

SECTOR UPDATE

2025. 10. 2

EV/모빌리티팀

조현렬 수석연구위원
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 연구원
wonyoung10.kim@samsung.com



화학(OVERWEIGHT)

(Mid-Small Cap Spotlight)

석유 수요 변화에도 살아남을 강자는?

이 리포트를 읽어야 하는 이유

안녕하세요 삼성증권 조현렬입니다.

글로벌 석유화학업황 부진 장기화로 2024년부터 유럽에서 설비 폐쇄가 시작되었으며, 올해는 한국에서 대규모 폐쇄 계획이 발표되었습니다. 더욱이 중국의 Anti-Involution 정책으로 인해 정유/화학 산업에 대한 구조조정 기대감도 한층 커지고 있습니다. 특히 한국의 설비 폐쇄 계획과 맞물려 석유화학업황의 상승 전환 시점이 임박했다는 긍정적 기대감도 팽배하고 있습니다.

하지만 시장 기대와 달리 중국의 정유/화학 산업 구조조정 방향성은 자급률이 200%를 넘긴 전기차, 2차 전지, 태양광 산업과 다르게 나타날 것으로 예상되며, 구조조정 과정에서 한국 석유화학의 수혜보단 오히려 중장기 위협요인이 더 커질 것으로 판단합니다. 왜냐하면 전기차, 2차전지, 태양광은 중국이 이미 공급망 지배력을 갖추었음에도 불구하고 민간업체간 과잉된 경쟁으로 업황이 악화되었던 반면, 정유/화학의 경우 전기차 침투율 증가에 따른 석유 수요의 구조적인 변화가 정유 제품 수요 감소→이를 대체하기 위한 나프타 생산 증가→범용 화학 제품 공급증가로 이어지고 있기 때문입니다. 즉, 최근 범용 제품 대신 스페셜티 화학 제품 생산을 확대하여 공급과잉을 해소하라는 중국 정부의 입장을 감안하면, 궁극적으로 차량용 연료 수요 변화가 석유제품-범용 화학 제품-스페셜티 화학제품까지 공급증가를 야기할 것입니다.

앞서 살펴본 석유 수요 변화에서 한국 업체의 대응 방안은 1) 보다 스페셜티 제품으로 기술 고도화를 하거나, 2) 석유계(나프타 기반) 원료가 아닌 원료를 기반으로 하는 제품 또는 사업 비중 확대가 필요할 것입니다. 이러한 연유로 전통 석유화학 대형 업체보다는 개별적인 강점을 가진 중형/소형 업체로 투자자의 시각을 넓힐 시점이라 판단되는데, 상기 기준에 부합하는 4개의 기업(KCC, 롯데정밀화학, SK케미칼, 유니드)을 추천 드립니다.

KCC는 실리콘계 정밀 화학업체이기에 석유 수요 변화로부터 자유로울 뿐만 아니라 실리콘 수익성 개선 및 도료의 수익성 호조세가 이어지는 가운데, 최근 보유자산 가치가 증가하고 있는 점도 고무적입니다. 롯데정밀화학은 펄프를 활용하여 셀룰로스 제품을 만드는 스페셜티 업체이며, 향후 셀룰로스 증설 물량 가동에 따른 수익성 제고와 염소계열 흑자 전환이 긍정적입니다. 유니드는 석유계가 아닌 무기화학 제품을 생산하고, 글로벌 선도 지위를 유지하고 있다는 점에서 중장기 지속가능한 포트폴리오를 구축했습니다. 그리고 SK케미칼은 석유계 원료를 활용하나 글로벌 과점 지위를 가진 Copolyester라는 스페셜티 제품으로 고수익성을 누리는 한편, SK머티리얼리티의 LNG 발전소 신규 가동으로 포트폴리오 다각화 및 이익 성장 모멘텀이 뚜렷할 전망입니다.

본 보고서가 투자자들의 산업에 대한 이해와 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다

감사합니다.

REPORT

CONTENTS

01 중국 에너지 구조조정에서 드러나는 석유 수요 변화 4p

- 1) 중국 화석 에너지 산업: 전기차 침투율 증가에 따른 석유 수요 변화 시작.
- 2) 중국 화학 구조조정: 감유증화(減油增化)는 글로벌 시대 정신

02 한국 화학업이 나아가야 할 방향은? 13p

- 1) 중국 에너지 구조조정에 대한 국내 업종 영향 및 대응 방안은?
- 2) 석유 수요의 변화에도 살아남을 강자는?

03 기업 분석 16p

- 1) KCC(커버리지 개시/BUY/목표주가: 470,000원)
- 2) SK케미칼(커버리지 개시/BUY/목표주가: 85,000원)
- 3) 유니드(커버리지 개시/BUY/목표주가: 95,000원)
- 4) 롯데정밀화학(BUY/목표주가: 60,000원)

중국 화학 구조조정, 그리고 한국 업체의 생존방안은?

중국 에너지 구조조정에서 드러나는 석유 수요 변화

중국 화석 에너지 산업: 전기차 침투율 증가에 따른 석유 수요 변화 시작

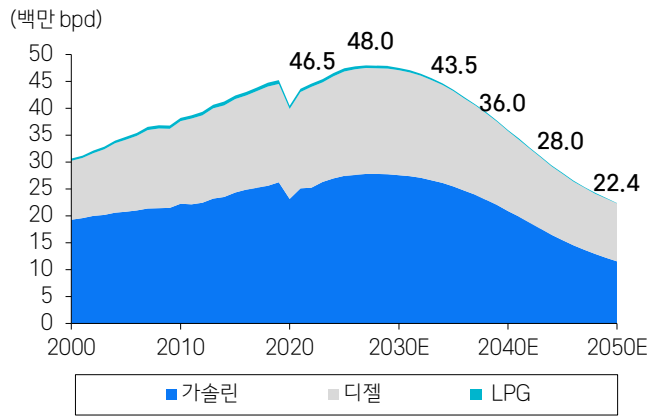
전기차 침투율 상승이 불러온 석유 수요의 구조적 변화

중국 정부는 반내권화(Anti-Involution) 정책의 일환으로 정유 및 화학 산업에 대해선 정유업에 대해 공급 감축을 주문하는 한편, 화학업에 대해 공급 확대를 주문할 것으로 전망한다. 이는 중국 내부적인 문제가 아니라 글로벌 석유 수요의 구조적인 변화에 기인하기에, 비단 중국뿐만 아니라 다른 국가에서도 통용되는 문제점과 해결 방안으로 판단된다.

글로벌 전기차 보급이 확대됨에 따라 운송용 연료로 사용되던 정유 제품의 수요 정점(Peak demand) 시기가 점점 앞당겨지고 있다. 2024년 기준 글로벌 운송용 연료 수요는 하루 4,650만 배럴(bpd) 사용되고 있는데, 이는 전체 석유 수요(1억 280만 bpd) 대비 45%에 달하고, 이는 가솔린 2,690만 bpd 및 디젤 1,900만 bpd로 구성되어 있다.

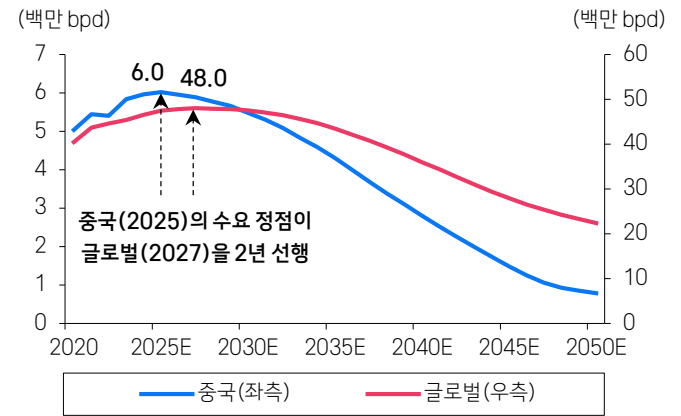
글로벌 운송용 연료 수요는 2024년 4,650만 bpd에서 2027년 4,800만 bpd 정점을 찍은 후, 수요 감소세 국면에 접어들 것으로 예상된다. 전기차 시장 점유율 확대에 따른 내연기관차 점유율 감소가 운송용 연료 수요 감소를 야기할 전망이다. 이는 코로나19 이후 전기차 침투율 가속화에 따라 점차 앞당겨지고 있다. 향후 전기차 보급 속도가 둔화될 경우, 운송용 연료 수요 정점도 미뤄질 수 있겠으나 앞으로 2년밖에 남지 않았기에 미뤄지더라도 큰 차이는 없을 것으로 사료된다. 특히 전기차 침투율이 가장 빠른 중국의 경우 운송용 연료 수요 정점이 2025년으로 글로벌(2027년) 대비로도 2년 앞서 올해부터 시작될 것으로 예상된다.

글로벌 운송용 연료: 제품별 수요 전망



자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

글로벌 운송용 연료: 중국 및 글로벌 수요 정점 비교



자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

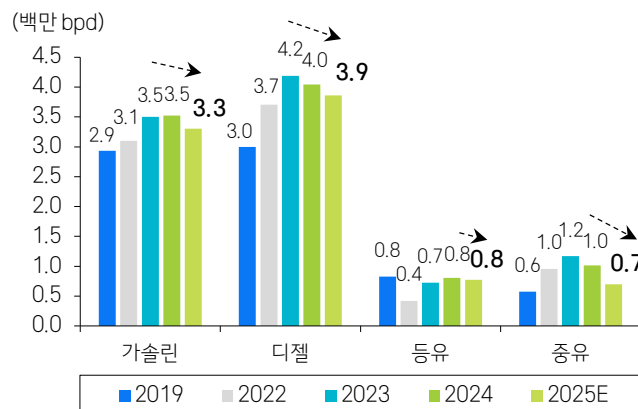
중국 정유 수요 - 이미 시작된 수요 감소세

최근 1년 사이의 중국 정유 수요 추이를 살펴보면, 앞서 살펴본 수요 정점이 이미 도래한 것으로 추정된다. 2024년 중순을 기점으로 다수의 제품 수요 성장률이 역성장하기 시작하여 현재까지 이러한 기조가 이어지고 있다. 가솔린은 2024년 7월, 디젤은 2024년 4월, 전체 정유 제품(가솔린+디젤+등유+중유; 나프타 제외) 2024년 3월 역성장으로 전환되어 현재(2025년 6월)까지 역성장세가 지속되고 있다.

올해 6월까지의 성장률로 2025년 제품별 수요 전망을 할 경우, 가솔린은 -6%YoY(352→330만 bpd), 디젤은 -5%YoY(405→386만 bpd), 등유는 -5%YoY(81→78만 bpd), 중유는 -31%YoY(102→70만 bpd)의 성장률이 예상된다. 가솔린은 전기차 침투율이 45%를 상회한 후 약 49%에 도달하면서 본격적으로 역성장하기 시작했고, 디젤은 미국발 관세 전쟁으로 인한 제조업 경기 둔화 및 LNG 트럭 판매 확대에 의해 역성장세로 전환하였다.

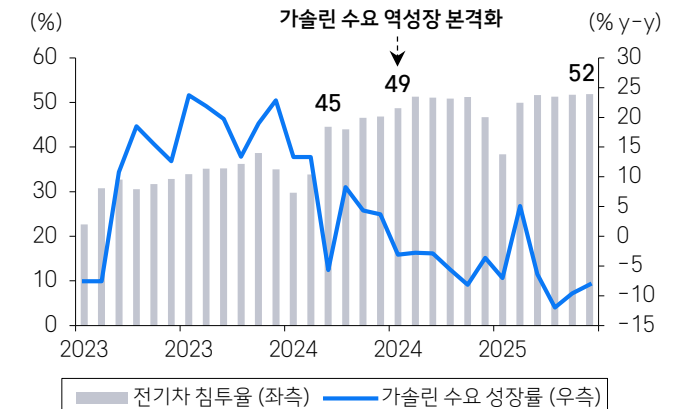
미국발 상호 관세로 인한 수요 둔화는 경기 측면에서 부정적 영향이기에 구조적이라기보단 경기 순환적인 성격에 가깝다. 하지만 전기차 침투율 확대 이후 발생한 가솔린의 수요 둔화는 경기 순환적이지 아닌 구조적인 성격에 가깝기에, 향후 차량 전동화에 따라 지속될 수요 감소세에 대응할 필요가 있을 것이다.

중국: 정유 제품별 수요 추이 및 전망



자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

중국: 전기차 침투율과 가솔린 수요 성장률 비교

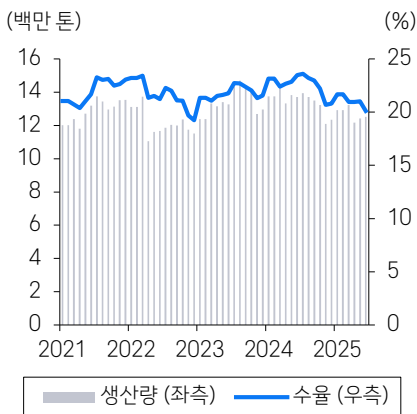


자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

중국의 정유 제품 생산 수율 추이를 살펴본다면, 이미 운송용 연료 수요 감소를 나프타로 대체하는 COTC(Crude Oil-to-Chemicals) 기조가 이어지고 있음을 알 수 있다. 2022년 중국의 정제 처리량은 6.74억 톤이며, 이는 가솔린 22%, 디젤 28%, 등유 4%, 중유 7%, 나프타 8% 및 LPG 7% 등으로 구성되었다. 한편 2025년YTD(1~6월) 기준 정제 처리량은 3.62억 톤이며, 이는 가솔린 21%, 디젤 26%, 등유 8%, 중유 6%, 나프타 11% 및 LPG 7%로 구성이 변화했다. 즉, 가솔린, 디젤 및 중유의 생산 비중은 감소한 반면, 등유 및 나프타의 생산 비중은 크게 증가한 것을 알 수 있다.

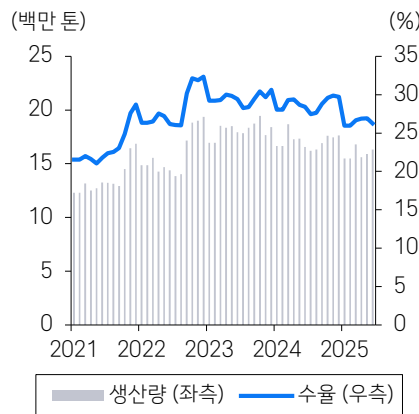
2022년 당시 제로코로나 정책으로 인해 중국 내 항공유 수요가 크게 둔화된 것을 감안하면, 등유 제품 생산 확대는 수요 증가보단 기저 효과 영향이 컸을 것으로 추정된다. 즉, 해당 기간 동안 수요 성장으로 인한 생산 확대는 나프타 위주로 발생한 것으로 추정되며, 이는 COTC 설비와 대규모 화학 설비 도입이 연계되었기 때문으로 판단된다. 앞으로도 이러한 설비 전환에 대한 정부의 독려가 있을 것으로 판단된다.

중국: 가솔린 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 디젤 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 등유 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 중유 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 나프타 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: LPG 생산량 및 수율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 화학 구조조정: 감유증화(減油增化)는 글로벌 시대 정신

감유증화(減油增化)=COTC(Crude Oil-to-Chemicals)

앞서 살펴본 중국의 정유 제품 수요 변화로 인해 중국 정부는 정유 제품을 공급을 줄이고(감유; 減油), 화학 제품의 생산을 늘리려(증화; 增化)는 입장을 취하고 있다. 이는 최근 2~3년 사이 가솔린 및 디젤의 생산 비중이 감소하고, 나프타의 생산 비중이 증가하고 있는 점을 통해 정부의 의도와 실제 산업의 변화가 동일하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이러한 정부 기조는 글로벌 에너지업체들이 도입 중에 있는 COTC(Crude Oil-to-Chemicals) 기술과 궤를 같이 한다. 왜냐하면 차량용 연료를 대체하기 위해 나프타 생산 수율을 상향하여 화학 제품 생산을 확대하고자 하는 목적이기 때문이다. 즉, 감유증화를 실행하는 수단 중 하나가 COTC 기술이라고 이해할 수 있다.

정유를 줄이고 화학을 늘리는 과정에서 중국의 화학 생산 능력은 폭발적인 속도로 확대되고 있다. 2022년 기준 중국 에틸렌 생산 능력은 4,551만 톤에 불과했으며, 당시 2022년 상반기 전망했던 2027년 에틸렌 생산 능력은 5,947만 톤 수준이었다(2022~2027년 연평균 +4.9%). 하지만 올해 상반기 전망치 기준으로 2027년 에틸렌 생산 능력은 7,692만 톤까지 상향되었으며, 이는 2022년 상반기 전망 대비 29% 높은 수준이다. 이에 따라 중국 에틸렌 생산 능력은 2022~2027년 연평균 +11.1%의 속도로 확대될 것으로 예상되며, 이는 3년 전 전망(+4.9%) 대비 2배 이상 높은 수준이다.

한편 2022년 상반기 추정 기준 중국 에틸렌 수요는 2022년 4,143만 톤에서 2027년 5,624만 톤으로 연평균 +6.1%의 성장이 예상되었으나, 3년이 지난 2025년 상반기 전망 기준 2027년 중국 에틸렌 수요는 6,031만 톤까지 3년 전 전망(5,624만 톤) 대비 7% 상향되었다. 즉, 현시점에서 중국 에틸렌 수요는 2022~2027년 연평균 +7.8%의 성장률로 확대될 것으로 예상된다.

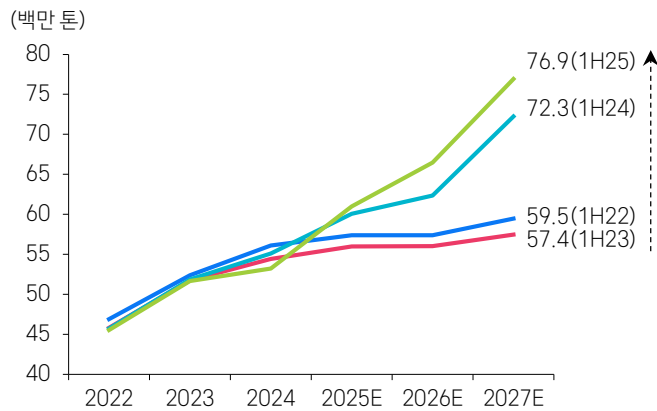
3년 전 대비 에틸렌 수요 성장률이 상향되긴 했으나(연평균 +6.1%→+7.8%), 동 기간 생산 능력 증가율 상향(연평균 +4.9%→+11.1%) 속도에 크게 못 미치는 점을 감안하면 향후 가동률 하향은 불가피하다. 중국은 에틸렌 가동률(=수요/생산 능력)은 2022년 91.0%에서 2025년 84.9%로 하락 후 2027년 78.4%까지 추가 하락할 것으로 예상된다. 3년 전 2027년 가동률이 94.6%까지 개선될 것이라 전망했던 것을 감안하면 크게 하향된 것을 확인할 수 있다.

중국: COTC 설비 도입 현황

프로젝트	위치	프로젝트 유형	정유 Capa (백만 톤)	화학 Capa (백만 톤)	화학 제품 전환율	상업 가동 시점
Hengli	Dalian	신규	20	에틸렌 1.5, PX 4.5	42%	2019
ZPC	Rongsheng	신규	40	에틸렌 1.8, PX 4.8	45%	2021
Shenghong	Jiangsu	신규	16	PX 4.0, 기타 6.0	64%	2022
Yulong	Shandong	신규	20	에틸렌 3.0, BTX 3.0, PTA 4.6, HCO 0.3, POE 0.4	81%	2024
Huajin-Aramco	Liaoning	신규	15	에틸렌 1.7, PX 2.0		2026E
CNOOC Daxie	Ningbo	개조	6	에틸렌/프로필렌 1.8, PP 0.9	45%	2026E
CSPC	Guangdong	개조		에틸렌 1.6, LAO, PC 0.3, BPA 0.2		2026E
Sinopec Qilu	Shandong	개조	10	에틸렌 1.0		2027E
Yanchang	Shaanxi	신규	10	에틸렌 1.2, PX 0.8		2029E
Gulei Refining	Fujian	확대	16	에틸렌 1.5, PX 2.0		2030E

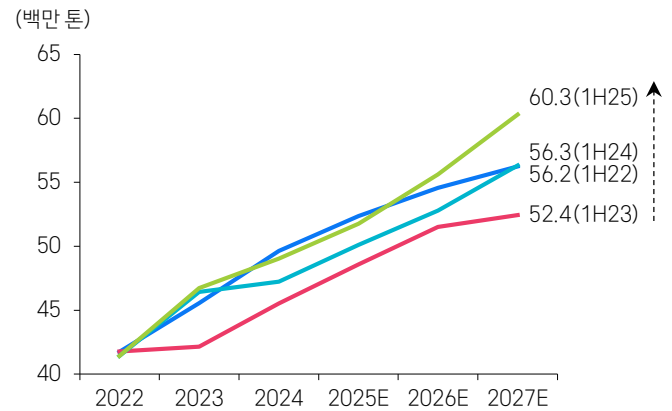
자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

중국: 전망 시점별 에틸렌 생산 능력 전망 추이



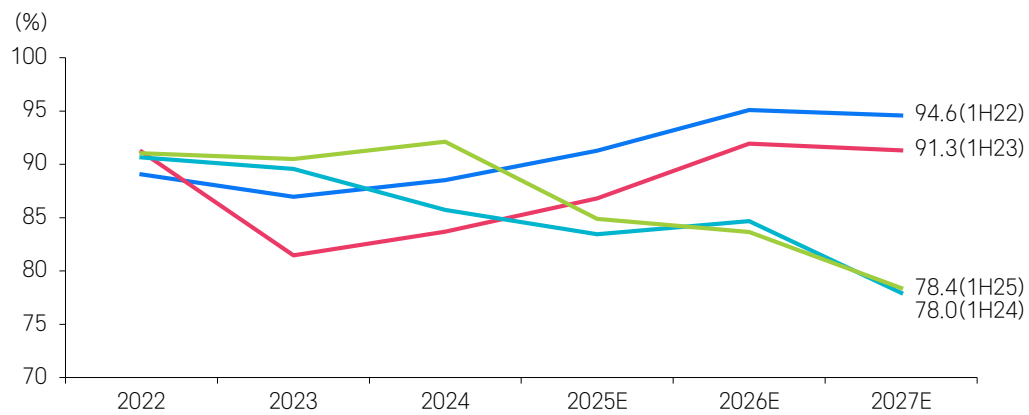
자료: S&P Global Platts, 삼성증권

중국: 전망 시점별 에틸렌 수요 전망 추이



자료: S&P Global Platts, 삼성증권

중국: 전망 시점별 에틸렌 가동률 전망 추이



자료: S&P Global Platts, 삼성증권

중국 내 20년 이상 노후 설비, 폐쇄 또는 개조의 압박 받았으나 업종 영향 제한적일 것

한편 Anti-Involution 기조가 강해지는 가운데, 올해 7월 중국 정부에서 화학 시장에 주목할 만한 정책을 발표하였다. '석유화학 노후 설비에 대한 조사 및 평가 실시'를 단행하겠다는 공지였다. 과거 지방 정부하에선 노후 화학 설비에 대한 퇴출 또는 개조에 대한 요구가 있었지만, 중앙 정부에서 직접적으로 노후 설비에 대한 조사를 요구한 것은 처음이다.

금번 조사 과정에서 노후 설비에 대한 기준은 주요 장비의 설계 수명이 만료되었거나, 가동 기간이 20년을 초과한 설비를 의미한다. 그리고 설비에 대한 적용 범위도 유해 화학 설비, 정유 및 석유화학 설비, 석탄화학 설비, 염소/알칼리 및 비료 산업용 설비로 확대되었다.

아직까진 조사 및 평가에 대한 지침만 하달되었으나, 업계에선 해당 설비에 대한 폐쇄 또는 개조 명령을 요구할 가능성이 클 것이라고 기대하고 있다. 따라서 가동한지 20년 이상된 설비의 규모가 중국 시장에서 어느정도 비중을 차지하는지를 분석해볼 필요가 있다.

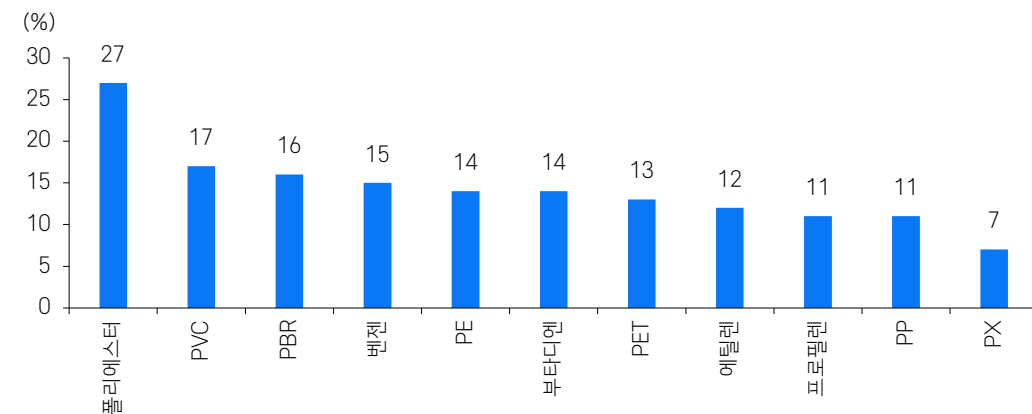
2025년 기준 중국 화학 제품별 설비 중 20년 이상 가동 중인 설비 비중이 가장 높은 제품은 폴리에스터 27%, PVC 17%, PBR 16% 및 벤젠 15% 등이 있다. 폴리에스터가 여타 제품 비중 대비 월등히 높은 이유는 1990~2000년대 초반 중국 섬유 및 의류 수요 급성장기에 설비투자가 대규모로 집중되었던 점에 기인하는 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 섬유체인 중간재인 PX는 7%로 비중이 가장 낮는데, 이는 중국의 PX 내재화가 2010년대 후반에 진행된 만큼 자급화가 늦었기 때문으로 판단된다. 한편 에틸렌은 12%로 여타 제품보다 20년 이상 설비 비중이 낮고, 이에 따라 프로필렌(11%) 및 PP(11%)도 유사한 비중을 기록하고 있다.

중국: 노후 화학 설비에 대한 조사 명령 (2025년 7월)

항목	내용
정책	• 석유화학 산업 노후 설비 조사 및 평가 실시
노후 설비 정의	• 주요 장비의 설계 수명이 만료되었거나, 가동 기간이 20년 이상인 설비
적용 범위	• 유해 화학 설비, 정유/석유화학/석탄화학/염소/알칼리/비료 제품

자료: 중국 산업정보화부(MIT), 국가발전개혁위원회(NDRC), 삼성증권 정리

중국: 2025년 기준 화학 제품별 20년 이상 가동 중인 생산 능력 비중



자료: S&P Global Platts, ICIS, 삼성증권

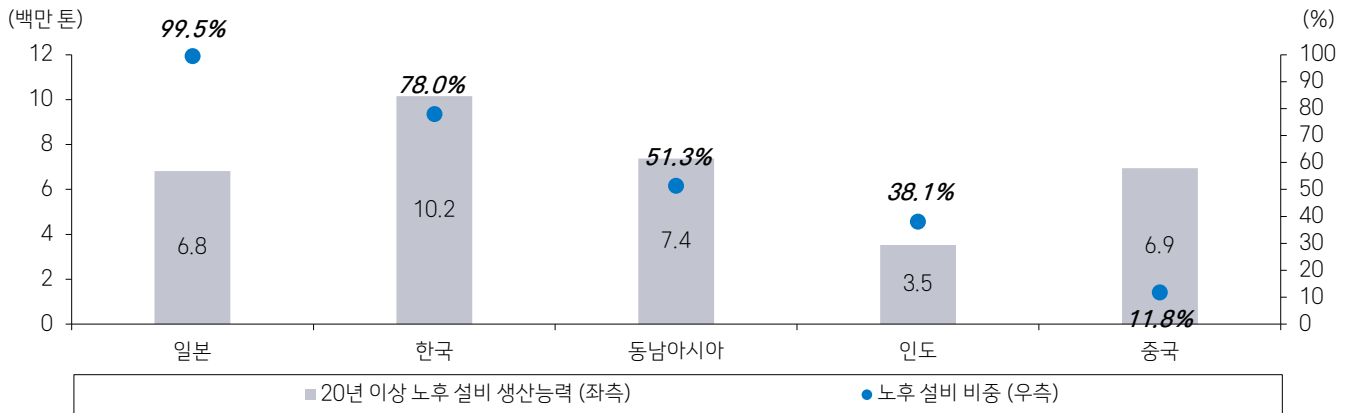
당사는 20년 이상 노후 설비에 대한 폐쇄보단 개조의 가능성이 클 것으로 전망하고 있으며, 설령 폐쇄하더라도 글로벌 화학 시장에 미칠 가능성이 크지 않을 것으로 판단한다. 노후 설비의 폐쇄보다 개조 가능성이 클 것이라 판단하는 이유는 2가지로 요약된다.

첫째, 중국의 노후 설비 비중은 전 세계적으로 가장 낮다. 에틸렌 기준 아시아 지역별 20년 이상 노후 설비 비중을 살펴보면 일본은 99.5%, 한국은 78.0%, 동남아시아는 51.3%, 그리고 인도는 38.1%에 달한다. 석유화학의 선도 국가라고 할 수 있는 일본과 한국은 20년 이상 노후 설비 비중에 있어 압도적인 비중을 기록하고 있다. 한편 중국의 비중은 11.8%로 아시아 및 전 세계적으로도 가장 낮다. 왜냐하면 석유 화학 생산업체로서 가장 후발 주자의 지위로 시장에 진입했기 때문이다.

