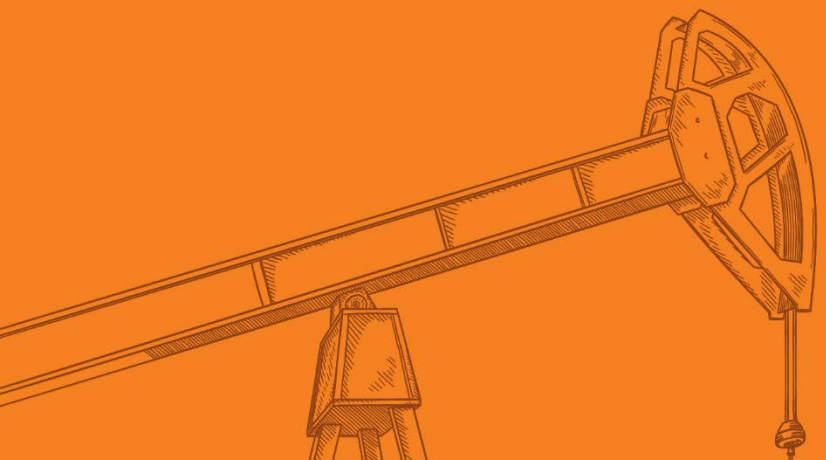
01 2026 Monthly

MIRAE ASSET 미래에셋증권

[월간 리서치] 에너지/정유화학

미국 태양광 판가 상승 시작

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com



CONTENTS

Top Pick
OCI홀딩스 (010060)

관심 종목
S-Oil (010950)

I. 국제유가 9

II. 정유/화학 16

III. 태양광/풍력 30

[요약] 미국 태양광 판가 상승 시작

국제유가

- **국제유가:** 국제유가 단기 보합 전망. OPEC+는 쉬어가지만, 유가가 상승하기엔 남아있는 재고들이 장애물
- OPEC+는 1분기 증산 일시 중단했으나, 기증산분 + 해상 원유 물동량만 하더라도 시장에 하방 압력을 제공하기에는 충분
- 단기적으로 상방 리스크는 이란, 하방 리스크는 베네수엘라
- 여전히 선물 시장은 5년 평균 대비 과매도 구간으로 판단. 충분한 규모의 상방 리스크가 발생한다면, 숏커버 발생 가능

정유 (중립)
화학 (중립)

- **관심 종목: S-Oil. 4분기 실적 서프라이즈 전망. 연내 예상보다 강한 정제마진과 샤힌 프로젝트 가치 반영에 주목**
- **정유: 정제마진 상승 여력은 제한적으로 판단해 투자의견 중립으로 하향**. 지정학적 리스크가 하방은 지지해줄 것으로 예상
- 정제마진 약세 요인: 1) 러시아 제재 대비한 유럽 재고 축적 종료, 2) 휘발유 수요 약세, 3) 단고테/알주르 가동 가능성 등
- 우크라이나의 드론 공격은 지속되며 러시아 석유제품 물량 수출 차질은 지속될 전망. 정제마진 하방 지지 요인이 될 전망
- **화학**: 아직은 실질적인 개선 기대감을 반영하기엔 이른 시점으로 판단해 화학 섹터 중립 의견 유지
- 에틸렌, 계열 제품들이 수요 약세로 부진한 가운데, 프로필렌은 태양광/배터리 수출 세금 환급 축소로 선수요 발생해 선방
- 부타디엔, 타이어 교체주기 및 동남아시아 생산 차질로 수급 타이트해지며 스프레드 강세. 다만 가격 전가 여부 확인 필요
- 한국 구조조정, 12월 모두 사업 재편안 제출 완료. 하지만 구체적인 업황에 영향을 미치기에는 여수/울산 논의 정체 중

태양광 (비중확대)
풍력 (중립)

- **Top Pick: OCI홀딩스. 본격적인 실적 회복 및 판가 상승 구간 진입. 미국 내 공급량을 축소할 이벤트가 많다**
- 미국 대법원이 트럼프 행정부의 상호관세를 위헌이라고 판결한다면, 한국/일본 배터리 및 터키 태양광 업체들에 단기 수혜
- 하지만 트럼프 행정부는 곧바로 다른 관세(Section 122/301 등)를 매길 가능성이 높기에 영향이 크지는 않을 것
- **태양광: 미국 폴리실리콘/모듈 가격 상승 시작을 근거로 태양광 투자의견을 비중확대로 상향 조정**
- 1) Section 232 발표 임박, 2) AD/CVD 예비판정 통한 수입량 감소, 3) 26년 PFE 적용 시작 등이 가격 추가 상승 촉매제
- **풍력**: 26년 신규 설치량 154GW(육상 138GW, 해상 15GW)로 -3% YoY 예상. 중국 보조금 정책 변화에 기인
- 한국 기후에너지환경부, 2035년까지 순배출량을 약 60% 감축 목표. 재생에너지 비중 24년 9% → 35년 최소 30% 목표

[Top Pick] OCI홀딩스 (010060)

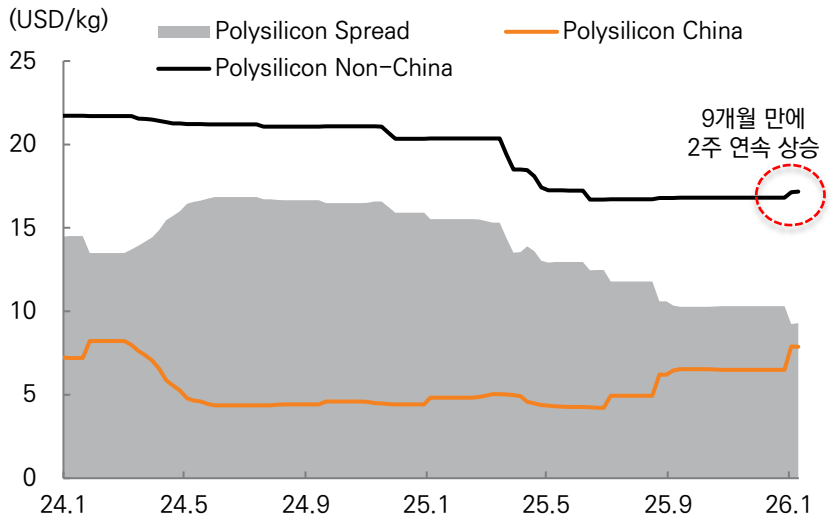
[에너지/정유화학] 이진호

투자포인트

- 목표주가 14.6만원 제시하며, 섹터 내 Top Pick 유지
- 투자포인트 ① Non-China 폴리실리콘 수요 급증으로 인한 P 상승, ② 데이터센터 인프라 개발 사업, ③ 베트남 신규 웨이퍼 공장 1분기 가동, ④ 중국 구조조정으로 밸류에이션 리레이팅
- 4분기 영업이익은 174억원으로 컨센서스는 -37% 하회 예상. 전력 가격(SMP) 하락 및 발전사업 매각 부재에 기인
- 하지만 폴리실리콘 공장인 OCITS는 차질 없이 실적 회복 중이며, 4분기 가동률 약 80%, 영업이익률 약 17.4%를 추정
- 1분기 내 Section 232, PFE 지침, 추가 AD/CVD 예비판정 발표 기대. 미국 내 공급량 감소하며 추가 가격 상승 가능성에 무게

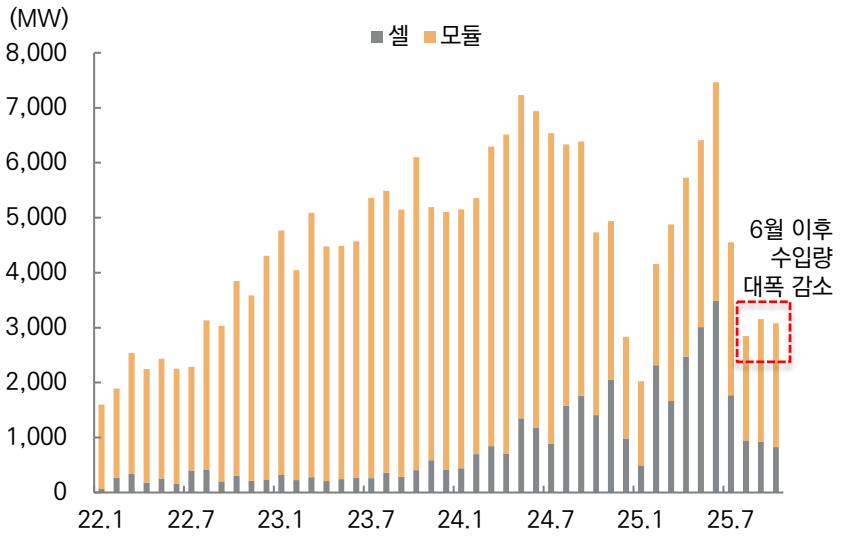
Key Charts

폴리실리콘(China vs. Non-China) 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 셀/모듈 수입량 추이



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

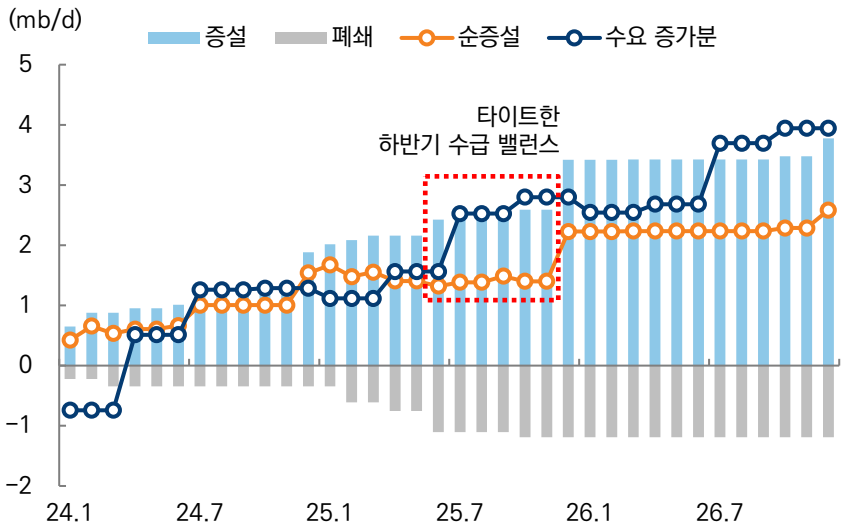
[관심종목] S-Oil (010950)

투자포인트

- 목표주가 11만원과 매수 의견 유지.
- 4분기 영업이익은 4,489억원(이전 전망치 5,182억원)으로 컨센서스를 약 23% 상회할 전망
- 러-우 종전이 언급된 이후, 정제마진이 예상보다 급격하게 조정받으며 전망치는 하향 조정했으나, 여전히 시장의 기대치보다는 높은 실적을 기록할 것으로 예상. 정제마진 강세가 호실적의 주 요인
- 투자포인트는 ① 4분기 실적 서프라이즈, ② 하반기 정제설비 순증설량 부족으로 정제마진 강세 전망, ③ 샤힌 프로젝트 보유해 국내 화학 구조조정에도 수혜가 있기 때문

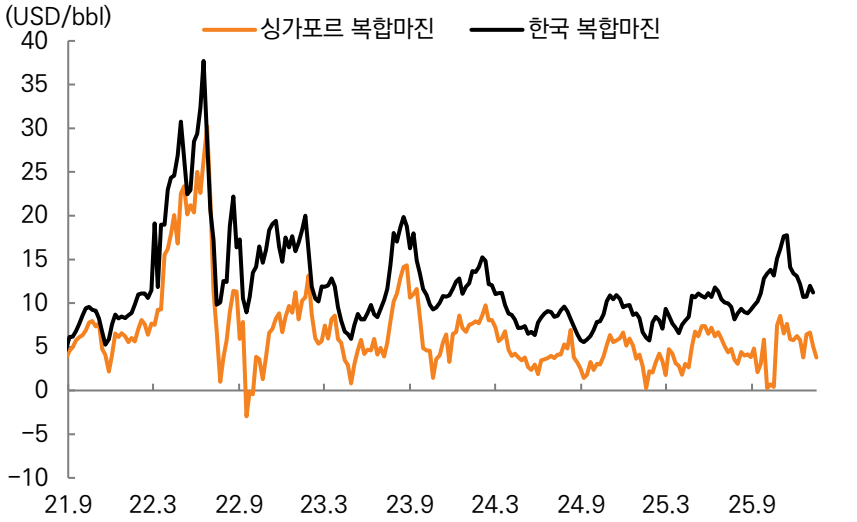
Key Charts

글로벌 정제설비 순증설 vs. 수요 증가분 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

정제마진 추이

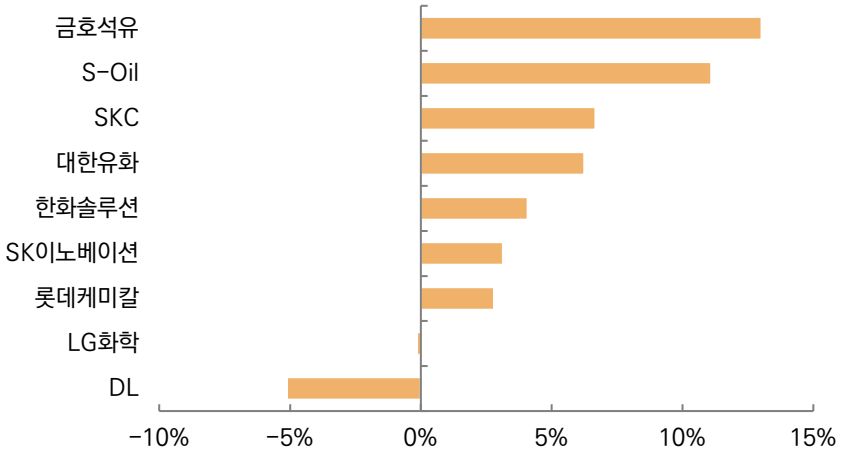


자료: 페트로넷, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

1월 월간 수익률(12/18~1/20)

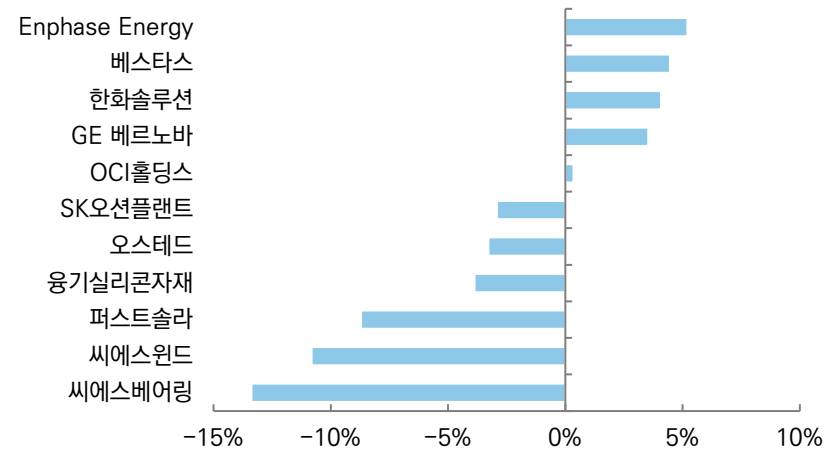
섹터별 월간 수익률

정유/석유화학



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신재생에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

정유/석유화학

- 석유화학은 유가 하락 국면에도 국내 및 중국 구조조정 기대감과 4분기 정제마진 강세 영향으로 반등
- 금호석유화학은 NB라텍스 회복 및 LNG 사이클 수혜 예상, NCC 설비 반사이익으로 상승
- S-Oil은 4분기 정제마진 개선 영향으로 컨센서스 대비 실적 상회 예상으로 상승

신재생에너지

- 신재생에너지 종목은 정책 및 수요 가시성 차이에 따라 엇갈린 흐름
- 퍼스트솔라는 수주 가시성의 불확실성 대두됨에 따라 하락, GE 베르노바는 미국 신규 전력 경매 프로그램 추진 소식에 급등
- 오스테드는 미국 정부 Revolution Wind 프로젝트의 작업 중단 명령에 지속 하락세, 관련 풍력주 역시 하락

섹터별 수익률 및 지표 정리

(십억달러, %, x)

기업명	시가총액	통화	주가	주가수익률				영업지표(25F)					밸류에이션(25F)		
				1W	1M	3M	1Y	매출액	영업이익	OPM	EPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
에너지	39.611	KRW	3,652	-1.6	-4.9	-28.7	-42.7	86	4.5	5.2	8.7	4.1	15.5	0.6	6.2
화학	54.645	KRW	3,419	3.1	3.9	-1	-8.7	245.8	12.9	5.3	15.9	6.8	8.8	0.6	5
유틸리티	17.401	KRW	732	1.1	-0.6	-3.1	12.5	102.9	11	10.7	8.7	13.4	2.6	0.4	4.3
SK이노베이션	13.013	KRW	126,100	2.9	4.6	5.8	5.8	50.8	0.6	1.2	-6.2	-4.2	-	0.7	16.2
S-Oil	4.885	KRW	63,500	8	9.5	3.1	3.1	24.9	0.4	1.5	0.4	1.4	100.3	0.8	10.5
GS	2.508	KRW	39,500	0.4	-2.6	-6.8	-6.8	18	2.4	13.5	8.6	8.2	3.3	0.3	4.6
HD현대	4.501	KRW	83,500	1.3	6.4	5	5	49.7	2.4	4.8	6.4	8.8	9.5	0.8	6.8
사우디 아람코	1808.130	SAR	28.05	0.4	-1.4	3.7	3.7	473.5	212.3	44.8	0.4	26.5	16.8	4.6	7.8
엑슨 모빌	480.340	USD	109.29	1.3	-1.4	-11.9	-11.9	347.6	48.6	14	7.9	13.8	13.9	1.7	7
쉐브론	279.178	USD	155.35	5.1	1	2.4	2.4	195.6	27.8	14.2	10.6	12	14.7	1.8	6.7
코노코필립스	134.828	USD	104.23	3.1	3.2	-4.8	-4.8	56.5	14.8	26.2	7.8	18.5	13.4	2.1	5.9
한화솔루션	2.139	KRW	18,210	2.5	8.1	-21.2	-21.2	8	-0.3	-3.1	-4.6	-15.6	-	0.4	38.7
OCI홀딩스	1.019	KRW	78,000	9.6	22.6	15.2	15.2	2.5	0.2	8.4	7.3	5.6	7.2	0.4	6.1
퍼스트솔라	19.657	USD	183.61	-1.5	-8	-12.6	-12.6	4.2	1.5	35.9	13.2	18.7	13.9	2.4	9.9
융기실리콘자재	15.517	CNY	15.01	-1.5	-11.8	-10.4	-10.4	11.7	-1.1	-9	-0.1	-11	-	1.8	-
Enphase Energy	9.035	USD	66.87	-7.3	-9.4	-34.1	-34.1	1.3	0.3	23.3	2.2	17	30.5	9.1	23
SK오션플랜트	0.569	KRW	14,070	1.5	9.8	-3.8	-3.8	0.5	0	7.8	0.4	4.1	23.8	1.2	10.6
씨에스윈드	1.163	KRW	40,350	-8.6	-3	-37.7	-37.7	2.1	0.2	9	2.7	16.9	10.1	1.6	7.2
씨에스베어링	0.099	KRW	5,300	-7	26.9	-13.5	-13.5	0.1	0	2.9	0.1	3.9	32.7	1.6	25.4
GE 베르노바	101.112	USD	366.81	3.6	10.5	36.1	36.1	35.1	0.8	2.3	3.9	15.1	95.1	9.6	46.1
오스테드	16.874	DKK	292.3	-14.4	-16.1	-33.6	-33.6	11.4	2.3	20.6	3	13.5	13.3	1.7	6.9
베스타스	13.249	DKK	95.54	-8.6	-0.1	-27.6	-27.6	17.5	0.6	3.6	0.4	10.5	36.7	4	9.4
LG화학	11.793	KRW	244,500	-4.3	-8.9	-30.2	-30.2	33.9	0.9	2.8	3.8	1.2	43.5	0.6	8.2
롯데케미칼	1.698	KRW	58,100	-3.6	-7.6	-39.8	-39.8	14.3	-0.5	-3.8	-12.2	-4.5	-	0.2	27.9
금호석유	1.730	KRW	92,600	-2.4	-6.4	-36.6	-36.6	4.9	0.2	4.6	9.1	6	7	0.4	4.7
SKC	4.047	KRW	156,400	30	55.9	-2.4	-2.4	1.3	-0.2	-12.3	-4.3	-16.3	-	4.4	-
DL	0.447	KRW	31,250	-3.7	-5.7	-28.2	-28.2	4.4	0.4	9.4	5.6	4.2	4.3	0.2	6.3
대한유화	0.383	KRW	86,300	-1.1	10.4	-21.3	-21.3	1.9	0	-1.4	-1.7	-1.1	-	0.3	4.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

