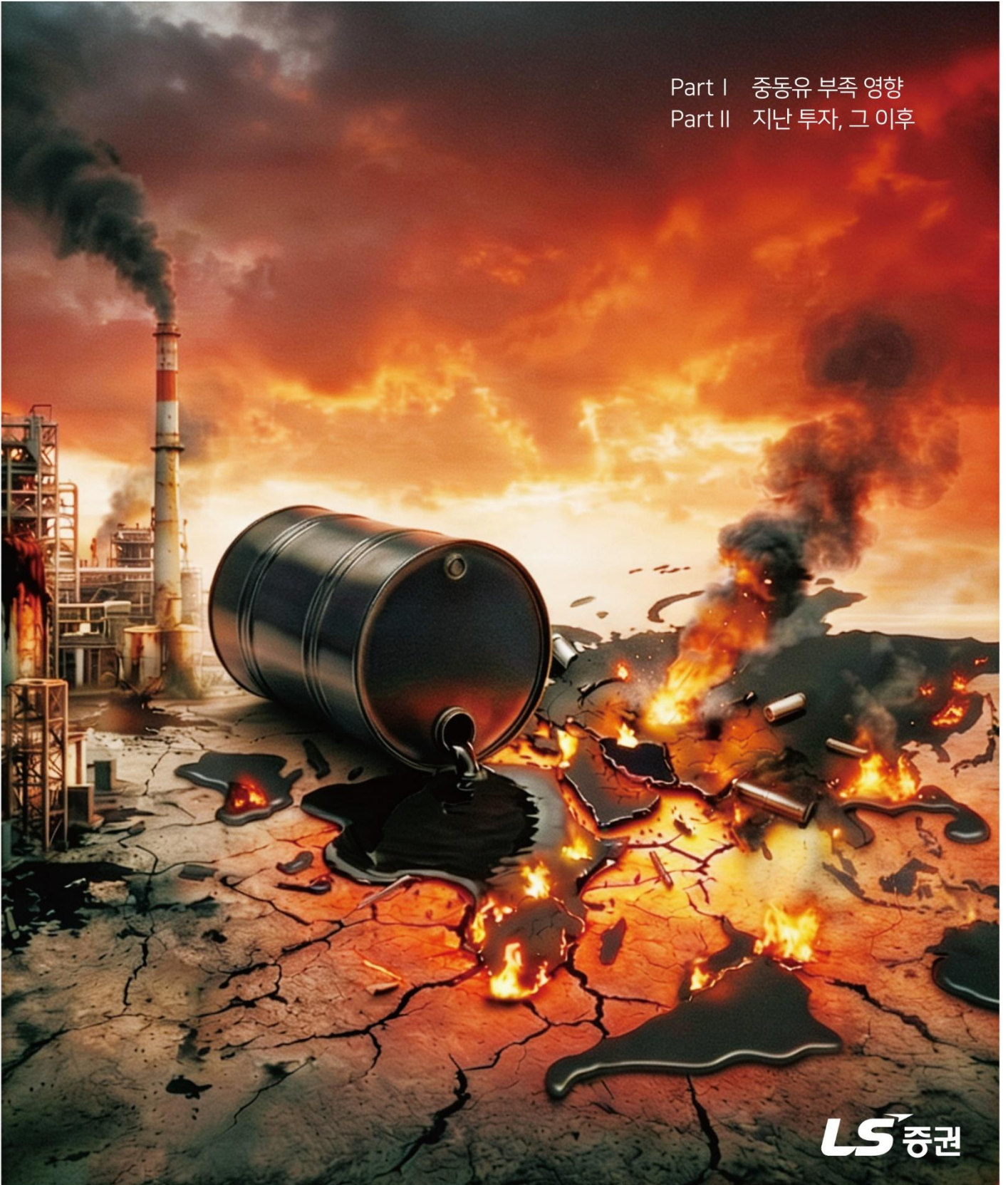


# 중동과 투자의 부메랑

Part I 중동유 부족 영향  
Part II 지난 투자, 그 이후



LS증권 **정경희**입니다.

정유화학에 대해 Underweight 의견을 제시합니다.

이번 자료에서 다룬 내용은 **중동 사태**와 **지난 10년간 투자 수익성 점검**입니다.

올해 산업에 가장 큰 영향을 미친 것은 단연코 중동 사태입니다. 우리는 이것이 글로벌 중질유 쇼티지를 증폭시키는 것으로 판단하며, 이에 따라 중동유 비중이 큰 국내 정유사들의 대체유 Risk가 예상됩니다. 또한 Spot 마진은 역사적 고점을 기록하고 있지만, OSP 등 추가 비용 부담으로 실질 마진은 이를 하회할 것으로 판단합니다. 단, 산업 특성상 중동 사태가 진정되더라도, 원유 시장과 정유 시장에 미치는 여진은 내년까지 지속될 것으로 보입니다. 따라서 상대적으로 Spot보다 낮지만 고마진이 유지되는 가운데, 대체유 Risk에서 비교적 자유로운 S-Oil이 돋보입니다.

그리고, 대표적인 시클릭 산업인 정유화학은 지난 사이클에서 거둔 수익으로 다음 사이클을 준비합니다. 지난 기간 돌아보면 배터리와 Commodity 화학 투자 비중이 높았습니다. 우리는 배터리 Underweight 전망을, Commodity 약세를 견지합니다. 이들 투자가 완료되고 아직 주요 배터리, 화학 투자사의 ROIC는 낮은 수준을 기록중입니다. 투자자가 주식에 투자하는 이유 중 기업의 뛰어난 투자 효과 기대도 포함된다고 볼 때, ROIC 반등이 아직 나타나지 않는 경우 본 자료에서 매수로 추천하지 않았습니다.

한때 '차화정'의 '화'와 '정'이었던 한국 정유화학에서 다시 호실적을 기록할 날을 기대합니다. 비록 긍정적인 내용보다 우려섞인 전망을 제시하는 자료이지만, 투자자가 보다 균형잡힌 시각을 유지하는데 일조할 수 있기를 바랍니다.

감사합니다.

**2차전지/정유화학**

Analyst **정경희**

khchung@ls-sec.co.kr



자료는 크게 세 Part 로 구성했습니다.

### **[Part I. 중동유 부족 영향]**

'22년 러-우 사태에 이어 중동전쟁으로 정제마진은 급증했습니다. 사태 추이에 따라 높아진 정제마진이 얼마나, 얼마동안 지속될지 나타나겠지만, 적어도 '27년까지 고마진이 예상됩니다. 중동사태의 나비 효과는 중질유 소티지 강화로 나타날 예정입니다. 이는 등경유의 상대적 강세를 당분간 유지시킬 것으로 판단합니다.

또한 중동 전쟁으로, 향후 호르무즈해협을 건너는 운송비 증감 리스크, 생산 정상화 리스크, 이에 따라 대체 원유 수급 리스크가 불거졌습니다. 한국을 포함한 중동산 원유 기반 정유사들은 대체유 확보 Risk가 발생한 셈입니다.

중동 사태 여파가 일단락되는 시점을 내년으로 예상하고 그 사이 대체 중질유 확보가 우선되지 않는다면, 장기적으로 Q 감소와 휘발유 비중 증가 및 원유 소싱 부대비용 증가는 불가피할 것으로 예상합니다.

### **[Part II. 지난 투자, 그 이후]**

'26년 정유 실적은 '22년 러-우 사태와 같이 매우 양호할 것으로 예상하나 지속 가능성은 낮습니다. 정유화학이 중후장대 산업으로 과거 7~10년을 거치는 한 사이클에서 거둔 수익으로 다음 사이클에 대한 투자를 진행하는 것에 비추어 보면 최근 10년 SK 이노는 배터리, S-Oil, GS 및 HD 현대는 석화에 투자를 집중했습니다.

또한 주요 화학사들 역시 에틸렌 증설 혹은 배터리 투자를 진행했습니다. 우리는 배터리 Underweight 과 에틸렌 약세 의견을 갖고 있습니다.

투자 결정은 숫자로 돌아옵니다. 투자가 완료된 경우 ROIC 변화를 점검했습니다. 그리고 몇몇 기업을 제외하면 아직 낮은 ROIC를 나타내고 있음을 확인할 수 있었습니다.

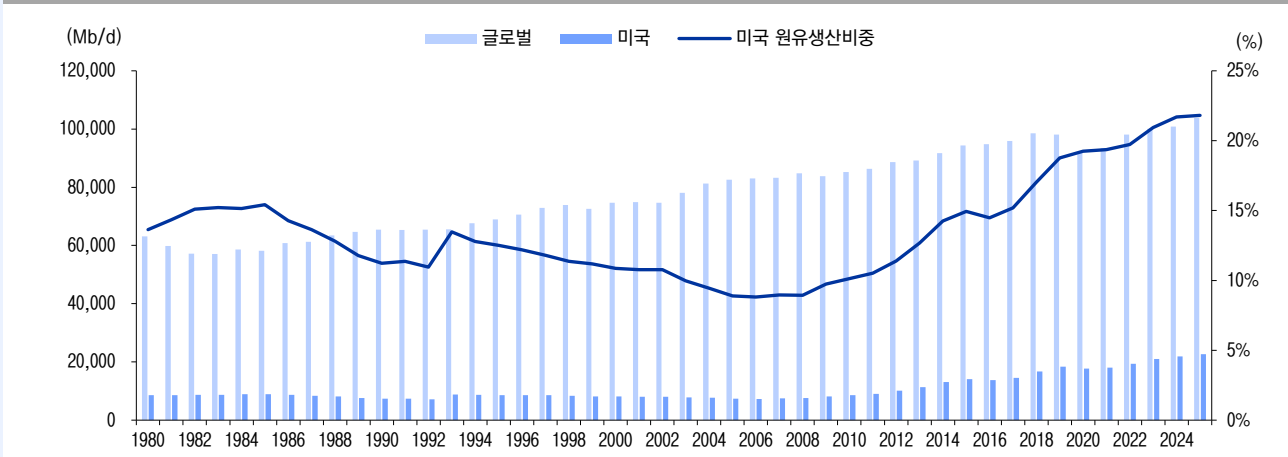
### **[Part III. 기업분석]**

지난 투자 성과에 대한 우려와 Commodity 화학 약세를 예상하하지만, 동시에 정제 마진 급등, 일부 기업들의 변신과 성장 스토리는 매수 기회를 제공합니다. 우리는 OCI, KCC, S-Oil에 대해 매수를 추천합니다. 턱어라운드, 소재사로 변신, 예상 밖 수익 추가, 주주환원 상승 가능성이 이들 추천의 주된 이유입니다.

일부 종목들은 그간의 조정에도 불구하고, 당분간 상승 모멘텀이 제한될 것으로 판단했습니다. 이에는 금호석유화학, SK 이노베이션, LG 화학이 속합니다.

## Key Charts

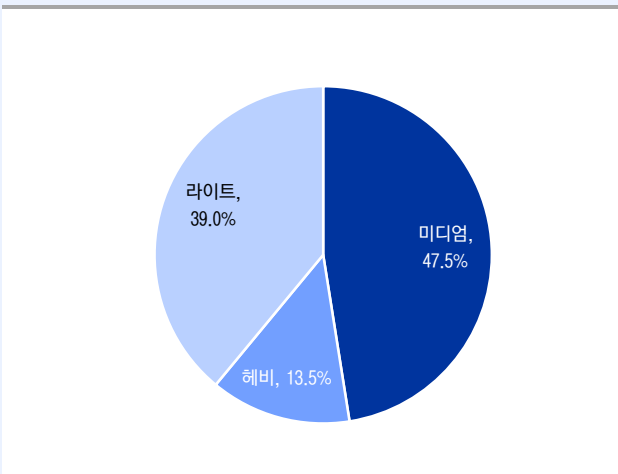
셰일 혁명에 따른 미국 원유비중 증가, 글로벌 유종비 변화 촉발



자료: EIA, LS증권 리서치센터

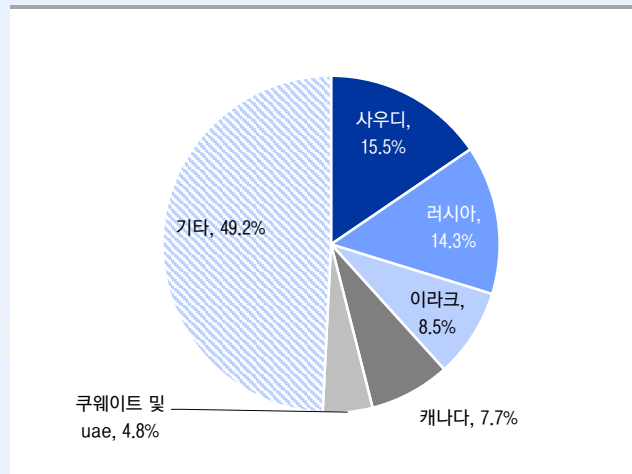
- (미국 셰일 혁명) 한 지역의 원유생산량 급증 현상 이례적, 글로벌 라이트 원유비율 상승

글로벌 유종 비중('25년)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

미디엄, 헤비 생산국가별 비중

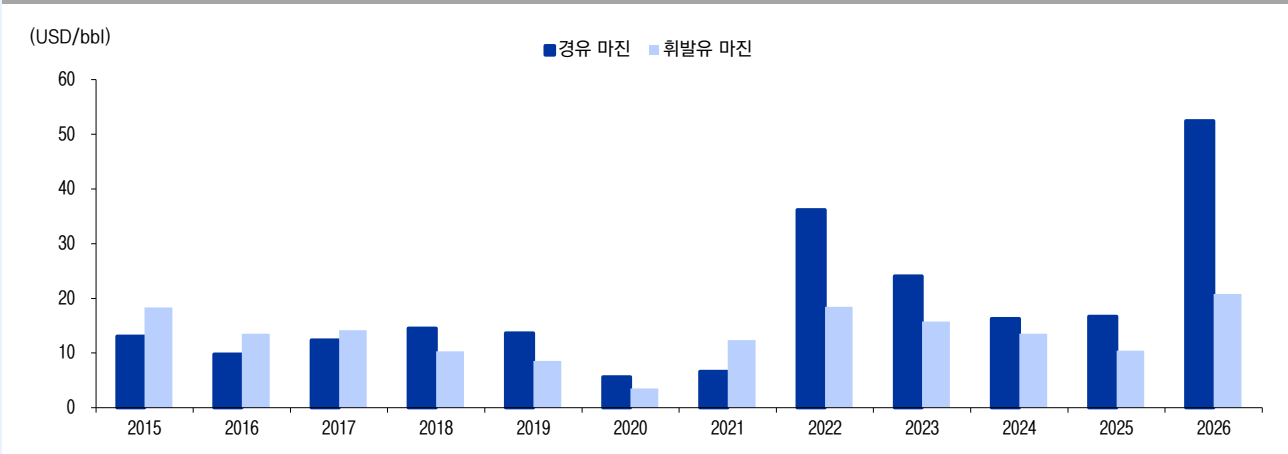


자료: EIA, LS증권 리서치센터

- (중동 사태) 러-우 사태로 미디엄, 헤비 유종 생산 및 분배 편중에 더해 주요 생산지역인 중동 전쟁 발발로 중질유 쇼타지 가중

## Key Charts

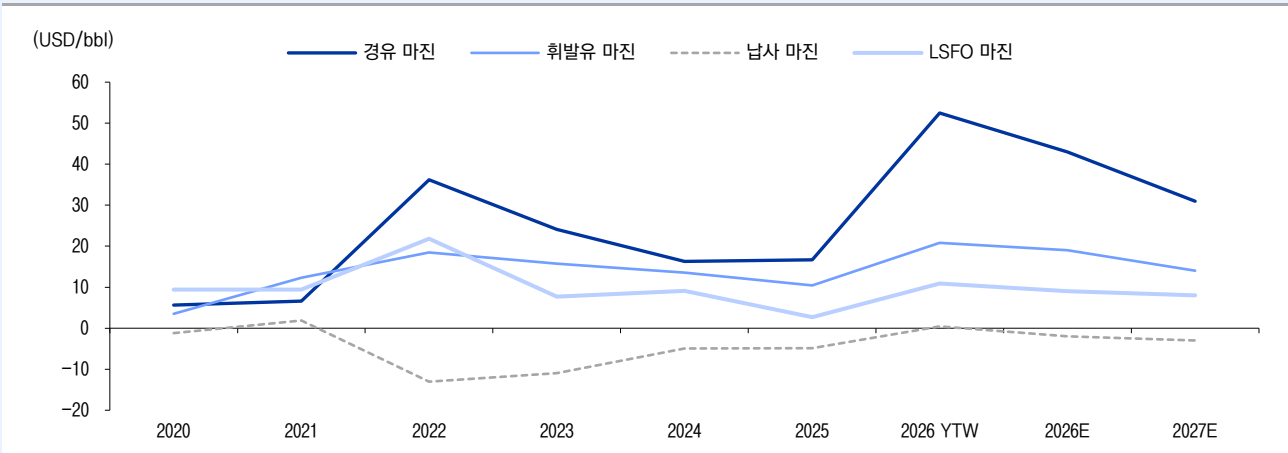
휘발유, 경유 마진 비교



자료: EIA, LS증권 리서치센터

- (라이트 유종 증가+중동유 차질) 중질유 쇼티지 심화로 Middle Distillate(경유, 등유) 수급 더욱 타이트해질 것으로 전망

주요 정유제품별 마진 추이(Spot)



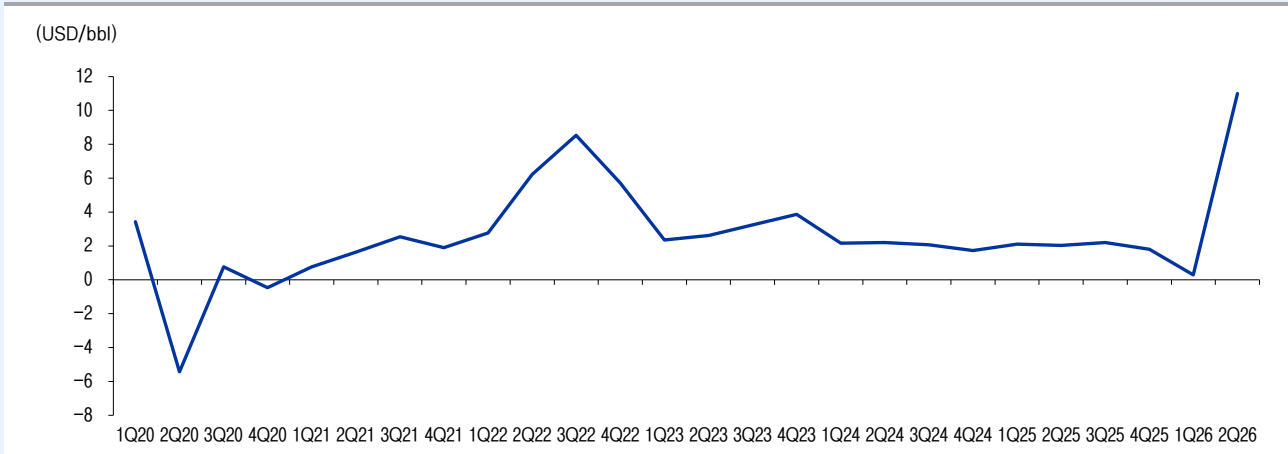
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: 전망 LS증권 추정치

- ('26~'27년) 중동 사태 진정되어도 산업 여진 남아, '27년까지 스팟 기준 중간유분 초강세 전망

## Key Charts

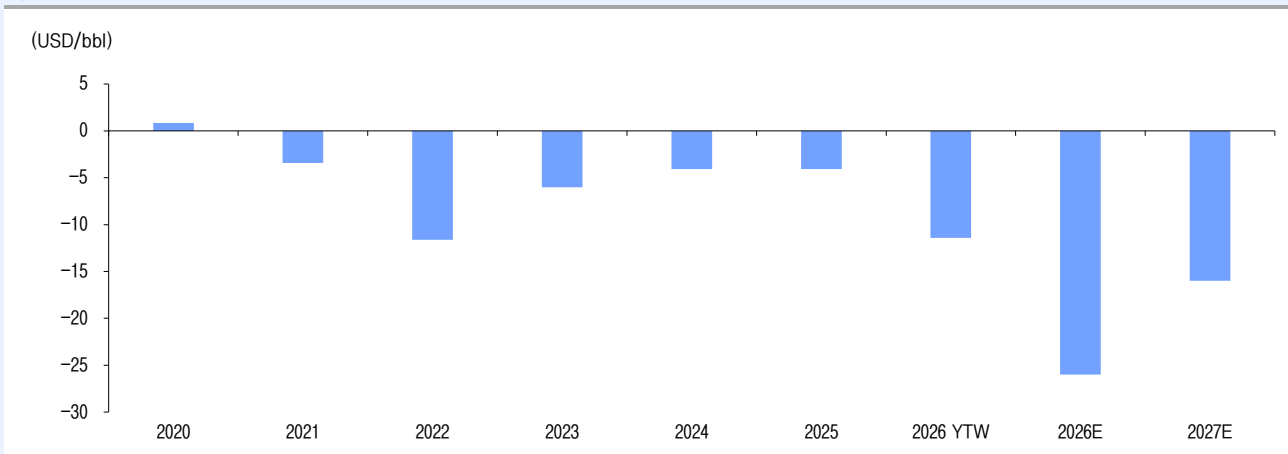
사우디 아시아향 OSP (Light)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- (OSP 급증) 타이트한 원유공급으로 OSP 급증, 조정되어도 당분간 높은 수준에서 지속 전망

Spot 기준과 OSP 적용 기준 마진 차이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: 전망 LS증권 추정치, 경유 50%+휘발유 50% 기준

- (원유 부대비용 증가) 부대비용 감안시 실질 마진 Spot 과 차이 커, 그럼에도 안정적인 원유 수급은 Blending Risk 최소화 Key

## Key Charts

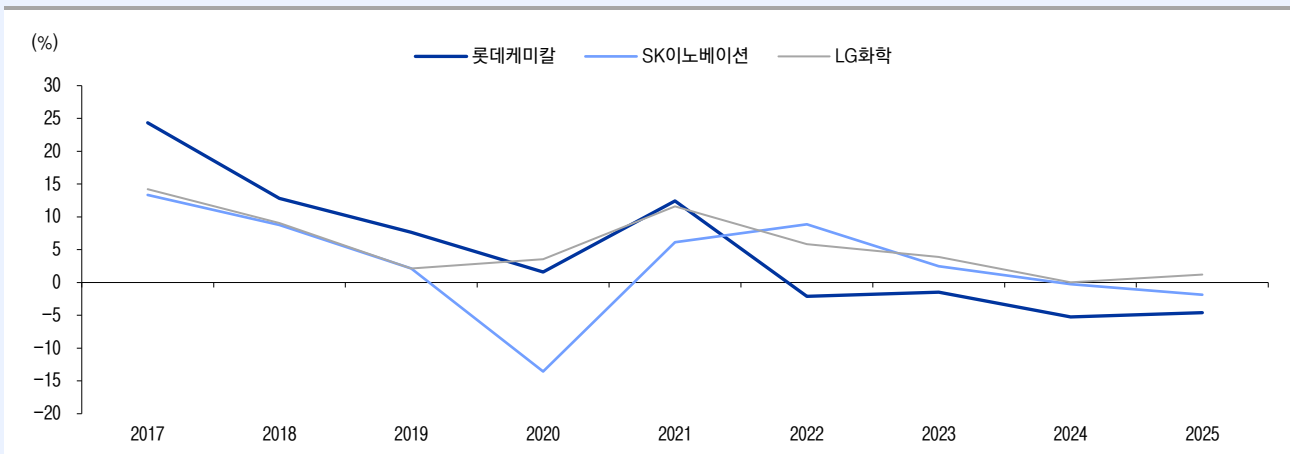
### 정유화학사 중 주요 배터리 투자사 내용

회사	내용
SK 이노베이션	자회사 SK 온 배터리 셀 투자 1)글로벌 생산기지 구축(미국 조지아 1,2 공장 등), 헝가리(코마름 1,2 공장, 이반차 공장), 중국(창저우, 옌청, 헤주) 등 글로벌 주요 거점에 배터리 셀 공장 신증설 2) 글로벌 완성차 합작 법인 지분 및 시설투자 진행 CAPEX 규모: 누적 약 25 조원 이상(지난 9년간 회사 총 42.9 조원 중 70% 내외 예상)
LG 화학	첨단소재부문 배터리 완제품 투자 제외, LG 화학은 청주, 구미, 북미 등지에 양극재 공장 신증설 투자 CAPEX 규모: LGES 과 분사후 투자 기준 약 4~5 조 내외
롯데케미칼	EC, DMC 공장 신설, 롯데알미늄과 미국 양극박 합작법인 설립, 동박제조사 인수 롯데에너지머티리얼즈(구 일진 머티리얼즈) 인수대금 약 2.7 조원 포함 자체 소재 설비에 추가 투자

자료: LS증권 리서치센터

### ● (배터리 투자) 지난 사이클 수익을 배터리에 집중한 3사 투자 내용

#### 3사 ROIC 추이

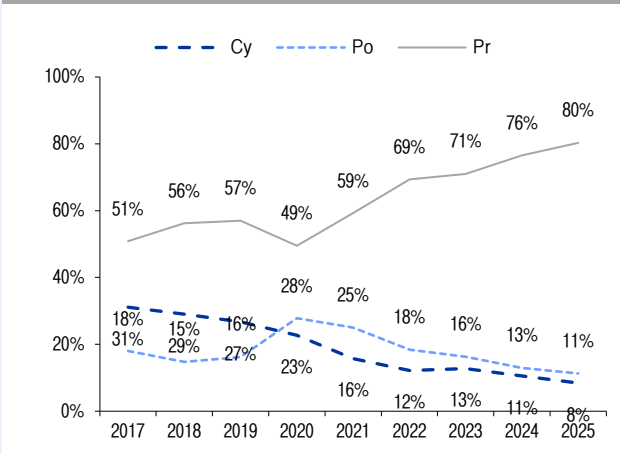


자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

- (3사 ROIC) 기존 사업 호황기 이후 투자 집중기간을 거쳐 아직 영업이익이 발생하지 않은 상황, 투자설비 가동률 상승에 따른 Return 필요, '21년은 코로나에 따른 화학특수, '22년 러-우 사태에 따른 정제마진 급등기

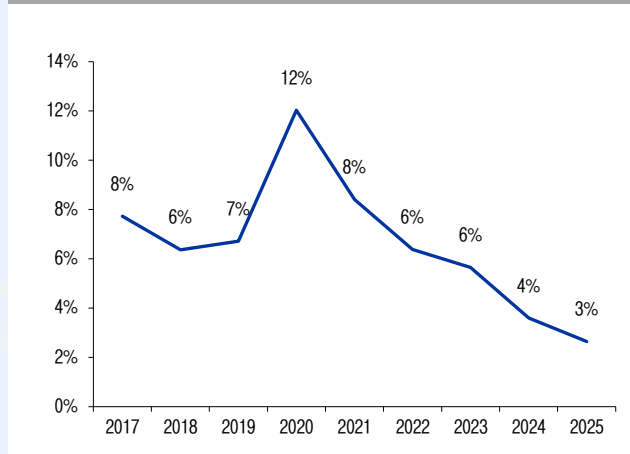
# Key Charts

EV 향 품팩터 M/S: 각형 확장 vs 원통형/파우치 축소



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

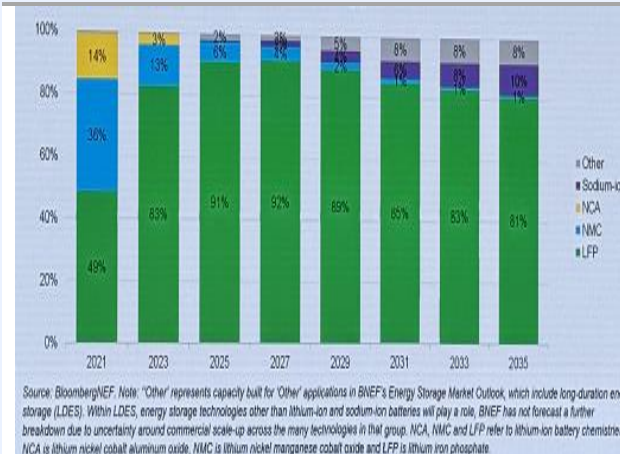
각형 시장 SDI M/S 추이



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

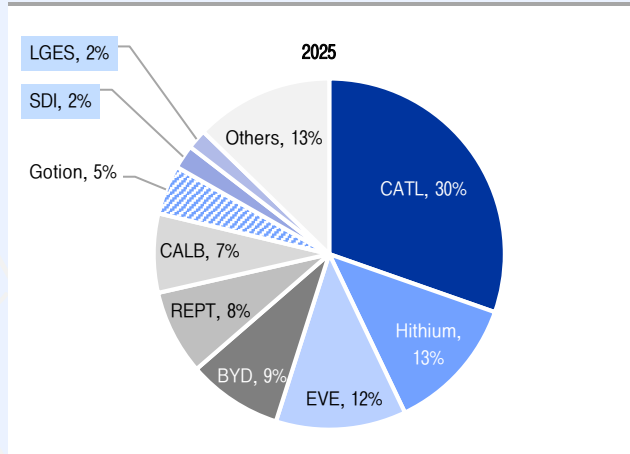
- (배터리 약세 전망 근거 1) 한국 셀 3사의 주요 품팩터인 파우치와 원통형의 글로벌 M/S 하락세 유일한 국내 각형 생산사인 SDI의 각형 M/S 하락 지속

글로벌 ESS Chemistry: LFP 선점



자료: BNEF(2026.03), InterBattery Conference, LS증권 리서치센터

글로벌 ESS 시장, 90% 이상 중국 선점



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

- (배터리 약세 전망 근거 2) 글로벌 ESS 시장 중국산 점유 90% 초과, 미국 시장 기회 열렸지만, 중국 재고, 비중국 경쟁 심화, 중국산 ESS 우회 전략 우려

## Key Charts

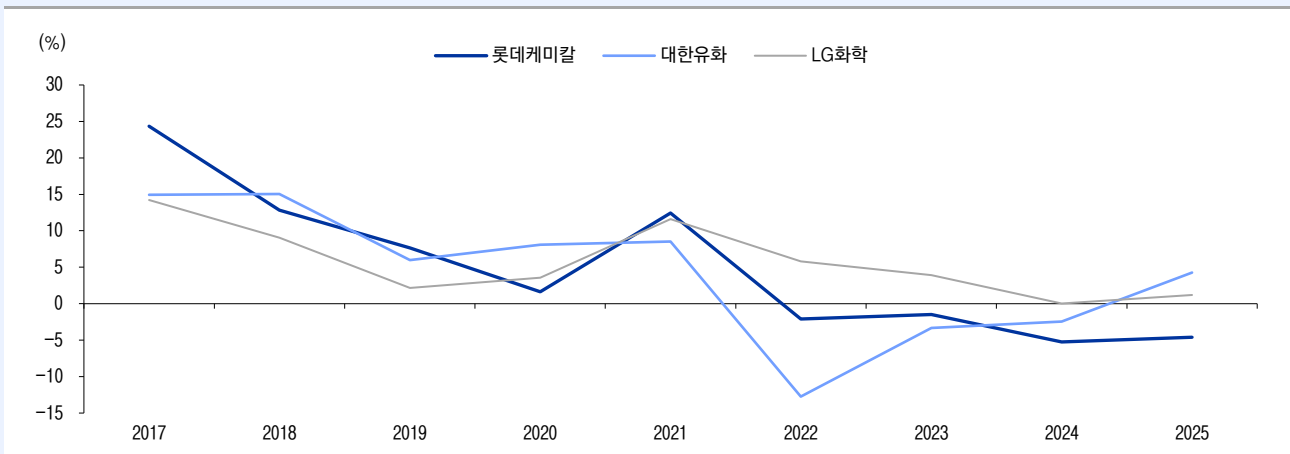
### 에틸렌 증설 화학사별 내용

회사	내용
롯데케미칼	미국 ECC(에틸렌 100 만톤), 인도네시아 라인(NCC 100 만톤), 한국 공장 일부 투자 1) 미국 세일가스 기반 ECC 및 MEG 합작 건설, 총 100 만톤 CAPA 투자('19년 완공) 2) 인도네시아 라인 프로젝트, 총 100 만톤 NCC 포함 Complex 신설('25년 완공) CAPEX: 미국 당시 약 3 조원, 인도네시아 약 5.7 조원, 국내 약 수천억원
LG 화학	여수 NCC 증설 통해 에틸렌 80 만톤 확대 완공 시점: '21년 CAPEX 규모: 약 2.6 조(대산 고부가 PO 설비 등 다운스트림 확장 투자 포함)
여천 NCC	DL 케미칼 및 한화솔루션 50:50 합작사 여수 제 2 사업장의 NCC 를 증설, 에틸렌 34 만톤 등 추가 완공 시점: '21년 초 CAPEX 규모: 약 0.9 조원
대한유화	온산 공장 NCC 증설, 기존 에틸렌 80 만톤에서 90 만톤으로 10 만톤 추가 완공 시점: '22년 말 완공, '23년 초 반영 CAPEX 규모: 약 1,600 억원

자료: LS증권 리서치센터

- (에틸렌 증설 화학사) 화학사중 에틸렌 등 주요 화학설비 투자사 중 롯데케미칼은 미국 ECC, 인도네시아 NCC 투자, LG 화학 여수 증설, 대한유화 증설 진행, 완공 '21~'23년

### 3사 ROIC 추이



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

- (3사 ROIC) 전체 영업이익이 모두 Commodity 화학에서 발생하지 않지만, 증설이후 ROIC 에서 추세 변화는 아직 나타나지 않음
- CAPEX 규모면에서 최근까지 에틸렌 투자가 중심이었음을 알 수 있음

## Key Charts

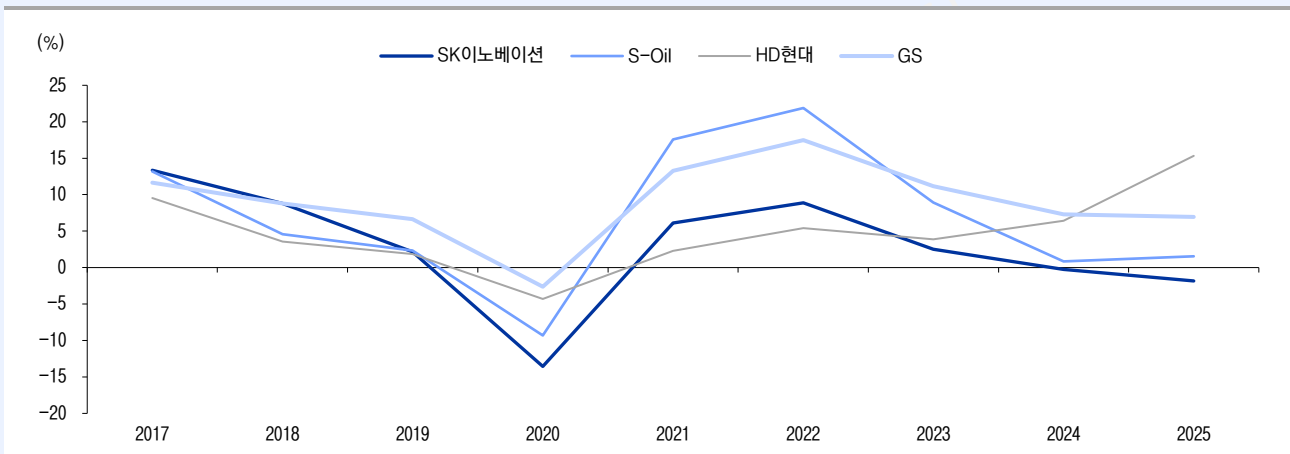
### 에틸렌 포함 화학투자 정유사별 내용

회사	내용
S-Oil	정유에서 화학으로 Capa 확장 1) RUC/ODC: 잔사유 고도화와 올레핀 다운스트림 시설 준공 2) Shaheen : 원유를 석화로 전환하는 TC2C 상용화. 연산 에틸렌 180 만톤 스팀 크래커 구축, CAPEX 규모: RUC/ODC 약 5 조원, 샤힌 약 9.3 조원
GS	정유 공정 부생가스 등 투입, 올레핀 생산시설 MFC(Mixed Feed Cracker) 신설 에틸렌 약 75 만톤 등 완공 시점: '22년 CAPEX 규모: 약 2.7 조원
HD 현대 오일뱅크	롯데케미칼 합작사인 HD 현대케미칼 통해 HPC(Heavy-feed Petrochemical Complex) 시설 구축 탈황중질유와 부생가스 주원료, 에틸렌 85 만톤 포함 화학 시설 구축 완공 시점: '22년 CAPEX 규모: 약 3.4 조원
SK 이노베이션	친환경 제품 중심 투자 SK 지오센트릭을 중심으로 페플라스틱 공정 투자. 친환경 제품 확대 및 설비 전환 CAPEX 규모: 누적 총 5 조원('27년까지 완료 목표)

자료: LS증권 리서치센터

- (화학설비 투자 정유사) 국내 정유 4사 모두 화학 투자. 이는 1)포트폴리오 다각화, 2)저부가 제품 투입, 밸류 체인 확장 목적

### 정유사 ROIC 추이



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

- (정유 4사 ROIC) 지주사인 HD 현대와 GS와 사업회사간 단순 비교 어려움. '22년 러-우 사태로 영업이익 개선 후, HD 현대 제외 ROIC 하락. HD 현대는 조선, 전력기기등 자회사 영향 커

Industry In depth

## 정유화학

### Underweight

# 중동과 투자의 부메랑

중동유 부족, 투자의사결정은 숫자로 돌아온다

# Contents

Part I	중동유 부족 영향	12
Part II	지난 투자, 그 이후	27
<b>기업분석</b>		
	OCI (456040)	39
	KCC (002380)	48
	S-Oil (010950)	54
	금호석유화학 (011780)	61
	SK 이노베이션 (096770)	64
	LG 화학 (051910)	80

---

Part I

---

중등유  
부족 영향

---

# 원유

## 중동산 원유

중동산 원유는 주로 중-중질유(Medium-Heavy Crude)와 고유황유(Sour Crude)의 특성을 지니며, 한국 정유사가 주로 매입하던 유종이다.

표 1 원유 구분에 따른 주요 생산국 및 대표 유종

분류	API 도 (Density)	황 함량(Sulfur) 분류	대표 유종 (Benchmark)	참조
초경질유 (Condensate)	45°~50° 이상	주로 Sweet (낮음)	카타르 DFC, 호주 NW Shelf	
경질유(Light)	32° 이상	Sweet(<0.5%) Sour(>0.5%)	미국 WTI, 북해 Brent, 리비아 Es Sider	
중간유(Medium)	22.3°~32°	Sweet	브라진 Tupi, Buzios	중동 고유황유보다 가볍기 때문에 가솔린 및 중간유분 수율을 동시에 방어할 때 미국산 WTI와 Blended Crude 로 좋은 원유
		주로 Sour(1%~3%)	사우디 Arab Light/Medium, 이라크 Barash	한국 정유사가 주로 매입하던 유종
중질유(Heavy)	10°~22.3°	고유황(High Sour)	에콰도르 Napo, 캐나다 WCS, 베네수엘라 Merey	에콰도르 원유는 사우디의 아람 미디엄이나 아랍 헤비 정제하던 아시아 정유사들이 고도화설비에 잔사유 원료를 공급할 수 있는 몇 안되는 완벽한 중동산 대체 유종
초중질유(Extra Heavy)	10° 미만	극 고유황	베네수엘라 오리노코 벤트 비투멘	

자료: EIA, LS 증권 리서치센터

### (참고) 글로벌 원유 종류

글로벌 원유 시장에서 원유를 경질유(Light Crude)와 중질유(Heavy Crude)로 분류하는 절대적인 기준은 원유의 '밀도(Density)'와 '황 함량(Sulfur Content)'이다. 미국 에너지정보청(EIA)과 국제에너지기구(IEA)에 따르면 이들 원유의 정의 및 수치는 아래와 같다.

- 1) 경질유(Light Crude Oil)  
: 경질유는 상대적으로 가볍도 점도가 낮아 흐름성이 좋은 원유를 뜻한다. 증류시 부가가치가 높고 친환경적인 가솔린(휘발유), 나프타(납사), 등 경유 성분이 많이 생산된다

① API<sup>1</sup>(밀도) 기준 - 미국 석유허회(API)가 제정한 비중 측정 단위인 'API도가 32° 이상인 원유'를 말한다.(API가 높을수록 밀도가 낮고 가벼운 원유다). 참고로 API도가 45°~50°를 넘어가는 초경질 원유는 별도로 '콘덴세이트(Condensate, 천연가스액)' 또는 '울트라 라이트(Ultra Light)'로 분류된다.

② 황함량에 따른 추가 분류 - 황함량이 0.5% 미만이면 경질감원유(Light Sweet), 0.5% 이상이면 경질유황원유(Light Sour)로 불린다. 미국의 WTI(West Texas Intermediate, API 약 38°)가 전세계 경질감원유의 대표적인 벤치마크다.

2) 중·중질유(Medium & Heavy Crude Oil)

: 중질유는 밀도가 높고 끈적거리며, 무거운 원유를 뜻한다. 탄소 고리가 길어 일반 증류만으로는 가솔린(휘발유)나 디젤(경유)을 많이 뽑아내지 못하고, 찌꺼기인 잔사유(아스팔트, 병커C유 원료)가 많이 남기 때문에 정유사의 '고도화 설비(Cracking Unit)' 처리가 필수적이다. EIA와 IEA에 따르면 이를 중간유 및 중질유 두 단계로 분리한다.

① 중간유(Medium Crude Oil): API도 기준 API 22.3° 이상~32° 미만에 속하는 원유로 글로벌 원유 물동량의 가장 큰 부분을 차지하며 중동 원유(사우디 아랍 라이트 API 32.8°, 아랍 비디엄 API 30.8°, 이라크 바스라 미디엄 등)의 메인 스트림이 여기 해당한다. 중동 원유는 대부분 황 함량이 1~2%를 넘어 'Medium Sour'로 분류된다

② 중질유(Heavy Crude Oil): API도 기준 API 22.3° 미만인 원유를 뜻한다. 점도가 매우 높아 파이프라인 수송시 희석제를 섞어야 할 정도로 무겁다. 캐나다의 오일 샌드(WCS, West Canadian Sour, API 약 20°)와 라틴 아메리카의 에콰도르산 나포(Napo, API 약 19°), 베네수엘라산 머레이(Merey, API 약 16°)가 대표적이다. 참고로 API 10° 미만(물보다 무거워 가라앉는 수준)은 초중질유(Extra Heavy Bitumen)으로 분류한다.

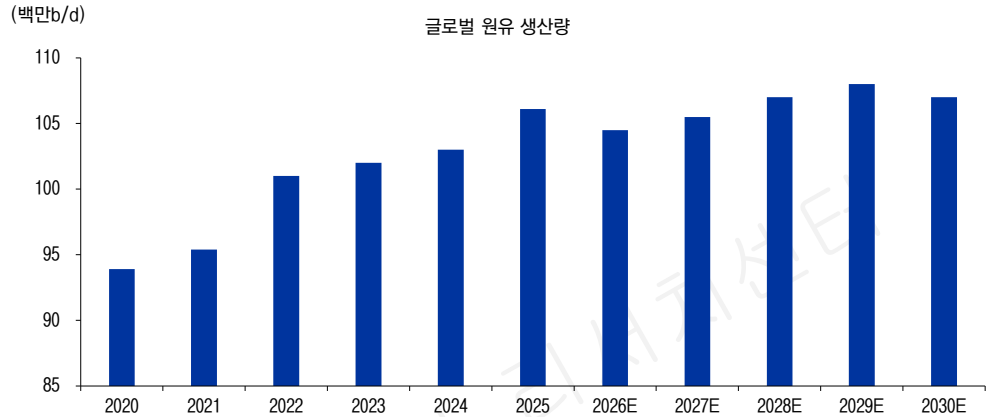
표2 원유 구분에 따른 주요 생산국 및 대표 유종

원유 구분	생산량 비중	주요 생산국 및 대표 유종
Light(경질유)	37.50%	미국 WTI(Shale Pure 원유), 북해 Brentt, 나이지리아 Bonny Light 등
Medium(중간유)	48%	사우디 Arab Light(730aks), 러시아 Urals(420 만), 이라크 Barash Medium(310 만), 브라질 Buzios(140 만 등)
Heavy(중질유)	14.50%	캐나다 WCS(360 만), 사우디 Arab Heavy(110 만), 베네수엘라 Merey(70 만), 에콰도르 Napo(17 만 등)

자료: EIA, LS증권 리서치센터  
 주: 2025년 기준, OI 기준(초경질유 제외)

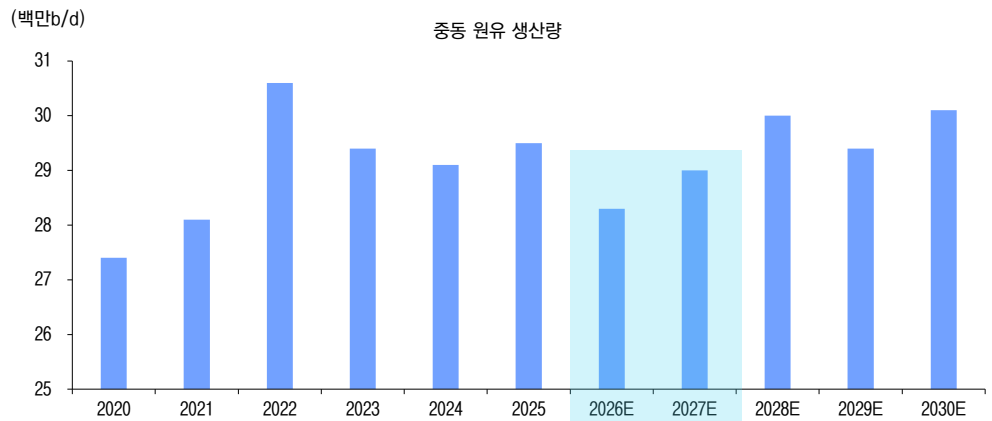
<sup>1</sup> API = 141.5/(비중(60°F) - 131.5)

그림1 글로벌 원유 생산량



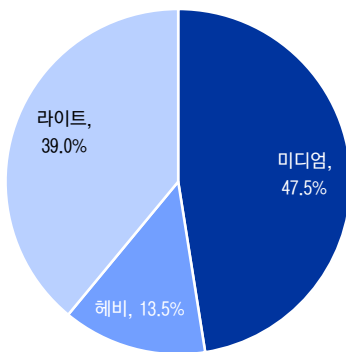
자료: IEA, LS증권 리서치센터  
 주: 전망치 LS증권 추정

그림2 중동원유 생산량



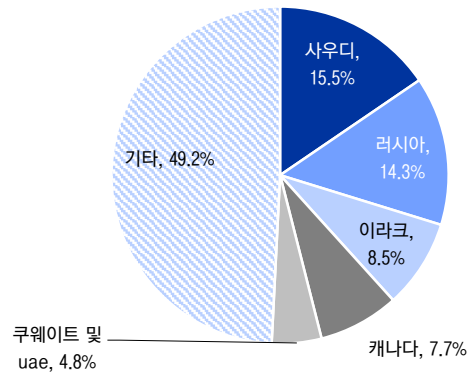
자료: IEA, LS증권 리서치센터  
 주: 전망치 LS증권 추정

그림3 글로벌 유종별 비중('25년)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

그림4 미디엄, 헤비 생산국가별 비중



자료: EIA, LS증권 리서치센터

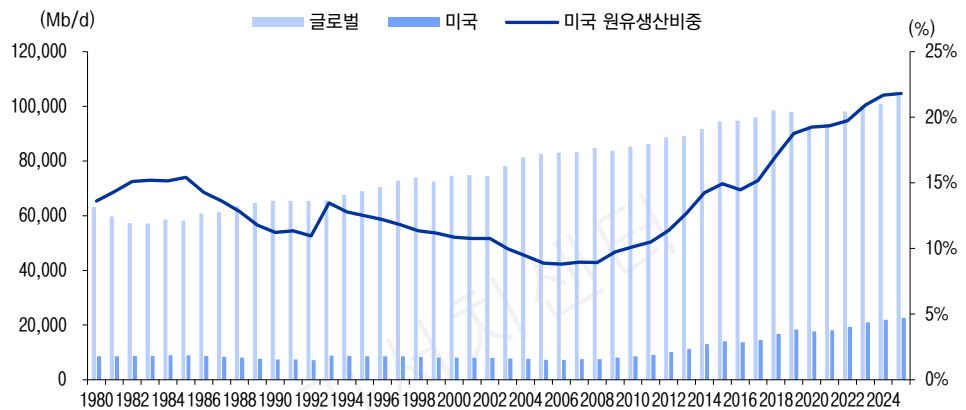
# 중동사태, 중질유 부족이슈 증폭

## 이미 진행되고 있던 글로벌 성상 변화

중동 사태 이전에 2000년대 발생한 미국 셰일 혁명에 따라 글로벌 원유는 이미 Light 비중이 증가하고 있는 상황이다. 미국 원유는 지나치게 가벼운 초경질유인 반면, 디젤과 항공유를 많이 뽑아낼 수 있는 미디엄, 헤비 원유비중은 줄어드는 상황으로 등급별 원유 불균형 현상이 고착화되고 있다. 이것이 지난 과거 휘발유와 경유의 고마진 구조에서 지난 10여년간 휘발유 마진이 상대적으로 조정된 이유다.

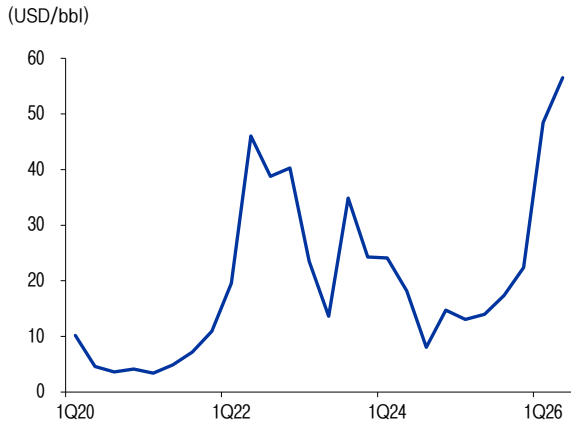
수평 시추(Horizontal Drilling)과 수압 파쇄(Hydraulic Fracturing)이라는 두 기술이 결합하면서 기존 전통 유전 생산량 감소로 글로벌 생산 비중이 감소하던 미국은 '07년을 저점으로 생산비중이 급증하게 되었다. 이러한 한 국가의 원유 생산량 변화는 매우 이례적인 현상이다. 결국 풍부한 Shale 암반과 기술이 합쳐지면서 미국은 다시 원유 생산 강자가 되었고, 글로벌 Light 유가 Discount로 거래되는 과거에 보지못한 새로운 현상이 고착화되기 시작한 것이다.

그림5 미국원유 생산량 및 글로벌 생산 비중 추이



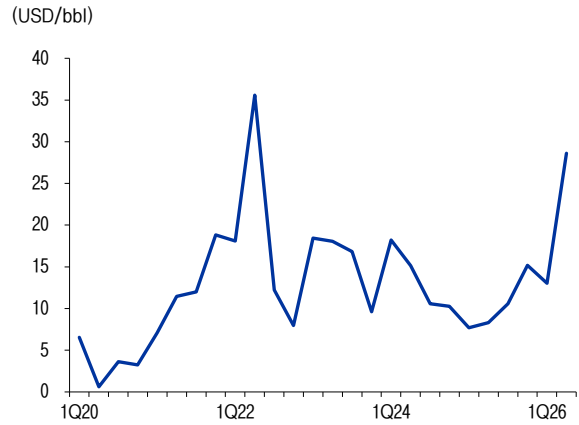
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림6 경유 마진 추이(Spot 기준, 싱가포르)



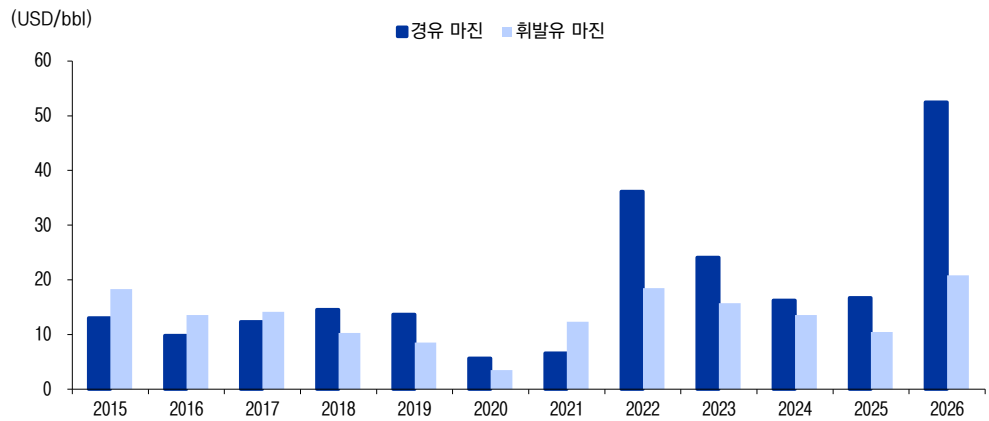
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림7 휘발유 마진 추이(Spot 기준, 싱가포르)



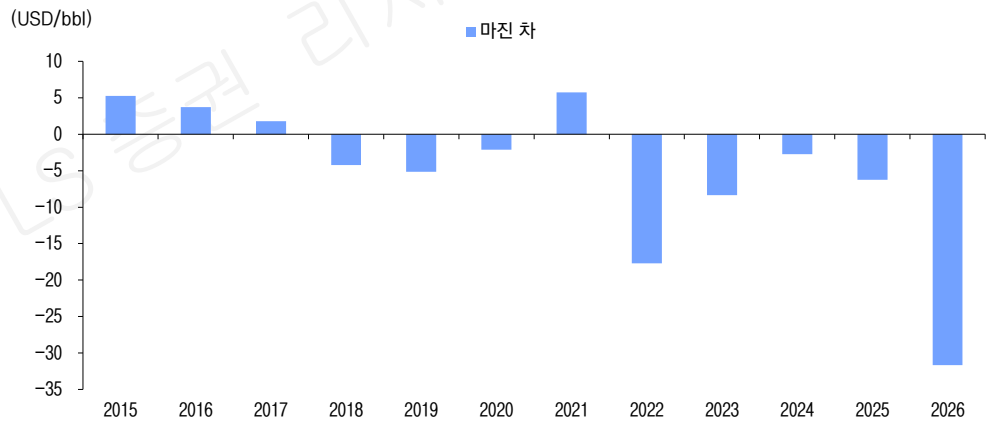
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림8 휘발유, 경유 마진 비교



자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림9 휘발유가 경유마진 하회폭 증가



자료: EIA, LS증권 리서치센터

현재 이에 더해 중동 사태 발발로 한국 정유사들의 주요 투입 원유는 상대적으로 더 타이 트해진 상황이다. 이는 Spot 대비 OSP 등 프리미엄 지불 구간임을, 한국 정유사는 원유 확보 리스크뿐 아니라 블렌딩 리스크가 추가될 수 있음을 의미한다. 역사적 고마진에 웃을 수만 없는 이유다.

## 중동산 감소로 제품 Yield 변화

중동 사태에 따라 주로 중중질유(Medium-Heavy Crude)와 고유황유(Sour Crude)의 특성을 지니는 중동산 원유 생산, 공급 감소는 글로벌 정유공장 투입 원료(Feedstock) 변화로 이어진다. 즉 Blending 원유의 비중이 일부 유종이 감소함으로써 기타 유분이 증가하게 되는 것이다. 이는 곧 제품 생산 비중 변경으로 나타나고 경질유분과 중질유분간 마진 차를 당분간 추가 확대시킬 것으로 예상하는 이유다.

### 1) 원유 성상 변화에 따른 Yield 변동 원리

: 중동산 원유(Dubai, Upper Zakum 등) 공급이 줄어들면 정유사들은 이를 대체 하기 위해 WTI나 Brent, 혹은 서아프리카산 경질 저유황유(Light Sweet Crude)의 비중을 높이게 된다. 경질유 투입 비중을 증가시키게 되면 아래의 변화가 나타난다.

- ① Light Distillates(LPG, Gasoline) 증가: 경질유는 분자 고리가 짧아 증류시 가솔린과 납사 생산량이 증가하게 된다.
- ② Middle Distillates(Diesel, Jet Fuel 감소): 경유와 항공유 수율은 중질유 대비 상대적으로 낮아지게 된다.
- ③ Heavy Residue(Bunker-C, Asphalt) 급감: 잔사유(Residue)가 적게 발생하여 고도화 설비(RFCC, HYC)에 투입할 원료가 부족해지는 현상이 발생한다.

### 2) 고도화 설비 운영 효율성 저하

: 중동산 원유는 고도화 설비(Cracking Units)를 돌리기에 최적화된 잔사유(Residue)를 많이 생산한다. 중동 원유 공급이 끊기면 다음과 같은 기술적 문제가 발생한다.

- ① 고도화 설비 가동률(Utilization) 저하: 중동산 원유에서 나오는 Heavy Feedstock이 줄어들게 되면, 수조원을 들여 지은 고도화 설비(고부가가치 제품 생산 시설)를 풀가동할 수 없게 된다. 이는 정유 공장 전체 경제성(Complexity Profit)을 훼손하게 된다.
- ② 수소 소비(Hydrogen Consumption) 변화: 중동산 고유황유를 처리할 때는 황 제거(Desulfurization)을 위해 많은 수소가 필요하지만 경질유 대체 시 수소 유닛의 부하가 줄어드는 대신 개질기(Reformer) 가동 패턴이 가솔린 중심으로 편중된다.

## 정유 제품 수율(Yield) 변화

글로벌 정유제품 생산에서 중동산 원유 투입 감소에 따른 변화는 아래와 같다.

표3 중동산 원유 투입 비중 감소시 나타날 글로벌 석유제품 공급량 변화 방향

제품군	수율 변동 방향	기술적 이유
납사/휘발유	상승	대체 원유(WTI 등)의 가벼운 성상으로 인해 단순 증류 단계에서 생성량 증가
경유	하락	중질유 특유의 중간 유분 분획 부족으로 인해 전체 생산 비중 감소
등유/항공유	하락	등유계 분획 생산량이 감소하며, 특히 중등 항공유 수출 감소와 맞물려 공급 부족
LSFO/Asphalt	급감	저유화 중질 원유의 수급이 어려워지며 선박유 및 아스팔트 생산량 최소화

자료: LS증권 리서치센터

표4 글로벌 CDU 제품 수율(Global Average Yield)

제품군	수율 비중(%)	기술적 용도 및 특징
휘발유	약 24~26.5%	수송용 연료의 핵심 분획. 경질 원유 비중이 높을수록 상승함
경유	약 28.5~31%	글로벌 CDU 수율 중 가장 큰 비중. 산업 및 물류의 핵심 연료
항공유/등유	약 8.5~10%	항공 수요에 민감하며, 정유사의 고부가가치 전략 분획
납사	약 10~12%	석유화학(Ethylene)의 기초 원료. 중등 경질 원유에서 비중이 높음
LPG	약 2.5~4%	증류 초기 단계에서 발생하는 가장 가벼운 기체 성분
중유/잔사유	약 18~21%	저부가가치 분획. 고도화 설비(VDU, FCC 등)의 원료로 재투입됨
기타/손실 등	약 1.5~3%	아스팔트, 윤활기유 원료 및 공정 중 발생하는 부피 변화율

자료: IEA, LS증권 리서치센터

이러한 정유 제품 수율을 결정하는 핵심 변수는 도입 원유 성상뿐 아니라 정유소 복잡도(Complexity)도 관여한다.

### 1) 도입 원유의 성상(Crude Slate)

: 미국산 WTI와 같은 Light Sweet Crude는 휘발유와 납사 수율이 높고 잔사유가 적다. 반면 위에서 나타난 바와 같이 사우디 Dubai 같은 Medium Sour Crude는 중간 유분(경유, 항공유)과 잔사유의 비중이 거의 비슷하게 나타난다.

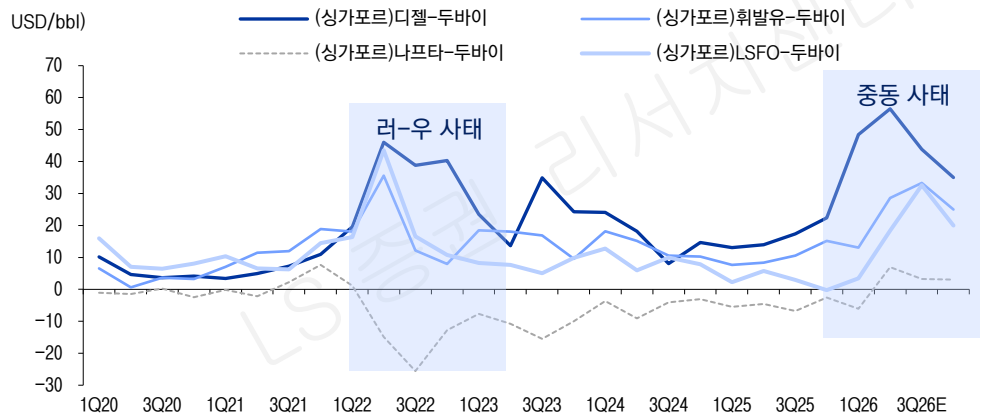
### 2) 정유소 복잡도(Refinery Complexity)

: 단순 정유소(Simple Refinery)는 위 CDU 수율이 그대로 시장에 나오지만, 고도화 설비가 완비된 정유소는 중유(Fuel Oil, 약 18~21%)를 다시 Cracking해서 휘발유와 경유 수율을 인위적으로 15~20%p 더 높인다.

현재 중동 사태로 인해 글로벌 평균 수율은 Gasoline-rich, 즉 휘발유가 더 생산되는 쪽으로 편향되고 있다. 중동 중질유 공급이 끊기면서 정유사들이 상대적으로 가벼운 원유를 투입하고 있기 때문이다. 이로 인해 수율표상 약 30%를 차지하는 경유의 실제 생산 비중이 낮아지며 글로벌 경유 부족 현상은 심화될 것으로 보인다. 이것이 러-우 사태때보다 더 확대된 경유마진에서 나타나고 있다.

우리는 중동산 사태에 따른 중질유 부족에 따른 기존 전망, 즉 '26년 경유 및 등유 강세를 '27년 상반기까지 기간을 연장한다. 왜냐하면 기존 상황으로 되돌아가기 위해서는 유전 복구뿐 아니라, 터미널, 파이프라인, 전력망 등 밸류 체인 전반 회복이 필요하기 때문이다. 또한 호르무즈 해협 리스크까지 감안하면 중동산 원유 수급 차질기간은 장기화될 수 있다.

그림10 분기별 주요 정유제품 마진 추이 및 추정



자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

### 한국 정유사의 원유 투입 비중 변화

현재 중동 사태(호르무즈 해협 봉쇄 및 미-이란 분쟁) 이후 한국 정유 4사의 원유 투입 비중 변화는 Petronet, IEA(국제에너지기구), EIA(미국 에너지청) 등에 따르면 아래와 같다.

표5 원유 투입 비중 변화

구분	평시	26년 3월	4~5월	주요 대체 도입처
중동산	약 69%	약 65%	약 49%	호르무즈 외곽(오만 등) 및 비축유 스와프 평시대비 최대 급감
미국산	약 17%	약 22%	약 36%	미 동부 및 걸프 연안발 급격한 증대 평시 대비 2배 이상 폭증(사상 최대치)
기타(호주, 말레이시아, 에콰도르, 브라질, 서아프리카 등)	약 14%	약 13%	약 15%	대서양 연안 및 중남미 경질유 비중 확대

자료: IEA, EIA, LS증권 리서치센터

해협 봉쇄로 인해 사우디, 쿠웨이트, 이라크산 원유 도입이 물리적으로 차단됨에 따라, 거리적 불리함에도 불구하고 미주·아프리카·유럽 노선 확대로 긴급 대응하고, 정부가 비중동 지역 원유 도입시 운임 초과분의 25%를 환급해주는 제도를 활용하면서 정유 4사의 미국산 원유 결제 및 통관 물량이 증가했다.

정상적인 상황에서 중동산 원유투입에 최적화된 한국 정유사들이 미국산 경질유 성분을 35~40%까지 확대하는 것은 상상하기 어려운 일이다. 무엇보다 미국산 원유 비중을 늘리

면 기존 설비의 Design Crude Slate와 달라지는 위험이 발생한다. 즉 설계된 원유 성상 (Design Basis)이 있고 이는 중질유(Heavy)에 최적화되어 있는데 가벼운 미국산 경질유 (Light)를 과도하게 투입하게 되면 아래와 같은 문제가 발생하게 된다.

1) 기화 가스(Vapor) 과부하

: 경질유는 가벼운 성분이 많아 가열 시 증기가 엄청나게 발생한다. 정유소의 CDU는 거대한 냄비와 같아서 원유를 끓여서 가스, 휘발유, 경유 등으로 분리하는데 중동 원유(중질유)는 끓여도 기체로 변하는 양이 설계에 상응하는 수준으로 설비가 감당할 수 있는 수준의 증기가 나오는 반면, 미국 원유(경질유)는 끓이면 엄청난 양의 가스와 휘발유 증기가 폭발적으로 쏟아져 나오게 된다. 문제는 CDU 상부에 달린 파이프와 응축하는 냉각기(Condenser)의 크기가 정해져 있어 좁은 병목에 갑자기 너무 많은 증기가 몰리면 탑 내부의 압력이 순식간에 치솟게 되는 것이다. 압력이 설계 한계(Design Pressure)를 넘으면 설비가 터질 수 있기 때문에 정유사는 압력을 낮추기 위해 원유를 조금만 집어넣는(가동률 저하) 선택을 하게 된다. 즉 보유 설비를 풀가동하지 못하게 되는 것이다.

2) 열교환기 및 냉각 계통의 과부하

: 미국산 경질유에서 쏟아져 나오는 뜨거운 휘발유 증기를 다시 액화하려면 엄청난 양의 냉각수나 공기 냉각이 필요하다. 여름철(5~8월)에는 외부 온도가 높아 냉각 효율이 떨어지며, 설계된 냉각 용량보다 더 많은 증기가 들어오면, 액화되지 못한 가스들이 시스템 내부에 가득 차게 되고, 이는 곧바로 시스템 압력 상승으로 이어진다. 이를 방지하려면 원유 투입량 자체를 줄여서 증기 발생량을 강제로 조절해야 한다.

3) 하부 제품(잔사유) 펌프의 최소 유량 문제

: 증유탑 상부에서는 증기가 넘쳐서 문제라면, 하부에서는 반대 상황이 펼쳐진다. 중동유를 넣을 때는 묵직한 잔사유가 많이 나와서 펌프가 힘차게 돌아갔는데, 미국산 원유는 잔사유가 거의 나오지 않는다. 하부 액체 높이가 너무 낮아지면 펌프에 공기가 들어가 고장이 날 수 있고, 이 밸런스를 맞추기 위해 전체적인 운전 속도를 늦출 수 밖에 없다.

4) 비상 차단 시스템(ESD)

: 압력이 설계 한계치를 넘으려 하면 폭발하기 전에 시스템이 자동으로 가동을 멈추거나(Interlock<sup>2</sup>), 플레어 스택(Flare Stack<sup>3</sup>)으로 가스를 태워 내보낸다.

<sup>2</sup> Interlock: 인터록은 특정 조건, 주로 위험이 발생할 수 있는 조건 하에서 장치가 작동되는 것을 방지하거나, 특정 작업 순서가 반드시 준수되도록 설계된 조치(A provision designed to prevent a device from operating under specific conditions, usually when a hazard occur, or to ensure that a specific sequence of operation is followed)(IEC, International Electro-technical Commission)

<sup>3</sup> Flare Stack: 플레어는 연소를 통해 환경적으로 수용 가능한 방식으로 방출 가스를 안전하게 폐기하는 장치 또는 시스템(A flare is a device or system used to safely dispose of relief gases in an environmentally acceptable manner through combustion)(API, American Petroleum Institute). 플레어 스택은 단순히 가스를 태우는 굴뚝이 아니라 고도의 엔지니어링 요소로 구성됨. 플레어 팁(Flare Tip, 스택 최상단에서 가스와 공기를 혼합하여 완전 연소를 유도하는

- 5) 따라서 폭발을 피하기 위해 가동률 저속을 선택하게 되는 것이고, 이것이 현재 60% 대의 가동률로 이어지는 원인 중 하나로 볼 수 있다. 정유산업에서도 가동률이 높을수록 효율적인 운영을 할 수 있지만, 지금은 안전(압력 제어)과 수익(대체유 투입) 사이에서 균형을 맞추기 위해 가동률을 희생시키는 시기로 볼 수 있다.

## 한국 정유사별 가동률 현황

3월 중순부터 본격화된 물류 차단으로 인해 4월과 5월 가동률은 생존 모드로 불리는 최저 수준까지 하락한 것으로 보인다. 6월 현재 유종 다변화와 함께 가동률은 소폭 상승하고 있다.

표6 정유사별 가동률 추정

회사명	3월 가동률	4월 가동률	5~6월 가동률
SK 에너지	82%	68%	62%
GS 칼텍스	85%	70%	65%
S-Oil	92%	75%	70%
HD 현대오일뱅크	88%	72%	68%
한국 평균	86.8%	71.3%	66.3%

자료: LS증권 리서치센터

이는 중동산 원유 공급 감소, 대체 원유가 한국에 도착하기까지 시차 발생으로 인한 공백, 고유가 상황에서 원유 구입 부담을 줄이기 위해 기존 저가 재고를 소진하며 수익성을 극대화하는 전략적 감산, 유조선 확보 경쟁에 따른 도입 지연 등이 다같이 작용한 것으로 보인다.

## 한국의 유사한 영향을 겪는 국가들

참고로 한국과 동일하게 중동에 대한 원유 의존도가 높고, 복잡한 고도화 설비를 갖춘 아시아 및 유럽의 주요 정유 허브들은 유사한 '공학적 병목 현상'과 가동률 저하를 겪고 있다. 이 현상은 단순히 한국의 문제가 아니라 전세계 '중질유 최적화(Medium-Heavy Optimized)' 정유사들의 공통된 고충이다. 대표적으로 영향을 받는 국가와 정유 단지는 아래와 같다.

### 1) 일본(ENEOS 등)

: 한국과 가장 유사한 상황으로 중동산 원유 의존도가 90%에 달하는 일본은 현

부분)+ 녹아웃 드럼(Knock-out Drum, 가스 액정이 스택으로 넘어가 화재를 일으키는 것을 방지하기 위해 액체를 분리하는 전처리 탱크)+파일럿 시스템(Pilot System, 가스가 방출되는 즉시 점화될 수 있도록 24시간 꺼지지 않고 유지되는 점화원)

재 미국산 WTI와 호주산 경질유로 급히 대체중이다. 일본 정유공장들은 한국보다 설비가 노후화된 경우가 대부분으로 증기 처리 용량(Vapor Handling Capacity) 한계가 더 빨리 찾아온다. IEA에 따르면 일본의 5~6월 평균 가동률은 60% 미만인 상황이다.

2) 중국 산동성 독립 정유사(Teapot Refineries)

: 이들은 주로 러시아산 ESPO나 이란산 중질유를 할인된 가격에 들여와 가공하던 곳으로 이란산 공급이 물리적으로 끊기고 해상 운송비가 폭증하자, 대체 원유를 구하지 못해 산동성 일대 정유소의 약 40%가 가동중단, 소폭 회복하는 상황이다.

3) 인도(Reiliance, Nayara 등)

: 세계 최대 정유 단지인 자무나가르(Jamunagar)를 보유한 인도는 중동 원유의 큰 손이다. 인도는 지리적으로 중동과 가까워 호르무즈 봉쇄의 타격이 가장 즉각적이다. 미국산 대체유를 가져오기 위한 항해 거리가 너무 길어, 원료 공백기로 인해 가동률이 한국보다는 높지만 70% 선에서 움직이고 있다.

4) 유럽 정유 허브(네덜란드 로테르담-ARA 지역)

: 우크라이나 사태 이후 러시아산 원유를 중동산으로 대체했던 유럽 정유소들이 다시 한 번 공급 상실에 직면했다. 로테르담의 정유소들은 Brent 경질유 투입을 늘리고 있으나, 증류탑 압력 문제로 인해 고도화 설비 가동에 차질을 빚으며 유럽 내 경유 부족 사태를 심화시키고 있다.

## 타격이 적은 국가들

미국이나 동남아시아 정유소들은 상대적으로 타격이 적을 것으로 예상된다. 그 이유는 미국(US Gulf Coast)의 경우 원래 자국산 경질유(WTI)에 맞게 설비가 디자인된 공장들인데다, 자국내 Midstream 산업, 즉 파이프라인으로 유전에서 바로 원유를 공급받아 중동 물류 리스크에 대한 노출도가 없다. 동남아는 고도화 설비가 적은 단순 정유 공장(Simple Refinery) 비중이 높아 경질유를 넣어도 압력 문제가 있으나 증유/잔사유 부족에 따른 고도화 설비 문제에서 비교적 자유롭다.

## Blending Risk 최소화가 Key

중동 사태 여파는 원유 부분에서 상당 기간 유지될 것으로 예상된다. 우선 호르무즈 해협 운송 리스크가 상존하는 가운데, 인프라, 저장시설, Shut Down 여파로 정상화되기까지 수 개 분기가 소요될 것으로 예상하기 때문이다. 이는 글로벌 원유 성상에서 중질유 부족 상황이 이어질 수 있음을 의미한다. 국내 정유사 기준 기존 공급받던 중질유분이 타이트해짐에 따라 원가 상승, 대체제 확보 리스크, 이에 따른 운송 및 보험료 등 추가 비용 부담이 발생할 수 있다. 유종 변화에 따른 가동 리스크도 무시할 수 없다.

이는 첫째, 원유 Spot 가격 대비 추가 비용을 지급하게 됨을 의미한다. 일례로 사우디는 아시아행 원유 OPS를 중동사태 이후 급증시켰다. 이는 글로벌 전체 원유가 타이트해진 상황에서 Spot 시장가 대비 정유사들의 구매가에 추가 부담을 의미한다. 국내 정유사의 경우 변수는 추가된다. 아프리카, 남미, 북미 등 유종 변화에 따른 운송 부담이 증가하는데다, 가동 어려움에 따른 가동률 감축도 부수적으로 발생하기 때문이다. 또한 CDU 가동률 하락은 연결된 고도화설비 가동률 하락으로 이어질 수 밖에 없다. 마진은 사상 최고를 기록하고 있음에도, 정유사들의 가동률이 저조한 이유 중 하나로, 당분간 이러한 현상은 지속될 것으로 예상된다.

이것이 우리가 Spot 기준 정유 제품 고마진을 추정하지만, 그대로 정유사의 이익으로 산정하지 않는 이유다. 매출원가에서 원재료비에 추가 비용이 상당부분 증가하는 구조로 보기 때문이다. 다만, S-Oil의 경우 사우디에서 Saudi Light(이름은 Light지만 헤비 오일에 가까움) 공급이 유지되며, 상대적으로 안정적인 가동률, 미들 디스레이트(경유 및 등유) 생산 비중이 크게 변하지 않을 것으로 추정한다. 이것이 우리가 중동사태 여러 결과를 종합하여 S-Oil을 추천하는 이유다.

### S-Oil: 지분 관계에서 안정적 원유 수급

중동 사태 전 S-Oil은 최대주주인 Saudi Aramco로부터 라스 타누라(Ras Tanura) 항구에서 호르무즈 해협을 거쳐 수송된 Arabian Light(기존 최대 주력 유종, API 약 32.8°, 황함량 1.97%, 이름은 라이트지만 글로벌 표준에서 황함량이 높아 중질 유향 원유, Medium Sour에 해당) 및 Arabian Medium(API 30.2°, 황 함량 약 2.59%, 아라비안 라이트보다 훨씬 더 끈적거리고 황 함량이 높아 정제시 설비 부식 리스크가 큰 까다로운 유종, 글로벌 표준에서 중질 고유황 원유)을 주로 사용했다.

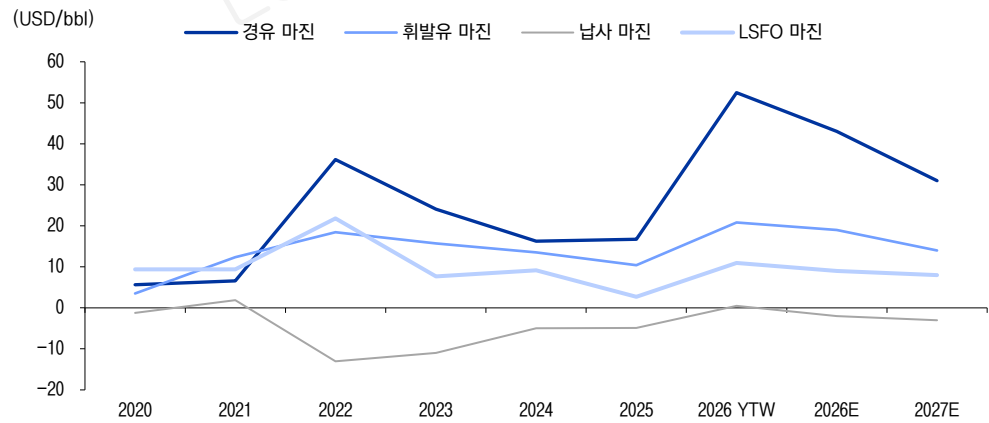
그러나 호르무즈 해협이 봉쇄됨에 따라 현재 파이프라인으로 홍해로 이송된 원유를 수급받고 있다. Arabina Light(Medium) 비중은 소폭 감소했지만, 전체적으로 가동률과 Yield 변화에 미치는 영향은 제한적인 것으로 보인다. 다만 사우디를 포함한 중동 원유 부족에 따

라 Spot 가격 상승에 더해 Saudi OSP가 상승한 점을 감안하면 Aramco와 LTA 기반으로 OSP가 그대로 적용되는 S-Oil 원유 비용은 Spot가격에 이러한 Premium이 추가되는 것으로 판단한다. 또한 OSP의 유무외, 이러한 가격 추가분/할인분은 글로벌 원유 시장에서 공통적으로 나타나기 때문에 단지 사우디 원유를 구매하는 정유사에 국한되는 영향은 아니다.

따라서, 전체 정유사의 원유 구입 비용이 Spot보다 증가하는 구조지만, S-Oil은 기존 공급 받던 유종과 유사한 비중으로 공급이 지속되며, 국내 타 정유사 대비 안정적인 가동률과 상대적으로 양호한 미들 제품 생산이 지속될 것으로 판단한다.

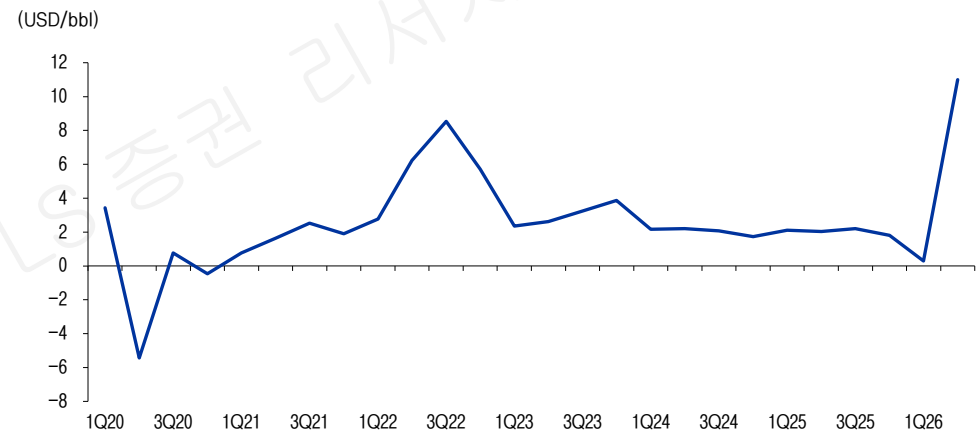
타 정유사들의 실제 원유 확보 능력과 Blending 운영 정도는 2분기 실적에서 확인할 수 있을 것으로 본다. 만일 지분 관계 없이 대체 유종 수급을 통해 고마진 방어를 최대화할 수 있다면 이것은 개별 정유사의 구매 및 가동 능력으로 평가할 수 있다.

그림11 주요 정유제품별 마진 추이(Spot)



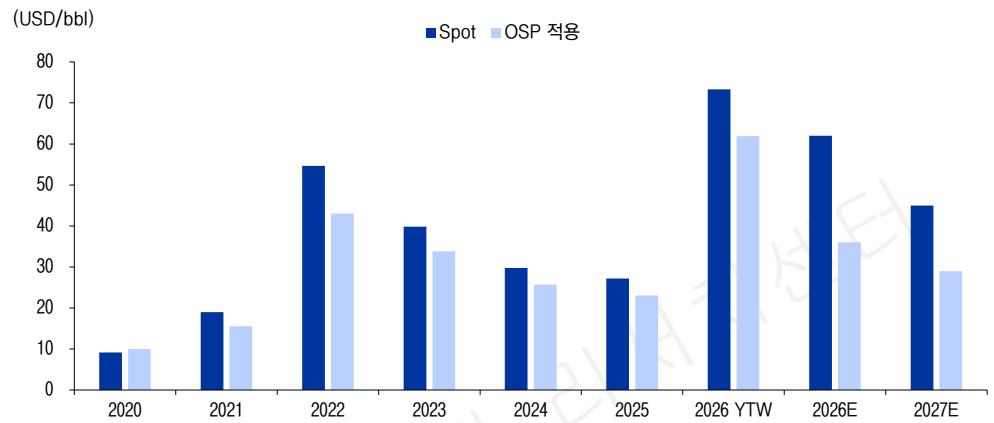
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터  
 주: 전망 LS증권 추정치

그림12 사우디 아시아향 OSP (Light)



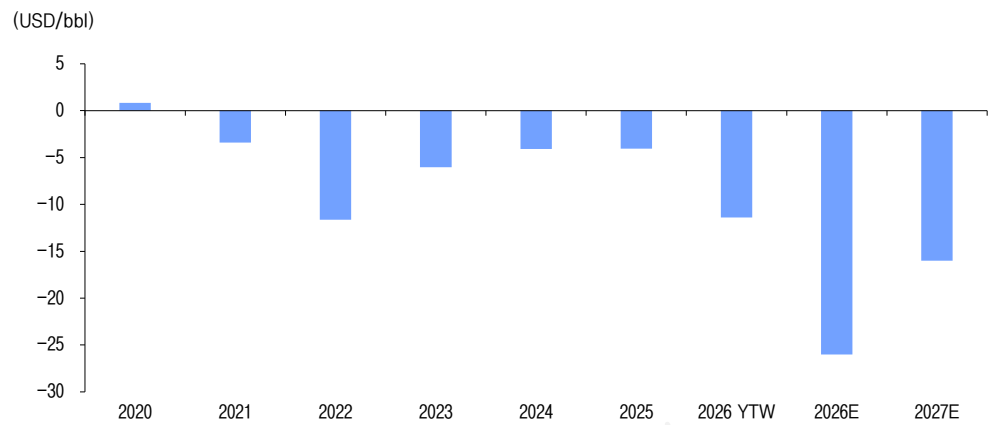
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림13 주요 정유제품별 마진 추이(Spot vs OSP 적용)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터  
 주: 전망 LS증권 추정치, 경유 50%+휘발유 50% 기준

그림14 Spot 기준과 OSP 적용 기준 마진 차이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터  
 주: 전망 LS증권 추정치, 경유 50%+휘발유 50% 기준

---

Part II

---

지난 투자,  
그 이후

---

# 배터리

## 과거 증설에서 투자 방향이 벗어난 이유

정유화학사는 공통된 숙제가 있다. 정유는 EV 누적에 따른 수송용 연료 수요 감소, 화학은 NCC가 지닌 원가 열위와 과잉 공급 상황이 그것이다. 이에 따라 한 사이클에서 확보한 이윤을 기존 제품군 설비 확장에 집중한 과거와 달리 지난 10여년간 우리는 증설도 있었지만 다른 방향 투자도 목도했다. 지난 사이클에서 거둔 수익으로 향후 수익을 위해 회사들은 투자를 결정한다. 지난 투자 의사 결정이 현재와 가까운 미래 Return에 영향을 미치는 것은 자명하다. 우리는 지난 주요 투자내용을 점검하고, 투자가 집중된 산업에 대한 전망을 기반으로 이에 대한 Return 수준을 점검하고자 한다.

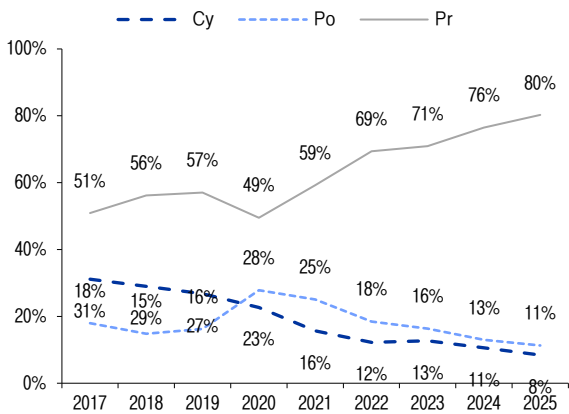
## 배터리 산업: 당사 Underweight 산업 의견

이 중 대표적인 산업이 배터리 산업이다. 당사는 배터리산업에 대해 Underweight 의견을 지속하고 있다(5월 12일 이차전지 산업 자료 참조). 이유는 간략히 아래와 같다. 그리고 지난 사이클에서 벌어들인 수익으로 배터리에 투자한 대표적인 정유화학사는 SK 이노베이션(배터리셀)과 LG 화학(양극재), 롯데케미칼(동박)을 들 수 있다.

- 1) 배터리 수요의 가장 큰 비중을 차지하는 EV향 배터리(약 60%) 수요 성장률이 점차 하향하고 있다.
- 2) 그보다 한국 배터리사들은 글로벌 EV향 배터리 수요 성장률보다 낮게 성장하고 있으며, 이는 M/S 감소로 이어지고 있다. 요인은 가성비 열위와 폼팩터로 요약된다. '25년 글로벌 M/S 80%에서 '26년 1~4월 81%로 각형 확장이 계속되고 있다. 그렇다면 국내 유일 각형 생산사인 SDI가 선전해야 하지만, SDI는 글로벌 각형 시장에서 '20년 12%로 정점을 기록한 뒤 '25년 3%까지 M/S가 하락했다. 가격으로 M/S를 빼앗긴 것이다. 원통형과 파우치는 각형에 밀려 합산 M/S가 '25년 20%까지 하락했고, 고객군도 소수의 OEM으로 고객사 판매량이나 벤더 선택에 따른 리스크가 크다.
- 3) EV향 배터리 성장이 저조하거나, 역성장할 경우(한국 배터리사 해당) 중후장대 산업에서 가동률 상향은 어려우며, 이는 고정비 부담, OCF 대비 높은 CAPEX 부담, 주주환원할 수 있는 FCF 부족이 지속됨을 의미한다. 이는 고정비 부담을 낮추기 위한 자산손상 처리로 이어질 수 있다. '24년 이후 주요 OEM들은 EV 및 배터리 자산과 관련, 자산손상을 인식, 회사별로 한화 약 8.2조원~32조원에 달한다.

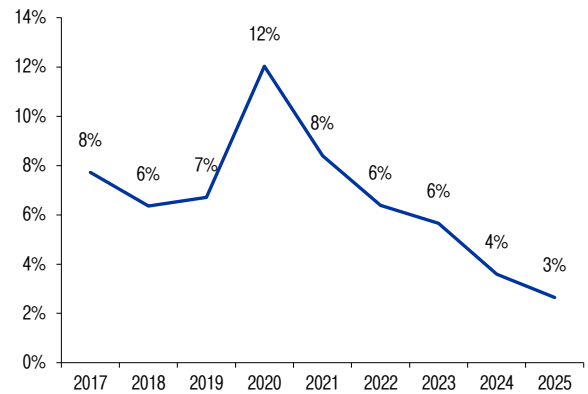
- 4) 반면 ESS 시장은 고무적이다. EV향에 이어 두번째로 큰(글로벌 이차전지 M/S 약 30%)이며, 향후 높은 성장세가 예상되기 때문이다. 그러나 이 역시 90% 이상이 중국산 LFP 각형으로 선점된 시장이다. 현재 한국 업체들이 주로 타겟하는 시장은 글로벌 ESS 시장이라기보다 FEOC와 추가 관세로 중국산 ESS를 막은 미국 시장이다. '26년 100GWh를 상회할 것으로 예상되는 미국 ESS은 글로벌 ESS 중 약 15~18% 비중으로 작지 않다. 다만, 대중국 ESS에 대한 장벽에도 불구하고, 기존 중국산 재고, 비중국간 경쟁 심화, 중국의 FEOC 우회 전략으로 한국이 이 시장을 선점할 것으로 보기에 넘어서야 할 장벽이 많다. 이와 유사한 사례를 우리는 3년 전 태양광에서 경험한 바 있다.
- 5) 공급과잉 시장에서 성능과 기술력은 더 이상 우위가 되지 못한다. 우주, 로봇, AI 향 수요는 계산해보면 아직 EV와 Utility Grid ESS대비 적다. 전고체 가격을 해결해서 EV에 탑재되지 않으면 유의미한 시장 개화와 이에 따른 실적 창출은 더디게 진행될 가능성이 높다.

그림15 EV 향 폼팩터 M/S: 각형 확장 vs 원통형/파우치 축소



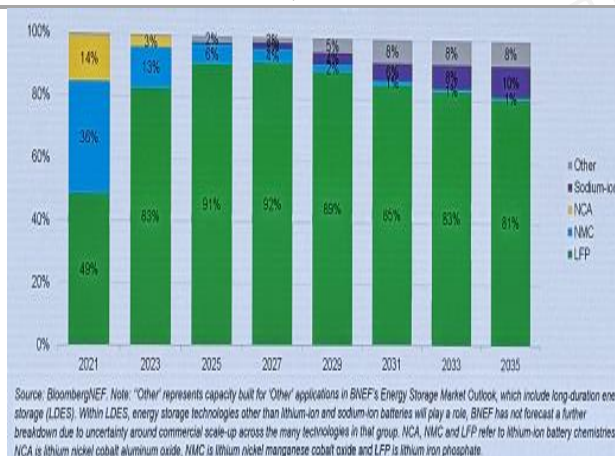
자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

그림16 각형 시장 SDI M/S 추이



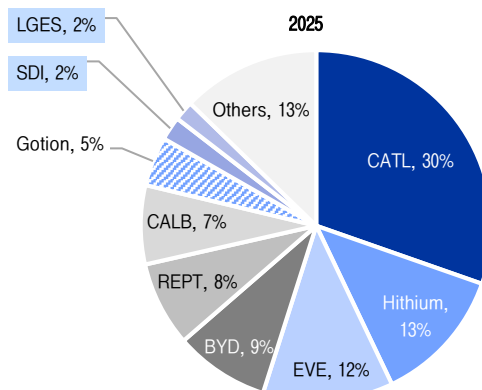
자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

그림17 글로벌 ESS Chemistry: LFP 선점



자료: BNEF(2026.03), InterBattery Conference, LS증권 리서치센터

그림18 글로벌 ESS 시장, 90% 이상 중국 선점



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

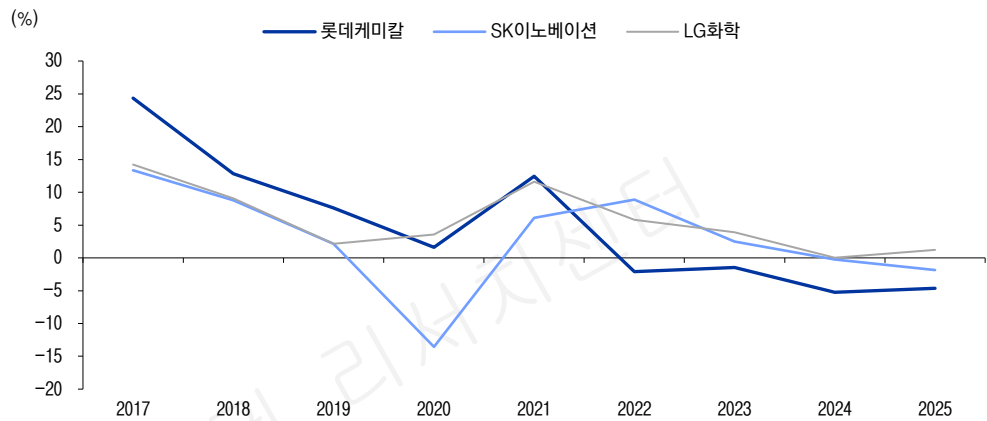
표 7 배터리 투자 회사별 내용

회사	내용
SK 이노베이션	자회사 SK 온 배터리 셀 투자
	1)글로벌 생산기지 구축(미국 조지아 1,2 공장 등), 헝가리(코마롬 1,2 공장, 이반차 공장), 중국(창저우, 옌청, 헤주) 등 글로벌 주요 거점에 배터리 셀 공장 신증설 2) 글로벌 완성차 합작 법인 지분 및 시설투자 진행
	CAPEX 규모: 누적 약 25 조원 이상(지난 9년간 회사 총 42.9조원 중 70% 내외 예상)
LG 화학	첨단소재부문
	배터리 완제품 투자 제외, LG 화학은 청주, 구미, 북미 등지에 양극재 공장 신증설 투자
	CAPEX 규모: LGES 과 분사후 투자 기준 약 4~5 조 내외
롯데케미칼	EC, DMC 공장 신설, 롯데알미늄과 미국 양극박 합작법인 설립, 동박제조사 인수
	롯데에너지머티리얼즈(구 일진 머티리얼즈) 인수대금 약 2.7 조원 포함 자체 소재 설비에 추가 투자

자료: LS증권 리서치센터

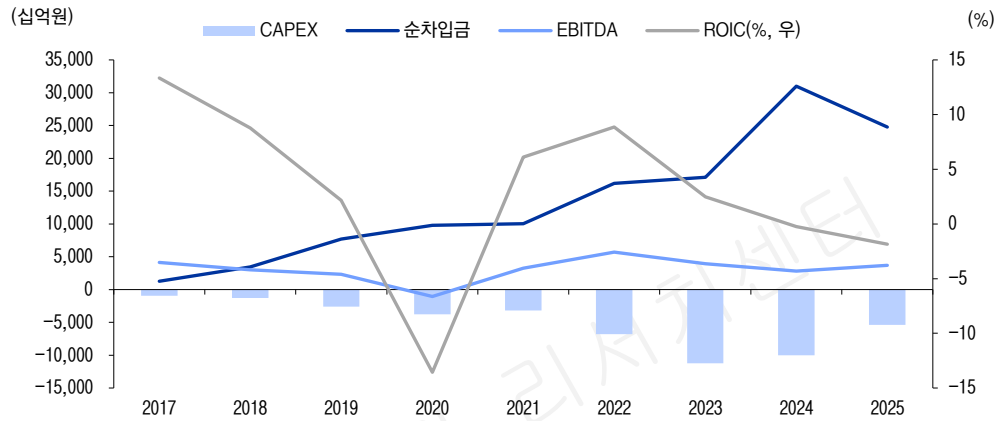
지난 10년간 배터리 투자만 한 것은 아니며, 또한 타 사업을 같이 운영하므로, ROIC로 배터리 투자 적절성을 평가하기는 어렵다. 그러나 투자자본 대비 영업이익 기준, 3사 공히 배터리 투자에 집중된 것에 비해 아직 그 실적이 나타나고 있지 않은 상황으로 보인다. 가동율 개선에 따른 본격적인 현금 수확기는 '25년 기준 도래하지 않았다.

그림19 3사 ROIC 추이



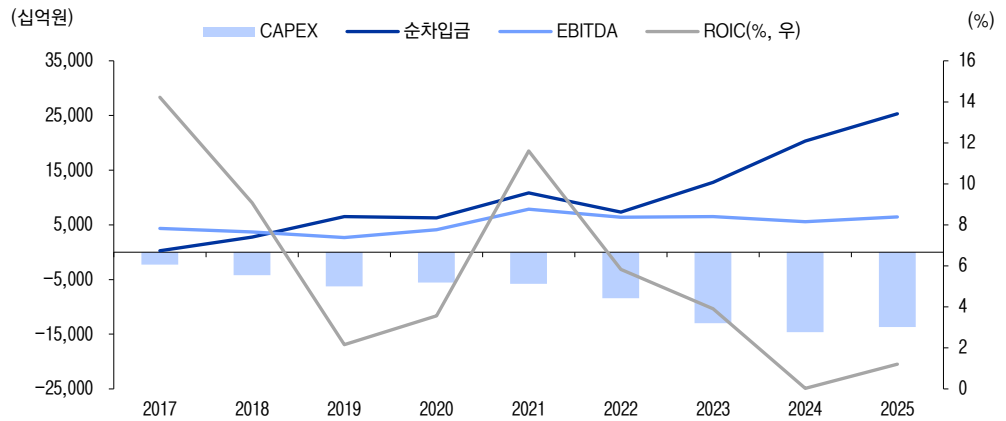
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림20 SK 이노베이션



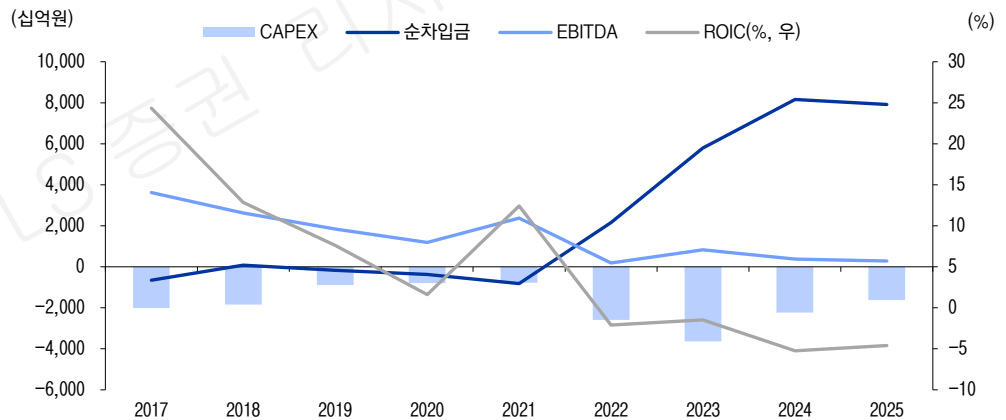
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림21 LG 화학



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림22 롯데케미칼



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

# Ethylene 포함 범용 설비 신증설

## Ethylene Capa 증설

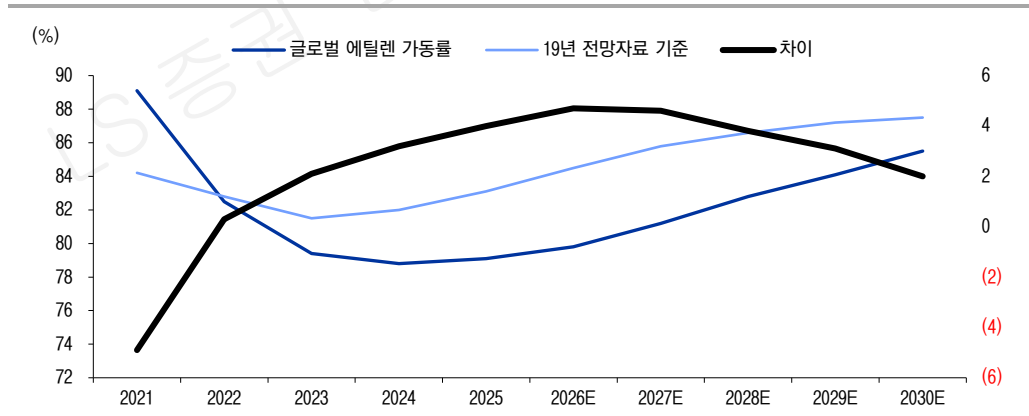
Ethylene을 포함한 PE, PP 등 범용 화학제품군에 대한 증설은 대부분 NCC 보유회사에서 진행되었다. 이는 범용 화학제품군이 호황기에 이윤을 창출하는 사이클이 반복되었고, '10년대 중국의 강력한 수요 성장에 따라 글로벌 수요 성장률('15년 발간 기준 CAGR IHS 4.0~4.2%, ICIS 3.6~3.8%)이 현재 대비 높은 수준으로 기대되었기 때문이다. '25년 전망치에 따르면 이 수치는 약 2.5%~3.4%로 조정되었다. 특히 아시아 지역 수요 성장률이 당초 예상을 하회하는 상황이다.

'22년 하반기 이후 장기간 에틸렌을 포함한 주요 범용 제품 약세가 지속되고 있으며, '26~'27년 업황 역시 유의미한 턴어라운드를 기대하지 않는다. 따라서 Ethylene 신증설에 대한 투자 Return은 당초 투자 결정 시점 대비 매우 낮은 상황이다.

에틸렌으로 대변되는 범용화학제품에 대한 투자는 화학사와 정유사에서 모두 진행되었다. 화학사는 기존 설비를 확대하는 것으로 이해할 수 있다면, 정유사의 경우는 Oil Peaking Out에 대비, 정유공장에서 나오는 저부가가치 부산물을 화학 공정에 투입, 기존 정유에서 석유화학으로 밸류 체인을 확장하는 것으로 볼 수 있다.

따라서 같은 에틸렌 설비 증설 투자라도, 정유사들의 경우 저부가가치 Feed를 활용한 밸류 체인 확장 측면에서 화학사 대비 상대적으로 매력적인 투자 의사결정으로 볼 수 있다. 화학사의 경우 에틸렌 사이클에 따른 변동성이 커지고, 향후 낮아진 수요 성장률을 감안하며, 과거와 같은 높은 수익성 창출은 당분간 쉽지 않을 것으로 예상된다. 반면 정유사는 정유와 화학 사이클 상관관계가 낮아 포트폴리오 다변화를 꾀할 수 있고, 기존 저부가 비중을 낮춘다는 측면에서 긍정적인 기여를 예상된다.

그림23 글로벌 에틸렌 업황 전망('19년 당시 vs 현재)



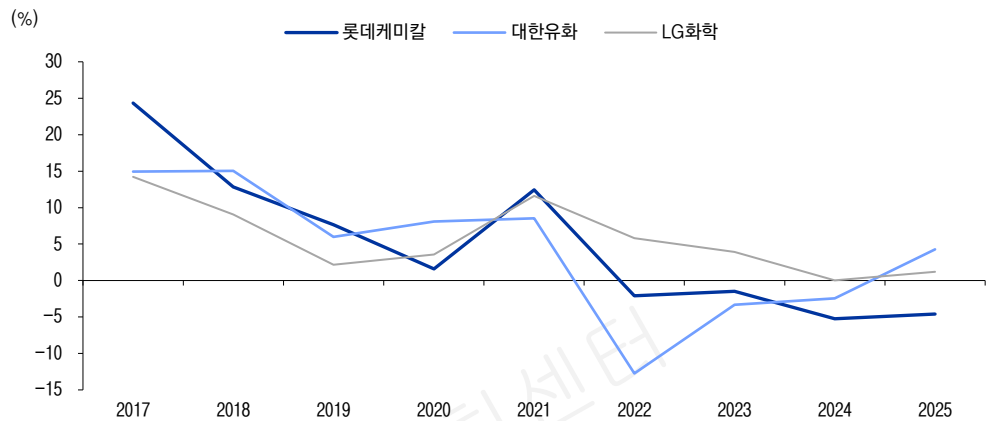
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표 8 에틸렌 증설 화학사별 내용

회사	내용
롯데케미칼	미국 ECC(에틸렌 100 만톤), 인도네시아 라인(NCC 100 만톤), 한국 공장 일부 투자
	1) 미국 세일가스 기반 ECC 및 MEG 합작 건설, 총 100 만톤 CAPA 투자('19년 완공) 2) 인도네시아 라인 프로젝트, 총 100 만톤 NCC 포함 Complex 신설('25년 완공)
	CAPEX: 미국 당시 약 3 조원, 인도네시아 약 5.7 조원, 국내 약 수천억원
LG 화학	여수 NCC 증설 통해 에틸렌 80 만톤 확대
	완공 시점: '21년
	CAPEX 규모: 약 2.6 조(대산 고부가 PO 설비 등 다운스트림 확장 투자 포함)
여천 NCC	DL 케미칼 및 한화솔루션 50:50 합작사
	여수 제 2 사업장의 NCC 를 증설, 에틸렌 34 만톤 등 추가
	완공 시점: '21년 초 CAPEX 규모: 약 0.9 조원
대한유화	온산 공장 NCC 증설, 기존 에틸렌 80 만톤에서 90 만톤으로 10 만톤 추가
	완공 시점: '22년 말 완공, '23년 초 반영
	CAPEX 규모: 약 1,600 억원

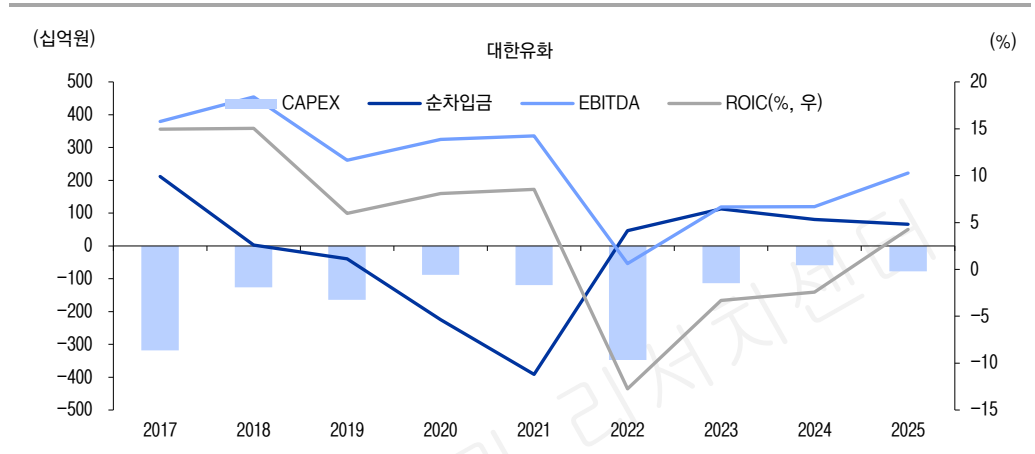
자료: LS증권 리서치센터

그림24 3사 ROIC 추이



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림25 대한유화



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

표 9 에틸렌 포함 화학투자 정유사별 내용

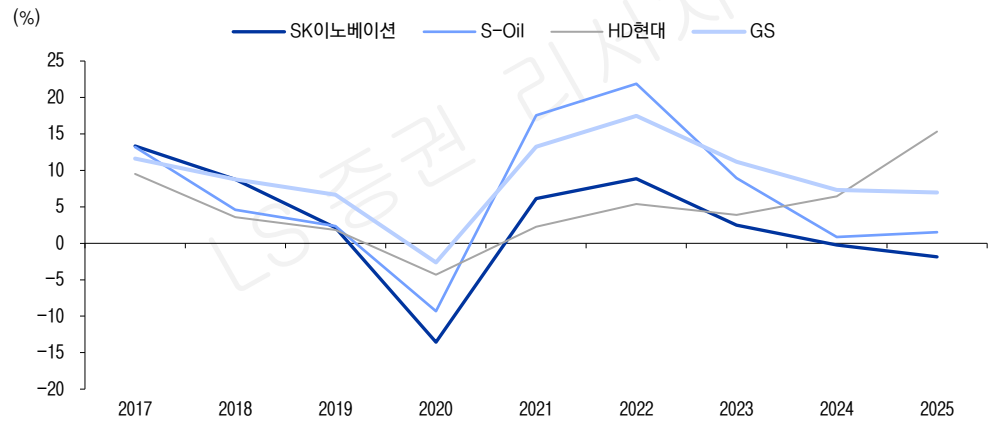
회사	내용
S-Oil	정유에서 화학으로 Capa 확장
	1) RUC/ODC: 잔사유 고도화와 올레핀 다운스트림 시설 준공 2) Shaheen : 원유를 석화로 전환하는 TC2C 상용화. 연산 에틸렌 180만톤 스팀 크래커 구축, CAPEX 규모: RUC/ODC 약 5조원, 샤힌 약 9.3조원
GS	정유 공정 부생가스 등 투입, 올레핀 생산시설 MFC(Mixed Feed Cracker) 신설
	에틸렌 약 75만톤 등
	완공 시점: '22년 CAPEX 규모: 약 2.7조원
HD현대 오일뱅크	롯데케미칼 합작사인 HD현대케미칼 통해 HPC(Heavy-feed Petrochemical Complex) 시설 구축
	탈황중질유와 부생가스 주원료, 에틸렌 85만톤 포함 화학 시설 구축
	완공 시점: '22년
	CAPEX 규모: 약 3.4조원
SK 이노베이션	친환경 제품 중심 투자
	SK 지오센트릭을 중심으로 페플라스틱 공정 투자. 친환경 제품 확대 및 설비 전환
	CAPEX 규모: 누적 총 5조원('27년까지 완료 목표)

자료: LS증권 리서치센터

지난 10년간 정유 4사는 정도의 차이는 있으나 정유 밸류 체인을 화학으로 확장하는 투자를 진행했다. 아래 ROIC에서 정제마진 상승기에 ROIC 역시 공통적으로 상승했고, HD현대의 경우 이후에도 지속적으로 개선세가 나타났다. 물론 HD현대와 GS의 경우 지주사로 정유가 차지하는 비중이 사업회사와 같을 수 없다. 따라서 HD현대는 정유 중심 수익창출이 조선, 전력기기 등 호황에 접어선 계열사들이 추가하면서 전체 투자대비 수익성이 개선된 것으로 볼 수 있다.

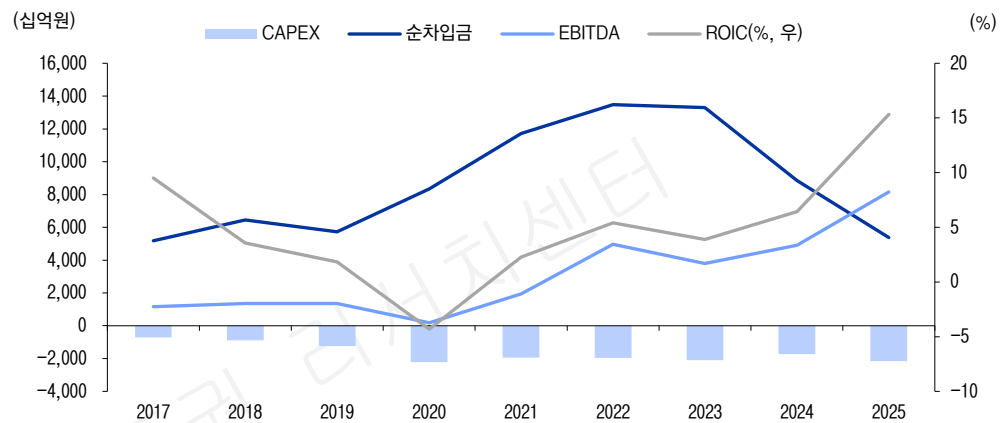
S-Oil은 올해 Shaheen 대규모 투자가 완료되는 시점임에 따라 그 투자 성과는 당장 나타나기 어려운 구간으로 볼 수 있다. SK이노베이션의 경우 배터리 투자에 집중한 것으로 해석하며, 공장 완공 이후 가동 중이나, ROIC가 유의미하게 반등하는 모습이 아직 나타나지 않는다. 이것이 지난 4분기 자산손상 약 5.0조원을 인식한 이유 중 하나로 볼 수 있다. 향후 배터리 수익성이 반등하지 않는다면 기존 CAPEX 감안시 추가 자산손상 리스크가 있음에 유의할 필요가 있다.

그림26 정유사 ROIC 추이



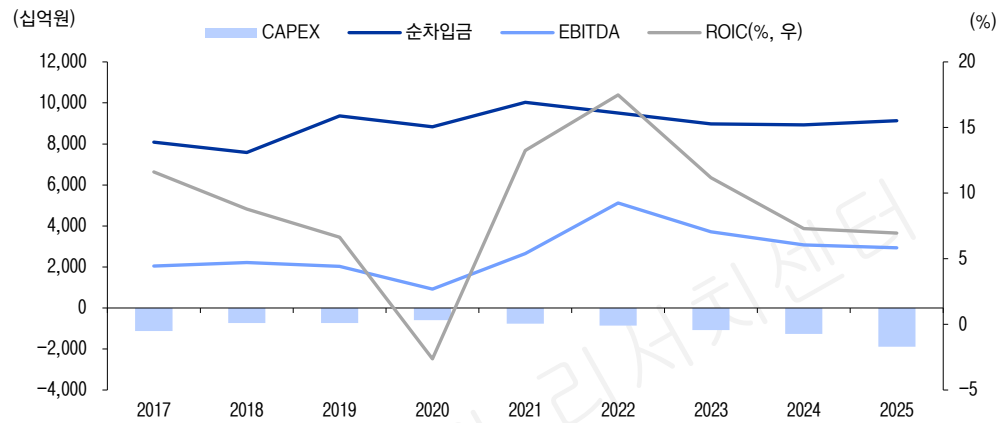
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림27 HD 현대



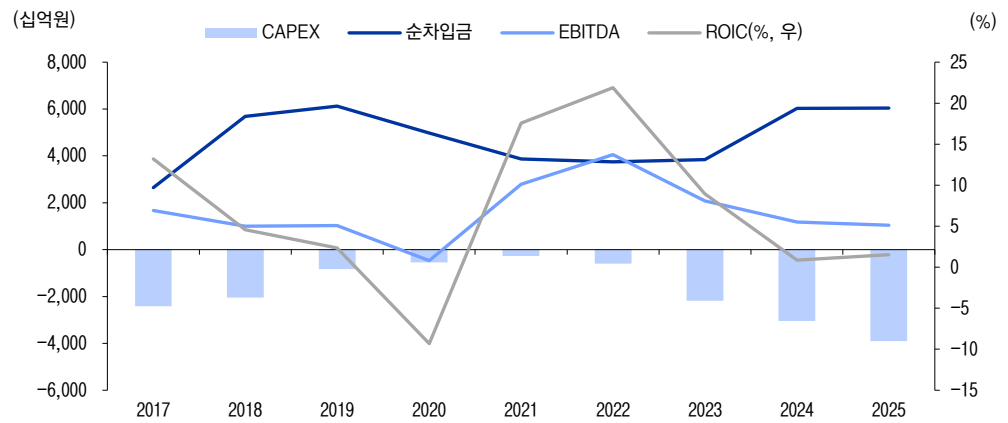
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림28 GS



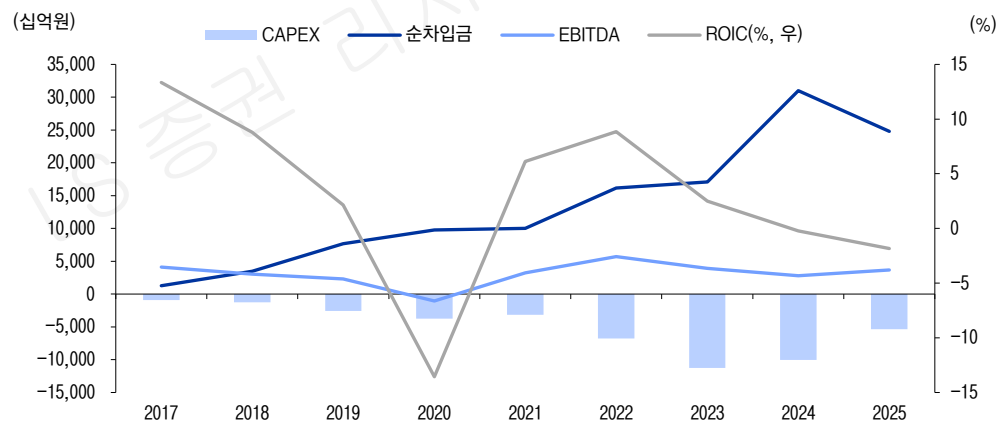
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림29 S-Oil



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림30 SK 이노베이션



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# 기업분석

OCI (456040)	39
KCC (002380)	48
S-Oil (010950)	54
금호석유화학 (011780)	61
SK 이노베이션 (096770)	64
LG 화학 (051910)	80

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
OCI	Buy(신규)	178,000 원(신규)
KCC	Buy(유지)	731,000 원(상향)
S-Oil	Buy(유지)	133,000 원(상향)
금호석유화학	Hold(유지)	127,000 원(하향)
SK 이노베이션	Hold(유지)	91,000 원(하향)
LG 화학	Hold(유지)	249,000 원(하향)

# OCI (456040)

2026. 6. 29

정유화학

## Cash Cow 회복 + 고도화 = Conviction Buy

Analyst 정경희  
khchung@ls-sec.co.kr

### "26년 Cash Cow 부문, 수익성 회복+a

동사는 1959년 8월 동양화학으로 설립된 이후, '23년 5월 OCI홀딩스와 OCI로 인적 분할, 신설된 소재사. 반도체 및 첨단 소재, 기초소재, 카본케미칼 사업 운영

'23년 분할후 첫 온기 실적에서 '24년 영업이익 1,105억원, OPM 5.0% 시현했지만 '25년 업황 약세, 해외 적자법인 손실 증가, 일부 제품 증설후 낮은 가동률 등 악화일로화에 연간 4억원, 0.02% 기록. 1분기 매출액 5,066억원, 영업이익 278억원 OPM 5.5%로 손실부문 정리 및 업황 개선으로 수익성 대폭 개선. '26년 매출액 2조 3,972억원(YoY +19.3%), 영업이익 1,873억원(YoY 42.4배 증가) 수익성장 추정. '25년 단행한 적자 및 저수익 사업 구조조정 및 Cash Cow인 카본 케미칼 부문 유가 수준 상승으로 수익성 개선 견인할 듯. 반도체 소재 포함 신성장 부문 유의미한 성장 시작

### 차근차근 준비한 반도체 소재, 본격 수익 기여 시작

동사는 베이직케미칼 부문에서 반도체용 폴리실리콘, 인산, 과산화수소 등 반도체 용 소재사업을 차근차근 오랜 기간 운영, 확장하는 중. 1분기 베이직 케미칼은 영업이익 약 10억원 시현. 반도체 소재에서 고객사 납기 일정에 따른 판매량 감소 및 기초소재인 CA, TDI 정기보수에 따른 실적 감소 등. 하반기부터 가동률 개선에 따른 Q 증가, 고정비 부담 감소로 턴어라운드 본격화 전망

### Conviction Buy

동사는 중등사태가 일단락되어도 Dubai 기준 '26년 및 '27년 '25년 대비 20%, 10% 이상 높은 수준 유지 예상. 또한 중등 여파로 Heavy Naphtha 생산량 감소에 따라 BTX 고마진 유지 전망.

이에 따라 Cash Cow의 수익성이 한 단계 높아진 가운데, 반도체를 비롯한 소재 비중 증가는 Commodity Chemical에서 Specialty Chemical로의 변화 의미, 밸류에이션 견인할 듯. 국내 반도체용 인산 및 과산화수소 생산사인 한솔케미칼, 동진 세미캠의 경우 3.1~3.25x PBR 거래중. 아직 반도체 소재 비중이 낮고 수익성 개선 시작점임을 감안, 이들 회사 PBR 대비 50% 할인한 PBR 1.3x 적용, 목표주가 178,000원 제시. 정유화학 Coverage중 현재 상승여력이 가장 높아 Top Pick으로 제시

**Buy (신규)**

목표주가 (신규)	178,000 원
현재주가	81,800 원
상승여력	117.6 %

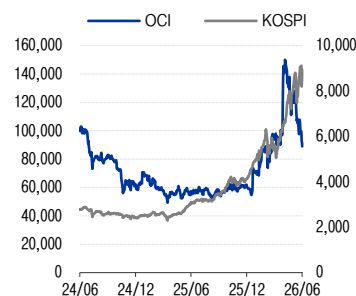
#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

#### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	7,323 억원
발행주식수	8,952 천주
52 주 최고가/최저가	150,000 / 52,600 원
90 일 일평균거래대금	1,001.79 억원
외국인 지분율	9.7%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	139,781 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.8%
	6개월 -57.5%
	12개월 -63.8%
주주구성	OCI 홀딩스 (외 16인) 46.5%
	자사주신탁 (외 1인) 1.0%
	OCI 우리사주 (외 1인) 0.0%

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	2,215	110	115	90	10,840	71.8	185	5.4	4.6	0.4	8.8
2025	2,009	0	-66	-68	-6,994	적전	91	-8.5	11.9	0.5	-5.4
2026E	2,397	175	183	136	13,917	흑전	276	6.4	4.4	0.6	10.6
2027E	2,515	226	232	173	17,880	26.7	308	5.0	3.9	0.6	12.1
2028E	2,580	232	247	184	19,294	6.4	317	4.6	3.2	0.5	11.6

자료: OCI, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 회사 개요 및 키 포인트

동사는 1959년 8월 동양화학으로 설립된 이후, '23년 5월 OCI홀딩스와 OCI로 인적 분할, 신설된 소재사이다. 반도체 및 첨단 소재, 기초소재로 구성된 기초소재부문과 카본케미칼 부문의 두개 부분으로 사업부문을 나눌 수 있다.

우리는 '26년 동사 영업이익이 대폭(전년대비 42.4배) 개선될 것으로 추정한다. 이유는 유가 상승으로 매출액 비중이 높은 카본 케미칼 부문 마진 확대, 반도체 및 첨단소재에서 전방 수요 증가에 따른 중장기 수익성 개선이 나타나기 시작할 것으로 예상하기 때문이다.

표 10 주요 제품 소개

구분	품목	사용처	Capacity	원재료	고객사
반도체 및 첨단소재	반도체용 폴리실리콘	반도체 웨이퍼	4,700	메탈실리콘	SK실트론 등
	인산	반도체 식각 공정	25,000	황인	삼성전자, SK하이닉스 등
	과산화수소	반도체 세정 공정	125,000	Naphtha, LNG	동우화인켐, Kioxia 등
	HCDS	반도체 프리커서	18	STC	한솔케미칼
	SiH4	이차전지 실리콘 음극재	1,000	TCS	Nexxon
기초소재	CA	중화제, 세정제, 폐수처리 이차전지 전구체 제조공정	NaOH 117,000 NaOCl 110,000 HCl 160,000	원염	삼성전기, 삼성전자 등
	FS	창틀 접착제 반도체 CMP Slurry 등	9,000	STC	Shin-Etsu, 동진세미켐 등
	TDI	폴리우레탄 원료 (가구 쿠션재, 차량 내장재) 등)	50,000	DNT	알포메, 폼웍스, INOAC 등
카본 케미칼	카본 블랙	타이어 고압전선용 반도체 컴파운드	270,000	FCC Slurry CBO/Creosote	한국타이어, 브릿지스톤 등 DYM솔루션 등
	Pitch	알루미늄 제련용 음극봉	220,000 중국 JV 300,000	Coal Tar	중동, 호주 소재 알루미늄 제련 업체
	BTX	플라스틱 기초원료	260,000	Coke Oven Light Oil	금호P&B, TKG휴켐스 등

자료: OCI, LS증권 리서치센터

표 11 주요 제품 업황 및 전략('25년 vs '26년)

구분	품목	'25년	'26년~	개선 전략/비고
반도체 및 첨단소재  '26년 전방 Q 증가 레버리지 예상	반도체용 폴리실리콘	1)국내 산업용 전기료 3년간 70% 이상 상승, 수익성 약화 2)원가 절감 프로젝트 시행	1)반도체 웨이퍼 업황 개선 체감중, 본격 가동율 상승 수혜 예상 2)원가 절감 가시적 성과 확보	OCI Holdings의 TRS 말레이시아 반도체용 폴리 추가 생산시 판매, 영업 등 반도체용 영업력 활용 예정, 추가 수익 창출 3)신규고객 확보 및 고부가가치 제품 개발
	인산	반도체 Q 성장 4분기부터 본격 가시화	1)반도체 Q 성장 수혜 예상 2)상반기 5000톤 진행, 하반기부터 3만톤 CAPA	1)고객사 신규 증설이나 반도체 슈퍼사이클과 연계한 추가 증설 검토 2)추가 물량은 고수익 고객사 위주 공급, 추가 수익성 확보 계획 3) 주요 고객사와 인산계 예천트 신규 제품 공동 개발 진행(지난 5년간), '26년 하반기(켈테스트 통과 완료) 성과 가시화 예정, 마진 견인 예상
	과산화수소	1)피앤오케미칼 통해 선제적으로 증설 시점 대비 삼성전자 P4 증설 지연, 국내 반도체 증설 지연 2)가동률 하락, 손익 약화 경험	1)반도체 시황 회복, P4 가동 본격화, 하반기 90% 이상 가동률 전망 2)단위당 고정비 부담 감소	지속적인 고객사 증설에 힘입어 구조적인 수익성 개선 예상
	SiH4	25년 완공	상반기부터 본격 공급 예정	고용량 배터리 수요 증가로 성장 기대
기초소재: 업황 개선 및 원재료 다변화	TDI	글로벌 1위사 판가 인상 개시, 판가 4분기부터 개선	1)중국 정부의 공급과잉 구조조정 기조 기대 2)국내 내수 수요 증가 기대	1)고수익 고객사 비중 확대 2)원재료 소싱 다변화 추진중
카본 케미칼:  구조개선, 스페셜티 확대 전략	카본 블랙	1)'25년 시황 부진 2)(OJCB) 중국 카본 블랙생산법인 12월 청산, 관련 1회성 청산 비용 발생	1)자회사 실적 불확실성 해소, 연결 영업손실 약 80억 내외 개선 2)스페셜티(고압전선 반도체용 원재료) '26년 하반기 3만톤 증설, 하반기부터 수익 개선 기대	1)고압전선용 카본 블랙 글로벌 시장 규모 약 2조원 추산 2)범용 대비 높은 스페셜티 수익성 3)열분해유를 활용한 친환경 카본 블랙 등 고부가가치 제품 확대
	Pitch	1)(피앤오케미칼) 이차전지 타겟 고연화점 피치 3분기 구조조정 2)손상차손 705억원 반영	연간 감가상각비 약 80억원 감축	중등, 호주 소재 알루미늄 제련 업체

자료: OCI, LS증권 리서치센터

## 부문별 수익추정

표12 부문별 수익 추정(분기)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	538.8	527.0	476.4	467.3	506.6	671.2	623.3	596.1
베이지	187.9	199.7	189.2	200.3	184.7	232.4	210.2	205.6
카본	365.5	349.8	312.2	284.1	336.1	487.3	464.8	428.7
기타	(14.6)	(22.6)	(25.0)	(17.2)	(14.2)	(22.0)	(24.3)	(16.7)
연결조정	(23.2)	(28.3)	(29.3)	(22.9)	(18.8)	(26.5)	(27.4)	(21.4)
<b>영업이익</b>	10.2	(2.3)	(10.3)	2.8	27.8	56.3	50.8	40.3
베이지	(6.6)	(1.9)	(9.1)	6.3	1.4	8.5	7.2	12.7
카본	18.1	4.4	4.9	1.5	31.7	51.2	48.4	32.7
기타	(1.2)	(4.8)	(6.2)	(5.0)	(5.3)	(3.4)	(4.8)	(5.1)
<b>OPM</b>	1.9%	-0.4%	-2.2%	0.6%	5.5%	8.4%	8.2%	6.8%
베이지	-3.5%	-1.0%	-4.8%	3.1%	0.8%	3.7%	3.4%	6.2%
카본	5.0%	1.3%	1.6%	0.5%	9.4%	10.5%	10.4%	7.6%
기타	8.2%	21.2%	24.8%	29.1%	37.3%	15.5%	19.7%	30.5%

자료: LS증권 리서치센터

표13 부문별 수익 추정(연간)

(십억원, %)	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>2,215.3</b>	<b>2,009.4</b>	<b>2,397.2</b>	<b>2,514.7</b>
베이지 케미칼	824.5	777.1	832.9	1,043.8
카본 케미칼	1,487.5	1,311.7	1,735.8	1,602.2
기타	18.1	24.2	(77.2)	(54.2)
연결조정	(114.8)	(103.7)	(94.2)	(77.1)
<b>영업이익</b>	<b>110.5</b>	<b>0.4</b>	<b>175.3</b>	<b>226.0</b>
베이지 케미칼	59.9	(11.2)	29.9	115.6
카본 케미칼	77.2	28.9	164.0	131.2
기타	(26.6)	(15.9)	(18.6)	(20.8)
<b>OPM</b>	5.0%	0.0%	7.3%	9.0%
베이지 케미칼	7.3%	-1.4%	3.6%	11.1%
카본 케미칼	5.2%	2.2%	9.4%	8.2%
기타	-147.0%	-65.7%	24.1%	38.4%

자료: LS증권 리서치센터

## Cash Cow부문, 오랜 불황에서 깨어나다

동사는 KOSPI내 유일한 석탄화학사업을 운영하는 화학사다. 화학산업은 크게 공정의 첫 단계에 어떤 탄소원을 주입하는지에 따라 4개로 구분할 수 있다. KOSPI 화학섹터는 대부분 석유화학(Petrochemicals)로 구성되며, 석탄화학(Coal Chemicals/Coal-to-Chemicals, CTC), 천연가스화학(Gas-to-Chemicals/GTC), 바이오화학(Bio-based Chemicals)가 그것이다.

동사는 이 중 석탄화학에 속하는 카본 케미칼 부문을 영위하고 있다. 석탄화학은 석탄을 코크스로 만들 때 나오는 부산물(콜타르, 조경유)을 정제하거나, 석탄 자체를 가스화(Gasification)하여 합성가스(CO, H<sub>2</sub>)를 얻는 공정으로 주로 중국과 같이 석탄 자원이 풍부한 지역에서 크게 발달했다. 주요 제품은 카본블랙, 피치, 벤젠, 톨루엔, 자일렌, 메탄올 등이다.

카본케미칼은 석탄화학산업으로 광양 제철소에서 철강생산과정에서 나오는 코크스 및 콜타르를 기반으로 카본 블랙, Pitch, BTX 등 화학제품을 생산한다. 이들 제품은 주요 생산사가 석유화학사들로 유가가 원재료와 제품 가격에 미치는 영향이 크다. 따라서 BTX 등 제품가격은 3월부터 본격 상승한 반면, 경쟁사와 달리 동사 원재료는 유가 영향이 제한적이기 때문에 마진이 대폭 개선될 것으로 보인다. 왜냐하면 원재료가 철강 부산물로 유가 영향은 있으나 경쟁사 대비 낮기 때문이다.

우리는 상승한 유가가 조정되더라도 BTX를 포함한 주요 화학제품 가격이 현 수준에서 크게 조정받지는 않을 것으로 판단한다. 이유는 중동 사태가 일단락되더라도 당분간 호르무즈 해협 운항 리스크 등 중동 Medium, Heavy 원유 수급 정상화는 쉽지 않기 때문이다. 이는 아시아 Aromatics 공급에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상하며, 동사 BTX를 포함한 Aromatics 제품군 수급이 타이트한 상황이 중단기 지속될 가능성이 높다.

## Commodity 화학사에서 반도체 소재사로 변신 중

우리는 갑작스런 대규모 M&A가 신성장 산업 성공으로 이어진다고 생각지 않는다. 자체 관련 핵심 역량을 보유하고, 오랜 기간 고부가가치화를 위한 노력이 선행되어야 비로소 Commodity에서 Specialty로 진행된 사례는 유럽 및 일본 선진 화학사에서 공통적으로 나타난 경로이기 때문이다.

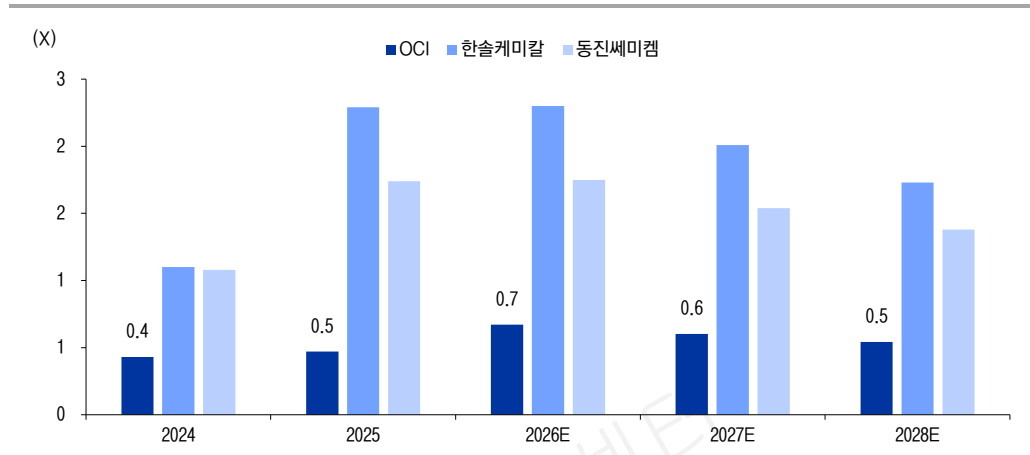
우리는 동사가 이와 유사한 경로를 거치고 있다고 판단한다. 반도체 폴리실리콘은 OCI 홀딩스와 OCI로 분할되기 전부터 장기간 무기 실리콘을 영위한 회사 업력에 기반하고 있다. 또한 반도체용 핵심소재인 인산 및 과산화수소 역시 짧은 기간에 시작한 사업이 아니라, 오랜 기간 이어진 사업의 맥을 같이 한다. 과산화수소의 경우 '70년대까지 한국은 과산화수소를 전량 일본 등 해외 수입에 의존했다. 삼성전자가 1983년 64K D램 개발을 선언하며 반도체 사업에 본격 진출할 당시 반도체 세정용 고순도 과산화수소의 안정적인 국내 공급

망이 절실한 상황이었다. 이에 당시 OCI는 글로벌 기술 협력을 통해 익산 등에 대규모 과산화수소 공장을 짓고, 국내 최초로 상업 양산에 성공한 바 있다.

또한 반도체 공정 중 웨이퍼 표면의 불필요한 질화막(Nitride)을 정밀하게 깎아내는 식각(Etching) 공정의 핵심 원료인 인산의 경우 2000년대 초반 삼성전자와 SK하이닉스(당시 하이닉스반도체), 및 LG디스플레이(당시 LG필립스LCD) 성장으로 LCD 및 반도체 미세공정 전환에 따른 전방 산업의 요청으로 OCI는 당시 초고순도 반도체용 인산 시장에 진출, 현재 5,000톤 증설을 진행중이며, 고부가가치 제품 추가를 위해 지난 5년간 고객사와 공동으로 인산계 에천트를 개발, 현재 후속 공정사들과 테스트 중이다.

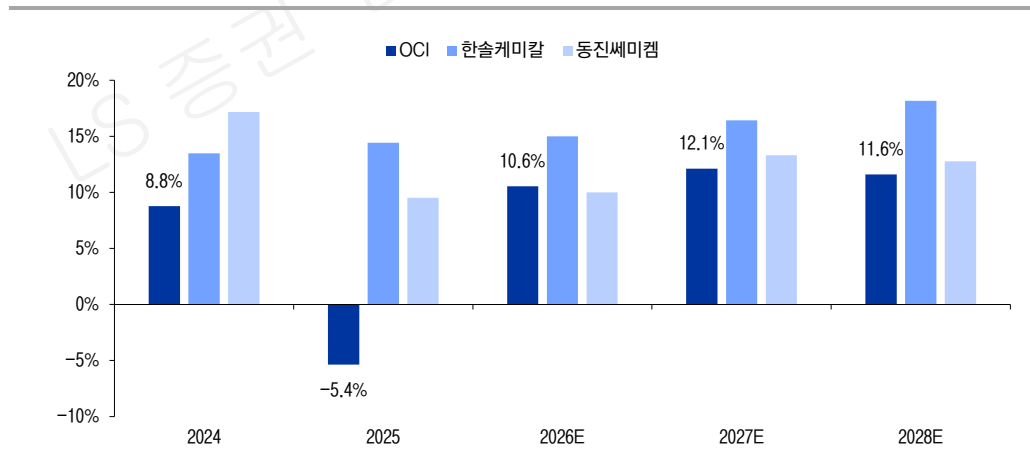
이에 따라 기존 Valuation 구간을 벗어나 반도체 소재 비중 확대에 따라 Re-rating되는 구간으로 판단한다. 매출비중에서 아직 낮지만, 향후 비중 확대에 앞서 국내 경쟁사인 한솔케미칼, 동진세미켐의 PBR 3.1~3.25x에 50% 할인한 1.59x를 적용하여 목표주가 178,000원을 산출했다. 이는 전일 종가 대비 117.6% 상승 여력이 있어 정유화학 Coverage 내 가장 높은 상승 여력을 보유하기에 업종 Top Pick으로 제시한다.

그림31 한솔케미칼, 동진세미켐, OCI PBR



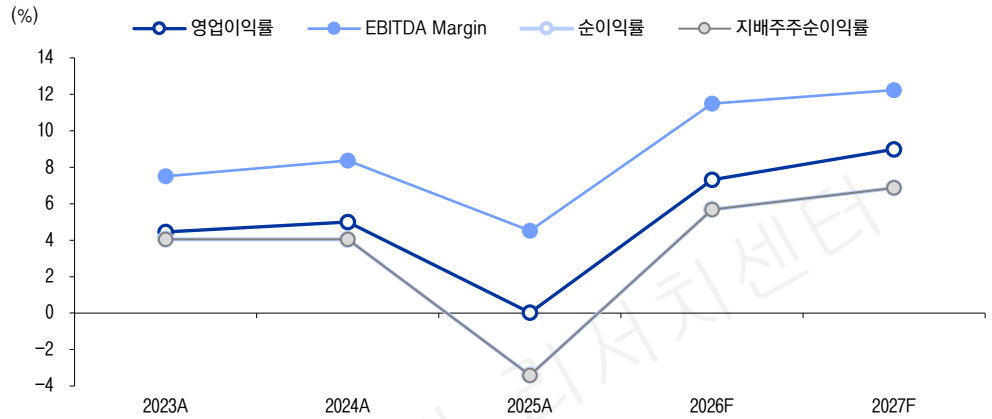
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림32 한솔케미칼, 동진세미켐, OCI ROE



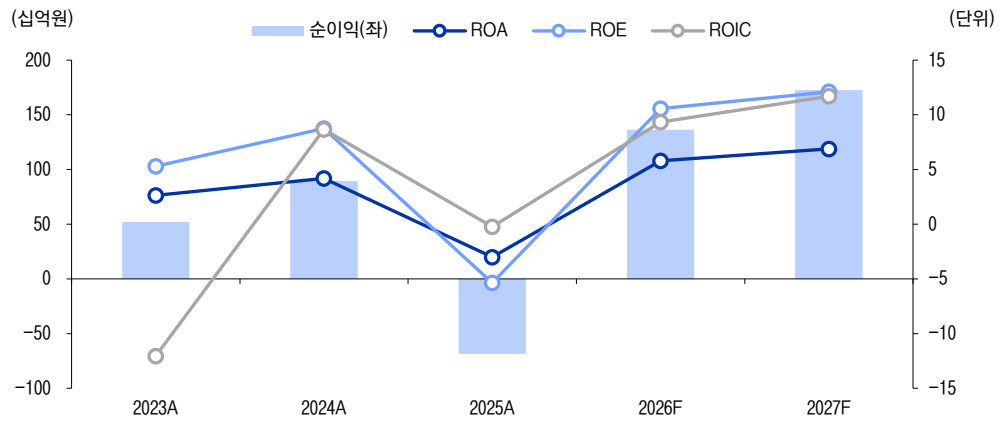
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림33 수익성



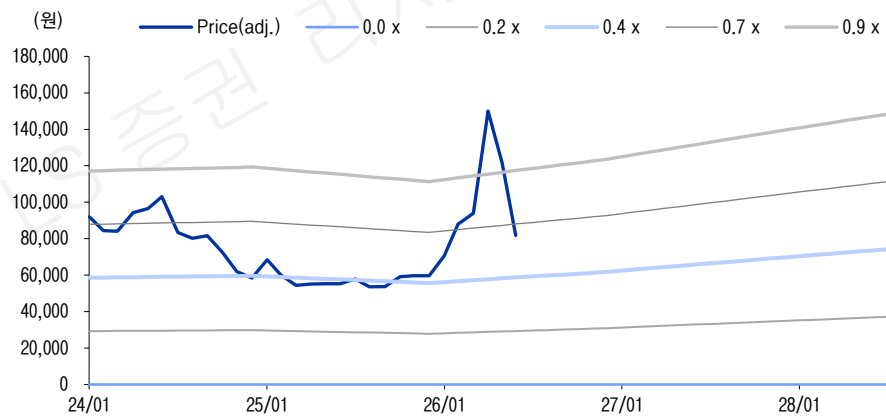
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림34 ROA/ROE/ROIC



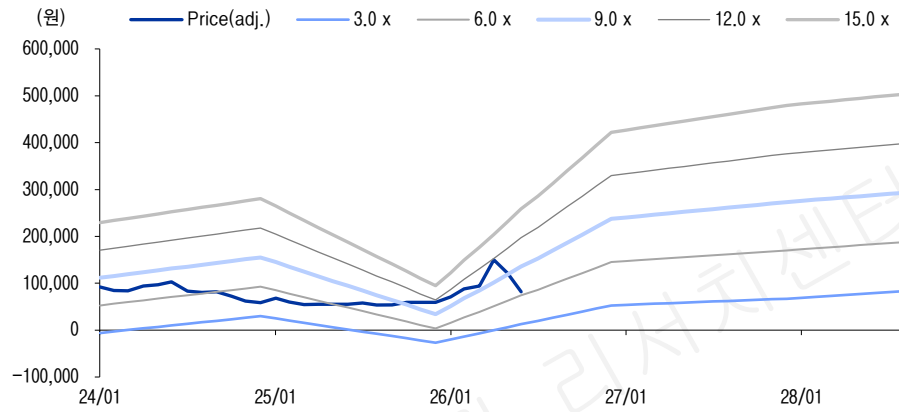
자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림35 PB Band



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

그림36 EV/EBITDA Band



자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

## OCI (456040)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,211	1,099	1,246	1,318	1,527
현금 및 현금성자산	286	234	387	417	602
매출채권 및 기타채권	312	270	274	288	295
재고자산	493	540	525	550	565
기타유동자산	120	55	60	63	65
비유동자산	1,072	1,177	1,177	1,270	1,236
관계기업투자등	166	148	148	148	148
유형자산	698	786	789	884	851
무형자산	208	243	240	238	236
<b>자산총계</b>	<b>2,283</b>	<b>2,276</b>	<b>2,423</b>	<b>2,589</b>	<b>2,763</b>
유동부채	612	730	758	769	777
매입채무 및 기타채무	299	264	292	303	311
단기금융부채	281	443	443	443	443
기타유동부채	77	76	76	76	76
비유동부채	429	381	381	381	381
장기금융부채	352	305	305	305	305
기타비유동부채	77	76	76	76	76
<b>부채총계</b>	<b>1,041</b>	<b>1,111</b>	<b>1,139</b>	<b>1,150</b>	<b>1,158</b>
지배주주지분	1,208	1,127	1,234	1,374	1,524
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	1,041	941	941	941	941
이익잉여금	122	141	249	389	540
비지배주주지분(연결)	34	38	50	65	80
<b>자본총계</b>	<b>1,242</b>	<b>1,165</b>	<b>1,284</b>	<b>1,438</b>	<b>1,604</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	164	56	425	392	422
당기순이익(손실)	90	-68	136	173	184
비현금수익비용가감	190	290	386	382	391
유형자산감가상각비	72	87	97	80	83
무형자산상각비	2	3	3	3	2
기타현금수익비용	116	200	286	299	305
영업활동 자산부채변동	-68	-65	20	-31	-15
매출채권 감소(증가)	49	57	32	-4	-13
재고자산 감소(증가)	-32	-108	-43	16	-26
매입채무 증가(감소)	-7	-19	-67	11	10
기타자산, 부채변동	0	-16	-47	-59	-63
투자활동 현금	-46	-60	-156	-230	-104
유형자산처분(취득)	-68	-82	-100	-175	-50
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-23	22	0	0	0
기타투자활동	45	0	-56	-55	-54
재무활동 현금	-119	-48	-8	-26	-27
차입금의 증가(감소)	65	187	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-1
배당금의 지급	-19	-23	0	-18	-19
기타재무활동	-166	-212	-8	-8	-8
<b>현금의 증가</b>	<b>5</b>	<b>-52</b>	<b>154</b>	<b>30</b>	<b>185</b>
기초현금	280	286	234	387	417
기말현금	286	234	387	417	602

자료: OCI, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,215	2,009	2,397	2,515	2,580
매출원가	1,915	1,801	1,978	2,037	2,090
매출총이익	300	208	420	478	490
판매비 및 관리비	190	208	244	252	258
영업이익	110	0	175	226	232
(EBITDA)	185	91	276	308	317
금융손익	72	46	52	53	59
이자비용	89	72	73	74	75
관계기업등 투자손익	20	20	20	20	20
기타영업외손익	2	-61	8	7	11
세전계속사업이익	115	-66	183	232	247
계속사업법인세비용	26	2	47	59	63
계속사업이익	90	-68	136	173	184
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	-68	136	173	184
지배주주	96	-63	125	158	168
총포괄이익	91	-67	138	174	185
매출총이익률 (%)	13.6	10.4	17.5	19.0	19.0
영업이익률 (%)	5.0	0.0	7.3	9.0	9.0
EBITDA 마진률 (%)	5.0	0.0	7.3	9.0	9.0
당기순이익률 (%)	4.0	-3.4	5.7	6.9	7.1
ROA (%)	4.2	-3.0	5.8	6.9	6.9
ROE (%)	8.8	-5.4	10.6	12.1	11.6
ROIC (%)	8.7	-0.2	9.3	11.7	11.6

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	5.4	-8.5	6.4	5.0	4.6
P/B	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.6	11.9	4.4	3.9	3.2
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	1.7	2.6	0.0	2.4	2.7
성장성 (%)					
매출액	71.9	-9.3	19.3	4.9	2.6
영업이익	92.3	-99.6	39,704.0	28.9	2.7
세전이익	n/a	83.5	-157.4	-376.1	26.7
당기순이익	71.8	적전	흑전	26.7	6.4
EPS	71.8	적전	흑전	26.7	6.4
안정성 (%)					
부채비율	83.9	95.4	88.7	80.0	72.2
유동비율	197.7	150.5	164.4	171.4	196.5
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.3	0.2	0.4	0.2
영업이익/금융비용(x)	2.5	0.0	2.4	3.1	3.1
총차입금 (십억원)	665	779	779	779	779
순차입금 (십억원)	0	337	292	512	355
주당지표 (원)					
EPS	10,840	-6,994	13,917	17,880	19,294
BPS	134,902	125,846	139,781	157,758	175,007
CFPS	24,749	15,743	50,366	53,834	55,293
DPS	2,200	0	2,000	2,200	2,200

# KCC (002380)

2026. 6. 29

정유화학

## 실적 호조에 삼성전자 배당까지 일석 이조

Analyst 정경희  
khchung@ls-sec.co.kr

### 2분기, '26년 영업이익 상향

'25년 하반기 저부가가치 제품군 변경하며 1분기까지 부진했던 실리콘부문에서 제품믹스 개선에 따라 2분기 OPM 전기비 4.2%p 높은 개선으로 4.5% 예상. 매출비중 46%에 달하는 실리콘부문 수익성은 전체 영업이익에 영향 커. 도료는 중동사태에 따른 유가 상승, 이에 따른 주요 석화 원재료비 상승에도 국내 제품가 인상 철회로 성수기임에도 이익률이 소폭 감소할 것으로 예상. 그러나 조선/자동차, 친환경, 상대적으로 원재료비 상승에 따른 제품가 인상 가능했던 수출비중에 따라 양호한 OPM 9.3% 추정. 예상보다 빠른 실리콘 제품믹스 개선 효과, 도료 선방에 따라 2분기 및 '26년 영업이익 추정치 상향. '26년 매출액 6조 7,272억원, 영업이익 4,192억원의 호실적 예상

BUY (유지)

목표주가 (상향)	731,000 원
현재주가	494,500 원
상승여력	47.8%

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	42,492 억원
발행주식수	8,593 천주
52주 최고가/최저가	680,000 / 309,500 원
90일 일평균거래대금	213.9 억원
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(26.12E)	2.8%
BPS(26.12E)	1,003,925 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -18.5%
	6개월 -83.2%
	12개월 -113.9%
주주구성	정몽진 (외 14인) 35.6%
	자사주 (외 1인) 14.4%
	국민연금공단 (외 1인) 10.0%

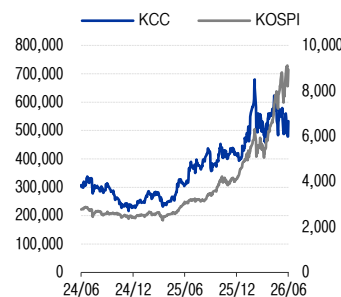
### 삼성전자, 삼성물산, KCC로 이어지는 배당 축적

동사는 삼성물산(삼성전자 5.05% 보유)의 2대 주주(10.01% 보유). '26년 삼성전자 배당은 반도체 업황 회복에 따른 역대급 실적 호조와 주주환원 정책(시즌 4, '24~'26년) 종료에 맞물려 사상 최대 규모의 배당이 전망되고 있음. 3개년 기간이 끝나는 올해 기준 누적 정규 배당을 상회하는 누적 FCF 50% 특별배당 정책에 따른 낙수효과 발생. 삼성물산은 삼성전자 등 계열사로부터 받는 배당 수입의 60~70%를 다시 자사 주주들에게 재분배하는 주주환원 정책 시행중 최대 삼성물산 1주당 최대 23,050원 배당시, KCC 수취 배당금 약 3,920억원, 이를 50% 할인하여 적용해도 '26년 이자비용의 약 70% 지불 가능액('26년 차입금 일부 상환 가정 포함). 전자 실적 급등에 따른 실질 낙수 효과 커. 단 삼성전자가 예상의 높은 CAPEX 등, 배당수익 변동 가능성 배제하기 어려워

### 수익가치와 자산가치의 실질 영향 상승중, BUY 추천

실리콘에서 유의미한 회복이 나타나는 한편, 자산가치는 높지만 그간 높은 금융비용대비 삼성물산 보유에 따른 기회비용 자주 지적됐던 바. '26년 배당 수익 급증에 따라 동사 수익 가치와 자산가치 모두 상승 판단. 동일 Multiple(EV/EBITDA 5.5x) 적용, 할인을 상향(30%에서 50%로)해도 전일 증가 대비 상향 여력 48%로, BUY 추천. 삼성물산 보유로 그간 주가상승분만큼 기타금융수익에 영향을 미쳤지만, 이는 회계적 수치로 실질 보유 실익은 제한적이었던 반면 삼성전자발 배당 낙수 효과가 가시화된다면, 이는 수익성, 주주환원 상향 요인으로 긍정적

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	6,659	471	508	327	38,691	61.7	902	6.1	7.4	0.4	6.6
2025	6,484	428	2,389	1,538	173,128	347.5	887	2.4	8.9	0.5	23.5
2026E	6,752	419	1,569	1,011	113,736	-34.3	832	4.7	9.0	0.5	12.1
2027E	7,002	440	475	306	34,428	-69.7	785	15.5	8.9	0.5	3.4
2028E	7,261	469	512	330	37,137	7.9	759	14.4	8.7	0.5	3.5

자료: KCC, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 KCC 부문별 실적 테이블

(십억원, %)			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	부문별	실리콘	774	797	749	747	806	821	773	829
		건자재	232	252	247	235	231	264	269	257
		도료	458	518	483	451	471	551	522	488
		기타	135	138	144	123	118	119	128	79
		소계	<b>1,599</b>	<b>1,705</b>	<b>1,623</b>	<b>1,556</b>	<b>1,626</b>	<b>1,755</b>	<b>1,692</b>	<b>1,653</b>
	비중(%)	실리콘	48%	47%	46%	48%	50%	47%	46%	50%
		건자재	15%	15%	15%	15%	14%	15%	16%	16%
		도료	29%	30%	30%	29%	29%	31%	31%	30%
		기타	8%	8%	9%	8%	7%	7%	8%	5%
		소계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	증가율 (YoY, %)	실리콘	5%	1%	3%	0%	4%	3%	3%	11%
		건자재	-12%	-14%	-6%	-15%	-1%	5%	9%	9%
		도료	9%	-1%	-3%	-10%	3%	6%	8%	8%
		기타	-19%	-22%	-4%	-10%	-13%	-14%	-11%	-36%
		소계	1%	-4%	-1%	-6%	2%	3%	4%	6%
	증가율 (QoQ, %)	실리콘	4%	3%	-6%	0%	8%	2%	-6%	7%
		건자재	-16%	8%	-2%	-5%	-2%	15%	2%	-5%
		도료	-8%	13%	-7%	-7%	4%	17%	-5%	-7%
		기타	0%	2%	4%	-15%	-3%	1%	8%	-38%
		소계	-4%	7%	-5%	-4%	4%	8%	-4%	-2%
영업이익	부문별	실리콘	21	41	21	(2)	3	37	29	23
		건자재	24	32	34	26	27	30	35	27
		도료	56	65	57	42	46	51.0	55	45
		기타	(4)	(1)	(0)	(5)	(1)	(4)	7	3
		연결조정	8	4	6	6	14	2	(5)	(4)
		소계	<b>103</b>	<b>140</b>	<b>117</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	<b>116</b>	<b>121</b>	<b>94</b>
	비중	실리콘	20%	29%	18%	-3%	3%	32%	24%	24%
		건자재	23%	23%	29%	39%	31%	26%	29%	29%
		도료	54%	46%	49%	63%	52%	44%	45%	48%
		기타	-4%	-1%	0%	-8%	-1%	-3%	6%	3%
		연결조정	7%	3%	5%	9%	16%	2%	-4%	-4%
		소계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	이익률	실리콘	2.7%	5.1%	2.9%	-0.2%	0.3%	4.5%	3.8%	2.8%
		건자재	10.2%	12.7%	13.6%	11.0%	11.7%	11.4%	13.0%	10.5%
		도료	12.2%	12.5%	11.8%	9.3%	9.7%	9.3%	10.5%	9.2%
		기타	-3.3%	-0.7%	-0.2%	-4.3%	-1.0%	-3.4%	5.5%	3.8%
		소계	6.5%	8.2%	7.2%	4.3%	5.4%	6.6%	7.1%	5.7%
	증가율 (YoY, %)	실리콘	651.4%	122.2%	-17.4%	-106.9%	-87.4%	-9.5%	35.5%	-1377.8%
		건자재	-46.6%	-40.3%	-17.9%	-25.5%	14.1%	-5.8%	4.5%	3.8%
		도료	2.3%	-2.1%	-0.1%	5.9%	-18.1%	-21.1%	-3.5%	7.4%
기타		적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	
소계		-3.2%	-0.1%	-6.4%	-32.3%	-14.8%	-17.3%	3.2%	41.3%	
증가율 (QoQ, %)	실리콘	-20.5%	98.5%	-47.7%	-108.4%	-244.4%	1323.1%	-21.6%	-20.7%	
	건자재	-32.0%	34.4%	4.9%	-22.4%	4.2%	11.0%	16.4%	-22.9%	
	도료	41.3%	15.6%	-11.9%	-26.5%	9.3%	11.4%	7.8%	-18.2%	
	기타	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	-57.1%	
	소계	5.2%	35.7%	-16.5%	-43.3%	32.5%	31.7%	4.2%	-22.3%	

자료: LS증권 리서치센터

표15 부문별 수익 추정(연간)

(십억원, %)			2024	2025	2026E
매출액	부문별	실리콘	2,995	3,047	3,229.2
		건자재	1,097	965	1,021
		도료	1,936	1,954	2,032
		기타	631	564	444
		소계	<b>6,659</b>	<b>6,484</b>	<b>6,727.2</b>
	비중(%)	실리콘	45%	47%	46%
		건자재	16%	15%	16%
		도료	29%	30%	29%
		기타	9%	9%	8%
		소계	100%	100%	100%
	증가율 (YoY, %)	실리콘	1%	2%	6.0%
		건자재	-2%	-12%	6%
		도료	17%	1%	4%
		기타	12%	-11%	-21%
		소계	6%	-3%	4%
영업이익	부문별	실리콘	73	81	92
		건자재	174	115	119
		도료	217	224	197
		기타	(13)	(6)	5
		연결조정	20	0	7
		소계	<b>471</b>	<b>428</b>	<b>419.2</b>
	비중	실리콘	15%	19%	22%
		건자재	37%	27%	28%
		도료	46%	52%	47%
		기타	-3%	-1%	1%
		연결조정	4%	0%	2%
	소계	100%	100%	100%	
	이익률	실리콘	2.4%	2.7%	2.8%
		건자재	15.8%	11.9%	11.7%
		도료	11.2%	11.4%	9.7%
		기타	-2.1%	-1.1%	1.1%
		소계	7.1%	6.6%	6.2%
	증가율 (YoY, %)	실리콘	흑자전환	11.1%	13.0%
		건자재	-10.1%	-33.7%	3.5%
		도료	23.6%	2.9%	-12.0%
기타		적자전환	적자지속	흑자전환	
소계		50.8%	-9.2%	-2.0%	

자료: LS증권 리서치센터

표16 밸류에이션

(십억원, 배, %)		2026E	
수익가치	EBITDA	785	
	Target EV/EBITDA	5.5	3개년 평균(20% 할인)
			4,343
	Net Debt		2,444
			1,899
자산가치	삼성물산 지분가치	80,192	
	(보유지분율)	10.01%	50% (할인율)
			4,014
	기타 상장사 투자지분		0
	기업가치		5,913
	총 발행주식수(천주, 자사주 소각 반영)		8,086
	주당 가치		731,179
	전일 증가		494,500
상승/하락여력		48%	

자료: LS증권 리서치센터

표17 삼성전자, 삼성물산 및 KCC 배당정책

회사	배당정책
삼성전자	삼성전자 배당은 3개년 단위 주주환원 정책에 의하여 산출됨 1) 잉여현금흐름(FCF) 50% 환원: 회사가 영업으로 벌어들인 돈에서 시설투자비(CAPEX)를 빼고 남은 현금인 FCF의 50%를 주주환원 재원으로 사용
	2) 정규 배당(최저 가이드라인): 업황이 나빠져 현금이 부족하더라도 연간 총액 9조 8,000억원(분기당 2조 4,500억원)의 정규배당 지급. 주당 환산시 매 분기 372원(연간 1,488원)
	3) 특별 배당(잔여 자원 환원): 3개년 주기가 끝나는 시점에 누적 FCF의 50%-가치급한 정규배당 총액을 계산하여 남은 돈을 특별배당으로 지급. 현재 시행중인 주기의 최종 정산 시점이 올해말 '26년 4분기 결산
삼성물산	3개년 단위 주주환원 정책('23~'25년 사업연도 대상) 운용해 왔으며, 최근 주주가치 제고를 위해 자사주 소각과 연계된 산식 적용 1) 관계사 배당 수익의 60~70% 재배당: 삼성물산 배당의 가장 중요한 근간. 삼성전자(지분 5.01%), 삼성바이오로직스(지분 43.06%), 삼성생명(지분 19.34%) 등 핵심 계열사로부터 물산이 받아오는 배당 수입의 60%에서 최대 70%를 자사 주주들에게 다시 현금 배당
	2) 최소 주당배당금(하한선) 보장: 계열사들의 실적이 악화되어 배당 수입이 줄어들더라도, 주주들의 예측 가능성을 위해 최소 주당 2,500원(보통주 기준)의 정규 배당 하한선 유지
	3) 자사주 전량 소각 정책: 현금 배당과 별개로, 보유중인 자사주 보통주 13%대, 우선주 9%대 물량을 3년간 균등 분할하여 전량 소각 진행
KCC	명확한 배당기를 통해 예측 가능한 배당 지급 지향 1) 별도 영업이익 1,000억원 미만: 최소 배당금 지급(6,000원)
	2) 별도 영업이익 1,000억원 이상: 최소 배당금 + 추가 배당금(별도 영업이익 X10%지급)

자료: LS증권 리서치센터

표18 삼성전자 배당 내역

(십억원, %)		2021	2022	2023	2024	2025
당기순이익		39,244	54,730	14,473	33,621	44,261
배당성향		25.00%	17.90%	67.80%	29.20%	25.10%
배당수익률	보통주	1.80%	2.50%	1.90%	2.70%	1.50%
	우선주	2.00%	2.70%	2.40%	3.30%	1.90%
주당배당금(원)	보통주	1,444	1,444	1,444	1,446	1,668
	우선주	1,445	1,445	1,445	1,447	1,669
배당총액	보통주	8,620	8,620	8,620	8,622	9,763
	우선주	1,189	1,189	1,189	1,189	1,345
	소계	9,809	9,809	9,809	9,811	11,108

자료: LS증권 리서치센터

그림37 삼성물산 주주환원 정책



자료: 삼성물산, LS증권 리서치센터

## KCC (002380)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,994	3,983	4,984	5,269	5,811
현금 및 현금성자산	501	1,194	2,088	2,266	2,691
매출채권 및 기타채권	1,295	1,139	1,186	1,230	1,275
재고자산	1,583	1,530	1,593	1,652	1,713
기타유동자산	615	120	117	121	131
비유동자산	9,412	12,821	12,559	12,359	12,230
관계기업투자등	4,479	7,329	7,420	7,511	7,602
유형자산	3,525	4,324	4,013	3,759	3,571
무형자산	1,407	1,168	1,126	1,089	1,057
<b>자산총계</b>	<b>13,406</b>	<b>16,804</b>	<b>17,543</b>	<b>17,628</b>	<b>18,041</b>
유동부채	3,836	3,231	3,982	3,875	3,868
매입채무 및 기타채무	1,122	1,284	1,155	1,147	1,140
단기금융부채	2,141	1,380	2,072	1,972	1,972
기타유동부채	1,059	1,103	2,058	2,058	2,058
비유동부채	4,069	4,909	4,997	4,747	4,447
장기금융부채	3,010	3,807	2,939	2,689	2,389
기타비유동부채	1,059	1,103	2,058	2,058	2,058
<b>부채총계</b>	<b>7,906</b>	<b>8,140</b>	<b>8,979</b>	<b>8,622</b>	<b>8,315</b>
지배주주지분	5,177	5,266	7,824	8,921	9,313
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	553	350	350	350	350
이익잉여금	4,576	4,868	7,427	8,524	8,916
비지배주주지분(연결)	270	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>5,448</b>	<b>5,266</b>	<b>7,824</b>	<b>8,921</b>	<b>9,313</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	788	597	789	-891	-1,658
당기순이익(손실)	327	1,538	1,011	306	330
비현금수익비용가감	1,460	1,427	2,442	1,856	1,383
유형자산감가상각비	397	383	410	371	309
무형자산상각비	47	48	49	42	37
기타현금수익비용	1,016	996	1,983	1,443	1,038
영업활동 자산부채변동	87	-346	2	-102	-97
매출채권 감소(증가)	43	-144	161	-47	-44
재고자산 감소(증가)	189	-88	18	-63	-59
매입채무 증가(감소)	-194	-94	-225	-8	-7
기타자산, 부채변동	-151	-133	-278	-559	-169
투자활동 현금	-355	282	269	2,646	2,648
유형자산처분(취득)	-344	-251	-287	-60	-55
무형자산 감소(증가)	-11	-7	65	0	0
투자자산 감소(증가)	-454	381	-2,789	-87	-87
기타투자활동	442	152	3,345	2,793	2,790
재무활동 현금	-162	-1,454	-362	-743	-693
차입금의 증가(감소)	187	284	152	-350	-300
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-59	-59	-74	-110	-110
기타재무활동	-290	-1,679	-441	-282	-282
<b>현금의 증가</b>	<b>268</b>	<b>-544</b>	<b>692</b>	<b>894</b>	<b>179</b>
기초현금	777	1,045	501	1,194	2,088
기말현금	1,045	501	1,194	2,088	2,266

자료: KCC, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,659	6,484	6,752	7,002	7,261
매출원가	5,028	4,846	5,088	5,286	5,482
매출총이익	1,631	1,637	1,664	1,715	1,779
판매비 및 관리비	1,160	1,210	1,245	1,276	1,310
영업이익	471	428	419	440	469
(EBITDA)	902	887	832	785	759
금융손익	-60	2,304	1,485	370	378
이자비용	348	340	267	251	251
관계기업등 투자손익	76	4	4	4	4
기타영업외손익	21	-347	-338	-338	-338
세전계속사업이익	508	2,389	1,569	475	512
계속사업법인세비용	181	850	559	169	182
계속사업이익	327	1,538	1,011	306	330
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	327	1,538	1,011	306	330
지배주주	344	1,538	1,011	306	330
<b>총포괄이익</b>	<b>321</b>	<b>2,632</b>	<b>1,207</b>	<b>502</b>	<b>526</b>
매출총이익률 (%)	24.5	25.3	24.6	24.5	24.5
영업이익률 (%)	7.1	6.6	6.2	6.3	6.5
EBITDA 마진률 (%)	13.6	13.7	12.3	11.2	10.4
당기순이익률 (%)	4.9	23.7	15.0	4.4	4.5
ROA (%)	2.4	10.2	5.9	1.7	1.9
ROE (%)	6.6	23.5	12.1	3.4	3.5
ROIC (%)	4.8	17.5	4.0	4.3	4.7

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	6.1	2.4	4.7	15.5	14.4
P/B	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.4	8.9	9.0	8.9	8.7
P/CF	1.9	3.5	-1,780.9	-4.0	-3.9
배당수익률 (%)	4.2	3.6	2.8	2.8	2.8
성장성 (%)					
매출액	5.9	-2.6	4.1	3.7	3.7
영업이익	50.7	-9.2	-2.0	4.9	6.6
세전이익	107.7	370.6	-34.3	-69.7	7.9
당기순이익	253.0	371.1	-34.3	-69.7	7.9
EPS	61.7	347.5	-34.3	-69.7	7.9
안정성 (%)					
부채비율	154.6	114.8	96.6	89.3	85.4
유동비율	123.6	100.0	128.6	136.2	150.4
순차입금/자기자본(x)	0.8	0.8	0.4	0.3	0.2
영업이익/금융비용(x)	0.6	0.7	1.0	1.0	1.1
총차입금 (십억원)	5,584	5,439	5,089	4,789	4,789
순차입금 (십억원)	4,559	4,195	2,938	2,444	1,999
주당지표 (원)					
EPS	38,691	173,128	113,736	34,428	37,137
BPS	592,582	880,494	1,003,925	1,048,049	1,094,880
CFPS	121,101	119,816	-299	-133,182	-136,194
DPS	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000

# S-Oil (010950)

2026. 6. 29 **정유화학**

## 최대주주 수혜로 마진 방어, 배당 성향 회복 초입

Analyst 정경희  
khchung@ls-sec.co.kr

### 중동 사태, 최대주주 덕분에 상대적 수혜 예상

동사는 Saudi Aramco의 자회사(63.4%)로 원유의 약 90% 이상 Aramco에서 구매하는 구조. 사우디는 글로벌 원유생산 No.2 국가로 중동 사태로 호르무즈 해협 리스크 증가했지만, 홍해에도 수출항구를 보유한 국가. 동서 파이프라인을 통해 홍해에서 원유 수출 진행 중. 이에 따라 S-Oil은 중동산 원유 비중이 높은 타 국내 정유사 대비 상대적으로 호르무즈 해협 봉쇄 영향 낮을 듯, Q 감소 및 운송리스크와 대체 원유 공급에 따른 보험료, 운송비 타격 미미. 정유제품 비중 변화도 상대적으로 낮아, 높아진 마진 노출도 가장 높은 상황으로 판단

**Buy (유지)**

목표주가 (상향)	133,000 원
현재주가	93,200 원
상승여력	42.7 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### 다만, Shaheen발 추가 이익은 당분간 지연될 듯

당초 Shaheen Project IRR은 10% 상회하는 것으로 이해. 그러나 현재 회사 전망대비 석화 약제로 중단기 Shaheen 완공에 따른 영업이익 증익은 지연될 듯. 약 3,000억 내외의 Shaheen 연 감가상각비 '27년부터 인식 예상. 2분기 전기비 낮아진 유가로 재고평가손 약 3,202억원 예상, 그러나 '26년 전체 영업이익은 전년비 1,310% 증가한 3조 3,233억원 추정, '27년도 평년대비 고마진 예상

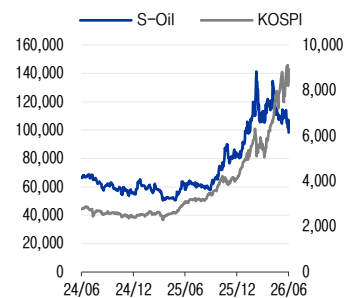
### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	104,927 억원
발행주식수	112,583 천주
52주 최고가/최저가	141,300 / 57,800 원
90일 일평균거래대금	540.72 억원
외국인 지분율	79.5%
배당수익률(26.12E)	0.4%
BPS(26.12E)	102,403 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -33.2%
	6개월 -43.1%
	12개월 -0.4%
주주구성	Aramco Overseas CO. (외 6인) 25.3%
	국민연금공단 (외 1인) 8.5%
	김형배 (외 1인) 3.1%

### 과거 프리미엄 회복, 배당에서 시작

동사는 Oil Peaking-out에 대한 대응전략으로 화학을 선택, Shaheen 프로젝트로 일컫는 TC2C(Thermal Crude To Chemicals) 진행, '26년 상반기 기계적 준공까지 약 3년 3개월, 총 약 9.3조원의 CAPEX 집행. '22년 최종 투자 결정(FID) 당시, 동사는 IRR 16.4% 기대('27년 납사 스프레드 \$530~550/MT 가정). 그러나 업황 변화 및 감가상각비 고려시 당분간 수익 창출 지연될 듯, '27년 BEP 내외 변동 예상

### Stock Price



과거 동사 Premium 주된 이유는 상대적인 배당 매력. '25~'26년 배당정책은 Shaheen 투자 부담으로 배당성향 20% 이상으로 제시. 1) '26년~'27년 호실적 추정, 2)Shaheen 완공에 따른 투자부담 해소, 3) 과거 높은 배당성향을 추구한 Aramco 정책에 따라 동사 주요 투자 포인트였던 높은 배당 성향 재개 예상하며 이를 근거로, 과거 Premium 일부 적용. 목표주가 133,000원 (PBR 1.3x) 제시

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	36,637	422	-333	-193	-1,656	적전	1,174	-33.1	10.5	0.7	-2.2
2025	34,247	236	173	177	1,518	흑전	1,043	54.7	14.9	1.1	2.0
2026E	38,036	3,680	3,886	3,970	34,045	2,143.5	4,460	2.9	3.5	1.0	38.1
2027E	38,652	1,817	1,977	2,019	17,316	-49.1	2,505	5.7	6.7	0.9	16.0
2028E	35,385	1,312	1,489	1,521	13,041	-24.7	1,918	7.5	7.9	0.8	11.1

자료: S-Oil, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 중동사태에서 사우디 원유 수송 이점 돋보여

글로벌 원유 생산국들 중 Shale 혁명으로 생산량이 급증한 미국에 이어 두번째로 큰 사우디는 수출량의 50% 이상을 인근 지역인 아시아 정유사에 공급해왔다. 글로벌 원유 물동량의 약 20%가 지나는 호르무즈 해협이 중동전쟁으로 봉쇄, 운송비 상승등리스크에 직면하고 있으나 사우디는 동서 횡단 송유관(East-West Pipeline)을 통해 이러한 리스크를 상당 부분 피할 수 있다. 이 송유관은 사우디 동부 페르시아만(호르무즈 해협방면)에서 홍해 연안의 얀부(Yanbu)항으로 원유를 수송한다.

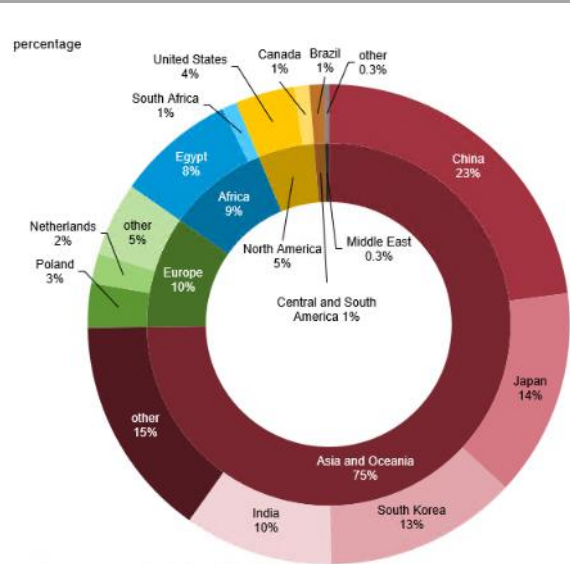
이 대체 경로의 수송 용량은 하루 최대 500~700만 배럴 수준으로 해협이 전면 봉쇄될 경우 발생하는 전체 공급 타격을 완전히 흡수하기는 역부족이며, 홍해를 빠져나간 원유는 또 다른 위험 요충지인 باب엘만데브 해협을 거쳐야 하는 지정학적 한계도 있다. 그럼에도 홍해라는 수출로 대안을 지닌 사우디는 현재뿐 아니라 중동사태 여진이 작용하는 한 이에서 공급받는 고객들의 수혜로 작용할 수 있다.

그림38 글로벌 주요 원유 수출 국가(‘24 년)



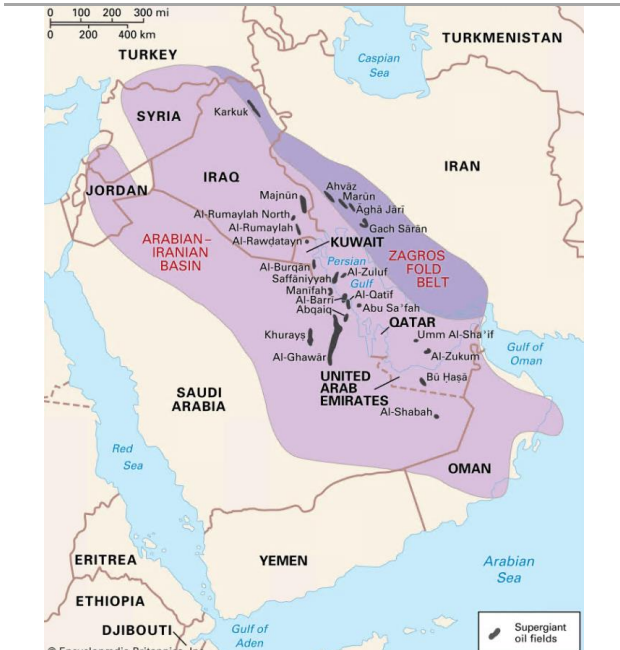
자료: DataRoyals, LS증권 리서치센터

그림39 사우디 원유 국별 수출 비중(‘23 년)



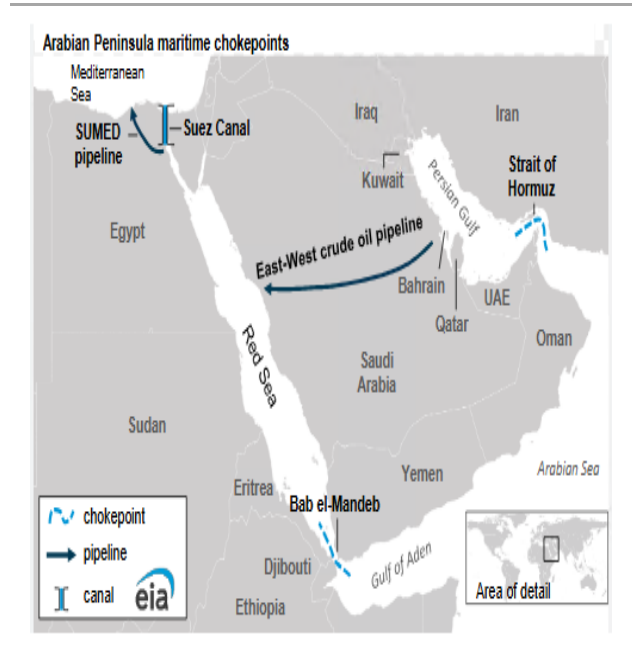
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림40 아랍과 이란의 주요 유전 지역



자료: Britanica, LS증권 리서치센터

그림41 사우디 송유관을 통한 원유 수송 지도



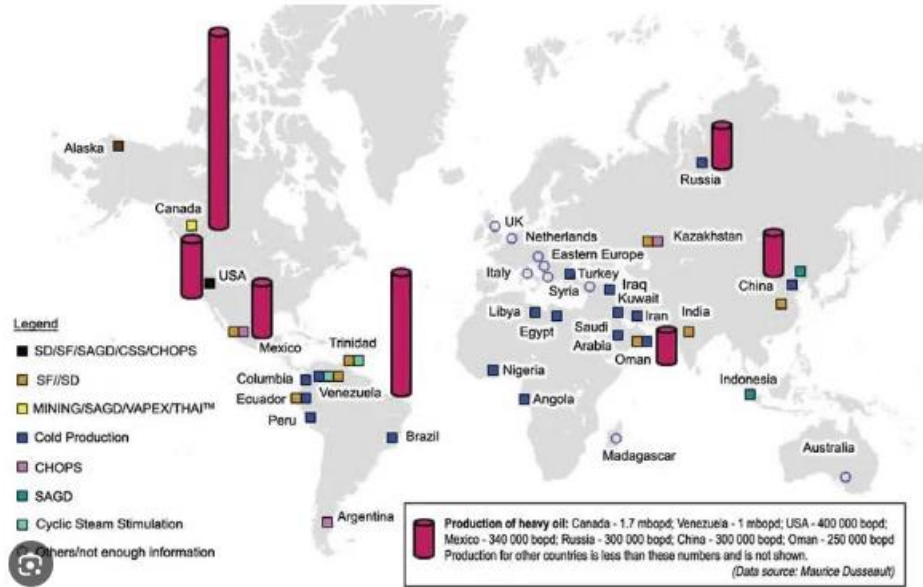
자료: EIA, LS증권 리서치센터

## Aramco 자회사로 원유 공급 및 정유 가동률 하락 영향 낮을 듯

동사는 사우디의 Saudi Aramco가 최대주주(63.4% 보유)로 Aramco 자회사이다. Aramco는 Downstream 전략에서 사우디 및 해외 Dedicated 정유사들을 통해 안정적인 원유 생산 수요를 담보하고자 한다. 실제 '21년 생산량의 43%에서 '25년 53%까지 증가시켰다. 이는 중동 전쟁이 발생한 현 시점 S-Oil이 국내 타 정유사 대비 사우디로부터 비교적 안정적으로 원유를 공급받는 구조로 볼 수 있다. 따라서 CDU 등 정유 설비 가동률 감축 영향은 제한적일 것으로 예상하며, 다만 공급 유종의 일부 변경은 불가피할 것으로 보인다.

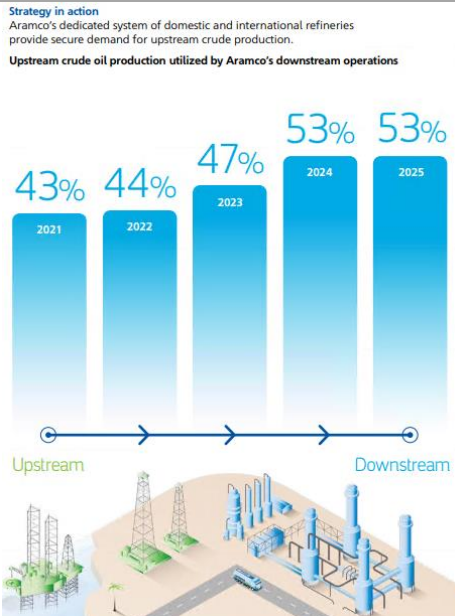
사우디 원유 중 지리적으로 걸프만 해상에 유치하는 대표적인 중-중질유 유전은 미·이스라엘과 이란간 무력 충돌로 해협 폐쇄되고, 걸프만 일대 해상 인프라가 이란의 드론 및 미사일 사정권에 직접 노출되었다. 이에 따라 안전을 위해 Aramco는 동부 해상 유전 가동률 즉각 멈추고 동부 원유를 서부 홍해 연안 안부 항으로 보내어 우회 수출하고 있다. 그러나 이 송유관은 점도 문제, 경제성 등의 이유로 경질유를 주로 수송하고 있을 것으로 보인다. 왜냐하면 Extra Light는 장거리 송유관을 통해 빠르게 펌핑할 수 있는 반면, 무겁고 끈적거리는 중질유는 송유관 내부 저항이 심해 수송 효율이 극도로 떨어지며, 관을 오염시킬 위험이 크기 때문이다. 따라서 S-Oil도 기존 대비 엑스트라 라이트 공급분이 일부 증가되었을 것으로 판단한다.

그림42 Heavy Oil 주요 생산국가



자료: ResearchGate, LS증권 리서치센터

그림43 아람코 Downstream(정유 포함) 전략: 확보된 정유사로 생산 원유 안정적으로 판매



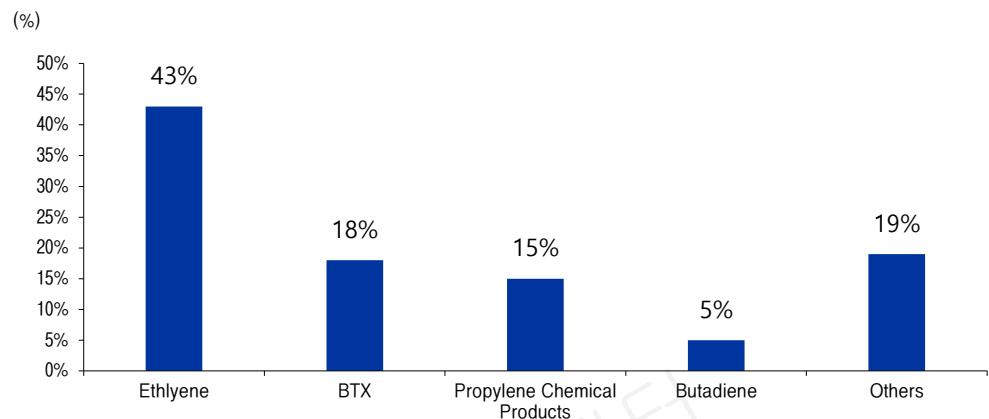
자료: Aramco, LS증권 리서치센터

## Shaheen 완공에 따른 수익 추가 당분간 지연될 듯

현재 Ethylene을 포함한 Commodity 화학제품군 약세는 '22년 하반기 이후 지속되고 있다. 우리는 Ethylene, PE 등 범용 제품 약세가 '27년에도 지속될 것으로 예상된다. 이유는 수요 성장율은 낮아진 반면, '10년 전후 미국 Shale Gas 기반 ECC 증설, '20년 전후 중국 NCC 증설에 따른 초과 공급 상황이 지속될 것으로 판단하기 때문이다.

Arab Light 등 원유 20kb/d, 정유 공장에서 나오는 중질 유분 약 26kb/d의 혼합 원료를 TC2C 설비에 투입하여 1차적으로 Naphtha, LPG, 부생가스 및 메탄 등, 기타 부산물이 생산되고, Naphtha와 LPG를 Steam Cracker로 투입, 최종 Ethylene, Propylene, Butadiene, 기타 화학제품으로 생산하게 된다. 완공 전 IRR은 10%를 상회할 것으로 예상되었지만, 현재 범용 제품군 약세로 인해, 양산되는 '27년의 경우 OPM은 BEP내외로 예상된다. 설비 완공 및 가동에 따라 한해 약 3,000억원에 해당하는 감가상각비가 적용되기 때문이다. 따라서 현재 시황은 완공 전 예견되었던 수익성을 당분간 하회할 것으로 보인다.

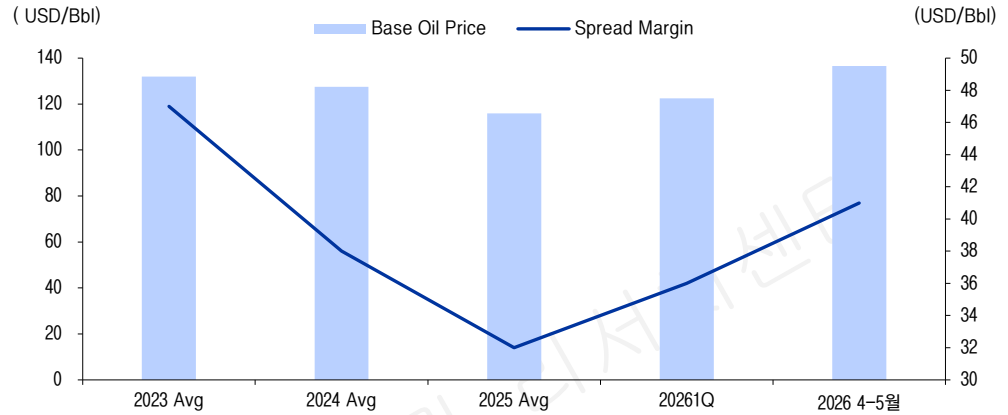
그림44 TC2C 2차 모노머 생산비 추정(Naphtha, LPG 투입기준)



자료: LS증권 리서치센터

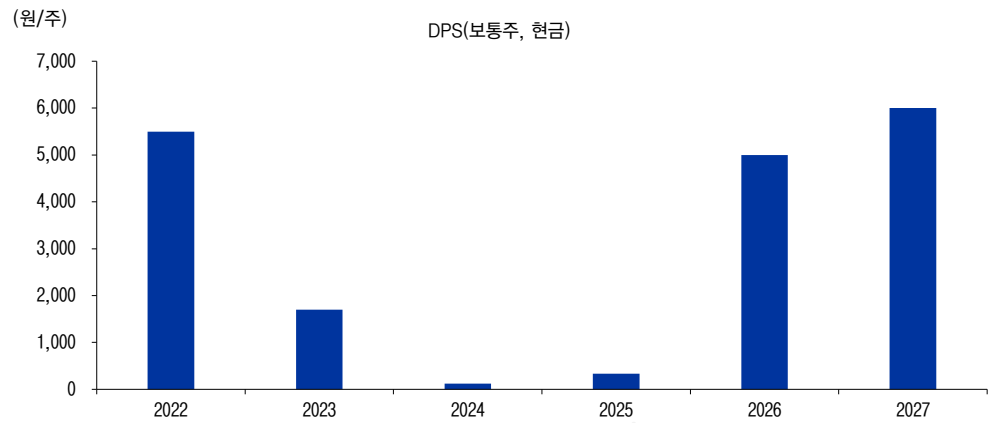
반면, 동사는 특히 윤활 비중이 높으며, 현재 제한된 증설 대비 중질유분 부족에 따른 원료 이슈로 윤활기유 마진은 급등한 상황이다. 향후 타이트한 수급 상황이 유지될 것으로 예상함에 따라 윤활기유의 이익 창출력은 당분간 지속될 것으로 보인다.

그림45 윤활기유 마진 추이



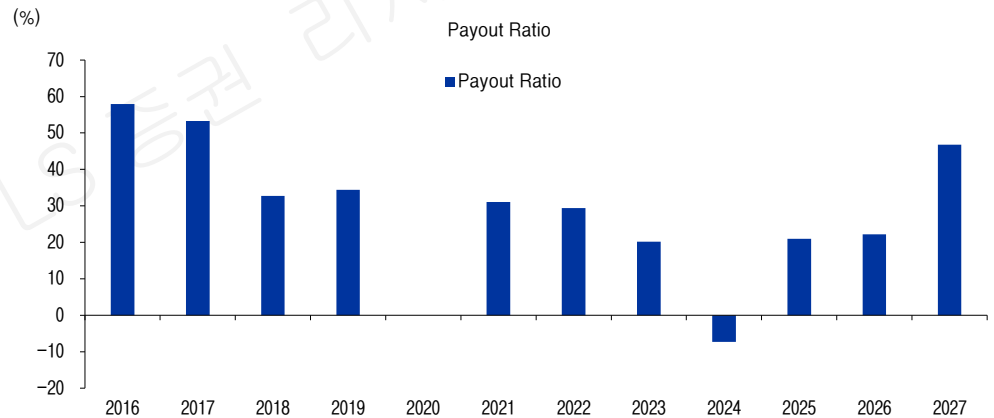
자료: LS증권 리서치센터

그림46 정제마진 급등으로 DPS 인상 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림47 대규모 투자 종료, 배당 성향 상향 가능성 높아



자료: LS증권 리서치센터

## S-Oil (010950)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,048	8,616	8,252	7,577	8,525
현금 및 현금성자산	1,946	1,835	2,476	931	2,428
매출채권 및 기타채권	3,479	2,554	2,662	2,706	2,477
재고자산	4,493	4,164	3,043	3,865	3,539
기타유동자산	130	63	70	76	81
비유동자산	14,403	17,941	17,665	17,542	16,939
관계기업투자등	43	41	44	48	51
유형자산	13,582	16,990	16,726	16,612	16,017
무형자산	779	911	895	881	871
<b>자산총계</b>	<b>24,451</b>	<b>26,557</b>	<b>25,917</b>	<b>25,119</b>	<b>25,464</b>
유동부채	11,657	12,211	9,268	7,384	6,776
매입채무 및 기타채무	7,410	9,385	6,942	5,058	4,450
단기금융부채	4,015	2,504	2,004	2,004	2,004
기타유동부채	308	427	427	427	427
비유동부채	4,099	5,459	4,709	4,459	4,459
장기금융부채	3,791	5,032	4,282	4,032	4,032
기타비유동부채	308	427	427	427	427
<b>부채총계</b>	<b>15,756</b>	<b>17,670</b>	<b>13,977</b>	<b>11,843</b>	<b>11,235</b>
지배주주지분	8,696	8,887	11,941	13,276	14,229
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,073	7,264	10,318	11,653	12,606
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>8,696</b>	<b>8,887</b>	<b>11,941</b>	<b>13,276</b>	<b>14,229</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,468</b>	<b>3,942</b>	<b>2,331</b>	<b>98</b>	<b>2,100</b>
당기순이익(손실)	-193	177	3,970	2,019	1,521
비현금수익비용가감	1,773	1,624	1,212	1,152	1,081
유형자산감가상각비	741	791	764	674	595
무형자산상각비	8	11	16	16	13
기타현금수익비용	1,024	822	433	462	473
영업활동 자산부채변동	829	3,091	-2,330	-2,521	60
매출채권 감소(증가)	-27	180	128	-109	-43
재고자산 감소(증가)	209	209	304	1,122	-822
매입채무 증가(감소)	1,233	594	2,458	-3,336	-1,651
기타자산, 부채변동	-191	0	84	43	32
<b>투자활동 현금</b>	<b>-3,027</b>	<b>-3,783</b>	<b>-388</b>	<b>-448</b>	<b>112</b>
유형자산처분(취득)	-3,038	-3,906	-500	-560	0
무형자산 감소(증가)	-2	-27	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	10	0	0	0
기타투자활동	13	113	112	112	112
<b>재무활동 현금</b>	<b>1,539</b>	<b>-270</b>	<b>-1,393</b>	<b>-1,286</b>	<b>-803</b>
차입금의 증가(감소)	2,450	495	-1,250	-250	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-189	0	-39	-931	-699
기타재무활동	-722	-765	-105	-105	-105
<b>현금의 증가</b>	<b>-17</b>	<b>-111</b>	<b>641</b>	<b>-1,546</b>	<b>1,498</b>
기초현금	1,963	1,946	1,835	2,476	931
기말현금	1,946	1,835	2,476	931	2,428

자료: S-Oil, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	<b>36,637</b>	<b>34,247</b>	<b>38,036</b>	<b>38,652</b>	<b>35,385</b>
매출원가	35,411	33,204	33,471	35,946	33,262
매출총이익	1,226	1,043	4,564	2,706	2,123
판매비 및 관리비	804	808	884	888	811
<b>영업이익</b>	<b>422</b>	<b>236</b>	<b>3,680</b>	<b>1,817</b>	<b>1,312</b>
(EBITDA)	1,174	1,043	4,460	2,505	1,918
금융손익	389	483	510	468	493
이자비용	833	678	560	551	551
관계기업등 투자손익	6	4	4	4	4
기타영업외손익	-317	128	252	239	231
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-333</b>	<b>173</b>	<b>3,886</b>	<b>1,977</b>	<b>1,489</b>
계속사업법인세비용	-139	-4	-84	-43	-32
계속사업이익	-193	177	3,970	2,019	1,521
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	177	3,970	2,019	1,521
지배주주	-193	177	3,970	2,019	1,521
<b>총포괄이익</b>	<b>-153</b>	<b>192</b>	<b>3,985</b>	<b>2,034</b>	<b>1,536</b>
매출총이익률 (%)	3.3	3.0	12.0	7.0	6.0
영업이익률 (%)	1.2	0.7	9.7	4.7	3.7
EBITDA 마진률 (%)	1.2	0.7	9.7	4.7	3.7
당기순이익률 (%)	-0.5	0.5	10.4	5.2	4.3
ROA (%)	-0.8	0.7	15.1	7.9	6.0
ROE (%)	-2.2	2.0	38.1	16.0	11.1
ROIC (%)	0.9	1.5	24.0	10.5	7.2

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-33.1	54.7	2.9	5.7	7.5
P/B	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	14.9	3.5	6.7	7.9
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	2.3	0.2	0.4	8.6	6.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.5	-6.5	11.1	1.6	-8.5
영업이익	-68.8	-44.2	1,462.0	-50.6	-27.8
세전이익	-61.0	-129.4	-152.1	2,143.5	-49.1
당기순이익	적전	흑전	2,143.5	-49.1	-24.7
EPS	적전	흑전	2,143.5	-49.1	-24.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	181.2	198.8	117.0	89.2	79.0
유동비율	86.2	70.6	89.0	102.6	125.8
순차입금/자기자본(x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3
영업이익/금융비용(x)	0.8	0.3	5.4	3.2	2.4
총차입금 (십억원)	8,003	7,909	6,659	6,409	6,409
순차입금 (십억원)	3,742	3,840	6,028	6,044	4,152
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-1,656	1,518	34,045	17,316	13,041
BPS	74,574	76,218	102,403	113,855	122,031
CFPS	9,731	10,555	40,366	23,416	18,267
DPS	125	330	8,000	6,000	5,000

# 금호석유화학 (011780)

2026. 6. 29

정유화학

## 수익 혹은 환원 모멘텀 부족

Analyst 정경희

khchung@ls-sec.co.kr

미국의 대중국 관세 조치에 따른 NB라텍스 호조, 구조적이지 않을 듯

미 무역법 제 301조를 근거로 미 무역대표부(USTR)는 중국산 의료용·시험용 니트릴 고무장갑(Medical/Exam-grade Gloves)에 대한 관세 단계별로 발효. '26년 1월 1일(현재 적용 중) 2차 최종 관세 인상을 100%로 기존 7.5%에서 급등, 발효. 주로 NB라텍스로 생산되는 의료용 및 수술용 고무장갑 대상

글로벌 비중 약 15~18%의 미국에서 중국대신 동남아로 주문 쏠리며, 현지 가동률 팬데믹 이후 최고 수준인 85~90%까지 급상승. 동사는 NB라텍스 매출의 80% 이상 동남아향. 4~5월 현지 부족사태로 NB라텍스 마진 \$700~900/MT로 급등, 2분기 실적 상승 주도

그러나 우리는 시차를 두고 마진 안정화 예상. 이유는 1) 3Q분기 BD 하락에 따른 역래깅, 구매 지연 예상, 2) 국내 NCC 가동률 하락으로 BD 수입 부담 증가, 3) 중국산의 기타 지역 덤핑에 따라 간접적으로 미국 공급량 증가 예상하기 때문

### 국내 BD 부족 구조적, YoY 수익 개선은 지켜봐야

BD는 동사 주요 원재료. NCC 약세로 BD 생산량 감소 전망하여, 특히 구조조정 진행중인 국내 BD 감소 영향 클 듯. 수입에 따른 추가 비용 부담 구조적 이슈. 특히 울산 Complex 구조조정시 기존 공급사 물량 감소 가능성 있어

### 안정적 영업이익 실현중, 그러나 성장과 환원 모멘텀은 크지 않아

동사는 NCC 대비 상대적으로 양호한 영업이익 시현 중. 그러나 하반기로갈수록 중동사태 진정시 이에 따라 유가, 납사가, BD 하향 안정화 가능성 커져. 이때 원재료 가격 하락에 따른 역래깅 리스크와 중국산 물량 우회 침투자 맞물리면서 마진 감소할 것으로 예상동사는 현재 '24~'26년 적용되는 3개년 주주환원 가이드라인을 수립, 이행중. 이는 별도 당기순이익을 기준으로 총 주주환원율을 최대 40%까지 연동시키는 구조. 현금 배당은 별도 당기순이익의 20~25% 배당성향으로, 자기주식 매입 및 소각은 10~15% 수준으로 제시. 이에 따라 수익성은 '25년 대비 '26년 성장하나, '27년 다시 소폭 감소할 것으로 예상하며, 주주환원 역시 기존 가이드라인 범위에서 시행될 듯. 성장과 환원 모멘텀 크지 않은 것으로 판단. ROE 감소로 PBR 과거 3년 평균대비 20% 할인, 목표주가 127,000원(0.51x) 제시, 전일 증가 대비 상승 여력 낮아 HOLD 유지

**Hold (유지)**

목표주가 (하향)	127,000 원
현재주가	113,900 원
상승여력	8.0 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	28,654 억원
발행주식수	25,157 천주
52 주 최고가/최저가	153,400 / 103,600 원
90 일 일평균거래대금	152.35 억원
외국인 지분율	27.6%
배당수익률(26.12E)	1.5%
BPS(26.12E)	246,955 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -28.4%
	6개월 -110.8%
	12개월 -172.2%
주주구성	박철완 (외 14인) 30.2%
	자사주 (외 1인) 10.4%
	국민연금공단 (외 1인) 9.9%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	7,155	273	408	349	11,321	-22.0	548	8.0	5.1	0.5	5.9
2025	6,915	272	349	291	9,843	-16.5	589	12.3	5.5	0.6	4.7
2026E	7,756	432	499	416	14,898	43.1	766	7.8	3.7	0.5	6.5
2027E	6,917	302	373	311	11,569	-25.4	600	10.1	4.5	0.5	4.6
2028E	7,270	382	461	385	14,320	23.8	649	8.1	3.7	0.4	5.4

자료: 금호석유화학, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 부문별 수익 추정(분기)

(십억원, %)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	전체	1,908	1,773	1,644	1,590	1,782	2,202	1,940	1,832
	QoQ(%)	5.6%	-7.1%	-7.3%	-3.3%	12.1%	23.6%	-11.9%	-5.5%
	YoY(%)	14.4%	-4.3%	-10.1%	-12.0%	-6.6%	24.2%	18.0%	15.3%
	합성고무	757	675	632	607	734	972	812	705
	합성수지	336	298	273	266	302	398	305	296
	페놀유도체	432	433	379	365	399	452	416	387
	EPDM/TPV	188	181	175	186	198	215	230	255
	기타	196	188	185	166	149	165	177	189
	전체	121	65	85	2	59	164	124	85
QoQ(%)	1106.0%	-45.9%	29.6%	-98.2%	3833.3%	178.0%	-24.4%	-31.5%	
YoY(%)	53.4%	-45.3%	30.0%	-85.0%	-51.1%	151.5%	46.7%	5566.7%	
영업이익	합성고무	46	9	31	16	15	86	52	31
	합성수지	5	5	4	(10)	(2)	15	3	(1)
	페놀유도체	2	(2)	(14)	(22)	(9)	8	4	1
	EPDM/TPV	24	15	20	20	31	31	28	24
	기타	44	39	43	(2)	24	24	38	10
	전체	6.3%	3.7%	5.1%	0.1%	3.3%	7.4%	6.4%	4.6%
영업이익률	합성고무	6.1%	1.3%	4.9%	2.6%	2.0%	8.8%	6.4%	4.4%
	합성수지	1.5%	1.8%	1.6%	-3.6%	-0.7%	3.8%	1.0%	-0.3%
	페놀유도체	0.4%	-0.5%	-3.8%	-6.1%	-2.3%	1.8%	1.0%	0.3%
	EPDM/TPV	12.7%	8.3%	11.5%	10.7%	15.7%	14.4%	12.2%	9.4%
	기타	22.3%	20.6%	23.3%	-1.4%	16.1%	14.5%	21.5%	5.3%
세전이익	157	68	128	(4)	118	167	127	87	
지배주주 순이익	125	58	107	1	96	100	153	67	

자료: 금호석유화학, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 부문별 수익 추정(연간)

(십억원, %)		2025	2026E	2027E
매출액	전체	6,915	7,756	6,917
	QoQ(%)			
	YoY(%)	-3.4%	12.2%	-10.8%
	합성고무	2,671	3,223	2,871
	합성수지	1,173	1,301	1,106
	페놀유도체	1,608	1,654	1,498
	EPDM/TPV	729	898	740
	기타	734	679	702
	전체	272	432	302
QoQ(%)				
YoY(%)	-0.4%	58.9%	-30.1%	
영업이익	합성고무	102	184	108
	합성수지	5	15	11
	페놀유도체	(37)	4	(17)
	EPDM/TPV	79	114	87
	기타	123	96	113
	전체	3.9%	5.6%	4.4%
영업이익률	합성고무	3.8%	5.7%	3.8%
	합성수지	0.5%	1.2%	1.0%
	페놀유도체	-2.3%	0.2%	-1.1%
	EPDM/TPV	10.8%	12.7%	11.8%
	기타	16.8%	14.1%	16.1%
세전이익	349	499	373	
지배주주 순이익	291	416	311	

자료: 금호석유화학, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 금호석유화학 (011780)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,711	2,742	2,922	2,861	3,273
현금 및 현금성자산	429	650	702	694	868
매출채권 및 기타채권	896	748	760	678	712
재고자산	958	859	884	789	829
기타유동자산	427	484	575	700	864
비유동자산	5,629	5,733	5,961	6,229	6,173
관계기업투자등	994	1,175	1,386	1,598	1,809
유형자산	4,102	3,927	3,952	4,016	3,754
무형자산	534	631	622	616	611
<b>자산총계</b>	<b>8,340</b>	<b>8,474</b>	<b>8,882</b>	<b>9,090</b>	<b>9,447</b>
유동부채	1,534	1,366	1,384	1,303	1,296
매입채무 및 기타채무	1,003	842	860	778	772
단기금융부채	455	433	433	433	433
기타유동부채	336	414	414	414	414
비유동부채	764	861	861	861	861
장기금융부채	428	447	447	447	447
기타비유동부채	336	414	414	414	414
<b>부채총계</b>	<b>2,298</b>	<b>2,228</b>	<b>2,246</b>	<b>2,164</b>	<b>2,157</b>
지배주주지분	6,038	6,245	6,635	6,925	7,288
자본금	167	167	157	157	157
자본잉여금	404	403	403	403	403
이익잉여금	5,467	5,675	6,076	6,365	6,728
비지배주주지분(연결)	4	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	<b>6,042</b>	<b>6,247</b>	<b>6,637</b>	<b>6,926</b>	<b>7,289</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	322	715	679	636	503
당기순이익(손실)	349	291	416	311	385
비현금수익비용가감	437	540	552	495	479
유형자산감가상각비	267	308	325	291	262
무형자산상각비	8	9	10	9	6
기타현금수익비용	163	223	217	195	210
영업활동 자산부채변동	-297	84	3	101	-75
매출채권 감소(증가)	-65	-95	143	-12	82
재고자산 감소(증가)	78	-213	99	-25	96
매입채무 증가(감소)	95	31	-184	21	-87
기타자산, 부채변동	-22	-43	-83	-62	-77
<b>투자활동 현금</b>	<b>-259</b>	<b>-373</b>	<b>-563</b>	<b>-595</b>	<b>-274</b>
유형자산처분(취득)	-435	-194	-350	-355	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	19	-67	-80	-80	-80
기타투자활동	156	-112	-133	-160	-194
<b>재무활동 현금</b>	<b>-91</b>	<b>-121</b>	<b>-61</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>
차입금의 증가(감소)	200	96	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-11	0
배당금의 지급	-77	-58	-44	-40	-46
기타재무활동	-213	-159	-18	-7	-7
<b>현금의 증가</b>	<b>-23</b>	<b>221</b>	<b>52</b>	<b>-8</b>	<b>174</b>
기초현금	452	429	650	702	694
기말현금	429	650	702	694	868

자료: 금호석유화학, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	7,155	6,915	7,756	6,917	7,270
매출원가	6,569	6,311	6,952	6,284	6,543
매출총이익	586	604	804	633	727
판매비 및 관리비	313	332	371	331	345
영업이익	273	272	432	302	382
(EBITDA)	548	589	766	600	649
금융손익	77	54	66	57	66
이자비용	70	70	84	70	70
관계기업등 투자손익	93	131	131	131	131
기타영업외손익	33	-38	-46	-47	-47
<b>세전계속사업이익</b>	<b>408</b>	<b>349</b>	<b>499</b>	<b>373</b>	<b>461</b>
계속사업법인세비용	59	58	83	62	77
계속사업이익	349	291	416	311	385
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	349	291	416	311	385
지배주주	349	291	416	311	385
<b>총포괄이익</b>	<b>335</b>	<b>315</b>	<b>441</b>	<b>335</b>	<b>409</b>
매출총이익률 (%)	8.2	8.7	10.4	9.2	10.0
영업이익률 (%)	3.8	3.9	5.6	4.4	5.3
EBITDA 마진률 (%)	7.7	8.5	9.9	8.7	8.9
당기순이익률 (%)	4.9	4.2	5.4	4.5	5.3
ROA (%)	4.3	3.5	4.8	3.5	4.2
ROE (%)	5.9	4.7	6.5	4.6	5.4
ROIC (%)	4.9	4.7	7.3	5.2	6.7

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	8.0	12.3	7.8	10.1	8.1
P/B	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.1	5.5	3.7	4.5	3.7
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	2.2	1.6	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	13.2	-3.4	12.2	-10.8	5.1
영업이익	-24.0	-0.4	59.1	-30.1	26.3
세전이익	-61.3	-16.0	-14.4	43.1	-25.4
당기순이익	-22.0	-16.5	43.1	-25.4	23.8
EPS	-22.0	-16.5	43.1	-25.4	23.8
안정성 (%)					
부채비율	38.0	35.7	33.8	31.2	29.6
유동비율	176.7	200.6	211.1	219.6	252.6
순차입금/자기자본(x)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익/금융비용(x)	4.5	3.9	6.2	3.6	5.4
총차입금 (십억원)	945	1,012	1,012	1,012	1,012
순차입금 (십억원)	-354	-107	165	-77	-239
주당지표 (원)					
EPS	11,321	9,843	14,898	11,569	14,320
BPS	198,885	214,946	246,955	257,726	271,246
CFPS	19,463	21,856	26,060	20,933	22,751
DPS	2,200	1,700	1,700	1,700	1,700

# SK 이노베이션 (096770)

2026. 6. 29

정유화학

## 파우치 Only 부메랑, WACC보다 낮은 ROIC

Analyst 정경희  
khchung@ls-sec.co.kr

### 종합 에너지사로 성장, 단 중단기 ROIC Spread 낮을 듯

20여년 전 SK주식회사 당시 정유와 석화 위주 사업에서 유가 급등락과 Shale 혁명을 거치며 E&P사업이 추가되었고, 최근 10년간 배터리에 투자했으며, 작년 유틸리티(E&S) 합병, 올해 SMR 투자로 원전 추가. 지난 20년간 에너지 유관사업을 모두 영위하는 포트폴리오로 확장. 각 사업은 글로벌 대형사들 포진, 규모 및 원가 경쟁력도 중요. 최근 배터리 중심의 투자로 누적 CAPEX 약 42.9조원 집행. '25년 4분기 인식한 자산손상 약 5.0조원과 배터리 Capa 축소에 비추어 배터리 자산 일부 손상처리한 것으로 판단. ROIC Spread(ROCI-WACC)에서 중동 전쟁으로 마진이 급등한 올해 이후 음(-)의 영역으로 추정, 현재 배터리 등 최근 10년간 투자 의사결정에 따른 환원은 낮은 상황으로 판단

**Hold (유지)**

목표주가 (하향)	91,000 원
현재주가	89,500 원
상승여력	1.7 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### 2 분기 호실적 이어가나, 지정학적 일회성 영향으로 중단기 감익 예상

지정학적 충격에 따른 유가 급등(\$63.9/bbl에서 \$128.5/bbl로)으로 약 1조원 규모의 재고 관련 이익이 발생했던 1분기와 반대로 2분기(\$92.4/bbl에서 \$79.9/bbl로) 재고평가손실 약 4,779억원 추정. 반면 중동 사태 영향이 온기로 반영된 2분기는 전기대비 휘발유, 경유, 납사, LSFO 등 주요 마진 추가 상승, 일부 마진 역사적 고점 기록

### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	151,302 억원
발행주식수	169,053 천주
52 주 최고가/최저가	149,800 / 89,500 원
90 일 일평균거래대금	782.37 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	121,542 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -31.0%
	6개월 -117.0%
	12개월 -183.9%
주주구성	SK (외 13인) 52.1%
	국민연금공단 (외 1인) 6.0%
	자사주 (외 1인) 1.1%

동시에 중동산 Medium, Heavy 원유 수급 난항에 따라 일부 Light 유종으로 대체, 전체 가동률은 1분기 대비 하회하여 SK에너지(840KB/D) 기준 약 65% 예상. 또한 운송 일수, 보험료, 운송료 증가로 Spot 마진의 추가 손실 발생. 우리는 약 20% 원유수송분 1배럴당 약 \$5 비용 추가 예상. 그러나 워낙 높은 정제마진에 힘입어 2분기 매출액 29조 8,961억원(QoQ +23.5%, YoY +53.9%), 영업이익 1조 6,709억원(QoQ -22.7%, YoY 흑자전환)의 호실적 추정. 다만 하반기, '27년으로 갈수록 정제마진 조정에 따라 전체 이익은 하향될 것으로 예상

### Stock Price



### 낮은 배터리 Return에 따라 중단기 음(-)의 ROIC Spread 예상

동사는 최근 10년간 투자 집중한 배터리에서 글로벌 파우치 M/S 감축, 경쟁 지속으로 투자에 따른 수익성 개선 요인 낮아. ROIC-WACC 음의 영역으로 추정, 주식 매력도 낮은 상황으로 평가. ROE가 0 내외, 배당 가능성이 낮아 과거 3년 평균 PBR 5% 할인 적용, 목표주가 91,000원, HOLD 유지

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	74,270	356	-2,302	-2,372	-21,236	적전	2,810	-5.3	22.4	0.7	-9.6
2025	80,296	449	-5,869	-5,436	-21,056	적지	3,684	-4.8	15.4	0.8	-14.4
2026E	108,319	5,403	-1,148	-961	-3,475	적지	8,617	-27.2	5.8	0.8	-2.8
2027E	101,820	2,584	-410	-343	-1,242	적지	5,291	-76.0	9.1	0.8	-1.0
2028E	97,747	1,531	-899	-753	-2,721	적지	3,970	-34.7	11.4	0.8	-2.4

자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 이익 추정

동사는 '22년과 유사하게 지정학적 충돌에 따른 정제마진 급등으로 '26년 약 5.4조원에 달하는 영업이익이 추정된다. 그러나, 이는 일회성 요인으로 이러한 역사적 정제마진 수준이 지속될 것으로 기대하기는 어렵다.

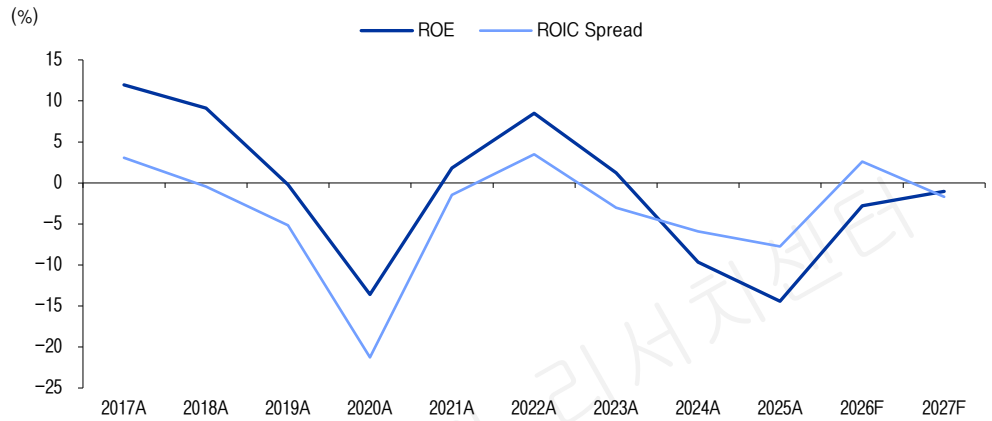
우리는 하반기로 갈수록, '27년이 되면 현재 영업이익의 절반 이하인 약 2조 5,880억원의 영업이익을 추정한다. 그러나 이는 중동 사태 진행, 호르무즈 해협 리스크 등의 변수에 따라 향방이 달라질 것으로 예상한다. 동사는 '17년 이후 배터리를 중심으로 약 43조원의 CAPEX를 집행했고, 현재 배터리 사업은 예상 대비 낮은 시장 성장, 파우치 M/S 하락으로 고전하고 있는 상황이다. '22년과 올해 정제마진 급등 등에 따라 ROIC Spread는 양의 영역에 해당하지만, 향후 다시 음전할 것으로 추정한다. 배터리 수익성이 대폭 개선되지 않는다면 '25년 4분기 약 5.0조원의 자산손상 인식은 영업이익이 대폭 개선되는 '26년 다시 발생할 가능성이 있다. 이는 ROE 개선을 제한할 것으로 예상되며, 이것이 PBR 1배 이하를 적용받는 주요 요인으로 판단한다.

표21 부문별 수익 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	21,026	19,427	20,533	19,310	24,212	29,896	28,163	26,048	80,296	108,319	101,820
석유사업(정유)	11,918	11,119	12,442	11,711	14,994	18,409	16,942	16,215	47,190	66,560	44,987
화학사업	2,357	2,142	2,301	2,121	3,213	4,305	3,642	3,024	8,920	14,184	8,452
운할유사업	972	894	981	990	1,222	1,924	2,012	1,460	3,836	6,618	3,728
석유개발사업	383	342	320	323	118	492	402	374	1,368	1,386	1,297
배터리사업	1,605	2,108	1,808	1,457	1,791	1,902	1,726	1,602	6,978	7,021	6,124
소재사업	24	20	24	17	36	32	28	25	84	121	79
E&S 사업	3,752	2,545	2,528	3,038	3,696	3,452	3,218	3,345	11,863	13,711	11,157
기타	15	259	131	(347)	(858)	(621)	193	3	57	(1,283)	25,996
영업이익	(31)	(431)	573	337	2,162	1,671	917	653	449	5,403	2,588
석유사업	36	(466)	304	475	1,930	1,255	685	405	349	4,276	1,721
화학사업	(100)	(103)	(25)	(9)	128	5	31	(35)	(237)	129	124
운할유사업	121	135	171	181	189	389	542	312	608	1,432	804
석유개발사업	120	109	89	81	65	150	141	195	400	551	420
배터리사업	(299)	(66)	(125)	(441)	(349)	(196)	(178)	(474)	(932)	(1,197)	(1,678)
소재사업	(55)	(54)	(50)	(75)	(73)	(69)	(60)	(85)	(234)	(287)	(302)
E&S 사업	193	115	255	118	283	245	290	274	681	1,092	891
기타	(47)	(101)	(47)	(73)	(10)	(108)	(534)	61	(187)	(591)	608
영업이익률											
OPM	-0.1%	-2.2%	2.8%	1.7%	8.9%	5.6%	3.3%	2.5%	0.6%	5.0%	2.5%
석유사업	0.3%	-4.2%	2.4%	4.1%	12.9%	6.8%	4.0%	2.5%	0.7%	6.4%	3.8%
화학사업	-4.3%	-4.8%	-1.1%	-0.4%	4.0%	0.1%	0.9%	-1.2%	-2.7%	0.9%	1.5%
운할유사업	12.5%	15.1%	17.4%	18.3%	15.4%	20.2%	26.9%	21.4%	15.8%	21.6%	21.6%
석유개발사업	31.4%	31.9%	27.9%	25.1%	55.0%	30.5%	35.1%	52.1%	29.2%	39.7%	32.4%
배터리사업	-18.6%	-3.2%	-6.9%	-30.3%	-19.5%	-10.3%	-10.3%	-29.6%	-13.4%	-17.1%	-27.4%
소재사업	-230.3%	-275.4%	-213.2%	-437.2%	-203.9%	-215.6%	-214.3%	-340.0%	-278.3%	-237.6%	-382.3%
E&S 사업	5.1%	4.5%	10.1%	3.9%	7.7%	7.1%	9.0%	8.2%	5.7%	8.0%	8.0%

자료: LS증권 리서치센터

그림48 ROE 및 ROIC Spread 추이



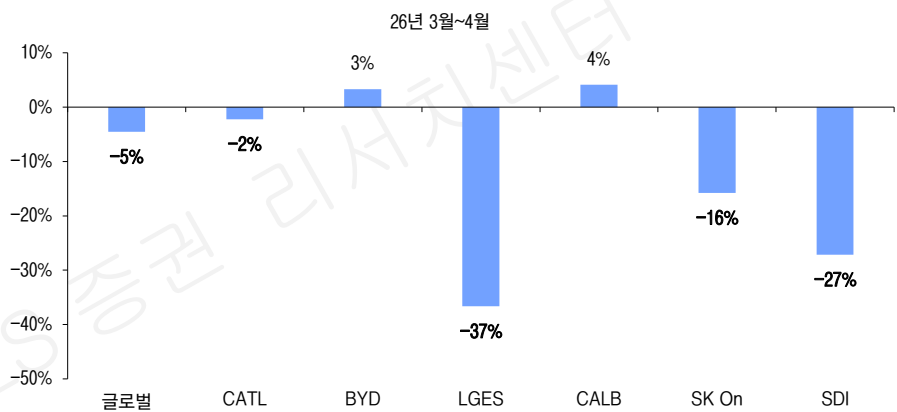
자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

### 배터리 Q 성장이 제한적일 것으로 보는 이유

배터리 산업은 장치산업으로 가동률 개선이 수익성 담보를 위해 필수적이다. 그러나 동사는 배터리 폼팩터 중 파우치를 생산하고 있으며, 파우치는 '20년 전후 예상과 달리 글로벌 배터리 수요에서 가장 비중이 큰 EV향 시장에서 M/S가 지속 하락하고 있다.

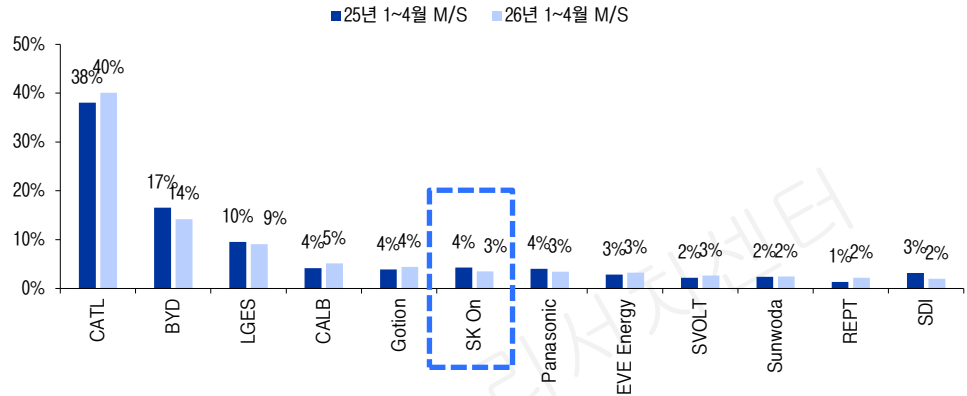
이는 가성비가 중시되는 최근 EV향 배터리 시장에서 중국산 각형의 M/S 확장 영향으로 보인다. '25년 글로벌 EV향 시장에서 80%를 점한 각형은 '26년 1~4월(배터리 data는 현재 4월이 최신 data) 누적 기준 81%로 그 확장세가 지속되고 있는 상황이다.

그림 49 EV 향 배터리 글로벌 주요사 전월비 탑재량 증감률(3 월대비 4 월)



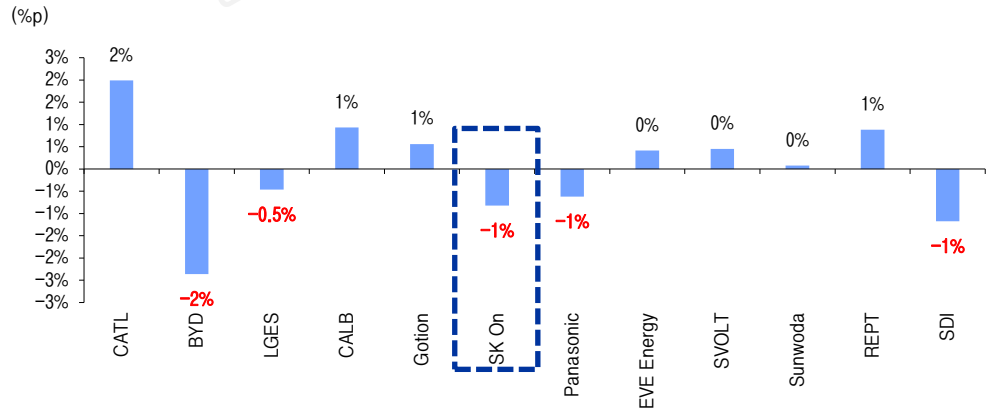
자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

그림 50 EV향 배터리 Top 12사 M/S 추이(1~4월 누적): 전년대비 1%p 하락



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

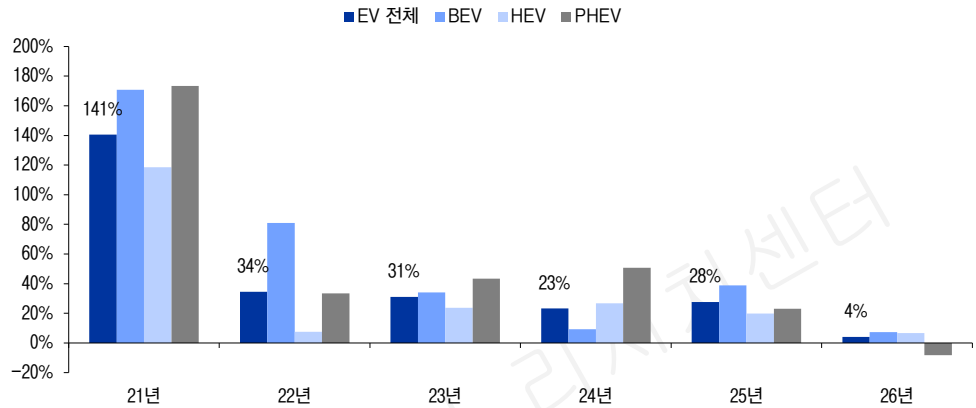
그림 51 전년대비 M/S 변화율



자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

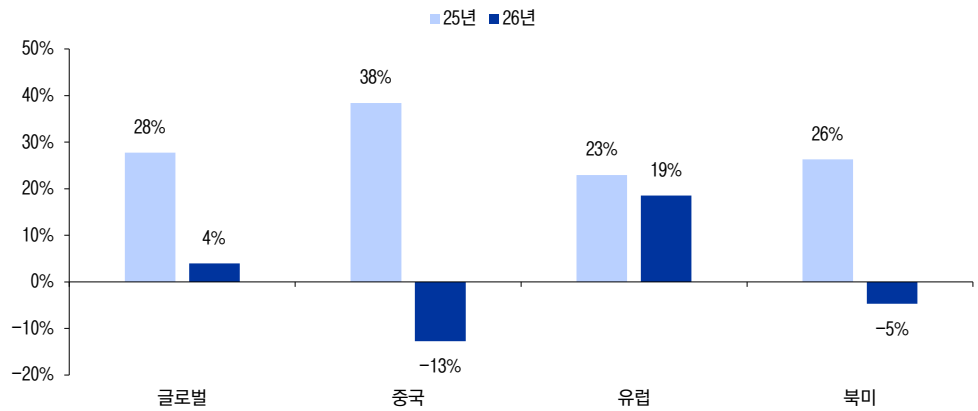
EV향 배터리와 직접적으로 연관된 EV 판매량에서 월별 data는 변동성이 높기 때문에 1~4월 누적으로 보면, '26년 글로벌 EV 판매 성장률 둔화는 확연히 드러난다. '21년 전년대비 증감율 141%, '22년 34%, '23년 31%, '24년 23%, '25년 28%를 거쳐, '26년 4%로 나타나기 때문이다. 물론 하반기를 지켜봐야 하지만, 동기간 기준 과거 대비 성장률이 낮아졌다. 글로벌 전체 배터리 수요의 약 60% 이상이 EV향이라는 점을 감안하면 EV 판매 성장률 둔화는 이차전지 수요 성장 측면에서 부정적이다. 우리는 올해 수요 성장 둔화가 중국의 취득세 50% 감면 축소('25년 말까지 100%) 및 미국의 IRA 30D 일몰, 즉 No.1 시장과 No.3 시장의 정책변화 영향으로 판단한다.

그림 52 전체 EV 및 BEV, HEV, PHEV 판매량 연도별 전년대비 증감율 추이 (1~4 월 누적 기준)



자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

그림 53 '26년 글로벌 및 주요 EV 판매지역 전년대비 판매량 증감율(1~4 월 누적)

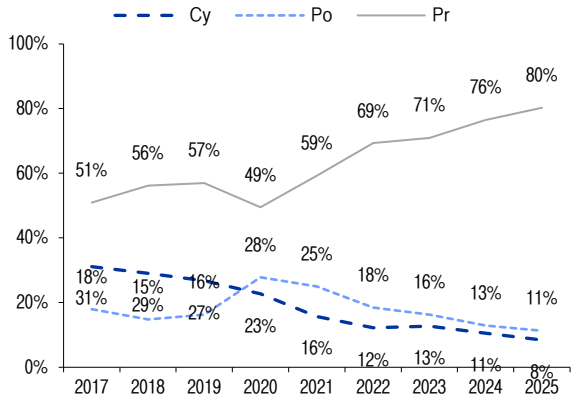


자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

한편 동사 포함, 한국 셀의 주요 판매 지역은 북미와 유럽이므로 중국 역성장과 무관하다고 생각할 수 있지만, 중국 내수 판매량 둔화는 곧 중국 OEM의 해외시장 공략을 가속화시키기 때문에 중국 배터리 배제 장벽이 쳐진 미국을 제외하면, 비미국 시장에서 중국 배터리와의 경쟁이 강화됨을 의미한다.

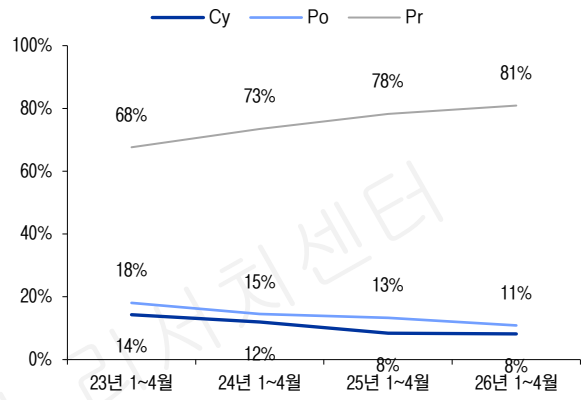
4월 data에서 재확인된 부분은 폼팩터에서 각형(Prismatic) 및 LFP Chemistry M/S 확대가 지속되고 있다는 점이다. SK On은 파우치형 생산사로 각형 확장은 전체 시장 성장을 주로 각형에서 흡수하는 것을 의미하므로 동사에 부정적이다. 파우치는 글로벌 시장을 LGES과 동사가 양분하는 상황으로 동사는 '22년까지 M/S가 확대되다가, 이후 30% 초반에서 움직이고 있다.

그림 54 EV 향 폼팩터 M/S: 각형 확장 vs 원통형/파우치 축소



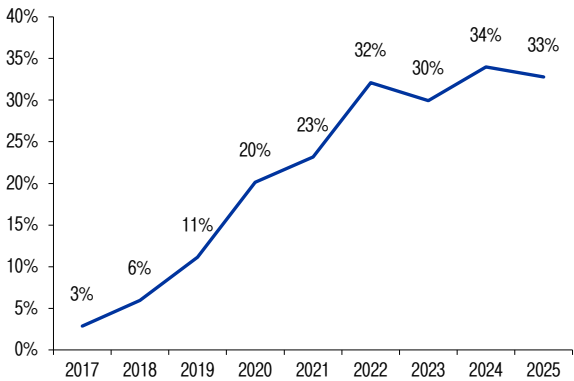
자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

그림 55 '26년 1~4월 각형 M/S 확대 지속



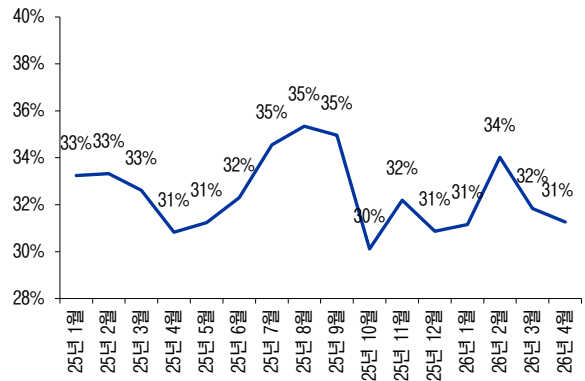
자료: SNE Research(2026.05), LS증권 리서치센터

그림 56 글로벌 파우치형 중 SK On M/S 연간 추이



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

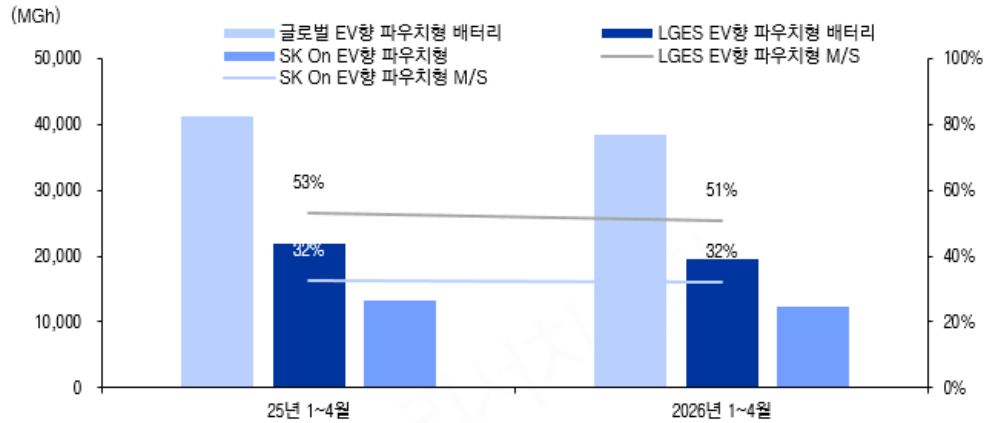
그림 57 글로벌 파우치형 중 SK On M/S 월별 추이



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

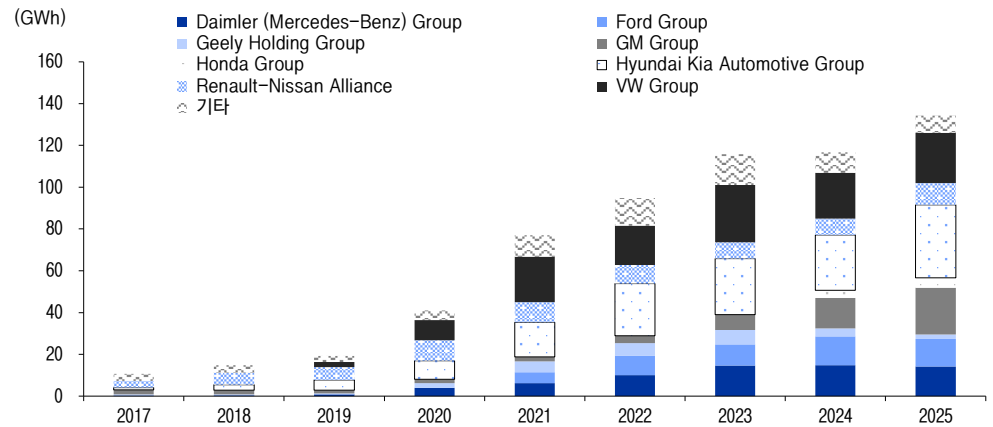
파우치형을 탑재하는 OEM은 8개사로 전체 EV 생산사 수(약 313개)와 비교하면 소수 고객에 집중되어 있다. 따라서 이들 주요 고객의 EV 전략, 폼팩터 채택이 파우치형 배터리 수요에 절대적인 영향을 미친다. '25년 기준 상위 3개사는 현대기아, VW Group, GM Group로 61%를 차지하며 Daimler Group과 Ford Group을 합하면 상위 5개사가 전체의 81%를 차지한다. 따라서 이들 자동차 그룹의 폼팩터별 배터리 채택 추이를 보면 향후 동사 배터리 탑재량의 확장성을 가늠해볼 수 있을 것이다.

그림 58 EV 향 배터리 파우치형 LGES 및 SK On M/S 추이(1~4월 누적): '25년과 유사



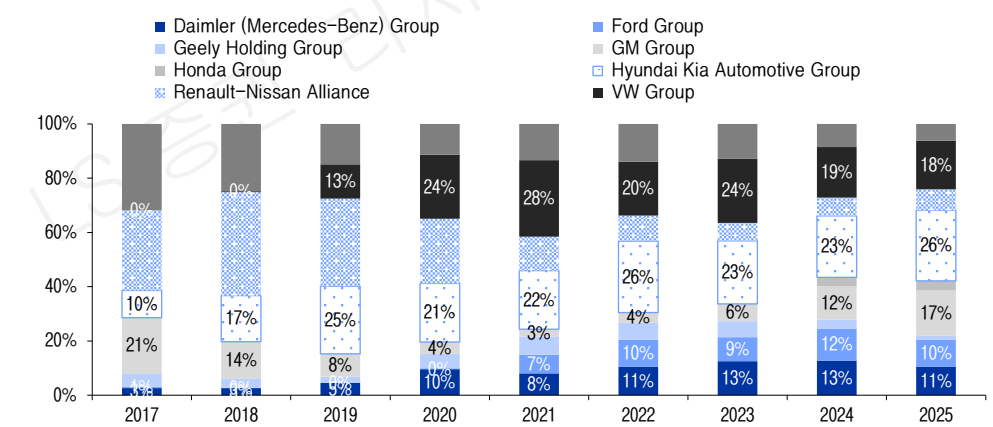
자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

그림 59 EV 향 배터리 파우치형 탑재 OEM 별 사용량 추이



자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

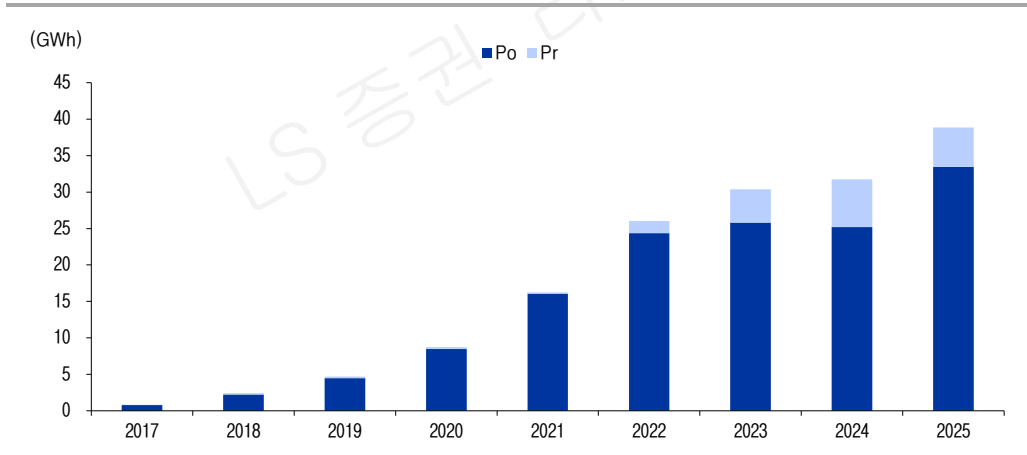
그림 60 EV 향 배터리 파우치형 탑재 OEM 별 사용 비중 추이



자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

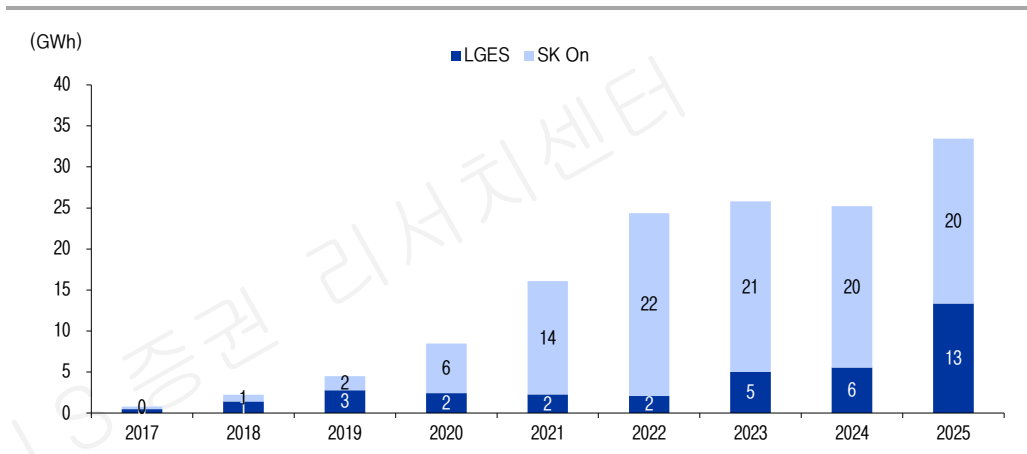
현대기아차는 기존에 파우치만 사용하다가 '22년부터 일부 각형을 사용하기 시작했다. 즉 파우치형에서 No.1 고객 수요가 파우치 단일에서 각형으로 분산된 것이다. 파우치형은 LGES과 SK On으로 양분, 공급받고 있는데 초기 LGES 위주 공급에서 '20년부터 SK On의 비중이 급증했고, 이것이 당시 SK On의 글로벌 M/S 증가에 일조했다. 그러다 '25년 LGES 납품량이 다시 증가했다. 요약하면 각형으로 폼팩터 공급 분산은 현대기아차 그룹에서 나오는 파우치형 수요 성장을 제한할 수 있고, 파우치내 양사간 공급물량도 일정하게 유지되는 것이 아니라 시기별로 변동됨에 따라 낮은 성장성 하에서 경쟁 상황은 지속될 전망이다.

그림 61 현대기아차그룹 폼팩터별 배터리 탑재량 추이



자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

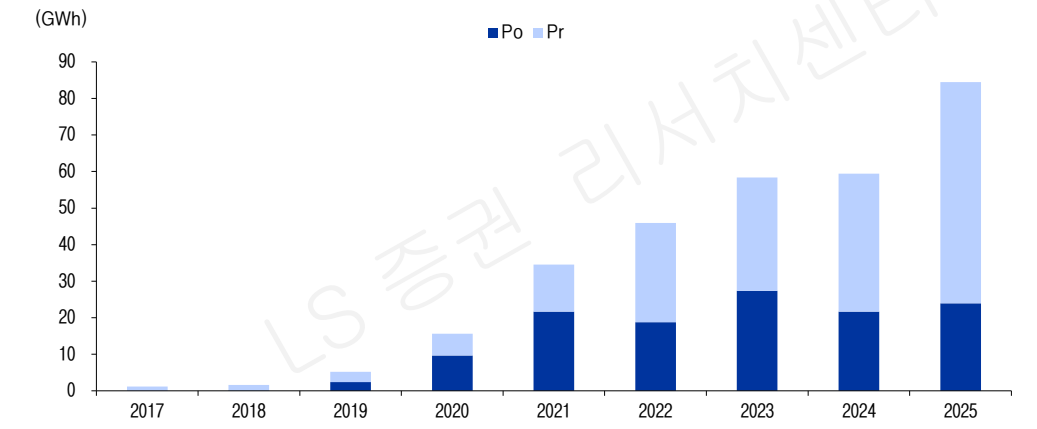
그림 62 현대기아차그룹 파우치형 배터리 공급사별 탑재량 추이



자료: SNE 리서치, LS 증권 리서치센터

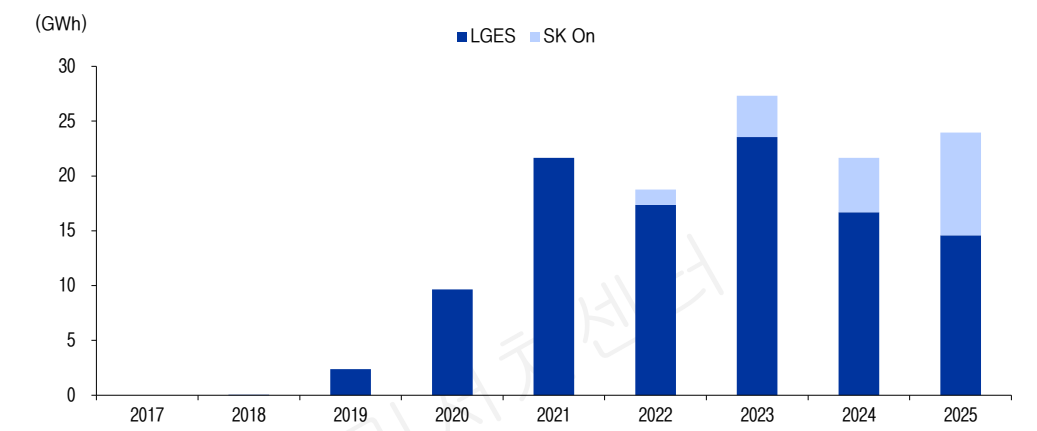
VW그룹의 경우 파우치 위주로 탑재하다가 이후 증가한 물량을 대부분 각형에서 공급받았다. 이에 따라 파우치 사용량은 '21년 이후 정체되었고, 이를 LGES와 SK On 양사가 경쟁하고 있는 상황이다. '22년 이후 SK On 공급량이 증가, M/S 상승에 일조한 점은 긍정적이거나 제한된 공급량 하에서 양사의 경쟁이 지속될 것으로 예상된다.

그림 63 VW Group 배터리 폼팩터별 사용량 추이: 각형 비중 증가



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

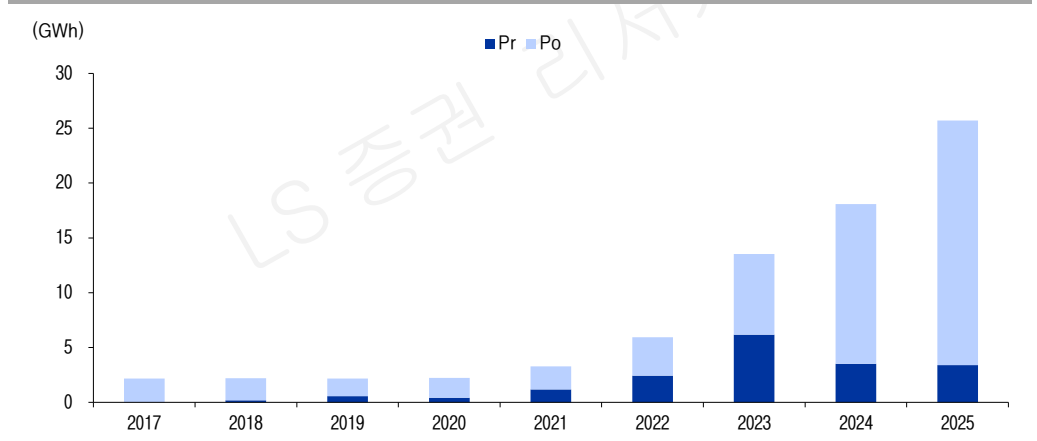
그림 64 VW Group 파우치형 배터리사별 공급량 추이: LGES에서 SK On으로 Vendor 추가



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

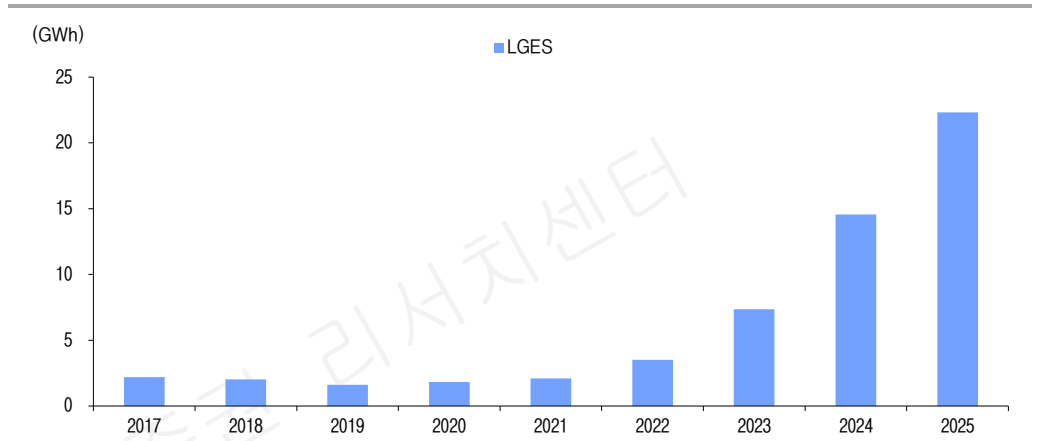
GM그룹의 경우 드물게 파우치 사용 비중을 증가시킨 OEM이다. 그러나 이를 JV 설립 등 긴밀한 협업을 해온 LGES에서 단독에서 공급받고 있다. 또한 GM은 대표적인 미국 OEM 중 하나로 트럼프2기의 친 ICE 정책에 맞추어 각종 BEV 중심 전략에서 Flexible EV(PHEV, HEV 비중을 늘리는) 전략을 표방하고 있다. 이는 한대당 배터리 소요량이 큰 BEV에서 적은 HEV, PHEV로 선회함을 의미한다. LGES 단독 공급 체제로 SK On 고객은 아니지만, 당분간 동사 이차전지 소요량 성장 역시 정체되거나 역성장할 수 있음을 의미, 전체 파우치 수요 확장에 부정적이다.

그림 65 GM Group 배터리 폼팩터별 사용량 추이: 파우치 비중 증가



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

그림 66 GM Group 파우치형 배터리시별 공급량 추이: LGES 단독



자료: SNE Research, LS증권 리서치센터

요약하면, 소수의 고객으로 구성된 파우치형 배터리 시장에서 고객별 폼팩터 채택이 중요한데 대체로 각형으로 확장하는 경향이 나타난다. 이에 따라 각 고객의 EV향 배터리 수요가 증가해도, 이를 각형 등 다른 폼팩터와 공유, 성장을 제약받게 된다. 또한, 파우치에서 OEM은 GM의 경우 LGES에서 단독으로 공급받지만, 나머지 회사들의 경우 양사를 경쟁시키는 구도다. 따라서 파우치형 배터리 확장성이 제한되는 상황에서 시장 파이를 위한 양사간 파우치내 경쟁은 심화될 것으로 볼 수 있으며 이는 마진 개선에 걸림돌이 될 것으로 판단한다.

## 낮은 배터리 가동률 지속된다면

글로벌 전기차 캐즘이라는 개념에 동의하지 않는다. 캐즘이란 Early Adopter의 초기 수요 성장 후 일시 정체기를 거쳐서 일반 대중이 소비하는 대세 상승 패턴을 의미한다. 그러나 전기차는 여전히 정책의 영향을 크게 받는 분야다. 일례로 높은 성장률을 자랑하던 중국의 경우 '26년 취득세 정책이 100% 감면에서 50%로 축소되며, EV판매량이 '25년 1~4월 누적 대비 -13%로 나타났다. 참고로 '24년 1~4월 대비 '25년 동기간 성장률은 38%였다.

그럼에도 앞서 본 바와 같이 글로벌 전기차 판매 성장률은 둔화되었지만 성장은 지속되고 있다. 전기차 판매량과 연동되나, 더 높은 성장률을 보이는 EV향 배터리 수요도 마찬가지다. 문제는 캐즘이냐 아니냐를 떠나 회사별 판매량이 시장 평균 성장률과 유사하거나 높으나, 아니면 이를 하회하느냐일 것이다. 우리가 동사 배터리부문을 우려하는 이유는 전기차 시장의 캐즘 논쟁과 별개로, 시장 성장률을 하회하는 추세가 지속되고 있기 때문이다. 이차전지가 유독 국내시장에서 높은 밸류에이션에 거래되는 이유는 국내 투자자들의 이차전지 성장성에 대한 기대가 높은 것으로 해석할 수 있다. 만일 성장이 기대를 하회한다면, 이는 변할 수 있다.

또한 낮은 가동률이 지속되어, 이에 따라 배터리 자산 가치를 조정한다면 이는 영업외손익에서 자산손상처리나 폐기손실이 발생할 수 있음을 뜻한다. 동사는 '25년 4분기 영업외손익 중 기타손실 4조 4,787억원이 발생했고, 이는 주로 5조 229억원에 달하는 자산손상차손에서 기인했다. 동사 CAPEX가 증가한 지난 9년간 배터리부문 투자가 집중, 총 약 42.9조원의 CAPEX가 집행되었다. 향후 배터리부문에서 현재와 같은 낮은 가동률이 지속된다면 추가적인 자산 손상 혹은 폐기 손실에 따른 감익 가능성을 배제하기 어려우며, 우리는 '26년 지정학적 이슈로 급증한 정제마진 덕분에 수익성이 대폭 개선된 올해 추가 자산손상 인식이 발생할 수 있을 것으로 본다.

동사는 기존 240GWh로 예상되었던 '26년 배터리 Capa를 179GWh로 최근 조정했다. 조정된 Capa와 자산손상에 따른 감가비 감축은 단기적으로 영업이익률에 긍정적으로 기여할 수 있다. 그러나 배터리 수요 비중에서 가장 큰 EV향에서 파우치 시장 축소가 지속된다면 이는 장기적인 해결책이 되기 어렵다.

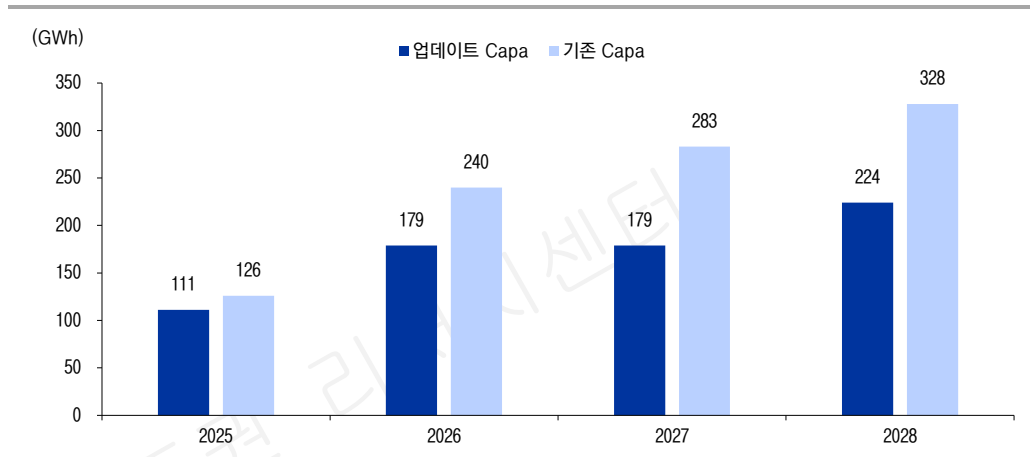
표22 지역별 배터리 Capa 수치

지역	생산거점	2025	2026E	2027E	2028E
한국	서산 1/2 동	7	7	7	7
	서산 3 동				
중국	창저우(BAIC 합작)	7.5	7.5	7.5	7.5
	후이저우(EVE 합작)				
	옌청(EVE 합작)	27	27	27	27
	옌청 공장 2		33	33	33
<b>아시아 소계</b>		<b>41.5</b>	<b>74.5</b>	<b>74.5</b>	<b>74.5</b>
헝가리	1 공장(코마룸)	7.5	7.5	7.5	7.5
	2 공장(코마룸)	10	10	10	10
	3 공장(이반차)	30	30	30	30
<b>유럽 소계</b>		<b>47.5</b>	<b>47.5</b>	<b>47.5</b>	<b>47.5</b>
미국	조지아	10	10	10	10
		12	12	12	12
	테네시 (Ford 합작)				45
	켄터키 (Ford 합작)				
	켄터키 (Ford 합작) 2 공장				
	조지아 (HMG 합작)		35	35	35
<b>북미 소계</b>		<b>22</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>102</b>
<b>글로벌 소계</b>		<b>111</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>224</b>

자료: 회사, LS증권 리서치센터

주: 붉은색 글씨는 생산 Capa가 감소되거나 기존 계획대비 연기된 지역

그림67 SK 온 Capa 감소 (기존 vs 신규)

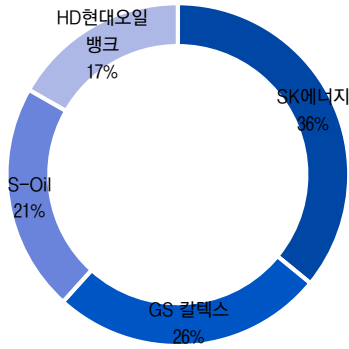


자료: 회사, LS증권 리서치센터

### 정유: 국내 최대 Capa, 그러나 다소 낮은 가동률

동사 정유 Capa는 국내 최대 규모로 1,115kb/d를 보유하고 있다. 다만, 인천 275kb/d의 경우 평소 60%내외 가동율을 추정하며, 울산 840kb/d 설비는 2분기 가동률 하락에 따라 약 65%를 예상한다. 이는 중동산 원유 수급이 원활하지 못함에 따라 기타 원유 공급 다각화에 따른 것이다. 또한 2분기 휘발유 생산율은 증가하는 반면, 경유 생산율은 감소할 것으로 추정한다.

그림68 한국 정유 4사 CDU M/S



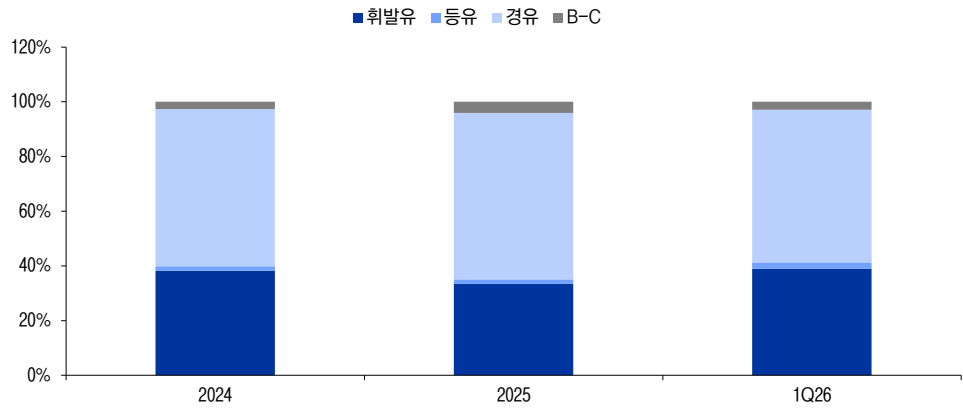
자료: 한국석유공사, LS증권 리서치센터

표23 한국 정유사별 CDU Capa

(단위: 배럴/일)	정제능력(CDU)	비고
SK 에너지	1,115,000	울산(840,000)+ 인천(275,000)
GS 칼텍스	800,000	여수
S-Oil	677,000	울산(온산)
HD 현대오일뱅크	520,000	대산
합계	3,112,000	

자료: 한국석유공사, LS증권 리서치센터

그림69 SK 에너지 주요정유제품 판매비중



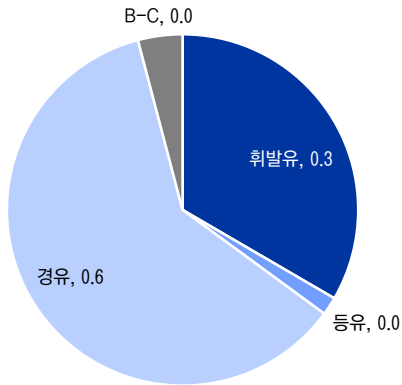
자료: 회사, LS증권 리서치센터

주: 납사 및 기타제품 제외 기준, 정유전체가 아니라 SK에너지 기준으로 인천 제외

### 휘발유 생산율 증가에 따라 중동 공급 충격 영향 제한적

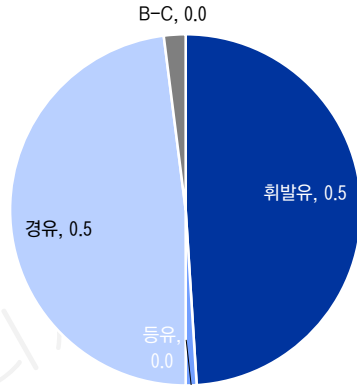
중동사태로 원유와 정유제품 가격이 1분기말부터 급등했다. 1분기 휘발유 마진은 Spot 기준 \$13.5/bbl, 경유 \$39.8/bbl에서 2분기 \$23.3/bbl, \$55.1/bbl로 대폭 상승한 수준을 추정한다. 이에 따라 주요 제품인 휘발유, 경유 마진 확대를 누릴 것으로 예상하나, 가동률 하락과 휘발유 생산비중 증가로 마진 상승 수혜는 제한될 전망이다.

그림 70 SK 에너지 주요정유제품 판매비중('25년)



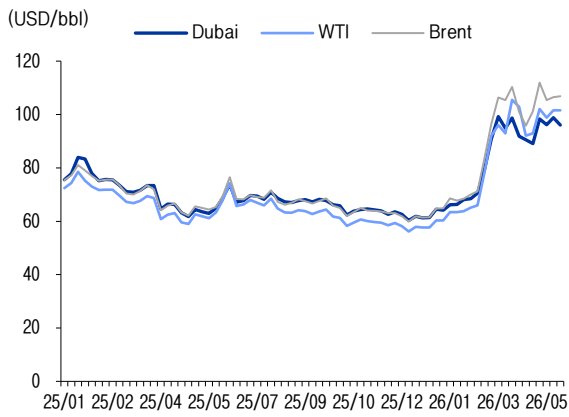
자료: 회사, LS증권 리서치센터  
 주: 납사 및 기타제품 제외 기준, 정유전체가 아니라 SK에너지 기준으로 인천 제외

그림 71 SK 에너지 주요정유제품 판매비중(2Q26E)



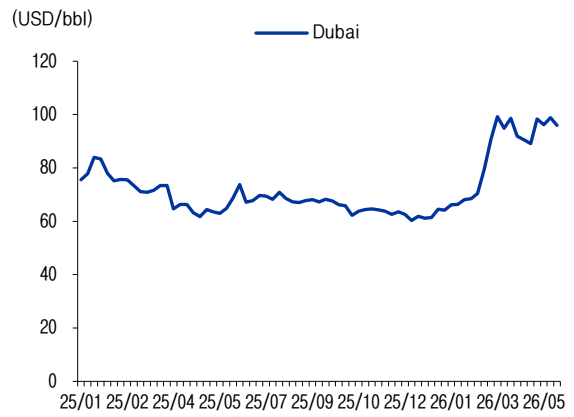
자료: 회사, LS증권 리서치센터  
 주: 납사 및 기타제품 제외 기준, 정유전체가 아니라 SK에너지 기준으로 인천 제외

그림 72 원유 3종 가격 추이



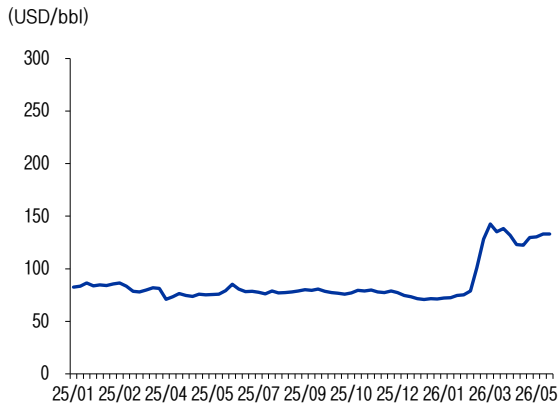
자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림 73 Dubai 유 가격 추이



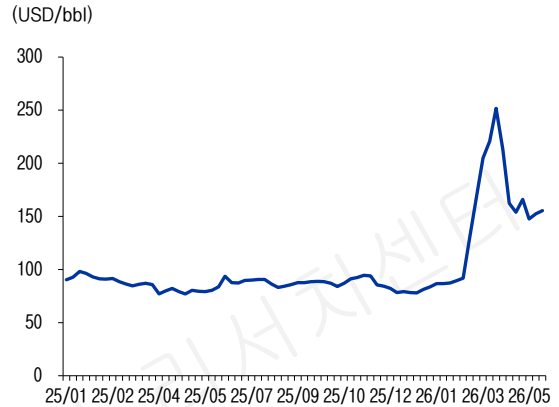
자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림74 휘발유 가격 추이



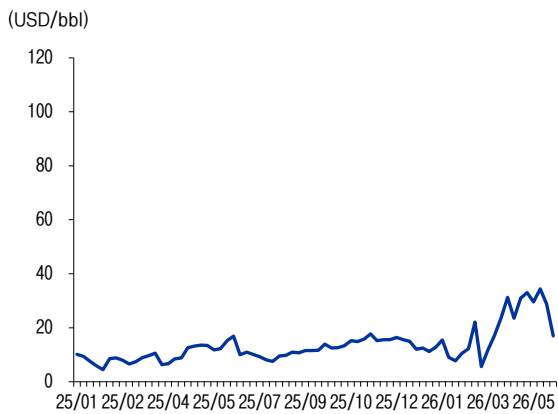
자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림75 경유 가격 추이



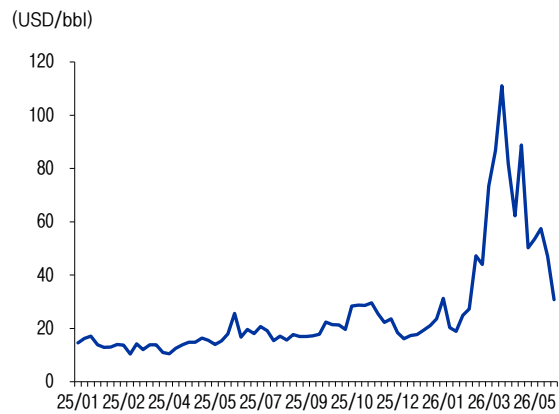
자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림76 휘발유 마진 추이



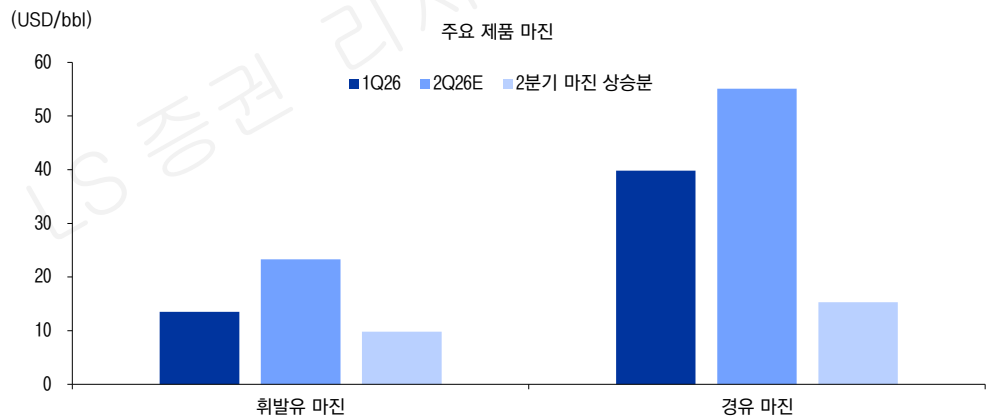
자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림77 경유 마진 추이



자료: Bloomberg, Cischem, LS증권 리서치센터

그림78 SK 에너지 주요정유제품 마진



자료: 회사, LS증권 리서치센터

## SK 이노베이션 (096770)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	36,318	42,795	45,390	44,283	44,787
현금 및 현금성자산	15,865	16,092	18,583	19,364	21,259
매출채권 및 기타채권	8,567	7,879	7,582	7,127	6,842
재고자산	10,336	9,559	10,832	10,182	9,775
기타유동자산	1,551	9,266	8,392	7,610	6,911
비유동자산	74,212	62,813	58,710	56,564	53,236
관계기업투자등	8,818	7,415	6,526	5,637	4,748
유형자산	56,720	47,195	44,294	43,307	41,099
무형자산	8,674	8,204	7,890	7,620	7,389
<b>자산총계</b>	<b>110,530</b>	<b>105,608</b>	<b>104,100</b>	<b>100,847</b>	<b>98,023</b>
유동부채	37,726	41,057	43,011	41,603	40,533
매입채무 및 기타채무	18,689	17,107	19,560	18,153	17,083
단기금융부채	18,101	16,574	16,074	16,074	16,074
기타유동부채	6,123	5,395	5,395	5,395	5,395
비유동부채	33,156	28,160	26,160	25,160	24,660
장기금융부채	27,032	22,765	20,765	19,765	19,265
기타비유동부채	6,123	5,395	5,395	5,395	5,395
<b>부채총계</b>	<b>70,881</b>	<b>69,217</b>	<b>69,171</b>	<b>66,763</b>	<b>65,193</b>
지배주주지분	24,641	21,792	20,699	19,986	19,021
자본금	786	876	876	876	876
자본잉여금	12,747	13,245	13,245	13,245	13,245
이익잉여금	11,109	7,671	6,578	5,865	4,900
비지배주주지분(연결)	15,007	14,599	14,230	14,098	13,809
<b>자본총계</b>	<b>39,649</b>	<b>36,391</b>	<b>34,929</b>	<b>34,084</b>	<b>32,830</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,233	2,283	9,037	7,281	6,452
당기순이익(손실)	-2,372	-5,436	-961	-343	-753
비현금수익비용가감	6,327	12,357	12,115	11,679	11,306
유형자산감가상각비	2,125	2,865	2,901	2,438	2,208
무형자산상각비	209	330	370	314	269
기타현금수익비용	3,994	9,161	8,844	8,928	8,829
영업활동 자산부채변동	1,674	38	2,375	505	349
매출채권 감소(증가)	162	1,606	599	297	455
재고자산 감소(증가)	1,144	1,815	464	-1,273	650
매입채무 증가(감소)	2,008	-1,777	-670	2,454	-1,408
기타자산, 부채변동	-586	-569	187	67	146
<b>투자활동 현금</b>	<b>-7,295</b>	<b>-4,285</b>	<b>-2,723</b>	<b>-1,675</b>	<b>-227</b>
유형자산처분(취득)	-9,956	-4,802	-2,500	-1,450	0
무형자산 감소(증가)	-218	-175	-224	0	0
투자자산 감소(증가)	-3,746	1,715	747	747	747
기타투자활동	6,407	-1,199	-970	-972	-974
<b>재무활동 현금</b>	<b>7,327</b>	<b>2,346</b>	<b>-1,465</b>	<b>35</b>	<b>535</b>
차입금의 증가(감소)	5,536	400	-2,500	-1,000	-500
자본의 증가(감소)	1,137	0	2,000	0	0
배당금의 지급	-314	-681	0	0	0
기타재무활동	2,104	2,627	1,035	1,035	1,035
<b>현금의 증가</b>	<b>2,791</b>	<b>226</b>	<b>2,492</b>	<b>780</b>	<b>1,896</b>
기초현금	13,074	15,865	16,092	18,583	19,364
기말현금	15,865	16,092	18,583	19,364	21,259

자료: SK 이노베이션, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	74,270	80,296	108,319	101,820	97,747
매출원가	70,256	75,996	96,946	93,675	90,905
매출총이익	4,013	4,300	11,374	8,146	6,842
판매비 및 관리비	3,950	4,570	5,971	5,561	5,312
<b>영업이익</b>	<b>356</b>	<b>449</b>	<b>5,403</b>	<b>2,584</b>	<b>1,531</b>
(EBITDA)	2,810	3,684	8,617	5,291	3,970
금융손익	4,647	4,769	4,905	4,872	4,885
이자비용	6,361	6,363	6,540	6,451	6,399
관계기업등 투자손익	-430	-246	-246	-246	-246
기타영업외손익	-514	-4,479	-4,670	-1,170	-670
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-2,302</b>	<b>-5,869</b>	<b>-1,148</b>	<b>-410</b>	<b>-899</b>
계속사업법인세비용	0	-955	-187	-67	-146
계속사업이익	-2,302	-4,914	-961	-343	-753
중단사업이익	-70	-523	0	0	0
당기순이익	-2,372	-5,436	-961	-343	-753
지배주주	-2,260	-3,348	-592	-212	-463
<b>총포괄이익</b>	<b>1,016</b>	<b>-5,938</b>	<b>-1,463</b>	<b>-845</b>	<b>-1,254</b>
매출총이익률 (%)	5.4	5.4	10.5	8.0	7.0
영업이익률 (%)	0.5	0.6	5.0	2.5	1.6
EBITDA 마진률 (%)	0.5	0.6	5.0	2.5	1.6
당기순이익률 (%)	-3.2	-6.8	-0.9	-0.3	-0.8
ROA (%)	-2.5	-5.0	-0.9	-0.3	-0.8
ROE (%)	-9.6	-14.4	-2.8	-1.0	-2.4
ROIC (%)	-0.2	-1.8	8.8	4.5	2.8

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-5.3	-4.8	-27.2	-76.0	-34.7
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	22.4	15.4	5.8	9.1	11.4
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.9	8.1	34.9	-6.0	-4.0
영업이익	-81.3	26.1	1,104.2	-52.2	-40.8
세전이익	-67.4	-347.0	154.9	-80.4	-64.3
당기순이익	적전	적지	적지	적지	적지
EPS	적전	적지	적지	적지	적지
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	178.8	190.2	198.0	195.9	198.6
유동비율	96.3	104.2	105.5	106.4	110.5
순차입금/자기자본(x)	0.4	0.5	0.9	0.7	0.6
영업이익/금융비용(x)	0.1	0.1	0.8	0.4	0.2
총차입금 (십억원)	47,128	41,182	38,682	37,682	37,182
순차입금 (십억원)	16,182	17,112	30,997	24,796	19,781
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-21,236	-21,056	-3,475	-1,242	-2,721
BPS	161,813	127,962	121,542	117,355	111,690
CFPS	20,391	22,512	43,540	44,550	39,715
DPS	2,000	0	0	0	0

# LG 화학 (051910)

2026. 6. 29

정유화학

## 당분간 저수익 지속될 듯, 주식 매력 감소

Analyst 정경희  
khchung@ls-sec.co.kr

### '26년 이차전지 유관 사업부문 저수익 지속 예상

'26년 연결 매출액 비중(60%)이 가장 높은 LGES의 영업이익은 전년비 감소하는 4,790억원(OPM 2%, YoY -64%), 2분기 312억원(YoY -94%, QoQ 흑자전환) 추정. 글로벌 EV향 이차전지 성장률 둔화와 별개로 LGES이 생산하는 원통형과 파우치 시장 축소 우려. 한편 LGES의 1Q26 ESS 출하량은 전년대비 253% 급증, 글로벌 M/S 1.3%p 상승한 3.3%로 개선, 긍정적. 단 우리는 고객사 보유 중국 재고, 비중국간 경쟁 심화로 미국 ESS 시장내 중장기 LGES 판매 증가율이 시장 기대 하회 예상. 첨단소재는 협업사의 직납 확대로 2분기까지 출하량 전년비 감소할 것으로 예상하나, 3분기부터 공급 재개 예상. 2분기 전사 영업이익 1,750억원(YoY -62.6%, QoQ 흑자전환), '26년 연간 4,310억원(YoY -63.5% 영업손실 지속 예상

**Hold (유지)**

목표주가 (하향)	249,000 원
현재주가	271,000 원
상승여력	-8.1 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (6/26)	8,411.21 pt
시가총액	191,305 억원
발행주식수	70,592 천주
52 주 최고가/최저가	429,500 / 209,000 원
90 일 일평균거래대금	1,312.17 억원
외국인 지분율	37.3%
배당수익률(26.12E)	0.7%
BPS(26.12E)	363,265 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -27.3%
	6개월 -123.0%
	12개월 -147.7%
주주구성	LG (외 3인) 35.0%
	국민연금공단 (외 1인) 8.6%
	BlackRock Fund Advisors. (외 14인) 5.0%

### 석화 시황, 당분간 약세 지속 전망

석유화학은 동사 매출에서 34%를 차지하는 사업으로 배터리 다음으로 미치는 영향 커. 3월 중등 사태로 납사가, 제품가격 상승하며 기존 저가 재고를 사용하여 수익이 개선되기 시작하였고, 4, 5월 호조는 지속되었지만, 6월부터 상승한 납사 투입 본격화. 2분기 영업이익 1,750억원(OPM 4.2%)의 호실적 예상. 그러나 이는 중등사태라는 일회성 영향으로, 하반기 사태 진전에 따라 Commodity 화학제품 군 다수의 약세 시황이 다시 마진을 압박하며, 저수익 상황 지속 예상. 특히 6월말 완공예정인 Shaheen Project가 하반기 시범가동 후 '26년부터 풀가동시, 국내 석화업황 약세 요인은 가중될 수 있음에 유의

### 주요 사업 약세로 당분간 저수익 구조 지속, 주식 매력 하락

동사는 LGES 최대주주로 LGES 보유 자산가치와 자체 수익가치를 감안한 EV/EBITDA로 가치 산정. 기존 Multiple 유지하나 추정치 변경과 LGES 시가총액 감소로 목표주가 249,000원으로 하향, 상승여력이 -15~+15%내로 HOLD의 견 유지. LGES 제외시 가장 비중 큰 석화 약세가 지속되고, 첨단소재는 하반기부터 물량 회복 예상하지만, NCM 수익 약세는 당분간 지속될 듯.

언론 기사에 따르면 회사는 '35년까지 약 15조원의 R&D 투자를 통해 전자재료비 중 확대 의지 피력, 이를 긍정적으로 판단하지만, '26~'27년 투자 성과 보기 일러

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	48,700	875	-310	515	-8,825	-74.9	5,557	-28.3	9.7	0.6	-2.1
2025	45,932	1,181	-1,780	-977	-23,242	적전	6,439	-14.3	10.0	0.8	-5.5
2026E	47,492	-292	-2,410	-2,432	-57,844	적지	6,298	-4.9	9.8	0.8	-14.8
2027E	47,054	-37	-1,862	-1,879	-44,699	적지	6,029	-6.4	9.0	0.9	-13.1
2028E	46,619	84	-1,334	-1,346	-32,020	적지	5,571	-8.9	7.4	1.0	-10.5

자료: LG화학, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 부문별 추정 테이블(분기)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	
매출액	YoY(%)	석유화학	4,781	4,696	4,461	3,947	4,121	5,312	4,319	
		첨단소재	1,440	1,060	838	725	843	917	1,254	1,624
		생명과학	286	337	375	356	313	353	375	327
		에너지솔루	6,265	5,565	5,700	6,141	6,555	7,516	7,967	8,026
		팜한농	246	242	102	185	266	291	124	203
		기타	(847)	(533)	(280)	(108)	(202)	(705)	(322)	(189)
		소계	12,171	11,368	11,196	11,247	12,247	12,493	14,710	14,310
	비중	석유화학	7.3%	-5.4%	-7.3%	-19.2%	-6.5%	-12.2%	19.1%	9.4%
		첨단소재	-9.0%	-38.7%	-51.1%	-47.8%	-41.5%	-13.5%	49.6%	124.0%
		생명과학	0.4%	-16.6%	22.1%	5.3%	9.4%	4.7%	0.0%	-8.1%
		에너지솔루	2.2%	-9.7%	-17.1%	-4.8%	4.6%	35.0%	39.8%	30.7%
		팜한농	0.0%	1.7%	-9.7%	12.1%	8.1%	20.2%	21.6%	9.7%
		기타	적지	적지	적지	적지	-54.0%	-25.0%	15.0%	20.0%
		소계	4.8%	-6.7%	-11.3%	-10.0%	-2.6%	14.0%	31.4%	27.8%
	비중	석유화학	39%	41%	40%	35%	37%	33%	36%	30%
		첨단소재	12%	9%	7%	6%	7%	7%	9%	11%
		생명과학	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
		에너지솔루	51%	49%	51%	55%	54%	60%	54%	56%
		팜한농	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%
		기타	-7%	-5%	-2%	-1%	-2%	-6%	-2%	-1%
		소계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
OP	YoY(%)	석유화학	(56)	(90)	29	(239)	25	175	(101)	(248)
		첨단소재	118	71	7	(50)	(43)	(51)	45	101
		생명과학	(13)	25	101	16	34	31	44	10
		에너지솔루	375	492	601	(122)	(208)	31	283	373
		팜한농	31	13	(20)	14	35	13	(22)	15
		기타	(8)	(44)	(39)	(32)	(8)	(24)	(46)	(33)
		소계	447	467	680	(413)	(165)	175.0	203	218
	비중	석유화학	적지	적전	흑전	적지	-144.6%	-294.4%	-448.3%	3.8%
		첨단소재	-16.9%	-58.2%	-95.3%	적전	-136.4%	-171.8%	542.9%	-302.0%
		생명과학	적전	-77.1%	흑전	-1700.0%	-361.5%	24.0%	-56.4%	-37.5%
		에너지솔루	138.1%	152.0%	34.1%	적지	-155.5%	-93.7%	-52.9%	-405.7%
		팜한농	-11.4%	-35.0%	0.0%	55.6%	12.9%	0.0%	10.0%	7.1%
		기타	적지	적지	적지	적지	3.9%	-45.1%	19.2%	4.5%
		소계	68.9%	22.4%	38.9%	적지	-136.9%	-62.6%	-70.1%	-152.8%
	비중	석유화학	-12.5%	-19.3%	4.3%	57.9%	-15.2%	100.0%	-49.8%	-113.8%
		첨단소재	26.4%	15.2%	1.0%	12.1%	26.1%	-29.1%	22.2%	46.3%
		생명과학	-2.9%	5.3%	14.9%	-3.9%	-20.6%	17.7%	21.7%	4.6%
		에너지솔루	83.8%	105.3%	88.5%	29.6%	126.1%	17.7%	139.4%	171.1%
		팜한농	6.9%	2.8%	-2.9%	-3.4%	-21.2%	7.4%	-10.8%	6.9%
		기타	-1.7%	-9.3%	-5.7%	7.7%	4.9%	-13.7%	-22.7%	-15.1%
		소계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

자료: LS증권 리서치센터

표25 부문별 추정 테이블(연간)

		2025	2026E	2027E	
매출액		석유화학	17,885	18,224	17,222
		첨단소재	4,063	4,638	4,713
		생명과학	1,354	1,368	1,415
		에너지솔루션	23,672	30,064	34,603
		팜한농	775	884	785
		기타	(1,767)	(1,418)	(1,446)
		소계	45,982	53,760	57,291
	YoY(%)	석유화학	-6.5%	1.9%	-5.5%
		첨단소재	-36.6%	14.2%	1.6%
		생명과학	1.5%	1.0%	3.4%
		에너지솔루션	-7.6%	27.0%	15.1%
		팜한농	1.7%	14.1%	-11.2%
		기타	적지	-21.9%	2.0%
		소계	-6.0%	17.0%	6.6%
	비중	석유화학	39%	34%	30%
		첨단소재	9%	9%	8%
		생명과학	3%	3%	2%
		에너지솔루션	51%	56%	60%
		팜한농	2%	2%	1%
		기타	-4%	-3%	-3%
		소계	100%	100%	100%
OP		석유화학	(356)	(149)	(255)
		첨단소재	146	52	105
		생명과학	129	119	119
		에너지솔루션	1346	479	1406
		팜한농	38	41	51
		기타	(122)	(111)	(105)
		소계	1182	431	1,321
	YoY(%)	석유화학	적지	-58.1%	71.1%
		첨단소재	-71.0%	-64.4%	101.9%
		생명과학	17.3%	-7.8%	0.0%
		에너지솔루션	134.0%	-64.4%	193.4%
		팜한농	-13.6%	7.9%	24.4%
		기타	적지	-8.7%	-5.4%
		소계	28.9%	-63.5%	206.4%
	비중	석유화학	-30.1%	-34.6%	-19.3%
		첨단소재	12.4%	12.1%	7.9%
		생명과학	10.9%	27.6%	9.0%
		에너지솔루션	113.9%	111.1%	106.4%
		팜한농	3.2%	9.5%	3.9%
		기타	-10.3%	-25.7%	-7.9%
		소계	100.0%	100.0%	100.0%

자료: LS증권 리서치센터

표26 밸류에이션

(십억원, 배, %)	2026E	
Forward EBITDA(가)	5,800	
Forward EBITDA(LGES)(나)	6,238	
(가)-(나)	(438)	
Forward EV/EBITDA	4	
수익 가치(다)		(1,753)
LG 에너지솔루션	82,602	
(보유지분율)	79.4%	65,569
(장기 보유계획 지분율)	70%	
보유 지분 할인율	50%	
보유 지분 가치(라)		28,911
(5년내 예상계획 지분율)	9.4%	
보유 지분 할인율	30%	
보유 지분 가치(마)		5,424
순차입금(바)		15,009
(다+라+마-바)		17,573
주식수(천주)		70,592
주당 가치		248,933
현재 주가		271,000
Upside/Downside		-8.1%

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

## LG 화학 (051910)

### 재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	27,816	32,527	43,987	90,276	246,260
현금 및 현금성자산	7,855	9,900	7,331	10,592	27,605
매출채권 및 기타채권	9,070	7,524	7,780	7,708	7,637
재고자산	8,847	8,177	8,455	8,377	8,300
기타유동자산	2,043	6,925	20,421	63,599	202,718
비유동자산	66,042	68,535	69,486	68,807	66,188
관계기업투자등	898	353	220	87	-46
유형자산	54,570	56,458	58,111	58,019	55,897
무형자산	10,573	11,724	11,155	10,701	10,337
<b>자산총계</b>	<b>93,858</b>	<b>101,062</b>	<b>113,473</b>	<b>159,083</b>	<b>312,448</b>
유동부채	21,086	26,137	25,969	25,659	25,359
매입채무 및 기타채무	11,552	11,107	10,939	10,628	10,328
단기금융부채	7,621	11,738	11,738	11,738	11,738
기타유동부채	5,795	6,636	6,636	6,636	6,636
비유동부채	24,777	27,819	24,269	18,769	22,269
장기금융부채	18,981	21,183	17,633	12,133	15,633
기타비유동부채	5,795	6,636	6,636	6,636	6,636
<b>부채총계</b>	<b>45,862</b>	<b>53,956</b>	<b>50,238</b>	<b>44,428</b>	<b>47,628</b>
지배주주지분	33,284	32,846	28,437	25,057	22,670
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	11,569	12,654	12,654	12,654	12,654
이익잉여금	21,324	19,800	15,391	12,012	9,624
비지배주주지분(연결)	14,711	14,260	16,356	17,976	19,137
<b>자본총계</b>	<b>47,995</b>	<b>47,106</b>	<b>44,793</b>	<b>43,033</b>	<b>41,807</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	7,012	8,234	-6,123	-35,174	-131,074
당기순이익(손실)	515	-977	-2,432	-1,879	-1,346
비현금수익비용가감	9,442	11,650	13,632	12,918	12,451
유형자산감가상각비	4,200	4,694	6,022	5,612	5,123
무형자산상각비	399	482	563	568	455
기타현금수익비용	4,843	6,474	7,047	6,739	6,874
영업활동 자산부채변동	1,012	1,522	-13,946	-43,026	-138,879
매출채권 감소(증가)	-300	618	1,384	-256	72
재고자산 감소(증가)	2,965	1,119	618	-278	78
매입채무 증가(감소)	-1,057	-528	-267	-168	-311
기타자산, 부채변동	-660	-760	-22	-17	-12
<b>투자활동 현금</b>	<b>-13,663</b>	<b>-12,471</b>	<b>-6,062</b>	<b>-3,970</b>	<b>-1,528</b>
유형자산처분(취득)	-14,493	-13,503	-7,675	-5,520	-3,000
무형자산 감소(증가)	-151	-153	-181	0	0
투자자산 감소(증가)	-615	155	15	15	15
기타투자활동	1,445	878	1,598	1,535	1,457
<b>재무활동 현금</b>	<b>4,821</b>	<b>6,243</b>	<b>-2,615</b>	<b>-4,565</b>	<b>4,435</b>
차입금의 증가(감소)	1,822	5,378	-3,550	-5,500	3,500
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-367	-227	-157	-157	-157
기타재무활동	3,367	1,092	1,092	1,092	1,092
<b>현금의 증가</b>	<b>-1,230</b>	<b>2,045</b>	<b>-18,896</b>	<b>-47,805</b>	<b>-132,263</b>
기초현금	9,085	7,855	9,900	-8,996	-56,801
기말현금	7,855	9,900	-8,996	-56,801	-189,064

자료: LG 화학, LS 증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	48,700	45,932	47,492	47,054	46,619
매출원가	41,247	38,123	39,109	38,625	38,269
매출총이익	7,452	7,809	8,383	8,428	8,350
판매비 및 관리비	8,057	8,275	8,676	8,466	8,266
<b>영업이익</b>	<b>875</b>	<b>1,181</b>	<b>-292</b>	<b>-37</b>	<b>84</b>
(EBITDA)	5,557	6,439	6,298	6,029	5,571
금융손익	2,112	1,945	1,875	1,983	2,507
이자비용	647	949	1,217	1,098	913
관계기업등 투자손익	-25	-118	-118	-118	-118
기타영업외손익	-568	-2,629	-1,835	-1,835	-1,835
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-310</b>	<b>-1,780</b>	<b>-2,410</b>	<b>-1,862</b>	<b>-1,334</b>
계속사업법인세비용	53	16	22	17	12
계속사업이익	-362	-1,796	-2,432	-1,879	-1,346
중단사업이익	877	819	0	0	0
당기순이익	515	-977	-2,432	-1,879	-1,346
지배주주	-691	-1,819	-4,528	-3,499	-2,507
<b>총포괄이익</b>	<b>3,949</b>	<b>-701</b>	<b>-2,155</b>	<b>-1,603</b>	<b>-1,070</b>
매출총이익률 (%)	15.3	17.0	17.7	17.9	17.9
영업이익률 (%)	1.8	2.6	-0.6	-0.1	0.2
EBITDA 마진률 (%)	11.4	14.0	13.3	12.8	11.9
당기순이익률 (%)	1.1	-2.1	-5.1	-4.0	-2.9
ROA (%)	0.6	-1.0	-2.3	-1.4	-0.6
ROE (%)	-2.1	-5.5	-14.8	-13.1	-10.5
ROIC (%)	0.0	1.2	-0.4	0.0	0.0

### 주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-28.3	-14.3	-4.9	-6.4	-8.9
P/B	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
EV/EBITDA	9.7	10.0	9.8	9.0	7.4
P/CF	8.6	9.6	10.6	11.6	12.6
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.7	0.7	0.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-11.9	-5.7	3.4	-0.9	-0.9
영업이익	-65.4	35.0	적전	적지	흑전
세전이익	-10.1	-112.4	475.2	35.4	-22.7
당기순이익	-74.9	적전	적지	적지	적지
EPS	-74.9	적전	적지	적지	적지
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	95.6	114.5	112.2	103.2	113.9
유동비율	131.9	124.4	169.4	351.8	971.1
순차입금/자기자본(x)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
영업이익/금융비용(x)	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.0
총차입금 (십억원)	28,376	36,218	32,668	27,168	30,668
순차입금 (십억원)	7,322	12,790	20,308	25,315	24,083
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-8,825	-23,242	-57,844	-44,699	-32,020
BPS	425,188	419,585	363,265	320,091	289,595
CFPS	92,280	107,333	110,769	107,331	101,480
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000

**[Appendix]**

그림79 정유화학 Peer 실적 컨센서스 추이

기업명	단위: 십억원(국내) 백만달러(해외)	컨센서스						1개월 전 대비			3개월 전 대비		
		분기별			연간			분기별		연간	분기별		연간
		1Q26	2Q26E	3Q26E	2025	2026E	2027E	2Q26E	3Q26E	2026E	2Q26E	3Q26E	2026E
<b>정유</b>													
HD현대	매출액	19,602	20,456	19,753	71,259	83,614	86,083	6%▲	1%▲	5%▲	2%▲	3%▼	10%▲
	영업이익	2,835	2,827	2,362	6,100	10,287	11,026	44%▲	36%▲	25%▲	35%▲	16%▲	35%▲
GS	매출액	6,842	6,732	6,848	25,184	27,085	26,991	4%▲	1%▲	3%▲	8%▲	3%▲	5%▲
	영업이익	1,259	867	750	2,936	3,674	3,287	12%▲	2%▼	19%▲	30%▲	2%▼	22%▲
S-Oil	매출액	8,943	11,316	10,815	34,247	40,729	38,995	9%▲	10%▲	5%▲	39%▲	30%▲	23%▲
	영업이익	1,231	764	492	236	2,542	2,013	47%▲	71%▲	39%▲	112%▲	28%▲	65%▲
SK이노베이션	매출액	16,530	15,950	15,368	56,512	60,957	58,765	14%▲	11%▲	7%▲	22%▲	17%▲	14%▲
	영업이익	1,476	640	487	316	2,360	1,886	53%▲	29%▲	46%▲	167%▲	34%▲	90%▲
Reliance	매출액	32,150	30,698	33,499	114,129	109,955	124,568	4%▲	3%▲	0%	10%▲	19%▲	1%▼
	영업이익	3,693	3,396	3,679	13,651	13,762	14,663	9%▲	1%▲	0%	12%▼	8%▼	1%▼
ENEOS	매출액	19,404	19,891	21,995	80,895	74,039	80,012	14%▼	18%▼	2%▲	16%▲	16%▲	2%▲
	영업이익	849	2,727	359	1,721	2,498	3,811	13%▲	66%▼	2%▲	217%▲	65%▼	17%▲
PetroChina	매출액	156,089	182,868	183,843	566,716	738,894	722,294	0%	0%	7%▲	n/a	n/a	20%▲
	영업이익	14,112	22,277	16,175	46,030	60,671	55,832	11%▲	17%▲	2%▲	15%▲	22%▲	26%▲
Marathon	매출액	50,108	63,342	59,542	188,675	232,927	214,637	11%▲	11%▲	11%▲	39%▲	31%▲	32%▲
	영업이익	2,530	7,882	6,513	9,954	21,972	17,989	31%▲	19%▲	30%▲	104%▲	89%▲	90%▲
REPSOL	매출액	18,280	26,564	21,188	62,015	79,092	67,547	6%▲	0%▼	4%▲	141%▲	86%▲	32%▲
	영업이익	2,286	2,336	1,862	3,045	7,087	5,875	9%▲	2%▲	3%▲	95%▲	42%▲	36%▲
NESTE	매출액	6,043	6,816	5,786	21,496	24,518	25,568	0%▼	4%▼	1%▼	22%▲	9%▲	11%▲
	영업이익	918	1,035	654	705	2,875	2,343	2%▲	0%▼	0%▼	151%▲	77%▲	106%▲
<b>화학</b>													
LG화학	매출액	12,247	12,931	13,645	45,932	52,469	59,559	10%▲	8%▲	6%▲	12%▲	10%▲	7%▲
	영업이익	-50	302	566	1,181	1,544	4,123	91%▲	3%▼	3%▼	14%▲	7%▼	18%▼
금호석유화학	매출액	1,780	1,875	1,864	6,915	7,256	7,442	8%▲	4%▲	4%▲	9%▲	6%▲	4%▲
	영업이익	59	101	102	272	355	431	29%▲	1%▲	3%▲	3%▲	2%▼	5%▼
KCC	매출액	1,626	1,663	1,711	6,484	6,758	7,129	3%▼	0%▼	0%▲	3%▼	0%▼	1%▲
	영업이익	88	100	115	428	442	472	23%▼	7%▼	5%▼	23%▼	7%▼	3%▼
롯데케미칼	매출액	3,407	3,550	3,486	13,008	13,752	13,176	4%▲	2%▼	1%▼	3%▲	0%▲	0%▼
	영업이익	50	66	-27	-663	-12	93	흑전	36%▼	95%▼	흑전	6%▲	96%▼
OCI	매출액	346	409		1,414			6%▲	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	영업이익	19	29		0			31%▲	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DOW	매출액	9,794	11,933	11,998	39,968	44,975	45,697	1%▼	1%▼	0%▼	18%▲	17%▲	13%▲
	영업이익	34	1,419	1,468	444	3,860	3,057	2%▲	1%▲	1%▲	449%▲	341%▲	389%▲
Sherwin-Williams	매출액	8,303	10,118	10,206	33,519	37,917	39,669	3%▲	3%▲	4%▲	7%▲	7%▲	7%▲
	영업이익	1,181	1,885	1,910	5,597	6,501	7,036	3%▲	2%▲	6%▲	4%▲	2%▲	5%▲
Petronas Chemicals	매출액	2,589			9,130	11,932	11,168	n/a	n/a	2%▲	n/a	n/a	15%▲
	영업이익	197			-815	964	694	n/a	n/a	10%▲	n/a	n/a	361%▲
Shin-etsu Chem.	매출액	4,081	4,268	4,574	16,814	16,167	17,576	2%▼	1%▼	0%	0%▼	23%▼	1%▼
	영업이익	875	1,112	1,286	4,872	4,088	4,792	0%▼	3%▲	0%	4%▲	16%▼	3%▼

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림80 정유화학 Peer Valuation

업체	국가	현재가 (USD)	시가총액 (USD mn)	EPS(USD)			PER(X)			PBR(X)			EV/EBITDA		
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
<b>정유</b>															
HD현대	KR	128.5	10,147	9.59	18.28	19.93	9.2	7.2	6.7	1.7	1.4	1.2	5.4	3.8	3.4
GS	KR	40.5	3,766	5.94	8.39	6.64	4.5	5.0	6.3	0.4	0.4	0.4	6.1	4.3	4.9
S-Oil	KR	62.5	7,035	1.07	11.01	8.48	12.0	5.8	7.5	1.3	1.1	1.0	15.1	4.8	5.1
SK이노베이션	KR	59.5	10,050	-15.13	4.26	3.30	n/a	14.1	18.2	0.6	0.6	0.6	15.5	8.2	8.6
Reliance	IN	14.0	188,894	0.68	0.64	0.68	22.1	22.2	20.4	2.1	1.9	1.8	12.7	11.9	10.7
ENEOS	JP	7.4	20,128	0.64	0.51	0.84	11.9	14.7	8.9	1.1	1.0	0.9	9.1	5.7	4.5
PetroChina	CN	1.3	239,308	0.12	0.15	0.15	10.5	8.6	9.0	1.1	1.0	1.0	4.3	4.3	4.3
Marathon	US	253.6	74,023	13.24	30.45	24.47	19.6	8.3	10.4	4.5	3.9	3.5	10.2	5.9	6.9
REPSOL	ES	24.4	26,934	1.90	4.46	3.83	9.7	5.5	6.4	0.9	0.8	0.7	4.8	3.7	4.1
NESTE	FI	31.0	23,822	0.21	2.94	2.38	29.3	10.6	13.1	2.8	2.3	2.0	15.4	6.6	7.4
<b>평균</b>							<b>14.3</b>	<b>10.2</b>	<b>10.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>9.8</b>	<b>5.9</b>	<b>6.0</b>
<b>화학</b>															
LG화학	KR	181.7	12,827	-16.36	1.48	16.19	n/a	123.8	11.3	0.7	0.7	0.6	8.7	8.1	5.8
금호석유화학	KR	73.8	1,858	7.95	9.59	11.10	11.2	7.8	6.8	0.5	0.5	0.5	4.5	4.1	3.3
KCC	KR	325.3	2,796	147.23	55.20	26.62	2.2	6.1	12.7	0.6	0.5	0.5	3.4	10.1	5.7
롯데케미칼	KR	41.2	1,764	-34.00	-5.46	-2.56	n/a	n/a	n/a	0.2	0.2	0.2	27.4	12.1	10.4
OCI	KR	53.6	480	-4.92	8.18	9.95	n/a	6.7	5.5	n/a	0.6	0.5	n/a	5.4	5.0
LyondellBasell	US	55.8	18,024	-2.34	9.50	7.53	29.8	5.9	7.4	1.7	1.5	1.3	10.9	5.0	5.5
BASF	DE	54.9	48,968	2.06	3.07	3.33	28.6	18.0	16.6	1.3	1.3	1.2	9.5	8.1	7.7
Sherwin-Williams	US	339.1	83,629	10.37	11.74	13.23	31.6	28.9	25.6	19.2	16.8	15.4	21.0	19.7	18.1
Petronas Chemicals	MY	1.0	7,786	-0.06	0.06	0.04	n/a	17.0	26.8	0.8	0.8	0.8	10.8	5.3	5.9
Shin-etsu Chem.	JP	43.2	85,844	1.68	1.64	1.93	27.7	26.8	22.7	3.0	3.0	2.8	12.7	14.3	12.3
<b>평균</b>							<b>21.9</b>	<b>26.8</b>	<b>15.0</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>12.1</b>	<b>9.2</b>	<b>7.9</b>

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표27 ENEOS 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027E	
<b>매출액</b>	<b>111,076</b>	<b>85,495</b>	<b>80,895</b>	<b>78,162</b>	<b>80,012</b>	
Petroleum Products		76,657	71,572	68,704	72,236	
Oil & Natural Gas E&P		1,419	1,594	1,440	2,136	
High Performance Materials		2,118	2,260	2,236	2,279	
Electricity		1,847	2,056	2,207	2,019	
Renewable Energy		289	285	311	313	
Others		3,164	3,128	3,264	1,028	
<b>영업이익</b>	<b>1,986</b>	<b>2,439</b>	<b>1,721</b>	<b>2,833</b>	<b>3,811</b>	
순이익	1,458	1,244	1,186	1,907	2,341	
조정 EPS	0.5	0.4	0.4	0.7	0.8	
YoY	-62%	-6%	7%	67%	19%	
영업이익률	2%	3%	2%	4%	5%	
ROE	4%	5%	5%	5%		
잉여현금흐름	-	3,193	4,570	1,639	2,280	1,826
Dvd Payout Ratio	47%	39%	n/a	35%		
부채비율(Debt to Equity)	108%	88%	77%	70%		

자료: LS증권 리서치센터

표28 ENEOS 분기별 실적

(USD mn, %)	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26
<b>매출액</b>	<b>19,231</b>	<b>20,249</b>	<b>20,195</b>	<b>17,824</b>	<b>19,862</b>	<b>19,139</b>	<b>19,668</b>	<b>19,404</b>
YoY	-18%	-14%	-18%	26%	3%	-5%	-3%	9%
QoQ	36%	5%	0%	-12%	11%	-4%	3%	-1%
<b>영업이익</b>	<b>772</b>	<b>-307</b>	<b>828</b>	<b>252</b>	<b>-135</b>	<b>620</b>	<b>520</b>	<b>1,260</b>
OPM	4.0%	-1.5%	4.1%	1.4%	-0.7%	3.2%	2.6%	6.5%
YoY	49%	적전	70%	-41%	적전	-302%	-37%	401%
QoQ	127%	적전	흑전	-70%	적전	흑전	-16%	142%
<b>세전이익</b>	<b>782</b>	<b>-379</b>	<b>867</b>	<b>-35</b>	<b>-125</b>	<b>699</b>	<b>656</b>	<b>1,447</b>
YoY	17%	적전	37%	적지	-116%	흑전	-24%	흑전
QoQ	흑전	-149%	-329%	적전	적지	흑전	-6%	121%

자료: LS증권 리서치센터

표29 PetroChina 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>425,459</b>	<b>408,073</b>	<b>398,706</b>	<b>482,759</b>	<b>471,613</b>
Oil, Gas & New Energies	20,693	21,510	18,795	23,994	21,956
Refining, Chemicals & New Materials	47,475	47,811	45,436	55,205	52,920
Marketing	281,393	260,910	253,635	290,587	269,421
Natural Gas Marketing	75,401	77,380	80,571	92,475	95,815
Head Office & Others	497	463	269	20,498	31,502
<b>영업이익</b>	<b>34,964</b>	<b>36,460</b>	<b>32,384</b>	<b>40,817</b>	<b>37,740</b>
순이익	25,499	25,522	23,944	27,684	27,234
조정 EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
YoY	-13%	8%	-7%	23%	-6%
영업이익률	8%	9%	8%	8%	8%
ROE	11%	11%	10%		
잉여현금흐름	24,884	15,699	18,060	17,570	19,210
Dvd Payout Ratio	50%	52%	55%		
부채비율(Debt to Equity)	25%	22%	20%		

자료: LS증권 리서치센터

표30 PetroChina 분기별 실적

(USD mn, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>103,513</b>	<b>96,407</b>	<b>100,479</b>	<b>98,115</b>	<b>106,347</b>	<b>124,199</b>	<b>124,861</b>	<b>115,304</b>
YoY	-8%	-6%	2%	4%	10%	24%	27%	18%
QoQ	10%	-7%	4%	-2%	8%	17%	1%	-8%
<b>영업이익</b>	<b>8,951</b>	<b>7,282</b>	<b>7,965</b>	<b>8,263</b>	<b>9,615</b>	<b>15,307</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
OPM	8.6%	7.6%	7.9%	8.4%	9.0%	12.3%	-	-
YoY	0%	-8%	-8%	-11%	7%	110%	-	-
QoQ	-4%	-19%	9%	4%	16%	59%	-	-
<b>세전이익</b>	<b>9,178</b>	<b>7,617</b>	<b>8,253</b>	<b>8,423</b>	<b>9,953</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
YoY	0%	-17%	-6%	-10%	8%	-	-	-
QoQ	-2%	-17%	8%	2%	18%	-	-	-

자료: LS증권 리서치센터

표31 Matathon 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>148,379</b>	<b>138,864</b>	<b>132,699</b>	<b>152,750</b>	<b>140,092</b>
Refining & Marketing	141,835	131,588	124,252		
Midstream	4,911	5,197	5,628	5,644	5,974
Renewable Diesel	1,633	2,079	2,814	3,907	3,551
<b>영업이익</b>	<b>13,373</b>	<b>5,569</b>	<b>7,001</b>	<b>14,185</b>	<b>11,987</b>
순이익	9,681	3,445	4,047	9,024	7,179
조정 EPS	22.4	9.6	9.1	30.7	25.6
YoY	-16%	-57%	-5%	237%	-16%
영업이익률	9%	4%	5%		
ROE	7%	2%	3%		
잉여현금흐름	12,227	6,132	5,488	11,751	12,103
Dvd Payout Ratio	13%	33%	7%		
부채비율(Debt to Equity)	91%	117%	143%		

자료: LS증권 리서치센터

표32 Matathon 분기별 실적

(USD mn, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>45,018</b>	<b>50,497</b>	<b>58,015</b>	<b>47,976</b>	<b>71,545</b>	<b>41,691</b>	<b>39,086</b>	<b>36,199</b>
YoY	-37%	-15%	10%	9%	59%	-17%	-33%	-25%
QoQ	2%	12%	15%	-17%	49%	-42%	-6%	-7%
<b>영업이익</b>	<b>457</b>	<b>2,191</b>	<b>1,975</b>	<b>2,125</b>	<b>1,727</b>	<b>5,259</b>	<b>4,206</b>	<b>3,275</b>
OPM	1.0%	4.3%	3.4%	4.4%	2.4%	12.6%	10.8%	9.0%
YoY	-59%	8%	33%	122%	138%	191%	216%	104%
QoQ	-48%	379%	-10%	8%	-19%	205%	-20%	-22%
<b>세전이익</b>	<b>383</b>	<b>1,872</b>	<b>1,665</b>	<b>1,782</b>	<b>1,533</b>	<b>4,597</b>	<b>3,483</b>	<b>2,654</b>
YoY	-76%	-14%	47%	101%	300%	146%	109%	49%
QoQ	-57%	389%	-11%	7%	-14%	200%	-24%	-24%

자료: LS증권 리서치센터

표33 Ampol 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>25,083</b>	<b>23,006</b>	<b>20,230</b>	<b>25,193</b>	<b>25,649</b>
Fuels & Infrastructure	17,438	16,039	14,074	18,519	18,955
Convenience Retail	3,984	3,669	3,275	3,946	4,032
Z Energy	3,662	3,298	2,881	2,728	2,662
<b>영업이익</b>	<b>709</b>	<b>307</b>	<b>376</b>	<b>1,179</b>	<b>897</b>
순이익	343	38	107	627	397
조정 EPS	1.4	0.2	0.5	2.7	1.6
YoY	-17%	-89%	181%	493%	-39%
영업이익률	3%	1%	2%	5%	3%
ROE	11%	6%	5%		
잉여현금흐름	654	169	72	701	511
Dvd Payout Ratio	119%	126%	289%		
부채비율(Debt to Equity)	93%	114%	122%		

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표34 DOW 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	44,622	42,964	39,968	45,291	46,215
Performance Materials & Coatings	8,497	8,574	8,134	8,392	8,809
Industrial Intermediates &	12,538	11,869	11,163	11,485	12,095
Packaging & Specialty Plastics	23,149	21,776	19,970	24,739	24,655
Corporate	438	745	701	675	656
<b>영업이익</b>	3,177	2,114	444	3,850	3,032
<b>순이익</b>	1,588	1,153	-621	2,299	1,608
<b>조정 EPS</b>	2.2	1.6	-0.9	3.2	2.5
YoY	-64%	-27%	적전	흑전	-22%
<b>영업이익률</b>	7%	5%	1%	9%	7%
<b>ROE</b>	3%	5%	-5%		
<b>잉여현금흐름</b>		-	-		
<b>Dvd Payout Ratio</b>	342%	179%	n/a		
<b>부채비율(Debt to Equity)</b>	87%	99%	113%		

자료: LS증권 리서치센터

표35 DOW 분기별 실적

(USD mn, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
<b>매출액</b>	10,765	10,915	10,879	10,405	10,431	10,104	9,973	9,460	9,794
YoY	-9%	-4%	1%	-2%	-3%	-7%	-8%	-9%	-6%
QoQ	1%	1%	0%	-4%	0%	-3%	-1%	-5%	4%
<b>영업이익</b>	585	717	520	339	235	-138	85	356	34
OPM	5.4%	6.6%	4.8%	3.3%	2.3%	-1.4%	0.9%	3.8%	0.3%
YoY	-7%	-22%	-4%	-68%	-60%	적전	-84%	5%	-86%
QoQ	-44%	23%	-27%	-35%	-31%	적전	흑전	319%	-90%
<b>세전이익</b>	538	648	450	288	40	-191	24	-148	-325
YoY	-2%	-18%	-6%	-29%	-93%	적전	-95%	적전	적전
QoQ	33%	20%	-31%	-36%	-86%	적전	흑전	적전	적지

자료: LS증권 리서치센터

표36 Sherwin-Williams 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>23,052</b>	<b>23,099</b>	<b>23,575</b>	<b>24,721</b>	<b>25,875</b>
Paint Stores Group (PSG)	12,840	13,188	13,606	14,080	14,800
Consumer Brands Group (CBG)	3,366	3,108	3,166	3,568	3,730
Performance Coatings Group (PCG)	6,843	6,797	6,803	7,072	7,345
<b>영업이익</b>	<b>3,617</b>	<b>3,868</b>	<b>4,006</b>	<b>4,238</b>	<b>4,586</b>
순이익	2,483	2,628	2,658	2,862	3,192
조정 EPS	9.6	10.3	10.6	11.8	13.2
YoY	22%	8%	3%	11%	12%
영업이익률	16%	17%	17%	17%	18%
ROE	17%	19%	17%		
잉여현금흐름	2,634	2,083	2,654	2,814	3,145
Dvd Payout Ratio	26%	27%	31%		
부채비율(Debt to Equity)	266%	240%	237%		

자료: LS증권 리서치센터

표37 Sherwin-Williams 분기별 실적

(USD mn, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
<b>매출액</b>	<b>5,367</b>	<b>6,272</b>	<b>6,163</b>	<b>5,297</b>	<b>5,306</b>	<b>6,315</b>	<b>6,358</b>	<b>5,596</b>	<b>5,667</b>
YoY	-1%	0%	1%	1%	-1%	1%	3%	6%	7%
QoQ	2%	17%	-2%	-14%	0%	19%	1%	-12%	1%
<b>영업이익</b>	<b>729</b>	<b>1,214</b>	<b>1,133</b>	<b>680</b>	<b>774</b>	<b>1,158</b>	<b>1,183</b>	<b>809</b>	<b>806</b>
OPM	14%	19%	18%	13%	15%	18%	19%	14%	14%
YoY	1%	10%	-1%	-3%	6%	-5%	4%	19%	4%
QoQ	4%	66%	-7%	-40%	14%	50%	2%	-32%	0%
<b>세전이익</b>	<b>640</b>	<b>1,136</b>	<b>1,022</b>	<b>591</b>	<b>670</b>	<b>1,043</b>	<b>1,066</b>	<b>665</b>	<b>685</b>
YoY	3%	13%	-4%	9%	5%	-8%	4%	13%	2%
QoQ	18%	77%	-10%	-42%	13%	56%	2%	-38%	3%

자료: LS증권 리서치센터

표38 Shin-Etsu 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027E
<b>매출액</b>	<b>20,777</b>	<b>16,725</b>	<b>16,814</b>	<b>17,100</b>	<b>17,466</b>
Infrastructure Materials Business	9,676	6,997	6,838	6,520	6,696
Electronics Materials Business	6,477	5,890	6,134	6,748	6,996
Functional Materials Business	3,650	2,945	2,945	2,929	2,884
Processing & Specialized Services	974	893	898	903	891
<b>영업이익</b>	<b>7,384</b>	<b>4,855</b>	<b>4,872</b>	<b>4,220</b>	<b>4,792</b>
순이익	5,264	3,626	3,481	3,126	3,532
조정 EPS	2.6	1.8	1.8	1.7	1.9
YoY	20%	-30%	-3%	-4%	14%
영업이익률	36%	29%	29%	25%	27%
ROE	20%	13%	n/a	10%	
잉여현금흐름	3,643	2,637	2,905	2,385	2,636
Dvd Payout Ratio	29%	38%	39%	42%	
부채비율(Debt to Equity)	1%	1%	1%	6%	

자료: LS증권 리서치센터

표39 Shin-Etsu 분기별 실적

(USD mn, %)	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY4Q25	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26
<b>매출액</b>	<b>3,838</b>	<b>4,488</b>	<b>4,353</b>	<b>4,144</b>	<b>4,350</b>	<b>4,449</b>	<b>4,215</b>	<b>4,081</b>
YoY	-12%	9%	2%	4%	13%	-1%	-3%	-2%
QoQ	-4%	17%	-3%	-5%	5%	2%	-5%	-3%
<b>영업이익</b>	<b>1,226</b>	<b>1,441</b>	<b>1,173</b>	<b>1,035</b>	<b>1,154</b>	<b>1,134</b>	<b>1,065</b>	<b>875</b>
OPM	31.9%	32.1%	26.9%	25.0%	26.5%	25.5%	25.3%	21.4%
YoY	-12%	9%	-2%	9%	-6%	-21%	-9%	-15%
QoQ	29%	18%	-19%	-12%	12%	-2%	-6%	-18%
<b>세전이익</b>	<b>1,411</b>	<b>1,498</b>	<b>1,321</b>	<b>1,185</b>	<b>1,257</b>	<b>1,260</b>	<b>1,234</b>	<b>987</b>
YoY	-11%	3%	3%	-4%	-11%	-16%	-7%	-17%
QoQ	14%	6%	-12%	-10%	6%	0%	-2%	-20%

자료: LS증권 리서치센터

표40 LyondellBasell 사업부별 실적(연간)

(USD mn, %)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>41,107</b>	<b>33,394</b>	<b>30,153</b>	<b>33,936</b>	<b>32,945</b>
O & P Americas	11,280	11,533	9,801		
O & P EAI	10,479	10,867	10,227		
Intermediates and Derivatives	11,086	10,424	9,069		
Advanced Polymer Solutions	3,698	3,634	3,472		
Refining	9,714	-	-		
Technology	663	671	549		
Others	-5,813	-3,735	-2,965		
<b>영업이익</b>	<b>3,766</b>	<b>3,162</b>	<b>1,169</b>	<b>4,219</b>	<b>3,475</b>
<b>조정 EPS</b>	<b>8.3</b>	<b>6.7</b>	<b>2.2</b>	<b>9.5</b>	<b>7.6</b>
YoY	-33%	-20%	-67%	337%	-20%
<b>영업이익률</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>
<b>ROE</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>-2%</b>		
<b>잉여현금흐름</b>	<b>3,411</b>	<b>1,980</b>	<b>384</b>	<b>2,582</b>	<b>2,315</b>
<b>Dvd Payout Ratio</b>	<b>76%</b>	<b>120%</b>	<b>n/a</b>		
<b>부채비율(Debt to Equity)</b>	<b>100%</b>	<b>103%</b>	<b>143%</b>		

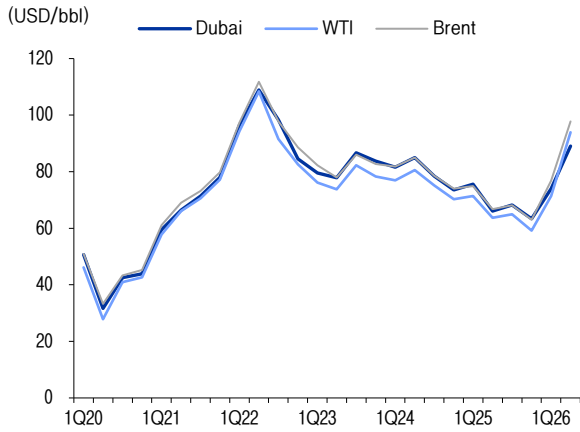
자료: LS증권 리서치센터

표41 LyondellBasell 분기별 실적

(USD mn, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
<b>매출액</b>	<b>7,677</b>	<b>7,658</b>	<b>7,727</b>	<b>7,091</b>	<b>7,197</b>	<b>8,986</b>	<b>9,229</b>	<b>8,477</b>
YoY	-8%	-12%	-10%	-9%	-6%	17%	19%	20%
QoQ	-2%	0%	1%	-8%	1%	25%	3%	-8%
<b>영업이익</b>	<b>231</b>	<b>347</b>	<b>495</b>	<b>-21</b>	<b>268</b>	<b>1,366</b>	<b>1,574</b>	<b>1,033</b>
<b>OPM</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>17.1%</b>	<b>12.2%</b>
YoY	-65%	-65%	-43%	적전	16%	294%	218%	흑전
QoQ	-51%	50%	43%	적전	흑전	410%	15%	-34%
<b>세전이익</b>	<b>176</b>	<b>286</b>	<b>376</b>	<b>-75</b>	<b>166</b>	<b>1,252</b>	<b>1,424</b>	<b>889</b>
YoY	-68%	-68%	-52%	적전	-6%	338%	279%	흑전
QoQ	-31%	63%	31%	적전	흑전	654%	14%	-38%

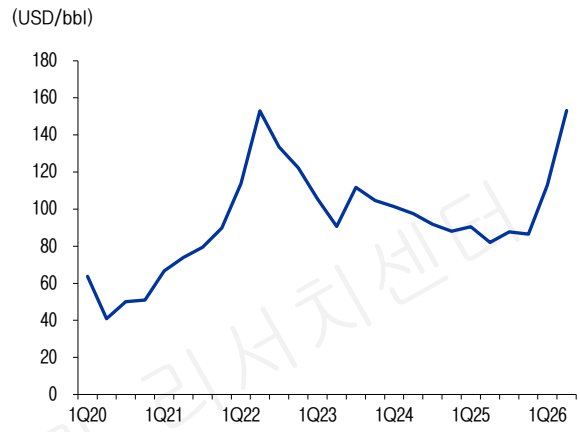
자료: LS증권 리서치센터

그림81 원유 가격 추이



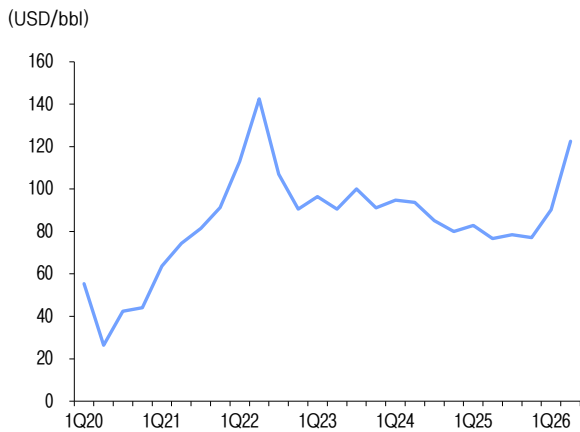
자료: LS증권 리서치센터

그림82 디젤(FOB Singapore) 가격 추이



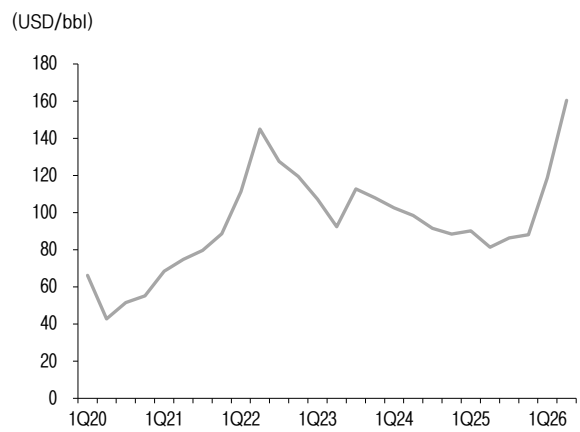
자료: LS증권 리서치센터

그림83 휘발유(FOB Singapore) 가격 추이



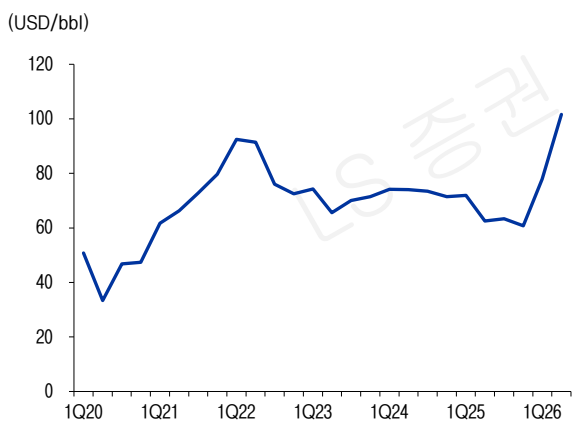
자료: LS증권 리서치센터

그림84 제트유(FOB Singapore) 가격 추이



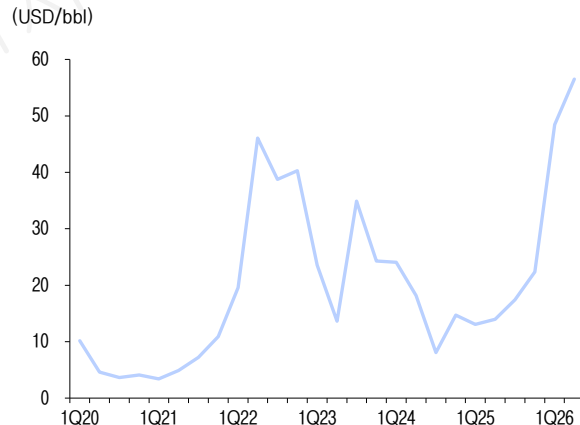
자료: LS증권 리서치센터

그림85 납사 (FOB Singapore) 가격 추이



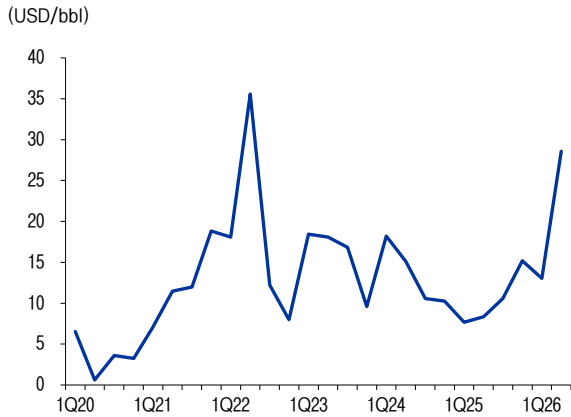
자료: LS증권 리서치센터

그림86 디젤-두바이유 Crack(Singapore) 가격 추이



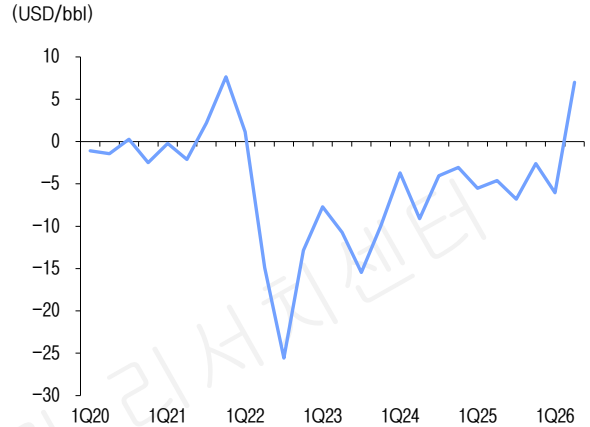
자료: LS증권 리서치센터

그림87 휘발유-두바이유 Crack(Singapore)



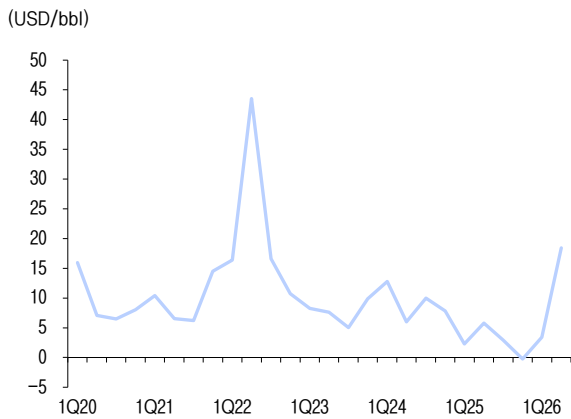
자료: LS증권 리서치센터

그림88 납사-두바이유 Crack(Singapore)



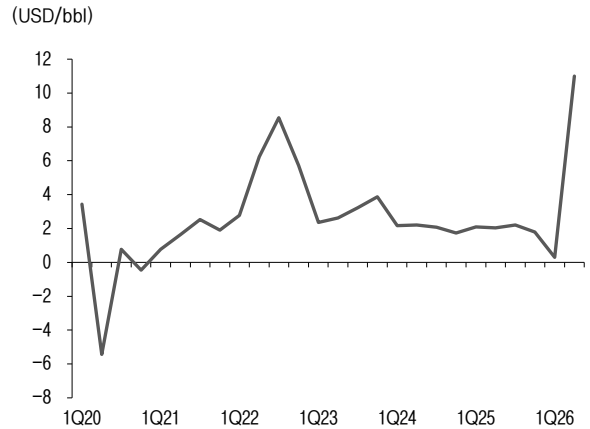
자료: LS증권 리서치센터

그림89 LSFO-두바이유 Crack(Singapore)



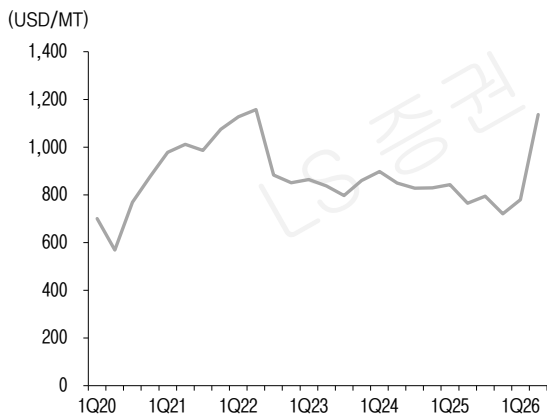
자료: LS증권 리서치센터

그림90 사우디발 아시아행 OSP(Light)



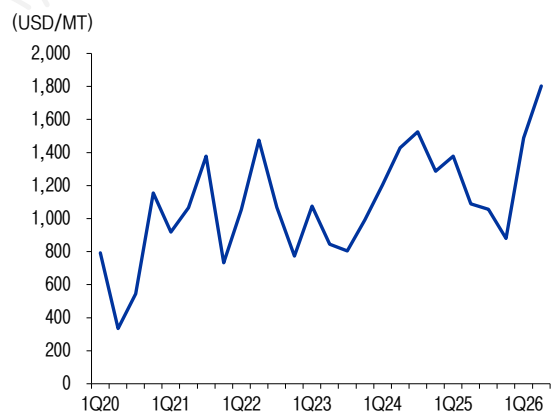
자료: LS증권 리서치센터

그림91 에틸렌 가격 추이



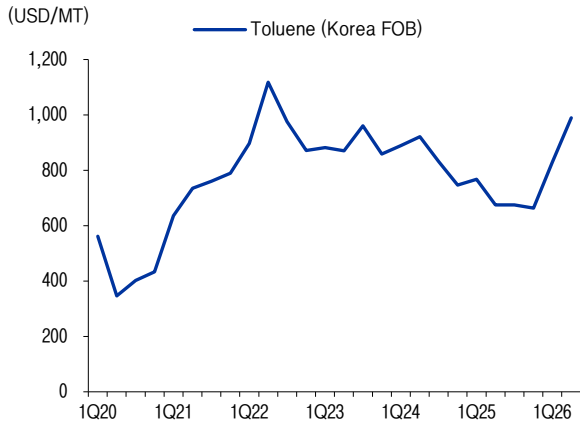
자료: LS증권 리서치센터

그림92 부타디엔(Korea CFR) 가격 추이



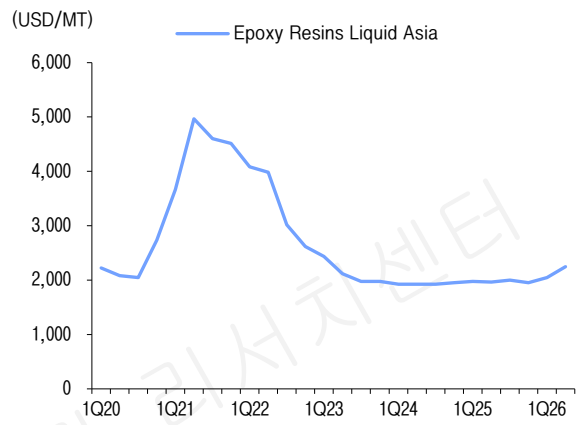
자료: LS증권 리서치센터

그림93 톨루엔(Korea FOB) 가격 추이



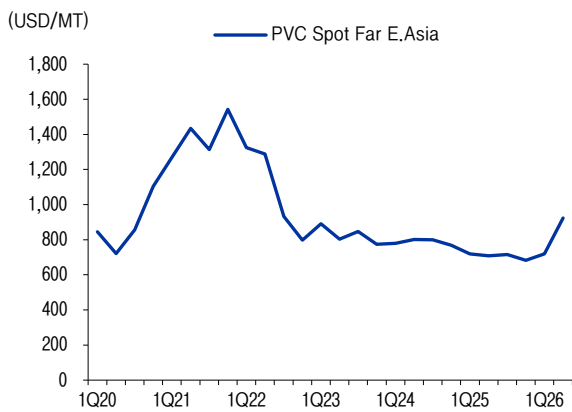
자료: LS증권 리서치센터

그림94 액상 에폭시 수지(Asia) 가격 추이



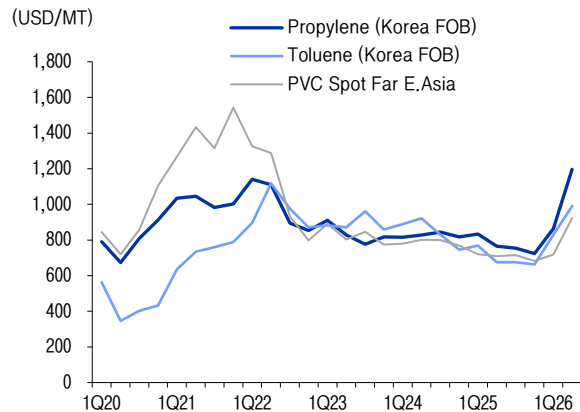
자료: LS증권 리서치센터

그림95 PVC 가격 추이(Spot FE. Asia)



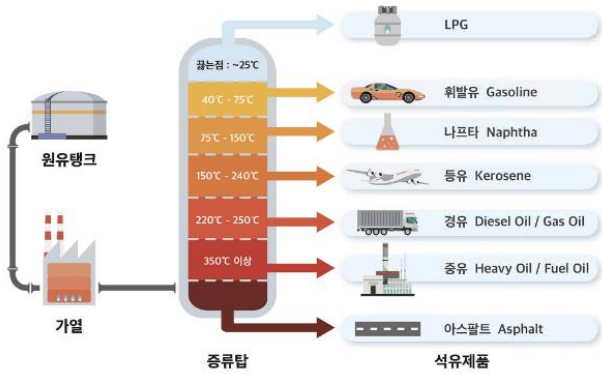
자료: LS증권 리서치센터

그림96 프로필렌, 톨루엔, PVC 가격 추이



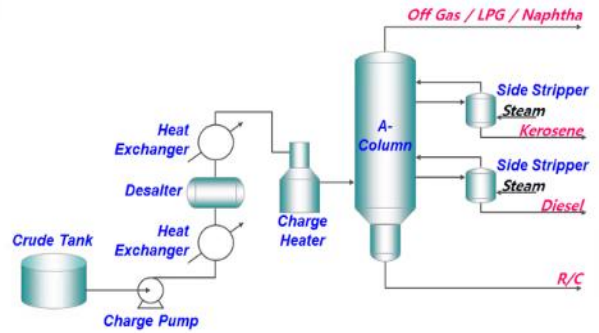
자료: LS증권 리서치센터

그림97 상압증류장치(CDU)에서 생성되는 주요 제품



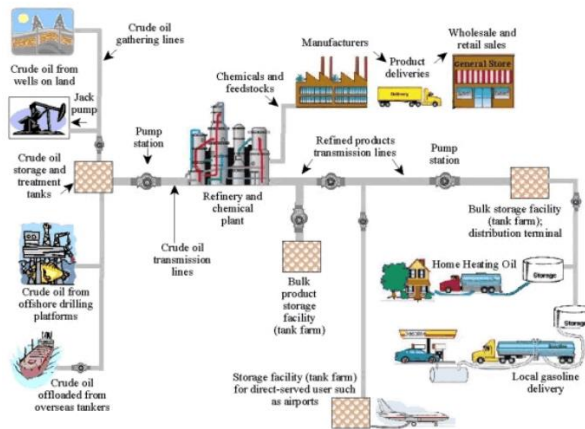
자료: SK이노베이션, LS증권 리서치센터

그림98 CDU 구성 주요 설비



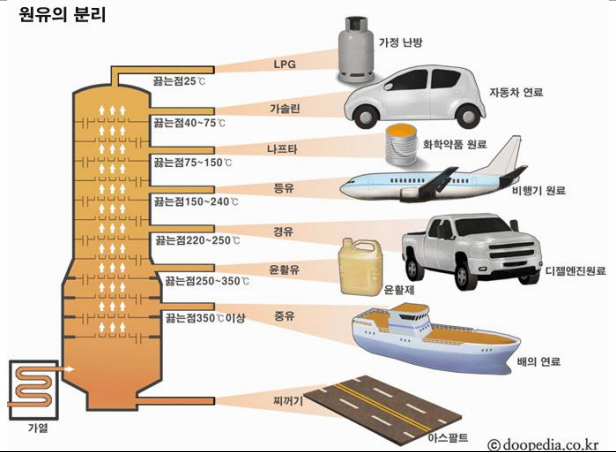
자료: GS칼텍스, LS증권 리서치센터

그림99 석유 파이프라인 시스템



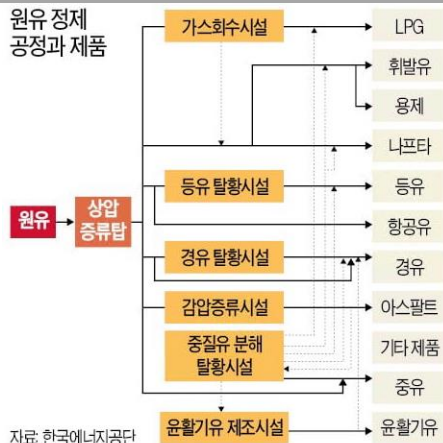
자료: U.S. Department of Transportation PHMSA, LS증권 리서치센터

그림100 원유의 분리



자료: 두피아 백과사전, LS증권 리서치센터

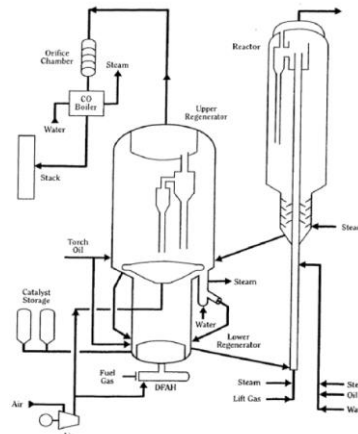
그림101 원유 정제 공정과 제품



자료: 한국에너지공단

자료: 한국에너지공단, LS증권 리서치센터

그림102 HDO RFCC 구조



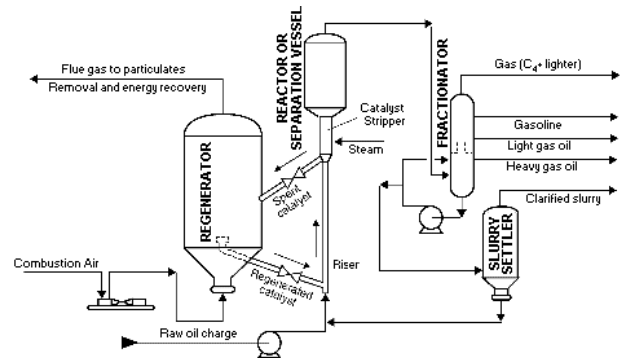
자료: 현대오일뱅크, LS증권 리서치센터

그림103 FCC 공정을 통한 휘발유 생산



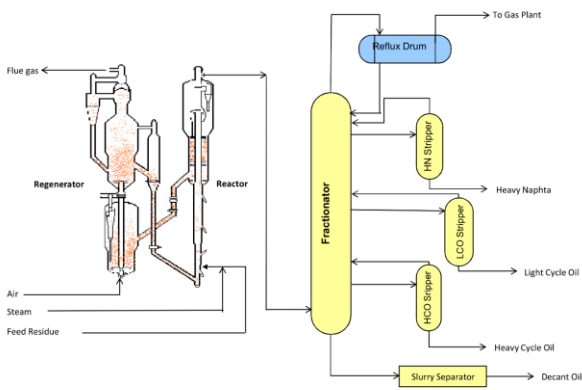
자료: Valero Energy, EIA, LS증권 리서치센터

그림104 FCC 분해공정 공정도



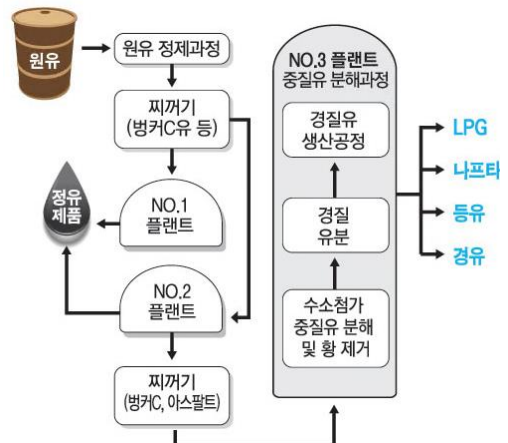
자료: OSHA, EIA, LS증권 리서치센터

그림105 잔사유 촉매분해공정(RFCC) 공정도



자료: EnggCyclopedia, LS증권 리서치센터

그림106 중질유분해탈황시설(HOU) 공정 다이어그램



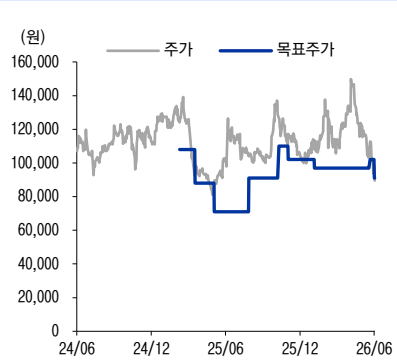
자료: 매일경제, LS증권 리서치센터


OCI 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2026.06.29		정경희											
		2026.06.29	Buy	178,000 원											

KCC 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2025.05.28	신규	정경희											
		2025.05.28	Buy	342,000 원	-4.2	-7.9									
		2025.07.04	Hold	342,000 원	8.9	1.7									
		2025.07.16	Buy	442,000 원	-10.0	-15.1									
		2025.08.06	Buy	524,000 원	-16.5	-24.4									
		2025.09.25	Buy	460,000 원	-16.5	-20.2									
		2025.10.02	Buy	587,000 원	-22.8	-30.0									
		2025.11.11	Buy	516,000 원	-16.7	-20.0									
		2025.11.26	Buy	512,000 원	-12.8	-17.8									
		2026.01.20	Buy	526,000 원	4.4	-9.3									
		2026.02.12	Buy	648,000 원	4.9	-16.8									
		2026.04.22	Buy	652,000 원	-4.4	-16.6									
		2025.06.29	Buy	731,000 원											

S-Oil 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2025.05.28	신규	정경희											
		2025.05.28	Hold	48,000 원											
		2026.03.03	Buy	127,000 원	11.3	13.3	54.1								
		2026.06.29	Buy	133,000 원			-10.3								

금호석유화학 목표주가 추이		투자의견 변동내역													
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2025.05.28	신규	정경희											
		2025.05.28	Hold	127,000 원	-0.8	-8.4									
		2025.07.11	Buy	166,000 원	-7.6	-26.3									
		2026.04.23	Hold	145,000 원	4.0	-7.9									
		2026.06.29	Hold	123,000 원											

SK 이노베이션 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
 <p>(원) 주가 목표주가</p>		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2025.03.04	신규	정경희										
		2025.03.04	Hold	108,000 원	-14.2	11.0								
		2025.04.11	Hold	88,000 원	-7.8	3.7								
		2025.05.28	Hold	71,000 원	22.3	20.9								
		2025.08.21	Hold	91,000 원	9.8	20.9								
		2025.11.03	Hold	110,000 원	0.9	8.9								
		2025.11.26	Hold	102,000 원	-2.3	6.8								
		2026.01.29	Hold	97,000 원	6.4	24.2								
		2025.06.15	Hold	102,000 원	-12.3	-0.4								
		2025.06.29	Hold	91,000 원										

LG 화학 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
 <p>(원) 주가 목표주가</p>		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2024.07.15	Buy	530,000 원	-32.3	-37.6		2026.04.24	Hold	403,000 원	6.6	-10.9		
		2024.07.26	Buy	450,000 원	-19.8	-30.0		2026.06.29	Hold	249,000 원				
		2024.12.03	커버리지 제외											
		2025.03.04	신규	정경희										
		2025.03.04	Hold	204,000 원	-0.2	17.3								
		2025.04.15	Hold	195,000 원	10.5	13.4								
		2025.05.02	Hold	186,000 원	-1.9	6.1								
		2025.05.28	Hold	174,000 원	11.4	23.7								
		2025.07.09	Buy	308,000 원	1.6	-6.6								
		2025.08.11	Hold	280,000 원	4.6	0.2								
		2025.09.10	Hold	250,000 원		11.0	15.2							
		2025.10.13	Hold	241,000 원		17.0	50.8							
		2026.01.20	Hold	336,000 원		-11.8	0.5							
		2026.02.03	Hold	270,000 원		12.6	21.6							
		2026.02.26	Buy	487,000 원	-14.3	-31.9								

LS 증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-15% ~ +15% -15% 이하 기대	10.7%	
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 4. 1 ~ 2026. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)