둘째, 현재 중국의 자급률(=생산 능력/수요) 또한 그렇게 높지가 않다. 2024년 기준 에틸렌은 109%, PE는 76%에 불과했고, PVC, MDI 및 TDI 정도만이 120%대를 기록하였다. 2027년까지 증설 완료 시 에틸렌은 128%까지 증가하겠으나, PE는 여전히 106%에 불과할 것이다. 현재 Anti-Involution으로 거론되는 산업(태양광 및 2차전지 등)의 자급률이 200%가 넘어가는 과정에서 구조조정 압박이 커지는 점을 감안하면 화학 설비 규모 폐쇄 압력보단 고부가 제품으로의 전환 개조를 독려할 가능성이 커 보인다.

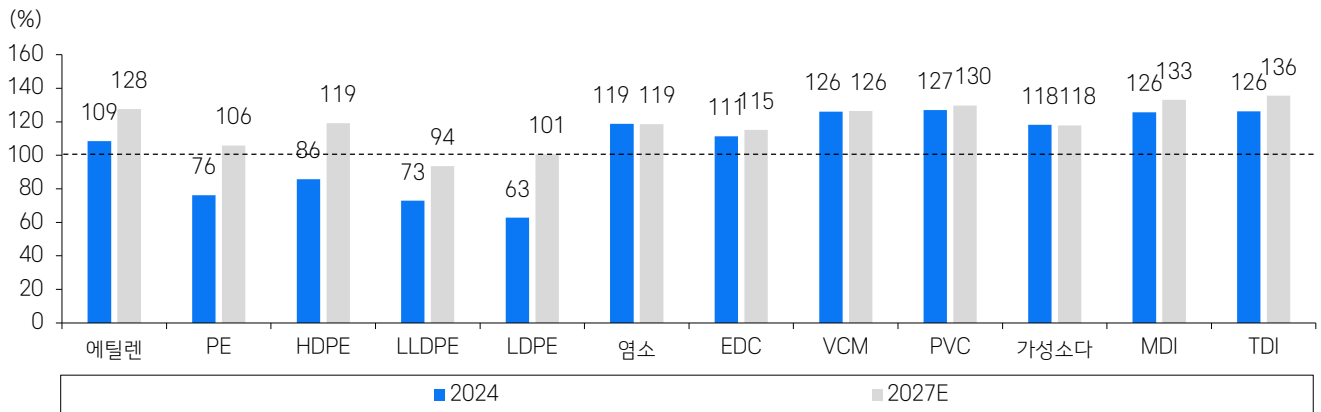
만약 개조가 아닌 폐쇄의 선택지만 주어질 경우에도, 중국 내 해당 설비 폐쇄가 업황에 의미 있는 개선을 가져오긴 어려울 것으로 예상된다. 현재 중국 내 20년 이상 노후 에틸렌 설비 비중은 11.8%, 설비 규모는 약 694만 톤이다. 하지만 중국의 에틸렌 신규 증설은 2020~2023년 연평균 621만 톤(연평균 +17.8%) 수준으로 도입되었으면, 2025~2028년에도 연평균 734만 톤(연평균 +11.6%)의 신규 증설이 계획되어 있다. 따라서 현재 20년 이상 설비 694만 톤이 100% 폐쇄되더라도 중국의 1년 증설 물량에 못 미치는 만큼 의미 있는 수급 개선을 기대하기 어려울 것이다.

에틸렌: 지역별 20년 이상 노후 설비 규모 및 비중



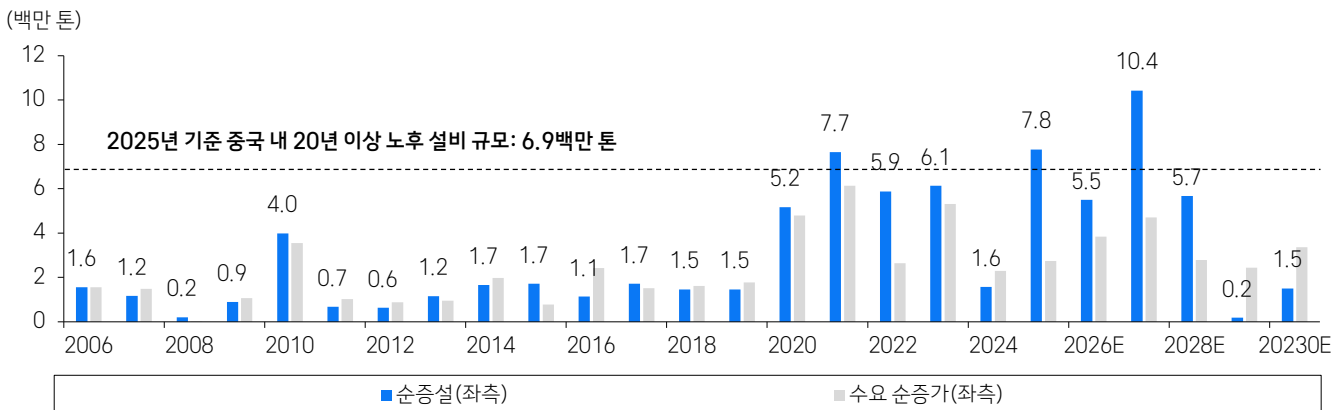
자료: S&P Global Platts, ICIS, 삼성증권

중국: 화학 제품별 자금률 현황 및 전망



자료: S&P Global Platts, 삼성증권

중국: 에틸렌 공급 및 수요 전망 vs 노후 설비 규모



자료: S&P Global Platts, ICIS, 삼성증권

2025~2026년 중국 석유화학 안정 성장 방안 - 감유증화(减油增化)를 또 한번 강조

지난 9월 26일 중국 산업정보화부(MIIT)를 비롯한 7개 부처는 '2025~2026년 석유화학공업의 안정적 성장을 위한 업무방안'을 발표했는데, 이를 통해 한번 더 확인할 수 있던 것은 중국의 감유증화 정책 추진 독려라고 판단된다.

해당 업무 방안에선 석유화학 노후 설비 개조, 신기술 상업화 실증, 정유 제품 감축 및 화학 제품 판매 증대(감유증화) 프로젝트 지원에 중점을 두고, 신규 정유 설비 생산능력 도입 대신 노후 설비 폐쇄를 통한 생산능력 통제를 강조하였다. 또한 주요 석유화학 및 현대 석탄화학 프로젝트의 계획 및 배치를 강화하는 한편, 에틸렌 및 파라자일렌 등 신규 생산 능력 규모와 투입 속도를 합리적으로 결정해 관련 산업의 생산능력 과잉 위험을 방지해야 한다고 주창하였다.

중국 정부는 2026년까지 석유화학 산업의 부가가치가 연평균 5% 증가하고 경제적 이익이 안정적으로 회복되며 산업 기술 혁신 능력이 강화돼 화학 단지가 규범적 건설에서 고품질 발전으로 나아가고 있다고 평가하기도 했으며, 고부가 제품의 공급을 강화할 것도 제안하였다. 반도체, 신에너지, 의료장비 등 중점 산업망 수요에 초점을 맞추고 전자 화학품, 고성능 폴리올레핀, 특수고무 등 분야의 핵심제품에 대한 연구를 지원하며 신소재 생산 응용 검증 등을 통해 화학 산업을 범용 제품에서 스페셜티 제품 중심으로 전환하길 독려하고 있다.

중국: 2025~2026년 석유화학 산업 안정 성장 방안(2025년 9월 26일 발표)

정책 목표	주요 조치	예상 영향
산업 안정 성장	- 산업 부가가치 연평균 5% 이상 성장 목표 - 경제 효과 회복 및 안정적 운용	- 경기 방어 및 구조적 성장 동시 추구 - 석유화학 부문의 경기 변동성 완화
첨단 공급 확대	- 반도체·신에너지·의료장비용 핵심 소재 집중 - 전자 화학품, 고성능 폴리올레핀, 특수고무 등 연구개발 지원	- 중국 내 고부가 정밀화학품 공급 확대 - 외국인 의존도 완화, 자급률 상승
비료 안정 공급	- 석탄·인광석·천연가스·황 등 원료 장기계약 - 완효성·수용성 비료 개발 촉진	- 농업 안정성 강화 - 친환경·고효율 비료 시장 확대
노후 설비 개조	- 신규 정유 능력 억제 - 노후 설비 자동화·저위험 공정 전환 - 2025년 말까지 도시 내 위험 화학공장 이전 완료	- "감유증화(减油增化)" 본격 추진 - 정유 축소 및 화학 확대로 산업 구조 고도화 - 안전사고 위험 감소
디지털·친환경 전환	- AI+석화 대모델 구축 - VOCs 저감 제품 전환 - CCUS 시범 프로젝트 추진	- 디지털 전환 촉진 - 탄소중립 목표와 정합성 강화 - ESG 경쟁력 제고
시장 수요 확대	- 합성수지·도료·타이어 → 자동차·조선 장기 협력 - 신에너지 배터리 소재, 탄소섬유 복합재 육성 - 그린 암모니아·메탄올 선박 연료화	- 전통 산업의 안정적 수요 보장 - 신흥 산업(배터리/로봇/친환경 연료) 수요 창출
산업 클러스터 강화	- 화학공업단지 등급 평가·스마트화 추진 - 석유·석탄·인화학 등 특화 클러스터 육성	- 경쟁력 있는 산업단지 중심의 집적 효과 - 지역별 경제 성장 견인
국제 협력 심화	- RCEP·일대일로 활용 - 해외 석유·가스·칼륨 자원 개발 합자 - 외국기업 중국 내 R&D센터 설립 장려	- 해외 자원 확보 - 대외무역 안정화 - 글로벌 표준·규범 주도권 확대
정책·금융 지원	- 초장기 국제·정부펀드 활용 - 금융기관 차별적 신용정책(지원+규제) - 제조업 인재 지원 프로그램 운영	- 정책 자금 유입 증가 - 금융·산업 연계 강화 - 고급 인재 육성으로 장기 경쟁력 확보
모니터링·경보 체계	- 경기지수 정기 발표 - 생산능력 조기경보 시스템 운영	- 과잉설비 조기 억제 - 산업 내 과열 리스크 관리

자료: 중국 산업정보화부(MIIT), 국가발전개혁위원회(NDRC), 삼성증권 정리

Specialize more, or rethink feedstocks

한국 화학업이 나아가야할 방향은?

중국 에너지 구조조정에 대한 국내 업종 영향 및 대응 방안은?

국내 업종 영향 - 단기 중립적, 중장기 부정적일 것

중국의 화학업 구조조정에 대한 한국 화학업체 영향은 단기 중립적, 중장기 부정적이라 판단한다. 이는 자본시장에서 중국 구조조정에 대한 일부 수혜를 기대하는 컨센서스 대비 다소 배치되는 의견이다. 시장의 컨센서스와 가장 큰 차이는 중국의 신규 증설 물량과 20년 이상 노후 설비 규모를 감안했을 때, 구조조정 규모가 크지 않을 것이라는 점에서 발생한다. 또한 여타 구조조정 산업 대비 정유 및 화학의 현재 위기는 중국만의 문제가 아닌 전 세계적으로 차량 전동화 과정에서 비롯되고 있기에, 중국 자체 내 과잉 경쟁을 지양하라는 Anti-involution의 의도와 성격을 달리한다. 따라서 업종에 대한 큰 수혜는 제한적일 것이기에, 국내 업종 영향은 단기 중립적이라고 판단한다.

오히려 중장기적인 관점에서 부정적일 것이다. 중국이 금번 Anti-involution 기조하에서 각성한 점이 국내 업체에겐 보다 더 위협적인 요인이다. 정유 제품 수요 변화 과정에서 나프타로 전환은 불가피하나, 범용 제품 대신 스페셜티 제품을 확대하라는 정부의 주문이 커지고 있다. 즉, 지금까지 범용 중심으로만 공급 과잉 우려가 있었다면, 중국이 화학 제품 포트폴리오를 스페셜티로 전환하는 기조가 확대된다면 지금 수익성이 그나마 좋은 제품마저도 중국의 유입으로 수익성이 악화될 가능성이 있다. 대표적인 사례로는 중국의 유입으로 최근 2~3년 사이 수익성이 급격히 둔화된 POE(Polyolefin Elastomer)라는 제품이 있다.

국내 업종 대응 방안 - 제품 고도화 및 '탈석유'화학 필요

앞서 지적한 바와 같이, 현재의 정유/화학 산업의 문제는 중국만의 문제가 아니라 전 세계적인 차량 전동화 과정에서 비롯된다. 중국은 전동화 비중이 높아 그 문제점이 먼저 발생했을 뿐이다. 이에 따라 원유 관점에서의 밸류체인인 'E&P(석유 개발/생산)-정유-화학'이 통합되면 될수록 상대적 원가우위를 점할 것이다. 한국 화학업체는 정유까지는 통합할 수 있겠으나, 유전의 부재로 E&P까지의 통합은 어렵다. 따라서 향후 지금과 같은 수출 구조를 유지하려면, 정유-화학 산업의 통합 이후 해외 E&P업체와의 제휴도 필요할 전망이다. 하지만 이는 중장기 관점에서의 피해를 최소화할 뿐, 현재 어려워진 업황을 탈출할 수 있는 획기적인 전략이 되긴 어려울 것이다.

중장기 관점에서 한국 화학업체가 지속가능한 생존을 위해선 2가지 대응 방안이 필요할 것이다. 첫째, 중국 화학업체가 지금까지진 진입하지 못했던 제품 포트폴리오로서 수익성이 좋더라도, 향후 중국의 진입이 가능해질 수 있음을 감안하고 포트폴리오 고도화가 필요할 것이다. 포트폴리오 고도화는 지금보다 조금 더 고부가가치된 제품으로 기술적으로 중국 업체의 유입에 시간적 격차를 다시 벌려 줄 것이다.

둘째, 원유 외 원재료를 활용한 화학 제품 포트폴리오 구축이 필요하다. 즉, '탈석유'화학 제품 포트폴리오 확대가 필요하다는 의미이다. 차량 전동화로 인한 원유 공급 과잉이 나프타 및 기초유분 확대로 이어지기에, 원유의 공급 과잉은 범용 화학 제품에서 스페셜티 화학 제품으로 결국 흘러 넘쳐올 것이다(원유 공급 과잉의 Spillover 효과). 따라서 나프타 외 원재료를 활용할 경우, 현재 글로벌 화학업체가 당면한 문제로부터 다소 자유로워질 전망이다.

한국 화학업: 중국 구조조정에 따른 영향 및 대응 방안

내용	
업종 영향	<ul style="list-style-type: none"> • 중국의 노후 설비 폐쇄 규모 대비 신설 규모가 크기에, 단기 범용 제품 수혜 제한적일 것 • 중장기 관점에선 범용 제품에서 스페셜티 제품으로 전환할 경우, 다양한 제품에 중국 위협 확대될 것
업종 대응 방안	<ul style="list-style-type: none"> • 차량 전동화로 인한 석유 수요 변화에 있어, 중국의 화학 제품 포트폴리오 전환 예상(범용 → 스페셜티). 이에 따라 국내 업체도 화학 제품 포트폴리오 고도화 및 중국의 진입에 대한 대비 필요 • 원유(나프타) 외 원재료를 활용한 화학 제품 포트폴리오 확대 필요

자료: 삼성증권 정리

석유 수요의 변화에도 살아남을 강자는?

1) 석유계 원료를 사용하지 않거나, 2) 쓰더라도 제품 기술 추가 고도화가 가능한 업체가 살아남을 것

앞서 살펴본 중국의 정유/화학 구조조정은 중국만의 이슈가 아니라 글로벌 차량용 연료가 석유에서 전기로 바뀌는 과정에서 발생하는 전 세계적인 이슈이며, 이를 전기차 침투율이 빠른 중국이 먼저 경험하고 있을 뿐이다. 즉, 중국 구조조정의 영향은 향후 글로벌 석유 수요의 구조적인 변화로부터 파생되는 영향과 동일할 것이라고 간주할 수 있고, 중국 구조조정 이후에도 한국에서 살아남을 수 있는 기업은 곧 글로벌 전기차 침투율 증가에 따른 석유 수요의 변화에서도 살아남을 수 있다고 판단된다.

석유 수요 변화에도 살아남을 수 있는 국내 기업은 크게 2가지로 분류되는데, 첫째는 석유계 원료를 사용하지 않는 화학 사업을 영위하는 업체이다. 석유계 원료는 나프타를 의미하는데, 석유계가 아닌 원료를 사용하는 국내 정밀화학 기업은 KCC, 롯데정밀화학 및 유니드가 있다.

KCC는 메탈실리콘을 기반으로 유기실리콘을 제조하는데, 글로벌 Tier-1 유기실리콘 제조업체로서 실리콘 오일(윤활, 발수, 절연), 실리콘 고무(전기전자, 자동차 부품), 실리콘 수지(코팅, 도료, 접착제) 및 실리콘트(건자재) 등을 제조 및 판매하고, 2023~24년 실적 부진 이후 올해 들어 수익성 추가 개선을 시현하고 있다. 또한 도료의 수익성도 전방 산업(자동차 및 조선) 호황에 따라 국내 경쟁사 대비 크게 개선된 점이 긍정적이다.

롯데정밀화학의 경우 펄프를 원재료로 하는 셀룰로스 제품은 국내 경쟁업체가 없을 정도로 독보적인 스페셜티 케미칼 지위를 유지하고 있으며, 특히 식의약품 셀룰로스 제품에선 글로벌 과점 업체의 지위를 바탕으로 높은 수익성을 지속하고 있다. 게다가 지난 1~2년간 적자를 지속했던 염소계열(ECH 및 가성소다)도 글리세린 가격 상승에 따른 ECH 제품 가격 상승으로 스프레드가 개선되며 3Q25부터 흑자 전환이 기대되는 점도 긍정적이다.

유니드는 염화칼륨을 원재료로 활용하여 수산화칼륨 및 탄산칼륨을 제조하는 무기화학 업체인데, 탄화수소 기반의 유기화학이 아니라는 점에서 KCC와 마찬가지로 석유 수요의 변화로부터 자유롭다는 강점이 있다. 또한 동사는 글로벌 수산화칼륨 시장점유율이 1위를 차지할 만큼 글로벌 선도 지위를 구축하고 있다는 점에서 향후 신규 진입자의 위협이 제한적이라는 장점도 가지고 있다.

석유 수요 변화에도 살아남을 수 있는 2번째 기업은 석유계 원료를 쓰더라도 제품 기술 추가 고도화가 가능한 업체인데, 대표적으로 SK케미칼이 있다. SK케미칼은 석유계 대표 원재료인 MEG(Mono Ethylene Glycol) 및 PTA(Purified Terephthalic Acid)를 활용하지만, 변성 Polyester인 Copolyester 제조를 통해 10% 후반의 영업이익률을 기록하고 있다. 또한 LNG 발전소 신규 가동을 앞두고 있는데, 11월 신규 가동에 힘입어 발전 사업 이익 확대에 이익 포트폴리오 다각화 및 이익 성장 모멘텀이 뚜렷해질 전망이다.

한국 화학 Mid-Small Cap Spotlight: 중국 구조조정 이후에도 살아남을 주요 기업

업체	KCC	롯데정밀화학	SK케미칼	유니드
차별화 포인트	- 실리콘계 정밀화학 제품	- 셀룰로스계 글로벌 과점 업체	- Copolyester 글로벌 과점 업체	- 칼륨계 글로벌 M/S1위 업체
추가 투자 포인트	- 보유 자산 가치 급증으로 재무구조 개선 예상	- 염소계열 수익성 개선으로 흑자전환 예상	- LNG 발전소 신규 가동으로 이익 성장 예상 및 자회사 지분 활용에 따른 NAV 할인을 축소	- 중국 공장 증설 효과 본격화 예상
현재 시가총액 (십억원)	3,306	1,192	1,029	478
현재 주가 (원)	372,000	46,200	56,600	70,700
목표 주가 (원)	470,000	60,000	85,000	95,000
상승 여력 (%)	26.3	29.9	50.2	34.4

자료: 삼성증권 정리

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

종목 정보

BUY		
목표주가	470,000원	26.3%
현재주가	372,000원	
시가총액	3.3조원	
주식수 (유동주식 비중)	8,886,471주 (47.1%)	
52주 최저/최고	216,500원/437,500원	
60일-평균거래대금	153.0억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
KCC (%)	-5.8	41.7	23.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-14.3	3.4	-7.4

컨센서스

커버 증권사 수	5
목표주가	488,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

KCC (002380)

석유 수요 변화로부터 자유로운 정밀화학 기업

- BUY 투자 의견과 함께 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시
- 펀더멘털 개선 및 모멘텀 부각이 동시에 나타나는 시점이기때, 2025년 주가 상승에도 부담스럽지 않은 밸류에이션. 향후 추가적인 Re-rating 기대.

WHAT'S THE STORY?

View, 석유 수요 변화로부터 자유로운 정밀화학 기업: KCC에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 470,000원을 제시. 사업 복합성을 감안해 SOTP 방식을 적용하였으며, 국내의 동종업체 Peer multiple 적용. 전기차 침투율 증가에 따른 석유 수요 변화로부터 자유로운 포트폴리오를 보유했을 뿐만 아니라, 펀더멘털 개선(실리콘 회복 및 도로 호조)과 모멘텀 부각(보유 자산 가치 상승)이 동시에 나타나는 시점.

Point (1), 실리콘 수익성 회복세 본격화: Momentive 인수 후 실리콘 중심의 정밀화학 기업으로 탈바꿈한 KCC는 최근 메탈실리콘 가격 하락 안정화와 스페셜티 제품 호조에 힘입어 수익성이 빠르게 회복 중. 2025~26년 실리콘 사업 영업이익률은 4%대까지 회복 예상. 태국 공장 증설을 통한 아세안 시장 확대도 긍정적.

Point (2), 도로 사업의 차별적 호조세: 자동차/조선 비중이 높은 포트폴리오 덕분에 KCC는 국내 경쟁사 대비 차별적 수익성 향유. 2024년 영업이익률 11%대에서 2025년 상반기 12%를 상회. 현대차그룹의 하이브리드 판매 확장과 조선업체 수주잔고 덕분에 단기 모멘텀도 이어져, 건축 경기 둔화 영향을 상쇄 전망.

Point (3), 보유 자산 가치 부각: 동사의 자사주 비중은 17%를 넘어섰고, 100% 소각 시 EPS/BPS 20% 이상 제고 가능. 또한 보유 투자자산은 작년 말 2.8조원에서 현재 4.4조원까지 급증하여 동사 시가총액을 상회. 특히 최근 HD한국조선해양 지분을 활용한 교환사채 발행으로 EPS 개선 효과를 창출하기 시작.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	6,659	6,746	6,923	7,251
영업이익 (십억원)	471	479	515	543
순이익 (십억원)	293	1,308	313	345
EPS (adj) (원)	34,948	147,163	35,195	38,877
EPS (adj) growth (%)	46.0	321.1	-76.1	10.5
EBITDA margin (%)	13.7	14.4	14.6	14.6
ROE (%)	6.1	23.2	4.9	5.2
P/E (adj) (배)	6.7	2.5	10.6	9.6
P/B (배)	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	7.3	8.0	7.1	6.2
Dividend yield (%)	4.2	2.7	2.7	2.7

자료: KCC, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

여전히 부담스럽지 않은 밸류에이션

BUY 투자 의견 및 목표주가 470,000원으로 커버리지 개시

당사는 KCC에 대해 BUY 투자 의견과 함께 12개월 목표주가 470,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 Sum-of-the-parts(SOTP) Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 실리콘, 건 자재, 도료 및 기타 사업으로 구성된 사업의 복합성을 감안했기 때문이다.

목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며, 다각화된 사업 포트폴리오를 감안하여 사업별 영업 가치를 산정하였다. 실리콘 사업의 경우 글로벌 경쟁업체인 Dow, Wacker, Shin-Etsu를, 건자재 사업의 경우 글로벌 창호 또는 단열재 업체인 LX하우시스, Nippon Sheet Glass, Saint Gobain, Owens Corning을, 도료 사업의 경우 글로벌 도료 업체인 Akzo Nobel, PPG Industries, Nippon Paint Holdings를 선정하였다. 다만 미국 도료 업체인 Sherwin-Williams의 경우 동종 업체 대비 지나치게 높은 밸류에이션으로 Peer multiple 산정에 있어 배제하였다.

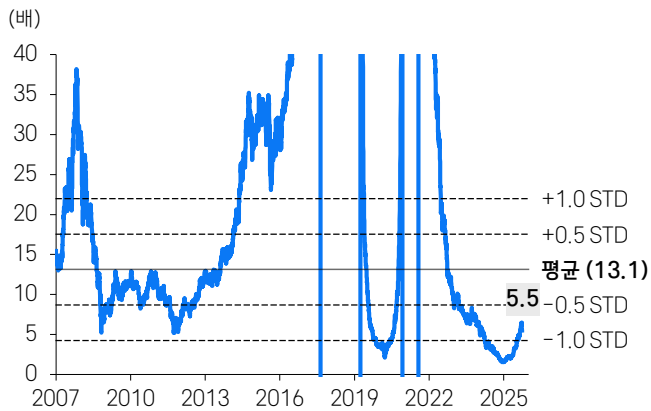
표 1. KCC: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업 가치 (A)				
실리콘	389	8.0	3,129	Peers (Dow, Wacker, Shin-Etsu)
건자재	166	5.7	951	Peers (LX하우시스, Nippon Sheet Glass, Saint Gobain, Owens Corning)
도료	246	9.6	2,374	Peers (Akzo Nobel, PPG Industries, Nippon Paint Holdings)
기타	101	7.8	790	실리콘/건자재/도료 사업에 대한 평균 Multiple 적용
합계	903	8.0	7,243	
자산 가치 (B)			787	투자자산 70%* 할인
순차입금 (C)			3,890	2025년 말 당사 추정 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C)			4,140	
총 주식 수 (천주)			8,886	
적정 주가 (원)			465,870	
목표주가 (원)			470,000	
현재 주가 (원)			372,000	10/1일 종가 기준
상승 여력 (%)			26.3	
2025 implied P/E (배)			3.2	
2026 implied P/E (배)			13.4	
2025 implied P/B (배)			0.55	
2026 implied P/B (배)			0.53	

참고: * 상장 기업 주식에 대한 NAV 할인을 75% 적용

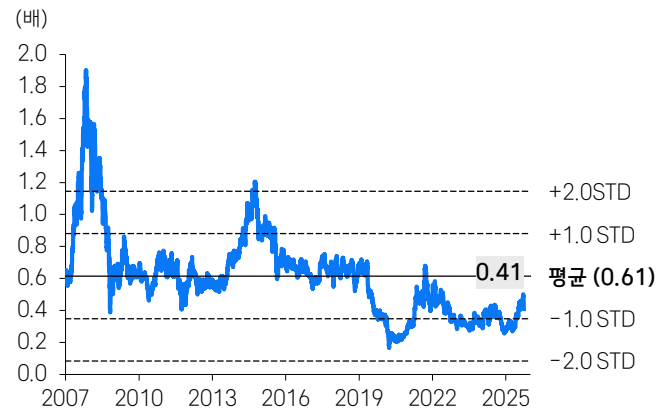
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

KCC: 12개월 forward P/E 추이



자료: Quantiverse, 삼성증권

KCC: 12개월 forward P/B 추이



자료: Quantiverse, 삼성증권

올해 들어 52%의 주가 상승에도 불구하고, 현재 KCC의 밸류에이션은 여전히 부담스럽지 않은 수준이다. 투자자산에 평가손익 인식에 따라 EPS 변동이 큰 기업 특성상, 올해 투자자산 주가 상승에 따른 EPS 대폭 향상이 발생하였다. 이에 따라 현재 12개월 forward P/E는 5.5배 수준에 불과하다. 하지만 올해 평가이익을 전적으로 제외한 기준인 2026년 기준 P/E도 현재 10.1배로 2007년 이후 역사적 평균 13.1배(2018, 2019, 2021년 EPS 적자로 인한 비정상적인 밸류에이션을 제외한 기준) 대비 다소 낮게 거래되고 있다.

P/B 기준 밸류에이션도 여전히 역사적인 수준 대비 낮게 거래되고 있다. 현재 12개월 forward P/B는 0.41배 수준이며, 2026년 기준 P/B도 0.40배에 거래되고 있다. KCC의 2007년 이후 평균 P/B가 0.61배이며, 평균 대비 +2.0 STD(표준편차)가 1.15배였던 점을 감안하면 여전히 크게 낮은 수준의 밸류에이션이다. 더욱이 올해 투자자산 평가이익으로 인한 일회성 이익이 컸던 점을 감안하여 2026년 기준 ROE와 P/B 배수를 비교 분석하더라도, 2026년 ROE는 4.9%로 2007~2024년 평균 4.4%를 상회하겠으나, 2026년 P/B(0.40배)는 역사적 평균(0.61배) 대비 낮은 수준임을 알 수 있다.