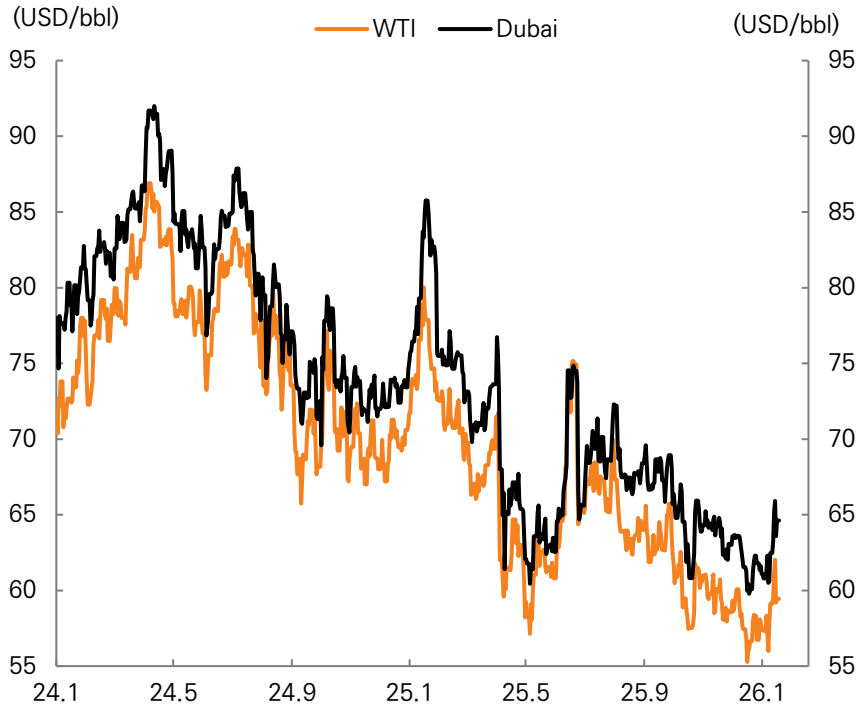
국제유가

I. 국제유가 – 상승하기엔 어려운 유가

국제유가: 단기 보합 전망

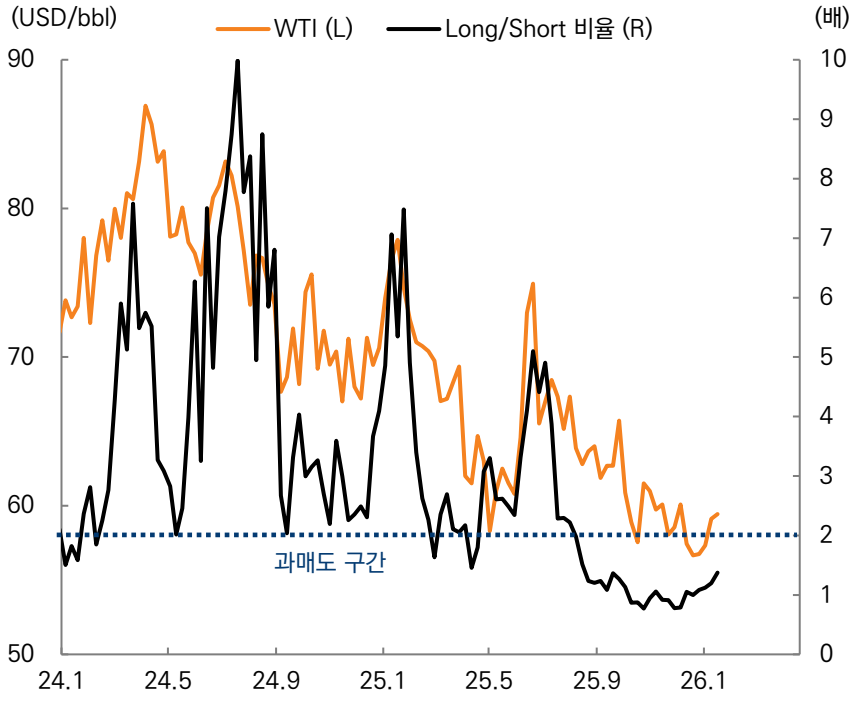
- **결론: 국제유가 단기 보합 전망. OPEC+는 쉬어가지만, 유가 상승하기엔 남아있는 재고들이 장애물**
- OPEC+는 1분기 증산 일시 중단했으나, 기증산분만 하더라도 시장에 하방 압력을 제공하기에는 충분
- 단기적으로 이란 이슈는 상방, 베네수엘라 이슈는 하방 리스크
- 투기 포지션의 롱/숏 비율은 1.4배 수준. 지정학적 리스크로 인해 롱 포지션 비율 소폭 상승했지만 여전히 과매도 구간. 시장에 유효한 규모의 재료의 상방 리스크가 발생한다면, 숏커버 발생 가능

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국제유가와 투기 포지션 롱/숏 비율 추이



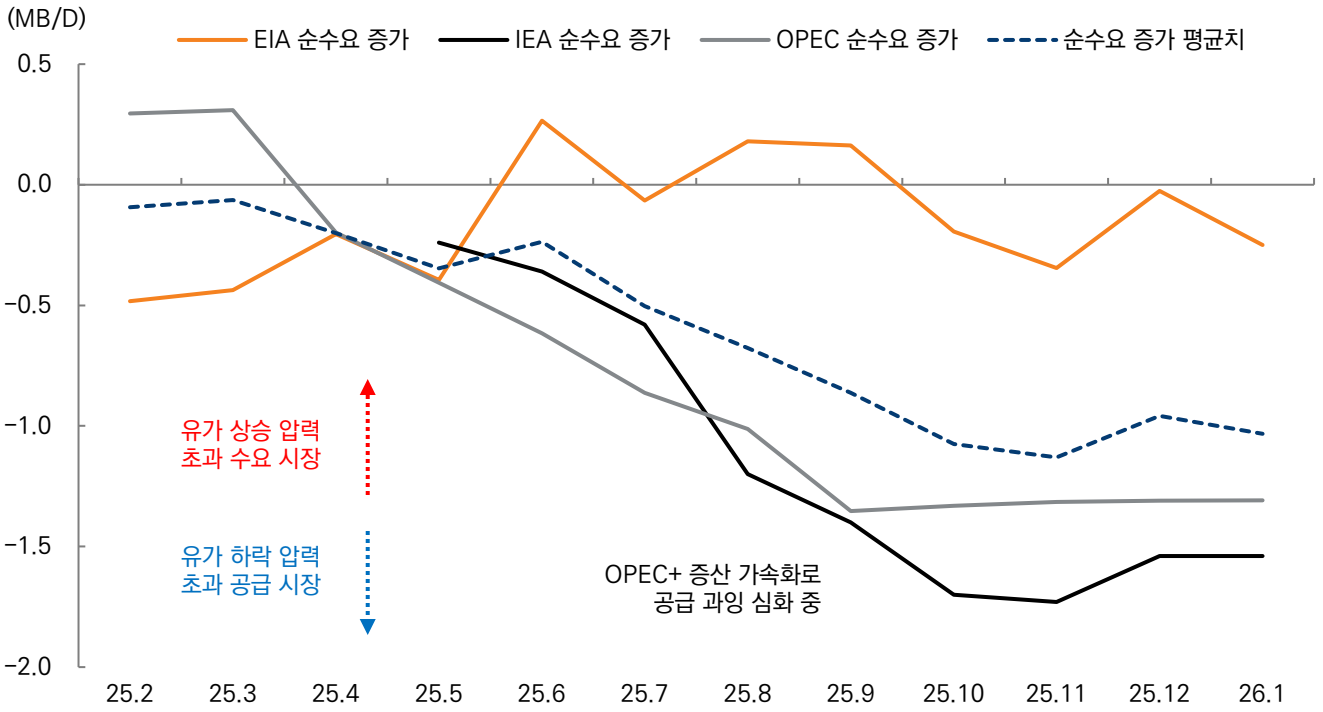
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 공급 과잉 쏠림 완화

OPEC+의 증산 중단으로 과도한 공급 과잉 쏠림 현상은 둔화

- 26년 글로벌 원유 순수요는 평균 -103만 b/d(전월 -96만 b/d). 수요 성장 대비 공급 성장이 큰 상황
- OPEC+의 증산이 1분기에 중단되면서, 공급 과잉으로 쏠리는 방향성은 중단
- 26년 성장 전망치, 수요 +113만 b/d(-3만 b/d MoM), 공급 +216만 b/d(+4만 b/d MoM)
- 26년 글로벌 원유 순수요 전망은 EIA(-25만 b/d), IEA(-154만 b/d), OPEC(-131만 b/d)

26년 글로벌 원유 순수요(수요 – 공급) 성장 전망치 변화



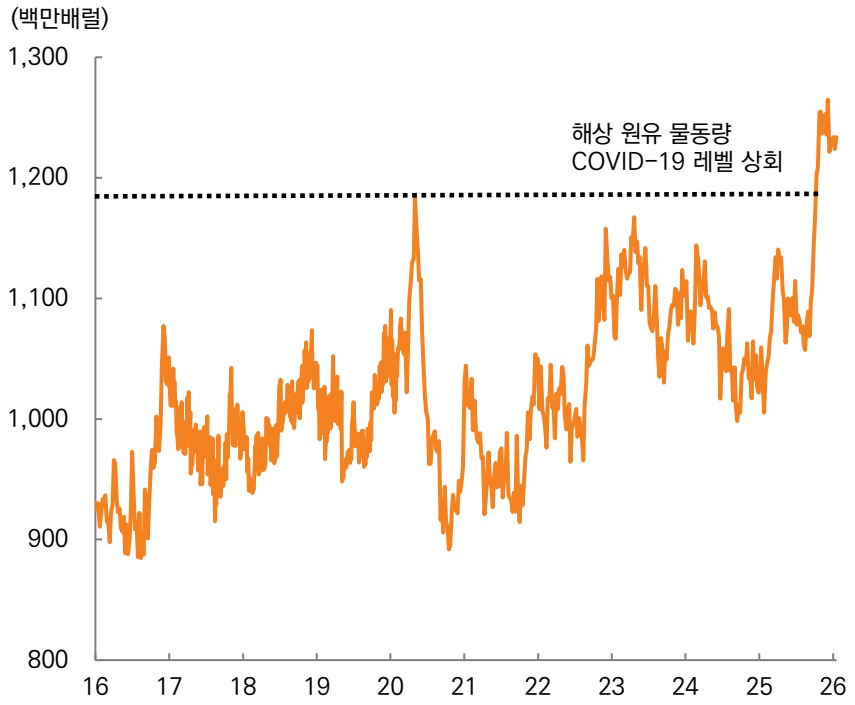
주: OPEC의 공급 전망은 OPEC+의 증산 계획 일정을 반영. IEA는 OMR이 발표되지 않아 12월 전망치 유지
자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 물 위의 원유 재고

여전히 높은 해상물동량

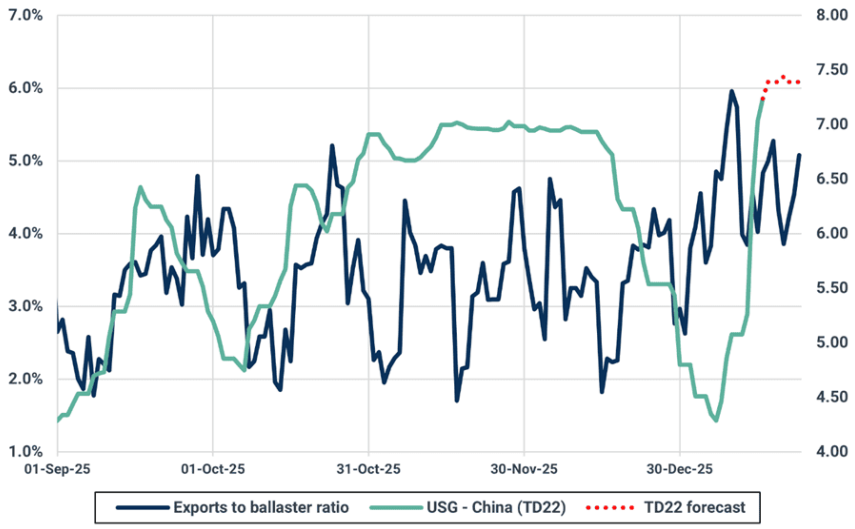
- 글로벌 해상 원유 물동량은 12.3억 배럴로 COVID-19 피크인 11.8억 배럴을 상회하는 중
- 25년 말 피크였던 12.6억 배럴 대비 소폭 하락했지만, 여전히 높은 수준을 유지
- 미국-중국 VLCC 운임은 12월 OSP 하락으로 인한 차익거래 기회가 사라져 하락. 하지만 이후 PADD3의 선박 공급량이 5년래 최저치로 줄어들며 운임이 다시 반등해 전고점 상회 중
- 점차 공급이 늘어나며 운임은 안정화되겠으나, 여전히 높은 해상 원유 물동량은 지난 이란 사태 때와 마찬가지로 공급 차질 이슈에도 유가 급등을 제한하는 요인으로 작용할 전망

해상 원유 물동량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

VLCC 수급 밸런스 및 미국-중국 운임(TD22) 추이



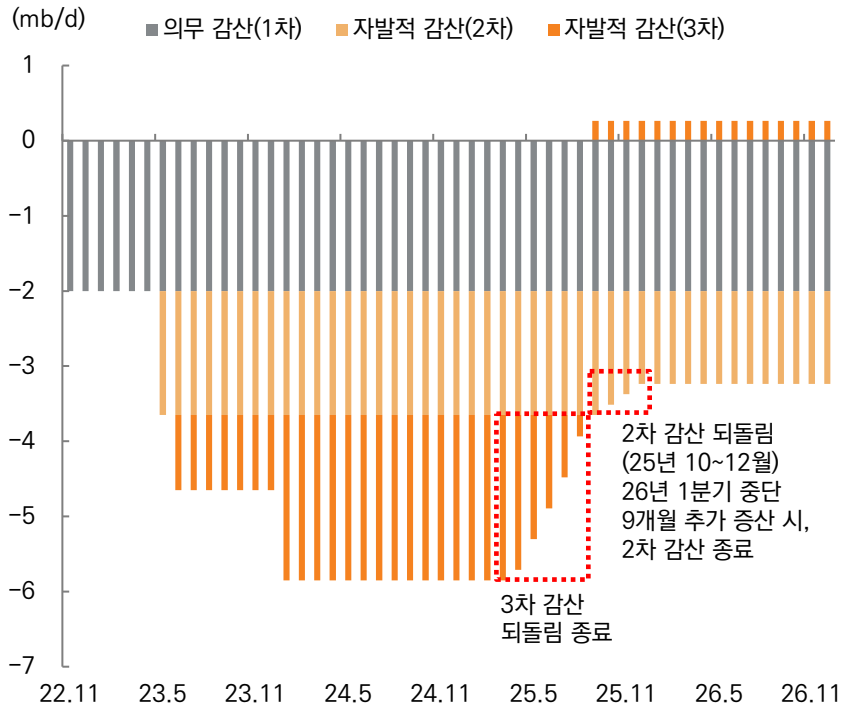
자료: Baltic Exchange, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 쉬어가는 1분기 증산

OPEC+, 증산 일시중지

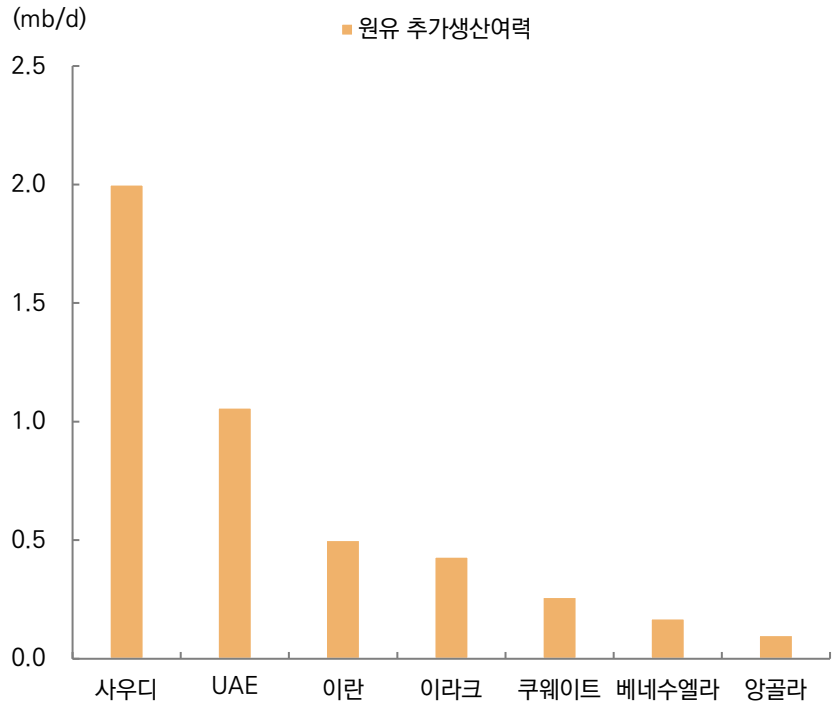
- OPEC+, 1~3월까지 증산을 일시 중단하기로 결정. 수요가 상대적으로 약해지는 계절적 비수기가 이유
- 3차 감산(246만 b/d) + 2차 감산 일부(41만 b/d)를 되돌려, 25년 총 288만 b/d를 증산한 셈
- 나머지 2차 감산을 모두 되돌린다면 추가 124만 b/d 증산 가능성 존재. 아직 확정된 바는 없음
- 아직 사우디나 UAE 입장에서 추가생산여력은 남아있으나, 이미 공급 과잉 시장에서 추가 증산은 신중해질 가능성이 높을 것으로 예상

OPEC+ 감산 쿼터 일정



자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC 추가 생산여력(12월 기준)



