
	지배주주순이익	-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-44.5	-38.5	-9.9	94.3	183.6	-1,404.4	116.6	흑자전환	500.0
S-Oil	매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,990.5	8,307.0	7,600.8	8,297.6	8,307.0	36,637.0	33,899.4	-7%	33,152.5
	영업이익	454.1	160.7	-415.0	222.4	-21.5	-144.2	-252.8	190.7	260.3	422.2	314.1	-26%	973.1
	지배주주순이익	166.2	-21.3	-206.2	-131.7	-44.6	-109.6	-236.5	88.0	100.9	-193.0	46.3	흑자전환	509.1
GS	매출액	6,289.0	6,203.7	6,397.5	6,407.4	6,238.8	6,179.3	6,211.6	6,151.2	6,362.6	25,297.5	25,118.7	-1%	25,979.8
	영업이익	1,016.3	798.1	627.7	618.1	800.2	681.2	615.4	687.6	668.8	3,060.2	2,824.4	-8%	2,862.8
	지배주주순이익	359.7	201.4	-7.1	13.0	204.7	190.8	199.6	173.0	148.5	567.0	660.4	16%	688.2
HD현대	매출액	16,514.4	17,554.8	16,599.2	17,097.2	17,087.0	17,063.2	17,735.6	16,674.1	17,590.3	67,765.6	69,637.6	3%	73,273.8
	영업이익	793.6	879.8	431.6	878.2	1,286.4	1,131.3	1,184.8	1,156.0	1,310.0	2,983.2	4,939.2	66%	5,748.3
	지배주주순이익	203.2	136.2	-33.1	202.7	219.2	198.7	196.3	277.5	238.7	509.0	818.7	61%	1,024.3
롯데케미칼	매출액	5,086.1	5,248.0	5,200.2	4,896.1	4,901.8	4,803.1	4,744.9	4,971.4	5,033.8	20,430.4	19,642.2	-4%	20,457.0
	영업이익	-135.3	-111.2	-413.6	-234.1	-126.6	-135.8	-190.8	-29.8	12.5	-894.1	-278.7	적자축소	184.6
	지배주주순이익	-85.5	-109.4	-447.3	-1,068.3	-190.8	-157.7	-185.6	-64.5	-31.4	-1,710.5	-442.1	적자축소	-37.4
금호석유	매출액	1,667.5	1,852.5	1,827.9	1,807.1	1,908.2	1,826.2	1,704.1	1,874.5	1,834.2	7,155.0	7,443.6	4%	7,621.1
	영업이익	78.6	119.2	65.1	10.0	120.6	83.6	72.0	111.5	85.6	272.8	399.8	47%	461.4
	지배주주순이익	102.5	131.5	53.1	61.4	125.0	93.8	88.1	118.0	94.1	348.6	420.9	21%	474.0
SK가스	매출액	1,725.9	1,651.4	1,733.8	1,984.7	1,827.0	1,902.5	2,069.8	1,933.2	2,120.7	7,095.9	7,818.2	10%	7,868.1
	영업이익	74.6	47.0	43.0	122.6	112.9	88.1	91.9	115.3	123.6	287.2	436.2	52%	441.2
	지배주주순이익	20.3	38.6	73.5	46.4	87.5	33.2	57.3	121.8	123.3	178.8	316.2	77%	344.1
DL	매출액	1,404.1	1,492.1	1,422.4	1,296.8	1,386.6	1,383.2	1,402.0	1,420.1	1,359.8	5,615.4	5,549.5	-1%	5,700.0
	영업이익	172.4	142.8	121.4	-24.0	105.4	72.2	78.2	138.4	114.8	412.5	430.6	4%	515.4
	지배주주순이익	22.6	0.0	11.7	55.0	-23.5	-46.4	3.3	63.1	58.3	89.4	71.0	-21%	192.0
유니드	매출액	254.7	291.6	289.8	275.5	322.5	358.3	360.0	349.2	322.1	1,111.6	1,352.7	22%	1,408.6
	영업이익	27.5	35.0	20.5	12.5	28.7	39.3	35.0	35.2	26.1	95.4	128.6	35%	137.6
	지배주주순이익	21.7	27.2	19.8	7.6	22.3	30.1	30.2	25.8	21.5	76.2	98.9	30%	108.2
TKG휴켐스	매출액	300.8	280.7	294.8	311.9	269.3	293.4	277.1	297.9	283.5	1,188.2	1,144.2	-4%	1,227.9
	영업이익	31.5	21.5	19.6	8.2	12.6	19.8	18.9	22.0	14.6	80.8	69.0	-15%	95.7
	지배주주순이익	30.4	21.4	18.0	7.9	14.4	18.5	16.3	18.4	13.8	77.7	65.8	-15%	86.2

자료: Funguide, KB증권 추정

주1: 전망 데이터는 Fnguide 컨센서스, 컨센서스 기준일: 25.07.03.

주2: LG에너지솔루션에 대한 2Q25 KB증권 추정 영업이익은 7/8 발표된 잠정실적 기준이며, LG화학에 대한 2Q25 KB증권 추정 영업이익은 기존 LG화학 추정에 LGES 잠정 OP와 KB증권 추정 OP를 조정한 값 (=LG화학 KB추정+LGES 잠정실적과 KB추정의 오차)

표 2. 2차전지/정유/화학사 주요 재무 및 거버넌스 지표

KB 커버 여부	기업	시가총액 (억원, 7/16 마감)	YTD 수익률 (%, 1월 평균 대비)	P/B (배, 1Q25 기준)	자사주 비율	시가배당률 (7/16)	P/E		배당성향			최대주주 (+특수관계)	
							(배, 2022~24 Avg 기준)	(배, 2025E~27E Avg 기준)	(2022)	(2023)	(2024)	주주명	지분율 (%)
O	LG에너지솔루션	727,740	-13%	3.44	0.0%	0.0%	220.2	68.3	0%	0%	0%	㈜LG화학	81.8%
O	HD현대	109,011	65%	1.05	10.5%	0.7%	15.0	11.0	148%	34%	87%	정몽준 외 9인	41.6%
O	SK가스	26,811	32%	0.94	2.8%	2.1%	10.7	7.6	22%	19%	32%	SK디스커버리(주) 외 2인	74.2%
O	S-Oil	71,152	3%	0.85	0.0%	0.0%	7.7	N/A	30%	21%	-7%	Aramco Overseas Company B.V. 외 6인	63.4%
O	TKG휴켐스	7,064	1%	0.78	6.1%	5.8%	6.6	8.6	44%	28%	48%	티케이지태광(주) 외 2인	46.3%
O	SK이노베이션	169,310	-10%	0.69	2.3%	1.8%	N/A	8.2	0%	0%	107%	SK㈜ 외 10인	57.2%
O	한화솔루션	61,022	89%	0.66	1.5%	0.8%	N/A	21.2	0%	-20%	-6%	(주)한화 외 4인	37.0%
O	LG화학	186,011	7%	0.62	0.0%	0.4%	24.8	32.1	26%	120%	47%	(주)LG 외 1인	35.0%
O	삼성SDI	141,911	-26%	0.60	4.1%	0.6%	8.2	N/A	8%	8%	8%	삼성전자(주) 외 4인	18.2%
O	유니드	5,956	24%	0.57	1.9%	2.0%	9.4	5.7	11%	38%	19%	(주)유니드글로벌상사 외 10인	46.4%
O	금호석유화학	32,334	26%	0.52	14.7%	1.8%	6.5	7.9	25%	25%	22%	박철완 외 14인	33.7%
O	GS	51,568	43%	0.38	0.0%	4.9%	3.9	7.4	53%	27%	46%	허창수 외 58인	53.3%
O	DL	11,379	72%	0.30	0.1%	1.8%	143.9	9.8	15%	28%	11%	㈜대림 외 5인	49.4%
O	롯데케미칼	27,804	11%	0.19	1.4%	1.5%	N/A	21.4	-37%	72%	-9%	롯데지주(주) 외 44인	55.4%
X	카프로	6,185	0%	7.77	0.0%	0.0%	N/A	-	0%	0%	0%	(주)그린테크시스템	37.9%
X	한국쉘석유	6,266	52%	5.85	0.0%	5.2%	18.7	-	88%	87%	96%	Shell Petroleum B.V	53.8%
X	SKC	38,285	-33%	3.05	10.0%	0.0%	N/A	N/A	32%	0%	0%	SK(주) 외 5인	45.4%
X	이수화학	1,628	-3%	1.41	2.4%	0.0%	N/A	-	88%	0%	0%	(주)이수 외 7인	24.7%
X	HS효성첨단소재	9,050	10%	0.89	0.3%	3.2%	12.3	11.2	32%	17%	-37%	㈜에이치에스효성 외 8인	46.8%
X	애경케미칼	6,285	80%	0.86	0.8%	2.2%	19.4	-	47%	42%	-1,373%	에이케이홀딩스 외 9인	62.7%
X	효성티앤씨	11,187	12%	0.77	0.3%	3.9%	14.0	6.4	15%	45%	27%	㈜효성 외 12인	42.8%
X	동성케미컬	2,240	18%	0.49	2.0%	1.1%	5.9	-	72%	60%	10%	(주)디에스티아이 외 4인	43.6%
X	휴비스	1,128	27%	0.45	4.6%	0.0%	N/A	-	0%	0%	0%	(주)삼양홀딩스 외 1인	53.5%
X	롯데정밀화학	10,410	1%	0.44	1.3%	3.5%	8.6	7.3	23%	31%	77%	롯데케미칼(주) 외 6인	44.1%
X	KCC	34,480	59%	0.46	17.2%	2.3%	18.6	7.7	801%	11%	13%	정몽진 외 13인	43.0%
X	송원산업	3,007	5%	0.40	0.0%	2.4%	4.3	-	10%	34%	20%	송원물산㈜ 외 7인	35.6%
X	국도화학	3,575	25%	0.39	7.2%	1.6%	11.5	9.6	12%	25%	24%	국도코퍼레이션㈜ 외 1인	34.7%
X	코오롱인더	12,741	67%	0.38	0.0%	2.8%	13.1	9.1	63%	149%	340%	㈜코오롱 외 13인	34.8%
X	KPX케미칼	2,527	21%	0.36	0.0%	5.3%	4.8	-	44%	21%	23%	KPX홀딩스(주) 외 3인	51.1%
X	대한유화	6,461	15%	0.34	5.0%	1.0%	N/A	15.7	-4%	-16%	-16%	이순규 외 17인	41.1%
X	E1	6,599	42%	0.33	15.7%	3.1%	4.7	5.9	15%	15%	20%	구자열 외 10인	53.8%
X	AK홀딩스	1,680	27%	0.31	1.5%	3.2%	N/A	-	-41%	102%	-9%	애경자산관리(주) 외 21인	66.2%
X	태광산업	13,439	94%	0.26	24.4%	0.1%	8.9	-	-6%	-1%	1%	이호진 외 7인	72.1%
X	티케이케미칼	1,868	27%	0.16	0.0%	0.0%	3.6	-	0%	0%	0%	에스엠인더스트리(주) 외 1인	47.9%

자료: Quantiwise, KB증권

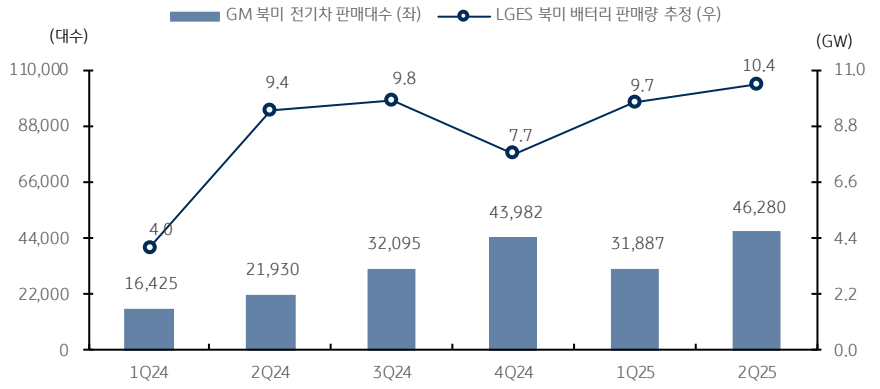
IV. 2차전지/정유/화학 2Q25 Preview 코멘트

*컨센서스는 7/7 FnGuide 3M 기준
*종목의 코멘트는 당사 공시자료의 단순요약

▲LG에너지솔루션
2Q OP 4,922억원 (vs.컨센 3,150억원)
QoQ +31%, YoY +152%

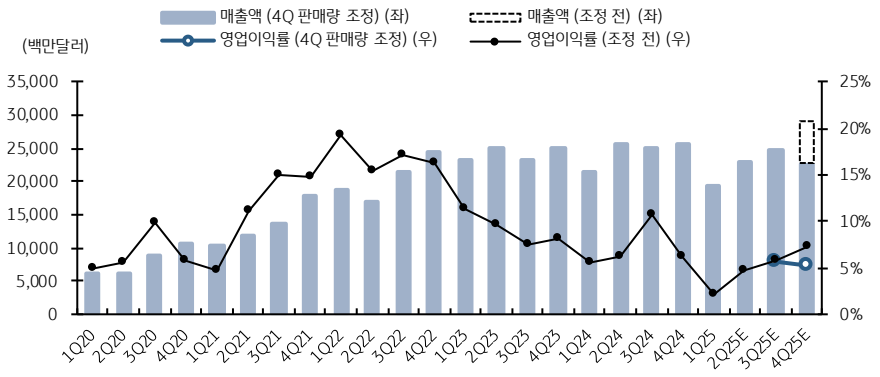
*25/7/7 실적공시, 25/7/25 컨퍼런스 콜 예정, 25/7/3 보고서
— 컨센서스를 +56% 상회, KB추정 3,207억원을 +53% 상회하는 실적 기록
— IRA 수정안에 따르면 30D (구매 세액공제 최대 7,500$)는 2025/9/30 조기 종료되나, 2차전지 업계에 가장 중요한 AMPC (생산 보조금)는 원안대로 2032년까지 유지
— 테슬라 부진 영향 받을 것: 30D 종료된 10월부터 판매 둔화 예상, 기존 보조금 중 50%인 3,750$/대를 기업이 부담하게 되는 효과만 해도 2.2억$ or OPM -2.0~2.5%p로 계산

그림 33. 북미 GM 전기차 판매대수와 LGES 북미 배터리 판매량 추정



자료: Dart, GM, KB증권 추정

그림 34. Tesla 실적 추이 및 2025년 컨센서스



자료: Bloomberg, KB증권

1) Section 30D 10월 종료를 가정
2) 10월부터 판매 둔화 및 기존 보조금 중 50%인 3,750$/대를 기업이 부담하는 가정

LG화학

2Q OP 3,257억원 추정

(vs. 컨센 3,300억원)

* 25/7/3 보고서

— LG에너지솔루션 컨센 상회 = LG화학 컨센 상회.

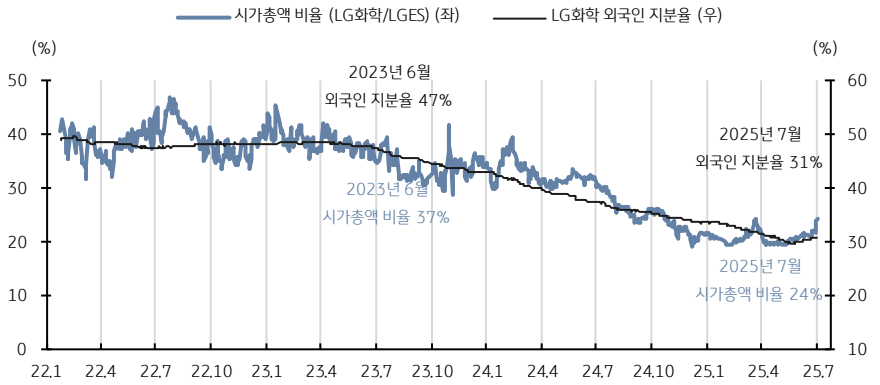
— 2Q LGES 일시적 실적 공백으로 감익 추정. 석유화학

— 석유화학 (OP -705억원) 감익. 미-중 관세 변동에 고객사들의 구매 관망세, 환율 하락, 유가 급락 영향. 중국 고객사 구매 관망세가 두드러짐

— 첨단소재 (OP 637억원)는 1Q 조기판매 영향으로 2Q 판매량 -20% (QoQ) 하락 추정

— 내재가치와 괴리가 가장 큰 지주사

그림 35. LG화학 외국인 보유 비중 축소



자료: Quantiwise, KB증권

표 3. (참고) LG화학 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	'25~'26 EBITDA	평가액	평가 방법
1) LG에너지솔루션	7,468.0	**60,995**	**LG에너지솔루션 시가총액 x 지분율 81.84%**
*순차입금 (LG ES)		14,947	12M Fwd 기준 (2025~26년)
2) 화학/생명과학 등		**6,152**	
*EV (화학/생명과학 등)	1,672.9	16,729	적용 EV/EBITDA: x10배
*순차입금 (LG ES 제외)		10,577	12M Fwd 기준 (2025~26년)
3) 투자자산 가치		**688**	관계기업/공동기업
총 기업가치		**67,834**	
조정 기업가치		33,917	**총 기업가치에 50% 할인**
우선주 시가총액(-)		985	2025년 7월 3일 기준
보통주 기업가치(=)		**32,932**	
주식수 (천주)		70,592	유통주식수
주당 NAV (원)		**470,000**	
현재주가 (원)		257,000	(7/3 종가 기준)
상승여력		83%	

자료: Bloomberg, KB증권 추정

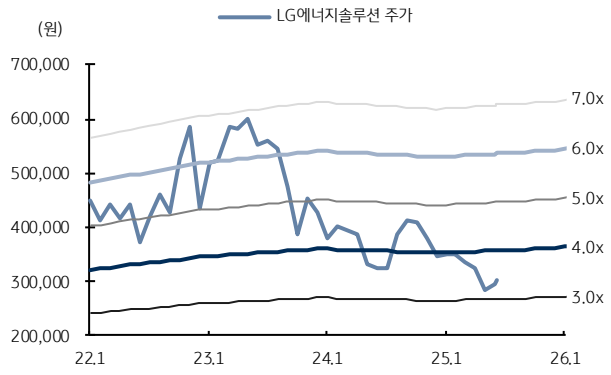
주: 2025~26년 EV/EBITDA 참고: KOSPI200 = 5.8배, 롯데케미칼 = 12.4배, 포스코퓨처엠/에코프로비엠 = 37.0배, 유한양행/한미약품 = 27.1배