KCC: 사업부별 Peer valuation

(배)	통화	Share Price	주가 성과 (%)				시가총액 (십억 달러)	P/E			P/B			EV/EBITDA		
			1W	1M	3M	YTD		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
실리콘								14.4	81.1	58.4	1.24	1.21	1.18	6.3	8.6	7.3
Shin-Etsu Chemical	JPY	4,802	4.6	4.5	1.4	(9.3)	63.7	17.1	17.6	15.9	2.09	2.01	1.91	8.0	9.0	8.2
Dow	USD	23.0	(2.3)	(6.6)	(15.0)	(42.8)	16.2	11.6	n/a	134.3	0.90	0.92	0.97	5.5	9.5	7.7
Wacker Chemie	EUR	64.2	1.6	(2.1)	0.7	(8.3)	3.9	14.4	144.6	25.1	0.72	0.70	0.66	5.3	7.4	5.9
건자재								9.3	15.7	9.5	1.24	1.22	1.12	6.3	6.0	5.5
Saint-Gobain	EUR	91.3	(2.6)	(2.5)	(9.7)	6.5	53.3	14.6	13.9	12.9	1.84	1.74	1.65	7.8	7.6	7.1
Owens Corning	USD	143	(1.7)	(6.1)	3.7	(16.0)	12.0	9.2	10.5	9.9	2.17	2.26	2.01	6.1	6.7	6.6
Nippon Sheet Glass	JPY	527	4.4	(1.1)	17.1	47.6	0.3	n/a	15.6	6.4	0.65	0.56	0.51	8.4	5.7	5.0
LX Hausys	KRW	28,150	(1.7)	(1.7)	(9.0)	(11.8)	0.2	4.2	23.1	8.7	0.32	0.32	0.31	2.8	3.8	3.4
도료								19.1	18.1	16.3	7.32	6.42	5.87	12.9	12.7	11.7
Sherwin-Williams	USD	341.9	(1.4)	(6.6)	(1.1)	0.6	85.2	30.3	30.2	26.9	22.08	18.81	17.09	21.0	21.0	19.2
PPG Industries	USD	103.7	(5.3)	(6.8)	(9.2)	(13.2)	23.4	12.7	13.2	12.1	3.16	3.21	3.00	9.2	10.0	9.4
Nippon Paint Holdings	JPY	1,005.0	(0.9)	(6.6)	(13.1)	(1.8)	15.9	18.4	14.1	12.8	1.72	1.46	1.35	11.6	10.2	9.2
Akzo Nobel	EUR	60.3	(1.7)	1.7	0.6	4.1	12.1	14.8	14.7	13.5	2.30	2.19	2.05	9.7	9.6	8.9

참고: 9월 26일 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

2025. 10. 2

KCC: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,399	1,385	1,340	1,320	1,310	1,300	1,285	1,306	1,365	1,394	1,304
매출액	1,599	1,705	1,694	1,748	1,676	1,794	1,789	1,663	6,288	6,659	6,746	6,923
성장률 (% q-q)	-3.5	6.6	-0.7	3.2	-4.1	7.0	-0.3	-7.0				
성장률 (% y-y)	0.7	-4.1	3.6	5.5	4.8	5.2	5.6	-4.8	-7.2	5.9	1.3	2.6
실리콘	774	797	781	793	797	807	817	824	2,952	2,995	3,145	3,245
건자재	232	252	252	275	242	258	273	291	1,118	1,097	1,011	1,063
도료	458	518	490	497	479	570	541	390	1,657	1,944	1,962	1,980
기타	135	138	171	183	159	159	159	159	561	623	628	634
영업이익	103	140	129	107	118	147	143	107	313	471	479	515
성장률 (% q-q)	5.2	35.7	-8.2	-17.2	10.3	25.4	-3.1	-24.8				
성장률 (% y-y)	-3.2	-0.1	2.8	8.4	13.7	5.0	10.9	0.8	-33.2	50.7	1.7	7.5
실리콘	21	41	37	32	33	38	39	33	-83	73	131	143
성장률 (% q-q)	-20.5	98.5	-8.5	-15.1	3.1	15.7	3.2	-14.7				
성장률 (% y-y)	651.3	122.2	44.5	22.7	59.1	-7.3	4.6	5.1	BR	RB	79.1	9.6
건자재	24	32	29	35	25	33	33	38	193	174	120	129
성장률 (% q-q)	-32.0	34.4	-7.9	17.7	-28.7	32.5	1.5	14.7				
성장률 (% y-y)	-46.6	-40.3	-27.9	-0.9	4.0	2.5	13.0	10.1	61.3	-10.1	-31.1	7.6
도료	56	65	56	38	56	71	63	32	176	217	215	223
성장률 (% q-q)	43.3	15.6	-12.9	-32.2	46.9	26.8	-11.1	-49.5				
성장률 (% y-y)	2.4	-2.1	-1.2	-2.1	0.4	10.1	12.3	-16.3	191.3	23.3	-0.7	3.5
기타	-4	-1	1	-3	-1	1	2	-1	4	-12	-8	1
성장률 (% q-q)	RR	RR	RB	BR	RR	RB	292.1	BR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RB	RR	RR	RB	263.3	RR	-34.3	BR	RR	RB
연결조정	8	4	5	5	5	5	5	5	23	20	21	20
성장률 (% q-q)	49.2	-49.8	32.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
성장률 (% y-y)	24.6	-6.5	3.6	-1.2	-33.8	32.0	0.0	0.0	13.2	-11.5	6.7	-6.3
세전이익	75	1,267	468	58	88	131	119	96	244	470	1,867	434
성장률 (% q-q)	-84.0	1,580.2	-63.1	-87.7	-95.3	48.2	-9.3	-19.6				
성장률 (% y-y)	-88.1	11,449.0	RB	RB	17.3	-89.6	-74.6	65.8	118.3	92.2	297.4	-76.7
순이익	44	893	330	41	64	94	86	69	93	293	1,308	313
성장률 (% q-q)	RB	1,927.9	-63.1	-87.7	56.7	48.2	-9.3	-19.6				
성장률 (% y-y)	-90.4	RB	RB	RB	44.7	-89.4	-74.0	69.4	222.7	217.1	345.9	-76.1
지배주주순이익	44	893	330	41	64	94	86	69	213	311	1,308	313
이익률 (%)												
영업이익	6.5	8.2	7.6	6.1	7.0	8.2	8.0	6.5	5.0	7.1	7.1	7.4
기초소재	2.7	5.1	4.8	4.0	4.1	4.7	4.8	4.1	-2.8	2.4	4.2	4.4
가공소재	10.2	12.7	11.7	12.6	10.2	12.7	12.2	13.1	17.3	15.8	11.8	12.1
태양광	12.2	12.5	11.5	7.7	11.7	12.5	11.7	8.2	10.6	11.2	11.0	11.2
기타	-3.3	-0.7	0.3	-1.7	-0.7	0.3	1.3	-0.7	0.7	-2.0	-1.2	0.1
세전이익	4.7	74.3	27.6	3.3	5.3	7.3	6.7	5.8	3.9	7.1	27.7	6.3
순이익	2.8	52.4	19.5	2.3	3.8	5.3	4.8	4.1	1.5	4.4	19.4	4.5

자료: KCC, 삼성증권 추정

투자 포인트

석유 수요 변화로부터 자유로운 정밀화학 기업

투자 포인트 (1), 실리콘 수익성 회복 국면 진입

KCC는 과거 전자재 및 도료 중심의 사업을 영위하던 업체에서 글로벌 실리콘 업체인 Momentive 인수로 인해 실리콘 사업 중심의 정밀화학 기업으로 사업모델의 큰 변화를 가져왔다. Momentive를 인수하기 전이었던 2018년 동사의 실리콘 매출 비중은 11%에 불과했으나(2018년 매출 비중: 전자재 39% 및 도료 37%), 올해 기준으로 47%까지 급등하였다(2025년 매출 비중: 전자재 15% 및 도료 29%). 동사 실리콘 사업의 지역별 매출 비중(2024년)은 아시아 39%, 미국 31% 및 유럽 30%.

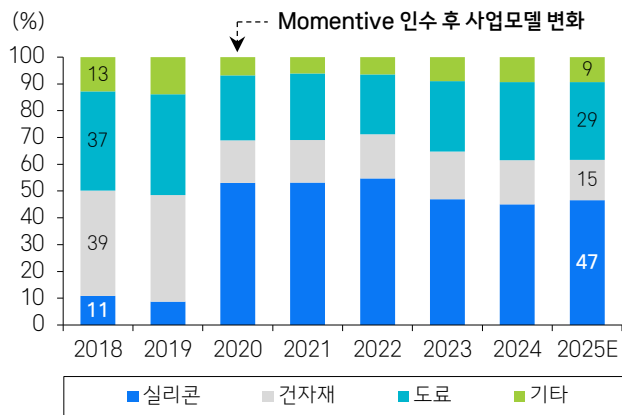
동사의 실리콘 사업은 주로 유기실리콘(Organosilicone)을 제조한다. 통상 메탈실리콘(Metallurgical Silicon; MG-Si)을 활용하여 실록산(Siloxane)의 종류 중 하나인 DMC(Dimethylcyclsiloxane)을 제조한다. 그리고 동사는 주로 DMC를 구매하여 유기실리콘을 제조하여 판매하는데, 유기실리콘의 종류로는 실리콘 오일(윤활, 발수, 절연), 실리콘 고무(전기전자, 자동차 부품), 실리콘 수지(코팅, 도료, 접착제) 및 실란트(전자재) 등이 있다.

동사의 실리콘 수익성은 최근 1~2년간 부진을 극복하고 최근 회복 국면에 진입하였다. 유기실리콘의 원재료가 되는 메탈실리콘 가격은 2021년 중국의 에너지 이중통제(Energy Dual Control) 정책 강화 영향을 크게 받았다. 'GDP 단위당 에너지 소비(에너지 강도)'와 '총 에너지 소비량'을 동시에 통제하는 체계를 의미하는 에너지 이중통제 정책은 각 성별로 에너지 절감 목표치를 부여하고, 목표치 초과 시 생산 제한 조치를 취한다. 중국이 전 세계 공급의 70% 이상을 차지했던 메탈실리콘 시장에서도 해당 정책으로 인한 전력 제한 영향으로 공급 감소 및 가격 급등이 나타났다. 이에 따라 원재료부터 발생한 가격 랠리에 힘입어 동사의 수익성(영업이익률)도 2021~22년 7~9% 수준까지 급등하였다.

하지만 2022년 이후 중국의 경기 둔화로 인해 경기 방어 차원에서 에너지 규제가 점차 완화되며, 중국 메탈실리콘 공장 가동률도 회복되며 가격 하락세가 2024년까지 이어졌다. 이에 따라 원료가격 하락에 따른 부정적 래깅효과 인식이 불가피했던 KCC 실리콘 수익성(영업이익률)은 2022년 7.0%에서 2023년 -2.8% 및 2024년 2.4%까지 둔화된 바 있다.

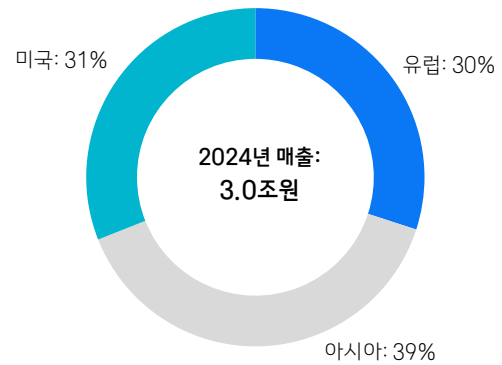
한편 메탈실리콘 가격 하락세 일단락 및 동사의 스페셜티 제품 판매 호조에 힘입어 최근 수익성 개선세가 나타나고 있다. 1H24 0~2%에서 3Q24 및 4Q24 각각 3.6% 및 3.5%까지 회복한 수익성은 2Q25에 5.1%까지 추가 개선세를 시현하였다. 여전히 글로벌 관세 전쟁에 따른 경기 불확실성이 상존해있으나, 관세 영향 및 태국 공장 신증설에 따른 동남아시아 시장 수요 대응으로 수익성 개선세를 지속할 전망이다. 이에 따라 연간 영업이익률은 2023년 및 2024년 -2.8% 및 2.4%에서 2025년 및 2026년 4.2% 및 4.4%까지 개선될 것으로 예상된다.

KCC: 사업부별 매출 비중



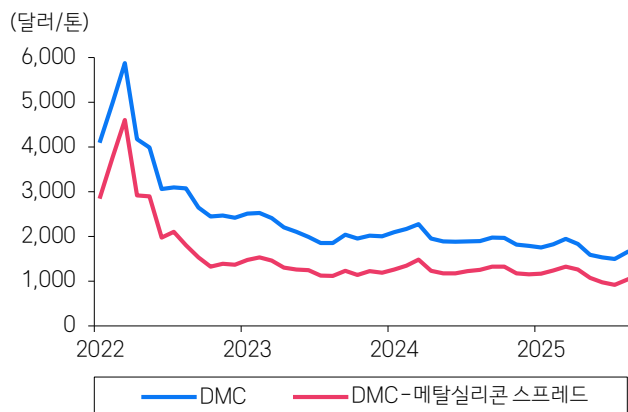
자료: KCC, 삼성증권

KCC 실리콘 사업: 지역별 매출 비중



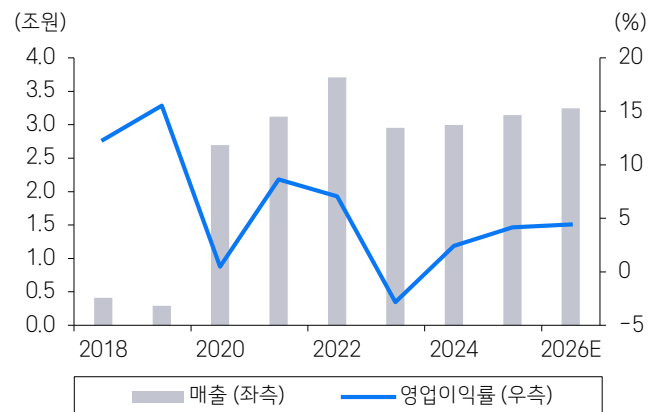
자료: KCC, 삼성증권

DMC: 제품 가격 및 스프레드 추이



자료: Shanghai Metals Market, 삼성증권

KCC: 실리콘 사업부 실적 추이 및 전망



자료: KCC, 삼성증권

투자 포인트 (2), 도로의 견조한 수익성 지속

KCC의 실리콘 사업 수익성 회복 외에도 펀더멘털 측면에서의 긍정 요인은 도로 사업의 견조한 수익성을 꼽을 수 있다. 도로란 유동상태로 물체의 표면에 도포하여 얇은 막을 형성, 고화하여 그 물체를 보호하고 외관을 형성하는 제품인데, 대표적으로 페인트가 이에 해당한다.

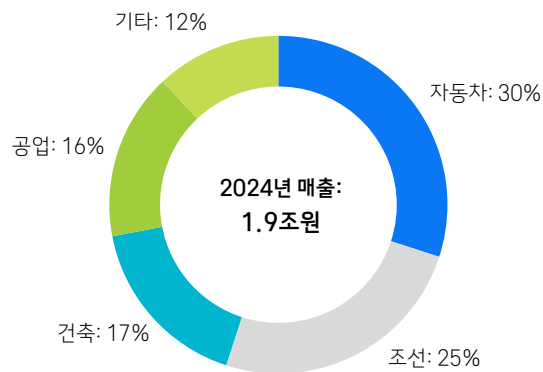
KCC의 도로 사용처는 건축, 선박, 플랜트, 분체, 일반 공업, PCM, 자동차, 플라스틱 등 다양한 곳에 사용된다. 그 중에서도 사용처를 크게 자동차, 조선, 건축, 공업 및 기타 등으로 분류할 수 있다. 동사의 도로 사업은 자동차(30%)가 가장 높은 비중을 차지하고, 그 다음으로 조선(25%), 건축(17%), 공업(16) 및 기타(12%) 등으로 분류할 수 있다. 국내 경쟁업체(노루페인트, 삼화페인트, 조광페인트)들이 건축용 매출 비중이 높은 점과 대비된다.

한편 최근 2~3년 사이 국내 건설 경기 부진이 심화된 가운데, 자동차 및 조선업 호황이 이어진 영향으로 동사의 수익성이 경쟁사보다 차별적인 흐름을 시현하고 있는 점이 고무적이다. KCC의 도로 사업 수익성(영업이익률)은 2020~2022년 2~4% 수준에 불과했으나, 2023~2024년 각각 10.6% 및 11.2%까지 크게 개선되었다. 그리고 올해 상반기 기준 12.4%까지 추가 개선세를 시현하였다. 이는 수익성이 높은 자동차 및 조선용 도로 매출 성장으로 수익성 믹스가 개선되었던 것으로 추정되며, 이에 따라 건축 경기 둔화 영향을 충분히 상쇄할 수 있었던 것으로 보인다.

한편 동 기간 국내 경쟁업체 중 KCC만큼 개선세를 시현한 업체는 없다. 노루페인트의 경우 2020~2022년 3~5%를 기록했으며, 2023~2024년 각각 5.4% 및 5.5%를 시현 후 2025년 상반기 4.7%를 기록하였다. 한편 삼화페인트의 경우 2020년 2.7%에서 2021년 0.1%까지 하락 후 2022~2024년 3~4%를 유지했으나, 2025년 1.5%까지 둔화되었다. 조광페인트의 경우 국내 경쟁업체 중 가장 낮은 매출 수준을 기록한만큼 수익성(영업이익률)도 2020~2022년 -1~-4%를 유지한 후 2023~2024년 1%까지 흑자 전환했으나, 2025년 -7.5%까지 급락하였다. 이는 KCC 대비 건축 매출 비중이 높은 이유로 수익성 둔화가 컸던 점과 KCC 대비 매출 규모도 절반 이하로 작은 만큼 원재료 구매 관점에서의 협상력 열위 등 전반적인 규모의 경제 효과가 작았던 점에도 기인하는 것으로 판단한다.

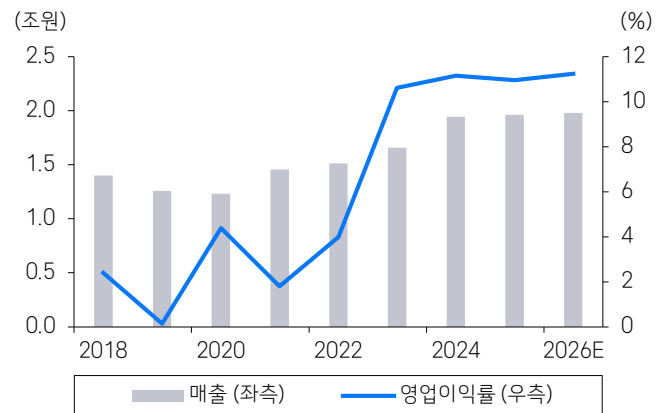
현재 KCC의 고수익성을 담보하는 자동차 및 조선용 매출은 단기적인 관점에서 시황 호조의 수혜를 지속할 것으로 예상된다. 자동차의 경우, 전기차 부진을 하이브리드 판매 확대에 대응하고 있는 현대차그룹인 만큼 단기 매출 성장세도 유효할 것으로 전망된다. 그리고 한국 조선업체의 매출도 높아진 수주잔고를 바탕으로 이어지기에, 현재 동사 도로 사업의 수익성 호조세도 당분간 이어질 것으로 전망한다.

KCC: 도로 사업부 고객사별 매출 비중



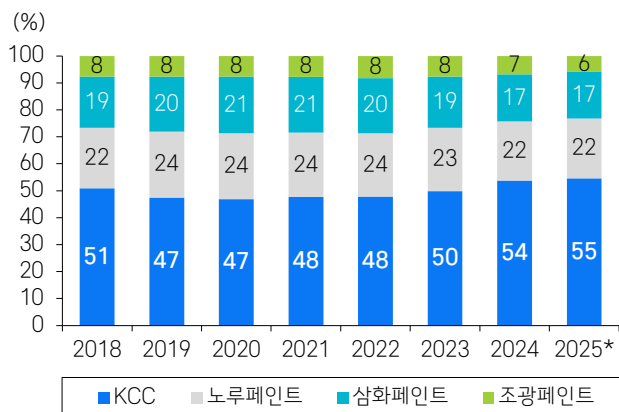
자료: KCC, 삼성증권 추정

KCC: 도로 사업부 실적 추이 및 전망



자료: KCC, 삼성증권

국내 도로업체: 시장점유율 추이

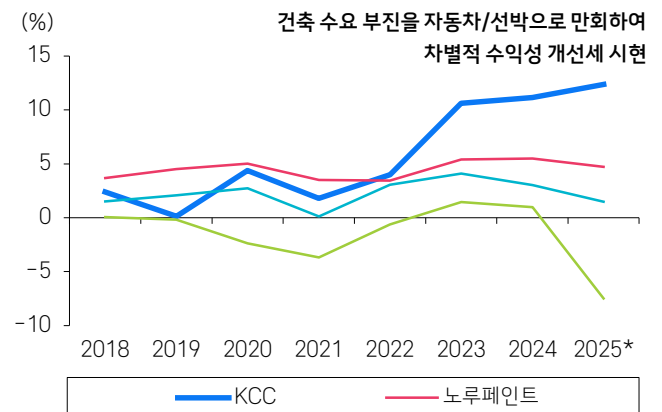


참고: * 1H25 실적 기준

시장점유율은 각 사 매출액 기준(KCC는 도로 매출에 한정)

자료: 삼성증권 추정

국내 도로업체: 영업이익률 추이



참고: * 1H25 실적 기준

KCC는 도로 사업부 영업이익률 기준

자료: KCC, 삼성증권

투자 포인트 (3), 보유 자산이 이끌 기업가치 제고

앞서 살펴본 실리콘 및 도로 사업에 대한 양호한 펀더멘털 외에도 KCC가 보유 자산 가치가 상승하거나 시장에서 부여하는 의미가 제고되고 있는 점 또한 기업가치 관점에서 긍정적인 변화이다. 이는 크게 2가지로 나뉘는데, 자사주와 당기손익-공정가치 측정 금융자산으로 구성되어 있다.

우선 자사주의 경우, 동사 자사주 비중은 17.2%로 동종 업종 내 상당히 높은 비중을 기록하고 있다. 2020년까지 6.8%였던 자기주식 비중은 2020년 9월 KCC의 실리콘 사업 물적 분할 과정에서 주주가치 제고 목적으로 1,000억원의 자사주 매입을 결정한 바 있으며, 그 결과 2020년 12월 자사주 비중은 13.8%까지 상승하였다(총 6.9% 매입).

그리고 2022년 2월 KCC는 HD한국조선해양에 대한 지분 2.7%(약 1,656억원)를 매각한 바 있다. 동시에 KCC는 주가안정을 통한 주주가치 제고 목적으로 1,000억원의 자사주 매입을 추가로 결정했으며, 그 결과 현재 수준인 17.2%까지 상승하였다(총 3.4% 매입). 즉, 지난 5년간 2,000억원의 현금으로 10.3%의 지분을 확보하였는데, 현재 주가 기준으로 3,832억원의 지분가치로 92% 상승하였다. 이론적으로 향후 해당 자사주를 모두 소각 가정 시, 약 21%의 EPS 및 BPS 개선 효과를 누릴 수 있다.

한편 9월 24일 KCC는 자기주식 활용 계획을 발표했는데, 이는 그 전일 동사의 자사주 대상의 교환사채 발행 가능성에 대한 국내 언론보도로 인해 즉각적으로 발표되었다. 17.2%의 자사주 중 3.9%는 자기주식 소각을, 9.9%는 교환사채 발행을, 3.4%는 사내근로복지기금에 출연 계획을 밝혔다. 해당 발표 이후 KCC 주가는 3일간 14% 급락했는데, 이는 교환사채 발행에 대한 투자자 실망으로 해석된다. 해당 계획이 모두 실행될 경우, 자기주식 소각으로 4.1%의 EPS 개선이, 교환사채 발행을 통한 차환(최고 금리 8%의 차입금 차환)으로 8.1%의 EPS 개선이 예상되기에, 총 12%의 EPS 개선이 가능하였다. 하지만 계획 발표 후 주가 급락세로 인해 9월 30일 자기주식 활용 계획 전면 철회 결정을 공시하였다. 투자자의 실망감으로 계획을 철회한 것을 감안하면, 향후 자기주식 활용 시 금번 계획보다 주주가치 제고의 폭은 보다 클 수 있을 것으로 추정할 수 있다.

당기손익-공정가치 측정 금융자산으로 분류되는 KCC의 투자자산 가치도 최근 전방 산업 호조 및 한국 주식시장 상승세에 힘입어 뚜렷한 상승세를 띠고 있다. 동사는 현재 약 9종의 상장 주식을 보유하고 있으며, 보고기간 말마다 공정가치로 재측정된 해당 자산의 평가손익은 영업외손익으로 인식된다(배당 및 이자손익 또한 당기손익에 반영). 이는 해당 자산 가치 변동분으로 인해 KCC가 영업이익 대비 순이익 변동 폭을 크게 시현하고 있는 배경이기도 하다.

KCC의 투자자산 가치는 2023년 말 2.84조원에서 2024년 말 2.78조원으로 소폭 둔화되었다. 한편 올해 들어 한국 주식시장 호조세 및 해당 기업들의 업황 호조로 큰 폭의 개선을 이뤘다. 2025년 6월 말 기준 자산 가치는 3.91조원까지 상승하였으며, 전년 말 대비 41%의 상승률을 기록하였다. 더욱이 6월 말 대비 현재(9/26일)까진 추가적으로 13% 상승하여 약 4.42조원까지 급증하였다. 동사 시가총액 이상의 투자자산을 보유한 만큼 이에 대한 유동화가 단행될 경우 기업가치의 가파른 성장세도 경험할 수 있을 것으로 판단된다.

2022년 2월 HD한국조선해양에 대한 지분 2.7%(약 1,656억원)을 매각한 이후 의미 있는 유동화 움직임이 없었던 KCC는 올해 3년 만에 의미 있는 활동을 선보였는데, 이는 HD한국조선해양 지분 대상의 교환사채 발행이다. 지난 7월 HD한국조선해양 보유 지분(3.91%) 중 2.90%에 대해 교환사채 8,828억원(6.5억 달러)을 발행하였다. 교환사채 발행이기에 여전히 해당 지분 보유하고 있으나 8,828억원의 자금 충당을 통해 향후 해당 지분에 대한 단계적 매각 절차를 개시하였다고 판단된다. 또한 1.75%의 낮은 금리를 활용하는 한편, 해당 사채 발행자금으로 실리콘 자회사 Momentive(기준 100% 보유)에 대한 출자를 통해 높은 금리(6~8%)의 인수금융을 상환하였다. 이에 따라 KCC의 순이자비용은 2023년 2,210억 원에서 2024년 3,118억원을 정점으로 2025년 및 2026년 각각 2,534억원 및 1,618억원까지 빠르게 감소하며 EPS 개선 효과를 견인할 것으로 전망한다.

KCC: 시가총액 및 자사주 비중 추이



자료: Quantiverse, 삼성증권

KCC: 2025년 9월 발표한 자기주식 활용 계획 (9/30 철회 공시)

	주식수	지분율 (%)	금액* (십억원)	예정 시기	펀더멘털 영향
자기주식 소각	350,000	3.9	125	4Q25E~1Q26E	EPS 및 BPS 4.1% 개선**
교환사채 발행	882,300	9.9	315	4Q25E	EPS 8.1% 개선***
사내근로복지기금 출연	300,000	3.4	107	4Q25E~1Q26E	

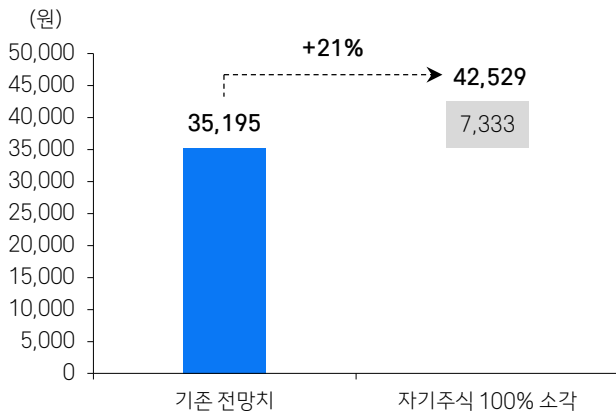
참고: * 금액은 현재 주가(357,000원) 기준

** 주식수 감소 영향만 즉각 반영할 경우

*** 현재 동사가 보유한 최고 수준의 금리(8.1%) 상환 가정할 경우

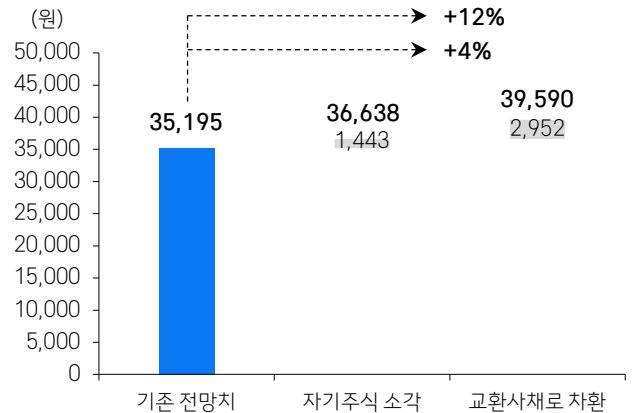
자료: KCC, 삼성증권

KCC: 기존 자사주 100% 소각 가정 시 2026년 EPS 변화



자료: KCC, 삼성증권

KCC: 현재 발표된 자기주식 활용 계획 기반 2026년 EPS 변화

참고: 교환사채 금리는 0%, 차환은 현재 잔여 8% 차입금 상환 가정 (9/30 철회 공시)
자료: KCC, 삼성증권

KCC: 당기손익-공정가치 측정 금융자산 현황

(십억원)	지분율 (%)	취득금액	평가금액			
			2023년 말	2024년 말	2Q25 말	현재*
삼성물산	10.01	1,081.1	2,405.8	2,043.0	2,745.3	3,197.1
HD한국조선해양	3.91	173.0	334.6	630.9	1,011.6	1,100.0
현대모비스	0.001	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
HDC	1.79	5.6	7.4	12.7	25.1	19.1
HDC현대산업개발	2.37	18.3	22.8	28.2	35.1	31.6
현대코퍼레이션	12.00	31.1	30.0	30.3	46.0	33.6
현대코퍼레이션홀딩스	12.00	25.4	11.7	11.2	14.2	13.4
HLD&I	9.78	50.0	7.6	8.2	9.9	8.7
에이치엘홀딩스	4.59	27.2	15.5	15.5	17.5	17.0
합계		1,411.7	2,835.6	2,780.4	3,905.0	4,420.7

참고: *9월 26일 종가 기준

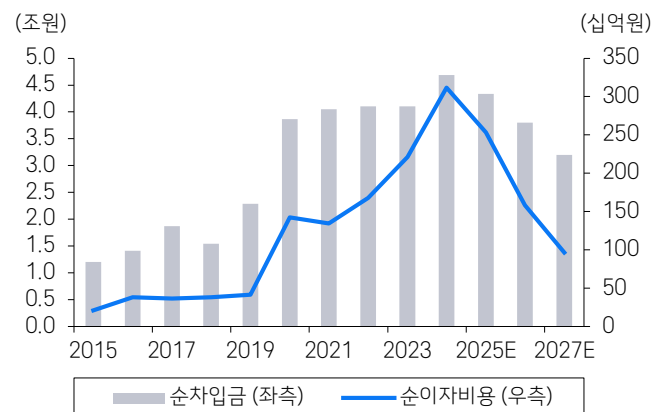
자료: KCC, 삼성증권

KCC: HD한국조선해양 주식 대상 교환사채 발행 내역

(십억원)	내용
발행 금액 (백만 달러)	650.0
발행 금액	882.8
교환가액 (원)	429,650
발행 당시 주가 대비 교환가액 비중	130%
교환대상 주식수 (지분율)	2,054,614 (2.90%)
기존 보유 주식 대비 비중	74%
교환 후 잔여 보유 주식수	709,348 (1.00%)
이자율	1.75%
사채만기	2030년 7월 10일
자금 사용 목적	Momentive 출자 통한 차입금 상환

자료: KCC, 삼성증권

KCC: 순차입금 및 순이자비용 추이 및 전망



자료: KCC, 삼성증권 추정

Appendix

Company overview

기업 개요

KCC의 전신은 1958년 금강스레트공업(건축자재 사업)을 창립으로 시작되었으며, 1974년 고려화학(도로 사업)의 설립으로 사업의 영역을 확장하였다. 이후 2000년 두 회사의 합병을 통해 현재의 KCC(당시 사명은 금강고려화학)의 사업 모델이 구축되었다. 이후 2011년 및 2018년 해외 실리콘 업체인 Basildon 및 Momentive 인수 합병을 통해 실리콘 사업까지 확장하였다.