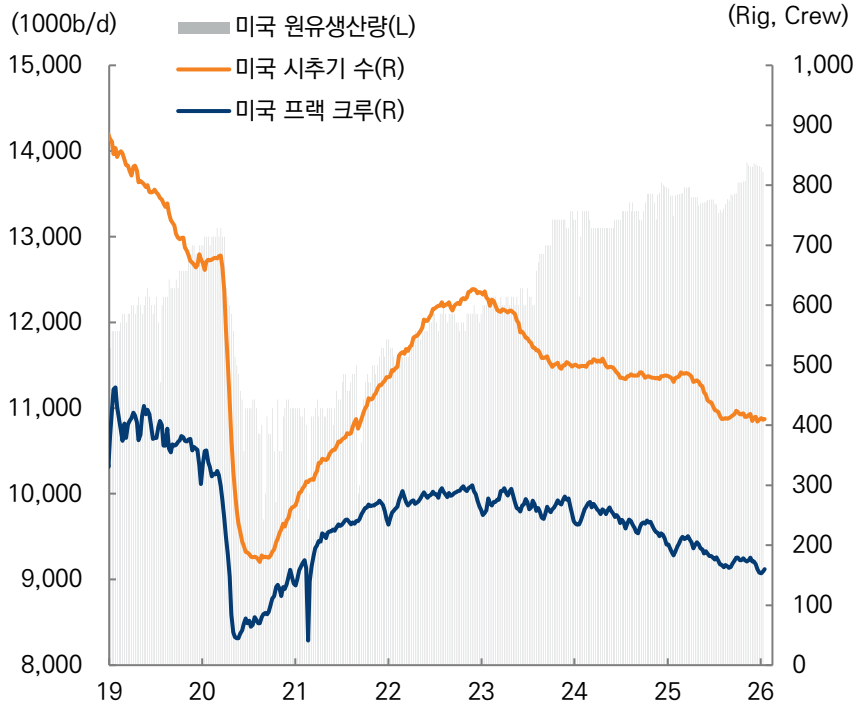
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 미국 원유 생산량 유지

원유 생산량 유지는 성숙 유정의 효율성 개선 덕분

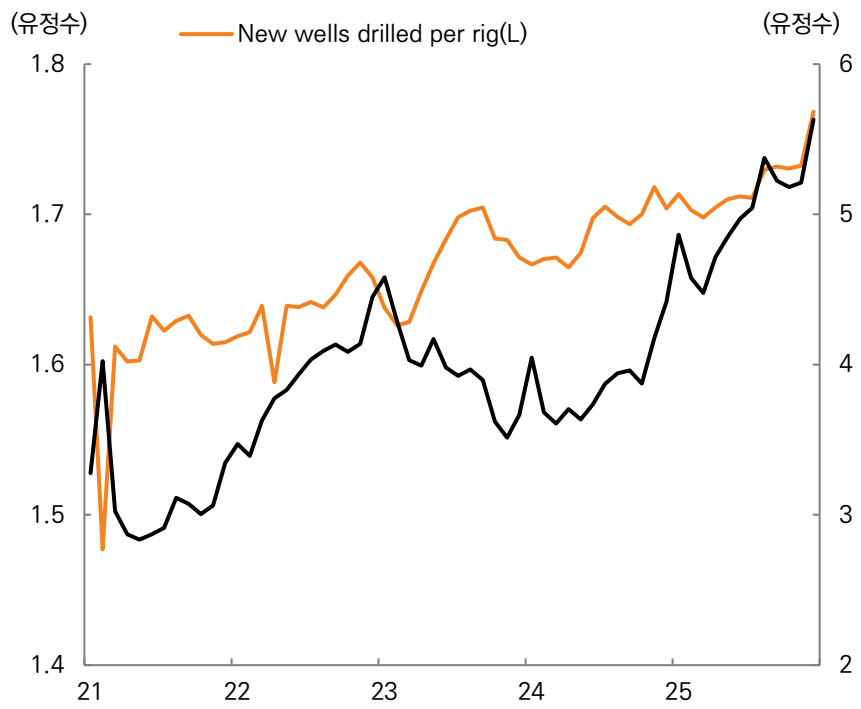
- 미국 원유 생산량은 25년 11월 처음으로 1,386만 b/d를 기록한 이후, 생산량을 유지하는 중
- 같은 기간 동안 시추기 수는 414개 → 410개, 프랙 크루 수는 173개 → 160개로 소폭 감소
- 생산효율성도 개선(시추기 효율성 1.73 → 1.76, 프랙크루 효율성 5.18 → 5.63)
- 생산량이 유지되는(효율성이 높아진) 이유로는 신규 유정이 아닌 성숙 유정의 효율성 향상 덕분
- 하지만 EIA는 26년 저유가로 인해 시추 활동이 둔화되며 효율성 개선 효과가 상쇄될 것으로 언급
- 26년 미국 셰일 피크아웃 전망 유지

미국 원유생산량과 시추기 수/프랙 크루 수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시추기/크루 당 드릴 유정 수(효율성 지표)



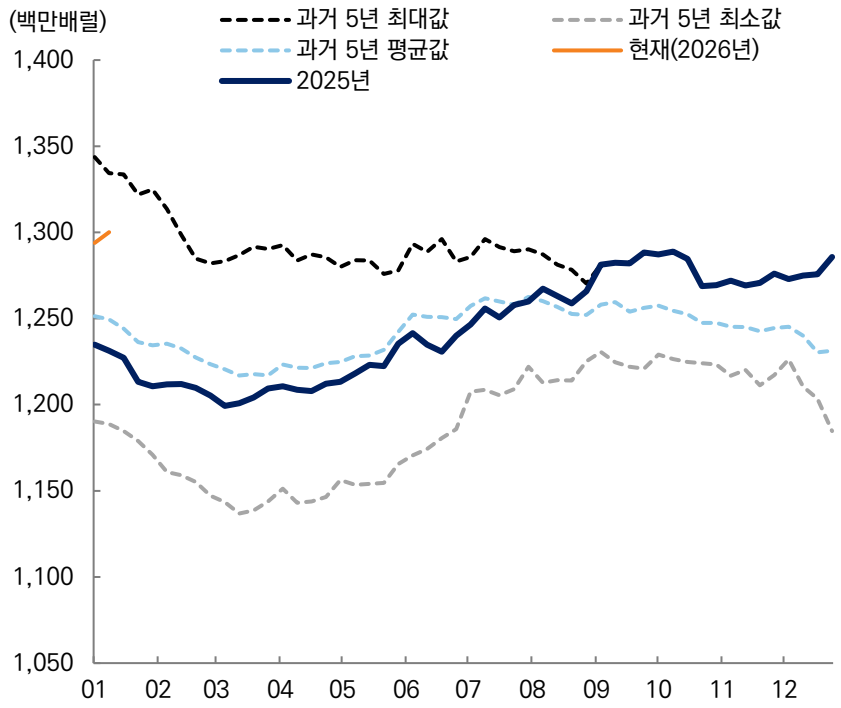
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 미국 재고 및 가동률

미국 석유제품 재고 평균치 상회 요인은 휘발유/프로판

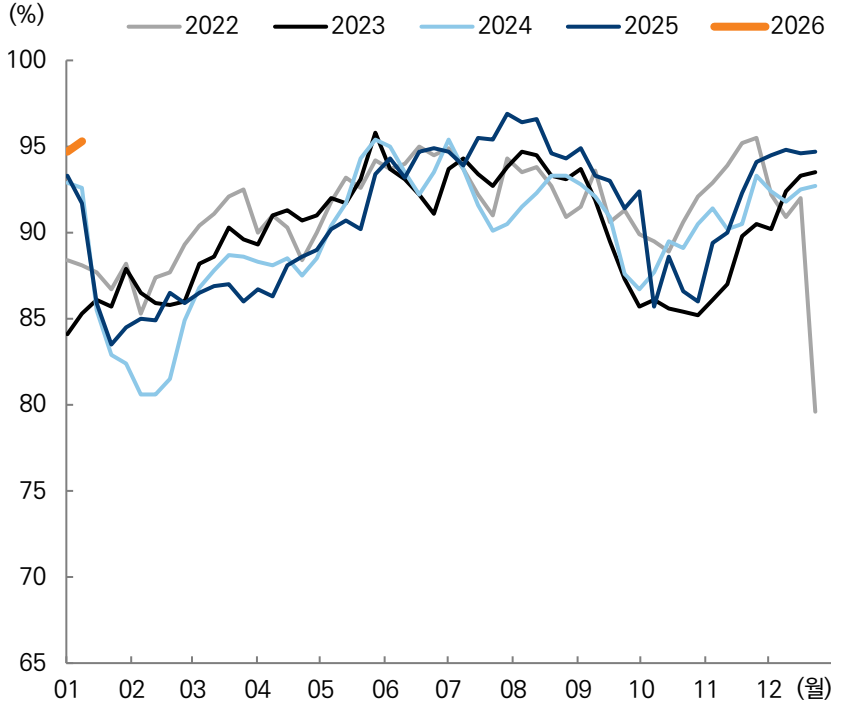
- 미국 총 석유제품 재고는 5년래 평균보다 높은 수준
- 원유 및 중간유분 재고는 5년래 평균보다 약 3% 낮은 수준. 하지만 휘발유 및 프로판 재고가 5년래 평균보다 각 3%, 13%씩 더 높아 총 재고는 평균을 상회
- 미국 겨울이 예상보다 따뜻했고, 정제설비 가동률이 평소 대비 높아 재고가 축적된 것으로 판단
- 곧 미국 내 정제설비 가동률은 하락할 전망이며, 재고가 낮은 경유는 가격 하락폭이 제한적일 전망

미국 총 석유제품 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 정제설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

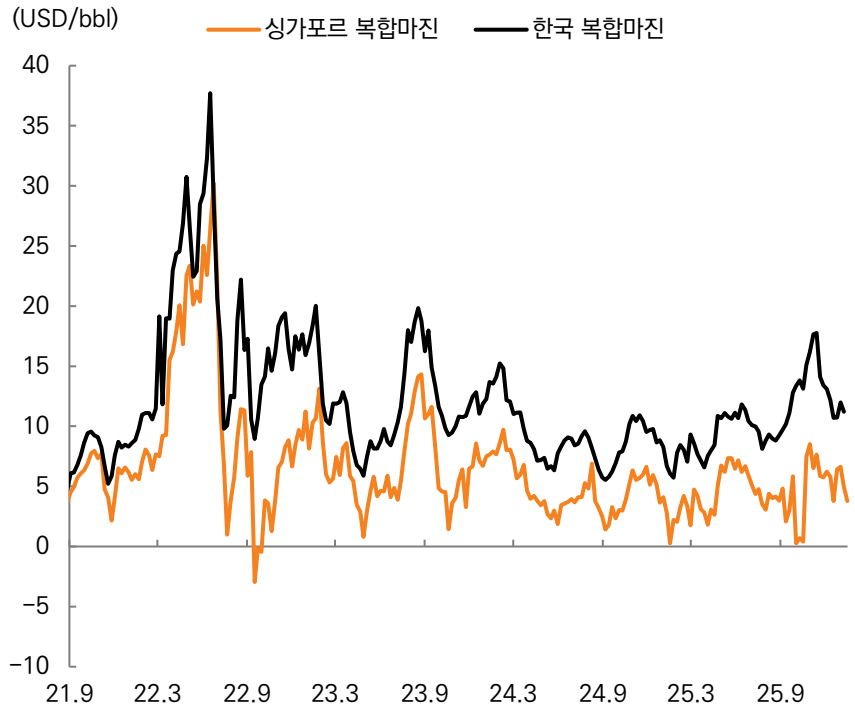
정유/화학

II. 정유 – 예상보다 약한 정제마진

정유: 중립(하향)

- **결론: 정제마진 상승 여력은 제한적으로 판단해 섹터 투자의견을 중립으로 하향. 다만, 지정학적 리스크가 하방은 지지해줄 것으로 예상**
- 싱가폴 복합정제마진, 배럴당 3.79 달러 기록으로 보합세 (전월 배럴당 3.77 달러)
- 휘발유 마진, 계절 수요 하락과 정유소 가동률 증가로 전월 대비 8달러 하락한 9.5 달러 기록
- 경유 마진, EU의 선제적 재고 확보 종료에 따른 11월 수요 감소. 전월과 유사한 19.4 달러 기록
- 나프타 마진, 미국 공급량 증가로 인해 전월 대비 1.3달러 하락한 배럴당 -4.1달러 기록

싱가폴 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이

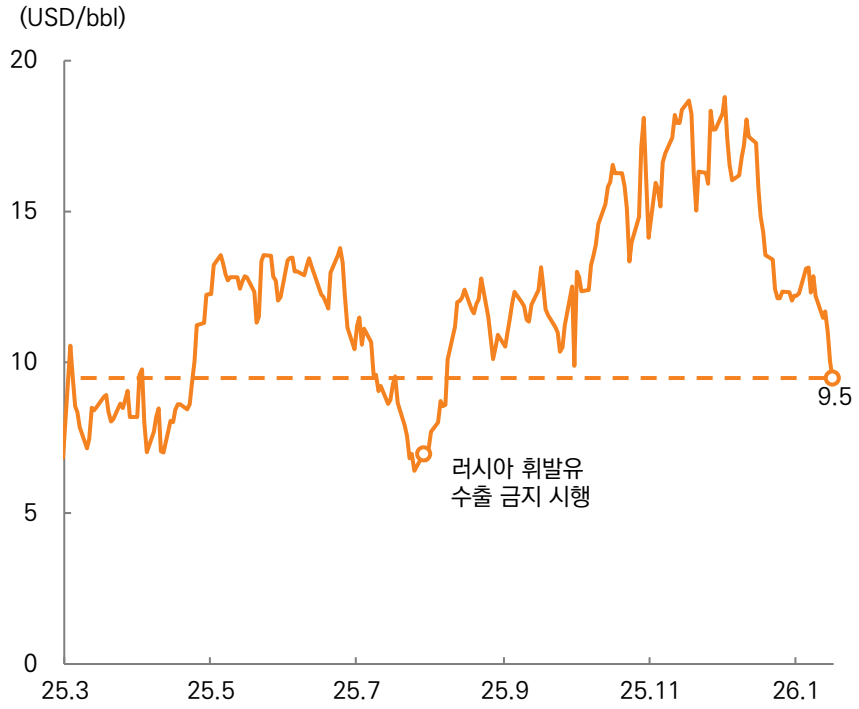
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 휘발유 마진 하락 지속

수요 감소와 미국 가동률 증가로 인한 하방 압력

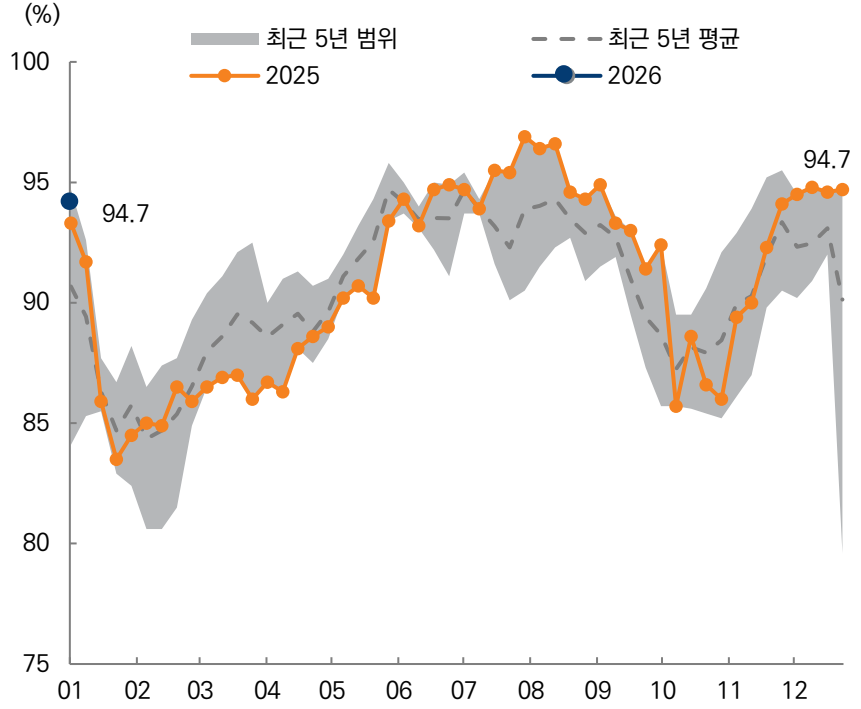
- 휘발유 마진, 계절성 수요 하락 및 정유소 가동률 증가로 전월 대비 8달러 하락한 배럴당 9.5 달러 기록
- 계절적인 휘발유 수요가 2~3월까지 약한 것을 고려할 때, 반등 가능성은 높지 않을 것으로 예상
- 10월 미국 USGC 정유소 설비 점검 피크 이후, 5년 내 가동률 최고치 경신(12월 기준)
- 2월 말까지 러시아 휘발유 수출 금지가 연장된 점은 긍정적이나, 단고테/알주르 등의 물량이 증가할 것으로 예상되는 점은 수급에 부정적

한국 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

미국 정유 설비 가동률



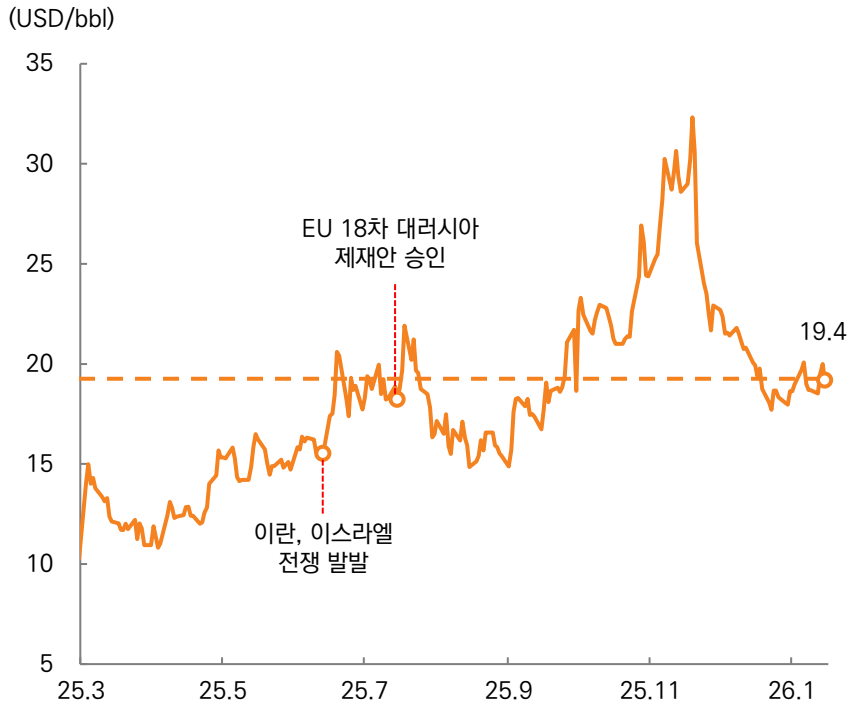
자료: EIA , 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 경유 마진 보합세

유럽 수요 감소했으나 난방용 수요 지지

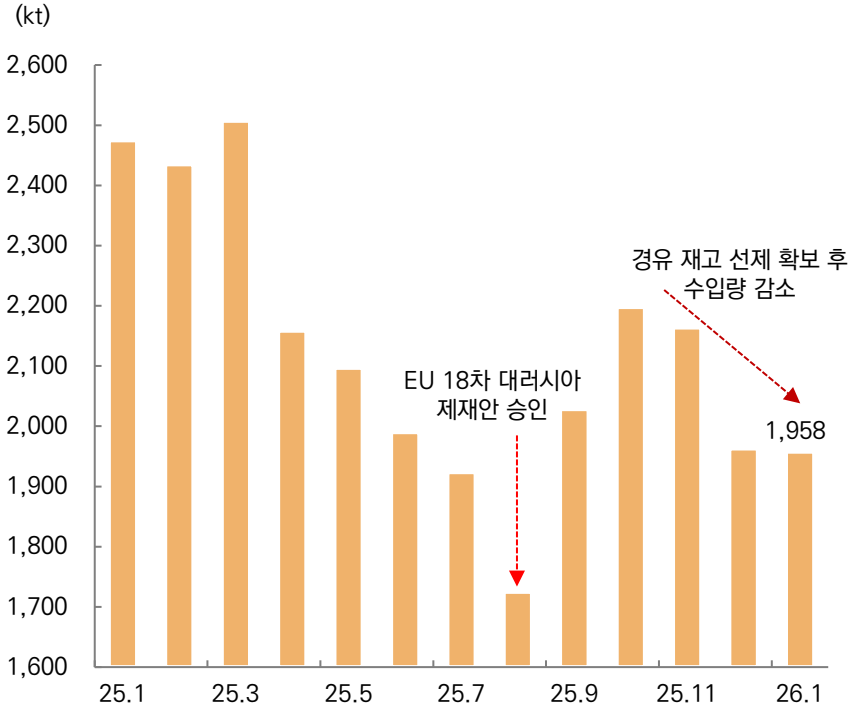
- 경유 마진, EU의 선제적 재고 확보 종료에 따른 11월 수요 감소 이후 배럴 당 19.4 달러 기록
- 1월 러시아 석유 제품에 대한 제재 강화 대비 유럽 내 재고 축적 현상 발생하며 11월 배럴당 32불 기록한 후 약 37% 하락
- EU의 충분한 재고 확보 및 정유소 가동률 증가에 따라 수급 안정화
- 겨울철 난방용 수요 증가, 러시아 디젤 재판매업자의 수출 금지 2월까지 연장되며 시장 심리 지지

한국 경유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

ARA(암스테르담-로테르담-앤트워프) 지역 경유 재고 추이



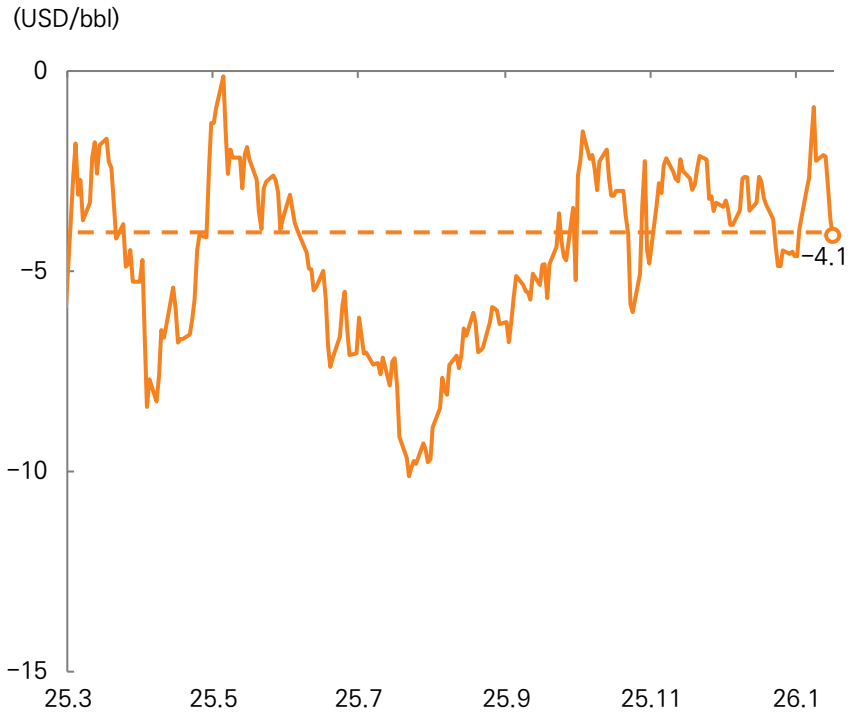
자료: PKJ International, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 나프타 마진 강세 후 하락 전환

한 풀 꺾인 수요

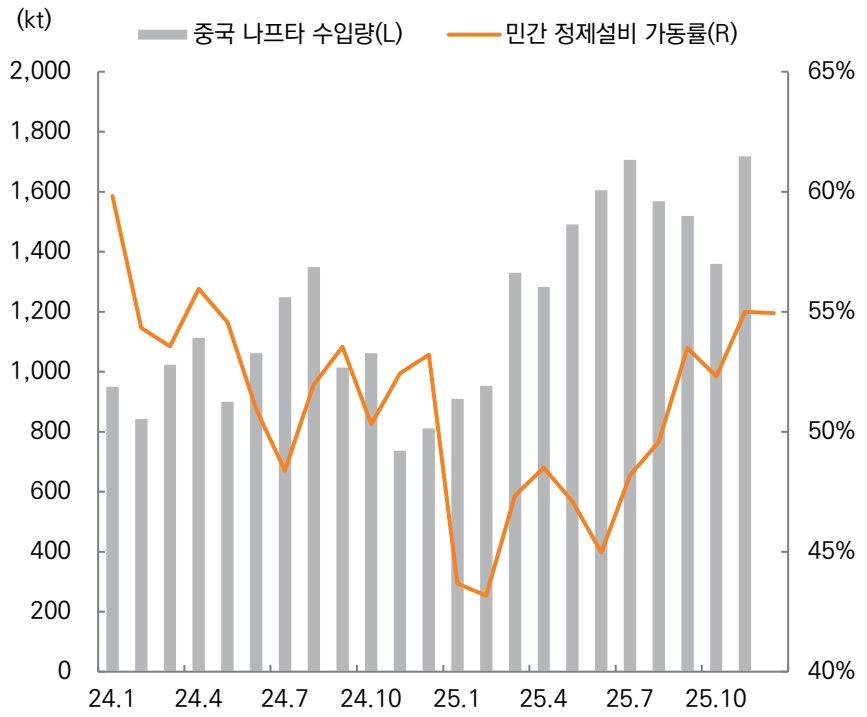
- 나프타 마진, 전월 대비 1.3불 하락한 배럴당 -4.1 달러 기록
- 연말 중국 티팟 가동률 55%(+12%p YoY) 기록
- 동북아시아 석화 기업의 1월 하반기 납사 인도분 구매 증가로 단기적 마진 강세
- BASF, 중국 광둥성 연 100만 톤 정제설비 개시. 중국, 전년과 유사한 나프타 수입량 쿼터 배분 전망
- 경질 납사, LPG 전환 및 대만/싱가포르/한국의 용량 폐쇄가 잇따르며 수요 감소에 따른 마진 하락

한국 나프타 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

중국 나프타 수입량 및 민간 정제설비 가동률



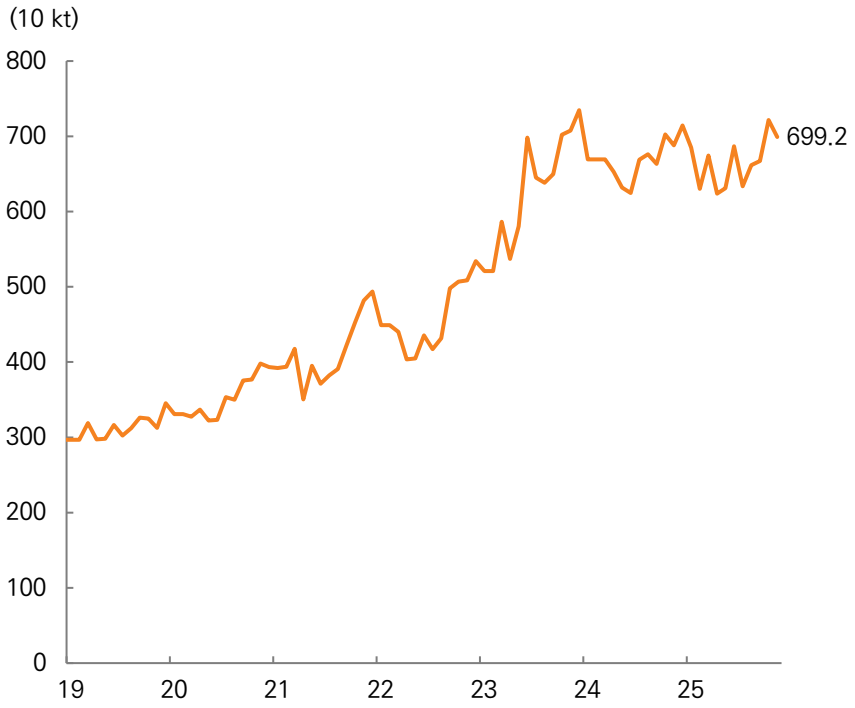
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 중국 납사세

중국, 납사 생산 시 세금 선납으로 공급 조절 전망

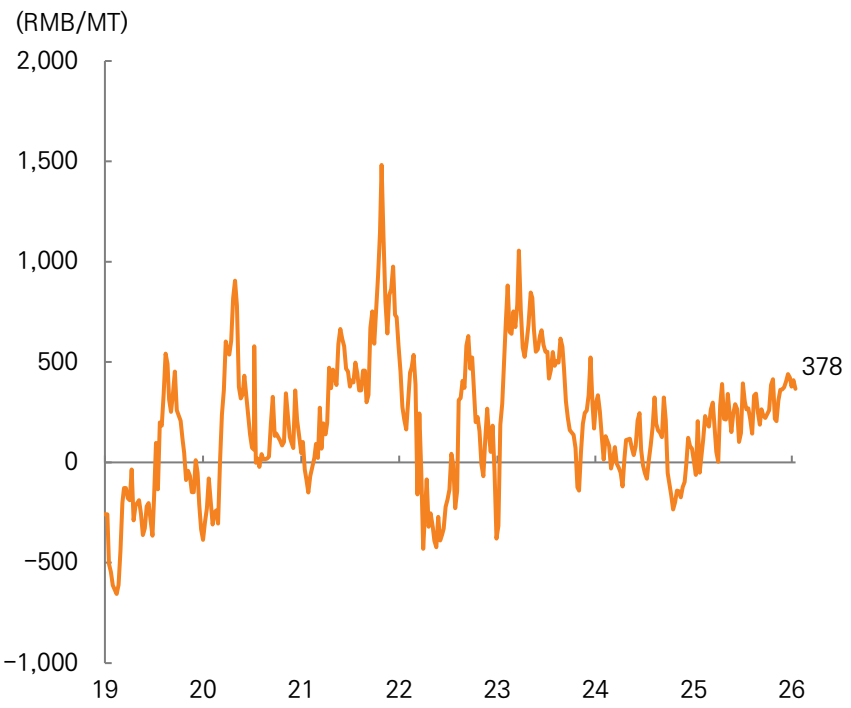
- 중국 세무 당국, 자국 정유사 납사 공급 시 톤당 2,100위안의 소비세 선납부 정책 시행 예상
- 기존: 납사 생산 시 세금 없는 석화용 신고 후 실제로는 연료용으로 전용해 판매
- 변화: 생산되는 모든 납사의 절반 수준 금액을 세금으로 선납한 후 6~12개월 후에 돌려받는 방식
- 중국 민간 정유사 수익성 악화에 따라 가동률 하락 불가피. 구조조정의 신호탄으로 해석
- 반면, 화학사는 실질적인 변화는 없으나, 현금 흐름 압박은 존재. 소비세 면제 대상이나, 세금 선납을 해야 하기에 환급을 받기 까지 현금 필요

중국 나프타 생산량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 민간 정제 시설 마진 추이



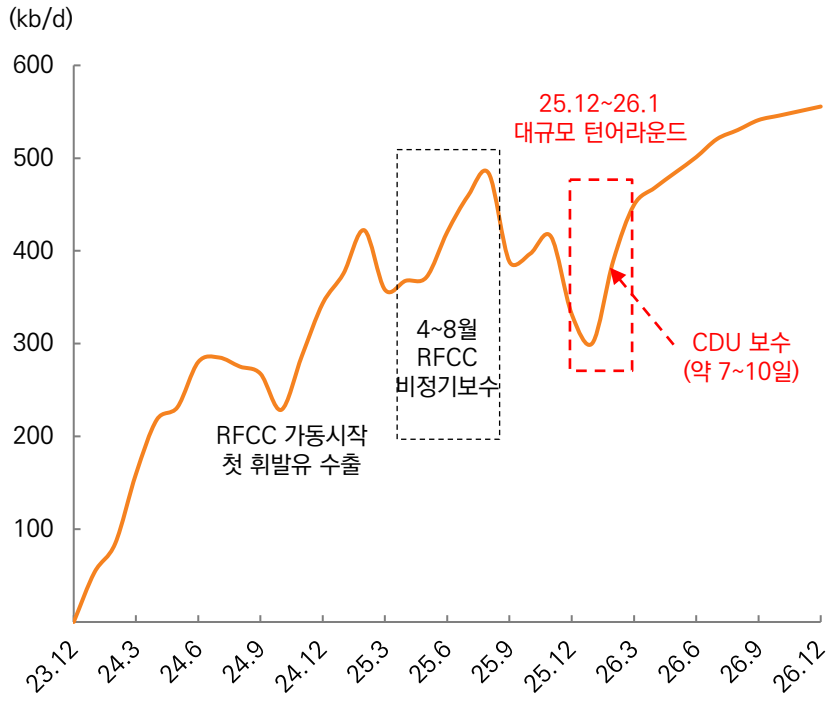
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 나이지리아 단고테/쿠웨이트 알주르

단고테, 대규모 턴어라운드
알주르, VLSFO 수출 급등

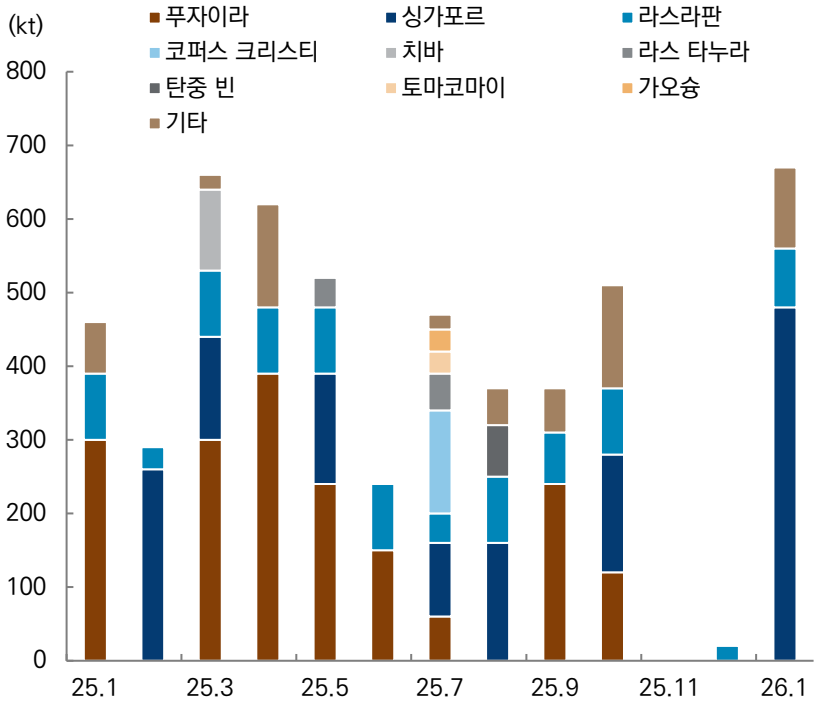
- 단고테, 알주르 등 대규모 정제설비들 점차 다시 가동률 높아지며 공급량 늘어날 것으로 예상
- 단고테, 작년 12월부터 올해 1월까지 대규모 정기 보수 작업 진행, 전면적인 RFCC 장비 교체 단행
- CDU 역시 1월말 7~10일간의 단기 정비 기간 예상되며, 서아프리카 지역의 휘발유 공급 제한 발생 전망
- 해당 턴어라운드 종료 후, 약 2월부터 다시 정제량 증가할 것으로 예상
- 알주르, 1월 가동률 높이며 25년 월평균 VLSFO 수출량인 38만 톤을 웃도는 57만 톤 수출 완료

단고테 주요 설비 가동 일정 및 원유 처리량 전망



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

알주르 월별 VLSFO 목적지별 수출량



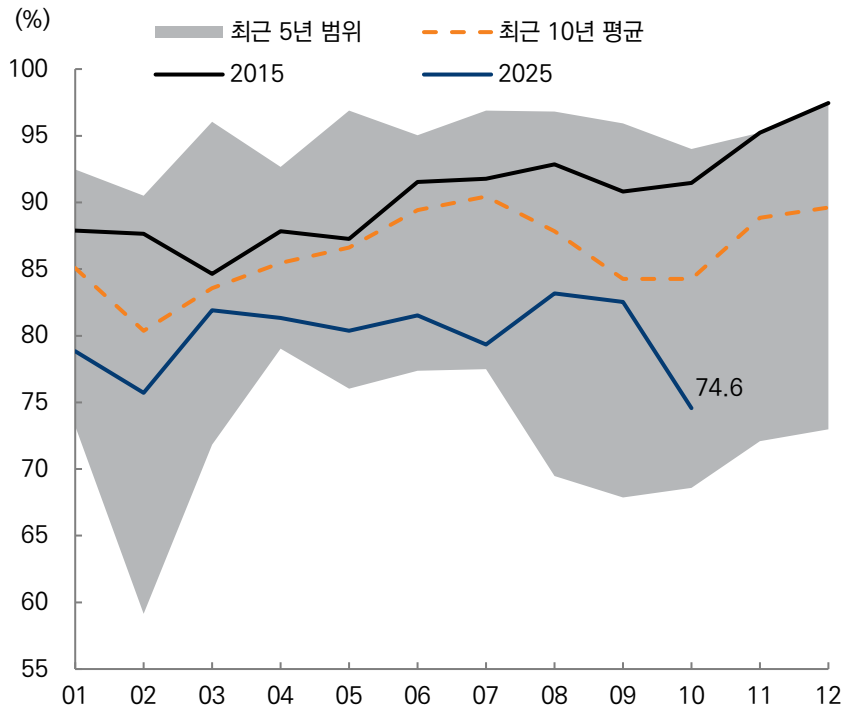
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 걸프만 정유시설, 베네수엘라산 중질유에 적합

PADD 3, 중질유 대규모 처리 정제시설 보유

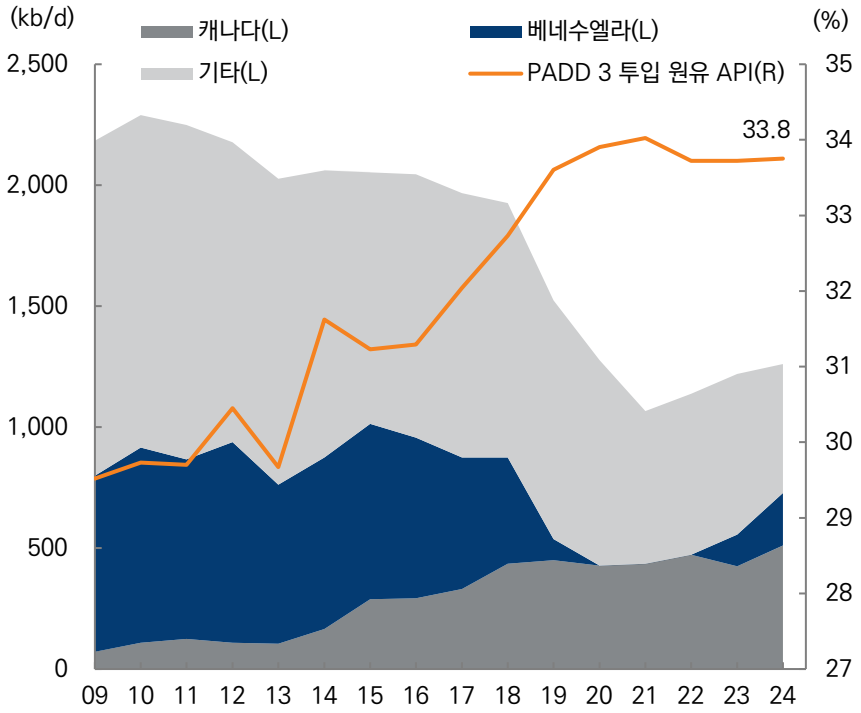
- 미국 걸프만 정유사, 베네수엘라산 중질원유 재조달 시 생산 경제성 상승 전망
- 걸프만의 PADD3, 중질유 대규모 처리가 가능한 고도화 정유설비 지역으로 낮은 API도의 베네수엘라산 원유 공급 시 공정 가동 확대 가능
- 2025년 10월, 해당 지역 가동률 74.6% 수준으로 최근 10년 평균 수준을 크게 하회
- 중장기적으로 일간 최대 약 40~50만 배럴의 추가 중질원유 처리 여력 확보 가능할 것으로 판단, 베네수엘라산 원유는 경제성 낮은 원유를 대체할 가능성 농후

PADD 3 정유사 코커 가동률 변화



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

PADD 3 정유사의 중질원유 처리량과 원유 도입 평균 API도 비교



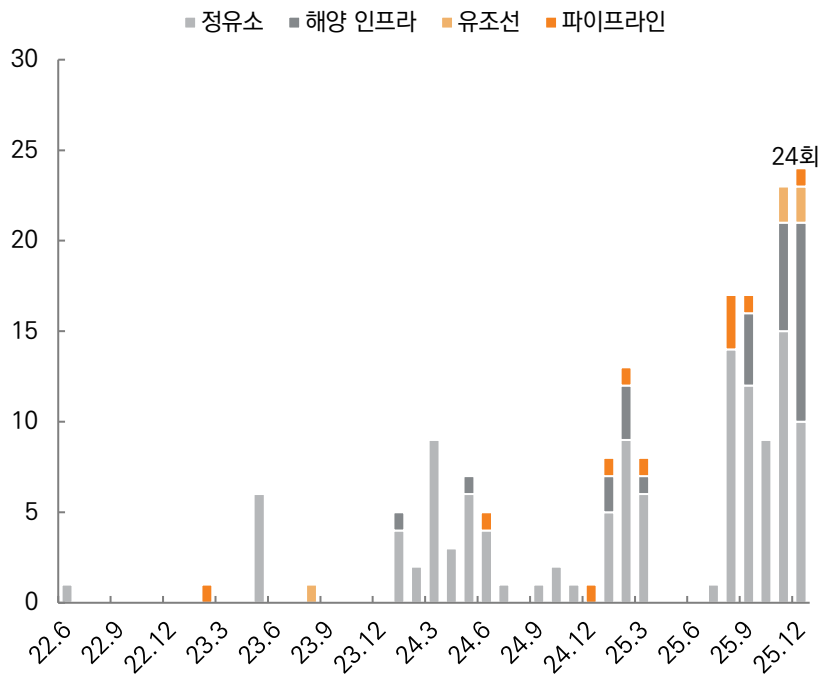
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 러-우 전쟁 지속

우크라이나, 러시아 석유 시설 타격 증가

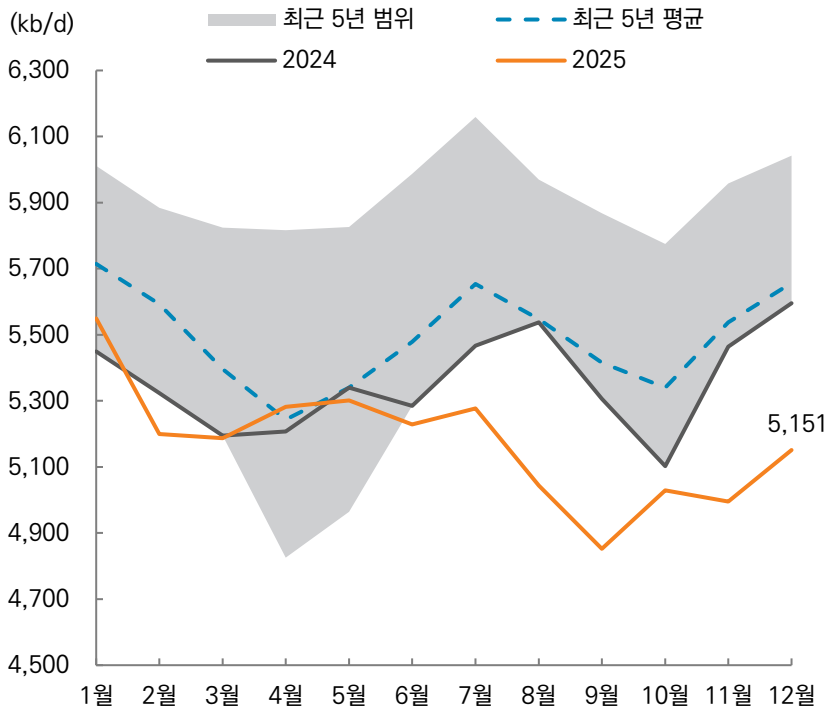
- 우크라이나, 2025년 12월 한 달간 러시아 정유 시설 대상으로 최소 24건 이상의 드론 공격 기록
- 전쟁 발발 이후 역대 가장 많은 공격 기록으로 12월 러시아 정유 설비 가동량은 515만 b/d로 5년 내 최저치 하회
- 드론 공격 지속으로 러시아 내 연료 시장 불안정 지속됨에 따라 12월 말 휘발유 및 디젤 수출 금지를 올해 2월 말까지로 연장
- 러시아 석유제품 수출 차질 이어짐에 따라 올해 1분기까지 글로벌 정제마진 하방 지지할 전망

우크라이나의 러시아 에너지 자원 드론 공격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 정유 설비 가동량



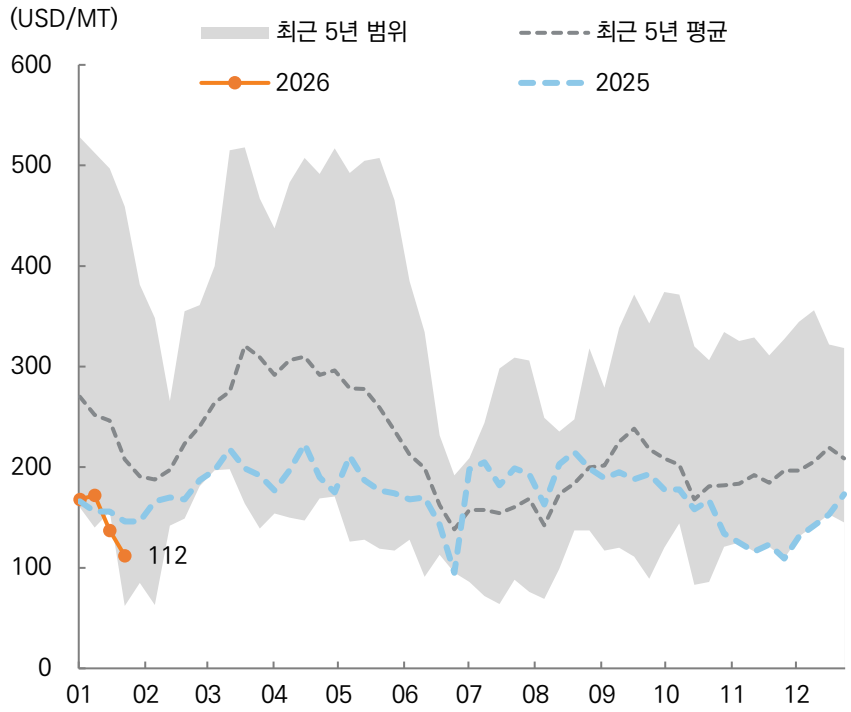
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 에틸렌

화학: 중립(유지)

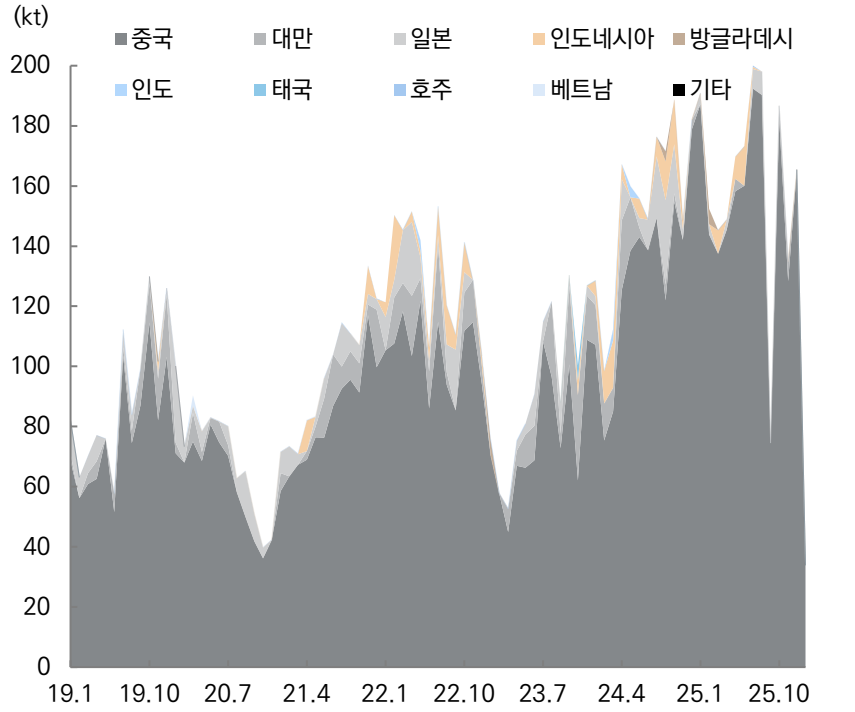
- **결론: 아직은 실질적인 개선 기대감을 반영하기엔 이른 시점으로 판단해 화학 섹터 중립 의견 유지**
- 에틸렌 스프레드, 반등했던 12월 대비 약 30% 하락한 톤당 112달러 기록. 유도품 수요 감소 영향
- 12월 한국, 싱가포르, 태국 대부분의 크래커 설비가 가동률을 감축하며 공급량 감소
- 1월 중국의 주요 다운스트림 업체의 설비 문제 발생으로 수요 감소
- 현재 2월 인도분에 대한 처분 늘어나며 공급 과잉 심화 가능성 높아. 다수의 크래커 가동 중단 검토 중

한국 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 국가별 에틸렌 수출량 추이



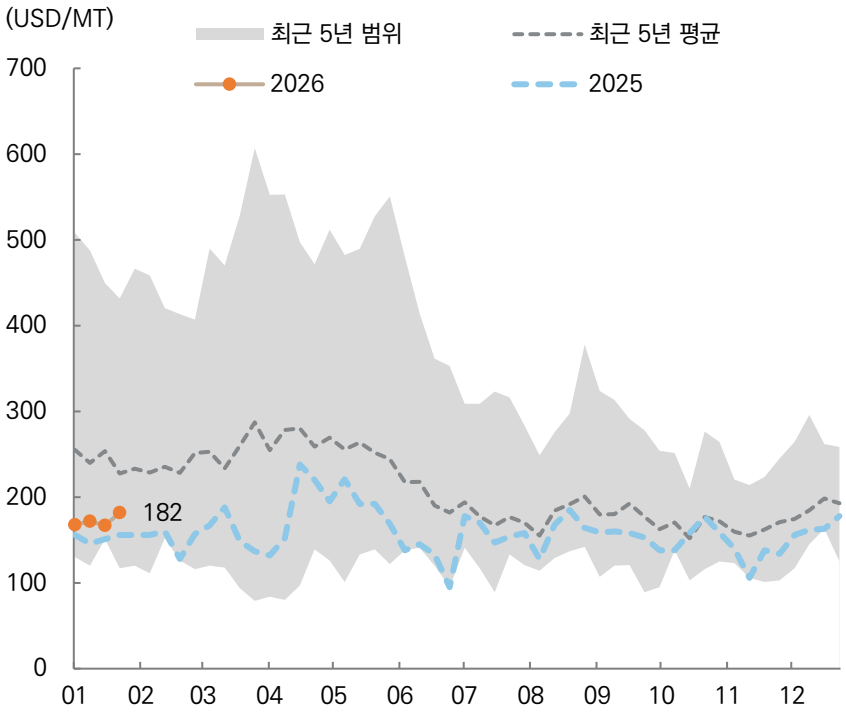
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 프로필렌

태양광/배터리 환급 축소 정책이 가져다 준 선주문

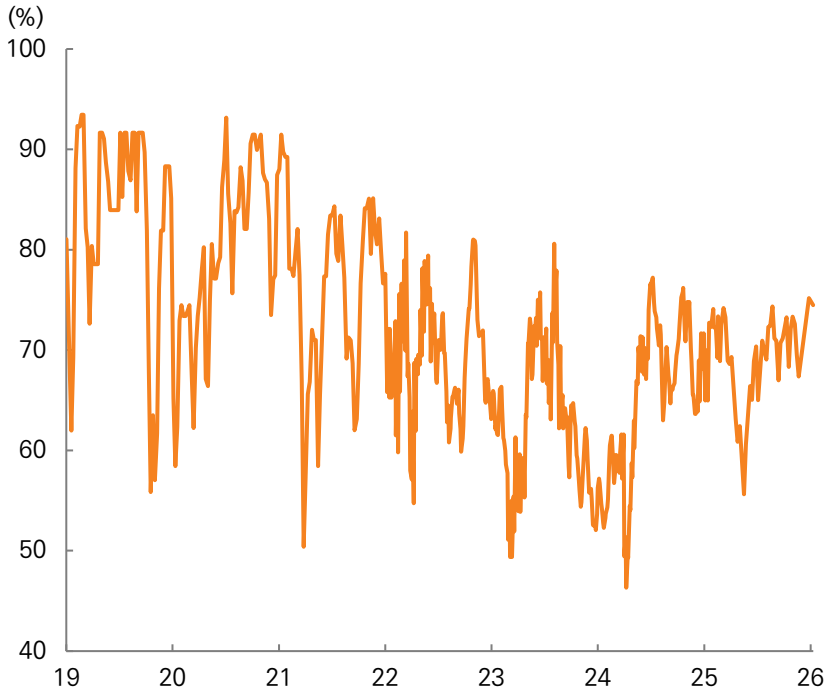
- 프로필렌 스프레드, 전월 대비 +11.6% 상승하며 톤당 182달러 기록. 춘절 대비 재고 축적 수요 및 중국 PDH 설비 셧다운으로 인해 강세
- PO 등 다운스트림 제품 강세로 상승 압력
- PO는 최근 중국 태양광/배터리 수출 세금 환급 축소 정책으로, 4월 해당 정책 시행 전까지 선수요를 위해 피드스탁 확보 움직임 포착

한국 프로필렌 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

중국 민간 PDH 가동률



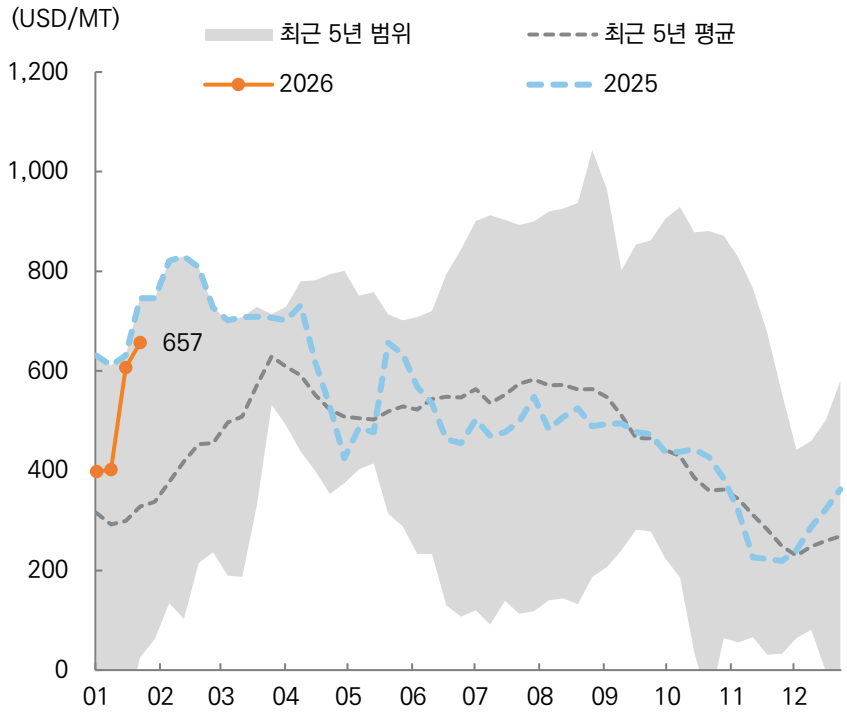
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 부타디엔

타이트한 수급으로 인한 부타디엔 스프레드 강세

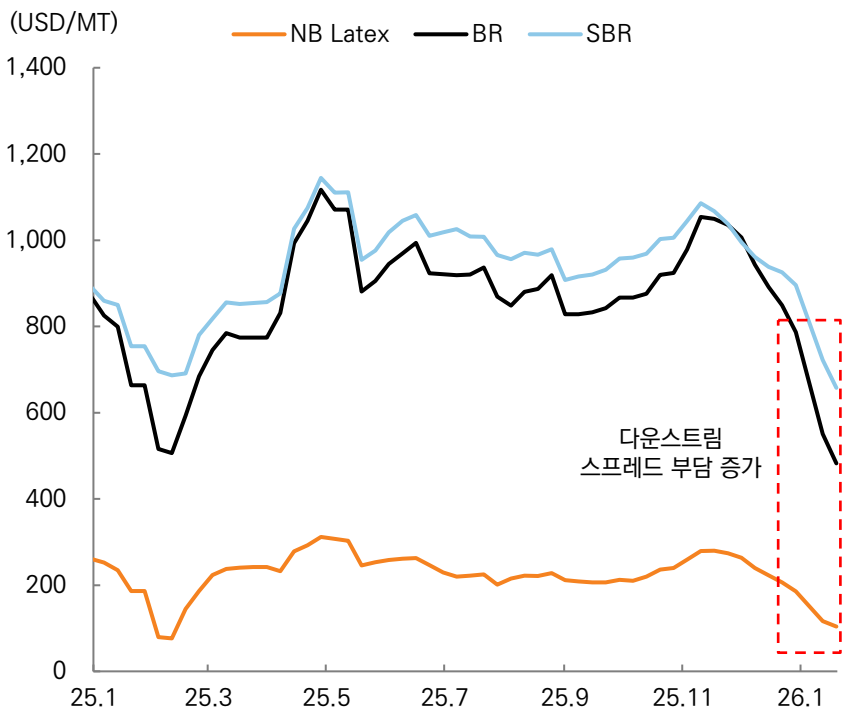
- 부타디엔 스프레드, 전월대비 103% 상승한 톤당 657달러 기록
- 글로벌 타이어 교체주기로 인한 수요 증가, 동남아시아와 대만의 생산 차질로 인한 공급 축소로 타이트한 수급이 가격 상승 견인
- 한국과 일본의 NCC 설비 구조조정과 중국 시장 내 위안화 표시 부타디엔 가격 급등이 가격 상향 유도
- 아직은 NB Latex, BR, SBR 등 다운스트림 가격까지 충분한 상승 보여주지 않아 구매 감소 우려 존재. 향후 가격 전가 여부 확인 필요