표 4. LG화학 분기/연간 실적 추이 및 전망 (7/3 추정)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**11,609.4**	**12,299.7**	**12,670.4**	**12,336.6**	**12,171.0**	**11,024.3**	**11,970.2**	**12,228.3**	**55,249.8**	**48,916.1**	**47,393.8**	**58,696.5**
QoQ(%)	*-11.6%*	*5.9%*	*3.0%*	*-2.6%*	*-1.3%*	*-9.4%*	*8.6%*	*2.2%*				
YoY(%)	*-18.7%*	*-14.2%*	*-6.1%*	*-6.1%*	*4.8%*	*-10.4%*	*-5.5%*	*-0.9%*	*8.4%*	*-11.5%*	*-3.1%*	*0.0%*
석유화학	4,461.0	4,982.0	4,831.0	4,886.0	4,781.0	4,806.1	4,660.4	4,838.9	17,809.0	19,160.0	19,086.5	20,020.2
에너지솔루션	6,128.7	6,161.9	6,877.8	6,451.2	6,265.0	5,544.4	6,652.1	6,553.5	33,745.5	25,619.6	25,015.0	33,930.0
첨단소재	1,545.0	1,678.0	1,667.0	1,353.0	1,490.0	1,085.9	1,229.8	1,346.7	7,408.0	6,243.0	5,152.4	6,473.5
생명과학	285.0	404.0	307.0	338.0	286.0	348.7	320.1	326.7	1,183.0	1,334.0	1,281.5	1,488.8
팜한농	246.0	238.0	113.0	165.0	246.0	249.9	118.7	173.3	782.0	762.0	787.8	827.2
영업이익	**265.0**	**406.0**	**498.0**	**-252.0**	**447.0**	**325.7**	**545.8**	**577.5**	**2,529.0**	**917.0**	**1,896.0**	**5,485.5**
QoQ(%)	*7.3%*	*53.2%*	*22.7%*	*적전*	*흑전*	*-27.1%*	*67.5%*	*5.8%*				
YoY(%)	*-67.0%*	*-34.3%*	*-42.1%*	*적전*	*68.7%*	*-19.8%*	*9.6%*	*흑전*	*-15.1%*	*-63.7%*	*106.8%*	*0.0%*
석유화학	-31.0	32.0	-38.0	-101.0	-56.0	-70.5	-59.6	-11.6	-144.0	-138.0	-197.7	133.8
에너지솔루션	157.3	195.3	448.3	-225.5	374.7	320.7	549.3	496.2	2,163.2	575.4	1,740.9	4,675.0
첨단소재	132.0	156.0	141.0	50.0	127.0	68.3	82.8	113.0	584.0	479.0	391.2	639.3
생명과학	3.0	109.0	-0.1	-0.1	-1.3	1.0	0.5	0.0	28.0	111.8	0.2	57.8
팜한농	35.0	20.0	-20.0	9.0	31.0	21.5	-11.9	-4.8	45.0	44.0	35.8	40.8
영업이익률	**2.3**	**3.3**	**3.9**	**-2.0**	**3.7**	**3.0**	**4.6**	**4.7**	**4.6**	**1.9**	**4.0**	**9.3**
석유화학	-0.7	0.6	-0.8	-2.1	-1.2	-1.5	-1.3	-0.2	-0.8	-0.7	-1.0	0.7
에너지솔루션	2.6	3.2	6.5	-3.5	6.0	5.8	8.3	7.6	6.4	2.2	7.0	13.8
첨단소재	8.5	9.3	8.5	3.7	8.5	6.3	6.7	8.4	7.9	7.7	7.6	9.9
생명과학	1.1	27.0	0.0	0.0	-0.5	0.3	0.2	0.0	2.4	8.4	0.0	3.9
팜한농	14.2	8.4	-17.7	5.5	12.6	8.6	-10.1	-2.8	5.8	5.8	4.5	4.9
당기순이익	**341.7**	**59.8**	**1,012.7**	**-899.2**	**260.4**	**77.7**	**243.7**	**255.1**	**2,053.4**	**515.0**	**836.9**	**3,088.5**
지배주주순이익	**136.7**	**-316.9**	**544.7**	**-1,055.4**	**-107.6**	**-249.4**	**-103.7**	**-80.9**	**1,337.8**	**-690.9**	**-541.6**	**1,527.6**

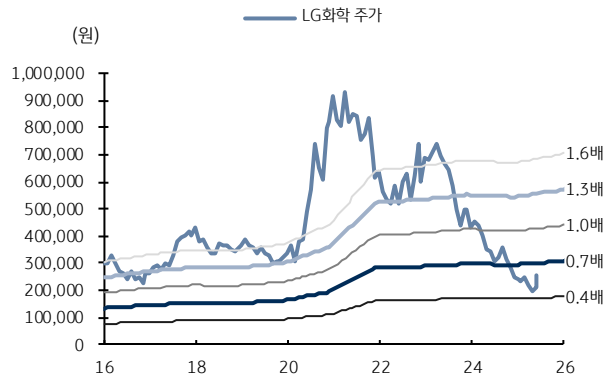
자료: LG화학, KB증권 추정

그림 36. LG에너지솔루션 12개월 선행 P/B 추이



자료: LG에너지솔루션, KB증권 추정

그림 37. LG화학 12개월 선행 P/B 추이



자료: LG화학, KB증권 추정

SK이노베이션

2Q OP -576억원 추정

(vs. 컨센 -2,105억원)

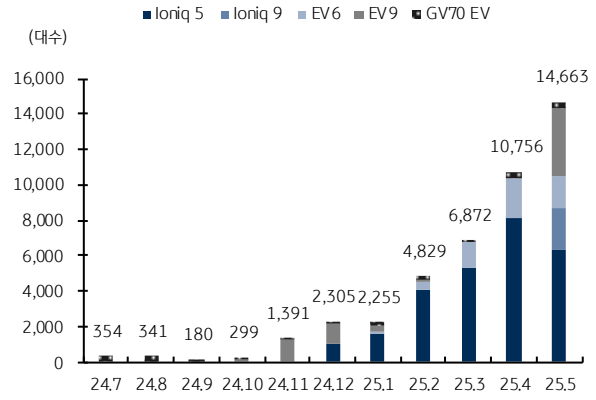
* 25/6/17 보고서

— 2Q에는 SK온, 3Q에는 정유 실적 개선 전망

— SK온: 2Q~4Q 실적 회복 기대. HMGMA GM-LG 사례와 유사한 재고 축적 수요로 가동률 상승. 특히 5월부터는 IONIQ9/EV9 신규 재고 확충이 시작되며 현대차 생산을 위한 4월 전지 필요분만 해도 1.31GWh +@ (1.31GWh=가동률 79%). AMPC 종료시점도 원복

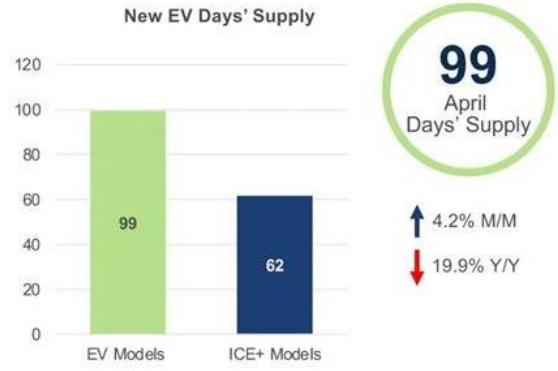
— 이란-이스라엘 전쟁이 재점화되며 유가는 73$/b로 회복

그림 38. 현대차+기아 미국 공장 차량 월별 판매대수



자료: 현대차, 기아, KB증권

그림 39. 4월 EV 신차 재고일수



자료: Cox Automotive, KB증권

표 5. 현대차+기아 미국공장 자동차 판매대수와 탑재 배터리량 추이

	현대차+기아 미국공장 자동차 판매대수 합계 (대수)	현대차+기아 탑재 배터리 총량 (GWh)	자동차 판매대수 Ioniq 5	Ioniq 9	EV6	EV9	GV70 EV	판매차량 배터리 총 탑재량 (kWh) Ioniq 5 (79.8kWh)	Ioniq 9 (110.3kWh)	EV6 (77.4kWh)	EV9 (99.8kWh)	GV70 EV (77.4kWh)
24.1	204	0.02					204					15,790
24.2	180	0.01					180					13,932
24.3	193	0.01					193					14,938
24.4	187	0.01					187					14,474
24.5	191	0.01					191					14,783
24.6	371	0.03					371					28,715
24.7	354	0.03					354					27,400
24.8	341	0.03				10	331				998	25,619
24.9	180	0.01				11	169				1,098	13,081
24.10	299	0.03				130	169				12,974	13,081
24.11	1,391	0.13				1,210	181				120,758	14,009
24.12	2,305	0.21	1,006			1,170	129	80,279			116,766	9,985
25.1	2,255	0.19	1,623		103	300	229	129,515		7,972	29,940	17,725
25.2	4,829	0.38	4,075		492	50	212	325,185		38,081	4,990	16,409
25.3	6,872	0.54	5,335		1,437	7	93	425,733		111,224	699	7,198
25.4	10,756	0.85	8,074	2	2,309	10	361	644,305	221	178,717	998	27,941
25.5	14,663	1.31	6,292	2,382	1,800	3,800	389	502,102	262,735	139,320	379,240	30,109

자료: 현대차, 기아, KB증권 추정

주: 차량 당 배터리 탑재량은 KB증권 추정치

표 6. SK이노베이션 분기/연간 실적 추이 및 전망 (부문별, 6/17 보고서)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**18,855.1**	**18,799.1**	**17,657.0**	**19,405.7**	**21,146.6**	**18,445.5**	**18,262.7**	**19,258.9**	**77,288.5**	**74,716.9**	**77,113.7**	**81,950.9**
1) 정유화학/시추	17,121.2	17,192.4	16,180.0	15,410.1	15,750.4	14,104.3	14,165.9	14,265.7	64,113.8	65,903.7	58,286.4	59,534.2
2) 발전/도시가스	3,569.3	2,330.0	2,214.7	2,667.2	2,899.3	2,150.7	1,836.9	2,461.6	11,167.2	10,781.2	9,348.4	9,016.3
3) 전지/소재/기타	1,733.9	1,606.7	1,477.0	1,641.9	1,644.1	2,190.5	2,259.9	2,531.6	13,174.7	6,459.5	8,626.1	13,400.3
영업이익	**624.7**	**-45.8**	**-423.3**	**159.9**	**-44.6**	**-57.6**	**395.2**	**108.2**	**1,903.9**	**315.5**	**401.2**	**2,148.3**
1) 정유화학/시추	1,090.4	538.1	-325.5	543.5	163.8	-28.9	358.5	215.6	2,693.4	1,846.5	709.1	1,404.4
2) 발전/도시가스	457.1	192.8	351.6	114.2	193.1	116.6	141.4	113.3	1,331.7	1,115.7	564.4	634.0
3) 전지/소재/기타	-465.7	-583.9	-97.8	-507.0	-401.5	-145.3	-104.7	-220.8	-789.5	-1,654.4	-872.3	110.0
영업이익률 (%)	**3.3**	**-0.2**	**-2.4**	**0.8**	**-0.2**	**-0.3**	**2.2**	**0.6**	**2.5**	**0.4**	**0.5**	**2.6**
1) 정유화학/시추	6.4	3.1	-2.0	3.5	1.0	-0.2	2.5	1.5	4.2	2.8	1.2	2.4
2) 발전/도시가스	12.8	8.3	15.9	4.3	6.7	5.4	7.7	4.6	11.9	10.3	6.0	7.0
3) 전지/소재/기타	-26.9	-36.3	-6.6	-30.9	-24.4	-6.6	-4.6	-8.7	-6.0	-25.6	-10.1	0.8

자료: SK이노베이션, KB증권 추정

주: SK온 사업부인 SKTI/ST엔텀은 SK에너지 실적에 포함됨. 배터리 사업부 실적은 SK온의 배터리 사업만 포함

표 7. 미국 IRA 수정안 One Big Beautiful Bill Act의 이차전지 영향

	주제	IRA 원안 (2022)	하원 통과안 (OBBB 2025.05.22.)	최종안 (OBBB 2025.06.27.)
Section 45X	- AMPC (생산 세액공제) 배터리 셀 $35/kWh 배터리 모듈 $10/kWh	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 25%	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 0% * 45 조항Tax credit 양도 금지	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 25% - 야금탄, 희토류 등 일부 조정
Section 30D	- EV 구매 세액공제 - 최대 $7,500 (신차)	- 2032년 종료	- 2025.12.31. 조기 종료 대상: (20만대 이상 판매한 OEM의 차량) - 2026.12.31. 조기 종료	- 2025.9.30. 조기 종료
Section 25E/45W	- EV 구매 세액공제 - 최대 $4,000 이하 (중고) - 최대 $7,500 (경량 상용) - 최대 $40,000 (중대형 상용)		- 2025. 12. 31. 조기 종료	

자료: US Congress, Senate Finance Committee, House Committee on Rules, KB증권

주: 'OBBB'는 'Rules Committee Print 119-3' (일명 'The One Big Beautiful Bill Act')를 의미

한화솔루션

2Q OP 1,501억원 추정

(vs. 컨센 1,247억원)

*25/7/30 실적공시 예정, (25/7/3 보고서)

— 본업인 모듈 (+AMPC) 이 916억원으로 +88% QoQ 개선되며 실적 회복 견인. ASP 상승 (중국/동남아 관세) 및 판매량 증가 (1Q 비수기 기저) 영향

— 개발자산/EPC는 상반기 비수기이나, 주택/금융 사업 유지/개선 (매출액 5,936억원 → 6,000억원) 및 케미칼/첨단소재의 1Q 정기보수 기저에 따른 실적 개선

— IRA 수정 최종안에서 주택용 태양광 (TPO) 보조금 수령 가능. ITC/PTC는 2027년 설치/완공분까지 세액공제 가능

표 8. 미국 IRA 수정안 One Big Beautiful Bill Act의 태양광 영향

	주제	IRA 원안 (2022)	하원 통과안 (OBBB 2025.05.22.)	최종안 (OBBB 2025.06.27.)
Section 45X	- AMPC (생산 세액공제) PV 웨이퍼 $12/m² PV 셀 $0.04/W 등	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 25%	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 0% * 45 조항Tax credit 양도 금지	- 2023~2029년 100% - 2030년 75% - 2031년 50% - 2032년 25% - 풍력 부품 등 일부 조정
Section 25D	- 개인 주택 태양광 설치 세액공제	- 2022~2032년 30% - 2033~2034년 22~26%	- 2025. 12. 31. 조기 종료	- 2025. 12. 31. 조기 종료
PTC 공제 Section 45Y	- 태양광 세액공제 (전기 생산량 당) - 2.6~2.75¢/kWh *노동 조건 충족 등에 따라 조정	- 무기한 *단, 2032년 이후 미국 CO2 배출량이 에너지 기준의 25% 이하 달성 시 3년간 축소 후 종료	- 2028. 12. 31. 조기 종료 - TPO: 임대 (PPA/리스 포함) 공제는 전면 금지 (발효일+60일) * 2028년~ Tax credit 양도 금지 * FOCI 직간접 지배 회사는 공제 금지	- 2027년까지 가동(PTC) or 설치(ITC) 된 발전 설비에 대해서만 가능 - TPO: 임대 (PPA/리스) 공제 배제 철회 * Tax Credit 양도 가능 * FOCI 자재 포함 설비는 2026.1.1. 착공분부터 배제
ITC 공제 Section 48E	- 태양광 세액공제 (설비 투자 기반) - 투자액의 6%~30% *노동 조건 충족 등에 따라 조정			

자료: US Congress, Senate Finance Committee, House Committee on Rules, KB증권

주: 'OBBB'는 'Rules Committee Print 119-3' (일명 'The One Big Beautiful Bill Act')를 의미

표 9. 한화솔루션 분기/연간 실적 추이 및 전망 (7/3)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**2,353.4**	**2,679.3**	**2,773.2**	**4,642.9**	**3,094.5**	**2,552.7**	**3,145.4**	**4,514.9**	**13,078.5**	**12,448.8**	**13,307.5**	**12,849.3**
신재생	778.5	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,119.9	1,770.4	3,275.1	6,615.9	5,780.2	7,764.6	7,399.5
(1) 태양광 모듈	430.3	567.6	538.7	1,005.4	583.4	669.9	870.4	1,044.1	4,566.2	2,542.0	3,167.9	3,199.5
(2) 개발자산매각/EPC	342.7	405.2	578.5	1,633.6	419.0	450.0	900.0	2,231.0	2,049.7	2,960.0	4,000.0	4,200.0
(3) 주택용 에너지 사업	5.5	7.4	35.3	230.0	593.6	600.0	650.0	650.0	0.0	278.2	2,493.6	2,743.0
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,042.2	1,016.0	880.4	5,097.4	4,817.2	4,012.3	3,908.4
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	290.6	258.9	259.4	988.9	1,037.6	1,082.7	1,141.4
기타	142.5	210.8	177.5	322.5	147.9	100.0	100.0	100.0	586.5	853.3	447.9	400.0
영업이익	**-214.6**	**-107.8**	**-81.0**	**103.1**	**30.3**	**150.1**	**203.3**	**380.5**	**579.2**	**-300.2**	**764.3**	**1,364.0**
신재생	-187.1	-91.8	-41.0	60.6	136.2	212.6	256.6	490.9	568.2	-259.3	1,096.2	1,667.0
(1) 태양광 모듈	-231.0	-211.9	-191.5	-322.6	-135.1	-113.9	-139.3	-104.4	264.9	-957.0	-492.7	-17.5
(1-2) 태양광 AMPC	96.6	146.8	120.0	190.0	183.9	205.4	208.3	248.1	209.6	553.4	845.8	826.8
(2) 개발자산매각/EPC	-45.9	-17.1	30.8	121.0	-41.8	-9.0	45.0	204.7	93.7	88.8	198.9	252.0
(3) 주택용 에너지 사업	-6.8	-9.6	-0.3	72.2	129.2	130.0	142.5	142.5	0.0	55.5	544.2	605.7
케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-59.6	-49.4	-98.0	59.5	-121.5	-298.2	-275.5
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	7.2	6.1	-2.4	64.3	23.5	9.1	12.5
기타	-21.2	-7.6	-15.1	98.9	-12.9	-10.0	-10.0	-10.0	-87.5	55.1	-42.9	-40.0
영업이익률	**-9.1**	**-4.0**	**-2.9**	**2.2**	**1.0**	**5.9**	**6.5**	**8.4**	**4.4**	**-2.4**	**5.7**	**10.6**
신재생	-24.0	-9.4	-3.6	2.1	8.5	19.0	14.5	15.0	8.6	-4.5	14.1	22.5
(1) 태양광 모듈	-53.7	-37.3	-35.5	-32.1	-23.2	-17.0	-16.0	-10.0	5.8	-37.6	-15.6	-0.5
(1-2) 태양광 AMPC	22.4	25.9	22.3	18.9	31.5	30.7	23.9	23.8	4.6	21.8	26.7	25.8
(2) 개발자산매각/EPC	-13.4	-4.2	5.3	7.4	-10.0	-2.0	5.0	9.2	4.6	3.0	5.0	6.0
(3) 주택용 에너지 사업	-123.6	-129.7	-0.8	31.4	21.8	21.7	21.9	21.9	N/A	19.9	21.8	22.1
케미칼	-1.5	-1.4	-2.6	-4.6	-8.5	-5.7	-4.9	-11.1	1.2	-2.5	-7.4	-7.0
첨단소재	4.2	3.4	2.4	-0.8	-0.7	2.5	2.4	-0.9	6.5	2.3	0.8	1.1
기타	-14.9	-3.6	-8.5	30.7	-8.7	-10.0	-10.0	-10.0	-14.9	6.5	-9.6	-10.0
지분법손익	**-51.6**	**-49.5**	**-101.3**	**-124.3**	**134.6**	**-16.9**	**-14.0**	**-13.7**	**83.5**	**-326.7**	**90.0**	**-43.7**
당기순이익	**-448.4**	**-329.3**	**-387.6**	**-203.6**	**-30.2**	**-11.0**	**39.5**	**169.6**	**-88.2**	**-1,369.0**	**167.8**	**596.4**
지배주주순이익	**-459.1**	**-366.7**	**-400.5**	**-178.1**	**-44.5**	**-9.9**	**35.5**	**152.6**	**-141.0**	**-1,404.4**	**133.7**	**536.8**
태양광 모듈 판매량	**1.2**	**1.7**	**2.3**	**2.8**	**1.7**	**1.9**	**2.5**	**3.0**	**7.1**	**8.0**	**9.1**	**9.3**
태양광 모듈 CAPA	**2.0**	**2.5**	**2.8**	**2.8**	**2.8**	**2.8**	**2.8**	**2.8**	**11.4**	**10.0**	**11.2**	**11.2**
모듈 가격 (유럽)	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
모듈 가격 (미국)	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.2**	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.3**

자료: 한화솔루션, KB증권 추정

S-Oil

2Q OP -2,528억원 추정

(vs. 컨센 -1,442억원)

* 25/6/30 보고서

— 외부 요인 (유가 /환율/OSP)에 따른 일시적 감익

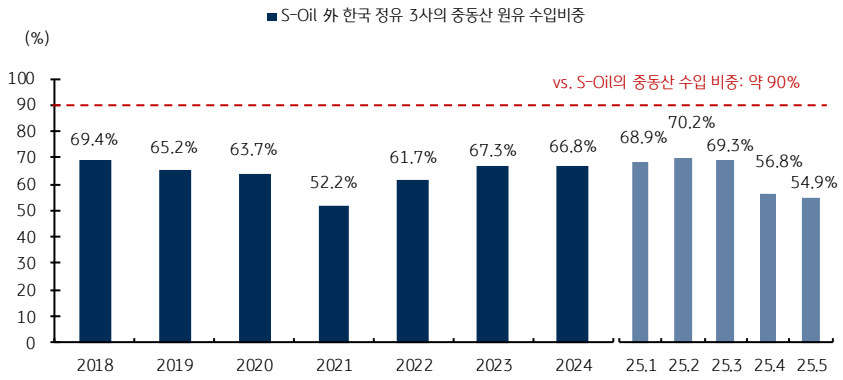
① 유가&환율 하락 효과 (-2,270억원 추정): 분기 말 유가는 1Q 75.2$/b → 2Q 66.6$/b, 환율도 1Q 1,452원/$ → 2Q 1,398원/$으로 하락. 재고&마진 역래깅 크게 발생