특히 Momentive 인수 이후 회사의 주요 사업이 전환되었다고 간주할 수 있다. 2017년 KCC의 사업부별 매출 비중으로 건자재 41%, 도로 37% 및 실리콘 10%에 불과하였으나, Momentive를 인수하고 나선 2025년 기준 실리콘 47%, 도로 29% 및 건자재 15%로 매출 비중이 있어 큰 변화가 나타났다.

실리콘 사업의 경우, 주로 유기실리콘(Organosilicone)을 제조한다. 통상 메탈실리콘(Metallurgical Silicon: MG-Si)을 활용하여 실록산(Siloxane)의 종류 중 하나인 DMC(Dimethylcyclsiloxane)을 제조한다. 그리고 당사는 주로 DMC를 구매하여 유기실리콘을 제조하여 판매하는데, 유기실리콘의 종류로는 실리콘 오일(윤활, 발수, 절연), 실리콘 고무(전기전자, 자동차 부품), 실리콘 수지(코팅, 도로, 접착제) 및 실란트(건자재) 등이 있다.

건자재 사업의 경우, 내장재, 천장재 및 보온단열재 등의 건축 자재를 제조 판매하는 사업으로 KCC의 전통적인 사업으로 간주할 수 있다. 내장재로는 석고보드, 천장재로는 마이톤(암면흡음천장판), 석고텍스(석고천장판)를 생산하고 있으며 보온단열재로는 미네랄울(암면), 그라스울(유리면), 세라믹화이버 등을 생산하여 건축용, 산업용, 선박용, 패널용 등 다양한 소비자 요구에 맞춰 공급하고 있다.

도로 사업의 경우, 건설, 자동차, 조선 등의 산업용은 물론 생활 주변에 사용되는 가정용 등 다양한 방면 사용되는 제품이다. 과거에는 대량 생산의 획일화된 제품이었으나, 최근 다양한 수요에 대응하기 위해 다 품종 생산체제로 전환되었으며 점차 기술력을 요하는 선박용 특수 도로 등 고부가 제품으로 시장의 주력 사용처가 이동 중에 있다. 주요 제품으로는 건축도로, 중방식도로, 분체도로, 일반공업도로, PCM도로, 자동차도로, 플라스틱 도로 등이 있다.

그 외 기타 사업은 A/M(Alumina Metalizing) 제품, DCB(Direct Copper Bonding) 및 유리 장섬유(Glass Fiber) 등의 제품으로 구성되어 있다. A/M 제품은 금속과 세라믹으로 절연성을 높이는 메탈라이즈드 세라믹 제품 및 브레이즈드 세라믹 제품으로 구성되는데, 전기/전자용 절연 부품의 핵심 소재이다. DCB는 고전력 파워모듈의 핵심 방열 소재인 세라믹 기판에 사용된다. 유리 장섬유는 내화학성, 강도, 불연성, 전기절연성, 내열 및 내구성이 우수하여 전기, 전자, 자동차, 항공기 부품 등의 복합재료로 사용되고 있다.

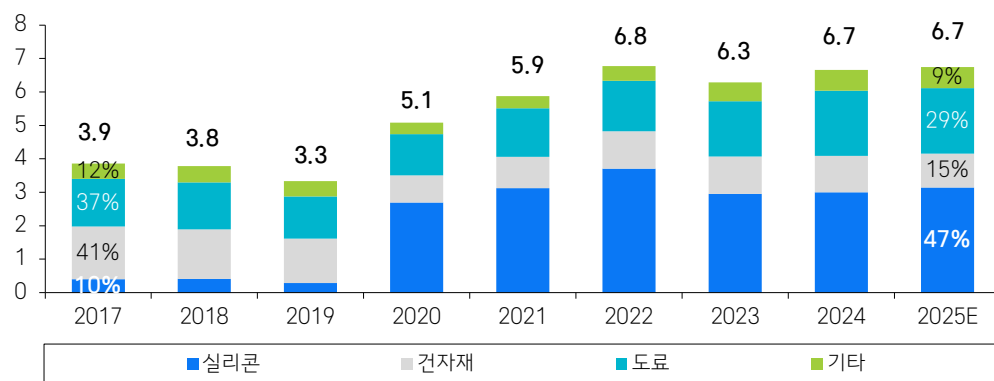
KCC: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1958년 9월	금강스레트공업(건자재) 설립	2005년 2월	금강고려화학에서 KCC로 사명변경
1974년 7월	고려화학(도료) 설립	2011년 4월	영국 실리콘 제조업체 Basildon 인수 합병
1976년 3월	금강스레트공업을 금강으로 사명 변경	2018년 9월	글로벌 실리콘 제조업체 Momentive 인수합병 계약 체결
1989년 1월	금강종합건설(KCC건설) 및 금강레저 설립	2020년 9월	기존 실리콘 사업 분할/신규법인(KCC실리콘) 설립
2000년 4월	금강-고려화학 흡수합병 및 금강고려화학으로 사명 변경	2021년 1월	KCC실리콘을 Momentive에 매각하여 글로벌 실리콘 사업 통합

자료: KCC, 삼성증권

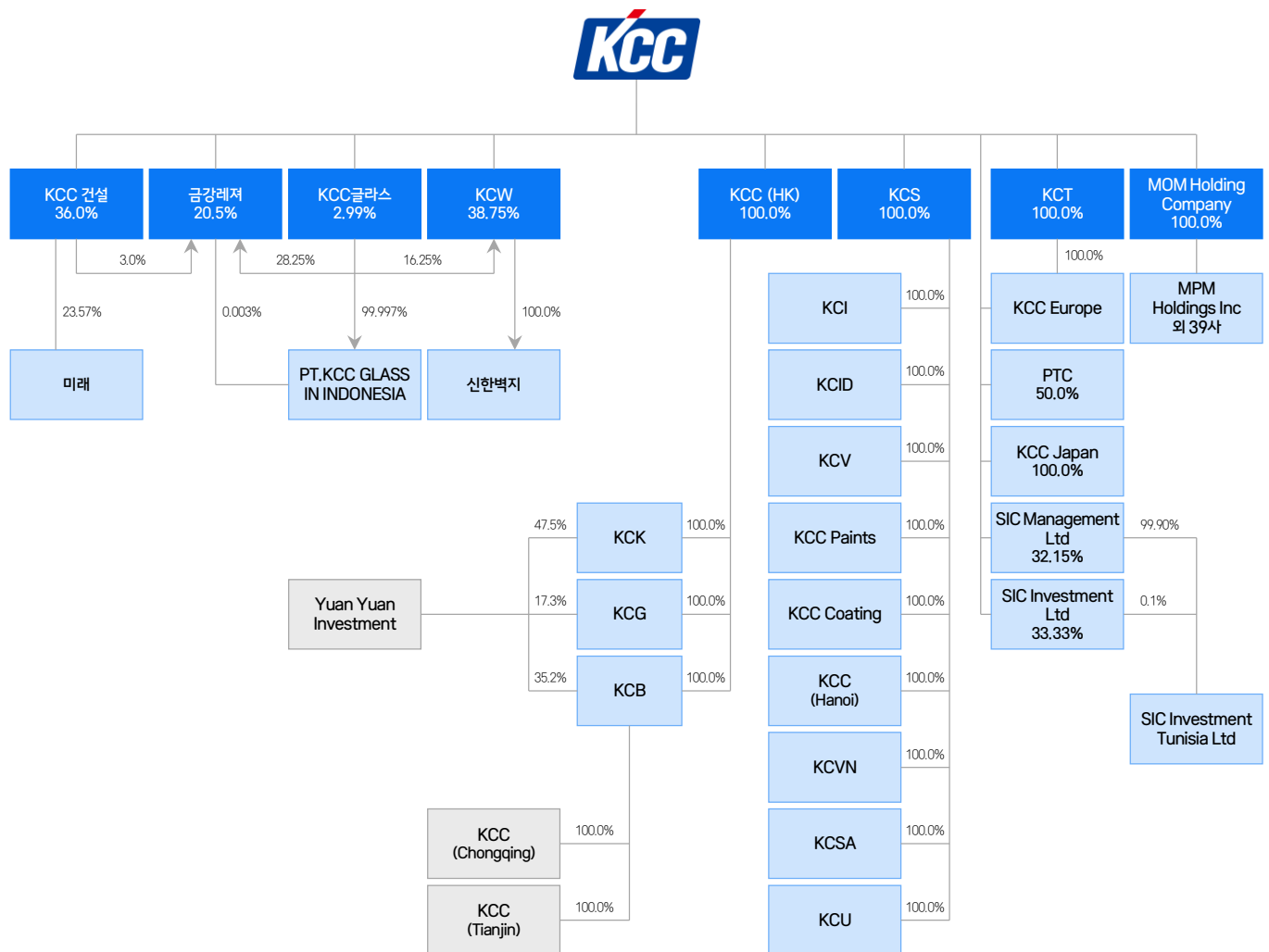
KCC: 사업부별 매출 추이

(조원)



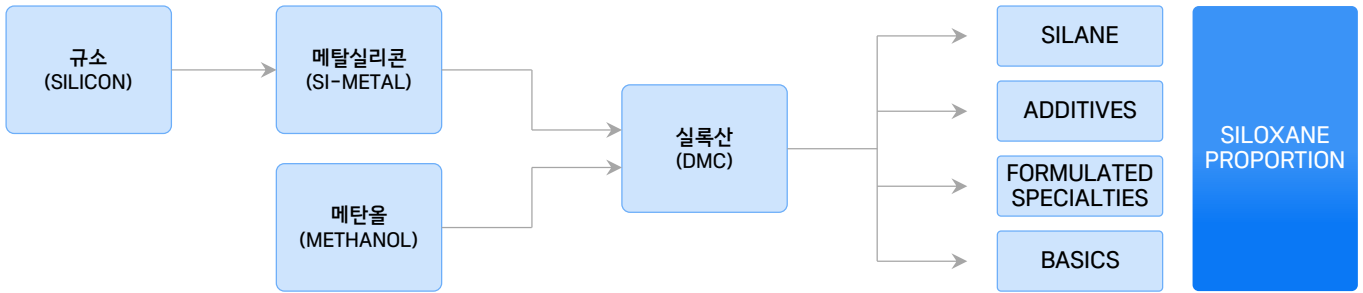
자료: KCC, 삼성증권

KCC: 지배 구조 현황



자료: KCC, 삼성증권

실리콘 밸류체인 개요



Upstream		Downstream	
규소	전자, 실리콘 등 관련 산업의 화학 물질을 생산하는 원료로 널리 사용되는 화학 원소이며, 현재 기술 및 에너지부문에서의 중요성으로 수요가 꾸준히 지속되고 있습니다	메탄올	염산(HCL), 메탄올(CH3OH)을 반응시켜 염화메틸(Methyl Chloride)을 만들고 실리콘모노머 MCS(Methylchlorosilane) 합성에 투입되며 북중미, 동남아에서 주로 생산됩니다.
메탈실리콘	알루미늄-실리콘 합금, 실리콘 기반 화학 물질 생산에 쓰이는 원재료로 유기실리콘 외에도 반도체 태양광 패널 필수 원재료이며 전세계 60% 이상이 중국에서 생산됩니다.	실록산	폴리머, 의약품, 코팅 및 접착제의 용매로 주로 사용되는 화학 중간재입니다. 생산원가에서 많은 부분이 원재료, 전력비, 인건비 등으로 구성되며 중국이 주요 생산국입니다.

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 실리콘 사업부: 글로벌 주요 생산거점 현황



국가	지역	주요 연혁 및 생산제품
대한민국	대죽	<ul style="list-style-type: none"> 2007년 대죽실리콘 공장 준공 → 국내 최초 실리콘 원재료와 응용제품 생산 Basics 및 Formulated Specialties (Elastomer 등) 생산
	전주	<ul style="list-style-type: none"> 2003년 전주실리콘 공장 준공 Basics, Formulated Specialties (EM, Release Coating 등), Performance Additives (Personal Care 등) 생산
미국	Waterford	<ul style="list-style-type: none"> 1947년 실리콘 생산 개시 (GE Silicones) Formulated Specialties (Elastomers, EM, Hard-Coatings, Sealant 등), Performance Additives (Silane 및 첨가제) 생산
	Sistersville	<ul style="list-style-type: none"> 2004년 GE Silicones에 편입 (舊 Union Carbide 소속) Performance Additives (Silane 및 첨가제) 생산
일본	Ohta	<ul style="list-style-type: none"> 1974년 실리콘 생산 개시 (GE Toshiba Silicone) Basics, Formulated Specialties (Sealant, EM, Elastomer 등) Performance Additives (Silane, Personal Care 등) 생산
중국	Nantong	<ul style="list-style-type: none"> Formulated Specialties (Elastomers, EM, Release Coatings 등) 생산
태국	Rayong	<ul style="list-style-type: none"> Formulated Specialties (Elastomers, Hard-Coating 등) Performance Additives (Tire, Silane 등) 생산
독일	Leverkusen	<ul style="list-style-type: none"> Formulated Specialties (Elastomers, Hard-Coating 등) Performance Additives (Tire, Silane 등) 생산
영국	Abingdon	<ul style="list-style-type: none"> Performance Additives (Personal Care, 첨가제) 생산
이탈리아	Termoli	<ul style="list-style-type: none"> Performance Additives (Silane 및 첨가제) 생산

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 실리콘 사업부: 적용 산업별 제품 소개

사용처	Application	제품 유형
Personal care	스킨 및 헤어 케어용 제품, 피부 부착 패치, 색조 화장품, 섰 케어 등	실리콘 에멀전(Silicone Emulsion), 실리콘 오일(Silicone Oil) 등 화장품 원료
Automotive	전기차, 내연기관 차량의 전자장비, 타이어, 에어백 코팅, 차량 내·외장재 등	실란(Silane), 경화 실리콘 고무(HCE), 액상 실리콘 고무(LSR)
Construction	단열재, 건축용 발수제, 범용, 창호유리/방수/공사용 실리콘 등	실란트(Sealant), 실리콘 에멀전(Silicone Emulsion) 등
Consumer	침구류 폴리우레탄 폼, 주방용품, 유아용품 등	경화실리콘고무(HCE), 상온경화실리콘고무(RTV), 액상 실리콘 고무(LSR), 감압접착제, 이형제 등
Industrial	도료첨가제/스포츠/산업용 접착제, 코팅	실리콘 에멀전(Silicone Emulsion), 상온경화실리콘고무(RTV), 실란(Silane)
Others	반도체, 우주/항공, 농업, 식품, 의료기기, 전자소재(EM) 등	경화실리콘고무(HCE), 상온경화실리콘고무(RTV), 액상 실리콘 고무(LSR), 실란(Silane)

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 실리콘 사업부: 유형별 제품 소개

구분	명칭	특징	대표 적용제품
HCE (High Consistency Elastomer)	고온 경화형 실리콘 고무	<ul style="list-style-type: none"> 고온에서 경화시켜 제조하는 고체 형태의 실리콘 고무 다양한 방법으로 성형 가능 다양한 분야에 사용되며 유기 고무 대비 내열, 내약품성 등에 우수 	Automotive: 자동차 키패드, 호스 등 Industrial: 모바일기기, 시계용 밴드 등 Electronic Materials: 전기케이블, 리모콘용 키패드 등 Consumer & Others: 의료용 및 유제품 호스, 수영용품 등
LSR (Liquid Silicone Rubber)	액상 실리콘 고무	<ul style="list-style-type: none"> 액상 형태의 고온경화 실리콘 고무 점도가 낮고 유동성이 좋아 자동화된 사출성형 가능 피부 및 음식에 접촉되는 제품에 사용 	Electronic: High Voltage Insulator, Home Appliances Automotive: 에어백 코팅 Consumer & Others: 유아용품, 의료부품
RTV (Room Temperature Vulcanization)	상온경화 실리콘 고무	<ul style="list-style-type: none"> (RTV-1) 접착력이 우수하여 대부분의 재질과 접착 가능 (RTV-2) 전기적 특성, 내열, 내후, 내한성 및 충격 흡수력 우수 	Electronic Materials: 전기전자용 방열제품, 전선 코팅, 쉘링, LED Industrial: 산업용 접착제, 단열 보호 코팅 Personal Care: 피부 부착용 패치
Emulsion / Silicone Oil	에멀전, 실리콘 오일	<ul style="list-style-type: none"> 오일과 물을 균일하게 혼합, 분산, 유화시켜 생성된 분산계 소포성, 이형성, 발수성, 윤활성, 블로킹 방지 목적으로 사용 	Automotive: 타이어 광택제, 이형제 Construction: 단열재, 건축용 발수제 Industrial: 도로 첨가제, 점착 방지제, 소포제 Personal Care: 피부, 모발케어용 제품
PSA / RLC (Pressure Sensitive Adhesives, Release Coatings)	감압접착제, 이형제	<ul style="list-style-type: none"> PSA: 고온과 저온에서도 접착성을 지니는 고기능 접착제 RLC: 테이프, 라벨 등의 박리지 및 필름 등 코팅재료로 활용 	Electronic Materials: 액정 보호, 공정용 원/부소재 보호 필름 Consumer/Industrial: 라벨(박리지), 필름
Silane / Resin	실란 / 레진	<ul style="list-style-type: none"> 규소를 기체 혹은 액체화한 유기화합물 타이어, 반도체, 석유화학 산업 내 최종 제품의 열적 특성 강화에 사용 	Automotive: 타이어용 커플링 에이전트(NXT) Electronic Materials: 반도체 전공정 소재, 제조용 기구 Industrial: 도로 및 석유화학 첨가제
Sealant	실란트	<ul style="list-style-type: none"> 조인트나 틈에 대한 수밀과 기밀을 유지하기 위해 충전되는 물질 우수한 접착성 및 탄성을 바탕으로 건축물의 내구성을 증진 	Construction: 범용 실리콘, 창호 유리용, 방수용, 토목/도로공사용

참고: 해당 자료는 실리콘 가공 방식에 따라 형태별로 KCC실리콘에서 분류

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 건자재 사업부: 제품 소개

제품	적용분야	주요 제품
석고보드(Gypsum Board)	공동주택, 공장, 병원, 호텔 등	유공 흡음 석고보드, 방화/방수/방균 석고보드, 고강도 석고보드, 전방수 석고보드
천장재(Ceiling Board)	사무실, 학교, 병원, 쇼핑몰 등	석고텍스PLUS, 마이톤, 마이텍스, 클라우디아, 사하라 등
PVC창호(PVC Window)	공동주택 등	일반창호, 발코니창호, 시스템창호, Klenze
그라스울(Glass Wool)	건축용, 상업용 샌드위치 패널, 배관용	그라스울 네이처, 워터세이프(외단열용)
미네랄울(Mineral Wool)	건물 외벽 및 지붕, 방화문, 플랜트	블랭킷, 루즈울, 하이울
세라크울(Ceramic Fiber)	플랜트, 제철 및 제강, 선박	벌크, 하드보드, 페이퍼 세라크울

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 건자재 사업부: 생산기지 현황



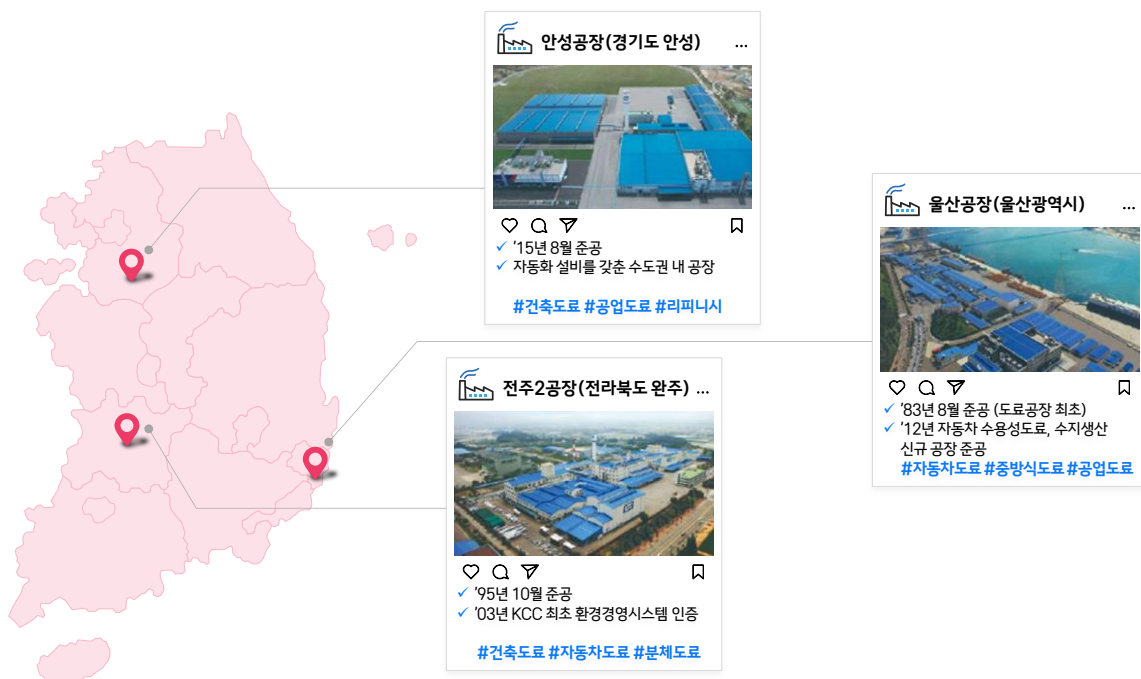
자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 도로 사업부: 제품 소개

제품	적용분야	주요 제품
자동차용 도로(Automotive, OEM)	전차, 중도, 상도, 리피니쉬, 플라스틱 등	에디온(전차), 코스테르 서페이서(중도), 코바크릴 톱코우트(상도) 등
선박용 도로(Marine)	방청도로, 방오도로	MetaCruise NS, EgisELF II 등
건축용 도로(Architectural)	건축물 외부, 내부 인테리어, 내화/방수용	슌으로, 유니폭시, 스포탄, FIREMASK 등
일반공업/PCM 도로(Industrial, PCM)	공장 기계류, 항공기, 철도, 방위산업, 칼라강판 등	케이탄, 코푸력스 등
플랜트 도로(Plant)	산업시설, 강교, 철구조물, 발전소	코레폭스, 세라게어 등
분체도로(Powder)	전자/가전/전기, 자동차, 플랜트, 강관 등	가루멜 등

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 도로 사업부: 생산기지 현황(국내)



자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 도로 사업부: 생산기지 현황(해외)



구분 (십역원)	주요 연혁 및 특징	생산제품	자산총액	매출액
중국	KCK <ul style="list-style-type: none"> 2000년 6월 법인 설립 세계 선박용 도로 네트워크의 핵심 생산기지 	컨테이너, 선박, 플랜트, 자동차, 일반공업	318.8	308.8
	KCG <ul style="list-style-type: none"> 2005년 8월 법인 설립 현지 니즈에 부합하는 도로 개발, 개선 중점 	컨테이너, 선박, 공업, PCM	101.5	80.5
	KCTJ <ul style="list-style-type: none"> 2003년 2월 법인 설립 현지 자동차생산업체 공략, 도로 개발 & 판촉 	자동차, 공업, PCM	81.7	78.7
싱가포르	KCS <ul style="list-style-type: none"> 1992년 5월 법인 설립(KCC 첫 해외법인) 동남아시아 전초기지(판매법인) 	선박, 공업	383.8	9.5
말레이시아	KCM <ul style="list-style-type: none"> 1997년 6월 법인 설립(판매법인) 현지 최적화 도로 개발 및 마케팅 수행 	건축	28.4	22.2
베트남	KCV <ul style="list-style-type: none"> 2007년 6월 법인 설립 현지화 전략을 통한 친환경 제품 공략 	건축, 선박, 자동차, 공업, PCM	75.8	92.3
	KCH <ul style="list-style-type: none"> 2014년 10월 법인 설립 동남아 주요 생산기지(모바일, 플라스틱 도로) 	자동차, 플라스틱	48.7	34.1
인도	KCI <ul style="list-style-type: none"> 2006년 9월 법인 설립 인도 전 지역 내 현지 자동차부품업체 공략 	자동차, 공업, PCM, 건축	48.5	75.8
인도네시아	KCID <ul style="list-style-type: none"> 2010년 6월 법인 설립 인도-인도네시아 시장 공략을 위한 판매법인 	건축, 플랜트	3.2	2.9
사우디아라비아	KCSA <ul style="list-style-type: none"> 2011년 9월 법인 설립 중동아시아 공략을 위한 분체도로 특화 생산법인 	분체	46.5	44.3
튀르키예	KCT <ul style="list-style-type: none"> 2006년 9월 법인 설립 튀르키예, 유럽, 중동, 러시아 공략 위한 생산법인 	자동차, 선박, PCM, 분체	59.9	71.2

참고: 자산총액과 매출액은 2024년말 사업보고서 주석상 내용으로 기재.
자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 소재 사업부: 제품 소개

구분	매출지역	주요 경쟁국	특징	대표적용제품	주요 제품명
무기소재	A/M (Alumina Metalizing)	유럽, 중국, 일본 등	인도, 일본 등	고온 내구성 및 절연성을 요구하는 고전압 전자부품용 세라믹 소재	VI Ceramic, Power Tube Ceramic, Brazed Ceramic
	Ceramic Substrates (DCB, AMB)	대한민국, 유럽, 중국 등	미국, 독일 등	다양한 세라믹 소재에 구리 등을 접합한 파워모듈 반도체용 기판	DCB: Al2O3, ZTA 등 AMB: Si3N4 등
유기소재	EMC (Epoxy Molding Compound)	대한민국, 중국, 일본, 동남아시아 등	중국 등	외부 환경으로부터 반도체 칩을 보호하는 에폭시 봉지재	KTMC 1000G, 3000G, 4000G, 5000G Series
	유리장섬유	대한민국 등	미국, 중국 등	무기원료를 혼합해 초고온에서 녹인 후, 마이크로미터 단위의 가는 실 형태로 뽑아낸 제품	Chopped Strand, Chopped Strand Mat 등

참고: 상기 주요 경쟁국은 주요 경쟁사 본사가 위치한 국가를 기재

자료: KCC, 삼성증권 정리

KCC 소재 사업부: 생산기지 현황(국내 및 해외)



자료: KCC, 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,288	6,659	6,746	6,923	7,251
매출원가	4,960	5,028	5,105	5,209	5,456
매출총이익	1,328	1,631	1,641	1,714	1,795
(매출총이익률, %)	21.1	24.5	24.3	24.8	24.8
판매 및 일반관리비	1,016	1,160	1,162	1,199	1,252
영업이익	313	471	479	515	543
(영업이익률, %)	5.0	7.1	7.1	7.4	7.5
영업외손익	-68	-1	1,388	-81	-64
금융수익	723	709	1,675	222	241
금융비용	554	770	346	347	348
지분법손익	-200	72	32	32	32
기타	-37	-13	26	12	11
세전이익	244	470	1,867	434	480
법인세	152	177	560	121	134
(법인세율, %)	62.2	37.6	30.0	28.0	28.0
계속사업이익	93	293	1,308	313	345
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	93	293	1,308	313	345
(순이익률, %)	1.5	4.4	19.4	4.5	4.8
지배주주순이익	213	311	1,308	313	345
비지배주주순이익	-120	-17	0	0	0
EBITDA	756	913	969	1,012	1,058
(EBITDA 이익률, %)	12.0	13.7	14.4	14.6	14.6
EPS (지배주주)	23,931	34,948	147,163	35,195	38,877
EPS (연결기준)	10,409	33,005	147,163	35,195	38,877
수정 EPS (원)*	23,931	34,948	147,163	35,195	38,877

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	788	597	519	949	978
당기순이익	93	293	1,308	313	345
현금유출입이없는 비용 및 수익	760	783	-419	765	780
유형자산 감가상각비	397	393	447	459	480
무형자산 상각비	47	48	43	38	34
기타	316	341	-909	268	266
영업활동 자산부채 변동	87	-346	190	-7	-13
투자활동에서의 현금흐름	-355	282	-288	-21	21
유형자산 증감	-344	-251	-230	-186	-151
장단기금융자산의 증감	-31	21	156	-10	-19
기타	19	511	-214	175	191
재무활동에서의 현금흐름	-162	-1,454	-386	-413	-408
차입금의 증가(감소)	390	-98	34	7	13
자본금의 증가(감소)	0	-203	0	0	0
배당금	-59	-59	-74	-74	-74
기타	-493	-1,094	-346	-347	-348
현금증감	268	-544	303	531	600
기초현금	777	1,045	501	805	1,336
기말현금	1,045	501	805	1,336	1,935
Gross cash flow	852	1,076	889	1,078	1,126
Free cash flow	409	339	249	723	788

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: KCC, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,178	3,994	3,984	4,598	5,353
현금 및 현금등가물	1,045	501	805	1,336	1,935
매출채권	1,040	1,213	1,144	1,174	1,230
재고자산	1,399	1,583	1,493	1,532	1,605
기타	694	696	542	556	582
비유동자산	9,175	9,114	10,397	10,095	9,748
투자자산	3,440	3,114	4,277	4,286	4,303
유형자산	3,447	3,525	3,309	3,036	2,706
무형자산	1,282	1,407	1,364	1,326	1,292
기타	1,007	1,068	1,448	1,448	1,448
자산총계	13,353	13,109	14,381	14,693	15,101
유동부채	3,836	3,231	2,785	2,834	2,926
매입채무	647	770	780	801	839
단기차입금	1,217	910	910	910	910
기타 유동부채	1,972	1,550	1,095	1,123	1,177
비유동부채	4,069	4,838	5,350	5,374	5,419
사채 및 장기차입금	3,010	3,807	4,307	4,307	4,307
기타 비유동부채	1,059	1,031	1,043	1,067	1,112
부채총계	7,906	8,069	8,135	8,208	8,344
지배주주지분	5,177	5,039	6,246	6,485	6,757
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	553	350	350	350	350
이익잉여금	4,902	5,166	6,400	6,639	6,911
기타	-326	-525	-552	-552	-552
비지배주주지분	270	0	0	0	0
자본총계	5,448	5,039	6,246	6,485	6,757
순부채	4,081	4,537	4,424	3,890	3,285

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-7.2	5.9	1.3	2.6	4.7
영업이익	-33.2	50.7	1.7	7.5	5.4
순이익	222.7	217.1	345.9	-76.1	10.5
수정 EPS**	528.0	46.0	321.1	-76.1	10.5
주당지표					
EPS (지배주주)	23,931	34,948	147,163	35,195	38,877
EPS (연결기준)	10,409	33,005	147,163	35,195	38,877
수정 EPS**	23,931	34,948	147,163	35,195	38,877
BPS	704,004	685,232	849,272	881,801	918,777
DPS (보통주)	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuations (배)					
P/E***	9.5	6.7	2.5	10.6	9.6
P/B***	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.4	7.3	8.0	7.1	6.2
비율					
ROE (%)	4.1	6.1	23.2	4.9	5.2
ROA (%)	0.7	2.2	9.5	2.2	2.3
ROIC (%)	1.8	4.5	5.2	6.1	6.7
배당성향 (%)	27.7	23.7	5.6	23.5	21.3
배당수익률 (보통주, %)	3.5	4.2	2.7	2.7	2.7
순부채비율 (%)	74.9	90.0	70.8	60.0	48.6
이자보상배율 (배)	1.2	1.4	1.4	1.5	1.6

종목 정보

BUY		
목표주가	85,000원	50.2%
현재주가	56,600원	
시가총액	9,765.6억원	
주식수 (유동주식 비중)	17,253,783주 (57.1%)	
52주 최저/최고	33,800원/76,700원	
60일-평균거래대금	34.1억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
SK케미칼 (%)	-2.6	43.5	11.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.4	4.7	-16.7

컨센서스

커버 증권사 수	2
목표주가	91,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

SK케미칼 (285130)

스페셜티 케미칼과 발전 사업의 콜라보

- BUY 투자 의견과 함께 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시.
- 스페셜티 케미칼에서 견고한 수익성 지속되는 가운데, 발전 사업 및 자회사 지분에서 숨겨진 가치의 부각(Unlocking hidden value) 기대.