한국 부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한국 합성고무 스프레드 추이



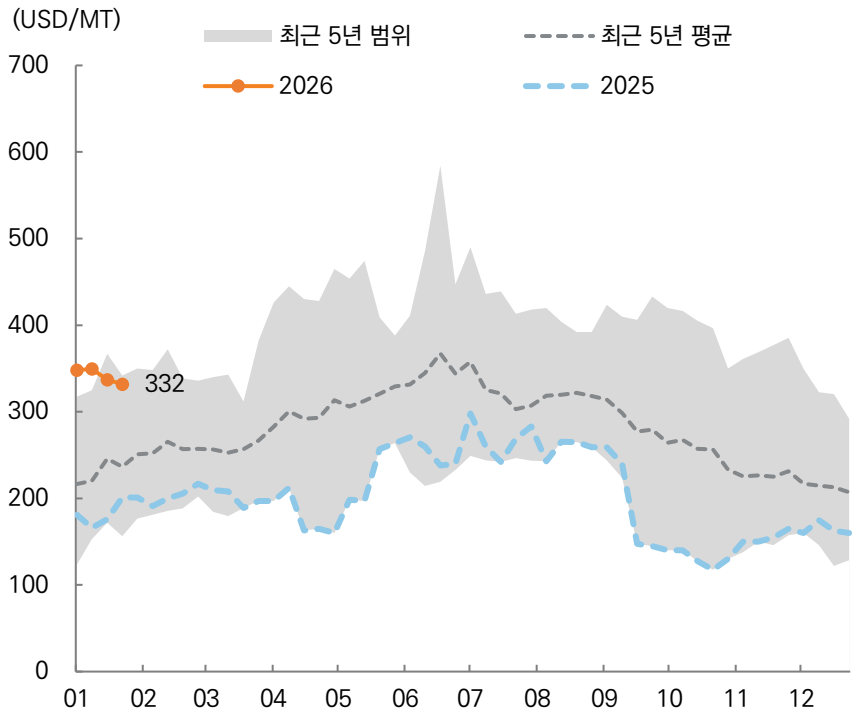
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – PX

26년 PX 강세 지속 전망

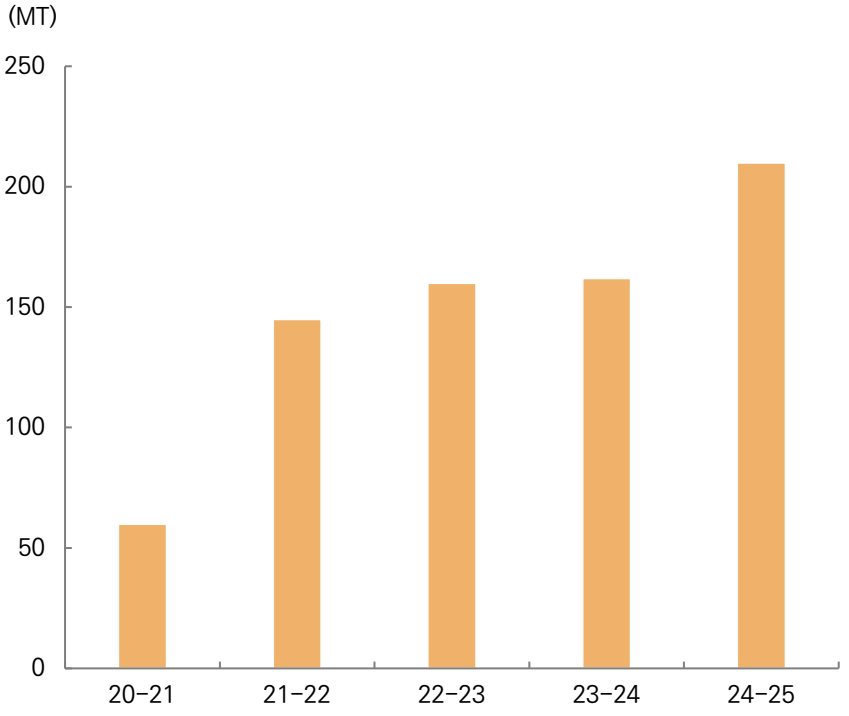
- PX 스프레드, 전월 대비 +104% 증가한 톤당 332 달러 기록
- 수년간 PX 생산 증설 속도 대비 다운스트림인 PTA 설비가 공격적으로 증설
- 26년 말 일부 PX 설비 증설 예정이나, 26년 내에는 공급 제약 지속 전망
- 인도, 규제 철회로 PTA 생산 체인 전반의 경쟁력 개선이 이뤄지고 있으며, GAIL사 120만 톤 규모의 PTA 설비를 3월경 가동 예정으로 PX 수요 확대 전망

대만 PX 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

인도 PTA 수입량



자료: S&P Global Energy, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 한국과 중국의 구조조정

한국, 12월 사업재편안 제출 완료
중국, 3월 조정안 통과 예상

- 12월 19일, 여수·대산·울산 등 3대 석화 단지 중심 국내 주요 기업 10곳 모두 사업 재편안 제출 완료
- 예상 감축 규모가 기존 정부 목표치였던 370만t를 상회할 것으로 업계 전망
- 울산, S-Oil 샤힌 프로젝트 가동 예정에 따라 구조개편 효과 미비 논란 지속
- 여수 추가 감축 대상 결정 늦어지며 채권단 금융지원 논의 지연, 대산은 설 연휴께 윤곽 드러날 것
- 중국, 3월 양회에서 구조조정안 통과 예상, 스페셜티 분야 집중 전망

분류	주요 노력	예상 감축 규모	세부 사항
정부 측	8월 구조조정 정책 발표	목표치 370만t	국내 NCC의 4분의 1가량을 감축하는 것이 목표. 정부는 10대 석화기업들에 구체적인 사업 재편 계획을 연말까지 제출하라고 지시. 충분한 사업 재편 계획을 제시한 기업에만 금융·세제·연구개발 지원과 규제 완화를 포함한 혜택 제공하기로 함
	석유화학 경쟁력 특별법 대표 발의		'석유화학 경쟁력 특별법'(8월 26일 대표 발의): R&D 투자 보조금, 전기요금 감면, 회계기준 특례, 기업 규제 완화, 인력 양성, 근로자 보호, 지역 경제 충격 완화 단기 유동성 지원 등 내용 포함
	산업위기 대응지역 지정		여수시에 이어 충남 서산시와 경북 포항시를 2027년 8월27일 까지 '산업위기 선제대응지역'으로 지정. 이후 정부는 긴급 경영 안정 자금 및 각종 대출 등을 지원할 예정. 또한 기업 경쟁력 강화 등을 위한 맞춤형 대책도 추가 지원할 예정
기업 측 (업계 예상 재편안)	(대산) 롯데케미칼 · HD현대오일뱅크	110만t	8월 자율협약 후 최초 구조조정안 확정 사례, 상대적으로 노후화된 롯데측 설비 가동 중단
	(여수) LG화학 · GS칼텍스	120만t	LG화학과 GS칼텍스 합작 법인 설립 후, 노후화/GS칼텍스와 먼 LG화학 1공장 폐쇄하는 방안
	(여수) 롯데케미칼 · 여천NCC	137만~170만t	가동 중인 3공장(47만t) 폐쇄에 더해 여천NCC 1, 2공장과 롯데케미칼 여수 공장 중 하나 추가 폐쇄 검토
	(울산) SK지오센트릭, 대한유화, S-Oil	-	3사 생산설비의 25% 감산하기로 했으나, 아직 구체적인 계획안 미발표 S-oil은 샤힌 프로젝트가 정부 감산 기조에 충돌하지 않는다는 입장 *S-oil 샤힌 프로젝트: 180만t 규모 정유·석화 통합 설비 구축 사업, 올해 6월 기계적 완공 후 하반기 가동
중국	3월 양회에서 구조조정 확정 예상	-	노후 설비 기준 30년 -> 20년으로 감소, 전자화학품과 고성능 폴리올레핀 소재 등 첨단 소재 경쟁력 강화 집중
	시노펙 · CNAF(China National Aviation Fuel Group) 합병	-	1월 8일, 두 국영 기업의 사업 통합 절차에 들어간 것으로 확인, 중국 내 정제 및 항공유 공급망 재조정 전망

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

태양광/풍력

III. 신재생에너지 – 26년에도 높지 않은 금리 인하 기대감

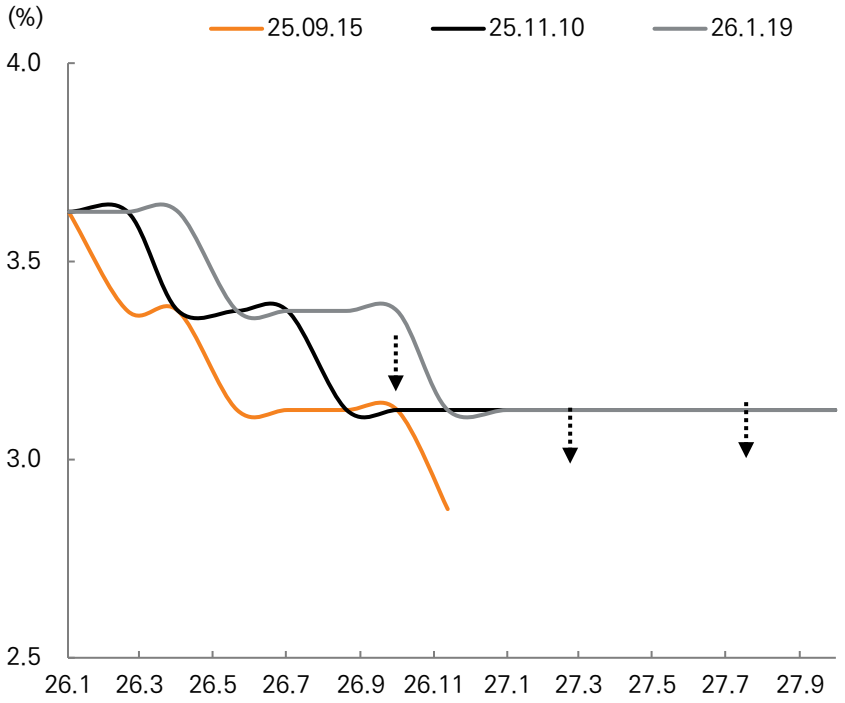
26년 미 기준금리, 연내 2회 인하 기대 반영

- 미 국채 2년 금리는 25년 하반기에 29bp 하락한 3.59% 기록. 미 연준의 완화적 스탠스 지속, 민간 부문 고용 부진, 인플레이션 기대 안정 등에 기인
- FedWatch에 반영된 26년 기준금리 인하 기대감은 2회(6월, 12월)를 반영 중. 인하 시점도 25년 하반기 대비 지연될 것으로 예상
- 예상보다 매파적이었던 경제 지표(고용, 실업률)와 연준의 점도표가 1회 인하를 반영했기 때문
- 26년 미국 국채 금리도 전년과 마찬가지로 시장 기대치 대비 추가 인하 가능성은 낮을 것으로 예상

주요국 국채 2년 금리 추이

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로(CME Fed Watch) 전망



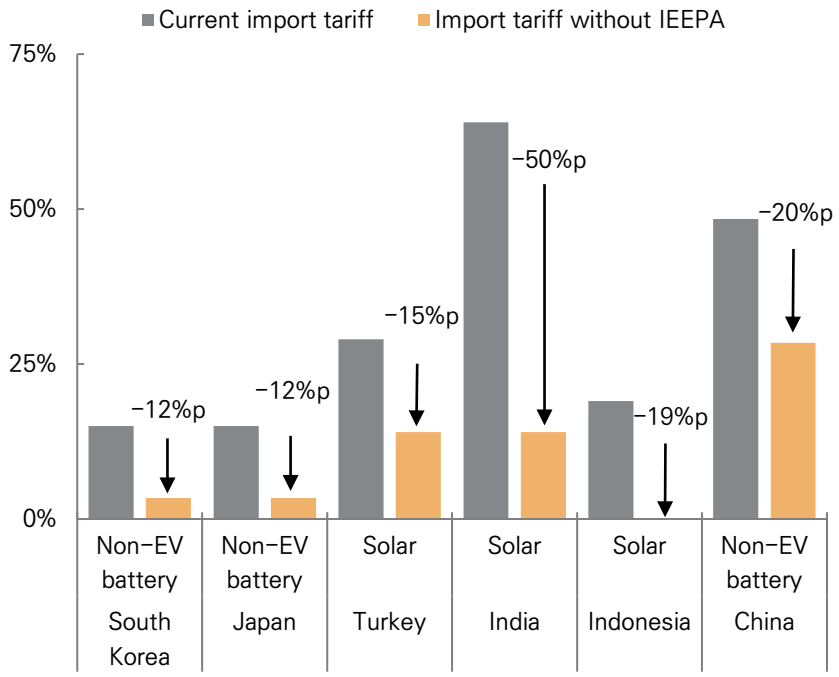
자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 트럼프 관세가 사라진다면

한국/일본 배터리 및 터키 태양광 업체들 수혜

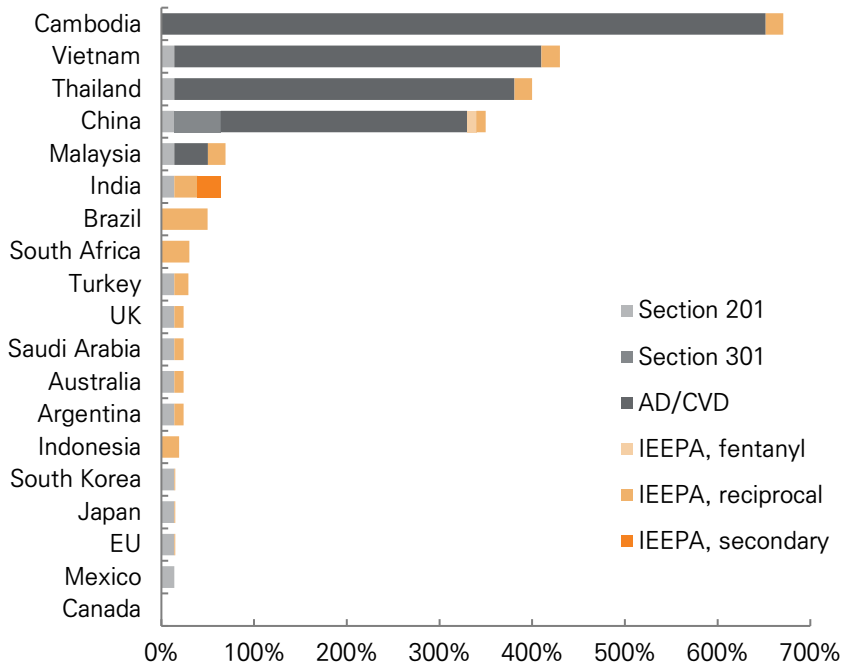
- 미국 대법원은 트럼프 행정부의 상호관세의 위헌 여부를 판결할 전망
- 트럼프 행정부는 IEEPA(국제긴급경제권한법)를 근거로 상호관세를 부과. 대부분의 수입품에 기본 관세(10%) + 국가별 추가 관세(10~50%)를 “무역 불균형”을 근거로 국가 비상상태를 선언하며 적용
- 만약 상호관세가 위헌으로 판결되면, Non-EV 배터리 관세가 크게 낮아지며, 태양광 관세는 소폭 감소
- **한국/일본 배터리 및 터키 태양광 업체들에 단기 수혜**
- 인도/인도네시아는 곧 AD/CVD 예비판정 발표될 예정이기에 수혜에서 제외

트럼프 상호관세가 사라진다면



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

미국 내 태양광 수입 관세(국가별)



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 트럼프 관세가 사라진다면

어떻게든 관세를 부과할 방법은 있다

- 하지만 트럼프 행정부는 곧바로 다른 관세를 매길 가능성이 높기에 영향이 크지는 않을 것
- BNEF에 따르면, 가능성이 높은 안은
  1) Section 122를 통해 150일간 10~15%의 관세를 우선적으로 부과해 여유시간을 마련하고,
  2) Section 301 조사를 통해 시장별/제품별 관세를 부과할 것으로 예상

IEEPA 상호관세 대체 가능한 미국 관세 규정

관세명	목적	최고 관세율	한계점 / 특징
Section 122	무역 상대국과의 미국 국제수지 적자 해소	15% (최대 150일간)	일시적 조치이며, 무역 상대국별로 관세율 차등 적용 범위가 제한됨
Section 301	불공정 무역 관행 대응	별도 지정 없음	조사 기간이 길어질 수 있음 (공청회·공개 의견 수렴 기간이 보통 필요)
Section 232	국가 안보를 위협한다고 판단되는 수입 대응	별도 지정 없음	절차상 최대 270일 소요 가능하나, 기존 조사 기반 시 품목 범위는 빠르게 확대 가능
Section 201	국내 산업에 피해를 주는 수입 급증 대응	기존 관세율의 50% 인상	조사 절차 최대 180일 소요
Section 338	미국 상거래에 대한 외국 차별 대응	50%	실제 사용된 적 없음, 법적 미검증 상태이며 사법적 도전 가능성 높음
AD/CVD	불공정 무역 관행 대응	별도 지정 없음	조사 기간 매우 길고, 기업별 상세 증거 자료 제출 필요