② OSP 급등 (-1,013억원 추정): 3~4월 OSP 상승으로 원가 상승. 국내 도입 Mix 기준 (1~2월 +0.9$/b → 3~4월 +3.4$/b → 5~7월 +1.0$/b)으로 일시 상승해 4~6월 원가가 시장 지표 대비 높았을 것

— 2Q 외부 요인은 S-Oil에 유독 집중. 국내 경쟁 정유사들은 중동산 원유 도입 비중을 1~3월 69% → 4~5월 57%~55% (추정)로 낮췄지만, S-Oil 85~90% 내외인 중동산 비중을 단기에 줄이기 어려웠을 것

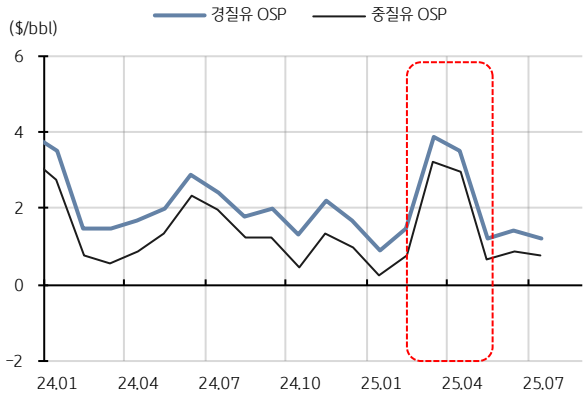
2025년 3~4월 OSP 급등 영향으로
정유업계 4~5월 중동산 원유 수입 비중 감소
(S-Oil은 중동산 비중 유지했을 것으로 예상)

그림 40. 한국 정유사들의 중동산 원유 수입 비중



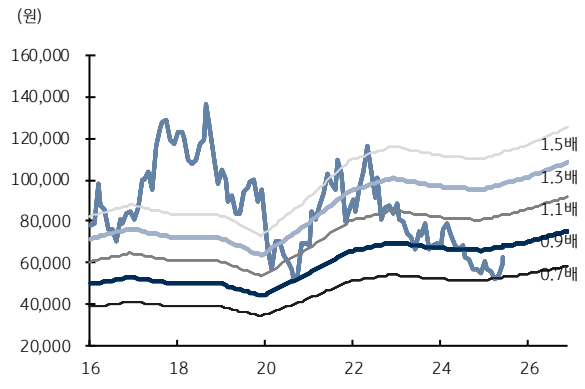
자료: Petronet, KB증권 추정

그림 41. 3~4월 OSP 급등



자료: Bloomberg, KB증권

그림 42. S-Oil 12개월 선행 P/B



자료: Thai Oil (2024.08.~2025.04. 취합), KB증권

표 10. S-Oil 분기/연간 실적 추이 및 전망 (6/30)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,308.5**	**9,570.8**	**8,840.6**	**8,917.1**	**8,990.5**	**7,600.8**	**7,761.0**	**8,186.1**	**35,726.7**	**36,637.0**	**32,538.5**	**33,118.6**
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	7,072.0	5,898.5	6,088.8	6,365.1	28,257.2	28,804.4	25,424.5	25,471.0
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,128.0	986.2	1,043.4	1,156.1	4,384.7	4,702.9	4,313.7	4,566.7
윤활기유	766.9	810.9	744.6	807.3	790.5	716.1	628.8	664.9	3,084.9	3,129.7	2,800.3	2,731.0
영업이익	**454.1**	**160.6**	**-414.9**	**222.4**	**-21.5**	**-252.8**	**140.8**	**190.1**	**1,354.6**	**422.2**	**56.6**	**992.1**
정유	250.4	-95.0	-573.7	144.9	-56.8	-312.5	70.5	90.8	353.4	-273.4	-207.9	336.5
** 재고평가손익 ($/b)*	*20.6*	*81.1*	*-286.1*	*-38.1*	*12.2*	*-167.2*	*4.9*	*26.6*	*-219.1*	*-116.4*	*-123.4*	*56.2*
석유화학	48.0	109.9	5.0	-35.6	-74.5	-66.6	-23.1	2.6	190.6	127.3	-161.6	84.3
윤활기유	155.7	145.8	153.8	113.0	109.7	126.3	93.3	96.7	810.5	568.3	426.0	438.2
영업이익률	**4.9**	**1.7**	**-4.7**	**2.5**	**-0.2**	**-3.3**	**1.8**	**2.3**	**3.8**	**1.2**	**0.2**	**3.0**
정유	3.4	-1.3	-8.3	2.1	-0.8	-5.3	1.2	1.4	1.3	-0.9	-0.8	1.3
석유화학	4.4	8.4	0.4	-3.2	-6.6	-6.8	-2.2	0.2	4.3	2.7	-3.7	1.8
윤활기유	20.3	18.0	20.7	14.0	13.9	17.6	14.8	14.5	26.3	18.2	15.2	16.0
당기순이익	**166.2**	**-21.3**	**-206.2**	**-131.7**	**-44.6**	**-236.5**	**47.5**	**78.6**	**948.8**	**-193.0**	**-155.0**	**500.8**
지배주주순이익	**166.2**	**-21.3**	**-206.2**	**-131.7**	**-44.6**	**-236.5**	**47.5**	**78.6**	**948.8**	**-193.0**	**-155.0**	**500.8**

자료: S-Oil, KB증권 추정

HD현대

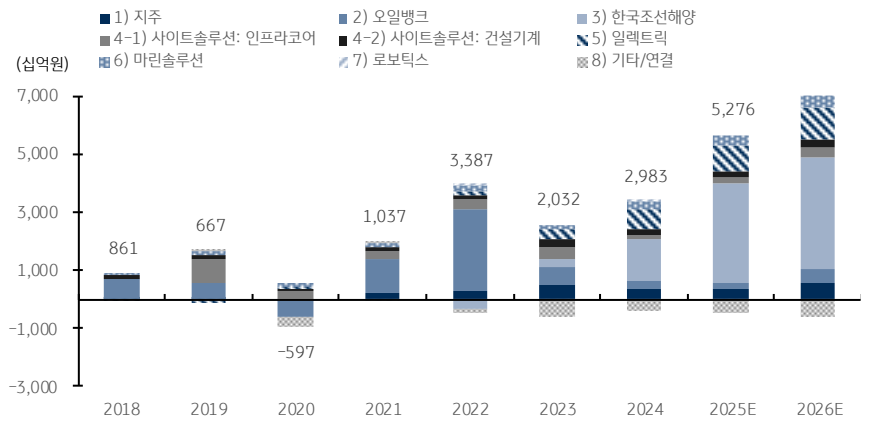
2Q OP 1.2조원 추정

(vs. 컨센 1.1조원)

*25/4/29 실적공시 (25/4/29 보고서)

— 4월 초 유가 급락으로 OB 실적 -1,154억원 QoQ 감소 전망. 다만, 조선해양/일렉트릭 등 주요 자회사들의 실적이 매분기 기대치를 상회하는 만큼, 이익 추정치의 추가 상승도 기대

그림 43. HD현대 사업부별 영업이익 추이 (시가배당률 3.0%)



자료: FnGuide, HD현대, KB증권 추정

주: HD한국조선해양, HD현대인프라코어, HD현대건설기계, HD현대일렉트릭, HD현대마린솔루션은 FnGuide 컨센서스

표 11. HD현대 분기/연간 실적 추이 및 전망 (4/29)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**16,514.4**	**17,554.8**	**16,599.2**	**17,097.2**	**17,086.9**	**17,735.6**	**17,278.4**	**18,140.0**	**61,331.3**	**67,765.6**	**70,240.9**	**75,923.9**
1) 지주	**281.9**	**28.2**	**84.3**	**43.2**	**279.2**	**28.9**	**69.0**	**29.6**	**583.1**	**437.6**	**406.7**	**626.3**
로열티/기타	10.2	10.9	10.5	10.7	10.7	11.0	10.8	11.2	41.6	42.4	43.7	85.1
임대/관리비	17.0	17.3	18.3	17.8	18.4	17.9	19.0	18.4	65.2	70.3	73.6	76.2
배당금 수취	254.7	0.0	55.5	14.7	250.1	0.0	39.2	0.0	476.3	324.9	289.3	464.9
현대오일뱅크	*191.7*	*0.0*	*44.3*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*413.7*	*236.0*	*0.0*	*49.2*
한국조선해양	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*126.4*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*126.4*	*208.2*
현대사이트솔루션	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*34.5*
현대일렉트릭	*13.4*	*0.0*	*0.0*	*14.7*	*56.9*	*0.0*	*20.5*	*0.0*	*6.7*	*28.2*	*77.4*	*73.6*
현대마린솔루션	*49.6*	*0.0*	*11.2*	*0.0*	*67.5*	*0.0*	*18.8*	*0.0*	*55.8*	*60.8*	*86.3*	*99.4*
현대로보틱스	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
2) 현대오일뱅크 (74%)	**7,878.8**	**7,844.0**	**7,589.8**	**7,156.0**	**7,124.7**	**7,179.1**	**7,135.3**	**7,192.7**	**28,107.8**	**30,468.6**	**28,631.8**	**28,113.9**
3) 한국조선해양 (35%)	**5,515.6**	**6,615.5**	**6,245.8**	**7,161.7**	**6,771.7**	**7,218.0**	**6,967.0**	**7,570.4**	**21,296.2**	**25,538.6**	**28,527.1**	**31,903.4**
현대중공업 (75%)	2,987.7	3,884.0	3,609.2	4,005.6	3,786.9	4,078.7	3,971.4	4,349.0	11,963.9	14,486.5	16,185.9	17,576.8
현대미포 (41%)	1,000.5	1,129.1	1,077.7	1,422.8	1,197.8	1,264.8	1,212.8	1,375.8	4,039.1	4,630.0	5,051.2	5,645.1
삼호/기타 (97%)	1,527.4	1,602.4	1,558.9	1,733.3	1,787.0	1,874.6	1,782.8	1,845.6	5,293.2	6,422.1	7,290.0	8,681.6
4) 현대사이트솔루션 (80%)	**2,202.9**	**2,013.1**	**1,773.3**	**1,773.3**	**1,966.8**	**2,011.0**	**1,924.3**	**1,993.0**	**8,748.2**	**7,762.6**	**7,895.2**	**9,693.6**
현대인프라코어 (34%)	1,157.3	1,108.2	909.8	938.9	1,159.2	1,114.5	1,017.1	1,081.5	4,659.6	4,114.2	4,372.3	4,769.2
현대건설기계 (36%)	979.1	853.0	816.8	789.1	944.7	843.0	859.1	864.9	3,825.0	3,438.1	3,511.7	4,701.2
5) 현대일렉트릭 (37%)	**801.0**	**916.9**	**788.7**	**815.7**	**1,014.7**	**1,056.1**	**979.4**	**1,097.4**	**2,702.8**	**3,322.3**	**4,147.6**	**4,799.7**
6) 현대마린솔루션 (56%)	**383.0**	**437.9**	**461.3**	**463.4**	**485.6**	**512.4**	**509.6**	**535.9**	**1,430.5**	**1,745.5**	**2,043.5**	**2,380.8**
7) 현대로보틱스 (90%)	**37.2**	**69.7**	**59.8**	**48.2**	**54.5**	**59.0**	**62.8**	**50.6**	**172.8**	**214.9**	**226.9**	**232.5**
8) 기타/연결	**-586.0**	**-370.4**	**-403.8**	**-364.3**	**-579.2**	**-328.9**	**-369.0**	**-329.6**	**-1,710.1**	**-1,724.5**	**-1,606.7**	**-1,826.3**
영업이익	**793.6**	**879.8**	**431.6**	**878.1**	**1,286.4**	**1,184.8**	**1,300.9**	**1,503.9**	**2,031.6**	**2,983.2**	**5,275.9**	**6,501.5**
영업이익률 (%)	*4.8*	*5.0*	*2.6*	*5.1*	*7.5*	*6.7*	*7.5*	*8.3*	*3.3*	*4.4*	*7.5*	*8.6*
1) 지주	**265.3**	**4.1**	**61.6**	**17.4**	**259.3**	**16.7**	**55.9**	**17.2**	**487.6**	**348.4**	**349.1**	**532.9**
2) 현대오일뱅크 (74%)	**305.2**	**73.4**	**-268.1**	**147.5**	**31.1**	**-84.3**	**93.4**	**148.9**	**616.7**	**258.0**	**189.1**	**503.6**
3) 한국조선해양 (35%)	**160.2**	**376.5**	**398.4**	**499.1**	**859.2**	**820.4**	**797.4**	**943.7**	**282.3**	**1,434.1**	**3,420.8**	**3,847.6**
현대중공업 (75%)	21.3	195.6	206.1	282.2	262.7	440.8	430.7	508.1	178.6	705.2	1,642.4	2,103.7
현대미포 (42%)	-11.0	17.4	35.3	46.9	44.9	73.2	78.9	106.2	-152.9	88.5	303.2	453.5
삼호/기타 (97%)	149.9	163.4	157.0	170.0	551.6	306.4	287.8	329.4	256.5	640.3	1,475.2	1,290.4
4) 현대사이트솔루션 (80%)	**162.9**	**169.4**	**72.8**	**27.3**	**120.1**	**142.2**	**124.7**	**89.4**	**724.2**	**432.4**	**476.3**	**655.8**
현대인프라코어 (34%)	92.8	81.5	20.7	-10.9	68.8	74.6	59.4	42.5	418.3	184.2	245.5	345.0
현대건설기계 (36%)	53.6	58.6	43.0	35.3	37.9	52.3	51.9	37.3	257.2	190.4	179.4	240.1
5) 현대일렉트릭 (37%)	**128.8**	**210.1**	**163.8**	**166.3**	**218.2**	**238.0**	**216.4**	**247.0**	**315.2**	**669.0**	**919.6**	**1,119.4**
6) 현대마린솔루션 (56%)	**51.5**	**71.0**	**83.4**	**65.9**	**83.0**	**87.9**	**88.1**	**94.4**	**201.5**	**271.8**	**353.3**	**451.5**
7) 현대로보틱스 (90%)	**-2.0**	**0.3**	**1.6**	**0.3**	**-5.8**	**0.6**	**0.9**	**0.5**	**-15.7**	**0.2**	**-3.8**	**3.6**
8) 기타/연결	**-278.2**	**-24.9**	**-82.0**	**-45.6**	**-278.7**	**-36.7**	**-75.9**	**-37.2**	**-580.2**	**-430.6**	**-428.5**	**-612.9**
당기순이익	**508.3**	**544.1**	**101.7**	**776.1**	**777.4**	**768.1**	**854.0**	**1,028.8**	**785.8**	**1,930.2**	**3,428.3**	**4,487.6**
당기순이익률 (%)	*3.1*	*3.1*	*0.6*	*4.5*	*4.5*	*4.3*	*4.9*	*5.7*	*1.3*	*2.8*	*4.9*	*5.9*
지배순이익	**203.2**	**136.2**	**-33.1**	**202.7**	**219.2**	**196.3**	**266.9**	**329.3**	**264.5**	**509.0**	**1,011.7**	**1,407.5**
지배순이익률 (%)	*1.2*	*0.8*	*-0.2*	*1.2*	*1.3*	*1.1*	*1.5*	*1.8*	*0.4*	*0.8*	*1.4*	*1.9*

자료: FnGuide, HD현대, KB증권 추정

주: HD한국조선해양, HD현대중공업, HD현대미포, HD현대일렉트릭, HD현대마린솔루션 HD현대인프라코어, HD현대건설기계는 FnGuide 컨센서스

GS

2Q OP 6,154억원 추정

(vs. 컨센 6,812억원)

상법개정/주주보호에 지주사 할인율 축소

*25/5/9 컨퍼런스 콜, (25/6/9 보고서)

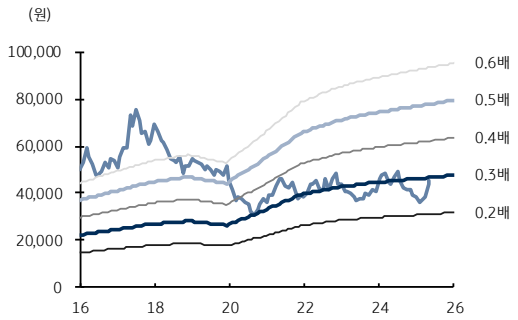
— “지주사 할인율” -50% → -40%로 축소. 신정부 상법 개정안 재추진으로 주주 보호 강화

— ‘P/B 0.8배 미만 상속세 하한’ 수혜: 최대주주 등 53인이 주식 총 51.1% 보유

— ‘배당소득 분리과세’ 수혜: 배당정책 ‘최근 3개년 평균 NP (비경상 제외)의 40% 이상’

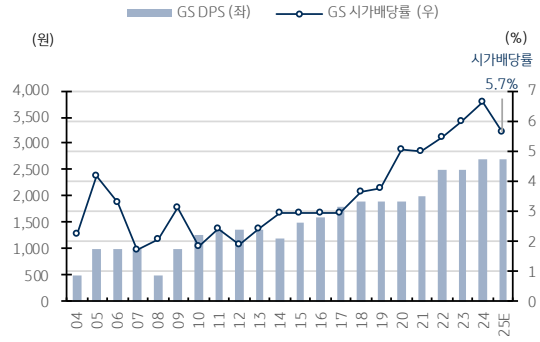
— 2Q ① 에너지: 대폭 감익. 유가 1Q $76.5/b → 6월 $64.4/b로 급락한 영향, ② 정유: 재고평가 손실 발생, -945억원 감익, ③ 발전: 계절적 비수기에도 가스가격 반등에 선방. SMP는 2024년 128원/kWh → 1Q25 116원 → 2Q25 124원으로 회복, 열 요금도 인상

그림 44. GS 12개월 선행 P/B 추이



자료: GS, KB증권 추정

그림 45. GS DPS와 시가배당률 (주가 47,550원 기준 5.7%)