WHAT'S THE STORY?

View, Unlocking hidden value: SK케미칼에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 85,000원을 제시. 사업 복합성을 감안해 SOTP 방식을 적용하였으며, 국내외 동종업체 Peer multiple 적용. SK바이오사이언스 지분에 대한 NAV 할인율은 90% 적용. 향후 2가지 숨겨진 가치가 드러날 것으로 예상. 이는 발전 자회사의 신규 발전소 가동 개시(4Q25)와 SK바이오사이언스 지분 활용에 따른 NAV 할인율 축소가 될 것.

Point (1), 국내 최고 수준의 스페셜티 케미칼 수익성: Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업은 글로벌 소수 업체만 존재하는 독과점적 구조. 특히 그 중에서도 고부가제품 비중 확대(화장품/가전)로 2025년 영업이익률 17.3% 전망. 경쟁사 Eastman의 중국향 판매 차질을 기회로 점유율 확대도 긍정적.

Point (2), 발전 사업 본격 확대: 동사의 발전 자회사인 SK멀티유틸리티는 기존 석탄 발전(스팀 490톤/시간, 전기 27MW)에서 LNG/LPG 열병합 발전소(스팀 240톤/시간, 전기 300MW)로 전환 추진. 올해 11월 상업 가동 시작될 계획이며, 전기 매출 비중은 3%에서 80%이상으로 급증 예상. 2026년 매출 3,430억원(+155%YoY), 영업이익률 9.9%(+12.9%pYoY)로 이익 기여도 크게 개선 전망.

Point (3), 자회사 지분 활용 개시: SK바이오사이언스 지분 382만주(4.9%) 대상 2,200억원 규모 교환사채 발행. 교환가액이 현재 주가보다 높기에, 교환 여부는 추후 확인 필요하나 그간 소극적이던 자회사 지분 활용을 시작했다는 점에서 의미. NAV 할인율 90%를 적용 중이나, 향후 65%로 축소 시 목표주가 대비 추가 43% 상향 가능.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,737	2,280	2,559	2,603
영업이익 (십억원)	-45	35	110	181
순이익 (십억원)	-4	40	95	134
EPS (adj) (원)	456	2,813	5,518	7,455
EPS (adj) growth (%)	-77.8	516.5	96.1	35.1
EBITDA margin (%)	5.2	9.7	13.3	16.3
ROE (%)	0.4	2.5	4.7	6.1
P/E (adj) (배)	97.1	20.1	10.3	7.6
P/B (배)	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	21.1	11.3	7.7	6.4
Dividend yield (%)	2.6	1.9	3.1	4.4

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정 Unlocking hidden value

BUY 투자의견 및 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시

당사는 SK케미칼에 대해 BUY 투자의견과 함께 12개월 목표주가 85,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum-of-the-parts(SOTP) Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 Green Chemicals, Life Science 및 발전 사업의 복합성을 감안했기 때문이다.

목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며, 다각화된 사업 포트폴리오를 감안하여 사업별 영업 가치를 산정하였다. Green Chemicals 부문의 경우 글로벌 경쟁 업체인 Eastman Chemical을, Life Science 부문 내 Pharma 사업의 경우 주요 제품 포트폴리오가 겹치는 대웅제약을, 발전 사업(SK멀티유틸리티)의 경우 울산에서 동일한 LPG/LNG 열병합 발전소를 가동하기 시작한 SK가스를 선정하였다.

한편 SK바이오사이언스의 경우 상장 자회사이기에 현재 주가 기준 지분가치에 NAV(순자산가치) 할인율 90%를 적용하였다. 일반 지주회사에게 부여하는 상장 자회사 지분에 대한 NAV 할인율 60~70% 대비 보다 큰 할인율 적용 배경은 당사는 지주회사가 아닌 사업회사로서 중복 상장되어 있기에 할인율이 보다 크게 반영하였다.

SK케미칼의 기업가치에 있어 그동안 드러나지 않았던 가치가 부각될 시점으로 판단한다(Unlocking hidden value). 크게 2가지인데, 그동안 SK바이오사이언스 지분 유동화에 소극적인 이유로 크게 할인된 (NAV 90%) SK바이오사이언스 지분 유동화가 최근 교환사채 발행을 통해 시작한 점과 SK멀티유틸리티의 신 공장 가동에 따른 매출 및 수익성 대폭 개선에 따라 그동안 시장에서 부여하지 않은 SK멀티유틸리티의 사업 가치가 부각될 전망이다. SK멀티유틸리티에 대한 당사 추정 EV(Enterprise value)는 4,950억 원으로 현재 동사 EV 추정치 대비 21%에 육박하는 수준이다.

KCC: 사업부별 Peer valuation

(배)	통화	Share Price	주가 성과 (%)				시가총액 (십억 달러)	P/E			P/B			EV/EBITDA		
			1W	1M	3M	YTD		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
Green Chemicals								8.3	10.7	9.0	1.29	1.22	1.16	6.6	7.5	6.7
Eastman Chemical	USD	62.7	(3.7)	(8.0)	(17.7)	(31.3)	7.2	8.3	10.7	9.0	1.29	1.22	1.16	6.6	7.5	6.7
Pharma								27.6	11.2	9.8	1.83	1.66	1.43	10.8	9.3	8.5
대웅제약	KRW	132,900	(6.1)	(3.3)	(7.3)	5.1	1.1	27.6	11.2	9.8	1.83	1.66	1.43	10.8	9.3	8.5
발전								12.9	8.0	7.2	0.82	0.74	0.68	10.9	6.3	6.3
SK가스	KRW	227,000	(5.0)	(7.2)	(8.7)	9.7	1.5	12.9	8.0	7.2	0.82	0.74	0.68	10.9	6.3	6.3

참고: 9월 26일 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

2025. 10. 2

SK케미칼: SOTP Valuation

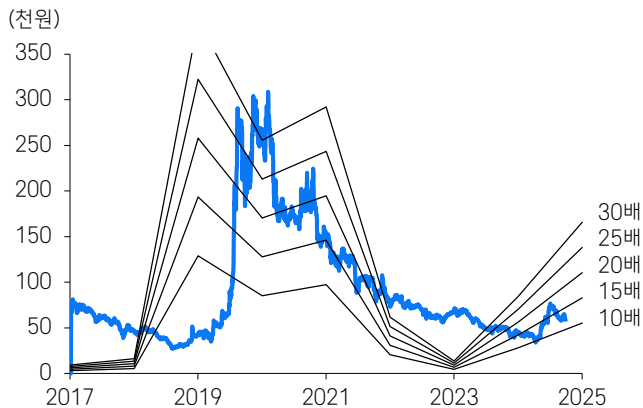
(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업 가치 (A)				
Green Chemicals	220	6.0	1,325	Peers (Eastman) 대비 10% 할인
Life Science - Pharma	39	8.5	330	Peers (대웅제약)
Life Science - SK바이오사이언스			256	보유 지분 66.4%에 대해선 90% 할인율* 적용
SK멀티유틸리티	80	6.2	495	Peers (SK가스)
합계	339	7.1	2,405	
자산 가치 (B)			50	투자자산 50% 할인
순차입금 (C)			938	2025년 말 당사 추정 기준: SK바이오사이언스 순차입금 제외**
우선주 시가총액 (D)			52	10/1일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			1,465	
총 주식 수 (천주)			17,254	
적정 추가 (원)			84,921	
목표주가 (원)			85,000	
현재 추가 (원)			56,600	10/1일 종가 기준
상승 여력 (%)			50.2	
2025 implied P/E (배)			30.2	
2026 implied P/E (배)			15.4	
2025 implied P/B (배)			0.73	
2026 implied P/B (배)			0.70	

참고: * 상장 기업 주식에 대한 NAV 할인율 90% 적용

** 영업 가치에서 SK바이오사이언스의 자기자본 가치(시가총액) 기준으로 계산했기에 타인자본 추가 차감 불필요

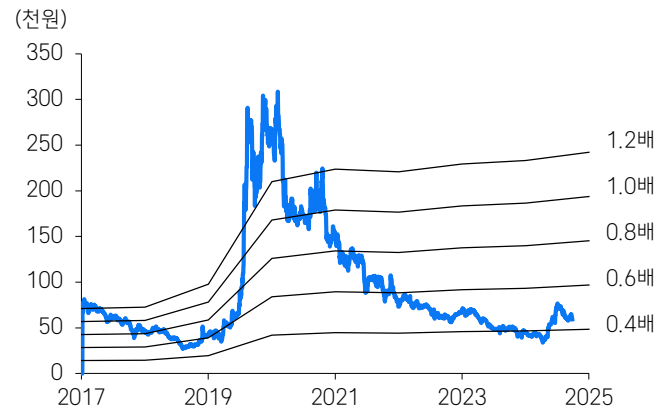
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

SK케미칼: 12개월 forward P/E 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

SK케미칼: 12개월 forward P/B 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

2025. 10. 2

SK케미칼: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,399	1,385	1,340	1,320	1,310	1,300	1,285	1,306	1,365	1,394	1,304
매출액	537	597	564	582	618	637	632	680	1,749	1,737	2,280	2,559
성장률 (% q-q)	4.1	11.2	-5.4	3.1	6.1	3.1	-0.7	7.7				
성장률 (% y-y)	40.9	44.2	32.4	12.9	15.1	6.7	12.0	16.9	-4.4	-0.7	31.3	12.2
1. Green Chemicals	257	270	265	281	276	270	269	266	904	995	1,074	1,081
1-1. Copolyester/Monomer	232	242	241	256	250	241	244	240	809	910	971	975
1-2. Others	25	28	24	25	26	29	25	26	95	85	102	107
2. Life Science	252	289	265	260	266	280	272	319	746	625	1,066	1,129
2-1. Pharma	97	127	107	101	101	113	105	122	376	357	433	433
2-2. SK바이오사이언스	155	162	157	159	165	167	167	197	370	268	633	696
3. SK멀티유틸리티	34	30	34	37	74	86	90	94	136	127	134	343
EBITDA	69	44	50	58	82	84	89	86	196	90	220	341
성장률 (% q-q)	348.0	-36.1	14.6	15.0	42.9	1.7	6.6	-3.9				
성장률 (% y-y)	204.7	11.7	273.9	277.1	20.3	91.6	78.2	48.8	-39.1	-53.9	143.5	55.1
1. Green Chemicals	52	43	46	49	57	53	56	54	137	163	191	220
1-1. Copolyester/Monomer	64	58	58	61	67	65	65	64	159	186	241	262
1-2. Others	-12	-15	-12	-12	-10	-11	-10	-10	-22	-24	-50	-41
2. Life Science	-10	-29	-22	-22	-14	-14	-14	-17	20	-119	-83	-58
2-1. Pharma	5	8	7	7	6	7	7	8	32	19	27	28
2-2. SK바이오사이언스	-15	-37	-28	-29	-20	-21	-21	-24	-12	-138	-110	-86
3. SK멀티유틸리티	-1	-3	-2	1	3	8	11	12	3	-3	-4	34
영업이익	24	-1	4	8	24	26	31	28	83	-45	35	110
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	128.1	191.9	9.0	19.7	-10.1				
성장률 (% y-y)	RB	BR	RB	RB	-0.7	RB	768.9	242.6	-63.9	BR	RB	213.0
1. Green Chemicals	32	23	27	28	33	30	33	32	70	89	110	128
1-1. Copolyester/Monomer	46	40	40	42	46	44	45	44	99	119	168	178
1-2. Others	-14	-17	-13	-14	-12	-14	-12	-12	-29	-30	-58	-50
2. Life Science	-10	-29	-22	-22	-14	-14	-14	-17	20	-119	-83	-58
2-1. Pharma	5	8	7	7	6	7	7	8	32	19	27	28
2-2. SK바이오사이언스	-15	-37	-28	-29	-20	-21	-21	-24	-12	-138	-110	-86
3. SK멀티유틸리티	-1	-3	-2	1	3	8	11	12	3	-3	-4	34
세전이익	20	-4	17	-2	21	27	35	21	52	-27	31	104
순이익	21	8	12	-2	19	25	32	19	48	-4	40	95
지배주주순이익	20	14	17	3	22	28	35	22	40	9	54	107
이익률 (%)												
EBITDA	12.8	7.3	8.9	9.9	13.3	13.2	14.1	12.6	11.2	5.2	9.7	13.3
영업이익	4.5	-0.2	0.6	1.4	3.9	4.1	5.0	4.2	4.8	-2.6	1.5	4.3
1. Green Chemicals	12.4	8.4	10.0	10.1	12.1	11.2	12.2	12.0	7.7	8.9	10.2	11.9
1-1. Copolyester/Monomer	19.6	16.5	16.5	16.5	18.3	18.3	18.3	18.3	12.2	13.1	17.3	18.3
1-2. Others	-54.6	-60.6	-55.6	-55.6	-46.7	-46.7	-46.7	-46.7	-31.1	-35.2	-56.7	-46.7
2. Life Science	-38.7	-10.1	-8.1	-8.6	-5.3	-4.9	-5.2	-5.2	2.6	-19.1	-7.8	-5.2
2-1. Pharma	5.6	6.5	6.5	6.5	6.3	6.3	6.3	6.3	8.4	5.4	6.3	6.4
2-2. SK바이오사이언스	-9.8	-23.1	-18.1	-18.1	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4	-3.2	-51.7	-17.4	-12.4
3. SK멀티유틸리티	-2.2	-8.6	-4.6	2.4	4.4	9.4	12.4	12.4	2.4	-2.1	-3.0	9.9
세전이익	3.6	-0.7	3.1	-0.4	3.4	4.2	5.6	3.0	3.0	-1.6	1.3	4.0
순이익	3.9	1.4	2.1	-0.3	3.1	3.9	5.1	2.8	2.7	-0.3	1.7	3.7

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

투자 포인트

스페셜티 케미칼과 발전 사업의 콜라보

투자 포인트 (1), 국내 최고 수준의 수익성을 가진 스페셜티 케미칼 사업

SK케미칼은 국내 최고 수준의 수익성을 창출하는 스페셜티 케미칼 사업을 보유하고 있고, 최근 고부가 제품 판매 비중 확대로 수익성은 보다 개선되고 있다. 동사가 보유하고 있는 케미칼 사업은 Green Chemicals 부문인데, 이 중 핵심 제품은 Copolyester와 Copolyester의 원재료가 되는 Monomer이다.

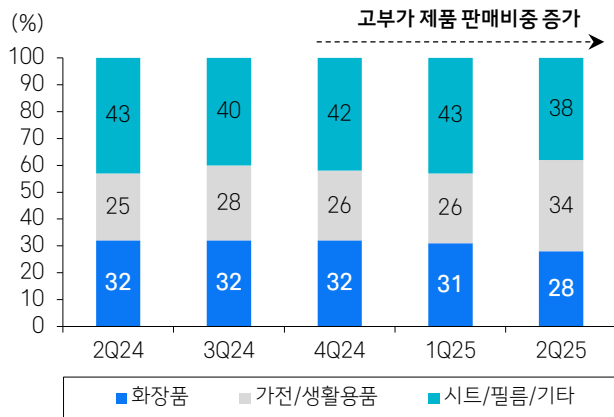
Copolyester는 에스터 결합을 기본 골격으로 하는 고분자인 Polyester의 대표적인 PET(Polyethylene Terephthalate) 제품 구조에 제3의 글리콜류를 공중합하여 만든 변성 Polyester이다. 대표적인 제품으로 PETG(Polyethylene Terephthalate Glycol-modified)가 있으며, PETG를 조금 더 산업별로 특화한 PCTG(Poly Cyclohexylenedimethylene Terephthalate Glycol-modified), PCT(Poly Cyclohexylene dimethylene Terephthalate) 및 PCTA(PolyCyclohexylenedimethylene Terephthalate Acid) 등이 있다. 동사는 PETG를 주요 제품으로 제조하고 있으며, 과거 미국 Eastman Chemical이 세계적으로 독점하던 시장에 진입하여 글로벌 독과점 업체로 Copolyester 시장에 진입하였다. 그리고 PETG를 만드는데 투입되는 주요 원재료인 Monomer도 일부 외부 판매하고 있는데, 대표적으로 DMT와 CHDM(Cyclohexanedimethanol)을 판매하고 있다.

Copolyester의 생산업체가 전 세계적으로 소수에 불과한 만큼 독과점적 지위를 바탕으로 동사는 높은 수익성을 유지하고 있으며, 최근 고부가 제품 판매 확대로 수익성이 추가적으로 제고되고 있다. 동사의 Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업은 2020년 이후 10% 이상의 영업이익률을 지속하고 있으며, 2023년 12.2% 영업이익률에서 2024년 13.1% 및 2025년 17.3%까지 추가 개선될 것으로 예상된다(1H25 기준 18.0%).

작년 대비 수익성 추가 개선은 2024년 Monomer 설비 증설에 따른 판매 확대 및 믹스 개선 영향과 친환경 및 인체 유해성 등 관련 규제 강화로 여타 소재를 대체하는 수요가 증가하고 있기 때문이다. 특히 동사와 경쟁관계에 있는 미국 스페셜티 케미칼 업체인 Eastman이 최근 미국-중국 관세 전쟁으로 인해 중국 고객사향 판매가 원활하지 못한 특징을 감안하여, 최근 중국 시장 내 경쟁제품 대체 기회를 활용하여 시장 점유율을 확대하고 있다.

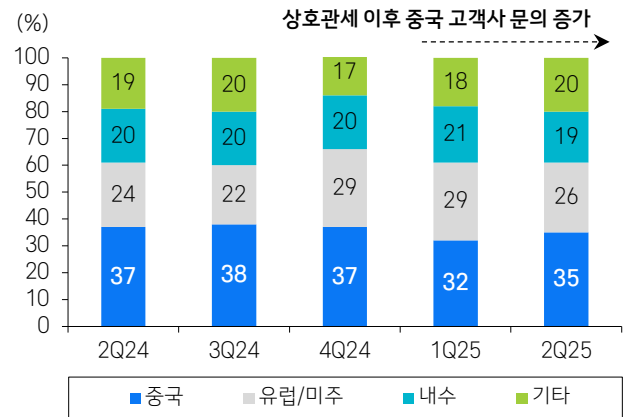
해당 사업의 수익성 개선은 사용처별 판매 비중을 통해 확인할 수 있다. 동사의 Copolyester 판매는 크게 화장품, 가전/생활용품 및 시트/필름/기타로 나눌 수 있다. 이 중 화장품과 가전/생활용품은 상대적으로 고부가제품으로 분류 가능하며, 시트/필름/기타는 저부가 제품으로 간주된다. 2Q24 기준 화장품 및 가전/생활용품 비중은 57%인 반면, 시트/필름/기타는 43% 수준이었다. 한편 1년이 지나 2Q25에는 화장품 및 가전/생활용품 비중은 62%까지 확대되었으며, 시트/필름/기타는 38%까지 감소하였다.

SK케미칼 Copolyester: 사용처별 판매 비중 추이



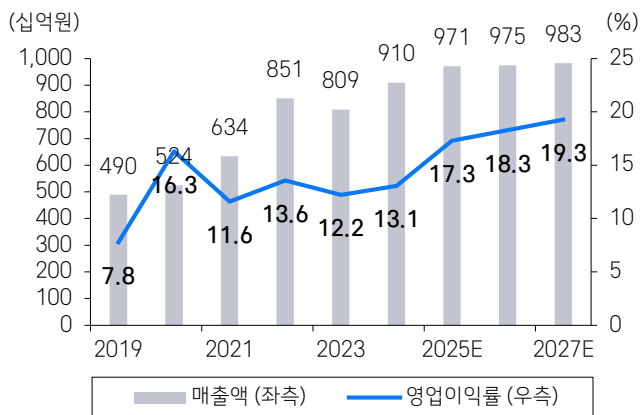
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester: 지역별 판매 비중 추이



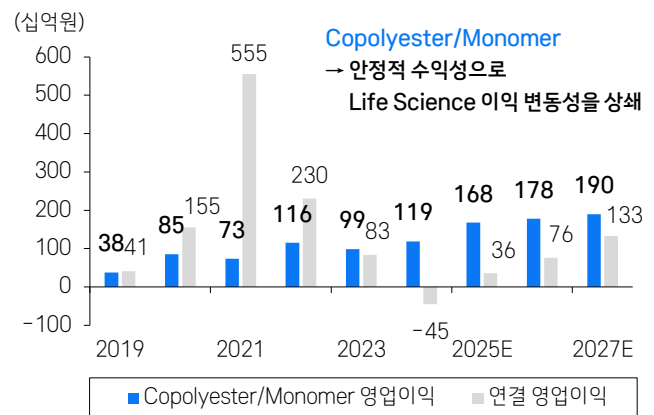
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester/Monomer: 실적 추이 및 전망



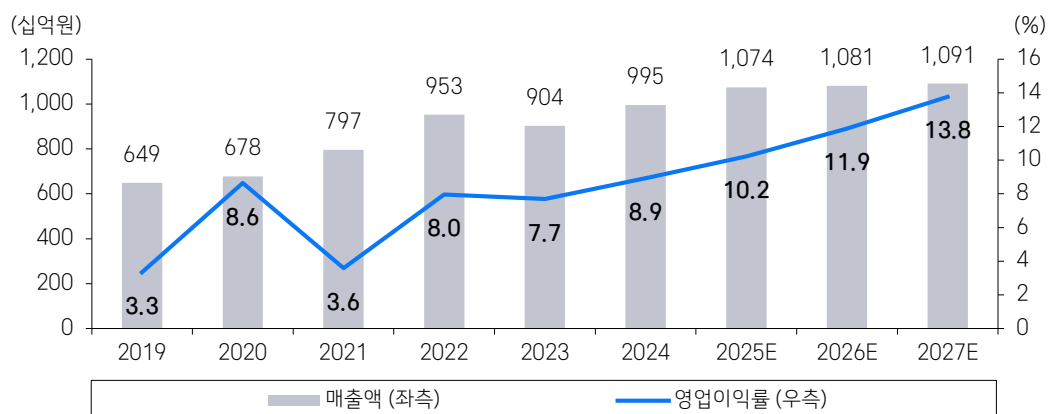
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester/Monomer: 영업이익 기여도



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Green Chemicals 부문: 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권

투자 포인트 (2), 발전 사업 본격 확대

SK케미칼 대한 두 번째 투자 포인트는 신규 설비 가동에 따른 발전 사업의 확대이다. 동사 발전 사업의 이익기여도는 그동안 극히 미미했지만, 향후 신규 설비의 가동에 따라 실적이 비약적으로 증가할 것을 예상한다.

동사는 과거 울산 산업 단지 내 필요한 전력과 스팀을 위해 석탄 발전 설비를 운영해왔다(생산능력: 스팀 490톤/시간, 전기 27MW). 석탄 발전 설비를 투자했던 과거에는 석탄 가격이 여타 에너지원보다 저렴하면서 수급도 용이하였다. 더군다나 지금과 같은 환경 규제가 없었기 때문에 탄소 배출에 따른 직접 비용 부담도 크지 않았다. 즉, 과거엔 석탄 발전 설비를 운영하는 게 꽤 합리적인 선택이라 볼 수 있다.

하지만 2020년을 전후로 동사의 영업환경이 바뀌었으며, 이는 신규 설비를 투자할 수밖에 없는 계기가 되었다. 전 세계적인 탄소 중립 추진과 더불어 한국에서도 탄소 중립 목표를 발표하며, 탄소 배출량에 대한 비용 부담 증가 및 탈 석탄 기조에 동참하기 위해 2021년 발전 사업을 물적 분할하여 SK멀티유틸리티라는 신규 법인을 설립하였다. 그리고 기존 석탄 발전 보일러로 생산 및 판매하던 스팀과 전기를 LNG/LPG 열병합 발전소로 전환하는 투자를 결정하였다.

SK멀티유틸리티가 투자 결정한 LNG/LPG 열병합 발전소는 스팀 240톤/시간 및 전기 300MW의 생산 능력을 보유하고 있으며, 총 6,726억원의 투자비를 집행하였다. 발전 설비 전환 과정에서 기존 생산능력 대비 스팀(490톤/시간→240톤/시간)은 크게 감소하고, 전기(27MW→300MW)는 크게 급증한 것을 알 수 있다. 석탄 발전 설비는 열(스팀) 중심이기에 스팀 수요를 맞추고 남은 압력차로 소형 터빈에서 전기를 생산하지만, 가스 복합 발전 설비는 전기 중심으로 설계되었기 때문에 스팀 생산량이 줄어들고 전기 생산량이 급증하는 구조를 가진다.

SK멀티유틸리티의 실적은 신규 발전소 가동과 함께 급격한 성장이 기대된다. 2022년 이후 올해까지 연간 1,300억원 내외의 매출액과 -2~+2% 수준의 영업이익률에 불과하였으며, 매출 내 스팀 판매 비중은 97~100% 수준인 반면 전기 판매 비중은 0~3% 수준에 그쳤다. 하지만 올해 11월부터 LNG/LPG 발전소 가동과 함께 내년부턴 전기 판매 비중이 80%까지 급증하고 스팀 판매 비중은 20% 이하에 그칠 전망이다. 특히 전기 생산능력이 11배 이상 증가하는 만큼, 연간 매출액은 3,000억원 이상까지 성장할 전망이다. 이에 따라 2026년 및 2027년 SK멀티유틸리티 매출액은 각각 3,430억원(+155%YoY) 및 3,770억원(+10%YoY)까지 급증하고, 영업이익률도 각각 9.9%(+12.9%pYoY) 및 12.7%(+2.7%pYoY)까지 빠르게 개선될 전망이다.