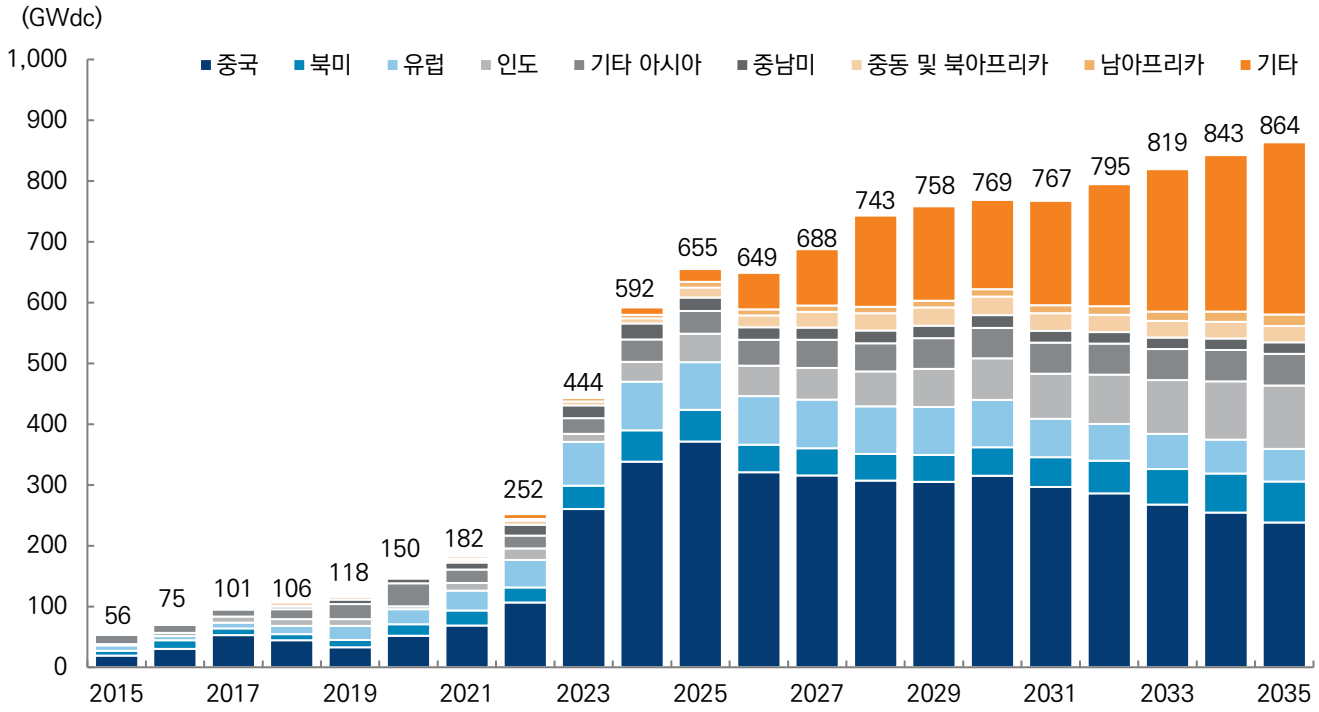
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 시장 전망

The First Dip

- BNEF, 글로벌 태양광 신규 설치량 25년 655GW, 26년 649GW 전망. 태양광의 첫 역성장을 예상
- 이는 중국/미국의 26년 수요 부진에 기인. 중국 371GW → 321GW, 미국 51GW → 44GW 예상
- 중국은 재생에너지 전력 정책 개편 및 그리드 노후화, 미국은 OBBBA 정책 변화 때문
- 다만 정책에 따른 변화 적응 이후, 27년부터는 다시 완만한 성장세를 보일 것으로 예상
- 성장의 주역은 신흥국에서 나타날 전망. 주요국은 파키스탄, 인도, 필리핀, 사우디아라비아, UAE 등

글로벌 태양광 신규 설치량 전망



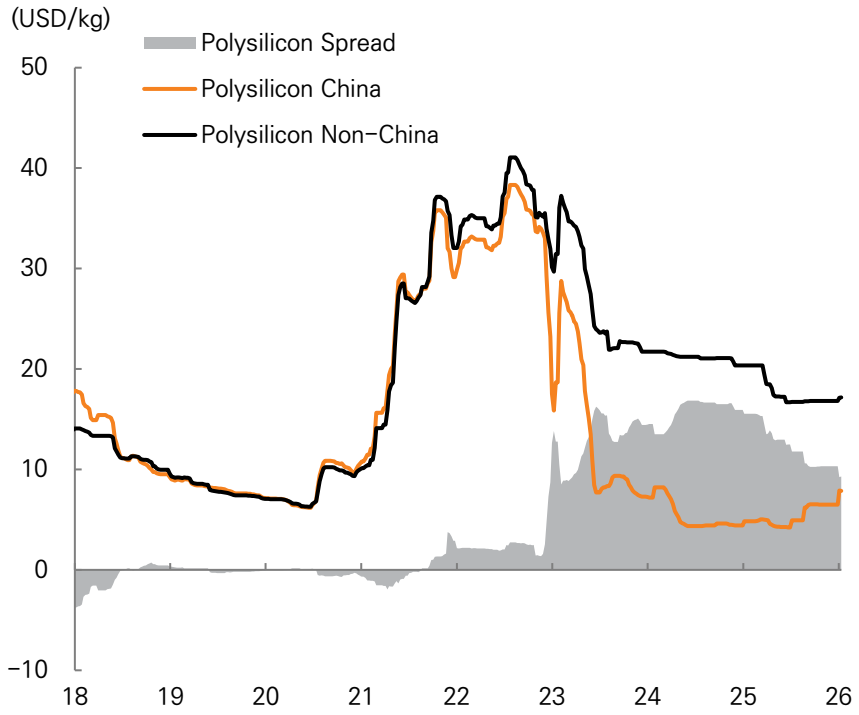
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 – 미국 태양광 가격

태양광: 비중확대(상향)

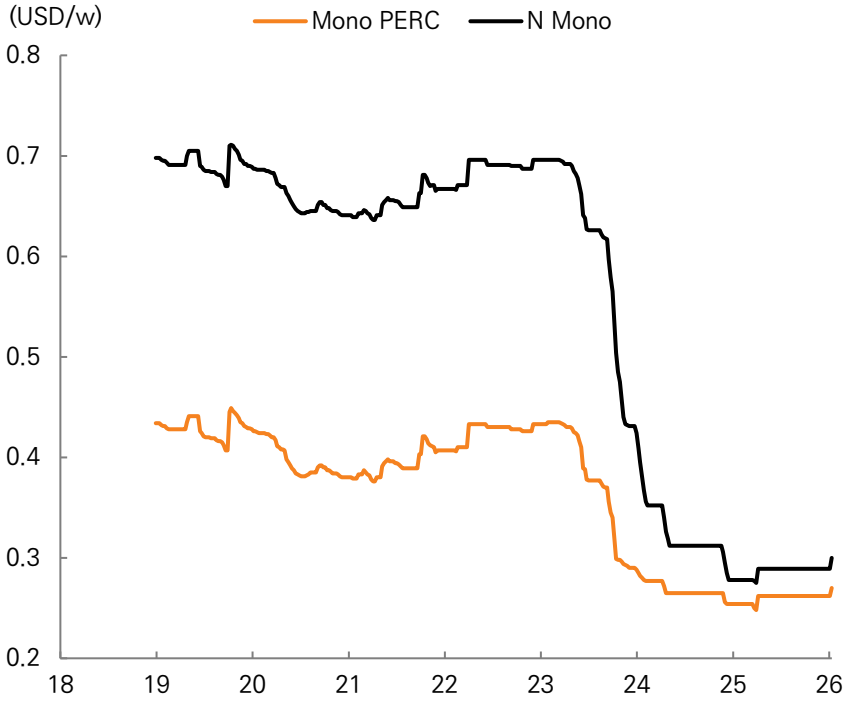
- **결론: 미국 태양광 가격 상승 시작을 근거로 태양광 투자의견을 비중확대로 상향 조정**
- 미국향 태양광 제품 가격이 약 9개월 만에 상승세를 기록했으며, 당분간 상승세 유지할 전망
- 1) 중국 폴리실리콘 규제 Section 232 발표 임박, 2) AD/CVD 정상 작동으로 인한 수입량 감소, 3) 2026년 PFE로 인한 중국산 비중 감소 압박 등이 가격 상승 요인으로 판단
- 폴리실리콘(Non-China): 전월대비 +2.2% 상승한 $17.2/kg 기록
- 미국 모듈(N mono): 전월대비 +4% 상승한 $0.3/w 기록

폴리실리콘 가격 비교(China vs. Non-China)



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 모듈 가격 추이



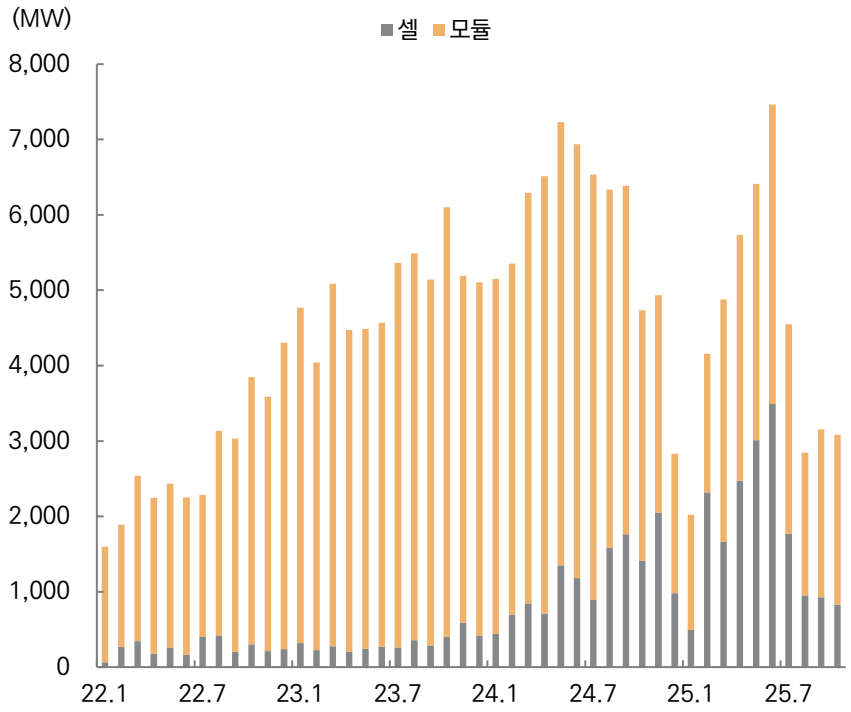
주: DDP(Delivered Duty Paid) 기준. 관세 납부 후 인도 조건. 판매자가 관세 비용 부담
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국 태양광 수입량 추이

급감한 미국 태양광 수입

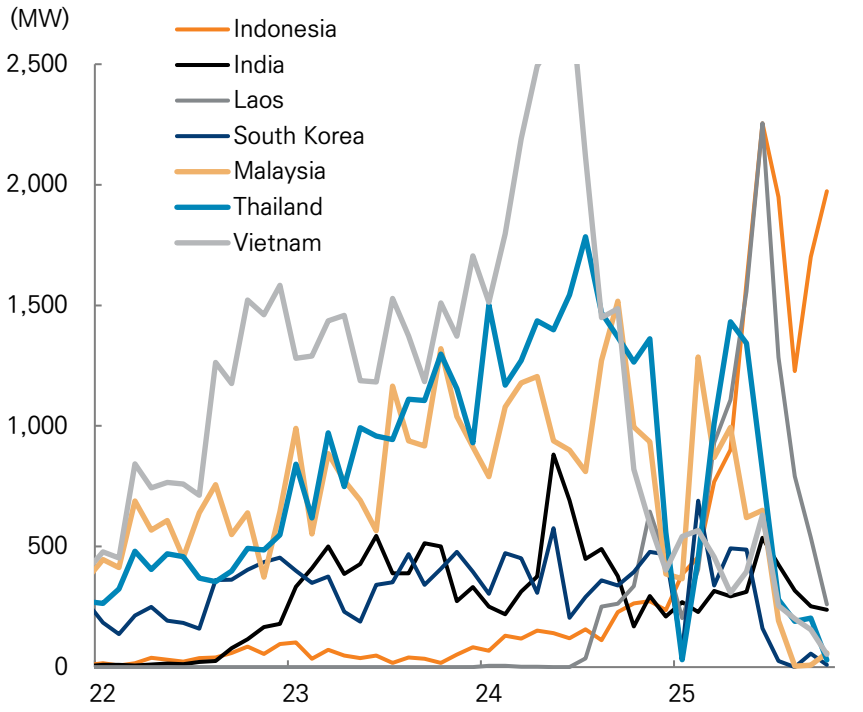
- 미국 태양광 셀/모듈 10월 수입량 3.1GW 기록(3개월 연속 약 3GW 수준)
- 미국 정부 셧다운 종료 이후 업데이트된 8월 데이터에서 -37% 감소한 이후 낮은 수준 유지 중
- AD/CVD 예비판정 발표를 앞둔 인도네시아(2.0GW), 인도(0.2GW), 라오스(0.3GW)가 대부분 차지
- 이미 AD/CVD가 부과중인 국가들 수출량은 50MW 이하 기록
- 만약 인도네시아/인도/라오스까지 AD/CVD 관세가 부과되면 공급량 추가 축소 가능성 높아

미국 태양광 셀/모듈 수입량 및 변화 추이



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 셀/모듈 국가별 수입량 추이



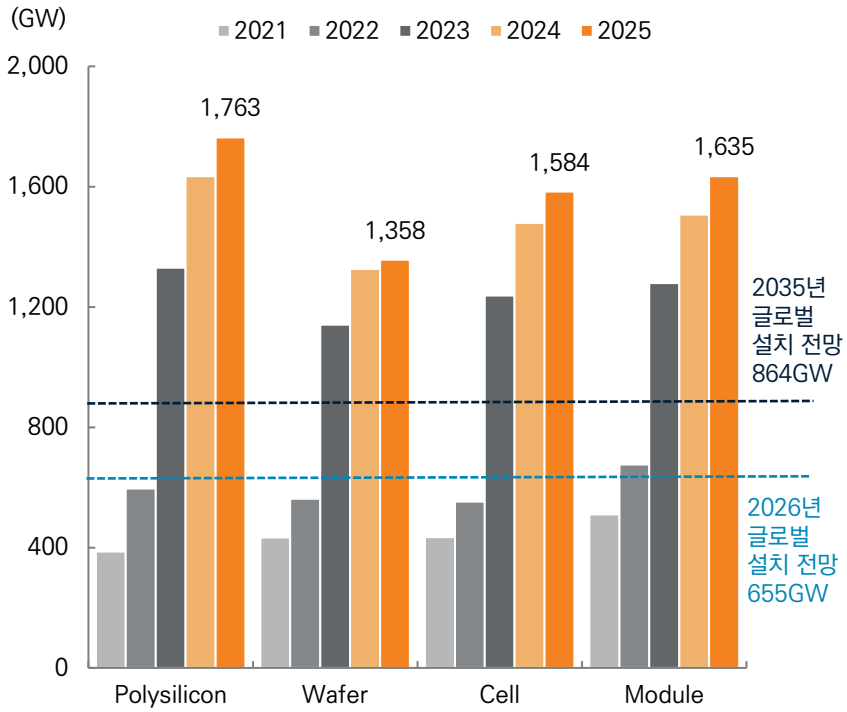
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 중국 구조조정

반내권, No 라는 옵션은 없다

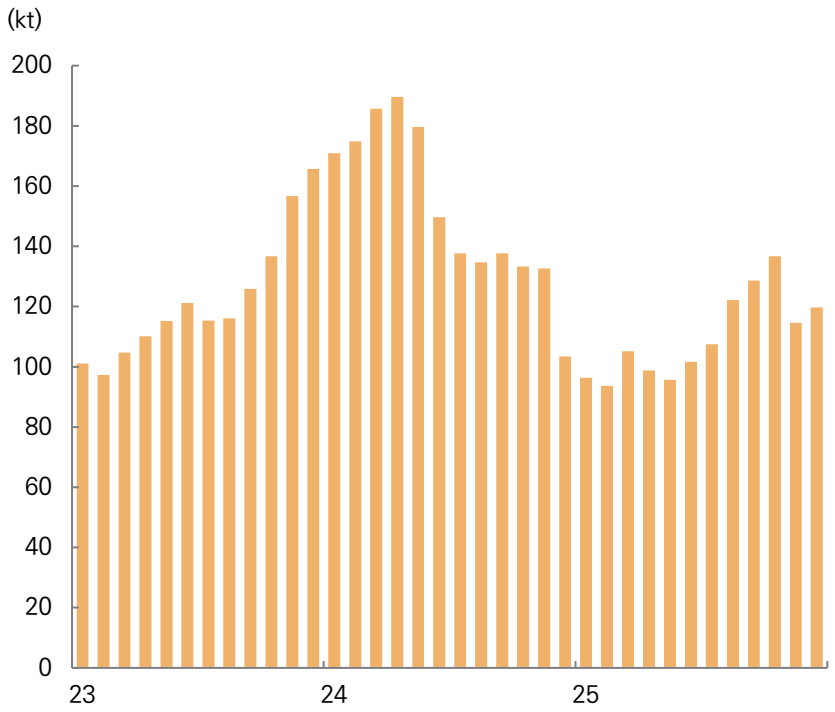
- 25년 말 기준, 글로벌 태양광 생산능력은 수요 대비 폴리실리콘 2.7배, 웨이퍼 2.1배, 셀/모듈 2.5배
- 게다가 최근 웨이퍼 업체들의 효율성 개선으로 점차 적은 폴리실리콘을 사용하는 추세를 생각하면 폴리실리콘은 조만간 3배 이상의 캐파를 보유할 가능성도 농후
- 반내권을 통한 중국 태양광 구조조정은 옵션이 아닌 필수로 판단
- 시장에서 구조조정 구체화가 어려울 것이라는 우려가 있지만, 중국 정부는 효율화를 진행할 것으로 예상

글로벌 태양광 생산능력 vs. 수요 전망 비교



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 생산량 추정



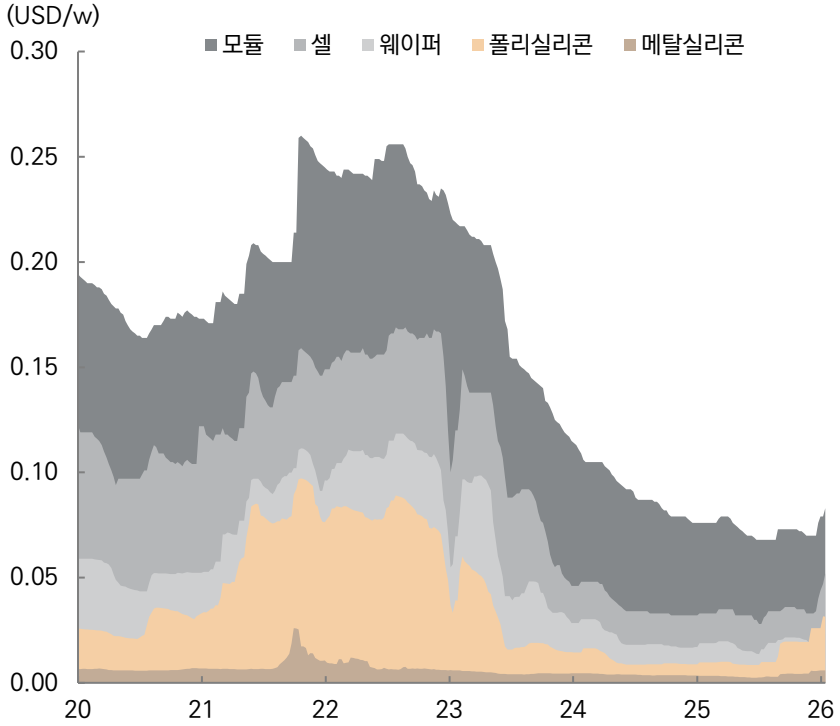
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 중국 태양광

중국 폴리실리콘 가격 변동성 확대 구간 예상

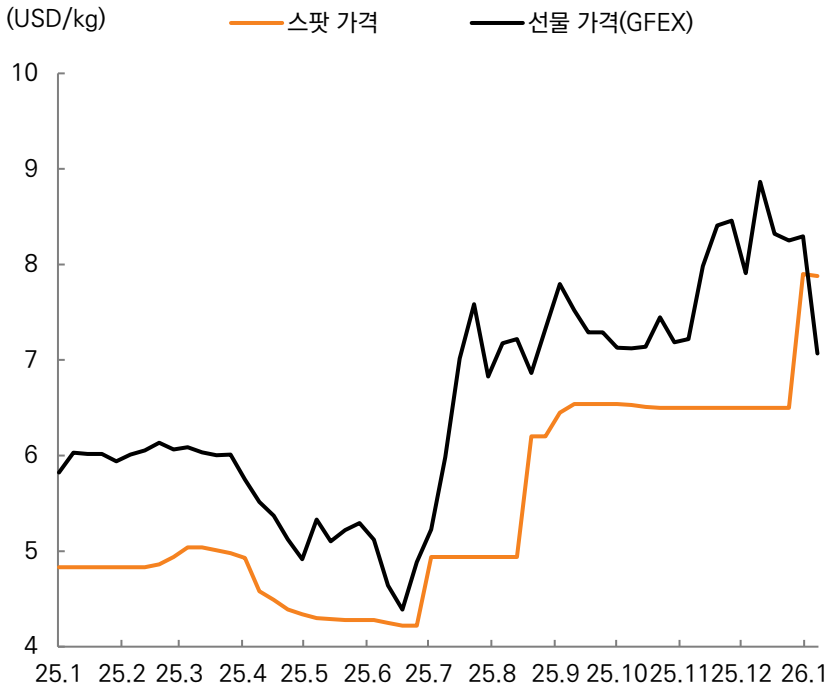
- 중국 폴리실리콘 제조업체들의 공동 가격 인상으로(60위안/kg) 부진한 수요에도 불구하고 가격 상승
- 시장의 폴리실리콘 시장 회복에 대한 기대감은 높으나, 거래량이 얇아 가격 변동성이 클 전망
- 아직은 중국 내 폴리실리콘 재고가 많은 것으로 추정되어 매입 규모가 크지 않기 때문
- 선물 가격 하락세는 수요 부진 및 중국 정부의 업체들에 대한 가격 인상에 대한 경고에 기인
- 메탈실리콘 +3.0%, 폴리실리콘 +21.2%, 웨이퍼 +18.2%, 셀 +52.9%, 모듈 +18.6%

중국 태양광 밸류체인 상대가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 가격 추이(스팟 & 선물)



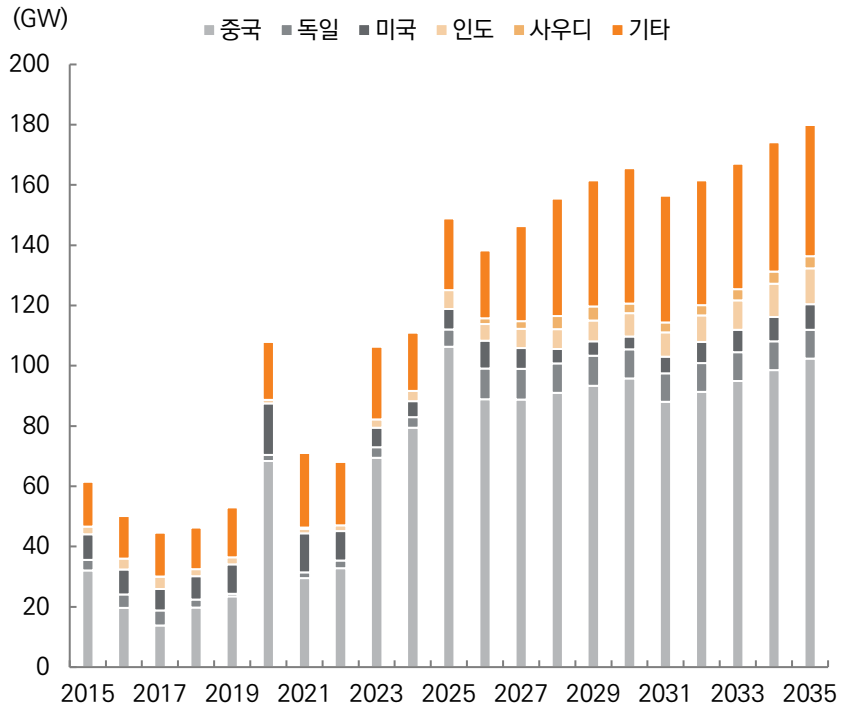
자료: PV Insights, GFEX, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 시장 전망

풍력: 중립(유지)

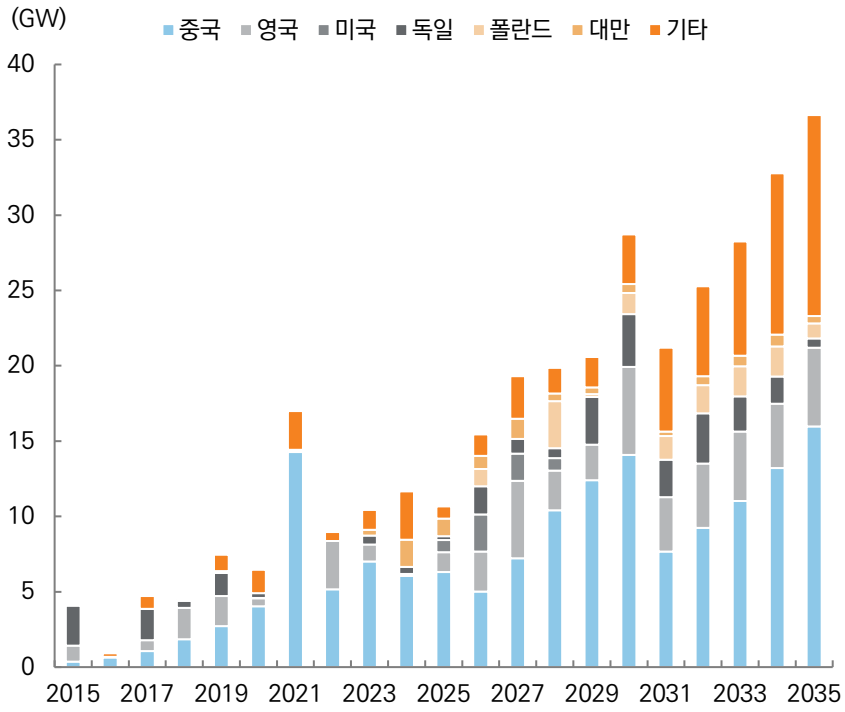
- **결론: 시장 2위 미국의 부진에 가려진 나머지 국가들의 성장세. 풍력 섹터 중립 의견 유지**
- BNEF, 글로벌 풍력 신규 설치량 25년 160GW, 26년 154GW(육상 138GW, 해상 15GW) 전망
- 태양광과 마찬가지로 중국의 재생에너지에 대한 보조금 정책 변화와 그리드 영향이 큰 것으로 판단
- 중국 육상풍력은 106GW → 89GW로 독일/미국이 각각 5GW씩 추가 설치가 예상됨에도 역부족
- 해상풍력은 영국/미국/독일/폴란드의 선전을 기대. 미국 역시 트럼프의 방해에도 진행 중인 프로젝트들은 완공 가능할 전망

글로벌 신규 육상풍력 설치량 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신규 해상풍력 설치량 전망



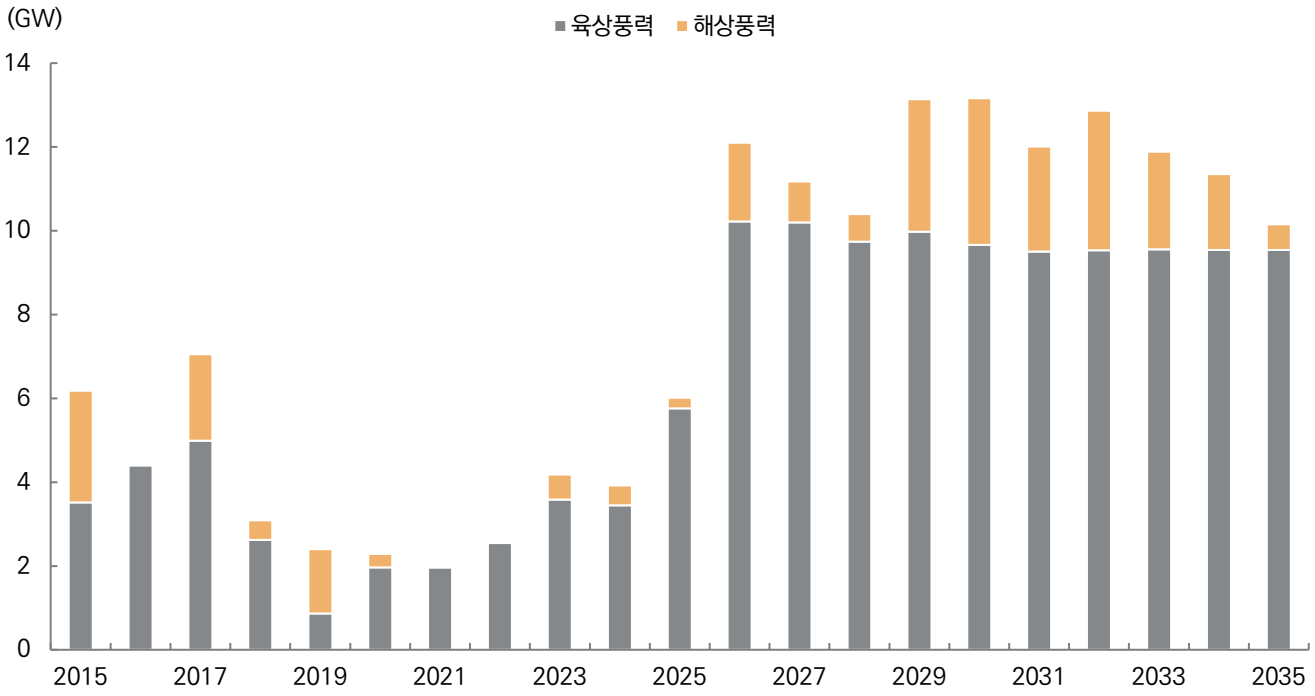
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 26년 주목할 국가, 독일

26년 미국을 제치고 2위 시장 등극 가능성

- BNEF, 독일 신규 설치량 25년 6.0GW(+53% YoY), 26년 12.1GW(+101% YoY) 전망
- 25년, 경매 참여 증가 및 허가 속도 가속화에 따라 사상최대 약 14.4GW의 20년 CfD 수주 전망
- 그리드 확장 지연으로 인해 25년 예상 설치량이 26~27년으로 밀린 상황
- 26년부터 글로벌 풍력 신규 설치량 2위 기록할 것으로 예상
- 독일의 업사이드는 리파워링 가속화이며, 다운사이드는 그리드 병목 심화 및 CfD 지원 축소 등

독일 신규 풍력 설치량 전망



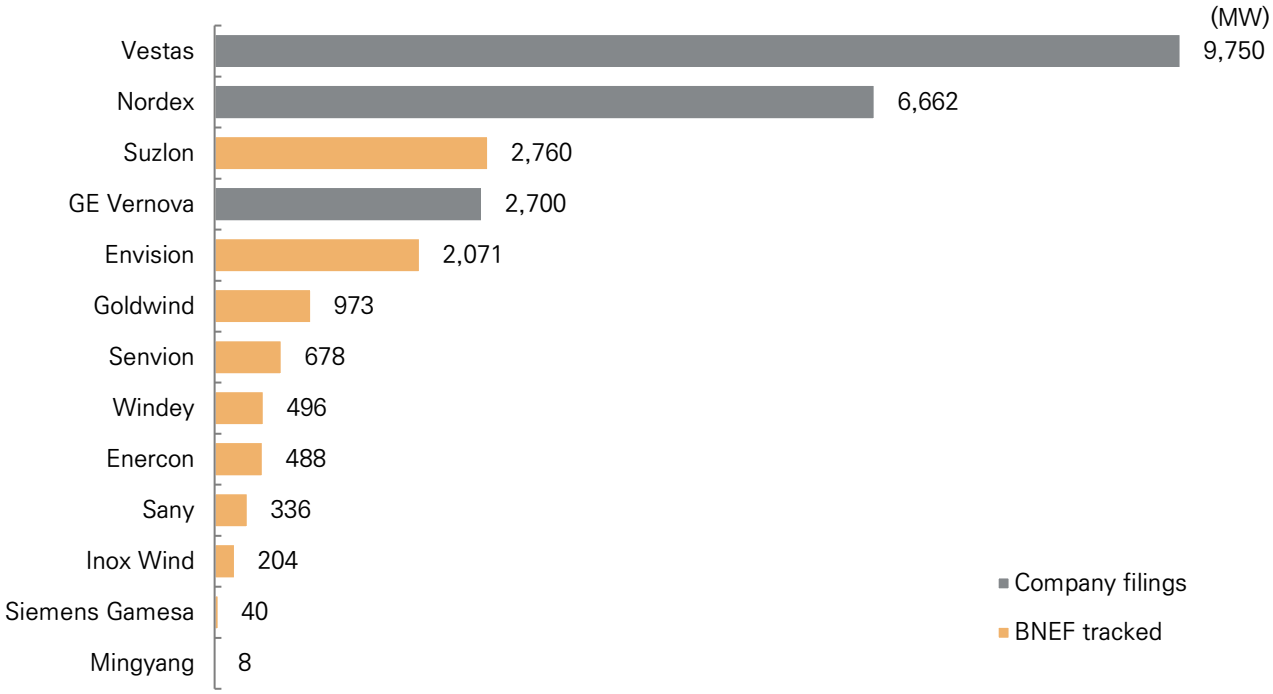
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 풍력 터빈 수주

독일 시장 성장의 수혜는 Vestas와 Nordex

- 25년 1~3분기 글로벌 풍력 터빈 수주(중국 본토 제외)는 27GW로 육상풍력 94%, 해상풍력 6%
- 터빈메이커 순위는 Vestas(10GW), Nordex(7GW), Suzlon(2.8GW), 중국 터빈메이커(4GW)
- Vestas(덴마크)와 Nordex(독일)의 수주가 미국/독일에 치중. 독일 시장 성장 수혜 가능성 높아
- 중국 기업들의 수주는 4GW로 전년 대비 1GW 감소. 대부분은 Envision이 수주한 인도 물량(2GW). 2위는 Goldwind(1GW)로 태국, 캐나다, 유럽 등 다양하게 수주

25년 3분기까지 공개된 터빈 수주



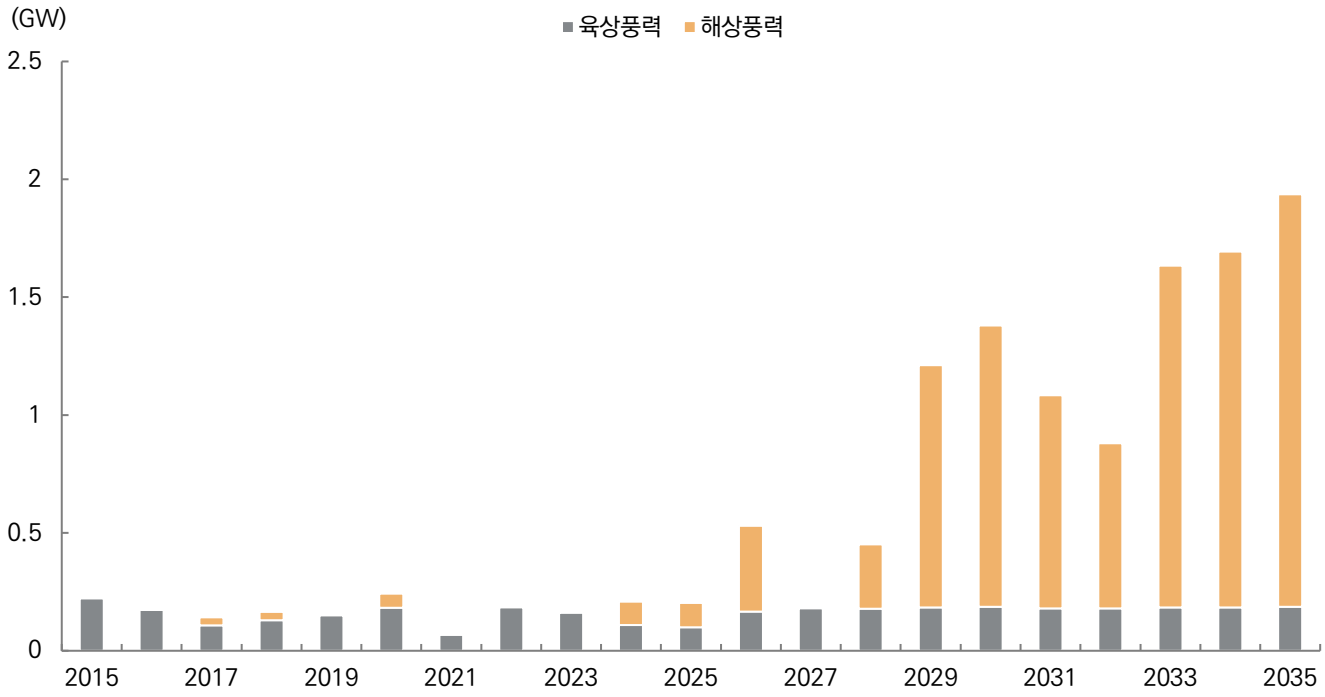
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 한국의 야심찬 목표

한국 2035년 재생에너지 비중 최소 30% 이상 목표

- 한국, 신규 풍력 25년 203MW(-3% YoY), 26년 530MW(+161% YoY) 설치 전망
- 한국에서 신규 출범한 기후에너지환경부는 2035년까지 순배출량을 약 60% 감축하겠다고 발표
- 이를 통해 재생에너지 비중 24년 9% → 35년 최소 30% 이상 확대. 석탄 발전 단계적 축소
- 가장 감축량이 큰 부문은 전력으로 75% 감축을 목표. 최대 배출 부문인 산업은 24~31% 감축 목표
- 신규 NDC(국가결정기여) 목표는 BNEF 시나리오 대비 높으나, 넷제로 시나리오 대비해서는 부족

한국 풍력 신규 설치량 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

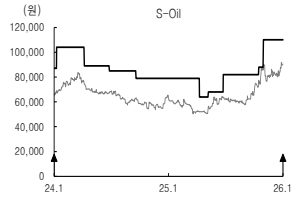
Compliance

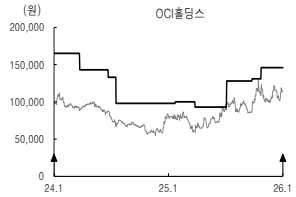
투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)				
2025.11.19	매수	110,000	-	-
2025.11.04	매수	88,000	-6.82	0.00
2025.07.14	매수	82,000	-23.08	-8.66
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2025.11.12	매수	146,000	-	-
2025.10.14	매수	131,000	-15.84	-1.83
2025.07.25	매수	128,000	-26.20	-17.42
2025.04.15	매수	93,000	-19.02	3.33
2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80
2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29
2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26
2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07
2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함





투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스, S-Oil 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.