자료: GS, KB증권 추정

표 12. GS 분기/연간 실적 추이 및 전망 (6/9)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
***Dubai유($/bbl)**	**81.0**	**85.5**	**78.6**	**73.7**	**76.5**	**65.0**	**66.0**	**67.0**	**82.2**	**79.7**	**68.6**	**72.0**
***SMP(육지, 원/kWh)**	**130.6**	**126.1**	**139.0**	**115.3**	**115.5**	**123.8**	**114.7**	**114.7**	**166.3**	**127.8**	**117.2**	**114.2**
매출액	**6,289.0**	**6,203.7**	**6,397.5**	**6,407.4**	**6,238.8**	**6,211.6**	**6,488.4**	**6,498.2**	**25,978.5**	**25,297.5**	**25,437.0**	**26,301.3**
QoQ	*-4.1%*	*-1.4%*	*3.1%*	*0.2%*	*-2.6%*	*-0.4%*	*4.5%*	*0.2%*				
YoY	*-7.6%*	*1.0%*	*-1.1%*	*-2.3%*	*-0.8%*	*0.1%*	*1.4%*	*1.4%*	*-9.1%*	*-2.6%*	*0.6%*	*3.4%*
별도(기타)	67.0	110.1	117.9	191.7	-5.1	44.7	31.0	95.1	504.5	486.7	165.7	165.7
GS 에너지	1,733.1	1,489.6	1,324.5	1,410.5	1,733.1	1,444.1	1,439.0	1,458.7	6,519.0	5,957.7	6,074.9	6,081.8
GS 리테일	2,701.1	2,937.1	3,054.7	2,934.0	2,761.3	3,022.6	3,144.2	3,031.3	11,134.1	11,626.9	11,959.4	12,677.0
GS EPS	405.1	332.1	472.6	433.4	361.1	332.0	428.8	436.4	1,984.3	1,643.2	1,558.4	1,554.9
GS E&R	420.5	377.4	372.3	346.2	366.7	379.1	355.2	349.1	1,920.1	1,516.4	1,450.2	1,454.0
GS 글로벌	962.2	957.4	1,055.4	1,091.5	1,021.7	989.0	1,090.2	1,127.5	3,916.5	4,066.5	4,228.4	4,368.0
영업이익	**1,016.3**	**798.1**	**627.7**	**618.1**	**800.2**	**615.4**	**629.2**	**573.6**	**3,721.8**	**3,060.2**	**2,618.3**	**2,708.4**
영업이익률	*16.2%*	*12.9%*	*9.8%*	*9.6%*	*12.8%*	*9.9%*	*9.7%*	*8.8%*	*14.3%*	*12.1%*	*10.3%*	*10.3%*
QoQ	*45.3%*	*-21.5%*	*-21.3%*	*-1.5%*	*29.5%*	*-23.1%*	*2.2%*	*-8.8%*				
YoY	*-5.8%*	*12.1%*	*-49.0%*	*-11.6%*	*-21.3%*	*-22.9%*	*0.2%*	*-7.2%*	*-27.3%*	*-17.8%*	*-14.4%*	*3.4%*
별도(기타)	30.4	32.2	-22.1	83.1	8.0	43.4	32.9	20.0	79.3	123.7	104.3	107.5
GS 에너지	758.4	583.1	435.4	425.0	643.8	399.2	416.7	416.8	2,641.5	2,201.9	1,876.5	1,949.8
GS 리테일	49.7	81.0	80.6	27.7	38.6	72.9	85.7	58.1	291.8	239.1	255.2	267.0
GS EPS	106.7	36.6	74.7	35.0	45.6	35.6	51.8	35.5	459.2	253.0	168.5	174.7
GS E&R	53.9	44.0	34.5	32.3	48.2	43.9	25.0	32.8	173.5	164.7	149.8	155.3
GS 글로벌	17.1	21.2	24.6	14.9	16.0	20.4	17.2	10.4	76.5	77.8	64.0	54.0
당기순이익	**476.0**	**275.4**	**38.7**	**73.4**	**291.5**	**273.4**	**254.8**	**210.9**	**1,578.7**	**863.5**	**1,030.6**	**999.3**
지배순이익	**359.7**	**201.4**	**-7.1**	**13.0**	**204.7**	**199.6**	**186.0**	**154.0**	**1,300.7**	**567.0**	**744.3**	**729.5**
지배순이익률	*5.7%*	*3.2%*	*-0.1%*	*0.2%*	*3.3%*	*3.2%*	*2.9%*	*2.4%*	*5.0%*	*2.2%*	*2.9%*	*2.8%*
QoQ	*213.0%*	*-44.0%*	*적전*	*흑전*	*1471.9%*	*-2.5%*	*-6.8%*	*-17.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
YoY	*-8.4%*	*18.8%*	*적전*	*-88.7%*	*-43.1%*	*-0.9%*	*흑전*	*1082.6%*	*-39.3%*	*-56.4%*	*31.3%*	*-2.0%*
GS칼텍스 매출액	**11,856.9**	**12,642.4**	**11,652.1**	**11,462.8**	**11,113.8**	**9,925.0**	**11,479.7**	**11,919.9**	**48,607.5**	**47,614.2**	**44,438.4**	**46,041.8**
GS칼텍스 영업이익	**416.6**	**208.1**	**-352.9**	**276.3**	**116.1**	**-141.9**	**17.9**	**82.4**	**1,683.8**	**548.0**	**74.5**	**653.9**
영업이익률	*3.5%*	*1.6%*	*-3.0%*	*2.4%*	*1.0%*	*-1.4%*	*0.2%*	*0.7%*	*3.5%*	*1.2%*	*0.2%*	*1.4%*
GS칼텍스 지배순이익	**220.2**	**96.6**	**-224.0**	**16.2**	**82.5**	**-106.4**	**9.5**	**43.7**	**1,152.7**	**109.0**	**29.2**	**346.6**
지배순이익률	*1.9%*	*0.8%*	*-1.9%*	*0.1%*	*0.7%*	*-1.1%*	*0.1%*	*0.4%*	*2.4%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.8%*

자료: GS, KB증권 추정

롯데케미칼

2Q OP -1,908억원 추정

(vs. 컨센 -1,358억원)

* 25/6/26 보고서

— 일시적인 적자확대 (-642억원 QoQ, -796 YoY)

① 대규모 정기보수 (대산/울산/미국/정밀화학: 45~65일)

② 계속되는 미-중 관세 변동에 고객사들의 구매 관망세

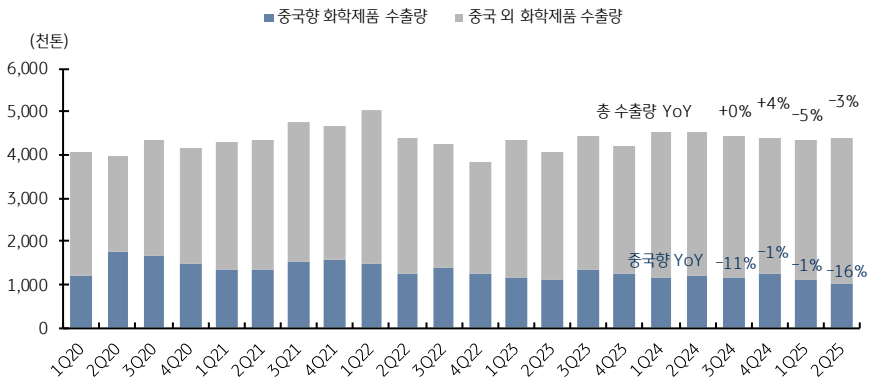
③ 유가 급락에 따른 일시적 역래깅 효과

— 환율 하락 (1Q 1,452원/$ → 2Q 1,398원/$) 및 중국 구매 관망세 영향으로 추정치 조정

그림 46. 중국 제조업 PMI 및 신규 수출주문 (5월)

자료: Bloomberg, KB증권

그림 47. 한국의 화학제품 수출량 추이



자료: KITA, Trass, KB증권

주: 화학 수출량은 HS39 (플라스틱과 그 제품) 기준이며, 2025년 6월 데이터는 1일~20일 잠정치를 30일로 보정한 값

표 13. 롯데케미칼 분기/연간 실적 추이 및 전망 (6/26)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**5,086.1**	**5,248.0**	**5,200.2**	**4,896.1**	**4,901.8**	**4,744.9**	**4,889.4**	**5,303.2**	**19,946.4**	**20,430.4**	**19,839.3**	**21,936.4**
1) 기초화학	3,548.9	3,606.9	3,628.2	3,307.8	3,357.3	3,159.5	3,081.2	3,223.2	13,923.2	14,091.8	12,821.3	13,212.6
기초소재	2,872.2	2,950.0	2,896.6	2,566.8	2,714.7	2,570.2	2,509.2	2,612.2	11,187.8	11,285.6	10,406.4	10,652.4
타이탄 (NCC)	541.4	514.8	587.3	572.9	487.2	448.4	412.4	447.4	2,195.7	2,216.4	1,795.4	1,897.6
LC USA (ECC)	135.3	142.1	144.3	168.1	155.4	140.9	159.6	163.6	539.7	589.8	619.5	662.6
2) 롯데첨단소재	1,031.7	1,134.4	1,121.7	1,094.4	1,108.2	1,055.7	1,042.1	1,060.2	4,184.0	4,382.2	4,266.2	4,275.8
3) 롯데정밀화학	399.4	422.1	420.4	428.6	445.6	434.8	458.5	474.6	1,768.7	1,670.5	1,813.5	1,950.7
4) 롯데에너지머티	241.7	262.7	211.4	186.4	158.0	214.8	246.3	275.8	809.0	902.2	894.9	1,125.6
5) 연결/기타	-135.6	-178.1	-181.5	-121.1	-167.3	-120.0	61.4	269.4	-738.5	-616.3	43.4	1,371.7
영업이익	**-135.3**	**-111.2**	**-413.6**	**-234.1**	**-126.6**	**-190.8**	**-102.1**	**-11.9**	**-347.7**	**-894.1**	**-431.3**	**-8.6**
1) 기초화학	-130.5	-139.2	-365.0	-175.0	-107.7	-159.9	-100.6	-38.8	-500.8	-809.7	-407.0	-133.6
기초소재	-71.5	-45.9	-194.9	-129.0	-62.2	-94.9	-64.7	-29.2	-201.5	-441.3	-251.1	-124.2
타이탄 (NCC)	-53.3	-81.1	-63.1	-64.3	-40.7	-56.7	-48.2	-23.6	-254.1	-261.8	-169.1	-69.9
LC USA (ECC)	-5.7	-12.2	-107.0	18.3	-4.8	-8.3	12.3	14.0	-45.2	-106.6	13.2	60.4
2) 롯데첨단소재	44.4	75.7	38.1	29.7	72.9	40.7	48.5	54.9	232.5	187.9	217.0	213.0
3) 롯데정밀화학	10.8	17.1	10.3	12.2	18.8	13.2	27.0	31.4	154.7	50.4	90.4	143.2
4) 롯데에너지머티	4.3	3.0	-31.7	-40.1	-46.0	-18.1	-4.3	2.9	11.9	-64.5	-65.5	32.6
5) 연결/기타	-64.3	-67.8	-65.3	-60.9	-64.6	-66.8	-72.6	-62.3	-246.0	-258.2	-266.2	-263.8
영업이익률	**-2.7**	**-2.1**	**-8.0**	**-4.8**	**-2.6**	**-4.0**	**-2.1**	**-0.2**	**-1.7**	**-4.4**	**-2.2**	**0.0**
1) 기초화학	**-3.7**	**-3.9**	**-10.1**	**-5.3**	**-3.2**	**-5.1**	**-3.3**	**-1.2**	**-3.6**	**-5.7**	**-3.2**	**-1.0**
기초소재	**-2.5**	**-1.6**	**-6.7**	**-5.0**	**-2.3**	**-3.7**	**-2.6**	**-1.1**	**-1.8**	**-3.9**	**-2.4**	**-1.2**
타이탄 (NCC)	-9.8	-15.8	-10.7	-11.2	-8.4	-12.6	-11.7	-5.3	-11.6	-11.8	-9.4	-3.7
LC USA (ECC)	-4.2	-8.6	-74.2	10.9	-3.1	-5.9	7.7	8.6	-8.4	-18.1	2.1	9.1
2) 롯데첨단소재	4.3	6.7	3.4	2.7	6.6	3.9	4.7	5.2	5.6	4.3	5.1	5.0
3) 롯데정밀화학	2.7	4.1	2.5	2.8	4.2	3.0	5.9	6.6	8.7	3.0	5.0	7.3
4) 롯데에너지머티	1.8	1.1	-15.0	-21.5	-29.1	-8.4	-1.8	1.0	1.5	-7.1	-7.3	2.9
5) 연결/기타	47.4	38.1	36.0	50.2	38.6	55.6	-118.3	-23.1	33.3	41.9	-613.4	-19.2
당기순이익	**-60.45**	**-107.13**	**-513.77**	**-1,144.20**	**-246.32**	**-197.41**	**-129.77**	**-71.25**	**-39.2**	**-1825.6**	**-644.7**	**-203.6**
지배순이익	**-85.49**	**-109.39**	**-447.33**	**-1,068.30**	**-190.83**	**-185.57**	**-121.99**	**-66.97**	**-50.0**	**-1,710.5**	**-565.4**	**-191.4**

자료: 롯데케미칼, KB증권 추정

주: 롯데정밀화학은 2022년 9월 연결, 롯데에너지머티리얼즈는 2023년 4월 연결

금호석유화학

2Q OP 720억원 추정

(vs. 컨센 836억원)

* 25/7/4 보고서

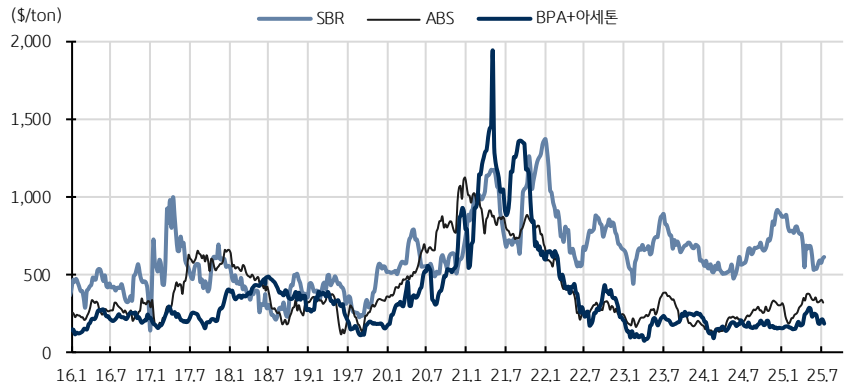
— 2Q 컨센/기존 추정치를 -14%/-7% 하회. EPDM/열병합 정기보수, 환율/유가(BD) 하락

① 합성고무 191억원 (-59% QoQ). 유가/환율과 연동된 BD/SBR/BR /Latex 가격 하락 영향. 천연고무 수급 밸런스는 2025년 개선세이나, 기존 전망 대비 개선 폭 둔화

② 합성수지/페놀 3억원 (-30억원 QoQ). 가전 (이구환신)으로 ABS/BPA/Epoxy 전방 회복세이며 조선업 강세 및 유럽 반덤핑 판결로 EPOXY는 추가 강세 전환 중이나, 관세 불확실성(1Q 선구매 기저) 및 환율/유가 하락에 저조한 실적.

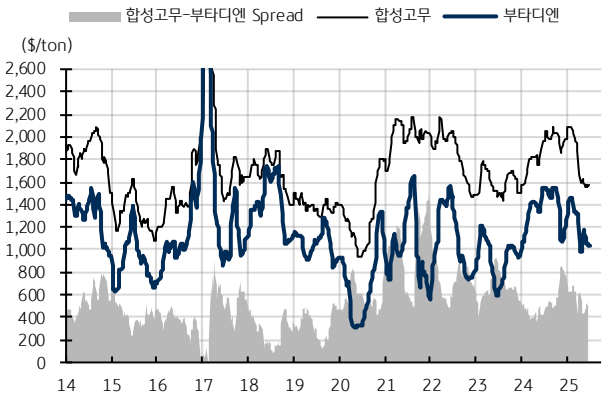
③열병합 비수기지만, 견조한 SMP 단가에 감익폭은 제한적일 것으로 추정

그림 48. 금호석유화학 주요 제품 마진 추이



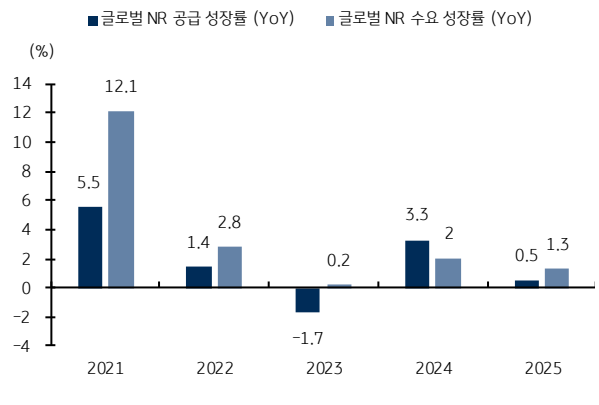
자료: Cischem, KB증권 추정

그림 49. 천연고무/합성고무 가격 추이



자료: Cischem, KB증권

그림 50. 글로벌 천연고무 수급



자료: ANRPC, KB증권

표 14. 금호석유화학 분기/연간 실적 추이 및 전망 (7/4)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**1,667.5**	**1,852.5**	**1,827.9**	**1,807.1**	**1,908.2**	**1,704.1**	**1,696.9**	**1,638.5**	**6,322.5**	**7,155.0**	**6,947.8**	**6,991.4**
합성고무	595.5	707.7	733.5	758.5	757.2	620.2	544.5	578.9	2,162.1	2,795.2	2,500.8	2,309.3
폴리켐(EPDM)	168.5	172.9	160.2	166.3	187.8	164.0	206.6	190.1	645.3	667.9	748.5	860.8
합성수지	322.2	332.0	312.9	315.8	336.0	313.7	324.7	301.3	1,250.1	1,282.9	1,275.7	1,306.4
피앤비(페놀)	398.8	444.4	406.5	385.5	431.7	400.4	407.6	392.9	1,484.4	1,635.2	1,632.6	1,716.3
기타(정밀/열병합)	182.5	195.5	214.8	181.0	195.5	205.8	213.5	175.4	780.6	773.8	790.1	798.6
영업이익	**78.6**	**119.1**	**65.1**	**10.0**	**120.6**	**72.0**	**115.8**	**74.1**	**359.0**	**272.8**	**382.5**	**530.3**
합성고무	25.1	46.6	10.7	18.4	46.0	19.1	33.9	23.3	96.8	100.8	122.3	181.2
폴리켐(EPDM)	23.2	22.4	14.0	10.5	23.9	19.7	26.9	17.1	86.4	70.1	87.5	108.0
합성수지	-1.4	1.2	-8.7	-9.5	5.2	-3.3	4.2	1.3	-6.0	-18.4	7.4	32.5
피앤비(페놀)	-2.5	5.7	1.1	-22.2	1.9	3.6	11.4	6.1	2.8	-17.9	23.0	72.2
기타(정밀/열병합)	34.2	43.2	48.0	12.8	43.6	32.9	39.5	26.3	179.0	138.2	142.3	136.5
영업이익률	**4.7**	**6.4**	**3.6**	**0.6**	**6.3**	**4.2**	**6.8**	**4.5**	**5.7**	**3.8**	**5.5**	**7.6**
합성고무	4.2	6.6	1.5	2.4	6.1	3.1	6.2	4.0	4.5	3.6	4.9	7.8
폴리켐(EPDM)	13.8	13.0	8.7	6.3	12.7	12.0	13.0	9.0	13.4	10.5	11.7	12.5
합성수지	-0.4	0.4	-2.8	-3.0	1.5	-1.0	1.3	0.4	-0.5	-1.4	0.6	2.5
피앤비(페놀)	-0.6	1.3	0.3	-5.8	0.4	0.9	2.8	1.6	0.2	-1.1	1.4	4.2
기타(정밀/열병합)	18.7	22.1	22.3	7.1	22.3	16.0	18.5	15.0	22.9	17.9	18.0	17.1
지분법이익	**20.0**	**24.2**	**15.1**	**34.2**	**30.6**	**40.1**	**45.2**	**41.2**	**111.1**	**93.4**	**147.9**	**160.6**
당기순이익	**102.6**	**131.6**	**53.1**	**61.3**	**124.8**	**88.0**	**128.0**	**83.1**	**447.0**	**348.6**	**423.9**	**553.3**
지배순이익	**102.5**	**131.5**	**53.1**	**61.4**	**125.0**	**88.1**	**128.1**	**83.1**	**446.8**	**348.6**	**424.3**	**553.8**

자료: 금호석유화학, KB증권 추정

DL

2Q OP 782억원 추정

(vs. 컨센 722억원)

* 25/6/30 보고서

— 유가/환율 하락에도, DL은 특수제품 비중이 높고 포트폴리오가 다양해 타 화학사 대비 상대적으로 영향을 작게 받을 것

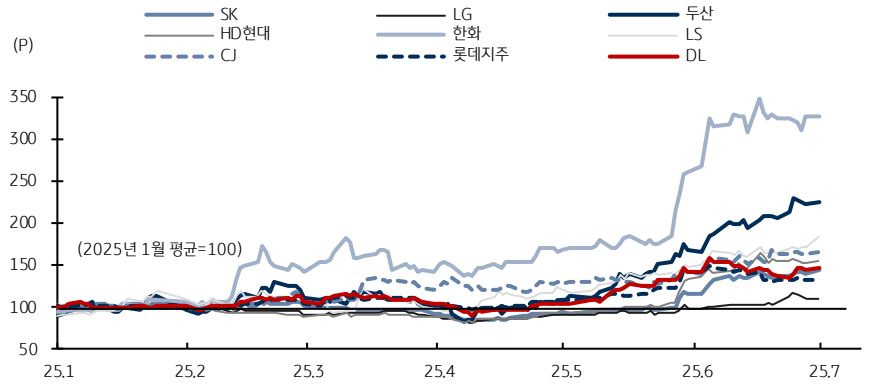
① 케미칼 300억원 (OPM 6.9%) 추정. PB (윤활유 첨가제) 시황 견조. 환율/부타디엔 가격 하락은 아쉬움, 1Q 발생한 라이선스 아웃 비용 (+150억원)이 제거된 순수 이익.