동사의 관계사인 SK가스의 실적을 확인할 경우, SK멀티유틸리티의 수익성 개선 가능성 또한 높다고 판단된다. SK가스는 울산GPS라고 하는 LNG/LPG 열병합 발전소(생산능력 전기 1,227MW)를 2024년 하반기부터 본격 가동하기 시작했다. 규모는 SK멀티유틸리티 대비 약 4배 크지만, 발전 사업 모델은 동일하다. SK가스는 해당 설비 가동 이후 2H24 매출 1,773억원 및 영업이익 278억원(영업이익 15.7%)을 기록했으며, 1H25에도 매출 3,272억원 및 영업이익 543억원(영업이익률 16.6%)을 기록하였다. 이를 감안하면 SK멀티유틸리티의 영업이익률 가정(2026년 9.9% 및 2027년 12.7%)은 충분히 달성 가능한 수준으로 판단된다.

SK멀티유틸리티: LNG/LPG 복합 열병합 발전소

(십억원)	내용
사업개요	- 노후 석탄 발전 설비의 LNG/LPG 복합 발전 설비로의 전환 및 친환경 집단 에너지 시스템 구축 - 구역 내 안정적인 산업전력 및 스팀 공급 경쟁력 확보
총 투자비	672.6
기대 효과	- 탄소중립 정책 반영한 친환경 에너지 전환 - 구역형 집단 에너지 사업자로 수요처에 전기/스팀 직접 판매하여 안정적 수익 창출
생산능력 (기준)*	스팀 490톤/시간, 전기 27MW
생산능력 (신규)	스팀 240톤/시간, 전기 300MW
타임라인	
2021년 12월	SK케미칼로부터 물적분할된 SK멀티유틸리티 신설
2022년 6월	LNG 열병합 발전소 EPC 계약 체결
2024년 10월	시운전 개시
2025년 11월	본격 상업 가동 개시

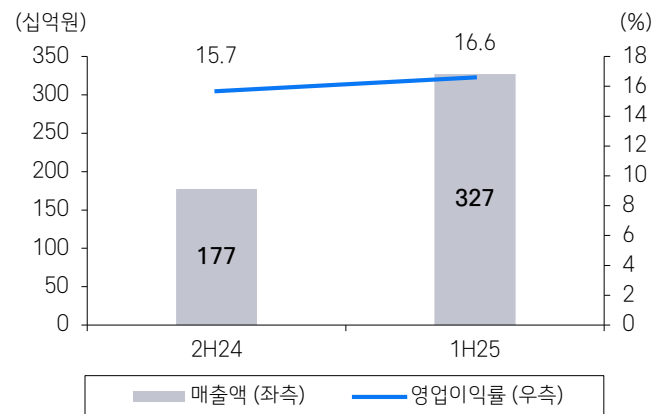
참고: * 신규 설비 가동에 따라 기존 설비는 순차 가동 중단 예정
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK멀티유틸리티: 집단에너지 사업 개요



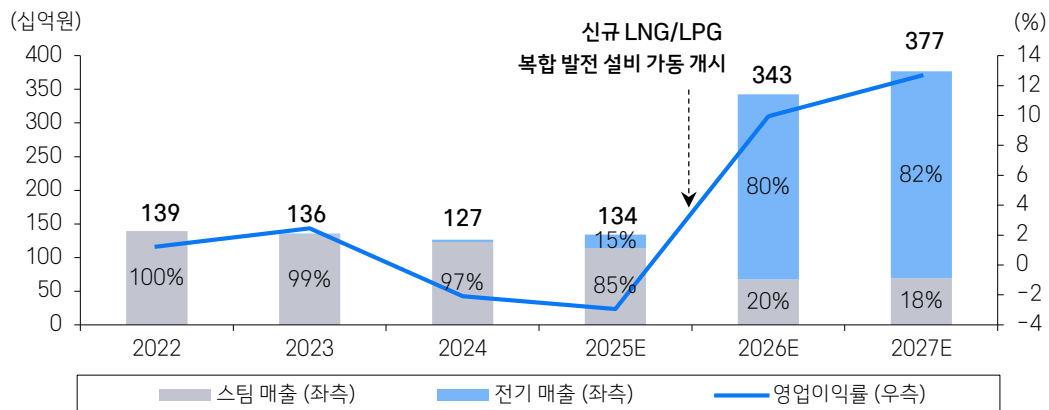
자료: SK멀티유틸리티, 삼성증권

SK가스 LNG/LPG 발전소 실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 삼성증권

SK멀티유틸리티: 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권

투자 포인트 (3), 자회사 지분 활용 개시

SK케미칼의 또다른 변화 중 하나는 자회사 지분 활용을 시작했다는 점이다. 2018년 7월 당사는 백신 사업을 단순 물적분할 형태로 분사하였고, SK바이오사이언스를 신설하였다. 이후 2020년 코로나19가 발병되어 백신 사업에 대한 시장의 관심이 급증했고, SK바이오사이언스는 AstraZeneca 및 Novavax 등의 코로나19 백신을 위탁 생산하는 계약을 체결한 후 2021년 3월 코스피 시장에 상장되었다.

SK바이오사이언스의 공모 시가총액은 5.1조원(공모가 65,000원)으로 결정되었으며, 당시 SK케미칼은 약 765만주를 구매매출하여 4,973억원의 현금을 회수한 바 있다. 이후 국내외 행동주의 투자자들로부터 SK바이오사이언스 지분 매각을 통한 주주가치 제고에 대한 압박을 받아왔으나, SK케미칼은 무상증자 및 배당정책 제시 등을 통해 투자자 요구에 대응해왔다. 하지만 자회사 지분 매각은 없었으며, 이로 인해 자회사 지분에 대한 NAV 할인율은 보다 심화되었다.

한편 최근 당사는 이러한 기조에 변화를 가져왔는데, 대표적인 사례가 올해 9월 발표한 자회사 지분 대상 교환사채 발행이다. 당사는 SK바이오사이언스 지분 382만주(4.9%)를 대상으로 2,200억원 규모의 교환사채를 발행하였고, 올해 11월부터 교환청구가 시작된다. 다만, 교환가액은 57,555원으로 현재 주가(46,800원) 대비 23% 높기에 지금보다 SK바이오사이언스 주가가 더 상승해야 교환의 유인이 생길 것으로 예상된다. 따라서 현 시점에서 즉각적인 매각이 이뤄질 것을 기대하긴 어렵지만, SK케미칼이 자회사 지분을 활용하기 시작했다는 점에서 의미가 있다. 당사는 SK케미칼의 기업가치 평가에 있어 SK바이오사이언스 지분가치에 NAV 할인율 90%를 부여하여 극히 보수적으로 평가하고 있지만, 향후 지분 매각 성공으로 NAV 할인율이 65%까지 축소된다면 현재 당사가 부여한 목표주가 대비 추가적으로 43%의 상향여력이 창출될 것으로 판단한다.

SK케미칼: SK바이오사이언스 주식 대상 교환사채 발행 내역

(십억원)	내용
교환사채 총액	220
이자율	0.0%
교환사채 만기일	2030-10-20
교환가액	57,555원
SK바이오사이언스 총 주식수(지분율)	78,369,145(100.0%)
SK케미칼의 SK바이오사이언스 기존 보유 주식수(지분율)	52,059,724(66.4%)
교환대상 주식수(지분율)	3,822,430(4.9%)
교환청구 시작일	2025-11-20
교환청구 종료일	2030-09-20

자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼: SK바이오사이언스 지분에 대한 NAV 할인율 변화가 기업가치에 미칠 영향

NAV 할인율	SK바이오사이언스 지분가치 (십억원)	적정 시가총액 (십억원)	적정 주가 (원)	당사 목표주가 대비
90%	256	1,479	85,723	0%
85%	385	1,608	93,173	8%
80%	514	1,736	100,642	17%
75%	643	1,865	108,115	26%
70%	772	1,995	115,620	34%
65%	903	2,125	123,170	43%

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Appendix

Company overview

기업 개요

1969년 SK케미칼의 전신인 선경합섬으로 설립되며, 폴리에스터 섬유 사업을 시작하였다. 이후 1987년 삼신제약을 인수하며 제약 사업에 진출하였다. 1998년 SK케미칼로 사명을 변경하였으며, 2000년 중국발 공급 증가로 인한 수익성 악화로 폴리에스터 섬유부문을 분사하여 삼양사와의 합작법인으로 전환하였다.

주력 사업이던 섬유사업의 경쟁력이 약화되면서 추진하기 시작한 사업구조 재편의 핵심은 섬유사업의 구조조정과 정밀화학 및 생명과학 사업의 고도화였다. 그 중에서도 정밀화학은 기술경쟁력이 있는 새로운 사업의 창출이 필요했는데, CHDM(1,4-cyclohexanedimethanol)을 활용하여 미국의 Eastman이 독점하고 있는 PETG(Polyethylene Terephthalate Glycol) 시장에 주목하였다. 연간 시장 성장률이 10% 이상 높다는 점과 Eastman의 독점 생산으로 제2의 생산업체에 대한 시장 기대가 컸기 때문이다.

고기능성 플라스틱 소재인 코폴리에스터 계열의 PETG는 기존의 PET로는 제조하기 어려운 투명하고 두꺼운 시트나 용기에 적합하도록 공단량체로 CHDM을 첨가해 공중합한 비결정성 수지다. 결정화로 인한 백화(白化) 현상 없이 성형 가능한 모든 두께의 투명한 제품을 생산할 수 있고 뛰어난 투명성과 내화학성 덕분에 고급 화장품용기, 건축자재, 광고, 가전부품 등에 광범위하게 적용할 수 있다.

1999년 SK케미칼은 코폴리에스터 시장 진출 위해 울산에 PETG 1공장을 건설하기로 결정했으며, 2001년부터 가동을 시작하였다. 이후 2012년 2공장 및 2017년 3공장까지 가동하며 스페셜티 케미컬 입지를 보다 공고히 하였다.

SK케미칼: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1969년	선경합섬 설립	2010년	SK그리스(인니 PET 수지 공장) 및 SK유로켐(폴란드 PET 수지) 매각
1987년	삼신제약 인수	2012년	안동(L House) 준공, PETG 2공장 가동
1998년	SK케미칼로 사명 변경	2013년	이니츠(PPS 사업으로 일본 Teijin과 합작회사) 설립
1999년	선플라(3세대 백금착체항암제) 세계 최초 개발	2017년	지주회사 출범(존속: SK디스커버리, 신설: SK케미칼), PETG 3공장 가동
2000년	폴리에스터 섬유부문 분사 후 삼양사와 합작법인(휴비스) 설립	2018년	백신사업 분할(SK바이오사이언스)
2001년	PETG 1공장 가동	2019년	이니츠 합병
2002년	조인스(관절염 치료제) 출시	2020년	바이오에너지 사업 매각
2005년	유화사업 물적분할(SK유화: DMT 사업), SK제약 합병	2021년	PPS 사업 매각, PETG 3공장 가동
2006년	동신제약(백신, 혈액제) 합병, 바이오디젤 생산기술 개발	2023년	Shuye-SK환보재료(산터우) 설립
2009년	친환경 고내열 코폴리에스터(에코젠) 세계 최초 출시		

자료: SK케미칼, 삼성증권

동사의 사업은 크게 3가지, Green Chemicals 부문, Life Science 부문 및 발전 부문(SK멀티유틸리티)으로 구성된다. Green Chemicals 부문은 Copolyester/Monomer 사업과 기타(바이오폴리올 및 화학적 재활용) 사업으로 나뉘어지고, Life Science 부문은 Pharma 사업과 SK바이오사이언스로 나뉘어진다. SK바이오사이언스와 SK멀티유틸리티는 별도의 자회사 형태로 운영되고 있으며, SK바이오사이언스는 상장 기업인 반면 SK멀티유틸리티는 비상장 기업이다.

Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업과 기타 사업으로 나뉘어진다. Copolyester/Monomer 사업의 경우, 동사는 PTA, MEG 및 CHDM 등을 원재료로 사용하여 Copolyester 수지와 이를 만들기 위한 Monomer의 일부도 자가 소비 후 외부 판매를 진행한다. 대표적인 Copolyester 수지로는 PETG 및 PCTG(SKYGREEN; 이하 자체 제품명)가 있으며, 이중 일부 판매하는 원재료 Monomer로는 DMT(SKYDMT)와 CHDM(SKYCHDM)이 있다. 기타 사업의 경우, 기존 석유기반 폴리올을 100% 바이오 물질로 PO3G(ECOTRION), 해중합 기술 기반의 화학적 재활용 PET(SKYPET CR), 코팅 및 접착용 고분자 Polyester 수지(SKYBON), 고분자 Polyester 기반의 열가소성 엘라스토머(SKYPEL) 등으로 구성되어 있다.

Life Science 부문 내 Pharma 사업은 관절염 치료제, 혈액순환개선제 등 천연물 및 합성의약품을 양산 및 판매하고 있다. 2002년 출시한 관절염 치료제(조인스; 이하 제품명)는 국내 최초 생약 성분 관절염 치료제이며, 혈액순환개선제 및 인지기능개선제(기넥신에프)는 시장점유율 1위를 유지하고 있는 동사의 대표 제품으로 자체 개발한 특허 기술로 은행잎에서 징코라이드 등 유효성분을 추출해 제조한다. 그 외 패취형 관절염 치료제(트라스트), 패취형 치매 치료제(윈드론 패취) 등이 있다. Life Science 부문 내 또 다른 사업은 상장 기업 SK바이오사이언스인데(SK케미칼 지분율 66.4%), 동사의 백신 사업이 2018년 물적 분할된 이후 2021년 상장된 바 있다. 코로나19로 인한 백신 위탁생산 물량 급증으로 외형 및 수익성의 급증세를 기록한 후 백신 수요 급감과 함께 실적이 크게 둔화되었다. 다만 2024년 10월 독일 바이오 위탁개발생산(CDMO) 전문 기업인 IDT Biologika(지분 60%에 3,564억원 투자)를 인수하여 외형은 확대되었으며, 위탁생산(CMO) 기업의 약점을 보완하기 위해 노력하고 있다.

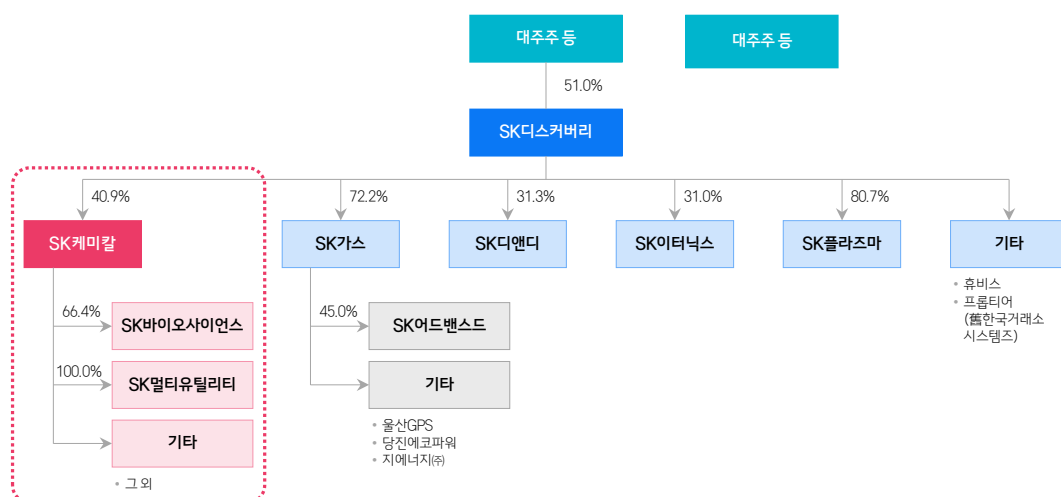
SK멀티유틸리티의 경우 2021년 12월 SK케미칼로부터 물적분할된 신설법인으로, SK케미칼의 전력/스팀 등 유틸리티 공급 사업을 진행하고 있다. 기존엔 석탄발전 보일러를 운영하여 스팀과 전기를 생산하여 판매해 왔으나(생산능력: 스팀 490톤/시간, 전기 27MW), 이를 총 6,727억원의 투자 집행을 통해 LNG/LPG 복합 열병합 발전소(생산능력: 스팀 240톤/시간, 전기 300MW)로 전환하여 곧 상업 가동에 들어갈 예정이다. 기존 설비 대비 스팀 판매량 대신 전기 판매량 급증이 예상된다. SK멀티유틸리티의 해당 발전소 가동은 SK디스커버리 그룹의 LNG 밸류체인 완성에도 일조할 전망이다. SK가스가 코리아에너지터미널(KET)을 준공해 LNG 하역/저장/송출 사업을 담당하고(총 405만 배럴 탱크 보유), SK가스 및 SK멀티유틸리티가 각각 1.2GW 및 0.3GW의 LPG/LNG 복합 발전소를 운영하여 LNG 발전/판매를 담당할 전망이다.

SK케미칼: 주요 사업별 매출 추이 및 전망

사업	제품	매출					매출비중 (%)				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Green Chemicals		904	995	1,074	1,081	1,091	50.6	57.0	47.2	42.4	42.0
Copolyester/Monomer	PETG, PCTG, DMT, CHDM	809	910	971	975	983	45.3	52.1	42.7	38.2	37.9
기타	바이오 폴리올, 화학적 재활용 PET, 고분자 Polyester 수지, 열가소성 엘라스토머	95	85	102	107	107	5.3	4.9	4.5	4.2	4.1
Life Science		746	625	1,066	1,129	1,129	41.8	35.8	46.9	44.2	43.5
Pharma	관절염 치료제, 혈액순환개선제, 패취형 관절염 치료제, 패취형 치매 치료제	376	357	433	433	433	21.1	20.5	19.0	17.0	16.7
SK바이오사이언스 (상장: 지분율 66%)	백신사업, CMO, CDMO (IDT Biologika 지분율 60%)	370	268	633	696	696	20.7	15.3	27.8	27.3	26.8
발전		136	127	134	343	377	7.6	7.2	5.9	13.4	14.5
SK멀티유틸리티 (비상장: 지분율 100%)	LPG/LNG 복합 발전소	136	127	134	343	377	7.6	7.2	5.9	13.4	14.5

자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리: 지배 구조



자료: SK디스커버리, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,749	1,737	2,280	2,559	2,603
매출원가	1,276	1,341	1,667	1,800	1,762
매출총이익	473	396	613	759	841
(매출총이익률, %)	27.0	22.8	26.9	29.7	32.3
판매 및 일반관리비	390	441	577	649	660
영업이익	83	-45	35	110	181
(영업이익률, %)	4.8	-2.6	1.5	4.3	7.0
영업외손익	-31	18	-4	-7	-10
금융수익	129	98	41	33	33
금융비용	125	92	54	40	43
지분법손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	-32	13	10	1	1
세전이익	52	-27	31	104	171
법인세	5	-23	-9	9	37
(법인세율, %)	8.7	84.1	-29.5	8.7	21.4
계속사업이익	48	-4	40	95	134
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	48	-4	40	95	134
(순이익률, %)	2.7	-0.3	1.7	3.7	5.2
지배주주순이익	40	9	54	107	144
비지배주주순이익	8	-13	-15	-12	-10
EBITDA	196	90	220	341	424
(EBITDA 이익률, %)	11.2	5.2	9.7	13.3	16.3
EPS (지배주주)	2,058	456	2,813	5,518	7,455
EPS (연결기준)	2,470	-225	2,052	4,881	6,935
수정 EPS (원)*	2,058	456	2,813	5,518	7,455

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,204	2,386	2,663	2,885	3,031
현금 및 현금등가물	396	542	243	169	269
매출채권	154	258	338	379	386
재고자산	377	565	742	833	847
기타	1,278	1,020	1,340	1,504	1,529
비유동자산	1,954	2,981	3,272	3,455	3,623
투자자산	119	105	111	114	115
유형자산	1,602	2,459	2,681	2,837	2,982
무형자산	54	163	186	209	232
기타	179	254	294	294	294
자산총계	4,159	5,367	5,935	6,340	6,654
유동부채	830	983	1,328	1,478	1,528
매입채무	113	118	155	174	177
단기차입금	264	303	453	483	513
기타 유동부채	454	562	721	821	838
비유동부채	653	1,351	1,552	1,733	1,896
사채 및 장기차입금	637	1,203	1,363	1,523	1,683
기타 비유동부채	16	148	189	210	213
부채총계	1,483	2,334	2,880	3,211	3,424
지배주주지분	2,119	2,201	2,237	2,324	2,435
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,212	1,240	1,240	1,240	1,240
이익잉여금	867	861	893	980	1,091
기타	-59	1	5	5	5
비지배주주지분	557	832	818	805	795
자본총계	2,676	3,033	3,055	3,129	3,230
순부채	-491	270	640	799	875

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	146	-89	126	270	368
당기순이익	48	-4	40	95	134
현금유출입이없는 비용 및 수익	185	23	177	235	277
유형자산 감가상각비	100	119	168	214	226
무형자산 상각비	13	17	17	17	17
기타	72	-112	-8	4	35
영업활동 자산부채 변동	-22	-70	-101	-52	-8
투자활동에서의 현금흐름	-510	-157	-741	-544	-430
유형자산 증감	-389	-405	-390	-371	-371
장단기금융자산의 증감	-1,193	349	-269	-138	-22
기타	1,072	-102	-81	-35	-38
재무활동에서의 현금흐름	356	380	314	203	163
차입금의 증가(감소)	383	554	337	223	197
자본금의 증가(감소)	13	28	0	0	0
배당금	-30	-18	-22	-20	-34
기타	-11	-184	-0	-0	0
현금증감	-11	138	-300	-74	100
기초현금	407	404	542	243	169
기말현금	396	542	243	169	269
Gross cash flow	232	19	217	329	412
Free cash flow	-243	-511	-264	-101	-2

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-4.4	-0.7	31.3	12.2	1.7
영업이익	-63.9	적전	흑전	213.0	64.4
순이익	-79.3	적전	흑전	137.8	42.1
수정 EPS**	-78.9	-77.8	516.5	96.1	35.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,058	456	2,813	5,518	7,455
EPS (연결기준)	2,470	-225	2,052	4,881	6,935
수정 EPS**	2,058	456	2,813	5,518	7,455
BPS	110,405	114,678	116,588	121,103	126,873
DPS (보통주)	650	1,150	1,050	1,750	2,500
Valuations (배)					
P/E***	32.7	97.1	20.1	10.3	7.6
P/B***	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.6	21.1	11.3	7.7	6.4
비율					
ROE (%)	1.9	0.4	2.5	4.7	6.1
ROA (%)	1.2	-0.1	0.7	1.5	2.1
ROIC (%)	4.2	-0.3	1.3	2.7	3.6
배당성향 (%)	28.1	224.1	33.2	28.2	29.8
배당수익률 (보통주, %)	1.0	2.6	1.9	3.1	4.4
순부채비율 (%)	-18.3	8.9	20.9	25.5	27.1
이자보상배율 (배)	2.6	-1.1	n/a	n/a	n/a

종목 정보

BUY		
목표주가	95,000원	34.4%
현재주가	70,700원	
시가총액	4,784.7억원	
주식수 (유동주식 비중)	6,767,600주 (52.4%)	
52주 최저/최고	59,000원/97,600원	
60일-평균거래대금	21.0억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
유니드 (%)	-4.5	-3.3	-9.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-13.1	-29.4	-31.8

컨센서스

커버 증권사 수	7
목표주가	123,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

유니드 (014830)

한국 화학업체가 갖기 힘든 2가지 강점을 보유

- BUY 투자 의견과 함께 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시.
- 한국 화학업체가 갖기 힘든 2가지(무기화학, 글로벌 1위) 강점을 보유. 향후 중국 증설효과로 ROE 개선 및 밸류에이션 재평가 기대.

WHAT'S THE STORY?

View, ROE 개선이 이끌 밸류에이션 재평가: 유니드에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 95,000원을 제시. 목표주가는 ROE-P/B Valuation 방식을 적용하였으며, 이는 화학업 특유의 경기순환성을 감안해 ROE와 밸류에이션의 높은 상관성을 반영한 것. 유니드는 한국 화학 기업들이 장기적으로 지향해야 할 두 가지 역량(무기화학, 글로벌 1위)을 이미 확보. 또한 증설 효과에 따른 ROE 개선 전망이 밸류에이션에 아직 반영되지 않아, 향후 ROE 개선세 시현과 함께 밸류에이션 재평가 기대.

Point (1), '무기화학' 및 '글로벌 1위'라는 강점: 유니드는 석유계 원료인 나프타를 사용하지 않고, 염화칼륨을 활용해 수산화칼륨 및 탄산칼륨 등 무기화학 제품을 생산. 이는 전기차 침투율 상승에 따른 석유 수요 구조 변화와 범용 유기화학 공급 과잉 위험에서 자유롭다는 의미. 따라서 향후 석유화학 사이클과 무관하게 안정적 수익성 유지 가능. 또한 동사는 수산화칼륨 생산능력 기준 글로벌 1위(점유율 33%)로, Occidental(15%), INEOS(10%) 등 주요 경쟁사를 압도. 독보적 시장지위는 신규 진입자 위협을 제한시키는 동시에 장기적으로 지속가능한 수익성을 담보.

Point (2), 중국 증설 모멘텀 본격화: 동사는 올해부터 중국 호북성 신공장(UHC, 1단계 9만톤)을 가동하기 시작. 2027년까지 2단계 증설(추가 9만톤)이 완료되면 글로벌 수산화칼륨 생산능력은 72만톤에서 90만톤까지 확장. 금번 UHC 증설은 중국 내 중서부 지역 수요 대응 및 물류 효율 개선으로 이어지며, 현지 시장점유율 확대 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,112	1,311	1,396	1,535
영업이익 (십억원)	95	107	128	143
순이익 (십억원)	76	79	103	114
EPS (adj) (원)	11,265	11,697	15,155	16,795
EPS (adj) growth (%)	368.7	3.8	29.6	10.8
EBITDA margin (%)	13.4	13.0	14.9	16.0
ROE (%)	8.0	7.7	9.3	9.5
P/E (adj) (배)	6.4	6.0	4.7	4.2
P/B (배)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	4.2	3.7	2.6	1.8
Dividend yield (%)	2.5	3.0	3.7	3.8

자료: 유니드, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

ROE 개선이 이끌 밸류에이션 재평가

BUY 투자 의견 및 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

당사는 유니드에 대해 BUY 투자 의견과 함께 12개월 목표주가 95,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 ROE-P/B Valuation을 적용하였으며, 이는 화학업의 경기순환적 성격을 감안하여 ROE와 비례하는 P/B 배수 적용이 보다 적절하다고 판단했기 때문이다(2021~2025년 ROE 및 12MF P/B 상관관계수는 0.78).

당사의 ROE는 2023년 1.8%를 저점으로 2024년 8.0%까지 회복된 바 있으며, 올해는 7.7%로 소폭 조정될 것으로 예상된다. 한편 2026년 ROE는 9.3%로 올해 대비 추가 개선이 가능할 것으로 예상되는데, 이는 중국 공장 가동에 따른 신증설 효과에 기인한다. 2021~2025년 ROE 및 12MF P/B의 상관관계를 통해 2026년 ROE 예상치로 산출가능한 Target P/B는 0.56배 수준이다. 이에 12개월 forward BPS 169,045원을 대입할 경우 주당 적정가치 95,000원을 산출할 수 있다.

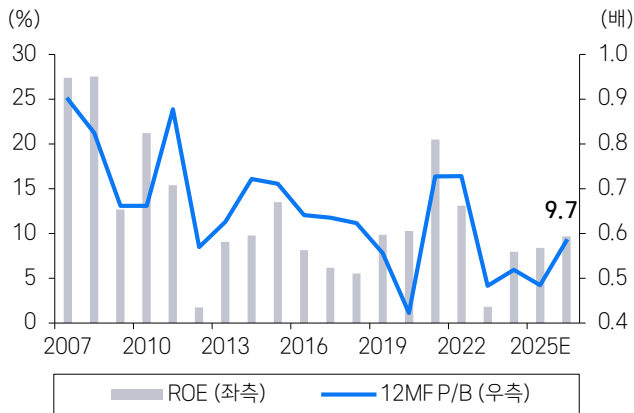
2026년 달성가능한 ROE 수준을 감안하면 당사의 밸류에이션은 경쟁업체 대비 크게 낮은 수준이기에, 저평가 매력 또한 상존한다. 현재 당사의 주요 제품인 가성칼륨 및 탄산칼륨을 제조하는 해외 경쟁업체는 미국 Occidental, Olin, 유럽 Evonik, 일본 Tosoh, AGC 등이 있다. 물론 해당 업체의 칼륨계 매출 비중은 30~60% 수준으로 사업 포트폴리오가 동사와 동일하다고 보기 어려우나, 유니드를 제외한 해당 5개 업체의 2026년 ROE-P/B 상관관계수는 약 0.76에 달한다(유니드 포함 6개사 기준의 상관관계수는 0.40). 2026년 유니드의 ROE는 9.2%(Bloomberg 컨센서스 기준)로 Olin(12.4%) 다음으로 2번째로 높지만, 2026년 P/B는 0.42로 6개사 중 가장 낮다. 향후 ROE 개선 실현될 경우 밸류에이션 재평가도 기대할 수 있을 것이다.

