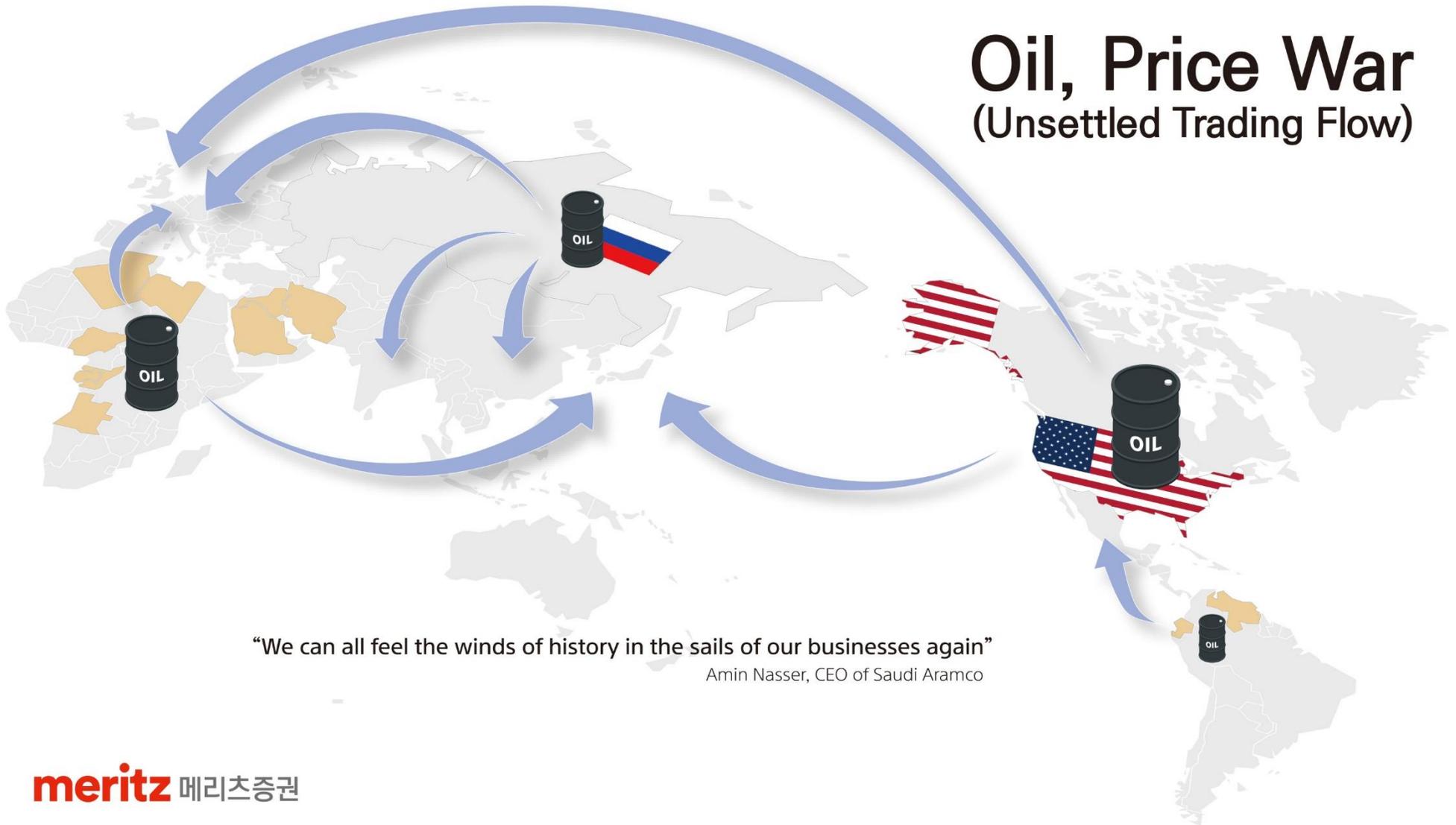


Energy Renaissance 2

Meritz Research 2025. 3. 26

Oil, Price War (Unsettled Trading Flow)



“We can all feel the winds of history in the sails of our businesses again”

Amin Nasser, CEO of Saudi Aramco

Energy Renaissance 2

Oil, Price War (Unsettled Trading Flow)



이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

관심종목	투자판단	적정주가
금호석유 (011780 KS)	Buy	170,000원
롯데케미칼 (011170 KS)	Buy	130,000원
한화솔루션 (009830 KS)	Buy	35,000원
S-OIL (010950 KS)	Buy	77,000원
DL (000210 KS)	Not Rated	-

Contents



Part 1	Oil, Undulating Plateau	9
Part 2	정유, 버텨야 산다	35
Part 3	석유화학, 복합해지는 셈법	63

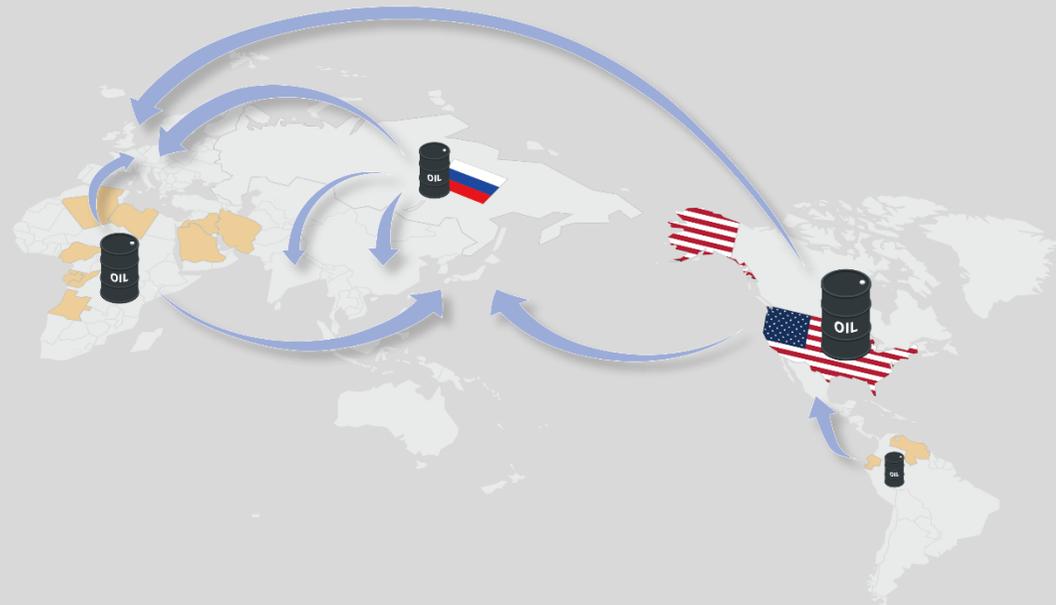
기업분석	금호석유 (011780 KS)	90
	롯데케미칼 (011170 KS)	93
	한화솔루션 (009830 KS)	96
	S-OIL (010950 KS)	99
	DL (000210 KS)	102



Energy Renaissance 2. Oil, Price War(Unsettled Trading Flow)

