정유/화학

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
S-Oil	매수	110,000원
롯데케미칼	매수	110,000원
대한유화	매수	210,000원

Refine&Crack #3: 미국에서 시작된 석유화학 구조조정

미국 Westlake의 생산 설비 축소와 폐쇄, 그리고 실적 가이던스 하향

Westlake(에틸렌 220만, PE 120만톤, PVC 360만 톤 등)가 2025년 12월 15일(미국 현지 시간 기준) 석유화학 사업 구조조정안을 발표했다. 높은 생산 원가와 물류비 부담에 따라 PVC 일부 설비의 가동을 중단하고, SM 사업에서는 완전 철수하기로 결정했다. 이번 조치를 통해 Westlake의 PVC 생산 설비 규모는 350만톤에서 300만톤으로 축소된다. SM(28만톤) 생산 설비는 영구 폐쇄하고, 관련 사업에서 철수한다. Westlake는 2025년 4분기 소재 사업부(Performance and Essential Materials)의 EBITDA 또한 3분기 대비 1.25~1.5억달러 감소할 것으로 전망했다.

수익성 악화로 인해 미국에서 먼저 진행된 설비 영구 폐쇄

Westlake가 폐쇄하기로 한 PVC, SM 설비 규모는 전세계 생산 규모를 고려할 때 당장 석유화학 시황 개선으로 이어질 수 있는 규모는 아니다. 하지만 2011년 미국에서 셰일 가스 생산이 시작된 이후 처음 발표된 '수익성 악화에 따른 석유화학 설비 구조조정'이라는 점에서 의미가 크다. 그동안 석유화학 설비 폐쇄의 대상은 높은 생산 원가(원료, 연료 등)로 인해 글로벌 경쟁력을 잃었다는 평가를 받은 유럽과 아시아의 나프타 크래커에만 한정되었다. 하지만 이제 미국 에탄 크래커도 높아진 원가, 물류비 부담 등으로 구조조정, 설비 폐쇄의 대상이 되었다.

계속 확인되는 우리나라 나프타 크래커 수익성 개선의 근거

세계 석유화학 제품 수요는 세계 경제가 성장하면 함께 늘어난다. 석유화학 제품 수요는 지금도 견조하게 늘어나고 있다. 그럼에도 나프타 크래커와 에탄 크래커 모두 수익성 부진을 겪고 있다. 비정상적이다. 지속될 수 없다. 설비 신/증설에 따른 공급 과잉 상황에도 원가 경쟁력 차이로 인해 업체 간 설비 가동률은 달라진다.

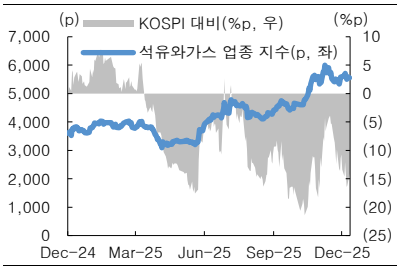
지난주 발표된 ExxonMobil의 2026년 1월 PE 가격 $110/MT 인상과 Westlake의 설비 구조조정 모두 우리나라 나프타 크래커의 원가 경쟁력이 개선되었다는 신호로 해석할 수 있다. 이제 나프타 크래커의 원가 경쟁력은 석유 가격 하락과 미국 천연가스 가격 상승으로 인해 에탄 크래커 대비 우위에 있다. 우리나라 나프타 크래커의 원가 경쟁력 회복으로 롯데케미칼, 대한유화, S-OIL(2027년 신규 화학 설비 본격 가동)의 향후 실적이 크게 개선될 것으로 전망한다.

Top Pick은 S-OIL이다.

주요 종목 valuation

		2024A	2025F	2026F
S-Oil (010950)	PER(x)	NM	NM	14.8
	PBR(x)	0.7	1.2	1.1
	EV/EBITDA(x)	10.5	14.1	6.1
	DY(%)	0.2%	0.1%	0.1%
롯데케미칼 (011170)	PER(x)	NM	NM	NM
	PBR(x)	0.2	0.2	0.2
	EV/EBITDA(x)	41.3	28.1	10.9
	DY(%)	3.3%	1.3%	1.3%
대한유화 (006650)	PER(x)	NM	19.9	9.9
	PBR(x)	0.3	0.5	0.5
	EV/EBITDA(x)	4.6	4.5	3.2
	DY(%)	1.3%	0.6%	0.6%

12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

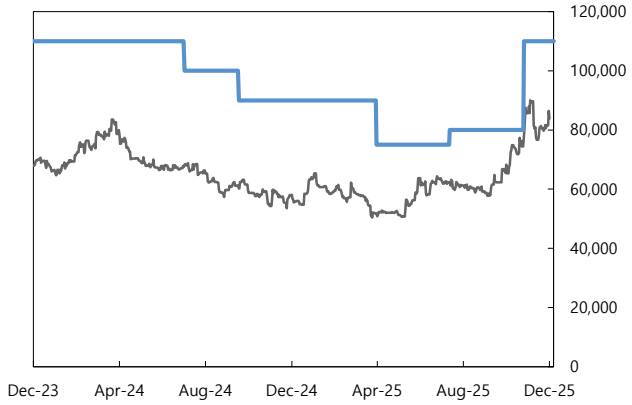
이충재
twim2000@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

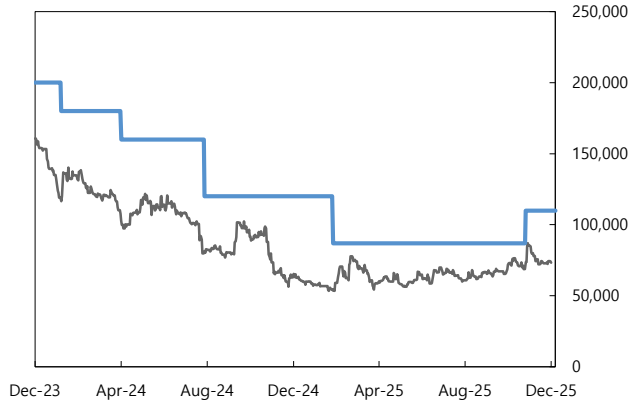
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
S-Oil (010950)	2023.09.08	매수	110,000원	-35.2	-24.1
	2024.07.17	매수	100,000원	-36.4	-31.2
	2024.10.02	매수	90,000원	-35.3	-27.4
	2025.04.15	매수	75,000원	-23.6	-14.1
	2025.07.28	매수	80,000원	-20.1	-3.4
	2025.11.10	매수	110,000원	-	-
롯데케미칼 (011170)	2023.10.17	매수	200,000원	-26.0	-18.7
	2024.01.22	매수	180,000원	-30.3	-22.2
	2024.04.16	매수	160,000원	-32.6	-23.9
	2024.08.12	매수	120,000원	-37.2	-14.7
	2025.02.10	매수	87,000원	-25.3	-10.5
	2025.11.10	매수	110,000원	-	-
대한유화 (006650)	2023.01.30	중립	-	-	-
	2024.01.30	1년경과		-	-
	2025.01.30	1년경과		-	-
	2025.11.10	매수	210,000원	-	-

S-Oil(010950)



롯데케미칼(011170)



대한유화(006650)

■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 16일 현재 대한유화, 롯데케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.