유니드: ROE-P/B Valuation

(원)	금액	비고
Target P/B (배)	0.56	2021~2025년 ROE 및 12MF P/B 상관관계 통해 2026년 ROE 기준 P/B 배수 도출
12MF BPS	169,045	
주당 적정 가치	95,128	
목표주가	95,000	
현재 주가	70,700	9/26일 종가기준
상승 여력 (%)	34.4	
2025 implied P/E (배)	8.1	
2026 implied P/E (배)	6.3	

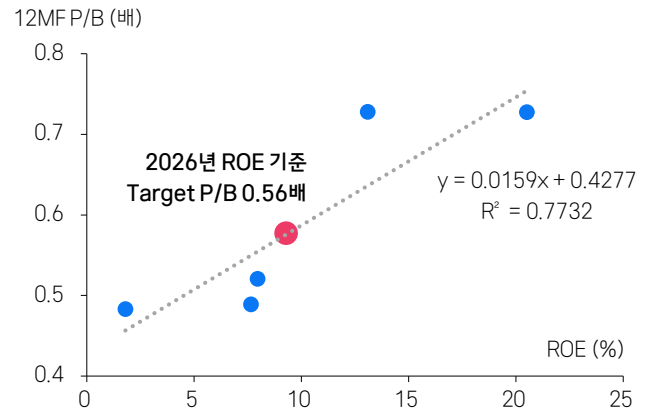
자료: 삼성증권 추정

유니드: ROE 및 12MF P/B 추이



자료: 유니드, 삼성증권

유니드: ROE 및 12MF P/B의 상관관계



자료: 유니드, 삼성증권

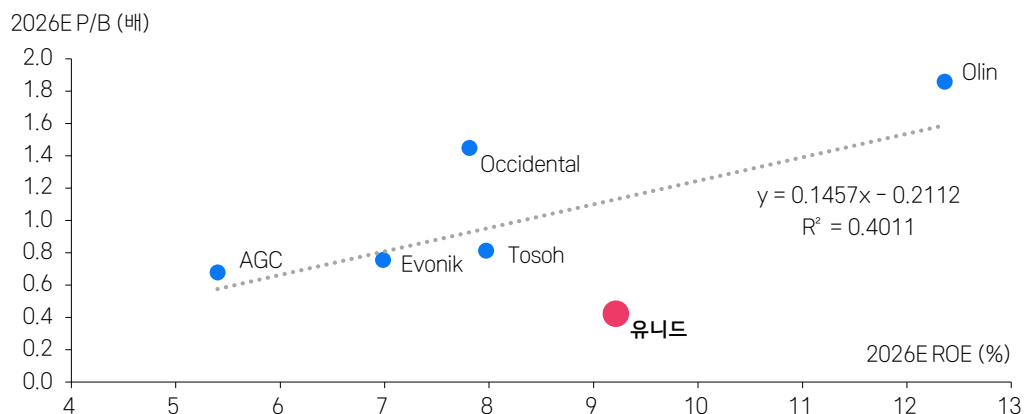
유니드: 제품별 Peer valuation

(배)	통화	Share Price	주가 성과 (%)				시가총액 (십억 달러)	P/E			P/B			EV/EBITDA		
			1W	1M	3M	YTD		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
유니드	KRW	71,800	(5.9)	(6.4)	(18.1)	(0.7)	0.4	5.8	5.3	4.7	0.49	0.45	0.42	3.5	3.0	2.8
수산화칼륨								74.0	17.3	13.0	1.29	1.27	1.37	6.4	5.9	5.3
Occidental	USD	47	3.0	(0.1)	11.4	(3.9)	46.5	13.8	20.6	17.5	1.52	1.54	1.45	5.8	5.7	5.2
Tosoh	JPY	2,280	(2.0)	(2.3)	8.5	7.7	5.1	11.7	12.3	10.5	0.88	0.85	0.81	5.8	5.9	5.4
Olin	USD	24.0	(0.8)	4.8	17.3	(29.1)	2.9	196.4	18.9	11.0	1.47	1.40	1.86	7.5	6.0	5.2
탄산칼륨								9.5	15.0	11.5	0.75	0.73	0.72	5.5	5.6	5.0
Evonik	EUR	14.7	(5.5)	(11.5)	(19.9)	(12.2)	8.8	9.5	11.6	10.5	0.77	0.76	0.76	5.1	5.5	5.2
AGC	JPY	4,846	1.5	4.6	15.0	4.8	7.0	n/a	18.3	12.5	0.73	0.70	0.68	5.9	5.6	4.7

참고: 9월 26일 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 칼륨업체: 2026년 ROE 및 2026년 P/B 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

2025. 10. 2

유니드: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,399	1,385	1,340	1,320	1,310	1,300	1,285	1,306	1,365	1,394	1,304
매출액	323	341	353	295	334	357	372	334	1,134	1,112	1,311	1,396
성장률 (% q-q)	17.1	5.7	3.5	-16.3	13.1	6.8	4.4	-10.4				
성장률 (% y-y)	26.6	16.9	21.7	7.1	3.5	4.6	5.6	13.0	-19.3	-1.9	18.0	6.5
국내	154	163	158	120	148	160	149	116	646	609	595	573
중국	172	183	200	180	191	202	228	222	527	522	735	843
EBITDA	44	48	44	34	48	55	57	48	81	149	170	208
성장률 (% q-q)	66.4	9.8	-8.8	-23.5	42.2	14.3	3.7	-14.9				
성장률 (% y-y)	9.5	0.4	29.2	27.4	9.0	13.4	29.0	43.5	-58.4	84.4	14.3	22.3
국내	26	28	24	16	25	30	26	17	57	89	93	98
성장률 (% q-q)	100.5	5.4	-14.9	-32.4	58.7	18.2	-13.0	-32.7				
성장률 (% y-y)	8.8	-5.3	5.6	21.6	-3.7	7.9	10.4	9.9	-52.8	55.0	5.2	5.6
중국	17	20	21	17	22	24	30	29	21	60	74	105
성장률 (% q-q)	32.2	16.6	2.9	-18.3	31.3	10.2	23.8	-5.0				
성장률 (% y-y)	6.2	5.1	65.9	29.6	28.6	21.6	46.3	70.1	-70.0	187.6	23.1	41.0
영업이익	29	33	28	17	30	35	36	27	32	95	107	128
성장률 (% q-q)	130.1	14.5	-14.6	-38.2	70.4	19.0	3.3	-26.7				
성장률 (% y-y)	4.2	-6.3	36.9	39.0	3.0	7.0	29.5	53.6	-78.3	197.6	11.9	19.4
국내	19	20	16	8	17	21	17	9	29	60	64	64
성장률 (% q-q)	237.2	7.6	-19.2	-47.9	98.2	23.3	-15.8	-48.3				
성장률 (% y-y)	10.4	-8.7	9.5	52.9	-10.1	3.0	7.3	6.3	-69.3	101.7	7.1	0.7
중국	9	12	12	9	12	14	18	17	0	36	42	62
성장률 (% q-q)	41.5	29.9	-1.4	-24.6	39.0	13.7	31.7	-6.7				
성장률 (% y-y)	-12.9	-7.9	91.7	36.5	34.1	17.4	56.8	94.2	-99.6	16,467.0	15.5	48.5
세전이익	28	34	28	16	30	35	37	29	23	87	107	131
성장률 (% q-q)	-67.3	20.0	-16.7	-42.8	-72.3	16.7	7.9	-22.4				
성장률 (% y-y)	4.5	-2.2	69.3	102.2	4.5	1.6	31.6	78.6	-55.8	48.9	166.7	RB
순이익	22	24	21	12	23	27	29	23	16	76	79	103
성장률 (% q-q)	-70.7	6.6	-11.5	-42.8	-70.6	16.7	7.9	-22.4				
성장률 (% y-y)	3.0	-12.4	6.1	58.5	4.5	14.3	39.3	89.1	-87.2	368.7	3.8	29.6
지배주주순이익	22	24	21	12	23	27	29	23	16	76	79	103
이익률 (%)												
EBITDA	13.7	14.2	12.5	11.4	14.4	15.4	15.3	14.5	7.1	13.4	13.0	14.9
국내	17.0	17.0	14.9	13.3	17.0	18.7	17.4	15.1	8.8	14.5	15.7	17.2
중국	9.9	10.9	10.3	9.3	11.6	12.0	13.2	12.8	4.0	11.6	10.1	12.4
영업이익	8.9	9.6	7.9	5.9	8.8	9.9	9.7	8.0	2.8	8.6	8.1	9.1
국내	12.2	12.4	10.3	7.1	11.4	13.0	11.7	7.8	4.6	9.8	10.7	11.2
중국	5.3	6.5	5.9	4.9	6.5	7.0	8.1	7.7	0.0	6.9	5.7	7.4
세전이익	8.8	10.0	8.0	5.5	8.9	9.7	10.0	8.7	2.0	7.8	8.2	9.4
순이익	6.9	7.0	6.0	4.1	7.0	7.6	7.9	6.8	1.4	6.9	6.0	7.3

자료: 유니드, 삼성증권 추정

투자 포인트

무기화학과 글로벌 선도 지위라는 강점 보유

투자 포인트 (1), 한국 화학업이 장기적으로 갖추어야할 2가지 역량을 이미 확보

유니드는 한국 화학 산업이 장기적으로 갖추어야할 2가지 역량(무기화학 및 글로벌 선도 지위)을 이미 확보하고 있다. 그리고 이에 대한 투자자의 긍정적 인식은 앞으로 더욱 커질 가능성이 높다.

전기차 수요 침투율 상승으로 인한 석유 수요의 구조적인 변화가 나프타 및 에틸렌 생산능력 증가로 귀결될 것으로 예상되며, 최근 에틸렌(C2), 프로필렌(C3) 및 부타디엔(C4)의 범용 유도품 공급 과잉으로 인해 중국을 필두로 스페셜티 제품 확대 기초를 펼치고 있다. 즉, 탄소를 기반으로 하는 화합물과 그 반응을 다루는 화학 제품인 유기화학 제품의 경우, 향후 전기차 수요 증가에 따라 석유-범용 화학-스페셜티 화학으로 이어지는 공급과잉의 가능성이 상존해 있다.

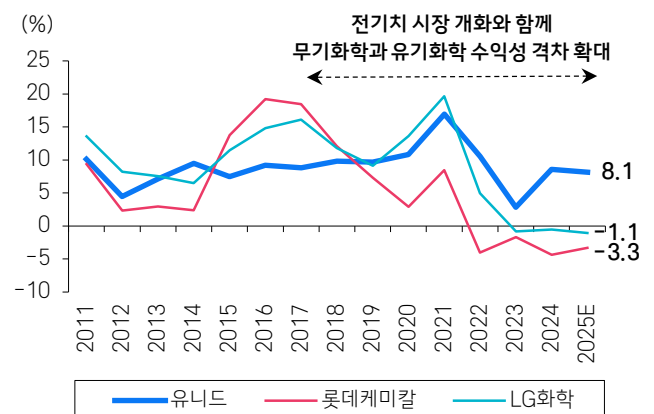
그렇기 때문에 유니드가 갖추고 있는 2가지 역량 중 첫번째는 무기화학 제품의 생산업체라는 점이다. 무기화학 제품이란 탄소를 중심으로 하지 않는 화합물과 그 반응을 다루는 화학 제품을 의미한다. 즉, 석유계 원재료인 나프타를 활용하지 않기에 전기차 수요 증가에 따른 화학 제품 공급과잉 가능성으로부터 자유롭다. 즉, 향후 에너지 수요의 구조적인 변화로부터 영향을 받지 않는다는 점에서 한국의 전통 석유화학 업체보다 차별화된 강점을 보유하고 있다고 판단된다.

유기화학 및 무기화학 비교

	유기화학	무기화학
주요 원소	탄소(C), 수소(H), 질소(N), 산소(O), 황(S)	금속, 비금속 및 준금속
결합 특성	공유결합 중심, 복잡한 분자구조	이온결합, 금속결합, 공유결합 혼재
예시 물질	석유화학, 플라스틱, 단백질, 의약품	염화 나트륨, 황산, 금속 산화물, 촉매, 세라믹 등
응용 분야	제약, 생명공학, 석유화학, 고분자	촉매, 배터리, 반도체, 금속재료, 무기소재
연구 초점	탄소 골격의 구조/반응성	금속 및 무기 화합물의 성질/결합

자료: 삼성증권 정리

무기화학(유니드) 및 유기화학(NCC 업체)의 수익성 추이

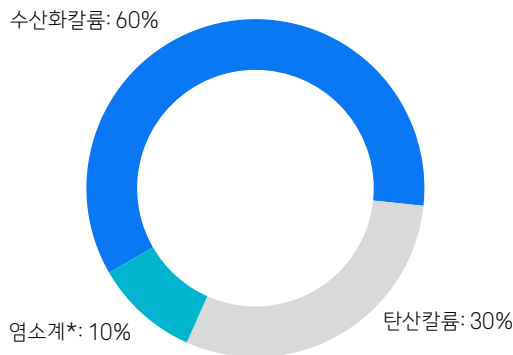


자료: 각 사, 삼성증권

한국 화학업이 장기적으로 갖추어야 할 2가지 역량 중 두번째는 글로벌 선도 지위이다. 글로벌 선도 지위란 해당 업체의 생산능력 관점이 전 세계에서 1~3위를 차지하고 있음을 의미한다. 유니드는 수산화칼륨 시장에서 글로벌 1위의 생산능력을 보유하고 있으며, 수산화칼륨 생산능력 기준 33%의 시장점유율을 차지하고 있는 유니드는 글로벌 2위인 Occidental의 점유율은 15%에 불과하다. 즉, 유니드의 수산화칼륨 시장 내 입지는 압도적 1위인 것을 알 수 있으며, 이로 인해 신규 진입자의 위협 또한 다소 제한으로 판단된다.

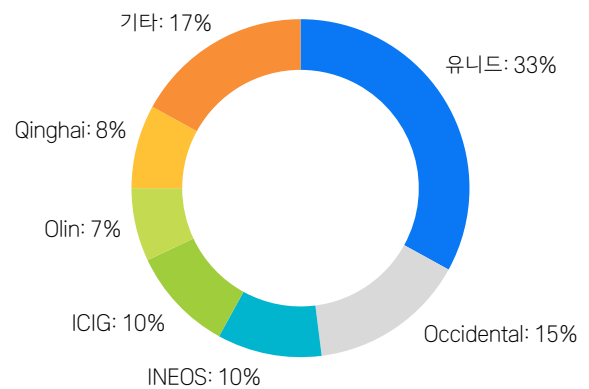
앞서 살펴본 것처럼 한국 석유화학 기업의 경우, 범용 업체는 중국 및 S-Oil로부터 촉발된 COTC(Crude Oil to Chemicals)의 신규 진입에 대한 위협이 높으며, 현재 이익 창출이 가능한 스페셜티 업체의 경우 앞으로 중국 업체의 신규 진입 가능성이 높다. 유니드의 경우 '무기화학' 및 '글로벌 선도 지위'라는 2가지 강점으로 인해 상대적으로 견고한 수익성을 유지할 가능성이 높다고 판단된다.

유니드: 주요 제품별 매출 비중



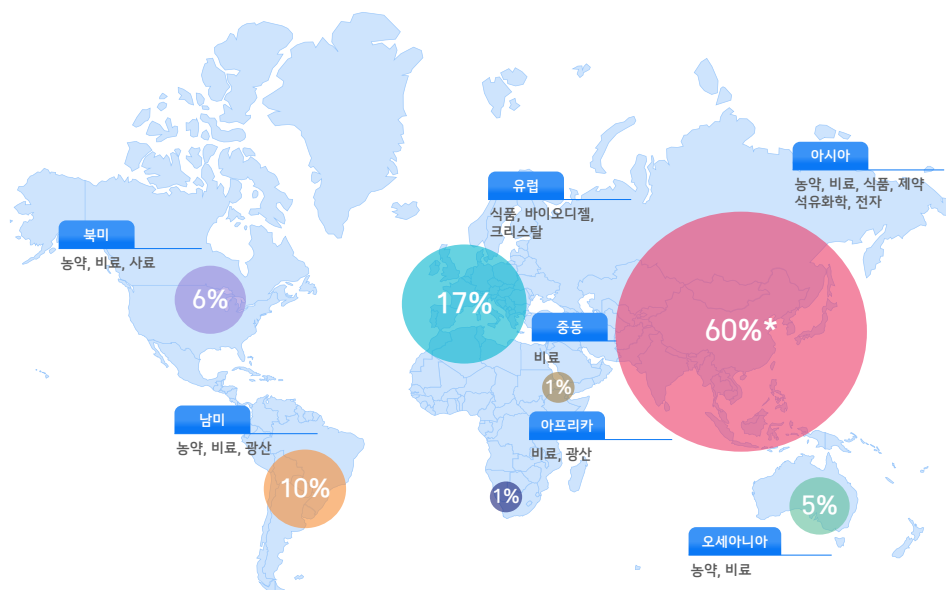
참고: * 염소 및 염산 등
자료: 유니드, 삼성증권

수산화칼륨: 글로벌 업체별 시장점유율(생산능력 기준)



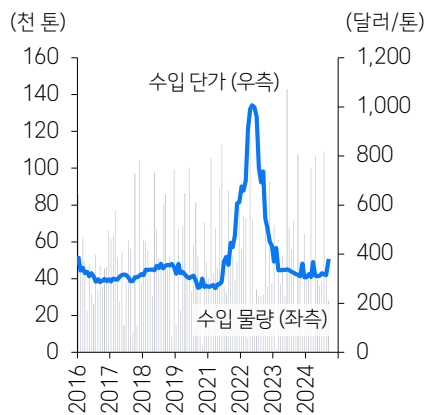
자료: 유니드, 삼성증권

유니드: 지역별 판매 비중



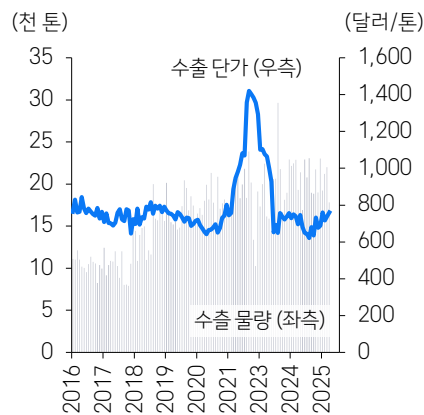
자료: 유니드, 삼성증권

염화칼륨: 한국 수입 추이



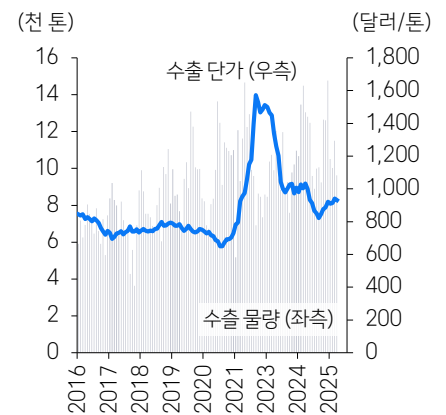
자료: KITA, 삼성증권

수산화칼륨: 한국 수출 추이



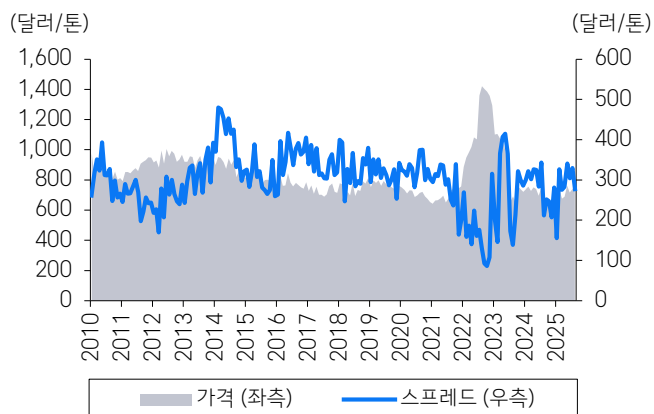
자료: KITA, 삼성증권

탄산칼륨: 한국 수출 추이



자료: KITA, 삼성증권

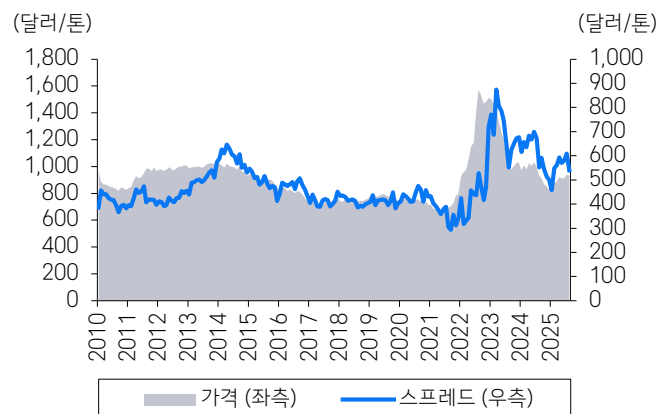
수산화칼륨: 가격 및 스프레드 추이



참고: 수산화칼륨-염화칼륨 스프레드 기준

자료: KITA, 삼성증권

탄산칼륨: 가격 및 스프레드 추이



참고: 탄산칼륨-염화칼륨 스프레드 기준

자료: KITA, 삼성증권

투자 포인트 (2), 중국 공장 증설 효과

‘무기화학’ 및 ‘글로벌 선도 지위’라는 2가지 강점 외에도 유니드가 가진 펀더멘털 측면의 긍정적 변화는 중국 공장 신증설 효과를 꼽을 수 있다. 유니드는 수산화칼륨 시장에서 글로벌 시장점유율 1위를 유지하고 있을뿐만 아니라 중국시장에서도 1위 입지를 유지하고 있다(2024년 기준 중국 32만톤 및 한국 40만톤으로 총 72만톤의 수산화칼륨 생산능력 보유). 한편 중국 내 추가 생산법인 설립하여 신규 공장을 가동하기 시작했는데, 이는 UHC(UNID Hubei New Materials; 이창 법인)이다.

유니드의 생산 공장은 UJC(UNID Jiangsu Chemical) 및 OJC(Jiangsu OCI Chemical) 중심으로 운영되어 왔으며, UJC 및 OJC의 수산화칼륨 생산능력은 각각 20만톤 및 12만톤이다. 한편 두 법인은 모두 중국 동부 지역인 강소성(Jiangsu)에 위치해 있어서, 중국 내륙 시장까지의 공략에 다소 어려움이 있었다. 이에 따라 동사는 호북성(Hubei) 이창시에 UHC라는 신규 법인 설립과 더불어 신규 공장 신설을 결정하였다.

UHC 법인은 수산화칼륨 총 18만톤 생산능력 확보 위해 총 2,300억원의 투자를 결정하였으며, 1단계로 올해 1월부터 9만톤의 수산화칼륨 생산능력을 가동하기 시작하였다. 그리고 탄산칼륨 5만톤의 생산능력을 추가로 가동을 추진하고 있다. 이후 2단계로 2027년까지 수산화칼륨 9만톤의 추가 증설을 준비하고 있으며, 해당 공장 가동 시 UHC는 18만톤의 생산능력으로 현재 UJC 생산능력(20만톤)에 버금가는 수준까지 도달할 전망이다. 또한 유니드의 중국 생산능력은 32만톤에서 50만톤까지 확대되어, 한국 생산능력(40만톤)을 초과할 것으로 예상되며 글로벌 생산능력은 90만톤까지 확장이 예상된다.

유니드는 금번 UHC 프로젝트를 통해 광둥, 충칭, 사천, 장시 등 중국 중서부 지역의 시장 수요 대응하여, 물류비 절감 및 생산성 확대로 중국 내 시장 지배력 강화가 기대된다. 또한 중국의 생산능력이 2024년 대비 2027년 56% 증가(32만톤→50만톤)가 예상되는 만큼 매출 및 이익에서의 증설 효과도 기대할 수 있을 것이다.

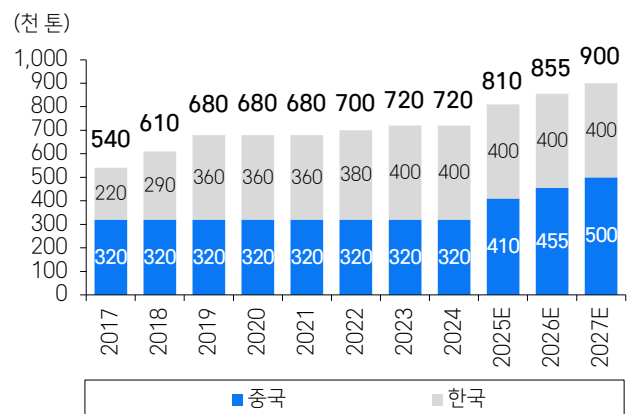
중국 UHC*(이창 법인): 생산능력 도입 계획

구분	제품	생산능력 (천 톤)	도입 시점
1기	수산화칼륨(KOH)	88	2025
	액체 염소(L-Cl ₂)	56	2025
	저 나트륨 수산화칼륨(Low Na KOH)	10	2025
	경질 탄산칼륨(경질 K ₂ CO ₃)	52	2025E
2기	수산화칼륨(KOH)	88	2026~2027E
	액체 염소(L-Cl ₂)	56	2026~2027E

참고: * UNID Hubei New Materials

자료: 유니드, 삼성증권

유니드: 수산화칼륨 생산능력 전망



자료: 유니드, 삼성증권

Appendix

Company overview

기업 개요

1980년대 전량 수입에 의존하던 칼륨계 화학 제품의 국산화를 목표로 1980년 5월 동양화학(OCI의 전신)과 미국 Diamond Shamrock이라는 회사가 합작하여 유니드의 전신인 한국카리화학이 설립되었다. 이후 1987년 6월 Diamond Shamrock의 지분을 인수하였으며, 1992년에는 청구물산의 MDF 사업도 인수 합병하였다. 1995년 6월 한국카리화학은 사명을 유니드로 변경하였다.

주요 제품은 수산화칼륨(KOH) 및 탄산칼륨(K_2CO_3)이며, 이를 제조하기 위해 크게 3가지 공정(염수 정제-전해-증발/가열)을 거친다. 원재료인 염화칼륨(KCl)은 소금의 일종(광물성 칼륨염)인데, 이를 물과 혼합하여 소금물(염수)를 만들어 첫번째 공정인 염수 정제 공정을 통해 불순물을 제거한다.

두번째 공정은 전해 공정인데, 염화칼륨(KCl) 수용액을 전해조 설비를 통해 전기 분해하면, 칼륨(K^+), 염소(Cl_2) 및 수소(H_2)로 분리된다. 전기 분해로 칼륨(K^+)만 막을 통과시켜 수산화이온(OH^-)과 반응시키면 수산화칼륨(KOH)이 생산된다. 전해 공정에서 부산물로 발생한 수소(H_2)와 염소(Cl_2)를 매개체로 염산(HCl), 액체염소($L-Cl_2$), 차아염소산소다($NaOCl$)를 추가적으로 생산하게 된다.

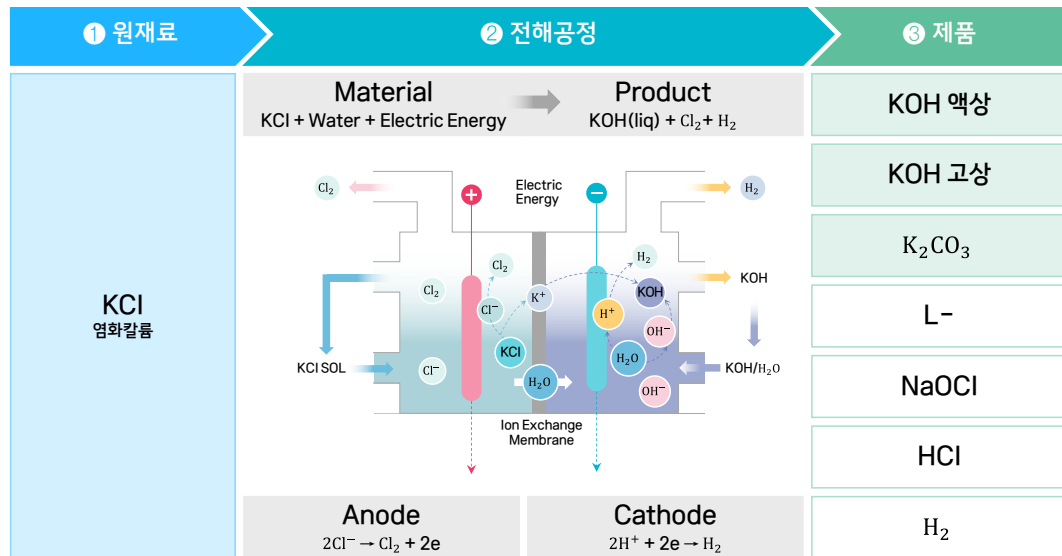
세번째 공정은 증발/가열 공정인데, 전해조에서 제조된 수산화칼륨(KOH; 일반적으로 30% 내외의 농도)을 증발시켜 액체 수산화칼륨(KOH 45%, KOH 48%)을 생산한다. 그리고 이를 추가 증발시켜 고체 수산화칼륨(KOH 85%, KOH 90%, KOH 95%)을 생산할 수 있다. 그리고 생산된 수산화칼륨(KOH)을 이산화탄소(CO_2)와 반응시키면 탄산칼륨(K_2CO_3)을 생산하게 된다.