- CERAWeek 2025, Amin Nasser(CEO of Saudi Aramco) “We can all feel the winds of history in the sails of our businesses again”
- Oil Meets AI: CERAWeek 2025에 참가한 Major 기업들은 AI를 활용한 원유 생산원가 혁신으로 에너지 대격변기에 대응하려는 의지 피력→ Pivot to Fossil Fuels
- 지정학 Dynamics 대격변기: 국가들은 효율성에 근거한 에너지 안보 정책(Security)을 우선순위에. 미국/러시아/중동 주도의 증산은 새로운 원유 균형을 형성할 전망
- Cyclical 대표업종 정유/석유화학의 기업들은 원가구조(수익성)에 기반한 생산활동과 투자 의사결정이 업황 Cycle의 변곡점을 형성. 결국 국제유가 방향성이 핵심
- 업종에 투자매력도: 정유 대비 석유화학 업종의 투자 매력도가 높아
- 석유화학(비중확대): 유가 하락 개연성은 수익성 극단적 악화구간을 통과하는 심리개선으로 해석. 수급 건전성이 높은 제품 포트폴리오 구축 기업
정유(중립): 러시아산 원유/석유제품 수출규제 완화는 글로벌 디젤/휘발유 공급 건전성 훼손 요인. 2025~26년 글로벌 정유 신규 가동 계획에 정제마진 눈높이 하향 필요

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2025~26년 연간 원유 공급증가율 +1.9%, +1.7% ▪ 동기간 수요 증가율 +1.3%, +0.7% 원유 재고량은 2024년 이후 증가 전환 ▪ 글로벌 원유시장 특이사항: 2025~26년 인도의 원유 수요 증가율이 중국 규모를 상회할 예정(4% Vs. 1%) 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 전망 조사기관들의 국제유가 전망 하향 조정 중 Dubai유가 전망 컨센서스 73달러/배럴 당사 전망은 25년 71달러/배럴, 26년 63달러/배럴 ▪ 산유국들의 증산 경쟁에 OSP는 추세적 인하 가능성 ▪ 연간 정제마진 변화율 25년 -26%, 26년 +1% 신규 정유설비 가동 등 디젤 및 휘발유 가격 약세 전환
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 반면 석유화학은 고통스러웠던 불황의 시기를 다소 통과 ▪ 관건은 석유화학에 봄이 찾아올까? ▪ 중국 중심의 경기지표에 긍정적 변화를 확인후 후행적 투자전략 유효 ▪ 공급 건전성이 높은 제품 포트폴리오를 구축한 기업에 투자 매력도가 높아(금호석유화학) 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2025년 러-우 종전 이후 Dubai유 대비 상대적 가격 경쟁력이 높았던 러시아산 원유(Urals)의 향방 ▪ 러시아의 Trading Flow에 큰 변화 없을 전망 : 중국, 인도, 튀르키예 등으로 수출 ▪ 국내 NCC 기업들에 단기간 구조적 원가 개선 어려워 ▪ 단, WTI 60달러/배럴 하회 가능성은 순수 석유화학 기업들에 투자비중 확대의 기회로 삼을 수 있어



기업분석

정유/석유화학

종목명	투자판단	적정주가
금호석유(011780)	Buy	170,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	130,000원
한화솔루션(009830)	Buy	35,000원
S-OIL(010950)	Buy	77,000원
DL(000210)	Not Rated	-

금호석유 (011780) 석유화학 섹터 내 견고한 이익 펀더멘털의 강점

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (3.25)	117,000원
상승여력	45.3%

KOSPI	2,615.81pt
시가총액	31,981억원
발행주식수	2,646만주
유동주식비율	56.14%
외국인비중	17.62%
52주 최고/최저가	165,200원/87,800원
평균거래대금	178.5억원

주요주주(%)	
박철완 외 14 인	27.79
국민연금공단	10.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	-21.8	-16.4
상대주가	2.8	-22.4	-12.5



금호석유화학은 석유화학 커버리지 내, 주력 제품들의 판매단가 상승 흐름에 영업실적 컨센서스 상향 조정 중

- 2025년 영업이익 3,301억원을 추정, 주요 제품들의 건전한 수급 건전성에 기반한 판매단가 상승에 이익 추정치 상향 중
- 합성고무(SBR/BR)은 상대적으로 공급부담이 적은 부타디엔 가격 안정화, 보완재 천연고무(NR) 가격 상승 효과 반영 중
- 또한 Latex 전방 시장의 판매량 안정화 및 중국산 관세 시행 영향으로 P와 Q 관점에서 긍정적

투자 의견은 기존 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 17만원 제시

- 2025년 연초 석유화학 업황 반등 기대감 반영: 향후 흐름은 수급 건전성이 높은 고무제품군 중심으로 가격 강세 시현될 전망
- 주주간 경영권 분쟁 Risk 소멸 국면으로 해석. 견고한 이익 체력 바탕으로 석유화학 섹터 내 배당을 통한 주주환원 가능 기업
- 동종업계 경쟁기업들과 상대적 혹은 절대적 매력도 높아질 점을 주목, 투자 의견은 기존 Hold에서 Buy로 상향
- 적정주가는 25년 EV/EBITDA 5.5배를 적용하여 17만원으로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	7,975.6	1,147.3	1,019.9	33,404	-47.4	175,580	3.8	0.7	2.6	19.0	35.9
2023	6,322.5	359.0	446.8	15,013	-55.0	184,646	8.9	0.7	6.4	7.8	36.8
2024	7,155.0	272.8	348.6	12,309	-18.1	198,885	7.4	0.5	5.1	5.9	38.0
2025E	8,012.6	330.1	375.1	13,822	14.6	215,568	8.4	0.5	5.0	6.1	43.6
2026E	8,232.6	392.9	455.8	16,967	22.7	229,147	6.8	0.5	4.2	7.0	47.1

금호석유 실적 추정

Energy Renaissance 2
Oil, Price War

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,667.5	1,852.5	1,827.9	1,807.1	1,967.4	1,993.9	2,022.9	2,028.4	7,155.0	8,012.6	8,232.5
합성고무	595.5	707.7	733.5	758.5	870.0	877.0	882.2	886.7	2,795.2	3,515.9	3,574.1
합성수지	322.2	332.0	312.9	315.8	512.2	523.1	530.8	536.4	1,282.9	2,102.4	2,200.5
페놀유도체/정밀화학 등	490.2	491.2	504.6	508.0	538.1	539.4	551.5	550.9	1,994.0	2,179.9	2,230.8
기타 조정	259.5	321.6	276.9	224.8	47.2	54.5	58.4	54.2	1,082.9	214.4	227.2
영업이익	78.6	119.1	65.1	10.0	49.2	73.1	107.8	100.0	272.8	330.1	392.9
%OP	4.7%	6.4%	3.6%	0.6%	2.5%	3.7%	5.3%	4.9%	3.8%	4.1%	4.8%
세전이익	120.3	155.8	61.6	69.9	129.0	96.1	135.3	146.3	407.6	506.7	615.2
순이익(지배주주)	102.5	131.5	53.1	61.4	96.1	70.6	99.5	108.9	348.6	375.1	455.7
%YoY											
매출액	-3.1	17.4	21.3	19.2	18.0	7.6	10.7	12.2	13.2	12.0	2.7
영업이익	-39.6	10.4	-22.7	-72.8	-37.4	-38.6	65.6	902.4	-24.0	21.0	19.0
세전이익	-28.6	10.9	-46.8	15.9	7.2	-38.3	119.6	109.3	-16.0	24.3	21.4
순이익(지배)	-22.7	12.1	-48.7	-34.1	-6.3	-46.3	87.2	77.3	-22.0	7.6	21.5
%QoQ											
매출액	10.0	11.1	-1.3	-1.1	8.9	1.3	1.5	0.3			
영업이익	114.3	51.6	-45.4	-84.7	393.7	48.5	47.4	-7.2			
세전이익	99.6	29.5	-60.4	13.4	84.7	-25.6	40.9	8.1			
순이익(지배)	10.0	28.3	-59.6	15.6	56.5	-26.5	40.9	9.5			

자료: 금호석유, 메리츠증권 리서치센터

금호석유 (011780)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,975.6	6,322.5	7,155.0	8,012.6	8,232.6
매출액증가율(%)	-5.7	-20.7	13.2	12.0	2.7
매출원가	6,549.2	5,676.7	6,569.5	7,324.6	7,469.6
매출총이익	1,426.4	645.9	585.6	688.0	763.0
판매비와관리비	279.1	286.9	312.8	357.9	370.0
영업이익	1,147.3	359.0	272.8	330.1	392.9
영업이익률(%)	14.4	5.7	3.8	4.1	4.8
금융손익	-9.2	14.2	7.9	-17.2	-15.5
중속/관계기업관련손익	125.0	111.1	93.4	193.9	237.7
기타영업외손익	-8.8	0.7	33.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,254.4	485.1	407.6	506.7	615.2
법인세비용	234.3	38.0	59.0	123.9	150.1
당기순이익	1,020.1	447.0	348.6	382.8	465.1
지배주주지분 손이익	1,019.9	446.8	348.6	375.1	455.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,739.0	2,571.4	2,710.9	3,147.1	3,717.7
현금및현금성자산	567.3	452.4	429.3	586.1	1,089.5
매출채권	684.2	741.6	868.9	975.2	1,000.8
재고자산	821.9	745.6	958.4	1,075.8	1,104.0
비유동자산	4,978.4	5,408.3	5,629.3	5,995.5	6,254.8
유형자산	3,636.3	3,965.0	4,101.5	4,351.8	4,587.1
무형자산	40.7	37.1	38.1	30.7	24.9
투자자산	1,044.9	1,138.6	1,212.8	1,336.2	1,365.9
자산총계	7,717.4	7,979.7	8,340.2	9,142.6	9,972.5
유동부채	1,453.5	1,529.9	1,534.5	1,926.7	2,318.5
매입채무	349.0	494.0	543.6	610.2	626.2
단기차입금	305.3	346.1	345.8	445.8	645.8
유동성장기부채	178.4	181.0	108.9	168.9	228.9
비유동부채	584.7	615.7	763.5	848.3	876.6
사채	62.6	0.0	99.7	159.7	189.7
장기차입금	182.5	294.8	328.2	318.2	308.2
부채총계	2,038.1	2,145.7	2,298.0	2,774.9	3,195.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	403.5	403.5	403.5	403.5	403.5
기타포괄이익누계액	-90.2	-95.0	-72.5	-72.5	-72.5
이익잉여금	5,235.3	5,391.7	5,571.2	5,889.0	6,289.4
비지배주주지분	1.4	4.5	4.5	12.1	21.4
자본총계	5,679.3	5,834.0	6,042.2	6,367.7	6,777.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	513.5	630.7	322.3	709.7	878.6
당기순이익(손실)	1,020.1	447.0	348.6	382.8	465.1
유형자산감가상각비	236.3	243.7	266.5	389.7	424.7
무형자산상각비	7.6	7.6	8.7	7.4	5.8
운전자본의 증감	-208.6	101.5	-297.2	-70.2	-16.9
투자활동 현금흐름	94.1	-592.0	-259.0	-806.9	-700.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-427.7	-589.8	-436.2	-640.0	-660.0
투자자산의 감소(증가)	94.2	18.2	27.3	-123.4	-29.7
재무활동 현금흐름	-661.0	-153.3	-90.6	254.0	324.9
차입금증감	-235.4	86.3	59.5	311.3	380.3
자본의증가	25.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-55.6	-114.9	-23.2	156.8	503.4
기초현금	622.9	567.3	452.4	429.3	586.1
기말현금	567.3	452.4	429.3	586.1	1,089.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	265,521	216,768	257,643	300,669	311,137
EPS(지배주주)	33,404	15,013	12,309	13,822	16,967
CFPS	46,897	22,016	21,582	34,562	40,104
EBITDAPS	46,313	20,921	19,735	27,287	31,119
BPS	175,580	184,646	198,885	215,568	229,147
DPS	5,400	2,900	2,200	2,200	2,200
배당수익률(%)	4.3	2.2	2.4	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	8.9	7.4	8.4	6.8
PCR	2.7	6.0	4.2	3.3	2.9
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	1,391.2	610.2	548.1	727.2	823.4
EV/EBITDA	2.6	6.4	5.1	5.0	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	7.8	5.9	6.1	7.0
EBITDA이익률	17.4	9.7	7.7	9.1	10.0
부채비율	35.9	36.8	38.0	43.6	47.1
금융비용부담률	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8
이자보상배율(x)	42.5	11.8	8.2	6.9	6.3
매출채권회전율(x)	10.5	8.9	8.9	8.7	8.3
재고자산회전율(x)	10.0	8.1	8.4	7.9	7.6

롯데케미칼 (01170) 아직은 낙관하기 어려운 영업환경

Analyst 노우호 02.6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (3.25)	66,300원
상승여력	96.1%

KOSPI	2,615.81pt
시가총액	28,360억원
발행주식수	4,278만주
유동주식비율	44.01%
외국인비중	21.84%
52주 최고/최저가	124,500원/53,400원
평균거래대금	155.4억원

주요주주(%)	
롯데지주 외 38인	54.57
국민연금공단	6.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-25.0	-44.8
상대주가	4.8	-25.6	-42.3

주가그래프



2025년 2월 이후 가파른 주가 상승으로 산업과 사업 지속성에 대한 극단적 우려는 다소 완화

- 상승한 주가에 대한 해석: 석유화학 펀더멘털을 압박했던 변수들에 심리 개선 요인
- 대외변수 Risk 완화 가능성에 극단적 주가 Discount가 해소되는 과정은 동의

주가 상승과 별개로 아직은 낙관하기 어려운 업황, Conviction을 위해서는 정량 지표 개선 필요

- 결국 중국의 민간수요(내수) 지표의 변화가 석유화학 투자에 핵심 변수가 될 점
- 향후 중국 정부의 추가 경기 부양 정책 및 강도를 확인해야 할 것
- 25.3월 현재 중국 개인 신규예금 증가, 주택가격 하락 등 내수경기 회복에 안도할 수 없어

러-우 종전 이후 유가 및 중장기 천연가스 가격 또한 하락할 가능성, 유가 하락만으로 NCC가 긍정적일까?

- 가스 대비 유가 하락으로 발생될 NCC 설비들의 원가부담 완화는 모든 NCC에 수혜
- 러시아산 원유/나프타의 Trading Flow 변화(→ 중국 석유화학 설비들의 원가 수혜 지속), 국내 NCC 기업들의 직접수혜 제한적
- 결국 유가 하락 흐름과 중국의 수요 반등 가능성에 근거한 동사의 이익 턴어라운드 시점 및 강도가 향후 투자비용 확대의 관건

투자 의견 Buy 유지하나, 적정주가는 13만원(2025년 추정치 기준 PBR 0.4배 적용)으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	22,276.1	-762.6	61.6	1,709	-98.0	400,900	104.4	0.4	60.1	0.4	55.1
2023	19,946.4	-347.7	-50.0	-1,194	적전	363,366	-128.3	0.4	20.7	-0.3	65.5
2024	20,430.4	-894.1	-1,710.5	-21,752	적지	344,531	-2.7	0.2	43.3	-6.1	85.4
2025E	20,953.5	-143.7	-424.4	-11,487	적지	329,890	-6.0	0.2	15.5	-3.4	101.7
2026E	21,893.5	664.8	83.8	357	흑전	326,107	194.3	0.2	9.3	0.1	106.8

롯데케미칼 실적 추정

Energy Renaissance 2
Oil, Price War

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	5,086.1	5,248.0	5,200.2	4,896.1	5,011.4	5,217.1	5,353.6	5,371.3	20,430.4	20,953.5	21,893.5
Olefin	2,241.2	2,285.2	2,287.0	2,107.0	2,098.9	2,190.3	2,260.1	2,296.0	8,920.4	8,845.3	9,288.7
Aromatics	631.0	664.9	609.5	460.0	476.7	473.0	480.7	470.3	2,365.4	1,900.7	1,806.1
LC Titan	541.4	514.8	583.9	573.0	567.4	633.4	641.5	642.7	2,213.1	2,485.0	2,607.1
롯데첨단소재	1,031.7	1,134.4	1,121.7	1,094.4	1,096.6	1,098.8	1,101.0	1,103.2	4,382.2	4,399.5	4,434.8
LC USA	135.3	142.1	144.3	168.0	170.5	179.0	193.4	199.2	589.7	742.1	848.7
롯데정밀화학	399.4	422.1	420.4	428.6	432.5	436.3	440.3	444.2	1,670.5	1,753.3	1,910.9
롯데에너지머티리얼즈	241.7	262.7	211.4	186.4	205.4	239.3	270.8	251.2	902.2	966.7	1,135.8
영업이익	-135.3	-111.2	-413.6	-234.8	-125.2	-88.9	-7.0	77.5	-894.1	-143.7	664.8
%OP	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.8%	-2.5%	-1.7%	-0.1%	1.4%	-4.4%	-0.7%	3.0%
Olefin	-58.1	-50.9	-179.7	-118.0	-97.6	-75.4	-29.0	38.8	-406.7	-163.2	234.7
Aromatics	-13.4	4.9	-15.2	-11.0	-18.1	-11.8	-5.3	-3.8	-34.7	-39.0	33.0
LC Titan	-53.3	-81.1	-63.1	-64.0	-34.5	-41.4	-38.2	-36.8	-261.5	-150.8	-27.0
롯데첨단소재	44.4	75.7	38.1	29.7	32.7	36.6	47.6	53.5	187.9	170.3	306.5
LC USA	-5.7	-12.2	-107.0	18.0	11.6	12.7	13.5	12.7	-106.9	50.6	56.9
롯데정밀화학	10.8	17.1	10.3	12.2	12.9	17.1	21.8	24.0	50.4	75.9	108.0
롯데에너지머티리얼즈	4.3	3.0	-31.7	-40.1	-32.3	-26.7	-17.5	-11.0	-64.5	-87.5	-47.3
세전이익	-87.6	-122.6	-714.6	-1,335.0	-256.0	-223.2	-148.2	-73.0	-2,258.2	-605.1	118.2
순이익(지배주주)	-85.5	-109.4	-447.3	-1,068.3	-177.5	-159.0	-102.8	-52.0	-1,710.5	-424.4	83.8
%YoY											
매출액	3.1	4.9	8.0	-5.8	-1.5	-0.6	3.0	9.7	2.4	2.6	4.5
영업이익	적자확대	적자확대	적전	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	흑전	적자확대	적자축소	흑전
세전이익	적전	적자축소	적자확대	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전
순이익(지배)	적전	적자확대	적전	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전
%QoQ											
매출액	-2.1	3.2	-0.9	-5.8	2.4	4.1	2.6	0.3			
영업이익	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	흑전			
세전이익	적자축소	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소			
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소			

자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

Energy Renaissance 2
Oil, Price War

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	22,276.1	19,946.4	20,430.4	20,953.5	21,893.5
매출액증가율(%)	22.9	-10.5	2.4	2.6	4.5
매출원가	21,992.8	19,165.1	20,100.5	20,232.2	20,324.8
매출총이익	283.3	781.3	329.9	721.4	1,568.7
판매비와관리비	1,045.9	1,129.0	1,223.9	865.0	903.9
영업이익	-762.6	-347.7	-894.1	-143.7	664.8
영업이익률(%)	-3.4	-1.7	-4.4	-0.7	3.0
금융손익	-221.3	-224.8	-356.9	-231.3	-279.9
중속/관계기업관련손익	252.6	20.3	-120.8	-230.2	-266.7
기타영업외손익	338.6	100.0	-886.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	-392.6	-452.3	-2,258.2	-605.1	118.2
법인세비용	-420.4	-413.0	-432.6	-158.4	30.0
당기순이익	27.8	-39.2	-1,825.6	-446.7	88.2
지배주주지분 순이익	61.6	-50.0	-1,710.5	-424.4	83.8

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,466.2	9,814.4	8,983.4	9,619.3	9,356.5
현금및현금성자산	2,809.7	2,701.5	2,111.8	2,249.2	1,732.1
매출채권	2,087.5	2,267.1	2,088.0	2,290.7	2,398.4
재고자산	2,548.8	2,801.7	2,818.4	3,114.2	3,260.7
비유동자산	17,318.4	23,661.9	25,568.9	26,820.2	27,715.2
유형자산	10,726.0	14,272.6	16,084.5	17,023.9	17,792.0
무형자산	1,217.4	3,732.3	3,314.2	3,219.7	3,130.6
투자자산	4,351.4	4,493.5	4,655.6	5,061.9	5,277.9
자산총계	26,784.6	33,476.3	34,552.3	36,439.4	37,071.7
유동부채	6,384.0	6,523.5	8,502.3	9,809.7	10,493.1
매입채무	1,528.4	1,354.4	1,275.9	1,399.7	1,465.6
단기차입금	3,043.6	3,444.1	2,787.6	2,987.6	3,107.6
유동성장기부채	874.1	675.5	2,548.5	3,028.5	3,228.5
비유동부채	3,136.3	6,720.2	6,062.0	7,172.9	7,210.5
사채	1,876.6	2,291.3	469.3	949.3	949.3
장기차입금	411.1	3,416.4	4,661.9	5,221.9	5,221.9
부채총계	9,520.4	13,243.8	14,564.4	16,982.6	17,703.7
자본금	171.4	213.9	213.9	213.9	213.9
자본잉여금	825.8	1,942.9	1,730.4	1,730.4	1,730.4
기타포괄이익누계액	309.6	421.6	1,345.7	1,345.7	1,345.7
이익잉여금	13,138.5	12,964.8	11,062.4	10,553.7	10,460.4
비지배주주지분	2,818.9	4,689.4	5,635.6	5,613.3	5,617.7
자본총계	17,264.2	20,232.5	19,987.9	19,456.9	19,368.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-167.5	789.5	463.7	1,085.1	1,830.4
당기순이익(손실)	27.8	-39.2	-983.7	-517.2	16.1
유형자산감가상각비	848.4	987.2	1,095.4	1,263.4	1,382.7
무형자산상각비	99.5	185.4	180.9	92.6	87.5
운전자본의 증감	-405.0	110.1	46.1	-100.2	-53.3
투자활동 현금흐름	-688.3	-5,074.6	-1,852.3	-2,385.2	-2,161.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,592.6	-3,640.0	-2,113.5	-2,170.0	-2,120.0
투자자산의 감소(증가)	-321.0	-142.1	95.0	-375.7	-199.8
재무활동 현금흐름	2,132.0	4,195.8	178.1	1,487.9	-165.5
차입금증감	2,765.9	3,588.8	2,586.8	2,129.9	567.8
자본의증가	-49.9	1,159.6	-78.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,206.8	-108.2	-1,196.4	187.9	-496.2
기초현금	1,602.9	2,809.7	2,701.5	1,505.2	1,693.0
기말현금	2,809.7	2,701.5	1,505.2	1,693.0	1,196.9

Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	618,224	475,827	477,620	489,849	511,824
EPS(지배주주)	1,709	-1,194	-21,752	-11,487	357
CFPS	18,296	20,760	9,434	23,428	44,144
EBITDAPS	5,143	19,678	8,918	28,343	49,912
BPS	400,900	363,366	344,531	329,890	326,107
DPS	3,329	3,500	3,200	4,200	4,200
배당수익률(%)	1.9	2.3	5.4	6.1	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	104.4	-128.3	-2.7	-6.0	194.3
PCR	9.8	7.4	6.3	3.0	1.6
PSR	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	185.3	824.9	381.5	1,212.4	2,135.0
EV/EBITDA	60.1	20.7	43.3	15.5	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.4	-0.3	-6.1	-3.4	0.1
EBITDA이익률	0.8	4.1	1.9	5.8	9.8
부채비율	55.1	65.5	85.4	101.7	106.8
금융비용부담률	0.7	1.9	2.1	2.4	2.5
이자보상배율(x)	-5.1	-0.9	-2.1	-0.3	1.2
매출채권회전율(x)	11.2	9.2	9.3	9.4	9.1
재고자산회전율(x)	8.3	7.5	7.3	7.1	7.0

한화솔루션 (009830) 2025년 PVC 반등 가능성을 주목

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	35,000원
현재주가 (3.25)	19,540원
상승여력	79.1%

KOSPI	2,615.81pt
시가총액	33,588억원
발행주식수	17,189만주
유동주식비율	61.06%
외국인비중	13.57%
52주 최고/최저가	33,900원/14,860원
평균거래대금	470.6억원

주요주주(%)	
한화 외 4 인	36.47
국민연금공단	6.83

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-23.2	-28.3
상대주가	-2.7	-23.8	-25.0

주가그래프



2025년 러-우 종전 이후 PVC 사업의 위상 높아질 가능성

- 결국 러-우 종전 이후 재건과정에서 범 유럽권 PVC 수요 증가 가능성
- EU 에틸렌 소규모 증설에도 불구하고, PVC는 필요수요 대비 실질 공급가능 규모 적은 편
- 타이트한 공급여건에 PVC는 가격 상승 요인 높아져

2025년 재무 건전성 등 펀더멘털 개선이 우선순위

- 석유화학 불황 장기화 및 태양광부문 저조한 수익성에 재무 불건전성 우려
- 케미칼부문 지분법회사 YNCC는 회사채 기한이익상실우려(EOD) 발생 우려 여전
- 2025년 사업 변곡점은 유가 하락, 석유화학 PVC 강세전환 가능성, 태양광에 꾸준한 수익성 개선 전망
- 연중 사업 턴어라운드 개선성에 맞춰 재무 건전성 확보를 위한 재무 활동 활발해질 필요

턴어라운드 가능성과 태양광 미국 공급망 확보는 긍정적

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 3.5만원(추정치 기준 EV/EBITDA 8배 적용)으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	13,130.8	923.7	359.2	1,878	-42.2	46,307	22.9	0.9	9.0	4.2	140.8
2023	13,288.7	604.5	-208.1	-1,194	적전	44,980	-33.1	0.9	12.1	-2.5	171.8
2024	12,394.0	-300.2	-1,404.4	-8,175	적지	54,163	-2.0	0.3	35.3	-16.2	183.2
2025E	11,760.5	560.9	-35.5	-212	적지	53,663	-94.0	0.4	9.5	-0.4	183.7
2026E	12,828.6	1,423.6	662.5	3,849	흑전	57,164	5.2	0.3	5.9	6.9	188.1

한화솔루션 실적 추정

Energy Renaissance 2
Oil, Price War

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,392.9	2,665.0	2,773.2	4,643.0	2,827.0	2,913.7	2,971.1	3,048.7	12,394.0	11,760.5	12,828.6
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,163.7	1,171.7	1,177.9	1,213.4	4,817.2	4,726.6	4,999.4
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	252.6	268.0	256.9	268.8	1,037.6	1,046.4	1,071.4
신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,197.4	1,243.0	1,300.1	1,315.7	5,765.8	5,056.3	5,807.8
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	213.4	231.1	236.1	250.8	853.4	931.3	950.0
영업이익	-216.6	-105.5	-81.0	107.0	-80.3	-20.3	36.4	153.6	-300.2	560.9	1,423.6
<i>%OP</i>	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-2.8%	-0.7%	1.2%	5.0%	-2.4%	0.8%	7.1%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-21.9	-15.6	16.2	31.3	-121.3	10.0	232.2
첨단소재	10.6	-9.0	6.1	-2.2	-5.1	5.4	7.7	-10.8	5.5	-2.7	-3.2
신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	-30.3	-1.6	29.1	20.0	-257.5	17.2	608.6
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	-23.1	-8.4	-16.6	113.1	59.1	65.0	71.5
세전이익	-517.5	-393.3	-370.6	-276.6	-353.0	-273.2	-191.4	-36.9	-1,558.0	-55.6	1,037.5
순이익(지배주주)	-448.4	-329.3	-387.6	-124.2	-257.7	-199.5	-139.7	-26.9	-1,404.4	-35.5	662.5
<i>%YoY</i>											
매출액	-22.8	-21.5	-5.2	20.0	18.1	9.3	7.1	-34.3	-6.1	-5.7	9.1
영업이익	적전	적전	적전	162.8	적자축소	적자축소	흑전	43.6	적전	흑전	916.6
세전이익	적전	적전	적전	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전
순이익(지배)	적전	적전	적전	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전
<i>%QoQ</i>											
매출액	-38.2	11.4	4.1	67.4	-39.1	3.1	2.0	2.6			
영업이익	적전	적자축소	적자축소	흑전	적전	적자축소	흑전	322.2			
세전이익	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소			
순이익(지배)	적자확대	적자축소	적자확대	적자축소	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소			

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,130.8	13,288.7	12,394.0	11,760.5	12,828.6
매출액증가율(%)	22.4	1.2	-6.7	-5.1	9.1
매출원가	10,731.8	11,049.9	11,008.2	9,950.7	10,059.6
매출총이익	2,399.0	2,238.9	1,385.9	1,809.9	2,769.0
판매비와관리비	1,475.3	1,634.4	1,686.1	1,172.7	1,279.2
영업이익	923.7	604.5	-300.2	560.9	1,423.6
영업이익률(%)	7.0	4.5	-2.4	5.4	11.6
금융손익	-171.1	-320.9	-440.1	-285.3	-301.5
중속/관계기업관련손익	-101.9	14.1	-326.7	-331.2	-84.6
기타영업외손익	-101.3	-399.8	-356.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	549.5	-102.0	-1,423.7	-55.6	1,037.5
법인세비용	202.3	41.1	-315.7	-15.0	280.1
당기순이익	366.0	-155.3	-1,369.0	-40.6	757.4
지배주주지분 손이익	359.2	-208.1	-1,404.4	-35.5	662.5

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,641.1	8,706.9	10,882.7	11,399.2	12,809.4
현금및현금성자산	2,616.2	1,958.1	2,184.4	5,587.5	6,528.4
매출채권	2,055.5	2,023.1	2,305.0	1,540.1	1,664.4
재고자산	3,060.1	3,296.7	4,257.6	2,844.7	3,074.4
비유동자산	13,634.4	14,407.5	19,154.2	18,435.5	19,510.8
유형자산	6,879.5	7,046.4	10,727.0	11,752.1	12,566.9
무형자산	1,644.4	1,768.0	1,755.7	1,735.2	1,715.4
투자자산	4,196.7	4,421.9	5,433.9	3,710.8	3,990.9
자산총계	23,831.9	24,492.9	30,036.8	29,834.7	32,320.2
유동부채	6,808.5	7,688.8	11,707.6	10,212.7	10,864.6
매입채무	1,831.9	1,837.1	2,610.3	1,744.1	1,884.9
단기차입금	2,443.0	2,947.1	5,109.9	5,409.9	5,769.9
유동성장기부채	559.8	841.2	1,189.2	1,189.2	1,189.2
비유동부채	5,685.4	6,598.0	7,722.4	9,107.4	10,235.4
사채	2,047.3	2,387.5	2,191.4	2,271.4	2,351.4
장기차입금	2,158.1	3,174.3	4,231.5	5,831.5	6,831.5
부채총계	13,935.0	15,482.4	19,430.0	19,320.1	21,099.9
자본금	978.2	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	2,320.1	1,497.1	1,562.4	1,562.4	1,562.4
기타포괄이익누계액	215.0	258.0	2,319.8	2,319.8	2,319.8
이익잉여금	5,561.4	5,338.9	4,132.4	4,045.3	4,656.1
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,157.2	1,152.1	1,247.0
자본총계	9,896.9	9,010.6	10,606.9	10,514.6	11,220.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	115.7	518.0	638.5	2,200.7	2,068.9
당기순이익(손실)	366.0	-155.3	-1,369.0	-40.6	757.4
유형자산감가상각비	637.2	612.8	649.4	894.9	1,025.2
무형자산상각비	38.3	65.8	66.1	20.6	19.8
운전자본의 증감	-1,626.5	-498.8	83.8	714.6	-116.2
투자활동 현금흐름	-1,476.6	-2,799.2	-3,287.4	-305.4	-2,101.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-902.9	-2,390.5	-3,397.6	-1,920.0	-1,840.0
투자자산의 감소(증가)	-560.8	-211.2	-1,338.7	1,392.0	-364.8
재무활동 현금흐름	2,322.3	1,608.7	2,675.9	1,507.8	973.4
차입금증감	1,566.0	1,783.8	3,490.0	1,938.1	1,446.8
자본의증가	316.8	-912.6	65.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	964.6	-658.1	226.3	3,403.1	940.9
기초현금	1,651.5	2,616.2	1,958.1	2,184.4	5,587.5
기말현금	2,616.2	1,958.1	2,184.4	5,587.5	6,528.4

Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	68,647	75,901	72,103	68,418	74,632
EPS(지배주주)	1,878	-1,194	-8,175	-212	3,849
CFPS	8,917	8,158	3,397	8,589	14,361
EBITDAPS	8,361	7,329	2,416	8,589	14,361
BPS	46,307	44,980	54,163	53,663	57,164
DPS	0	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.8	1.9	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	22.9	-33.1	-2.0	-94.0	5.2
PCR	4.8	4.8	4.7	2.3	1.4
PSR	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3
PBR	0.9	0.9	0.3	0.4	0.3
EBITDA(십억원)	1,599.2	1,283.2	415.2	1,476.4	2,468.6
EV/EBITDA	9.0	12.1	35.3	9.5	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	-2.5	-16.2	-0.4	6.9
EBITDA이익률	12.2	9.7	3.4	12.6	19.2
부채비율	140.8	171.8	183.2	183.7	188.1
금융비용부담률	1.5	3.1	4.4	3.4	3.5
이자보상배율(x)	4.6	1.5	-0.5	1.4	3.2
매출채권회전율(x)	7.3	6.5	5.7	6.1	8.0
재고자산회전율(x)	5.0	4.2	3.3	3.3	4.3

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	77,000원
현재주가 (3. 25)	57,800원
상승여력	33.2%

KOSPI	2,615.81pt
시가총액	65,073억원
발행주식수	11,258만주
유동주식비율	36.57%
외국인비중	74.87%
52주 최고/최저가	83,500원/53,600원
평균거래대금	108.3억원

주요주주(%)

Aramco Overseas Company BV 외 5 인	63.43
국민연금공단	7.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	-7.4	-24.7
상대주가	-0.5	-8.1	-21.2

주가그래프



2025년 글로벌 정유업은 타이트한 공급여건에서 공급량 증가 개연성 높아져

- 2022~24년 글로벌 정유사 폐쇄 Cycle 완료, 2025~26년 권역별 정유사 신규 증설 예정
- 2025년 러-우 종전 이후, 러시아 수출규제 완화 이후 수출량 증가 가능성은 디젤과 휘발유에 공급과잉 유발 우려 요인
- NCC 증설로 꾸준한 제품 수요가 발생하는 나프타를 제외한 기타 제품군들의 가격 약세는 필연적으로 정제마진 하락 전망

2025년 연간 영업이익의 8,004억원을 추정, 전년대비 개선되는 착시효과 발생하지만

- 24년 3분기 정유부문 일회성 손실을 감안하면 영업이익 둔화 구간

정유업황은 25~26년 골이 깊고, 이후 완만한 개선 예상

투자의견 Buy, 적정주가 7.7만원(추정치 기준 PBR 1.0배 적용) 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	42,446.0	3,405.2	2,104.4	18,504	52.7	72,754	4.5	1.1	3.3	27.2	131.2
2023	35,726.7	1,354.6	948.9	8,369	-54.8	77,506	8.3	0.9	5.7	10.8	138.7
2024	36,637.0	460.6	-163.4	-1,467	적전	74,488	-37.4	0.7	7.4	-1.8	153.0
2025E	34,516.9	800.4	418.3	3,683	흑전	77,651	15.7	0.7	4.2	4.7	147.9
2026E	33,101.6	714.0	339.1	2,973	-19.3	79,634	19.5	0.7	4.2	3.7	143.6

S-Oil 실적 추정

Energy Renaissance 2
Oil, Price War

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	9,308.5	9,570.8	8,840.6	8,917.1	8,865.7	8,582.7	8,467.7	8,600.7	36,637.0	34,516.9	33,101.6
정유	7,444.8	7,451.4	6,894.4	7,013.8	6,908.6	6,528.8	6,385.6	6,512.4	28,804.4	26,335.4	24,558.9
석유화학	1,096.8	1,308.5	1,201.6	1,096.0	1,236.9	1,275.2	1,293.7	1,303.2	4,702.9	5,108.9	5,349.1
윤활기유	766.9	810.9	744.6	807.3	720.3	778.7	788.4	785.2	3,129.7	3,072.5	3,193.6
영업이익	454.1	160.6	-414.9	260.8	194.5	175.7	199.7	230.5	460.6	800.4	714.0
%OP	4.9%	1.7%	-4.7%	2.9%	2.2%	2.0%	2.4%	2.7%	1.3%	2.3%	2.2%
정유	250.4	-95.0	-573.7	172.9	73.5	32.4	43.7	67.4	-245.4	216.9	-84.5
석유화학	48.0	109.9	5.0	-28.1	-9.5	16.8	32.0	40.5	134.8	79.9	314.3
윤활기유	155.7	145.8	153.8	115.9	130.4	126.5	124.0	122.7	571.2	503.6	484.2
세전이익	227.2	-40.9	-272.5	-208.0	139.1	124.6	147.3	146.6	-294.1	557.7	452.1
순이익(지배주주)	166.2	-21.3	-206.2	-102.1	104.3	93.5	110.5	110.0	-163.4	418.3	339.1
%YoY											
매출액	2.5	22.4	-1.8	-9.3	-4.8	-10.3	-4.2	-3.5	2.5	-5.8	-4.1
영업이익	-11.9	341.1	적전	흑전	-57.2	9.4	흑전	-11.6	-66.0	73.8	-10.8
세전이익	-36.0	적자확대	적전	적전	-38.8	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-18.9
순이익(지배)	-37.4	적자축소	적전	적전	-37.2	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-18.9
%QoQ											
매출액	-5.3	2.8	-7.6	0.9	-0.6	-3.2	-1.3	1.6			
영업이익	흑전	-64.6	적전	흑전	-25.4	-9.6	13.6	15.5			
세전이익	208.6	적전	적자확대	적자축소	흑전	-10.4	18.3	-0.5			
순이익(지배)	3.5	적전	적자확대	적자축소	흑전	-10.4	18.3	-0.5			

자료: S-OIL, 메리츠증권 리서치센터

S-OIL (010950)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	34,516.9	33,101.6
매출액증가율(%)	54.6	-15.8	2.5	-5.8	-4.1
매출원가	38,291.4	33,621.0	35,417.3	33,172.4	31,867.2
매출총이익	4,154.6	2,105.8	1,219.7	1,344.5	1,234.4
판매비와관리비	749.4	751.2	759.2	544.1	520.4
영업이익	3,405.2	1,354.6	460.6	800.4	714.0
영업이익률(%)	8.0	3.8	1.3	2.3	2.2
금융손익	-324.1	-201.2	-250.8	-229.7	-248.9
중속/관계기업관련손익	-0.2	2.3	31.7	13.2	12.0
기타영업외손익	-182.3	-24.0	-535.6	-26.1	-25.0
세전계속사업이익	2,898.5	1,131.7	-294.1	557.8	452.1
법인세비용	794.2	182.9	81.0	139.4	113.0
당기순이익	2,104.4	948.9	-163.4	418.3	339.1
지배주주지분 순이익	2,104.4	948.9	-163.4	418.3	339.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	9,206.0	9,647.8	9,163.1	9,735.7	10,039.9
현금및현금성자산	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,967.7	3,698.5
매출채권	2,303.6	2,307.6	2,311.0	2,229.1	2,088.5
재고자산	4,733.2	4,639.2	4,694.5	4,528.0	4,242.5
비유동자산	10,407.2	11,928.4	12,809.8	12,708.2	12,582.2
유형자산	9,588.0	11,152.0	12,121.6	12,033.7	11,922.1
무형자산	106.4	115.6	146.4	134.9	124.3
투자자산	138.5	167.7	62.0	59.8	56.0
자산총계	19,613.1	21,576.1	21,972.9	22,444.0	22,622.0
유동부채	8,213.2	9,254.5	9,930.4	9,642.1	9,205.1
매입채무	3,172.4	3,989.5	3,619.0	3,490.6	3,270.5
단기차입금	1,939.1	2,142.5	3,309.4	3,309.4	3,309.4
유동성장기부채	589.8	639.8	849.9	849.9	849.9
비유동부채	2,916.5	3,284.0	3,356.8	3,747.4	4,131.2
사채	2,426.8	2,137.0	2,275.9	2,275.9	2,275.9
장기차입금	0.0	699.7	814.7	1,214.7	1,614.7
부채총계	11,129.7	12,538.6	13,287.3	13,389.5	13,336.3
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
기타포괄이익누계액	33.8	36.8	37.7	37.7	37.7
이익잉여금	6,828.5	7,379.6	7,026.9	7,395.6	7,626.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,483.5	9,037.6	8,685.7	9,054.4	9,285.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,651.5	2,525.7	748.3	2,337.4	2,265.8
당기순이익(손실)	2,104.4	948.9	-163.4	418.3	339.1
유형자산감가상각비	643.6	711.5	1,056.8	1,887.9	1,871.7
무형자산상각비	6.2	7.7	10.8	11.5	10.6
운전자본의 증감	-2,132.3	1,473.1	31.0	32.9	56.4
투자활동 현금흐름	-773.2	-2,066.1	-1,883.1	-1,784.2	-1,743.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-598.8	-2,185.6	-1,951.5	-1,800.0	-1,760.0
투자자산의 감소(증가)	-4.5	-2.5	137.4	15.4	15.8
재무활동 현금흐름	-1,514.1	193.2	1,319.1	268.3	208.6
차입금증감	-624.5	618.5	1,370.9	317.9	316.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-635.2	653.0	182.8	821.6	730.9
기초현금	1,945.5	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,967.7
기말현금	1,310.3	1,963.3	2,146.1	2,967.7	3,698.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	377,021	317,337	325,423	306,591	294,020
EPS(지배주주)	18,504	8,369	-1,467	3,683	2,973
CFPS	36,456	17,268	11,748	25,614	24,704
EBITDAPS	36,018	18,420	13,573	23,981	23,061
BPS	72,754	77,506	74,488	77,651	79,634
DPS	5,500	1,700	425	925	1,125
배당수익률(%)	6.6	2.4	0.8	1.6	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	4.5	8.3	-37.4	15.7	19.5
PCR	2.3	4.0	4.7	2.3	2.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	4,055.0	2,073.8	1,528.1	2,699.8	2,596.3
EV/EBITDA	3.3	5.7	7.4	4.2	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.2	10.8	-1.8	4.7	3.7
EBITDA이익률	9.6	5.8	4.2	7.8	7.8
부채비율	131.2	138.7	153.0	147.9	143.6
금융비용부담률	0.4	0.7	0.3	1.3	1.4
이자보상배율(x)	22.5	5.7	4.3	1.8	1.6
매출채권회전율(x)	19.9	15.5	15.9	15.2	15.3
재고자산회전율(x)	10.3	7.6	7.9	7.5	7.5

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3.25)	33,850원
상승여력	-

KOSPI	2,615.81pt
시가총액	7,094억원
발행주식수	2,096만주
유동주식비율	50.54%
외국인비중	14.52%
52주 최고/최저가	60,300원/30,600원
평균거래대금	16.9억원

주요주주(%)

대립 외 5인	49.34
국민연금공단	10.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-20.1	-35.5
상대주가	0.0	-20.7	-32.5

주가그래프



DL의 석유화학부문의 견고한 이익 체력 부각

- 2025년 POE는 전방 태양광 수요 개선과 공급 건전성 회복에 판매량 증가 가능할 전망
- 미-중 상호관세 부과에 동사의 Latex부문(Cariflex)은 싱가포르 법인 중심 가동여건 상승할 전망
- Kraton의 YoY 가동여건 개선은 연간 이익 순증가에 긍정적 부분

지분법 대상 회사 YNCC에 시장의 우려는 여전히 존재하나

- 순수 석유화학에 투자심리 개선 구간: 유가 하락 가능성에 극단적 바닥은 통과
- 또한 부타디엔은 최종 수요단 개선으로 가격 개선 중
- 연중 회사채 기한이익상실우려가 해소된다면 동사를 둘러싼 투자심리 개선 여력 높아

석유화학 섹터 내 견고한 이익 체력 및 주주환원 여력이 높은 회사

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	11,711.9	1,119.8	778.8	22,209	6.1	208,952	3.8	0.4	2.2	10.1	73.3
2023	12,556.0	1,200.6	737.6	21,025	-5.3	226,555	4.0	0.4	1.5	8.8	67.9
2024	13,460.9	1,287.1	793.4	22,629	7.6	245,605	3.7	0.3	1.0	8.7	65.5
2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

DL (000210)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	11,711.9	12,556.0	13,460.9	-	-
매출액증가율(%)	7.2	7.2	7.2	-	-
매출원가	9,898.8	10,612.2	11,377.1	-	-
매출총이익	1,813.1	1,943.8	2,083.9	-	-
판매비와관리비	693.3	743.2	796.8	-	-
영업이익	1,119.8	1,200.6	1,287.1	-	-
영업이익률(%)	9.6	9.6	9.6	-	-
금융손익	-43.7	-29.8	-17.5	-	-
중속/관계기업관련손익	185.6	0.0	0.0	-	-
기타영업외손익	-10.5	0.0	0.0	-	-
세전계속사업이익	1,251.3	1,170.7	1,269.6	-	-
법인세비용	375.4	341.2	377.2	-	-
당기순이익	875.9	829.6	892.3	-	-
지배주주지분 손이익	778.8	737.6	793.4	-	-
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	7,385.7	8,229.9	9,338.7	-	-
현금및현금성자산	3,286.2	3,835.9	4,629.1	-	-
매출채권	838.8	899.2	964.1	-	-
재고자산	893.8	958.2	1,027.2	-	-
비유동자산	8,034.0	8,006.4	8,047.4	-	-
유형자산	1,862.6	1,653.6	1,496.9	-	-
무형자산	482.9	457.2	433.0	-	-
투자자산	3,134.3	3,341.4	3,563.4	-	-
자산총계	15,419.8	16,236.3	17,386.1	-	-
유동부채	4,011.2	4,023.0	4,302.9	-	-
매입채무	1,177.9	1,262.8	1,353.8	-	-
단기차입금	138.9	138.9	138.9	-	-
유동성장기부채	249.4	0.0	0.0	-	-
비유동부채	2,509.3	2,542.6	2,578.2	-	-
사채	526.9	526.9	526.9	-	-
장기차입금	1,398.0	1,398.0	1,398.0	-	-
부채총계	6,520.5	6,565.5	6,881.1	-	-
자본금	218.5	218.5	218.5	-	-
자본잉여금	606.1	606.1	606.1	-	-
기타포괄이익누계액	-162.2	-162.2	-162.2	-	-
이익잉여금	7,403.1	8,082.6	8,817.9	-	-
비지배주주지분	833.8	925.7	1,024.7	-	-
자본총계	8,899.3	9,670.8	10,505.0	-	-

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	981.4	1,073.8	1,083.4	-	-
당기순이익(손실)	875.9	829.6	892.3	-	-
유형자산감가상각비	144.2	209.0	156.8	-	-
무형자산상각비	31.1	25.8	24.2	-	-
운전자본의 증감	-69.8	9.4	10.1	-	-
투자활동 현금흐름	-259.9	-227.3	-243.7	-	-
유형자산의 증가(CAPEX)	-70.0	0.0	0.0	-	-
투자자산의 감소(증가)	-186.2	-207.1	-222.0	-	-
재무활동 현금흐름	-303.9	-296.7	-46.5	-	-
차입금증감	-238.1	-238.6	11.6	-	-
자본의증가	0.0	0.0	0.0	-	-
현금의증가(감소)	417.6	549.7	793.2	-	-
기초현금	2,868.6	3,286.2	3,835.9	-	-
기말현금	3,286.2	3,835.9	4,629.1	-	-
Key Financial Data					
	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	336,548	360,804	386,808	-	-
EPS(지배주주)	22,209	21,025	22,629	-	-
CFPS	42,248	41,245	42,185	-	-
EBITDAPS	37,217	41,245	42,185	-	-
BPS	208,952	226,555	245,605	-	-
DPS	1,500	1,500	1,500	-	-
배당수익률(%)	1.8	1.8	1.8	-	-
Valuation(Multiple)					
PER	3.8	4.0	3.7	-	-
PCR	2.0	2.0	2.0	-	-
PSR	0.2	0.2	0.2	-	-
PBR	0.4	0.4	0.3	-	-
EBITDA(십억원)	1,295.1	1,435.3	1,468.0	-	-
EV/EBITDA	2.2	1.5	1.0	-	-
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	8.8	8.7	-	-
EBITDA이익률	11.1	11.4	10.9	-	-
부채비율	73.3	67.9	65.5	-	-
금융비용부담률	0.7	0.6	0.6	-	-
이자보상배율(x)	13.0	15.3	17.2	-	-
매출채권회전율(x)	14.1	14.4	14.4	-	-
재고자산회전율(x)	13.2	13.6	13.6	-	-

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

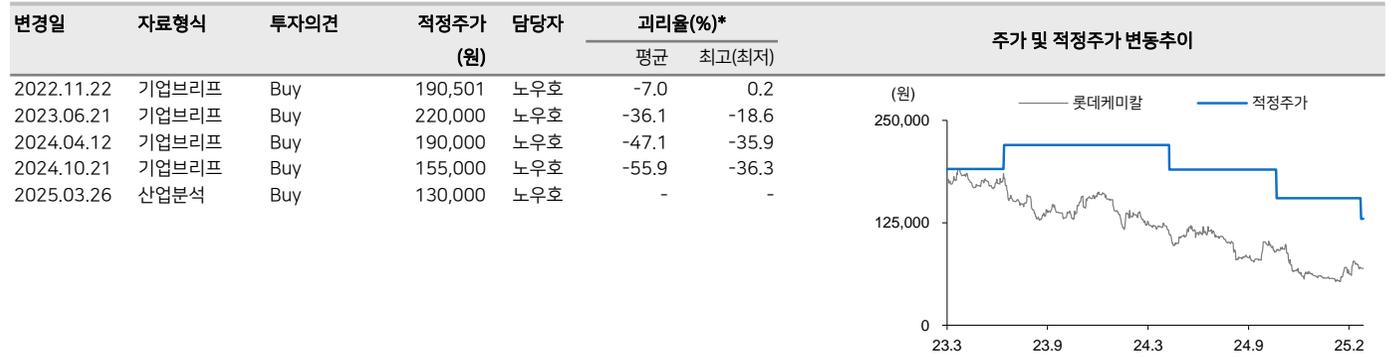
금호석유 (011780) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.25	기업브리프	Hold	195,000	노우호	-30.6	-16.5	
2023.11.03	산업분석	Hold	160,000	노우호	-13.6	3.3	
2024.11.03		1년 경과			-33.4	-14.1	
2025.03.26	산업분석	Buy	170,000	노우호	-	-	

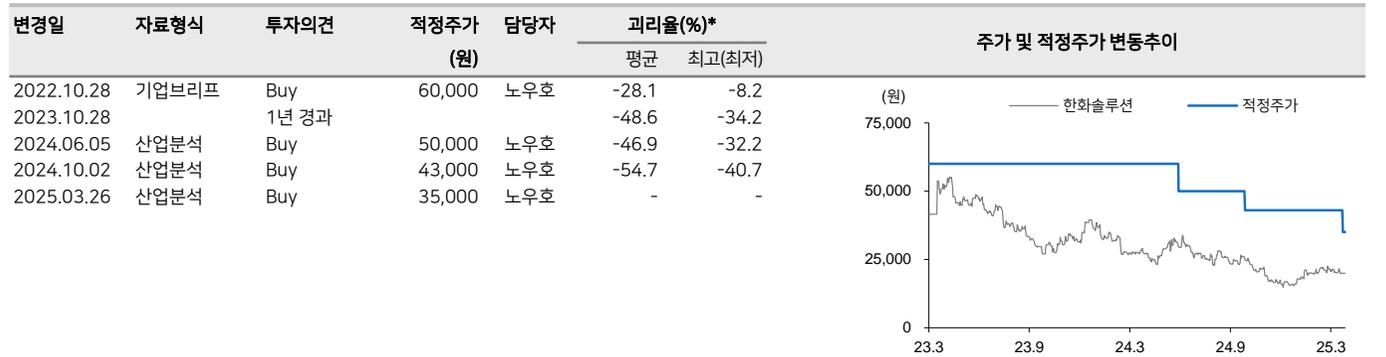
롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