② Kraton 32억원 (-1억원 QoQ) 추정. 매출 비중 51%인 Kraton은 미국 (70%)/유럽 (30%)에서 소재를 제조/판매 하는데, 트럼프 당선 이후 미국/유럽 PMI가 개선 (단순평균: 2H24 48.7/45.5 → 1H25 51.4/48.4) 되는 중. 이에, 가동률 회복이 1Q부터 나타나고 있고 2Q는 성수기로 호시황 지속을 예상 (4Q 69% → 1Q 84% → 2Q 86%(E)).

③ 기타 450억원 추정. Cariflex 1Q 선판매 후 일시 부진, 에너지 비수기, 글래드 호조 지속

— 하반기 관심은 DL이 진행 중이던 대규모 사업들의 매각 진행 여부. DL에너지 (매출비중 4%, 지주법) 사업 일부를 3Q내 1조원 매각, 글래드 호텔 (매출비중 2%) 6~7,000억원 매각

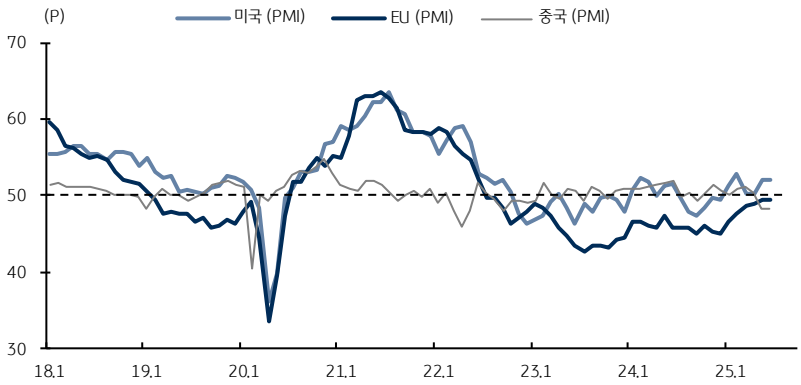
그림 51. 국내 주요 지주사 주가 추이



자료: Quantiwise, KB증권

그림 52. Kraton, 미국/유럽 PMI 회복시 수혜

주요 제조/판매 지역인
미국/유럽 PMI > 중국 PMI

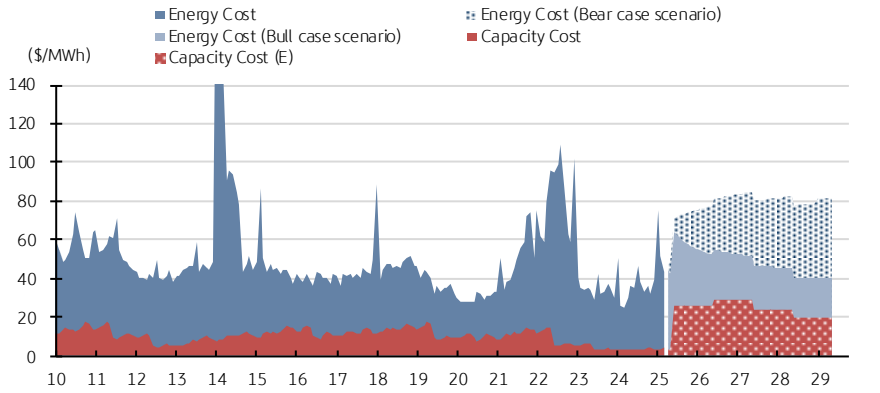


자료: Bloomberg, KB증권

Capacity Cost: 용량시장 정산가격
Energy Cost: 전력 판매가격

Energy Cost는 Henry Hub Gas Price에 연동됨.
현재 3.3$/MMBtu
Bear Case: 2029년 2.0$/MMBtu
Bull Case: 2029년 6.0$/MMBtu 가정

그림 53. PJM 전력구매 단가 (= 미국 발전소 전력 판매 가격 시나리오)



자료: Bloomberg, Monitoring Analytics, KB증권 추정

표 15. DL 분기/연간 실적 추이 및 전망 (6/30)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**1,404.1**	**1,492.1**	**1,422.4**	**1,296.8**	**1,386.6**	**1,402.0**	**1,390.7**	**1,371.8**	**5,017.8**	**5,615.4**	**5,551.1**	**5,753.9**
DL케미칼	501.6	515.1	402.2	408.3	444.4	435.9	414.0	430.9	1,606.4	1,827.2	1,725.2	1,790.2
Kraton	695.3	712.8	711.3	649.1	689.7	730.0	699.3	691.0	2,464.2	2,768.5	2,810.0	2,907.2
Cariflex	50.7	66.5	64.8	57.7	53.9	58.9	66.4	65.9	264.7	239.7	245.1	269.1
별도/기타	156.5	197.7	244.1	181.7	198.6	177.2	210.9	184.0	682.5	780.0	770.8	787.3
영업이익	**172.3**	**142.8**	**121.4**	**-24.0**	**105.4**	**78.2**	**155.1**	**143.4**	**150.7**	**412.5**	**482.1**	**592.1**
DL케미칼	82.8	74.1	21.3	16.7	43.4	30.0	47.7	35.8	110.8	194.9	156.8	166.0
Kraton	55.6	9.4	14.5	-77.7	3.3	3.2	9.6	31.5	-156.3	1.8	47.6	92.8
Cariflex	7.0	17.2	16.7	6.5	9.1	7.5	16.1	16.7	56.6	47.4	49.5	65.2
별도/기타	26.9	42.1	68.9	30.5	49.6	37.5	81.7	59.4	139.6	168.4	228.2	268.1
영업이익률	**12.3**	**9.6**	**8.5**	**-1.7**	**3.1**	**5.5**	**9.0**	**8.9**	**3.0**	**7.4**	**6.6**	**9.8**
DL케미칼	16.5	14.4	5.3	4.1	5.9	7.3	8.3	8.4	6.9	10.7	7.5	9.9
Kraton	8.0	1.3	2.0	-12.0	-5.6	-0.2	2.4	4.0	-6.3	0.1	0.1	5.2
Cariflex	13.8	25.9	25.8	11.3	13.8	16.1	22.3	27.9	21.4	19.8	20.3	20.1
별도/기타	17.2	21.3	28.2	17.5	25.1	19.6	29.4	21.5	20.5	21.8	24.1	22.7
지분법손익	**-16.4**	**-11.7**	**-19.5**	**-38.9**	**-54.5**	**-8.9**	**-6.2**	**-1.9**	**-103.0**	**-86.5**	**-71.4**	**-35.1**
당기순이익	**32.1**	**9.3**	**22.1**	**31.4**	**-19.5**	**3.5**	**68.6**	**63.4**	**-121.0**	**94.8**	**116.0**	**245.3**
지배주주순이익	**22.6**	**0.0**	**11.7**	**55.0**	**-23.5**	**3.3**	**63.1**	**58.3**	**-133.4**	**89.4**	**101.1**	**228.1**

자료: DL, KB증권 추정

SK가스

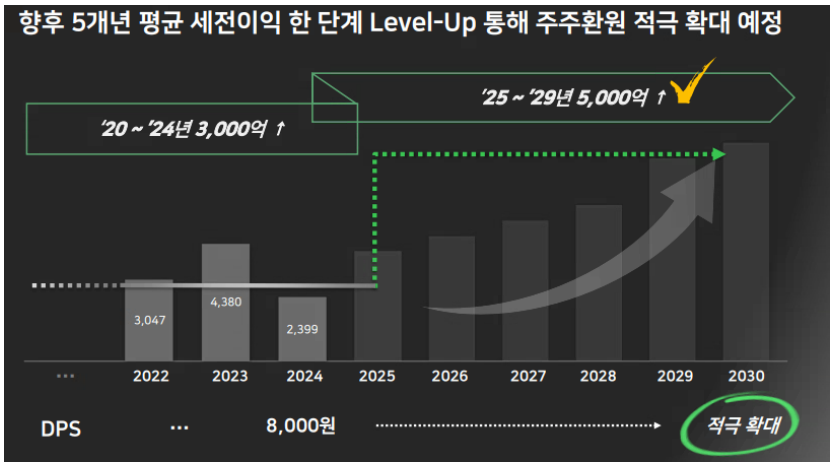
(2Q 컨센 881억원)

* 25/6/20 보고서

— 2025~2029년 CAPEX는 9,750억원 (-7,250억원 감소 vs. 2020~24년), 합산 세전이익은 GPS 이익 추가되어 기본이익 1.7조원 + Arbitrage (0.5~1.0 조원)으로 (+30~60% 증가) 추정.

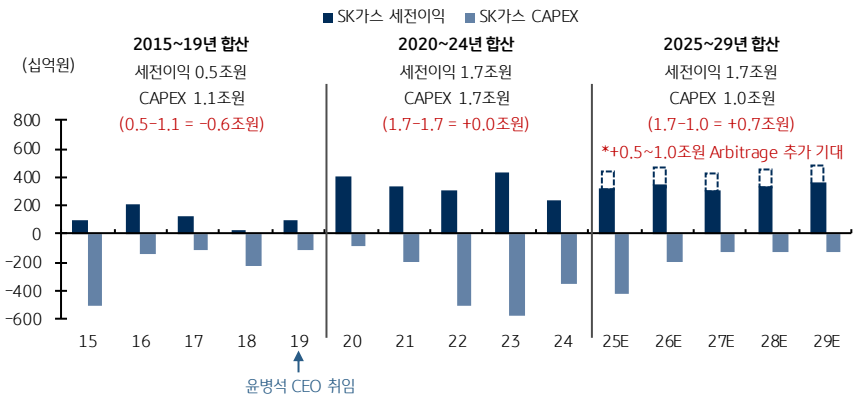
— 2029년까지 +1.3~1.8조원 개선된 현금 흐름을 기대하며, 재무적 부담이 적어진 만큼 추가적인 주주환원을 기대

그림 54. 2025~30년 성장 목표, 주주 환원 적극 확대 예정



자료: SK가스, KB증권

그림 55. SK가스 기간별 세전이익과 CAPEX 지출 변화



자료: SK가스, KB증권 추정

유니드

2Q OP 350억원 추정

(vs.컨센 393억원)

*25/7/23 실적공시 예정, 25/7/4 보고서

— 여타 소재 업체들과 유사하게 대외적 이슈로 컨센서스 하회

① 급격한 환율 하락 (OP -40억원 추정)

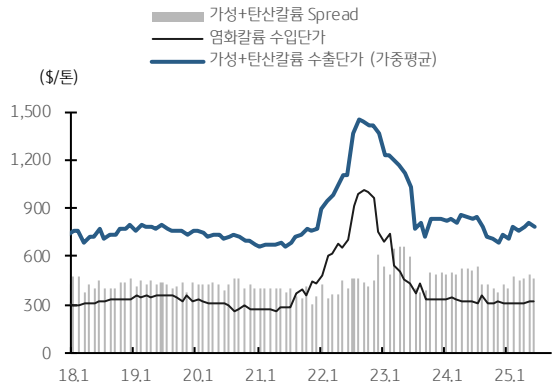
② 중국 경기부진에 따른 전반적인 소재 (가성칼륨, 염소 등) 주문 감소

③ 이란-이스라엘 전쟁에 따른 6월 운임 급등 등

— 시황은 견조. 가성/탄산-염화칼륨 Spread는 2015~24년 442$/톤 → 1Q25 440$/톤 → 2Q25 474$/톤으로 2월부터 제품가격이 상승세

— 하반기 염화칼륨 계약 가격 급등세이나, 캐나다는 감산 지역이 아니기에 원가 상승 폭은 상대적으로 제한적일 것

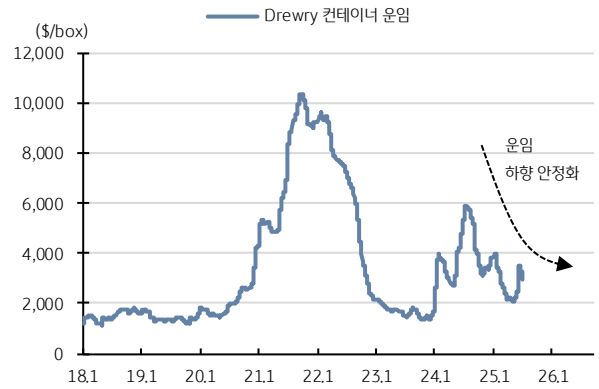
그림 56. 가성칼륨/탄산칼륨 Spread 추이



자료: KITA, Trass, 유니드, KB증권

주: 2025년 6월 데이터는 Trass 1일~10일까지 잠정치

그림 57. 운임 추이



자료: US Geological Survey (Jan 2025), KB증권

표 16. 유니드 분기/연간 실적 추이 및 전망 (7/4)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**254.7**	**291.6**	**289.8**	**275.5**	**322.5**	**360.0**	**361.4**	**323.6**	**1,133.7**	**1,111.6**	**1,367.5**	**1,342.4**
본사	147.8	165.7	156.5	139.3	154.3	176.5	177.2	145.7	645.8	609.3	653.7	631.8
중국	110.2	131.6	137.7	142.4	172.1	189.3	188.8	184.2	526.5	521.9	734.5	731.4
기타	-3.3	-5.7	-4.4	-6.2	-3.4	-5.8	-4.5	-6.4	-38.6	-19.6	0.0	0.0
영업이익	**27.5**	**35.0**	**20.5**	**12.5**	**28.7**	**35.0**	**36.8**	**26.1**	**32.1**	**95.4**	**126.6**	**121.6**
본사	17.0	22.1	14.9	5.6	18.7	22.7	22.9	13.5	29.6	59.6	77.7	70.8
중국	10.1	12.4	5.1	6.4	9.2	11.7	13.0	11.4	0.1	34.0	45.3	44.9
기타	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	1.0	1.2	2.4	1.8	0.0	0.0
영업이익률 (%)	**10.8**	**12.0**	**7.1**	**4.5**	**8.9**	**9.7**	**10.2**	**8.1**	**2.8**	**8.6**	**9.3**	**9.1**
본사 (%)	11.5	13.3	9.5	4.0	12.1	12.9	12.9	9.3	4.6	9.8	11.9	11.2
중국 (%)	9.2	9.4	3.7	4.5	5.3	6.2	6.9	6.2	0.0	6.5	6.2	6.1
당기순이익	**21.7**	**27.1**	**19.8**	**7.6**	**22.3**	**30.2**	**31.5**	**22.6**	**16.3**	**76.2**	**106.6**	**106.0**
지배주주순이익	**21.7**	**27.1**	**19.8**	**7.6**	**22.3**	**30.2**	**31.5**	**22.6**	**16.3**	**76.2**	**106.6**	**106.0**

자료: 유니드, KB증권 추정

TKG휴켐스

2Q OP 189억원 추정

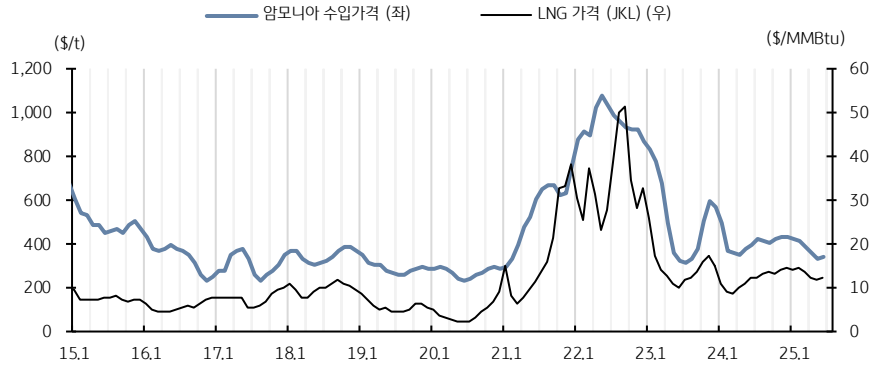
(vs. 컨센 198억원)

*25/8/1 실적공시 예정. 25/6/26 보고서

— 2Q는 MNB 실적 개선 영향으로 증익. 수요 개선 및 정기보수 기저효과. MNB의 전방인 MDI의 국내 주요 전방은 LNG보냉재, 전기차 타이어 등 2025년 산업 수요가 견조

— DNT는 전방 TDI 시황 악화에도 포뮬라 계약 구조 하에 최저 수준의 이익을 확보 중. 질산/초안은 탄광향 수요의 약세가 지속되고 있으며, 러시아의 수출도 재개 중이나 하반기 암모니아 가격의 하락으로 원가 절감 기대

그림 58. 암모니아 가격 추이



자료: KITA, Trass, KB증권

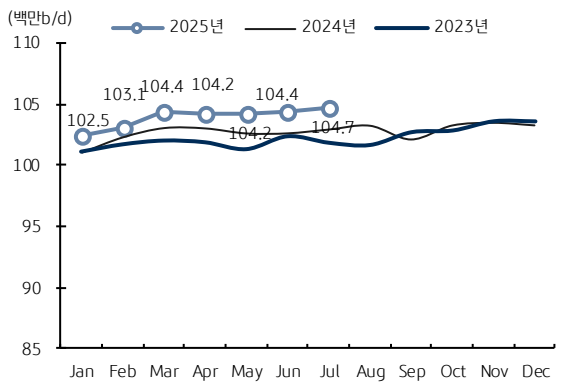
표 17. TKG휴켐스 분기/연간 실적 추이 및 전망 (6/26)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**300.8**	**280.7**	**294.8**	**311.9**	**269.3**	**277.1**	**297.8**	**301.3**	**1,052.7**	**1,188.2**	**1,145.4**	**1,290.7**
NT계열 (DNT/MNB)	186.6	196.5	194.5	205.9	172.0	184.5	200.7	200.0	668.8	783.5	757.2	874.5
NA계열 (질산/초안)	107.2	78.6	94.3	96.7	82.7	78.0	82.4	86.6	349.6	376.8	329.6	328.3
기타	7.0	5.6	5.9	9.4	14.6	14.7	14.7	14.7	34.3	27.9	58.6	87.9
영업이익	**31.5**	**21.5**	**19.6**	**8.2**	**12.6**	**18.9**	**20.7**	**15.7**	**121.2**	**80.8**	**68.0**	**89.9**
NT계열 (DNT/MNB)	9.8	2.4	4.7	1.2	0.4	6.9	9.0	6.3	47.1	18.1	22.6	37.6
NA계열 (질산/초안)	20.8	18.3	14.1	6.9	12.2	11.5	11.2	8.9	64.9	60.0	43.7	41.7
기타	0.9	0.9	0.8	0.1	0.0	0.6	0.6	0.6	7.1	2.7	1.7	10.5
영업이익률 (%)	**10.5**	**7.7**	**6.6**	**2.6**	**4.7**	**6.8**	**7.0**	**5.2**	**11.5**	**6.8**	**5.9**	**7.0**
NT계열 (%)	5.2	1.2	2.4	0.6	0.2	3.7	4.5	3.1	7.0	2.3	3.0	4.3
NA계열 (%)	19.4	23.2	14.9	7.1	14.8	14.7	13.6	10.2	18.6	15.9	13.3	12.7
당기순이익	**30.4**	**21.4**	**18.0**	**7.7**	**14.0**	**16.3**	**17.7**	**14.0**	**134.8**	**77.5**	**61.9**	**76.4**
지배주주순이익	**30.4**	**21.4**	**18.0**	**7.9**	**14.4**	**16.3**	**17.7**	**14.0**	**134.8**	**77.7**	**62.3**	**76.4**

자료: TKG휴켐스, KB증권 추정

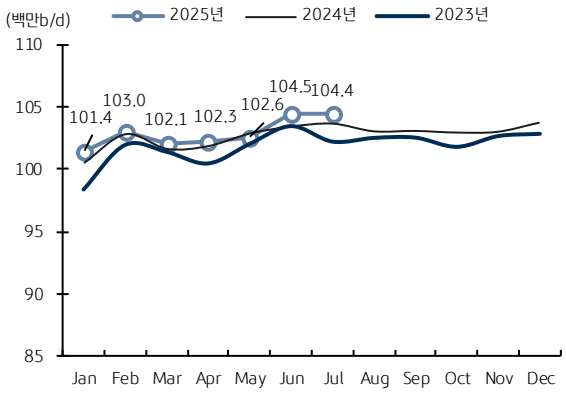
V. Chart Book

그림 59. 원유 공급 (글로벌)



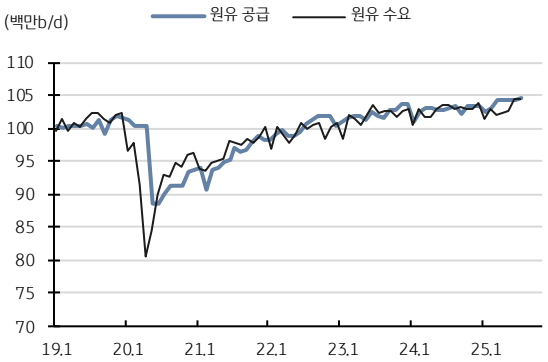
자료: DOE, KB증권

그림 60. 원유 수요 (글로벌)



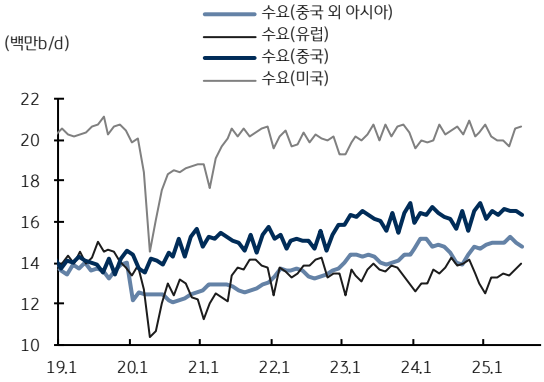
자료: DOE, KB증권

그림 61. 원유 공급/수요 (7월)



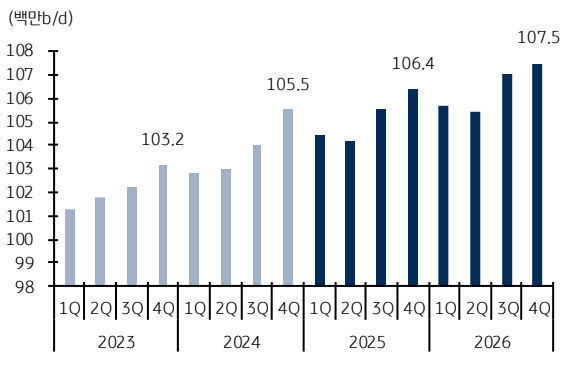
자료: DOE, KB증권

그림 62. 원유 수요 (지역별, 7월)



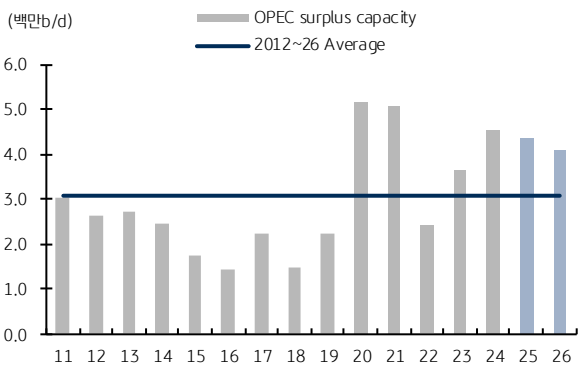
자료: DOE, KB증권

그림 63. 원유 수요 전망치



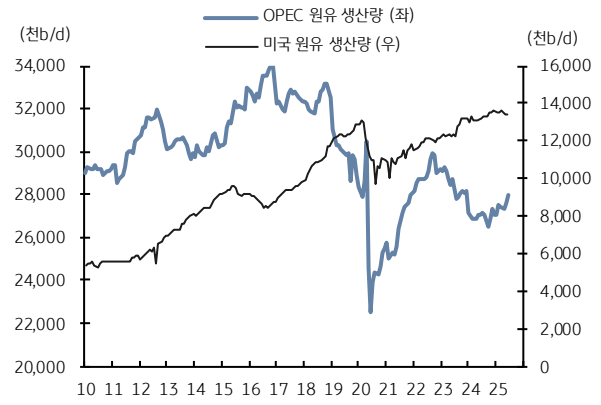
자료: OPEC, KB증권

그림 64. 원유 잉여 Capacity (OPEC)



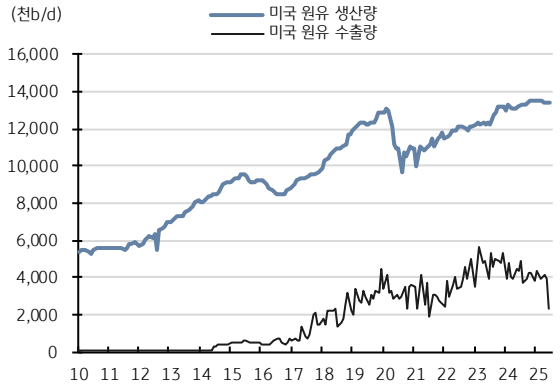
자료: OPEC, KB증권

그림 65. OPEC/US 원유 생산량 (6월)



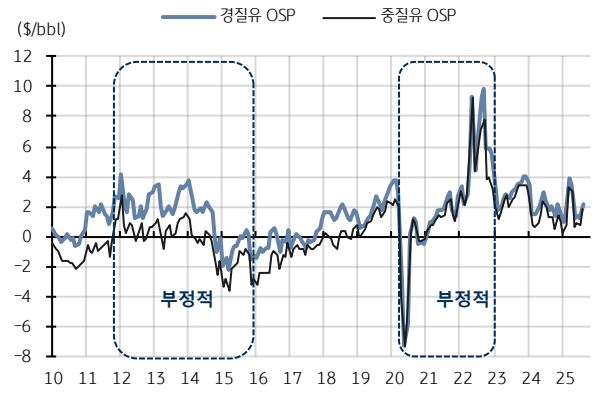
자료: DOE, KB증권

그림 66. 미국 원유 생산/수출량 (6월)



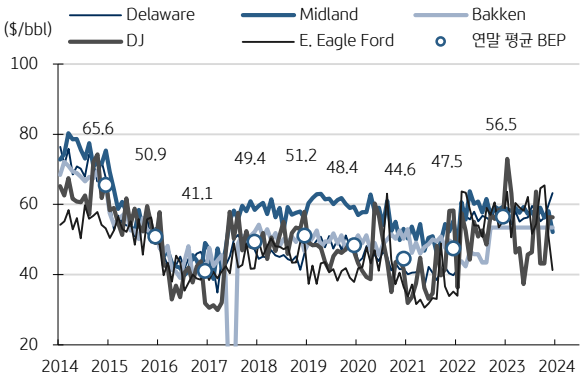
자료: DOE, KB증권

그림 67. OSP 추이 (2025년 8월)



자료: Bloomberg, KB증권

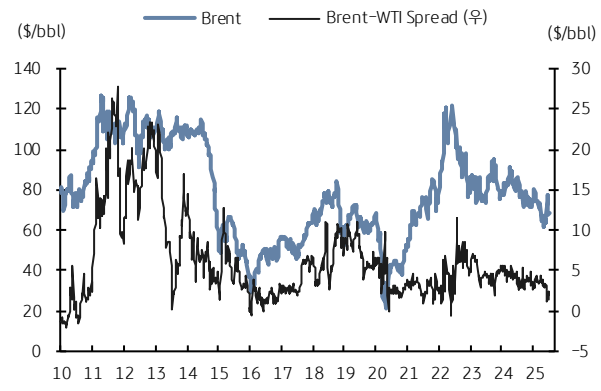
그림 68. 미국 Shale BEP



자료: BTU Analytics, KB증권

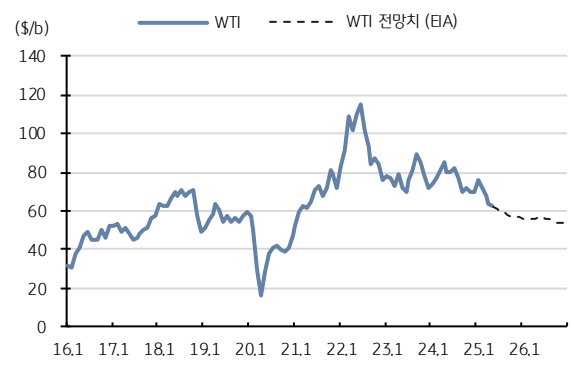
주: 2024년은 1월까지의 데이터

그림 69. Brent 유가 vs. WTI



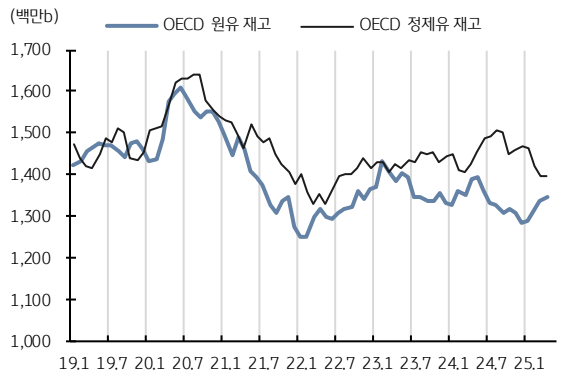
자료: Bloomberg, KB증권

그림 70. EIA 유가 전망



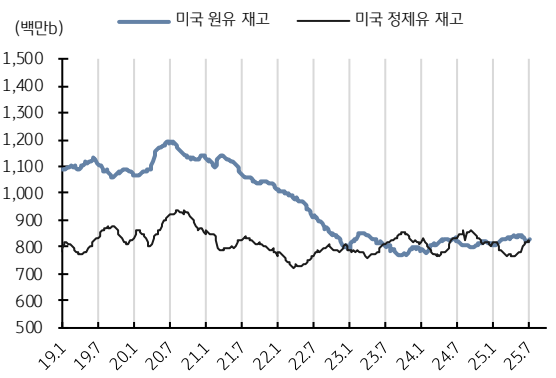
자료: EIA, KB증권

그림 71. 글로벌 원유/정제유 재고 (4월)



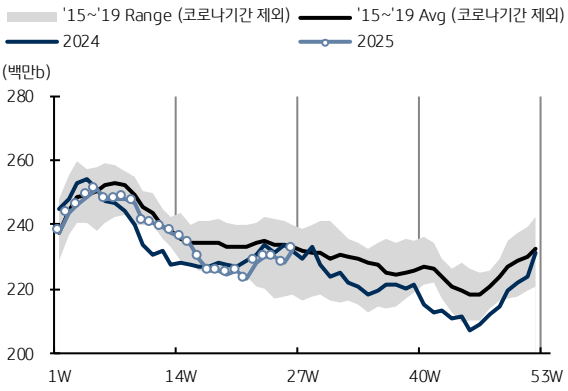
자료: DOE, KB증권

그림 72. 미국 원유/정유 재고 (주간, 7/4)



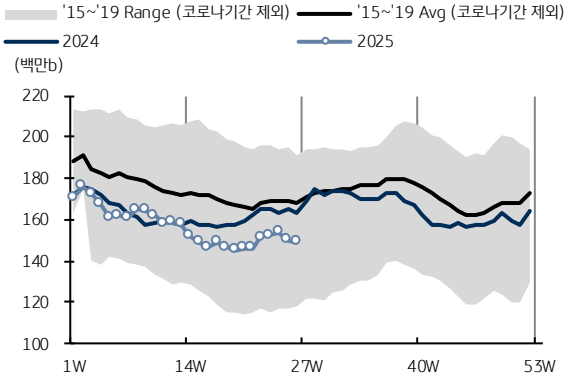
자료: DOE, KB증권

그림 73. 미국 휘발유 재고 (7/4)



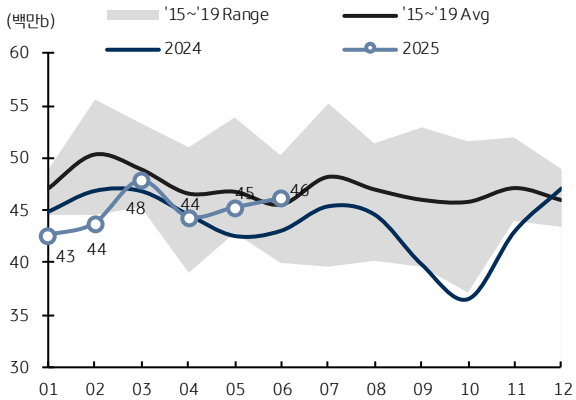
자료: DOE, KB증권

그림 74. 미국 경유/항공유 재고 (7/4)



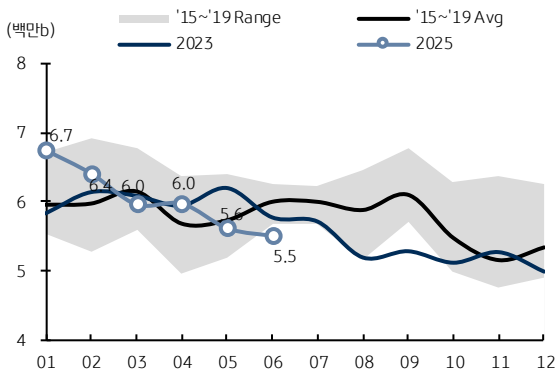
자료: DOE, KB증권

그림 75. 싱가폴 정제유 재고



자료: Bloomberg, KB증권

그림 76. 유럽 정제유 재고



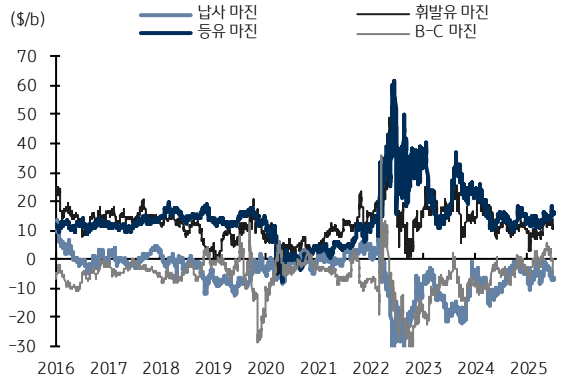
자료: Bloomberg, KB증권

그림 77. 미국 및 중국 정유사 가동률

자료: Bloomberg, KB증권

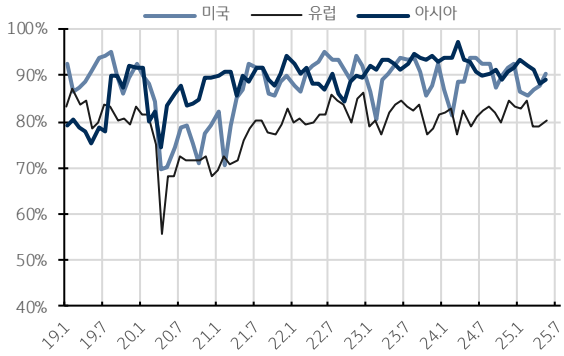
주: 중국 정유사 가동률은 KB증권 추정

그림 78. 정유 제품별 마진



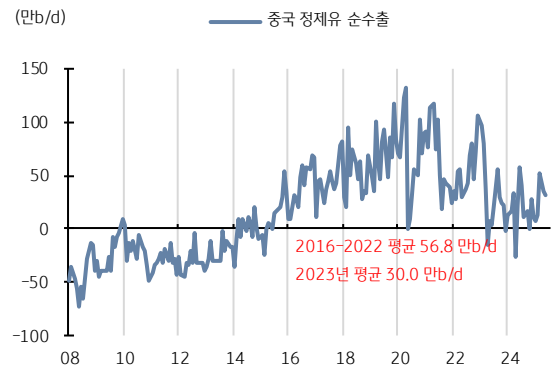
자료: Bloomberg, KB증권

그림 79. 정유사 가동률 (지역별, 5월)



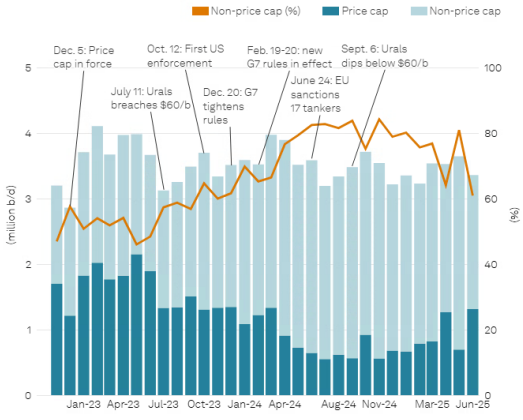
자료: Bloomberg, KB증권

그림 80. 중국 정제유 순수출 (5월)



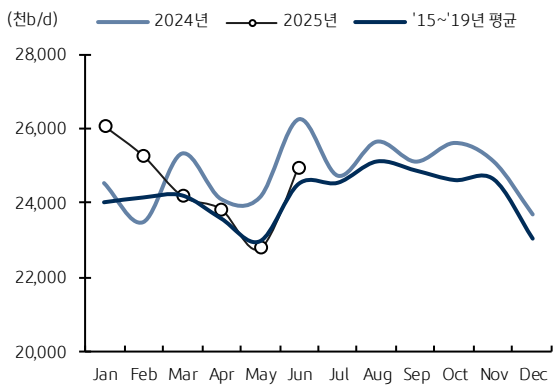
자료: Bloomberg, KB증권

그림 81. 러시아 원유 (Ural) 선적 물량 추이



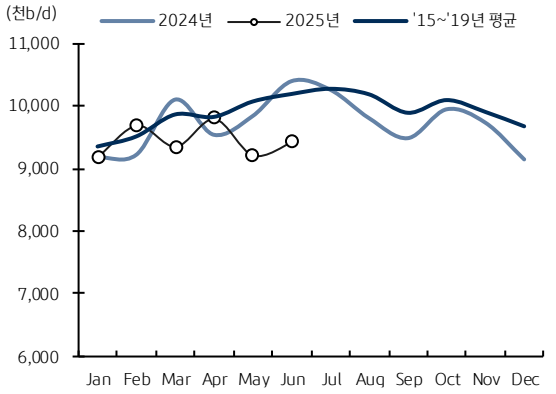
자료: S&P Global, KB증권

그림 82. 미국 정제유 수요



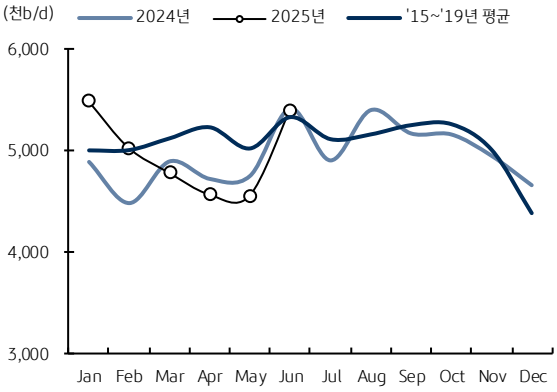
자료: DOE, KB증권

그림 83. 미국 정제유 수요 (휘발유)



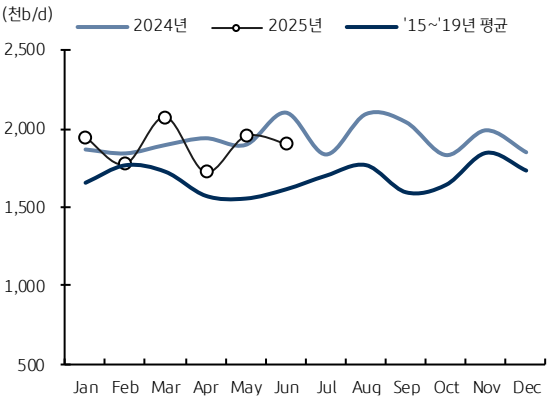
자료: DOE, KB증권

그림 84. 미국 정제유 수요 (경유)



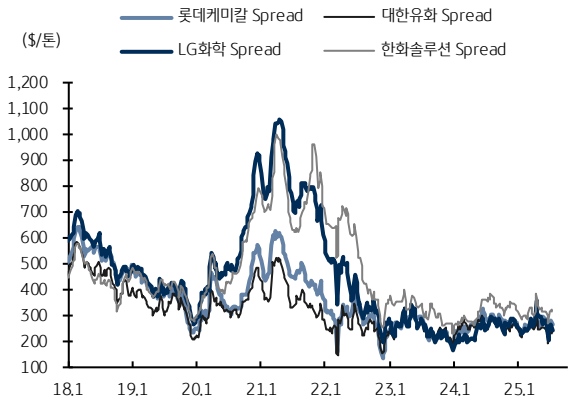
자료: OPEC, KB증권

그림 85. 미국 정제유 수요 (항공유)



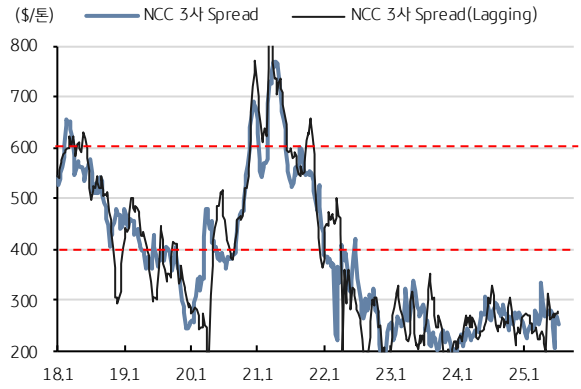
자료: OPEC, KB증권

그림 86. NCC 종합 스프레드



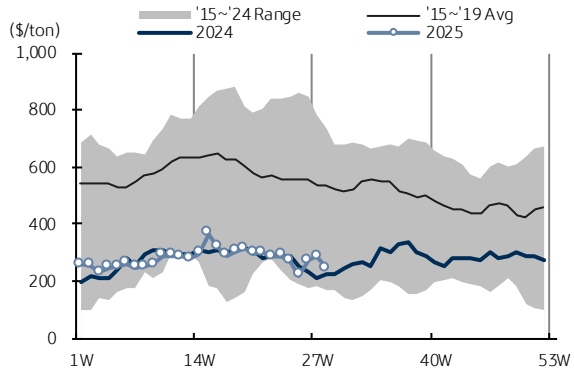
자료: ICIS, KB증권

그림 87. NCC 종합 스프레드 (vs. Lagging)



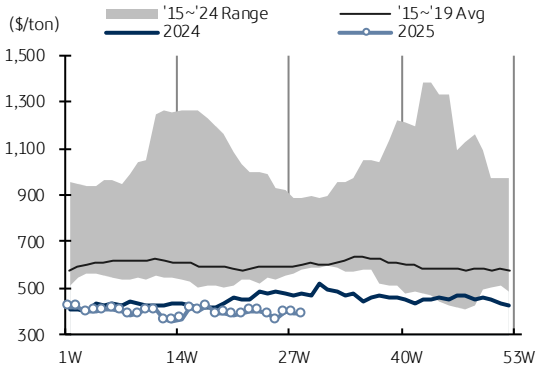
자료: ICIS, KB증권

그림 88. 에틸렌 스프레드



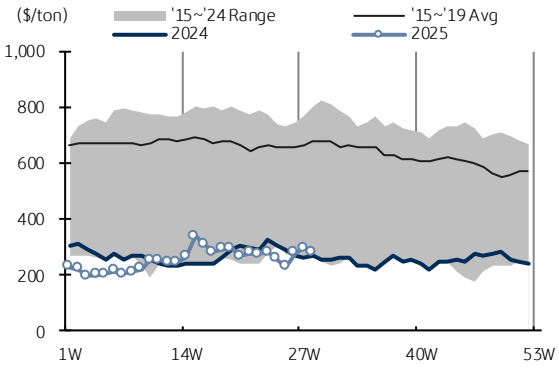
자료: ICIS, KB증권

그림 89. PVC 스프레드 (납사)



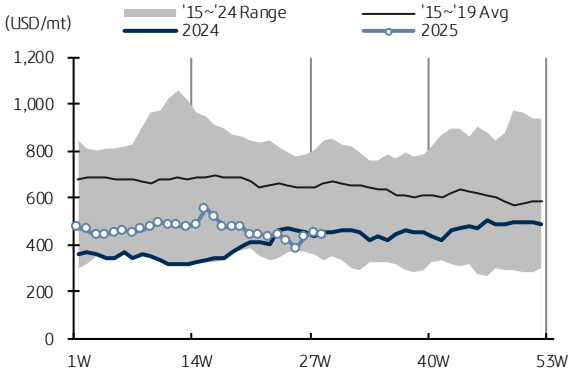
자료: ICIS, KB증권

그림 90. HDPE 스프레드



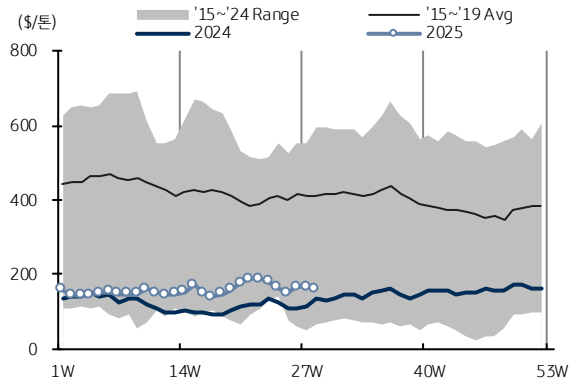
자료: ICIS, KB증권

그림 91. LDPE 스프레드



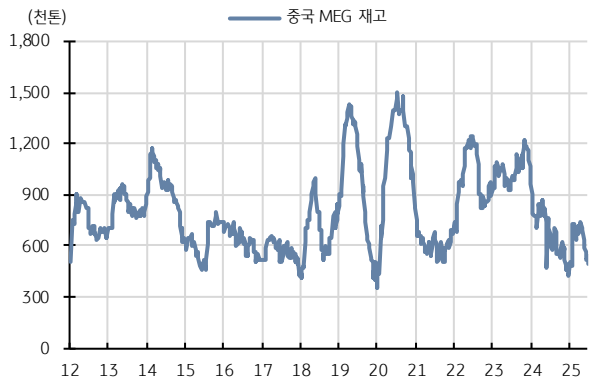
자료: ICIS, KB증권

그림 92. MEG 스프레드 (원단위)



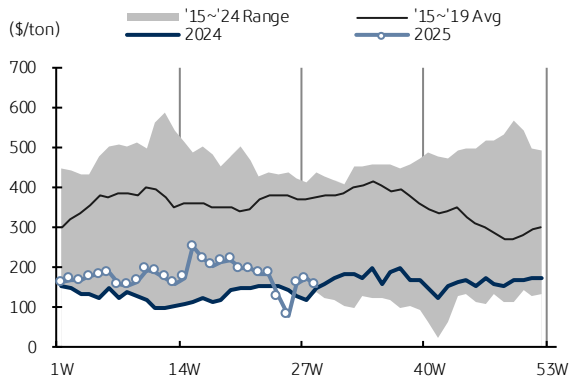
자료: ICIS, KB증권

그림 93. MEG 재고



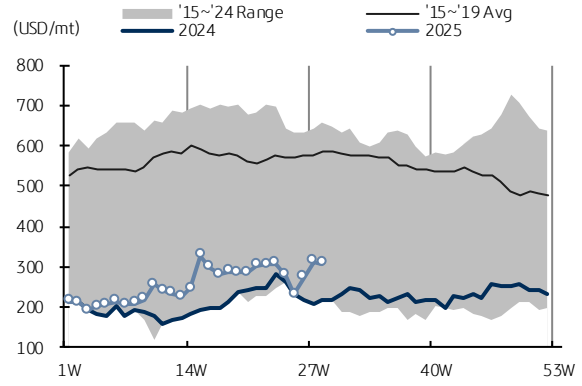
자료: ICIS, KB증권

그림 94. 프로필렌 스프레드



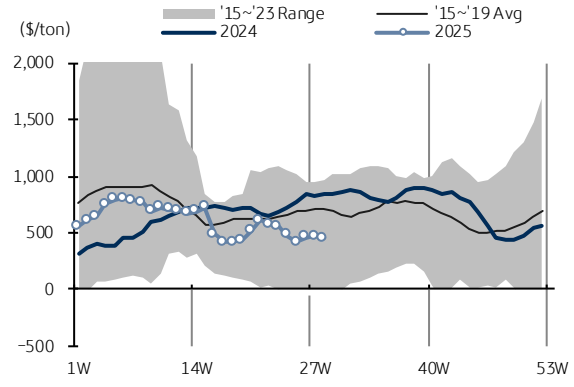
자료: ICIS, KB증권

그림 95. PP 스프레드



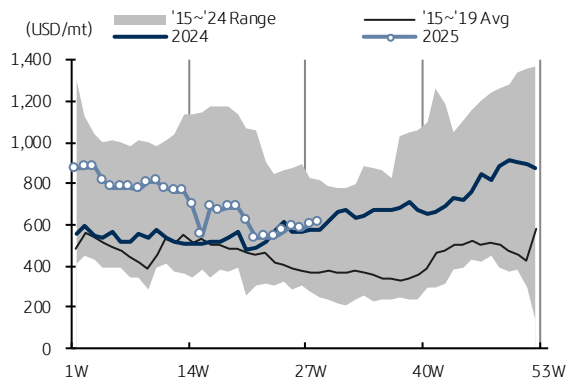
자료: ICIS, KB증권

그림 96. 부타디엔 스프레드



자료: ICIS, KB증권

그림 97. SBR 마진 (SM/BD 차감)

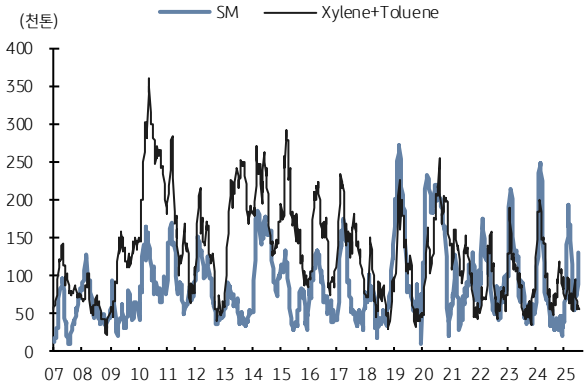


자료: ICIS, KB증권

그림 98. 천연/합성고무 가격추이

자료: Bloomberg, KB증권

그림 99. SM/자일렌/톨루엔 재고

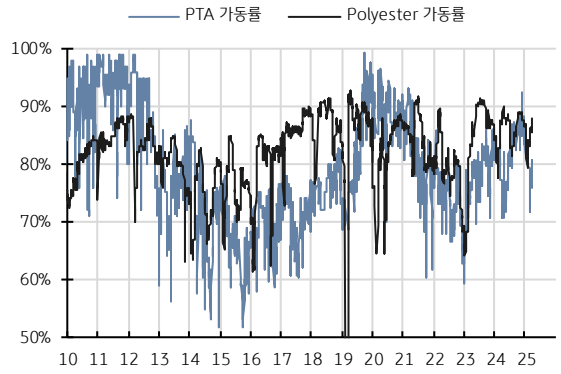


자료: ICIS, KB증권

그림 100. 원유/면화/고무

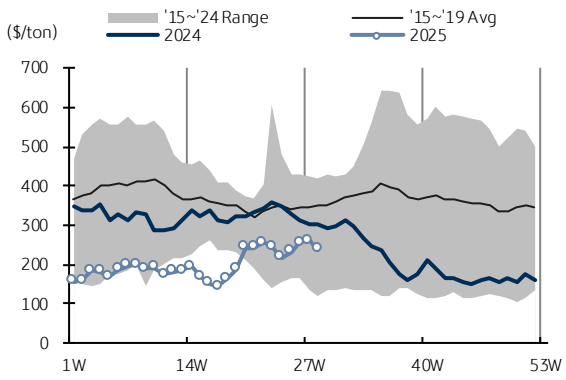
자료: Bloomberg, KB증권

그림 101. Polyester 가동률 (4/17)



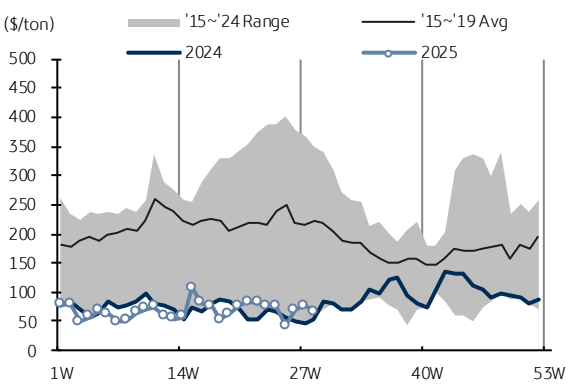
자료: Wind, KB증권

그림 102. PX 스프레드



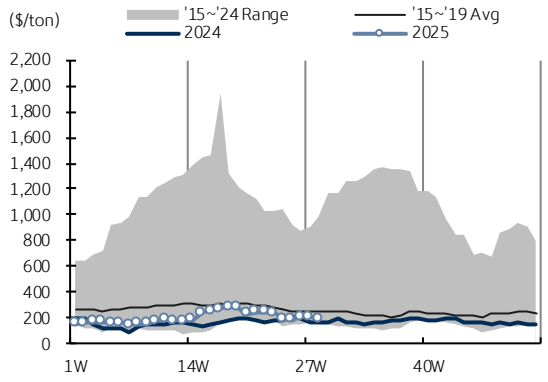
자료: ICIS, KB증권

그림 103. PET 마진 (MEG/PTA 차감)



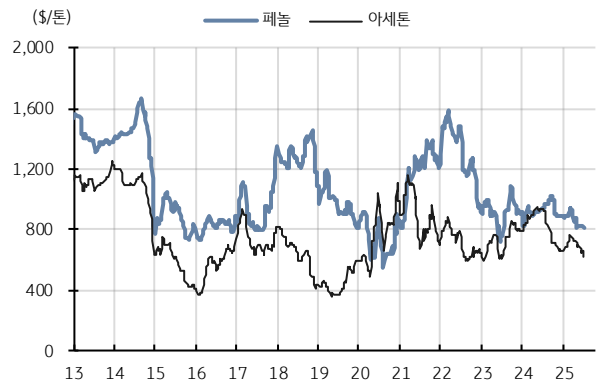
자료: ICIS, KB증권

그림 104. BPA 마진 (벤젠/프로필렌 차감)



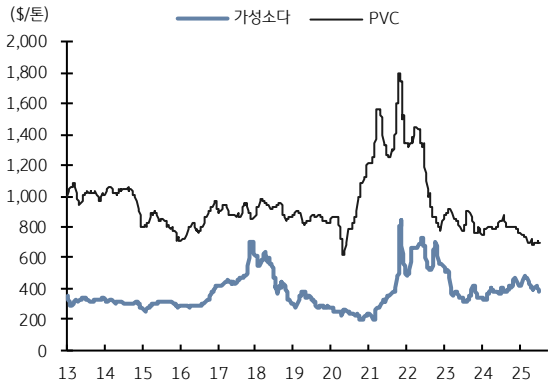
자료: ICIS, KB증권

그림 105. 페놀, 아세톤 가격추이



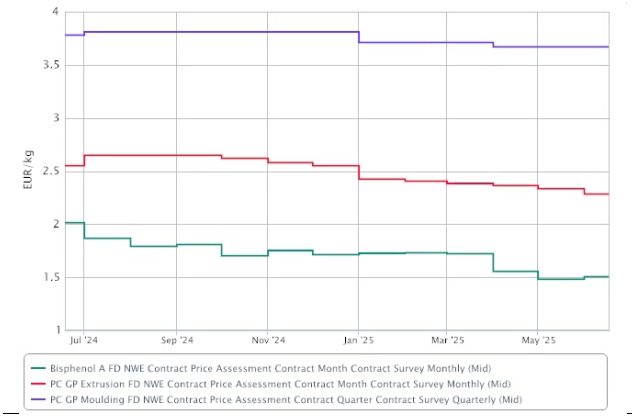
자료: ICIS, KB증권

그림 106. 가성소다, PVC 가격 추이



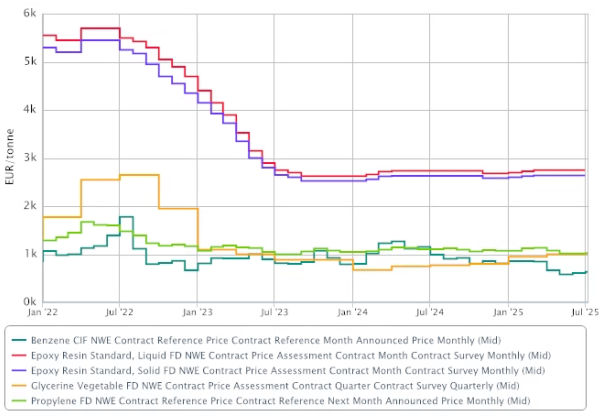
자료: ICIS, KB증권

그림 107. PC 가격 추이 (유럽, EUR)



자료: ICIS, KB증권

그림 108. Epoxy 가격 추이 (유럽, EUR)

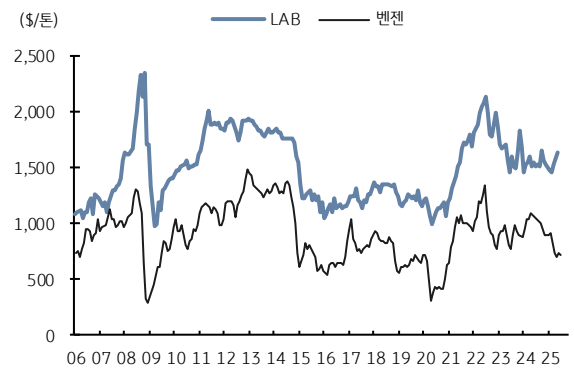


자료: ICIS, KB증권

그림 109. MMA 가격 추이 (유럽, EUR)

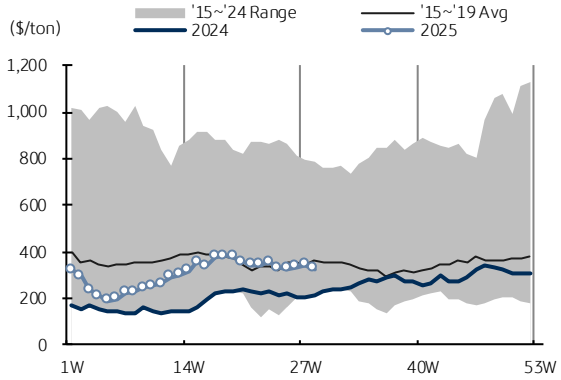
자료: ICIS, KB증권

그림 110. LAB 스프레드 추이 (수출가격, 5월)



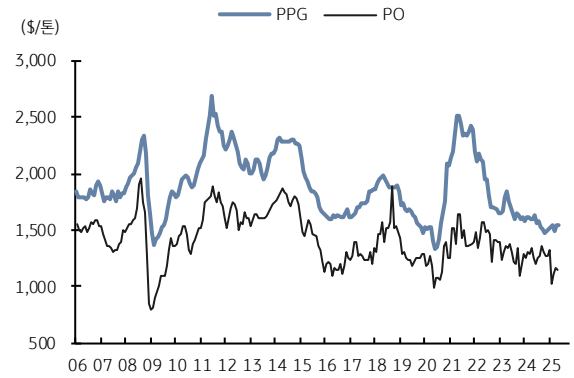
자료: KITA, KB증권

그림 111. ABS 마진 (원단위)



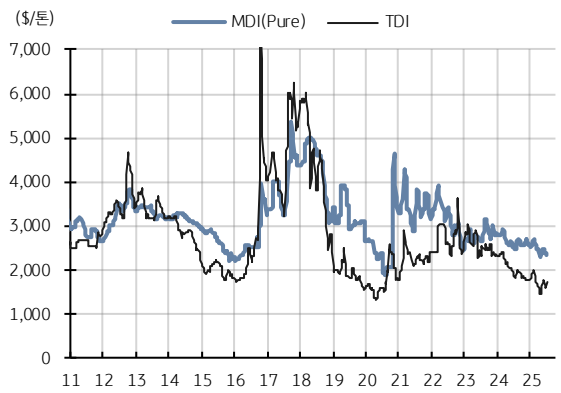
자료: ICIS, KB증권

그림 112. PPG/PO 가격 추이 (수출가격, 5월)



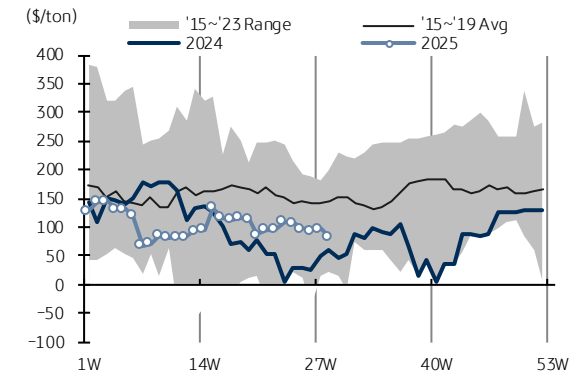
자료: KITA, KB증권

그림 113. MDI/TDI 가격 추이



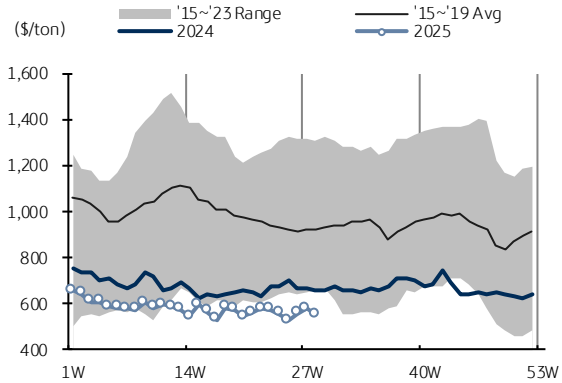
자료: ICIS, KB증권

그림 114. DOP 마진 (-OX,-2EH 원단위)



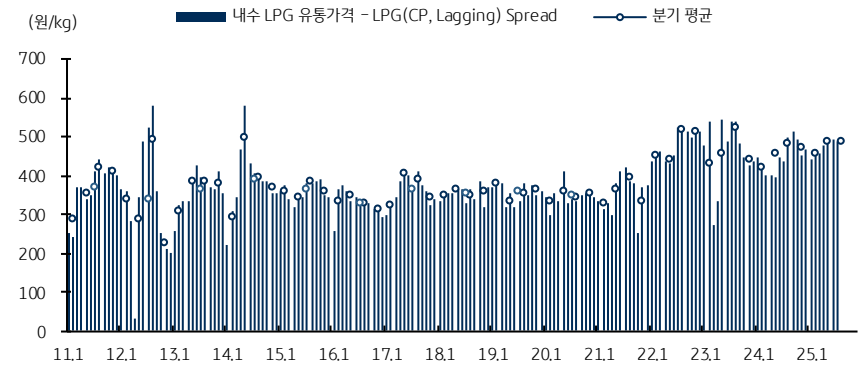
자료: ICIS, KB증권

그림 115. 카프로락탐 마진



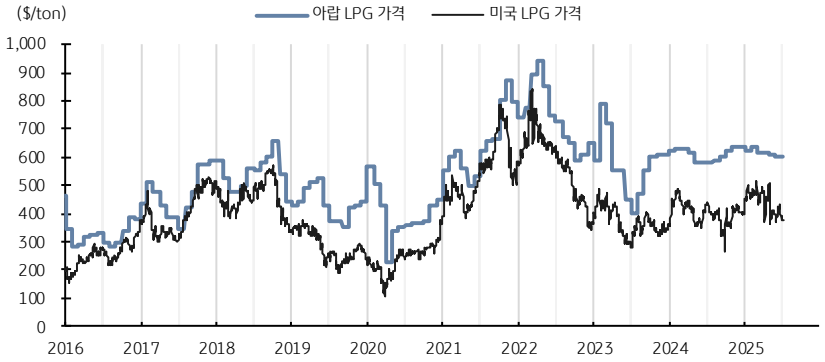
자료: ICIS, KB증권

그림 116. LPG Spread (내수)



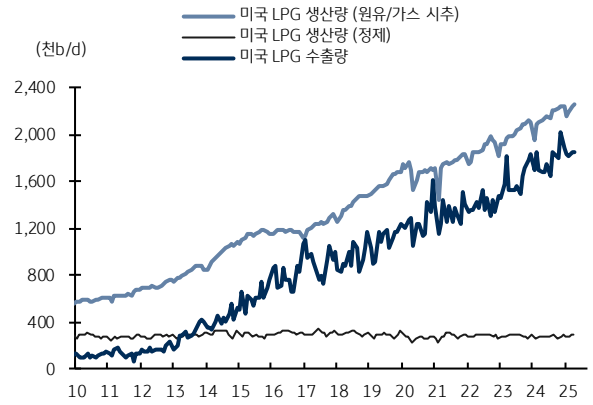
자료: Bloomberg, KB증권

그림 117. LPG Spread (중동 - 미국)



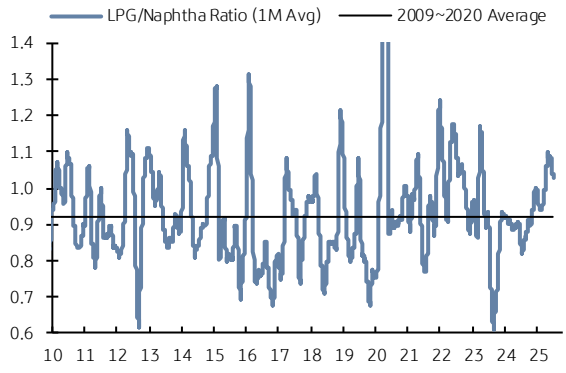
자료: Bloomberg, KB증권

그림 118. 미국 LPG 생산/수출량 추이 (4월)



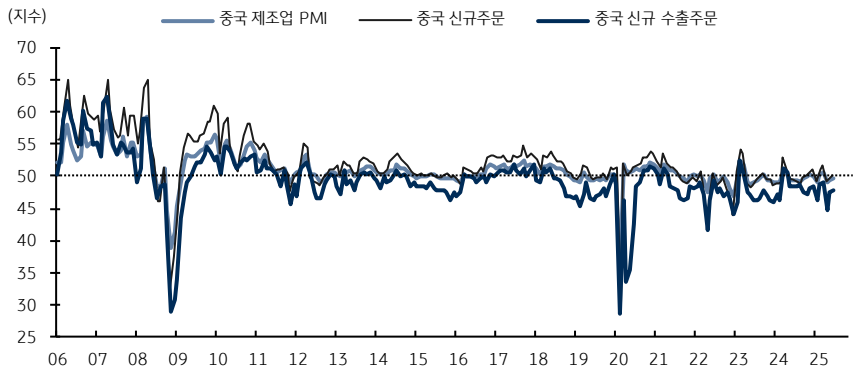
자료: Bloomberg, KB증권

그림 119. LPG/납사 Ratio 추이



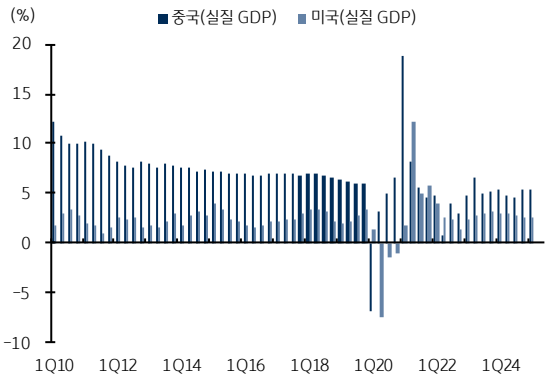
자료: Bloomberg, KB증권

그림 120. 중국 제조업 PMI 및 신규 수출주문 (6월)



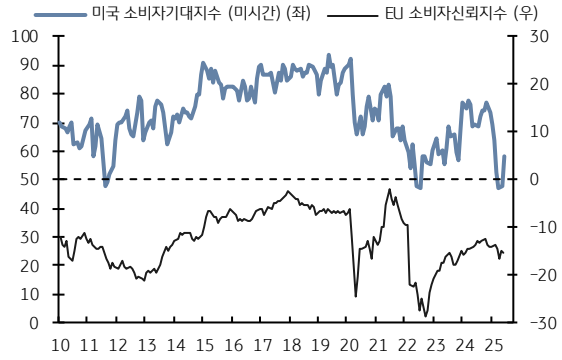
자료: Bloomberg, KB증권

그림 121. 중국/미국 GDP



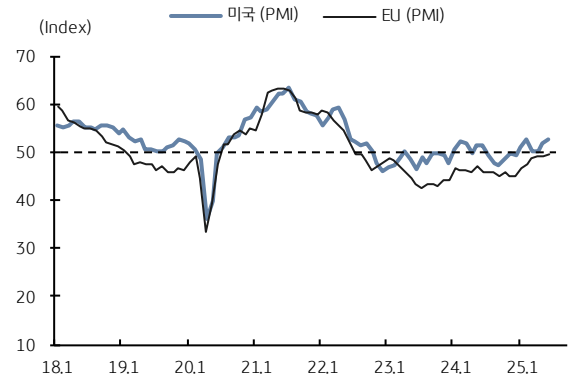
자료: Bloomberg, KB증권

그림 122. 미국/유럽 소비심리지수 (6월)



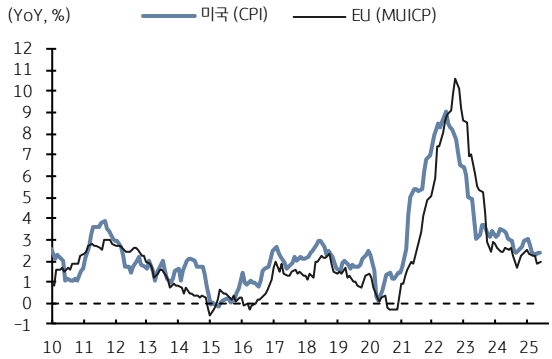
자료: Bloomberg, KB증권

그림 123. 미국/유럽 PMI (6월)



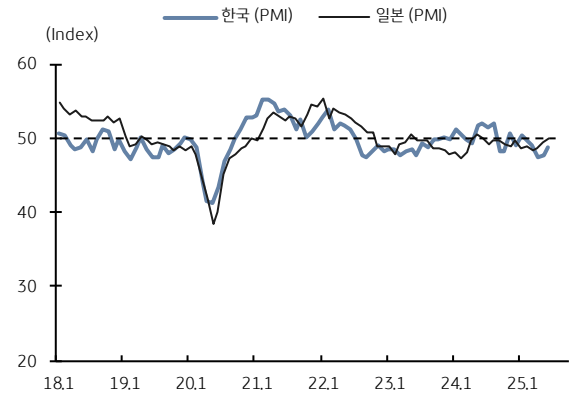
자료: Bloomberg, KB증권

그림 124. 미국/유럽 CPI (6월)



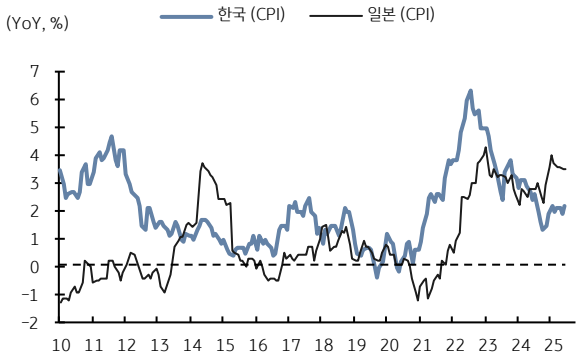
자료: Bloomberg, KB증권

그림 125. 한국/일본 PMI (6월)



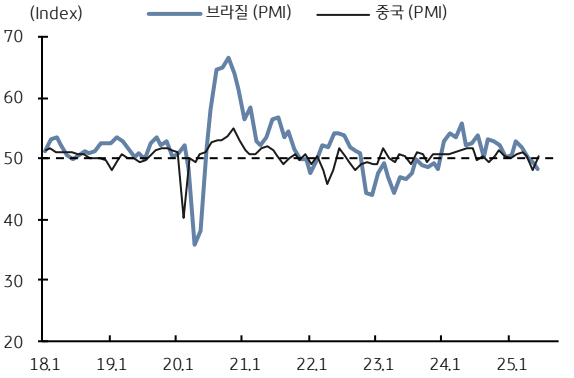
자료: Bloomberg, KB증권

그림 126. 한국/일본 CPI (6월)



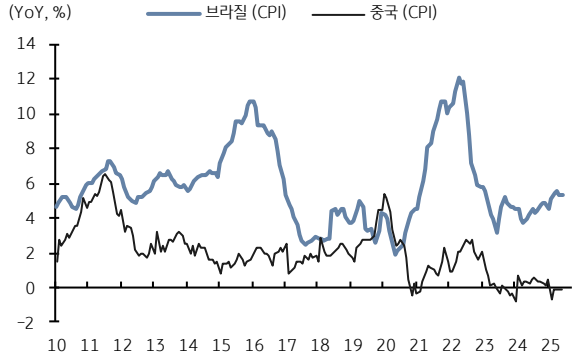
자료: Bloomberg, KB증권

그림 127. 브라질/중국 PMI (6월)



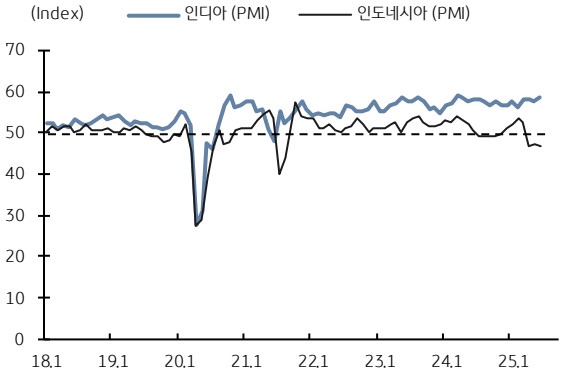
자료: Bloomberg, KB증권

그림 128. 브라질/중국 CPI (6월)



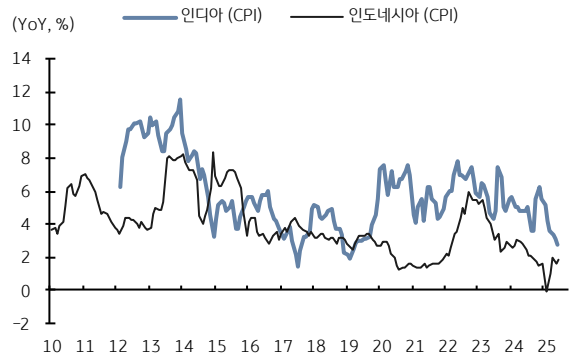
자료: Bloomberg, KB증권

그림 129. 인도네시아/인디아 PMI (6월)



자료: Bloomberg, KB증권

그림 130. 인도네시아/인디아 CPI (6월)



자료: Bloomberg, KB증권

표 18. 정유/화학 커버리지 기업 주요 투자 내용

(Capa 단위: 천톤)	2023	2024	2025	2026	2027
S-Oil				* 샤힌 프로젝트 (총 9.25조원 , 1H26 준공) - Ethylene 58만t - Propylene 77만t - BD 20만t - BZ 28만t - 선형 저밀도 PE 88만t - 고밀도 PE 44만t	
GS		* 바이오디젤 여수 (390억원원, 2H24 준공) - 바이오디젤 12만l (+100%)			
HD현대		* 바이오디젤 대산 (1H24 준공) - 바이오디젤 13만t (신규)	* HVO 대산 (설비 전환 고려중) - HVO 50만t	* HD현대 E&F 친환경 발전 (약 4,000억원원, 1H26 준공) - 스팀 230t/h - 전기 290MW/h	
롯데케미칼	*D-EOA 대산 (총 2,500억원원, 2H23 준공) - HPEO 250 - EOA 150 * 헤셀로스 위탁생산 여수 (1,446억원원, 2H23 준공) - 헤셀로스 1만t	* 롯데 지에스화학 여수 (총 9,500억원원, 2H24 준공) - BD 90 (상업생산) - TBA 70 (상업생산) - BN-1 40 (상업생산) - MTBE 15 (상업생산) - Phenol 350 - Acetone 215 - BPA 240 * 말레이시아 Phase 5,6 (3,000억원원, 3Q24 준공) - 동박 2만t * 정밀화학 LFC 울산 (160억원원, 2H24 준공) - MTAC 1만t * 전해액 유기용매 대산 (3,500억원원, 2Q24 준공) - HP-EC, DMC, HP-EMC, DEC 11.8만t	* 라인 프로젝트 인도네시아 (총 $39.8억원, 1H25 준공) - Ethylene 1,000 - Propylene 520 - PP 250 - BD 140 - BTX 400 * 수소 출하센터 대산 (총 550억원원, 1H25 준공) - 수소 5천t * 수소 발전사업 울산 (총 1,100억원원, 1H25 준공) - 수소 1만t (20MW)	* LEP 컴파운딩 순천/광양 (총 3,061억원원, 2H26 준공) - ABS, PC 컴파운드 50만t * 수소 발전사업 울산 (총 2,700억원원, 1H26 준공) - 수소 3만t (60MW) * 양극박 합작 사업 미국 (총 $4.5억원, 2H26 준공) - 양극박 3.6만t	* 스페인 Phase 1 (3,000억원원, 1H27 준공) - 동박 3만t * 화학적 재활용 PET 울산 (770억원원, 2027년 준공) - BHET 45 - C-rPET 110
한화솔루션		* 태양광 설비 ($23억원, 2025 Ramp-up) - 잉곳&웨이퍼 3.3GW - 셀 3.3GW - 모듈 3.3GW * CA6 (총 4,300억원원, 4Q24 준공) - 가성소다 27만t (+32%) - EDC 28만t (신규 생산)	* EVA (GS에너지 JV) (당사 1,204억원원, 3Q25 준공) - EVA 30만t (+48%)		

(Capa 단위: 천톤)	2023	2024	2025	2026	2027
금호석유		* NB-Latex (2,560억원원, 3Q24 준공) - NB-Latex 23.6만t (+33%) * 금호피앤비화학 Epoxy수지 (1,320억원원, 2Q24 준공) - Epoxy수지 6만t * 금호폴리켐 EPDM (2,940억원원, 3Q24 준공) - EPDM 7만t (+29%)			
SK가스		*울산 GPS (1.4조원, 4Q24 준공) - 발전용량 1.2GW		* LNG 저장탱크 (2,428억원원, 4Q26 준공) - LNG 저장용량 21.5만kl	
DL		* Cariflex 싱가포르 (총 4,800억원원, 2Q24 준공) - 폴리이소프렌 라텍스 (아웃소싱 물량 내재화로 수익성 향상)			
유니드	* 울산 U-2 프로젝트 (총 110억원, 3Q23 준공) - KOH 2만t (+3%)	* U3 프로젝트 (총 260억원, 2Q24 준공) - 전해조 8만t (+20%) * CPs 프로젝트 (총 630억원원, 2Q24 가동) - UJC CP-52 8.2만t - CP-70 1만t	* 중국 UHC 프로젝트 1기 (2기 총액 2,000억원원, 1Q25 가동) - KOH 8.8만t (+12%) - L-Cl2 5.6만t - Low Na KOH 1만t - 경질 K2CO3 5.2만t		* 중국 UHC 프로젝트 2기 (2기 총액 2,000억원원, 2027 준공) - KOH 8.8만t (+10%) - L-Cl2 5.6만t
TKG휴켐스		* MNB 증설 (1,000억원원, 3Q24 준공) - MNB 30만t (+71%) * 질산 증설 (총 1,500억원원, 1Q24 준공) - 질산 40만t (+37%)			

자료: 각 사, 언론보도 종합, KB증권

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)

종목명	인수 합병 업무관련	1년이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
LG에너지솔루션									○			
LG화학												
SK이노베이션												
S-Oil												
GS												
HD현대												
롯데케미칼												
한화솔루션												
금호석유화학												
SK가스												
DL												
유니드												
TKG휴켐스												

KB증권은 자료 공표일 현재 [SK이노베이션]의 채권자 채무자인 법인입니다.

KB증권은 자료 공표일 현재 [롯데케미칼]의 채권자 채무자인 법인입니다.

본 조사분석자료를 작성한 전우제 (송윤주) 애널리스트는 SK이노베이션이 주관한 행사 (2025년 7월 2일)에 참여하면서 비용을 제공받았음을 알려드립니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며,
외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.