유니드: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1980년 5월	한국카리화학 주식회사 설립	2016년 11월	한화솔루션 울산 CA 공장 자산 양수
1987년 6월	미국 Diamond Shamrock 지분 인수	2018년 1월	울산 이전 및 CA 공장 1차 증설(Capa 연간 29만톤)
1992년 1월	청구물산 MDF 사업 인수	2019년 5월	울산 CA 공장 2차 증설(Capa 연간 36만톤)
1994년 9월	청구물산 합병	2022년 11월	보드 사업 부문 인적분할 (유니드비티플러스)
1995년 8월	유니드 상호 변경	2023년 6월	울산 CA 공장 4만톤 증설(Capa 연간 40만톤)
2002년 6월	중국 현지법인 UJC 설립	2024년 4월	중국 법인 CPs 공장 가동
2008년 1월	중국 현지법인 QJC 설립	2025년 1월	UHC 공장 가동(Capa 연간 9만톤)

자료: 유니드, 삼성증권

유니드: 제품 공정도

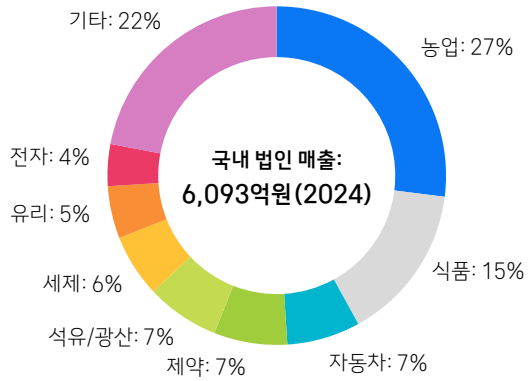


자료: 유니드, 삼성증권

유니드는 현재 국내 공장 외 중국에서도 칼륨계 공장을 운영하고 있어 실적을 국내 법인과 중국 법인으로 분류한다. 국내 및 중국 법인은 수산화칼륨, 탄산칼륨, 염소, 염산, 수소를 공통되게 생산하고 있는 반면, 수산화칼륨 기준 생산능력은 국내 법인 40만톤, 중국 UJC(UNID Jiangsu Chemical) 20만톤, 중국 OJC(Jiangsu OCI Chemical) 12만톤 및 중국 UHC(UNID Hubei New Materials) 9만톤을 보유하고 있다. 즉, 현재 81만톤의 생산능력을 보유하고 있으며, 특히 최근 신설한 UHC 법인에서 2기(9만톤)까지 가동될 경우 90만톤까지 확장될 전망이다.

한편 국내 법인과 달리 중국만 보유하고 있는 사업도 있는데 이는 CPs(Chlorinated Paraffin Wax: 염화 파라핀 왁스) 공장과 스팀/전기 생산하는 발전 사업이다. CPs는 파라핀 왁스(Paraffin Wax)와 염소(Cl₂)의 합성으로 만들어 지는데, 동사 원재료인 염화칼륨을 처리하는 과정에서 나오는 염소가 환경 규제로 인해 처리 과정에서 비용이 증가하는 단점을 해결하기 위해 중국 UJC 법인에 2024년 신설되었다. 발전 사업의 경우 OJC에서 자가소비용 발전소를 운영했으나, 2026년말 중국 정부 정책에 따라 폐쇄 후, 추후 설립되는 신규 발전소의 지분을 취득 예정이다(싱가포르 Jinying 51%, 중국 개발구 태흥시항구그룹 25%, OJC 24%).

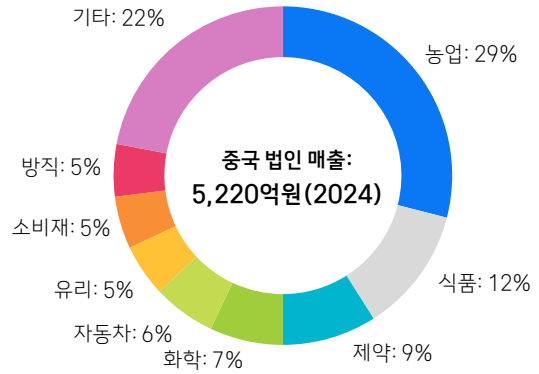
유니드: 국내 법인 수요처별 매출 비중

수출
중심

- 수출 위주로 판매, 전세계 다양한 수요로 공급 중
- 농업(비료, 농약), 식품(코코아, 식품첨가물) 비중이 크며, 석유/광산, 자동차, 제약, 세제 등의 비중이 중국 대비 큼
- 최근에는 석유, 광산, 제약 수요가 증가 중

자료: 유니드, 삼성증권

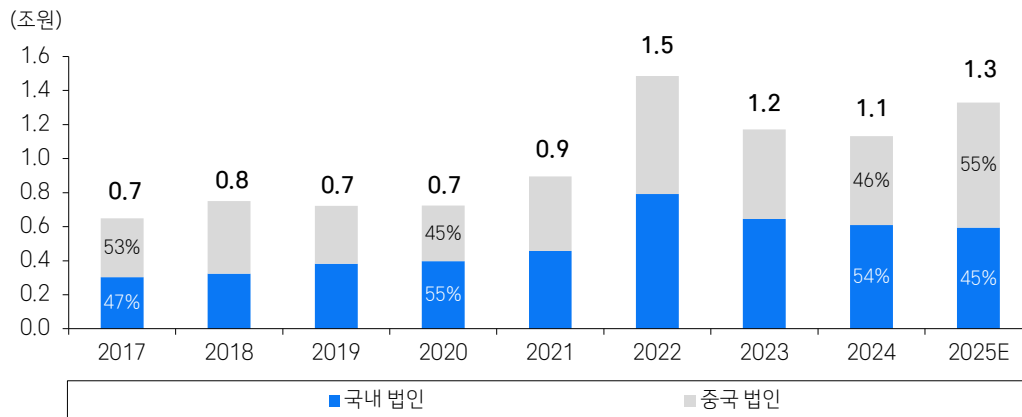
유니드: 중국 법인 수요처별 매출 비중

내수
중심

- 내수 시장 위주로 판매, 다양한 용도로 공급 중
- 농업(비료, 농약), 식품(식품첨가물) 비중이 크며, 제약, 기계, 방직 및 기타소비재 비중이 글로벌 시장 대비 큼
- 최근 자동차 외 수요 증가 추세 (전기차 등)

자료: 유니드, 삼성증권

유니드: 법인별 매출 추이



참고: 기타 부문 매출은 제외 기준

자료: 유니드, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,134	1,112	1,311	1,396	1,535
매출원가	977	876	1,056	1,099	1,193
매출총이익	157	235	255	297	342
(매출총이익률, %)	13.8	21.2	19.5	21.3	22.3
판매 및 일반관리비	125	140	148	169	199
영업이익	32	95	107	128	143
(영업이익률, %)	2.8	8.6	8.1	9.1	9.3
영업외손익	-9	-9	0	3	2
금융수익	17	21	22	19	21
금융비용	34	23	30	24	27
지분법손익	-4	-17	-3	-3	-3
기타	12	10	12	12	12
세전이익	23	87	107	131	145
법인세	7	11	28	28	31
(법인세율, %)	28.6	12.2	26.1	21.5	21.5
계속사업이익	16	76	79	103	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	16	76	79	103	114
(순이익률, %)	1.4	6.9	6.0	7.3	7.4
지배주주순이익	16	76	79	103	114
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	81	149	170	208	246
(EBITDA 이익률, %)	7.1	13.4	13.0	14.9	16.0
EPS (지배주주)	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795
EPS (연결기준)	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795
수정 EPS (원)*	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	570	562	607	737	892
현금 및 현금등가물	146	71	34	130	227
매출채권	251	258	304	324	356
재고자산	137	138	163	174	191
기타	35	95	105	110	117
비유동자산	689	802	812	780	738
투자자산	113	120	128	132	137
유형자산	501	613	617	583	537
무형자산	12	12	10	8	6
기타	63	58	58	58	58
자산총계	1,259	1,365	1,419	1,518	1,630
유동부채	308	218	226	235	250
매입채무	88	54	63	67	74
단기차입금	166	87	87	87	87
기타 유동부채	54	77	76	81	89
비유동부채	48	135	136	137	138
사채 및 장기차입금	26	120	120	120	120
기타 비유동부채	22	15	17	17	19
부채총계	356	353	362	372	388
지배주주지분	903	1,012	1,057	1,146	1,242
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	3	4	4	4	4
이익잉여금	1,036	1,102	1,169	1,258	1,354
기타	-170	-127	-150	-150	-150
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	903	1,012	1,057	1,146	1,242
순부채	63	138	159	62	-38

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	335	117	91	161	181
당기순이익	16	76	79	103	114
현금유출입이없는 비용 및 수익	73	87	99	113	138
유형자산 감가상각비	47	52	62	79	101
무형자산 상각비	2	2	2	2	2
기타	25	34	35	32	35
영업활동 자산부채 변동	259	-36	-56	-24	-39
투자활동에서의 현금흐름	-90	-185	-70	-45	-57
유형자산 증감	-90	-120	-65	-45	-55
장단기금융자산의 증감	4	-12	-4	-2	-3
기타	-4	-53	-1	2	0
재무활동에서의 현금흐름	-233	-12	-25	-14	-17
차입금의 증가(감소)	-218	12	-13	0	0
자본금의 증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금	-13	-11	-12	-14	-17
기타	-2	-15	0	0	0
현금증감	11	-75	-37	96	98
기초현금	135	146	71	34	130
기말현금	146	71	34	130	227
Gross cash flow	90	164	178	216	252
Free cash flow	238	-5	26	116	126

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 유니드, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-19.3	-1.9	18.0	6.5	9.9
영업이익	-78.3	197.6	11.9	19.4	11.8
순이익	-87.2	368.7	3.8	29.6	10.8
수정 EPS**	-83.5	368.7	3.8	29.6	10.8
주당지표					
EPS (지배주주)	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795
EPS (연결기준)	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795
수정 EPS**	2,403	11,265	11,697	15,155	16,795
BPS	136,033	152,473	159,207	172,556	187,076
DPS (보통주)	1,600	1,800	2,100	2,600	2,700
Valuations (배)					
P/E***	28.2	6.4	6.0	4.7	4.2
P/B***	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.5	4.2	3.7	2.6	1.8
비율					
ROE (%)	1.8	8.0	7.7	9.3	9.5
ROA (%)	1.2	5.8	5.7	7.0	7.2
ROIC (%)	2.4	9.2	7.8	9.7	11.0
배당성향 (%)	65.3	15.7	17.6	16.8	15.8
배당수익률 (보통주, %)	2.4	2.5	3.0	3.7	3.8
순부채비율 (%)	6.9	13.6	15.0	5.4	-3.1
이자보상배율 (배)	2.1	11.6	13.0	16.0	17.8

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	60,000원	28.1%
현재주가	46,850원	
시가총액	1.2조원	
주식수 (유동주식 비중)	25,800,000주 (55.2%)	
52주 최저/최고	30,700원/49,900원	
60일-평균거래대금	26.9억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
롯데정밀화학 (%)	12.4	20.3	-5.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.3	-10.3	-26.6

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	60,000	56,000	7.1%
2025E EPS	4,729	5,328	-11.3%
2026E EPS	7,424	7,220	2.8%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	10
목표주가	56,800
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

롯데정밀화학 (004000)

염소 계열 2년 만에 흑자 전환

- 동사의 주요 사업인 셀룰로스 계열은 펄프를 화학적 치환 반응하여 제조하기에, 동사를 석유 수요 변화로부터 자유로운 비석유계 정밀화학업체로 정의 가능.
- 3Q25 실적은 컨센서스 상회 예상되는데, 이는 2년 만에 흑자 전환이 기대되는 염소 계열에 기인. 목표주가 상향(5.6→6.0만원)하고 BUY 투자의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

비석유계 스페셜티 제품 비중 확대 전망: 동사의 셀룰로스 계열과 염소 계열은 석유계(나프타) 기반 원료가 아닌 펄프 및 소금을 기반으로 제조. 따라서 전기차 침투율 증가로 인한 석유-나프타-범용 화학 공급 과잉으로부터 중립적. 특히 산업용보다 영업이익률이 3배 이상 높은 식의약품 셀룰로스 증설 물량 가동(1.2→1.8만 톤)을 앞두고 있어, 2026~27년 셀룰로스 계열 매출 증가 및 수익성 믹스 개선을 기대.

3Q25 preview, 컨센서스 상회: 3Q 영업이익은 261억원(+199%QoQ)으로 컨센서스(233억원/+12%, FnGuide) 상회 예상되는데, 이는 염소 계열 흑자 전환에 기인. 염소 계열 영업이익은 12억원(+76억원QoQ)으로 ECH 회복에 힘입어 2년 만에 흑자 전환 예상. 3Q25 기준 ECH-프로필렌 스프레드는 +46%QoQ(681달러→992달러)를 기록. 셀룰로스 및 암모니아 영업이익은 각각 137억원(+97%QoQ) 및 135억원(+14%QoQ) 예상. 셀룰로스 계열은 정기보수 종료에 따른 판매량 증가 기대되고, 암모니아 계열은 트레이딩 이익 회복 영향.

View, 2026년 ROE 개선 모멘텀 유효: ECH 회복세 본격화에 힘입어 2026년 ROE를 상향하고(7.4→7.6%), ROE-P/B 밸류에이션상 Target P/B(0.55배→0.59배; 2022년 이후 평균 P/B) 및 목표주가도 7% 상향(5.6만원→6.0만원). 투자 자산(솔루스첨단소재 주식) 평가 손실 인식 일단락, ECH 스프레드 개선세 및 셀룰로스 증설 감안 시 2026년 ROE 추가 개선 가능성 높을 것. BUY 투자의견 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(2025년 9월 30일 기발간 자료)

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,671	1,777	1,812	1,911
영업이익 (십억원)	50	82	156	199
순이익 (십억원)	36	122	192	220
EPS (adj) (원)	1,410	4,729	7,424	8,510
EPS (adj) growth (%)	-80.0	235.3	57.0	14.6
EBITDA margin (%)	12.6	13.0	16.6	17.8
ROE (%)	1.5	5.1	7.6	8.2
P/E (adj) (배)	27.9	9.9	6.3	5.5
P/B (배)	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	4.4	4.7	3.1	2.3
Dividend yield (%)	3.6	3.6	4.7	5.3

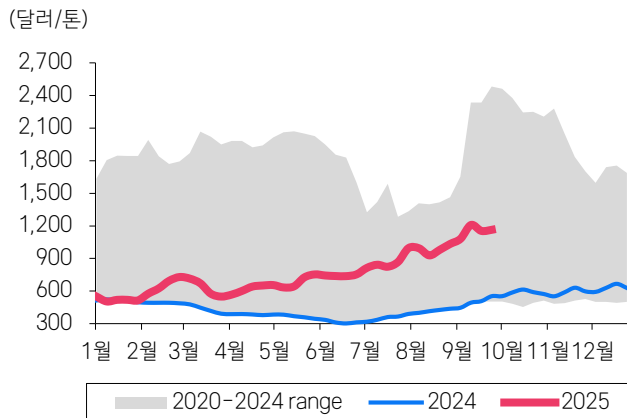
자료: 롯데정밀화학, 삼성증권 추정

롯데정밀화학: P/B Valuation

(원)	변경 전	변경 후	비고
Target P/B (배)	0.54	0.59	2022년 이후 평균 P/B
12MF BPS	101,992	102,288	0.3% 상향
주당 적정 가치	55,551	59,928	
목표주가	56,000	60,000	7.1% 상향
현재 주가		46,850	9/29일 종가 기준
상승 여력 (%)		28.1	
2025 implied P/E (배)	10.2	11.0	
2026 implied P/E (배)	7.6	8.1	

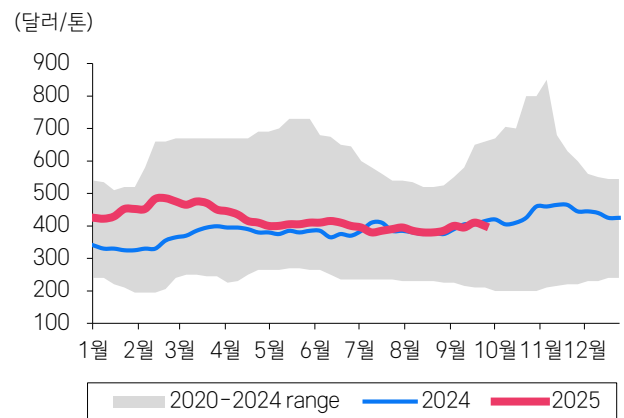
자료: 삼성증권 추정

ECH-프로필렌 스프레드 추이 (롯데정밀화학)



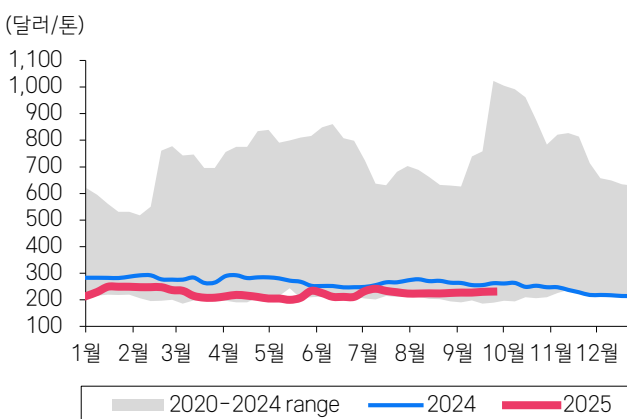
자료: Ciscem, S&P Global Platts, 삼성증권

가성소다 가격 추이 (LG화학/한화솔루션/롯데정밀화학)



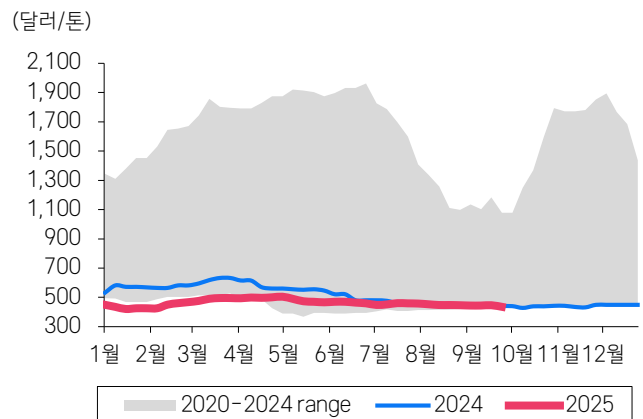
자료: Ciscem, S&P Global Platts, 삼성증권

AA-메탄올 스프레드 추이 (롯데정밀화학)



자료: Ciscem, S&P Global Platts, 삼성증권

VAM-AA 스프레드 추이 (롯데정밀화학)



자료: Ciscem, S&P Global Platts, 삼성증권

롯데정밀화학: 3Q25 실적 요약

(십억원)	3Q25E	2Q25	2Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	449	425	422	441	5.8	6.5	1.8
영업이익	26	9	17	23	199.5	52.5	12.2
세전이익	42	18	55	35	127.4	-24.6	18.1
순이익	35	16	43	31	127.4	-18.4	13.0
지배주주순이익	35	16	43	29	127.4	-18.4	22.6
이익률 (%)							
영업이익	5.8	2.1	4.1	5.3			
세전이익	9.2	4.3	13.1	8.0			
순이익	7.9	3.7	10.3	7.1			
지배주주순이익	7.9	3.7	10.3	6.5			

자료: 롯데정밀화학, FnGuide, 삼성증권 추정

롯데정밀화학: 3Q25 사업부별 실적 전망

(십억원)	2Q25E	1Q25	2Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	449.4	424.7	422	5.8	6.5
염소	151.4	140.1	130	8.1	16.6
셀룰로스	162.2	137.4	140	18.0	15.7
암모니아	126.6	138.1	142	-8.3	-10.8
전자재료	9.2	9.1	10	1.5	-9.5
영업이익	26.1	8.7	17	199.5	52.5
염소	1.2	-6.4	-10	RB	RB
셀룰로스	13.7	7.0	15	96.7	-10.2
암모니아	13.5	11.8	11	14.4	24.0
전자재료	-2.3	-3.6	1	RR	BR
세전이익	41.6	18.3	55	127.4	-24.6
당기순이익	35.3	15.5	43	127.4	-18.4
이익률 (%)					
영업이익	5.8	2.1	4.1		
염소	0.8	-4.6	-7.5		
셀룰로스	8.4	5.1	10.9		
암모니아	10.7	8.5	7.7		
전자재료	-25.0	-39.9	6.7		
세전이익	9.2	4.3	13.1		
당기순이익	7.9	3.7	10.3		

참고: 사업부별 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 롯데정밀화학, 삼성증권 추정

롯데정밀화학: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,399	1,387	1,345	1,325	1,315	1,300	1,285	1,306	1,365	1,396	1,306
매출액	446	425	449	457	439	449	440	484	1,769	1,671	1,777	1,812
성장률 (전분기 대비, %)	4.0	-4.7	5.8	1.8	-4.0	2.2	-2.0	9.9				
성장률 (전년 대비, %)	11.6	0.6	6.9	6.7	-1.4	5.7	-2.1	5.8	-28.2	-5.5	6.4	2.0
염소	150	140	151	155	144	143	143	156	569	545	597	586
셀룰로스	127	137	162	159	153	163	162	176	498	529	586	654
암모니아	160	138	127	126	134	134	126	132	661	556	551	525
전자재료	9	9	9	17	9	9	9	20	42	41	44	47
영업이익	19	9	26	28	32	37	46	41	155	50	82	156
성장률 (전분기 대비, %)	54.4	-53.6	199.5	7.6	14.5	14.0	25.7	-10.0				
성장률 (전년 대비, %)	74.3	-49.1	152.6	130.8	71.2	320.5	76.6	47.7	-61.7	-67.5	62.1	91.4
염소	-6	-6	1	6	8	9	17	18	1	-55	-5	51
성장률 (전분기 대비, %)	RR	RR	RB	400.2	34.0	7.7	91.2	5.1				
성장률 (전년 대비, %)	RR	RR	RB	RB	RB	RB	1,280.6	190.2	-99.4	BR	RR	RB
셀룰로스	12	7	14	13	15	18	20	14	100	57	45	67
성장률 (전분기 대비, %)	6.4	-42.5	96.7	-7.9	17.6	21.5	11.9	-30.7				
성장률 (전년 대비, %)	3.4	-54.4	-25.4	10.9	22.5	159.0	47.3	10.8	14.6	-43.5	-20.0	47.7
암모니아	14	12	13	12	10	10	9	10	44	45	51	39
성장률 (전분기 대비, %)	7.7	-14.8	14.4	-9.1	-18.9	3.3	-10.5	9.0				
성장률 (전년 대비, %)	-4.3	8.4	89.7	-4.6	-28.1	-12.8	-31.8	-18.2	-29.7	3.5	13.4	-23.2
전자재료	-1	-4	-2	-3	-1	-0	-0	-0	9	3	-10	-2
성장률 (전분기 대비, %)	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (전년 대비, %)	BR	BR	BR	BR	RR	RR	RR	RR	-30.9	-64.8	BR	RR
세전 이익	34	18	42	51	50	51	60	66	253	26	144	226
성장률 (전분기 대비, %)	30.1	-46.0	127.4	21.8	-65.3	1.0	18.0	10.0				
성장률 (전년 대비, %)	-68.0	-66.8	RB	RB	47.9	177.0	43.8	29.9	57.9	-89.7	454.1	56.7
순이익	28	16	35	43	42	43	51	56	182	36	122	192
성장률 (전분기 대비, %)	-22.0	-45.3	127.4	21.2	-65.3	1.3	18.0	9.9				
성장률 (전년 대비, %)	-66.0	-64.1	RB	RB	49.3	176.4	43.4	30.0	24.5	-80.0	235.3	57.0
지배주주 순이익	28	16	35	43	42	43	51	56	182	36	122	192
이익률 (%)												
영업이익	4.2	2.1	5.8	6.1	7.3	8.2	10.5	8.6	8.8	3.0	4.6	8.6
염소	-4.1	-4.6	0.8	3.9	5.7	6.1	11.8	11.3	0.2	-10.1	-0.9	8.8
셀룰로스	9.5	5.1	8.4	7.9	9.7	11.1	12.4	7.9	20.2	10.7	7.7	10.2
암모니아	8.6	8.5	10.7	9.7	7.4	7.7	7.3	7.6	6.6	8.1	9.3	7.5
전자재료	-12.4	-39.9	-25.0	-17.0	-9.0	-5.0	-1.0	-1.0	22.1	7.9	-22.5	-3.2
세전 이익	7.6	4.3	9.2	11.1	11.4	11.3	13.6	13.6	14.3	1.6	8.1	12.5
순이익	6.4	3.7	7.9	9.4	9.6	9.6	11.5	11.5	10.3	2.2	6.9	10.6

참고: 사업부별 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 롯데정밀화학, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,769	1,671	1,777	1,812	1,911
매출원가	1,486	1,491	1,561	1,517	1,567
매출총이익	283	179	216	295	344
(매출총이익률, %)	16.0	10.7	12.2	16.3	18.0
판매 및 일반관리비	128	129	135	138	145
영업이익	155	50	82	156	199
(영업이익률, %)	8.8	3.0	4.6	8.6	10.4
영업외손익	98	-24	63	70	61
금융수익	58	46	28	37	27
금융비용	43	102	0	0	0
지분법손익	45	19	19	19	19
기타	37	13	15	14	15
세전이익	253	26	144	226	259
법인세	71	-10	22	35	40
(법인세율, %)	28.0	-39.6	15.5	15.4	15.3
계속사업이익	182	36	122	192	220
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	182	36	122	192	220
(순이익률, %)	10.3	2.2	6.9	10.6	11.5
지배주주순이익	182	36	122	192	220
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	293	210	230	301	339
(EBITDA 이익률, %)	16.6	12.6	13.0	16.6	17.8
EPS (지배주주)	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510
EPS (연결기준)	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510
수정 EPS (원)*	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,347	1,046	1,123	1,287	1,450
현금 및 현금등가물	461	298	337	489	617
매출채권	247	261	278	283	298
재고자산	306	304	324	330	348
기타	332	182	184	184	186
비유동자산	1,336	1,668	1,674	1,662	1,673
투자자산	433	527	559	570	600
유형자산	784	848	824	804	788
무형자산	21	23	19	17	14
기타	99	271	271	271	271
자산총계	2,683	2,714	2,796	2,949	3,123
유동부채	282	178	189	193	203
매입채무	105	48	51	52	55
단기차입금	1	1	1	1	1
기타 유동부채	177	129	137	140	147
비유동부채	18	167	168	168	169
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	18	167	168	168	169
부채총계	300	345	357	361	372
지배주주지분	2,383	2,369	2,439	2,588	2,751
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
이익잉여금	1,952	1,933	2,019	2,168	2,331
기타	-29	-25	-40	-40	-40
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,383	2,369	2,439	2,588	2,751
순부채	-736	-100	-137	-288	-414

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	224	160	219	305	312
당기순이익	182	36	122	192	220
현금유출입이없는 비용 및 수익	126	206	111	121	121
유형자산 감가상각비	135	156	146	142	139
무형자산 상각비	3	4	3	3	2
기타	-12	47	-37	-24	-19
영업활동 자산부채 변동	-55	-83	-28	-9	-26
투자활동에서의 현금흐름	-233	-244	-131	-123	-130
유형자산 증감	-65	-198	-122	-122	-122
장단기금융자산의 증감	-300	100	-13	-4	-12
기타	133	-146	4	3	4
재무활동에서의 현금흐름	-109	-79	-33	-42	-54
차입금의 증가(감소)	-1	173	3	1	2
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-89	-51	-36	-43	-56
기타	-18	-202	0	0	0
현금증감	-117	-162	39	152	128
기초현금	578	461	298	337	489
기말현금	461	298	337	489	617
Gross cash flow	308	243	233	312	341
Free cash flow	124	-38	97	183	190

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 롯데정밀화학, 삼성증권 추정

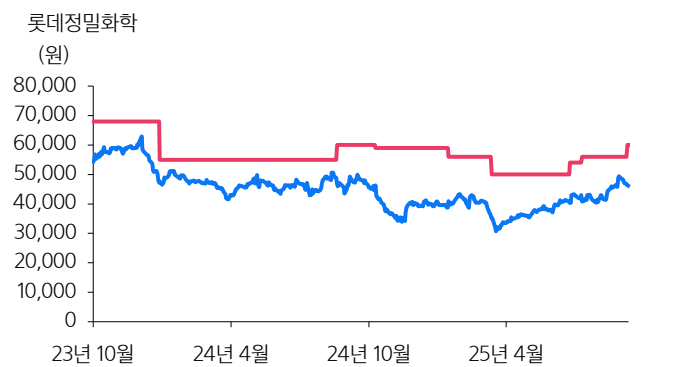
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-28.2	-5.5	6.4	2.0	5.4
영업이익	-61.7	-67.5	62.1	91.4	27.0
순이익	24.5	-80.0	235.3	57.0	14.6
수정 EPS**	24.5	-80.0	235.3	57.0	14.6
주당지표					
EPS (지배주주)	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510
EPS (연결기준)	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510
수정 EPS**	7,055	1,410	4,729	7,424	8,510
BPS	93,569	92,999	95,771	101,591	108,011
DPS (보통주)	2,000	1,400	1,700	2,200	2,500
Valuations (배)					
P/E***	8.2	27.9	9.9	6.3	5.5
P/B***	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.6	4.4	4.7	3.1	2.3
비율					
ROE (%)	7.8	1.5	5.1	7.6	8.2
ROA (%)	6.8	1.3	4.4	6.7	7.2
ROIC (%)	9.9	5.2	4.5	8.7	11.1
배당성향 (%)	28.0	98.0	35.5	29.3	29.0
배당수익률 (보통주, %)	3.4	3.6	3.6	4.7	5.3
순부채비율 (%)	-30.9	-4.2	-5.6	-11.1	-15.0
이자보상배율 (배)	184.9	7.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 10월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 10월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

KCC											
일 자	2025/10/2										
투자의견	BUY										
TP (원)	470000										
과리율 (평균)											
과리율 (최대or최소)											
SK케미칼											
일 자	2025/10/2										
투자의견	BUY										
TP (원)	85000										
과리율 (평균)											
과리율 (최대or최소)											
유니드											
일 자	2025/10/2										
투자의견	BUY										
TP (원)	95000										
과리율 (평균)											
과리율 (최대or최소)											
롯데정밀화학											
일 자	2023/7/7	10/12	2024/1/19	6/28	9/10	10/31	2025/2/5	4/3	7/16	8/1	9/30
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	72000	68000	55000	55000	60000	59000	56000	50000	54000	56000	60000
과리율 (평균)	-14.35	-16.25	-14.95	-15.25	-22.06	-34.41	-27.10	-26.49	-21.44	-21.38	
과리율 (최대or최소)	-5.00	-7.50	-6.91	-8.00	-16.83	-27.71	-22.68	-17.30	-19.81	-11.79	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.9.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA