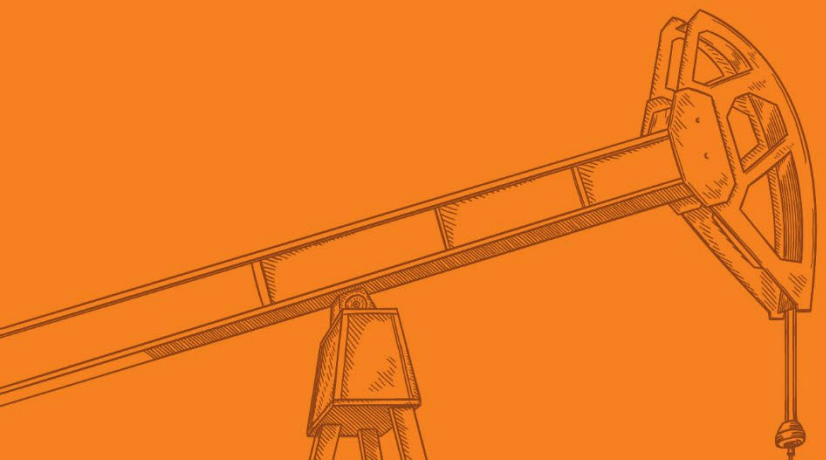
02 2026 Monthly

MIRAE ASSET 미래에셋증권

[월간 리서치] 에너지/정유화학

강해지는 미국의 중국 규제

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com



CONTENTS

Top Pick
OCI홀딩스 (010060)

I. 국제유가 8

II. 정유/화학 16

III. 태양광/풍력 29

[요약] 강해지는 미국의 중국 규제

국제유가

- **국제유가:** 단기 강세 전망. 미국-이란 지정학적 리스크 불거질 것이나, OPEC+가 불 붙은 유가 진압할 것으로 예상
- 이유는 1) 미국-이란 핵 협상에 대한 견해 차이가 크고, 2) 미국의 군사적 압력이 커졌기 때문
- 하지만 장기적인 이란 원유 수출량에 영향을 미칠 가능성은 낮다고 판단
- OPEC+의 4월 증산 재개, 높은 해상 물동량, 부진한 수요 등으로 인해 중장기적인 유가 안정화 관점은 유지

정유 (중립)
화학 (중립)

- **정유: 단기 정제마진 상승 여력 제한적. 특히 휘발유의 높은 재고로 인해 낮은 정제마진 지속 예상**
- 2분기까지는 정제마진 강할 가능성 높지만, 하반기부터 주요 증설 물량 시장 진입하며 약세 가능성 존재
- 우크라이나의 러시아 정유 설비 드론 공격 정점 지난 것으로 확인. 하지만 반복적인 공격은 여전히 하방 경직성 높이는 중
- 메가 프로젝트(Dos Bocas, Dangote, Yulong)들의 가동률 상승은 정제마진에 숨은 하방 리스크
- **화학: 높은 유가로 인한 원가 부담 확대. 에틸렌 스프레드 5년 내 최저 수준 기록**
- 에틸렌, 작년 연말부터 이어진 다운스트림 실적 악화로 수요 약화 지속. 나프타 가격 상승으로 원가 부담 증가
- 부타디엔, 가격 상승폭(20~40%) 대비 고무 가격의 판가 전가 여부 확인 불가. 고무 업체들 1분기 실적 개선 어려울 전망
- PVC, 4월 수출세 리베이트 폐지 발표에 따라 단기적 수출 러시 발생, 스프레드 확대는 에틸렌 약세 영향

태양광 (비중확대)
풍력 (중립)

- **Top Pick: OCI홀딩스. PFE 예비지침 발표로, 미국 내 중국 태양광 제품에 대한 기피 현상 가속화 예상**
- 미국, 신규 FEOC 지침 발표. FEOC 위반 시 세액 공제 무효화 및 벌금은 큰 부담, 중국 제품 기피 현상은 더욱 강화될 전망
- 최종 가이드 라인은 3월 31일까지 의견 수렴 후 발표 예정
- **태양광: 더욱 뚜렷해지는 미국 폴리실리콘/모듈 가격 상승. 앞으로 나올 이벤트들은 더 많다**
- 1) Section 232 발표 임박, 2) AD/CVD 예비판정 통한 수입량 감소, 3) 26년 PFE 최종 가이드라인 등
- **풍력: 중국을 위주로 꺾이는 26년 풍력 수요. 그래도 26년 성장하는 Non-China 해상풍력**
- 26년 해상풍력(중국 제외), 영국/미국/독일/폴란드 등의 선전으로 25년 대비 136% 증가한 9.9GW 설치 전망

[Top Pick] OCI홀딩스 (010060)

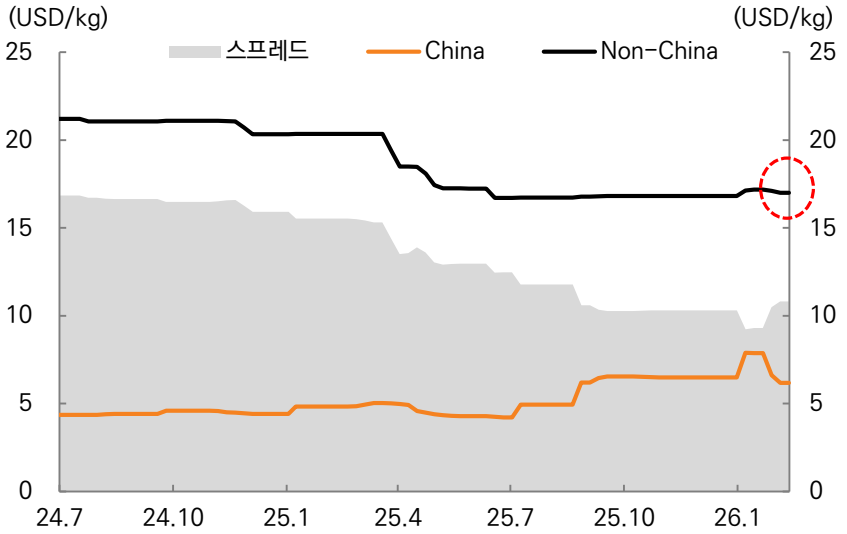
[에너지/정유화학] 이진호

투자포인트

- 목표주가 18.2만원 제시(기존 18만원에서 상향)하며, 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
- 4Q25 영업이익은 273억원으로 컨센서스(238억원)를 15% 상회. 전분기(-533억원) 대비 흑자전환한 이유는 OCITRS(폴리실리콘) 부문의 가동률 회복으로 수익성이 개선(3Q -647억원 → 4Q 332억원)되었기 때문
- Section 232, PFE 지침 최종발표, 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 규제 정리

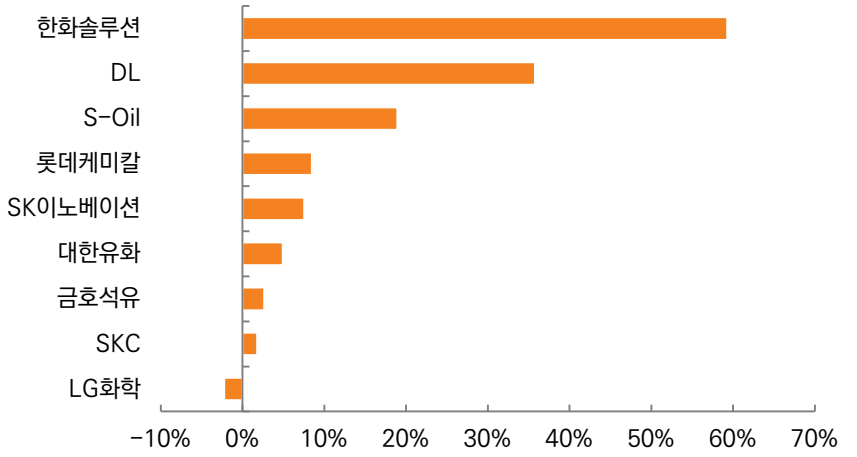
규제 종류	적용 지역	관세 또는 규제	상태	타겟 품목
AD/CVD (2025)	인도네시아, 인도, 라오스	미확정, 94~190% 가능성	조사 중 (2~3월 내 예비결과 발표)	셀, 모듈
Section 232	중국	중국산 폴리실리콘 포함 제품 수입 제한 또는 관세 부과 예정	조사 중 (3월 말 발표 데드라인)	폴리실리콘 및 파생 제품
PFE (FEOC)	중국,이란, 러시아,북한	FEOC 비중이 50%를 상회할 시, 미국 내 세액공제 수령 불가	26년부터 적용 중	태양광/ 풍력/ 배터리

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2월 월간 수익률(1/20~2/18)

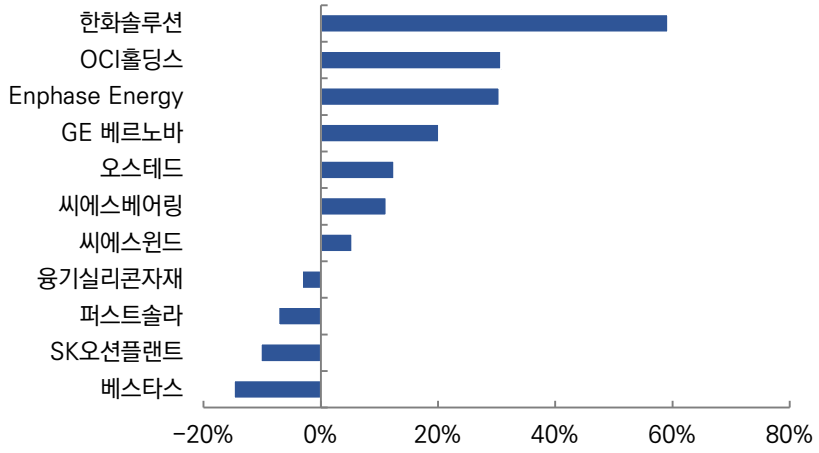
섹터별 월간 수익률

정유/석유화학



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신재생에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

정유/석유화학

- 정유는 정제마진 강세 및 미국 한파로 인한 공급 차질 영향으로 긍정적인 주가 흐름 기록
- 화학은 신흥국 및 시클리컬 주식들에 대한 기대감으로 상승했으나, 이후 유가 상승 및 실적 기대치 하회 등으로 상승폭 되돌림
- S-Oil, 4분기 실적 컨센서스 상회했으며, 실적 모멘텀이 가장 견조한 기업으로서 주가 +19% 기록

신재생에너지

- 태양광, 머스크의 우주 데이터센터 내 태양광 사용 언급으로 인한 기대감과 미국 태양광 시장의 가격 인상 기대감으로 상승
- 한화솔루션/OCI홀딩스, 미국 내 머스크와 태양광/우주 태양광 사업에 대한 JV 기대감 및 강한 1분기 가이던스로 상승
- 반면, 퍼스트솔라는 가장 큰 미국 태양광 사업자라는 지위를 내려놓을 가능성이 커지며 하락세 기록

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	59.905	KRW	5,658	3.3	17.5	6.4	53.1	82.0	3.2	3.9	8.7	1.8	52.2	0.9	8.7
화학	83.281	KRW	5,863	8.3	21.6	16.1	71.2	199.1	9.5	4.8	15.9	6.4	13.0	0.8	5.0
유틸리티	39.821	KRW	1,698	-0.1	11.3	20.6	127.2	107.6	15.2	14.1	8.7	15.8	4.2	0.7	5.7
SK이노베이션	13.359	KRW	114,000	6.6	7.5	-2.1	-2.1	53.9	1.3	2.3	0.0	-0.2	-	0.8	12.5
S-Oil	8.334	KRW	106,800	8.0	18.9	23.5	23.5	23.2	1.1	4.7	5.8	11.0	12.8	1.3	7.2
GS	4.579	KRW	71,100	3.9	18.7	20.3	20.3	17.7	2.1	11.6	5.9	5.4	8.3	0.4	5.9
HD현대	14.072	KRW	257,000	6.9	9.1	16.8	16.8	53.0	5.3	10.0	13.4	14.8	13.3	1.9	4.7
사우디 아람코	1641.55	SAR	25.44	-1.6	1.8	-1.5	-1.5	443.2	196.8	44.4	0.4	24.9	16.5	4.1	7.7
엑슨 모빌	616.507	USD	146.19	-3.3	12.5	22.8	22.8	328.4	40.0	12.2	6.8	10.9	21.4	2.4	9.6
쉐브론	363.541	USD	180.55	-1.1	8.6	17.5	17.5	179.7	20.5	11.4	6.8	7.9	26.4	2.1	9.1
코노코필립스	132.966	USD	108.78	0.1	10.8	21.3	21.3	55.5	10.3	18.5	5.0	9.7	21.8	2.1	6.7
한화솔루션	5.427	KRW	45,550	11.6	59.3	67.5	67.5	10.6	0.4	3.9	0.2	0.2	128.0	1.0	14.8
OCI홀딩스	1.936	KRW	149,600	3.1	30.8	37.6	37.6	2.8	0.2	8.2	7.5	5.2	-	0.7	6.8
퍼스트솔라	24.257	USD	226.05	1.8	-7.3	-10.4	-10.4	5.1	1.6	31.9	14.5	17.7	-	2.5	10.6
융기실리콘자재	19.898	CNY	18.13	-1.3	-3.2	-14.3	-14.3	10.3	-0.8	-7.5	-0.1	-8.0	9.4	2.4	91.0
Enphase Energy	5.983	USD	45.64	-9.3	30.5	65.4	65.4	1.2	0.3	22.0	2.3	12.8	-	4.4	17.8
SK오션플랜트	0.780	KRW	18,000	6.1	-10.2	-5.8	-5.8	0.7	0.0	6.0	0.4	4.9	-	1.5	14.9
씨에스윈드	1.257	KRW	43,000	3.7	5.4	6.1	6.1	2.0	0.2	10.6	2.0	8.7	25.5	1.5	5.4
GE 베르노바	220.785	USD	819.15	2.2	20.2	47.6	47.6	44.5	4.3	9.7	14.3	31.4	13.8	16.2	37.1
오스테드	31.928	DKK	152.45	-0.5	12.5	20.7	20.7	13.0	3.0	22.8	1.3	8.2	18.6	1.4	8.3
베스타스	25.189	DKK	157.35	-3.6	-14.8	4.3	4.3	24.8	1.7	7.0	1.3	23.5	15.5	4.6	8.0
LG화학	15.976	KRW	326,500	6.4	-2.2	-16.1	-16.1	34.1	1.4	4.1	1.8	0.5	-	0.8	7.8
롯데케미칼	2.393	KRW	80,700	9.9	8.5	-0.4	-0.4	13.6	-0.3	-1.9	-7.7	-4.4	-	0.3	15.8
금호석유	2.601	KRW	144,200	6.1	2.6	23.8	23.8	4.8	0.3	5.4	10.6	6.1	31.2	0.6	5.4
SKC	2.853	KRW	108,700	0.4	1.8	-3.1	-3.1	1.5	-0.1	-3.9	-4.2	-17.3	15.2	4.0	59.2
DL	0.717	KRW	49,350	12.8	35.8	26.5	26.5	3.6	0.3	8.4	4.6	3.9	-	0.3	7.3
대한유화	0.741	KRW	164,500	12.1	4.9	15.0	15.0	2.3	0.0	1.6	4.5	2.0	501.4	0.6	5.4
에너지	59.905	KRW	5,658	3.3	17.5	6.4	53.1	82.0	3.2	3.9	8.7	1.8	52.2	0.9	8.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 섹터별 주요 뉴스

신재생	01월 13일	OCI홀딩스, 베트남 웨이퍼공장 생산 돌입… '중국산 배제' 공급망 구축
	01월 21일	은값 300% 급등에 태양광 원가 '비상' ···기술 전환 압박 커진다
	02월 05일	중국 태양광산업협회 류이양 회장과의 인터뷰: 퇴화 반대, 우주 태양광, 수출세 환급 논의
	02월 06일	신한은행, 한화솔루션 美신재생에너지 개발에 '3억 달러' 금융 지원
	02월 12일	머스크 덕 본 한화솔루션, 실적 현실화까지 자본 조달 고민 여전
정유화학	01월 27일	일본 석유화학 3사, 에틸렌 설비 통폐합 단행
	01월 30일	롯데케미칼 "대산 NCC 전면 셧다운 확정 아냐"
	02월 06일	석화 부진하다지만… 고부가 정밀화학 '스페셜티'는 뜨겁다
	02월 10일	에쓰오일, 사빅과 폴리에틸렌 수출 계약…5.5조원 규모
	02월 13일	OPEC+, 4월부터 원유 감산 완화 재개할 계획

[월간 리서치] 에너지/정유화학

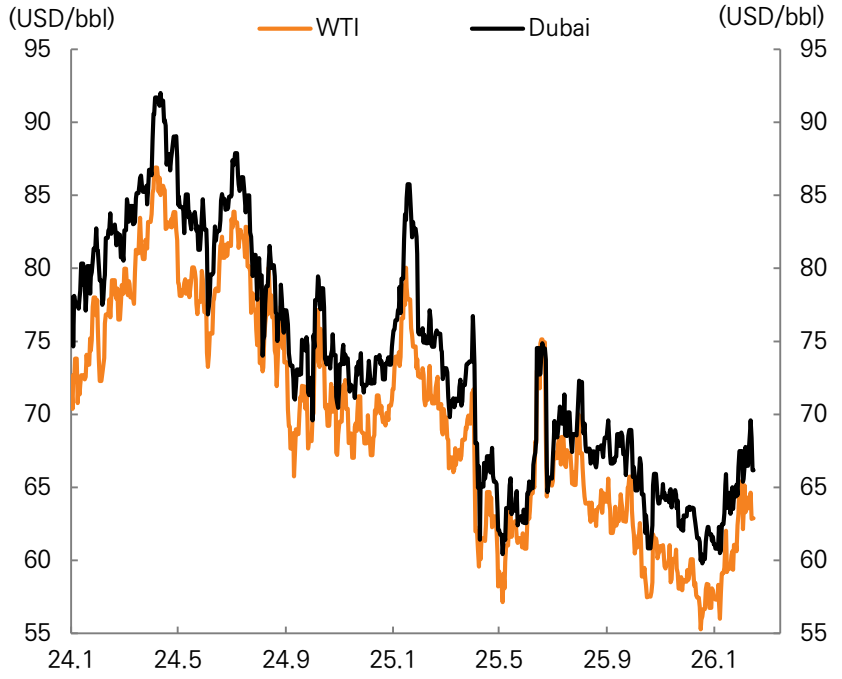
국제유가

I. 국제유가 – 단기 강세 예상

국제유가: 단기 강세 전망

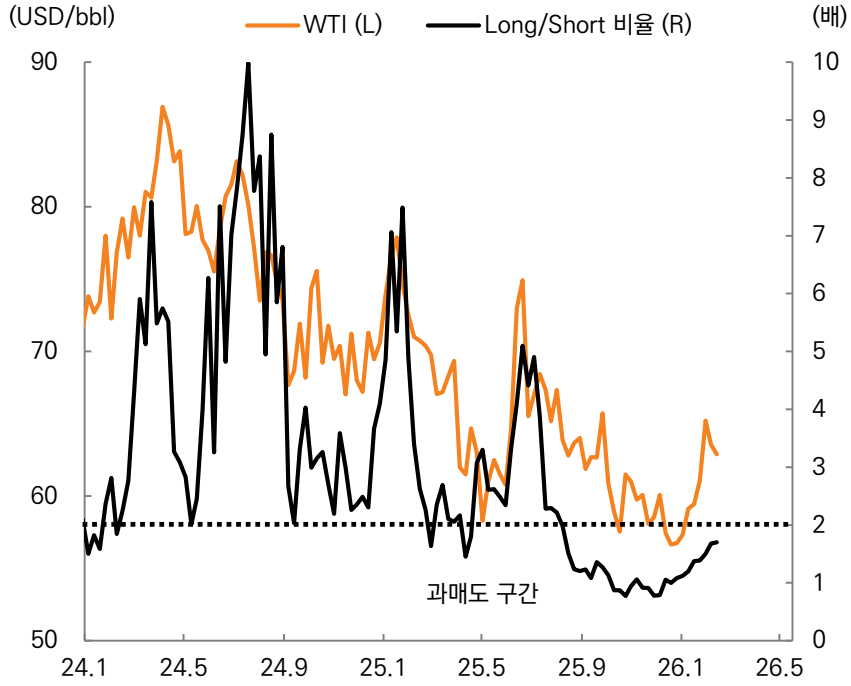
- **결론: 국제유가 단기 강세 전망. 단기적으로 미국-이란 지정학적 리스크 불거질 것이나, OPEC+가 불붙은 유가 진압할 것으로 예상**
- 이유는 1) 미국-이란 핵 협상에 대한 견해 차이가 크고, 2) 미국의 군사적 압력이 커졌기 때문. 최근 군사적 행동에 나섰던 선례(베네수엘라)도 존재하는 상황
- 하지만 장기적인 이란 원유 수출량에 영향을 미칠 가능성은 낮다고 판단하며, OPEC+의 4월 증산 재개 등으로 인해 중장기적인 유가 안정화 관점은 유지

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국제유가와 투기 포지션 롱/숏 비율 추이



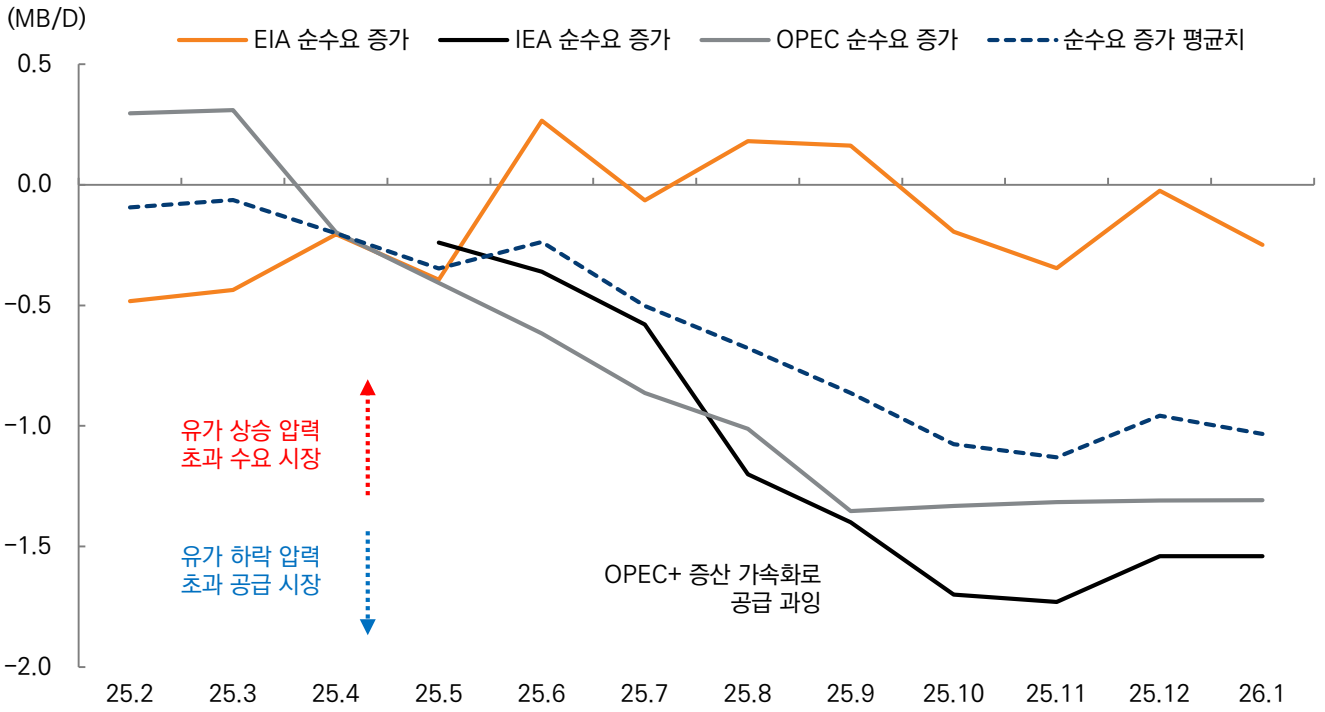
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 공급 과잉 전망 지속

베네수엘라 규제 완화와 고유가로 인한 소비 둔화

- 26년 글로벌 원유 순수요는 평균 -107만 b/d(전월 -104만 b/d). 전월 대비 EIA는 26년 공급 전망치를 상향. IEA는 수요 전망치를 하향
- EIA는 베네수엘라 규제 완화를 통한 생산량 증가를, IEA는 유가 상승으로 인한 소비 둔화를 지적
- 26년 성장 전망치, 수요 +114만 b/d(-1만 b/d MoM), 공급 +222만 b/d(+3만 b/d MoM)
- 26년 글로벌 원유 순수요 전망은 EIA(-36만 b/d), IEA(-155만 b/d), OPEC(-131만 b/d)

26년 글로벌 원유 순수요(수요 – 공급) 성장 전망치 변화



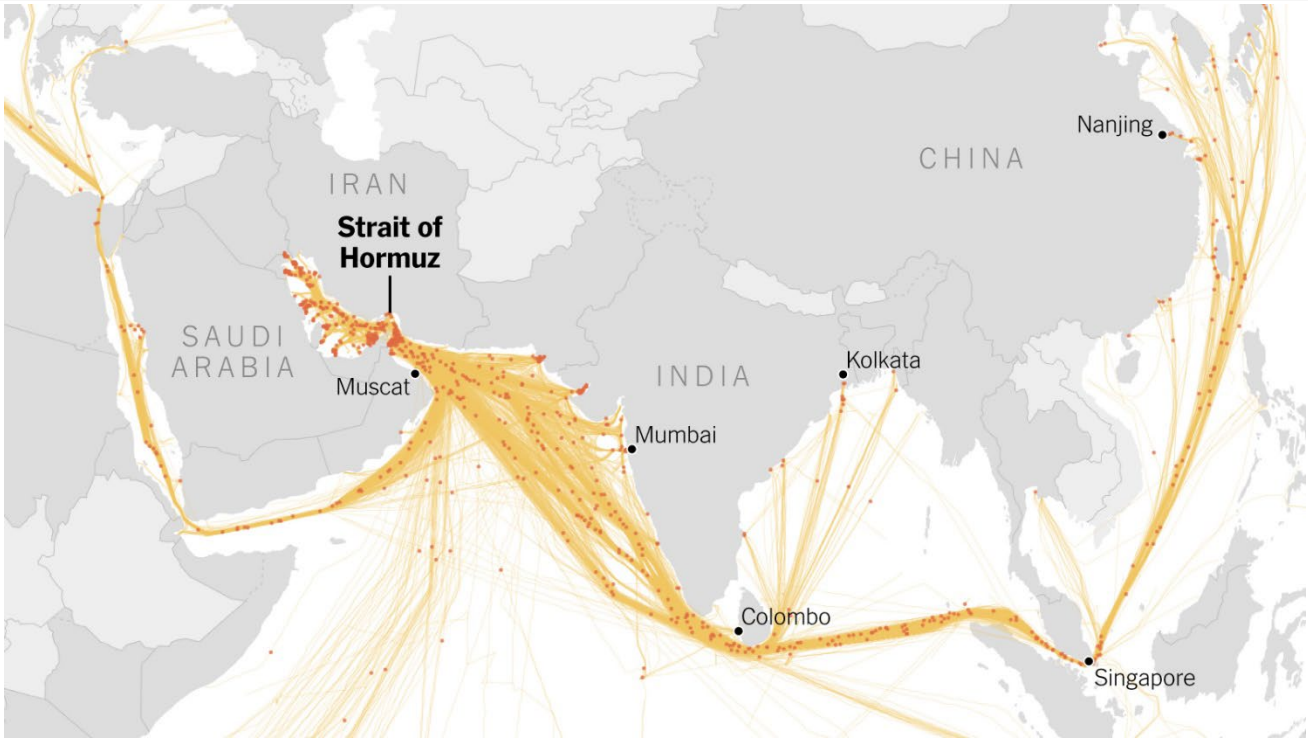
주: OPEC의 공급 전망은 OPEC+의 증산 계획 일정을 반영
자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 미국-이란

단기적으로 이란 리스크 고조 가능성 높아

- 단기적으로 이란 지정학적 리스크는 고조될 가능성 높아, 유가는 상방 압력을 받을 것으로 예상
- 미국과 이란이 주장하는 논의점은 합의에 도달하기가 힘들 것으로 예상
- 1) 우라늄 농축: 완전 중단(미국) vs. 권리 유지(이란), 2) 미사일: 협상 필요(미국) vs. 비협상(이란), 3) 제재 완화: 단계적(미국) vs. 즉시 해제(이란), 4) IAEA 감시: 완전 접근(미국) vs. 제한적 접근(이란)
- 이 외에도 미국의 항공모함 2척, 수상 전투함 12척, 전투기 50대 이상 이란 주변 배치 및 트럼프의 이란 정권 교체 언급 등으로 단기적으로 리스크가 더 불거질 가능성이 높을 것으로 예상

호르무즈 해협 지도 – 이란이 유가에 지정학적 리스크로서 영향을 미치는 이유



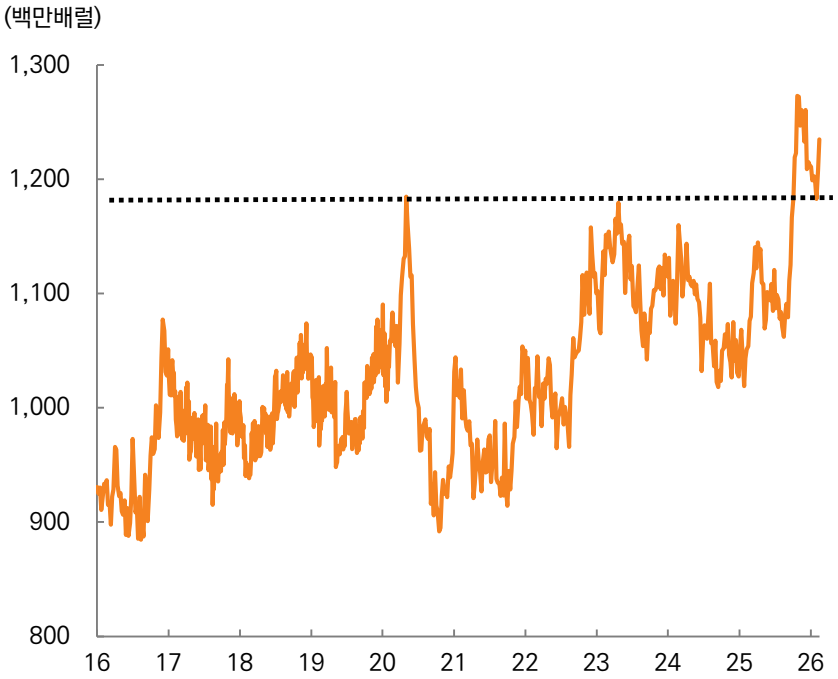
자료: New York Times, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 해상 원유 재고

해상 원유재고는 지정학적 리스크로 높은 수준 지속

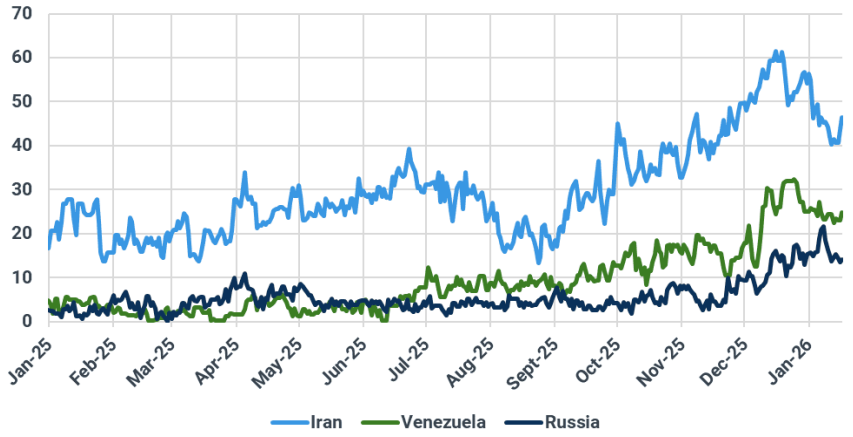
- 글로벌 해상 원유 물동량은 12.3억 배럴 기록. 1월 말, 11.8억 배럴까지 감소 후, 다시 회복
- 전반적인 해상 원유재고는 고점 대비 감소 추세. 하지만 국가별로 차별화되는 중
- 베네수엘라는 최근 미국의 제재 완화로 낮은 수준이 유지되나, 이란/러시아는 여전한 지정학적 긴장감 유지되며 소폭 상승
- 기사에 따르면, 중국은 26년 총 1.4~1.6억 배럴을 추가 재고 축적할 계획(25년 약 1.2억 배럴 축적)
- 하지만 이를 감안해도 전년 대비 높은 공급 과잉이 예상되는 상황

해상 원유 물동량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

이란/베네수엘라/러시아 해상저장소 재고 추이



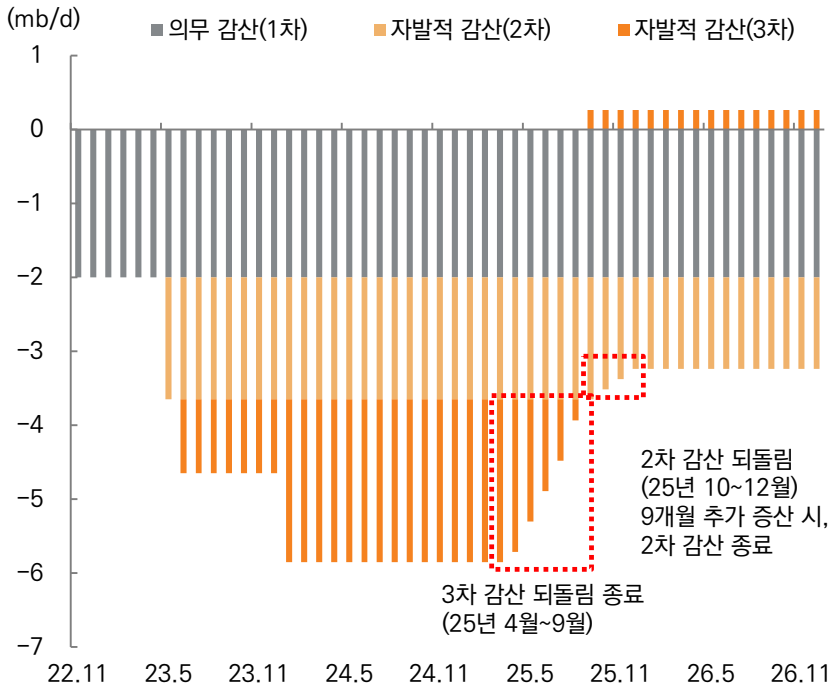
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – OPEC+ 증산 재개

OPEC+, 4월 증산 가능성 높아

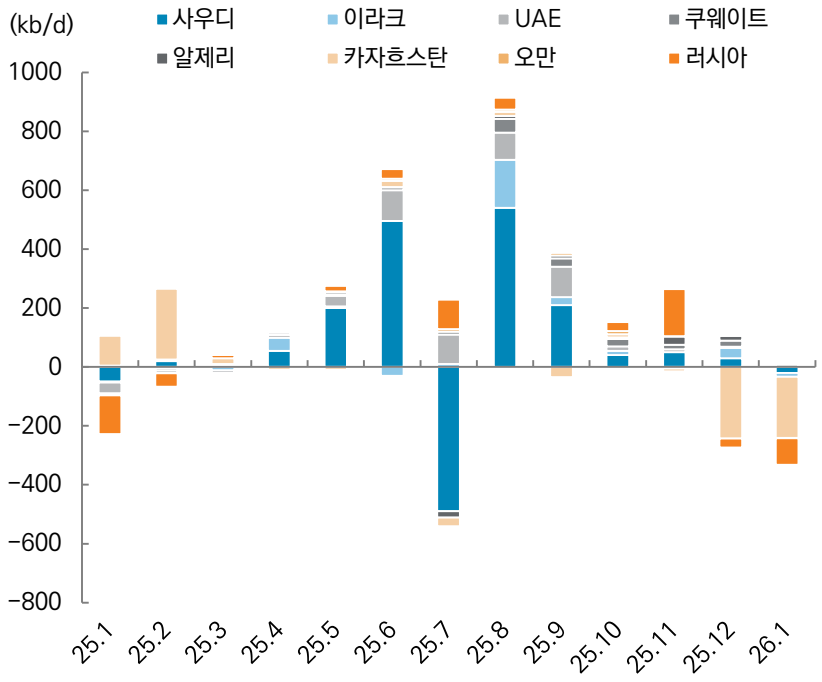
- OPEC+, 4월 증산 재개 가능성 높을 것으로 예상. 하지만 카자흐스탄과 러시아로 인해 상반기 내 실증산량은 제한적일 전망
- 증산 재개 가능성이 높은 이유는 1) 미국-이란 관계 긴장으로 유가 강세, 2) 여름철 수요 피크 때문
- 만약 4월 증산 재개해 매월 14만 b/d씩 12월까지 증산할 경우, 2차 감산을 모두 되돌리게 될 전망
- 하지만 2개월간 최근 러시아(-12만 b/d)와 카자흐스탄(-45만 b/d)의 실생산량 감소. 우크라이나의 드론 공격으로 인해 CPC 파이프라인이 손상되었기 때문. 상반기 내 정상 가동 계획 중

OPEC+ 감산 쿼터 일정



자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC+ 실제 생산량 변화 추이



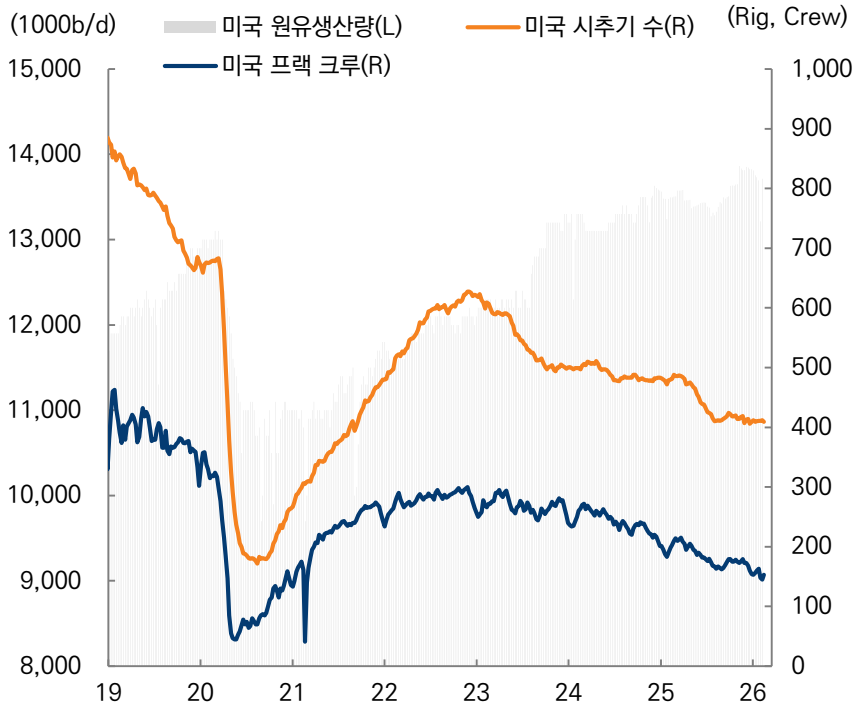
자료: Bloomberg, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 미국 원유 생산량

26년 미국 셰일 피크아웃 전망 유지

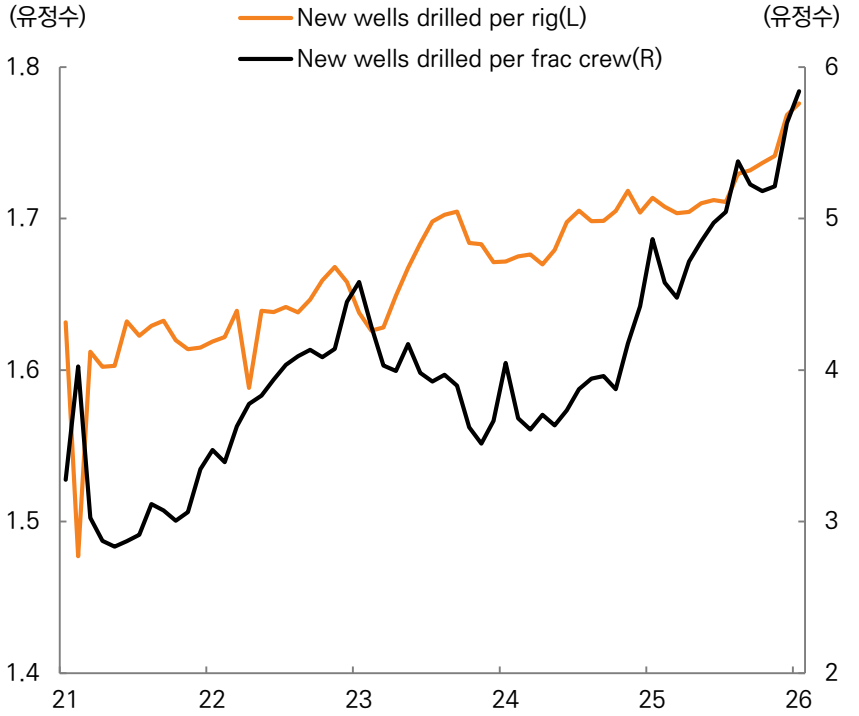
- 미국 원유 생산량은 큰 변화 없이 1,300만 b/d 대에서 유지되는 중
- 한파로 인한 일부 유정 가동 중단으로 1월 말 원유 생산량 약 50만 b/d 감소했으나, 2월 초 원상회복
- 최근 유가 상승으로 인해 2월 Frac crew 수 약 8팀 증가. 하지만 시추기 수는 큰 변화 없음
- 26년 미국 셰일 피크아웃 전망 유지

미국 원유생산량과 시추기 수/프랙 크루 수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시추기/크루 당 드릴 유정 수(효율성 지표)



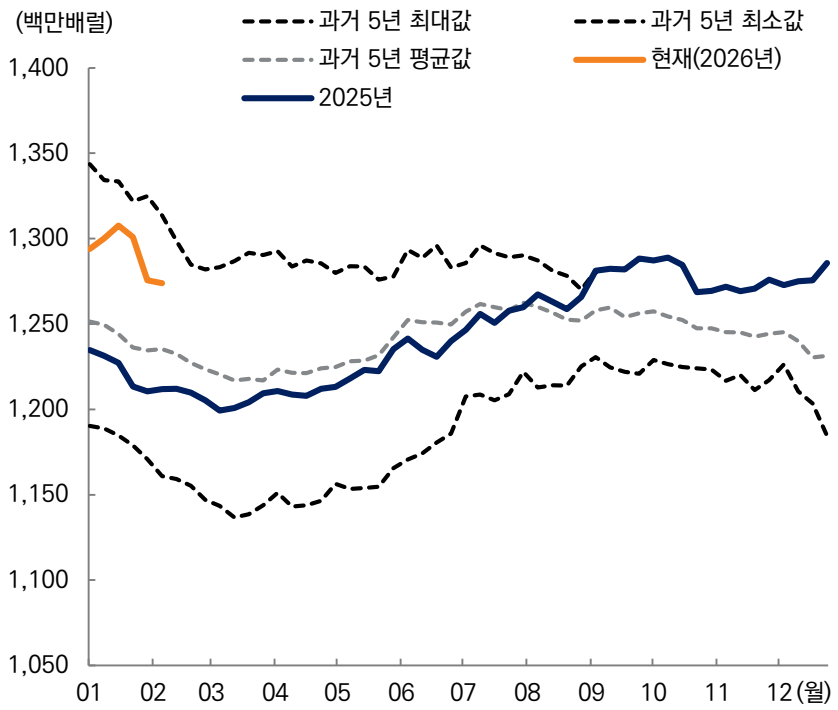
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 미국 석유제품 재고

미국 석유제품 재고 상회 요인은 휘발유

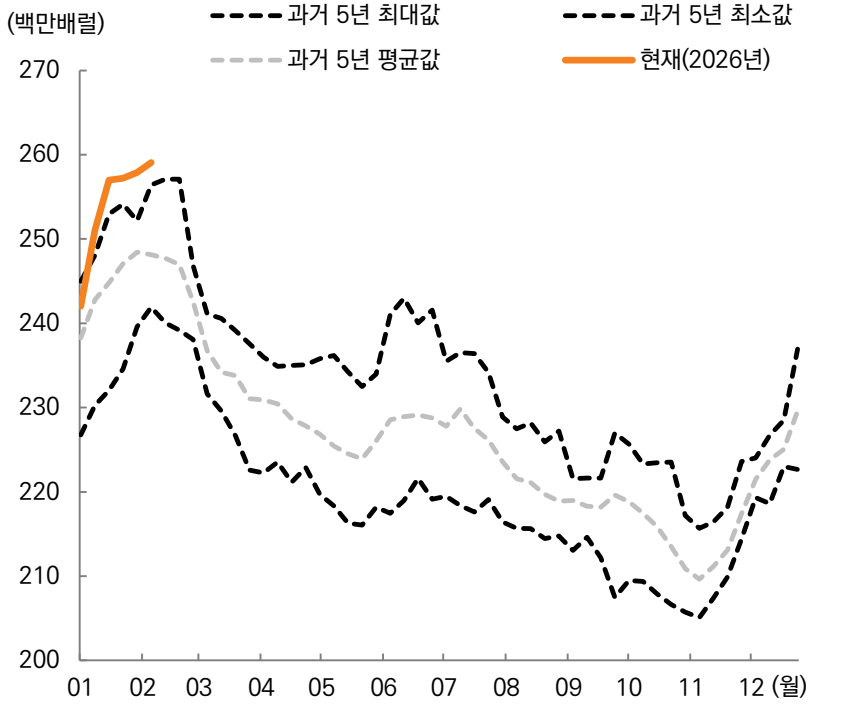
- 미국 총 석유제품 재고는 5년래 평균보다 높은 수준 지속. 국제유가 및 정제마진 하방 압력 요인
- 원유 및 중간유분 재고는 5년래 평균보다 낮으나, 휘발유 재고가 5년래 최고치를 상회하는 수준을 기록 중
- 미국 겨울 한파가 예상보다 오래가지 못했고, 정제설비 가동률이 평소 대비 높아 재고가 축적된 상황

미국 총 석유제품 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

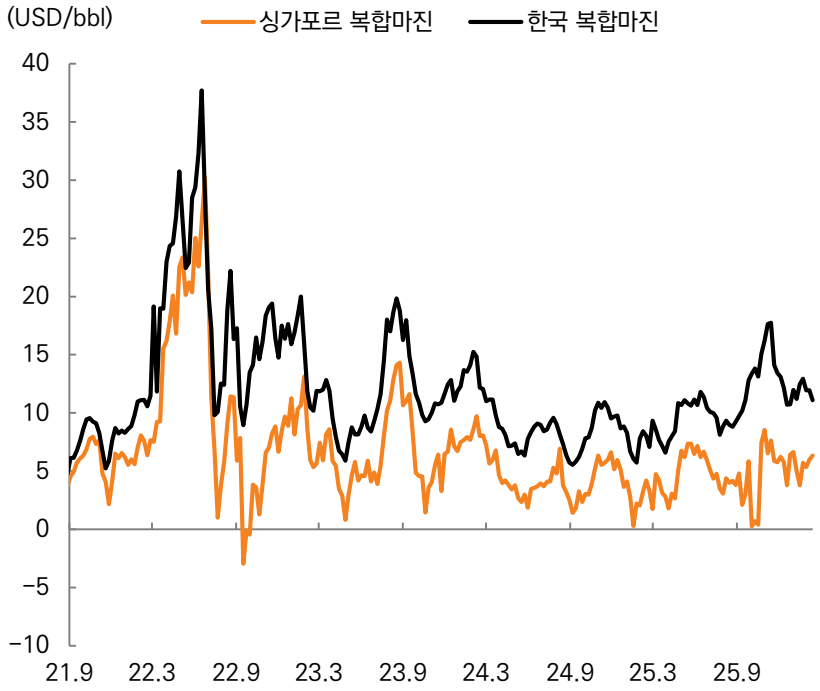
정유/화학

II. 정유 – 약한 정제마진 지속 전망

정유: 중립(유지)

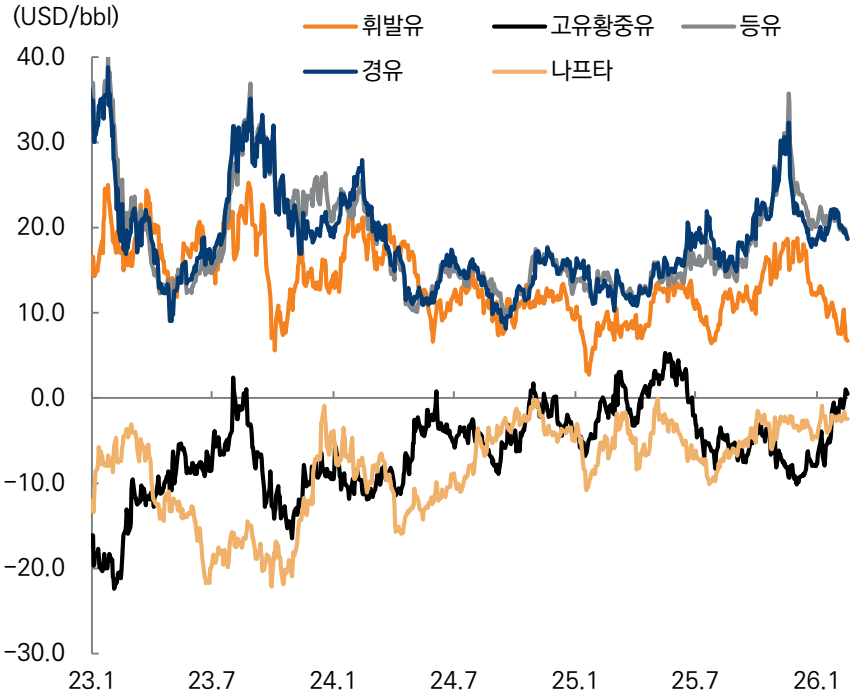
- **결론: 단기 정제마진 상승 여력 제한적. 특히 휘발유의 높은 재고로 인해 낮은 정제마진 지속 예상**
- 싱가폴 복합정제마진, 배럴당 6.35 달러 기록 (전월 배럴당 3.79 달러)
- 휘발유 마진, 미국 재고 5년래 최고치로 전월 대비 2.8 달러 하락한 배럴당 6.7 달러 기록
- 나프타 마진, 중국 나프타 소비세 도입 효과로 전월 대비 1.7달러 상승한 배럴당 -2.5달러 기록
- 고유황중유 마진, 수요 증가세로 전월 대비 6달러 상승한 배럴당 0.5달러 기록

싱가폴 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이



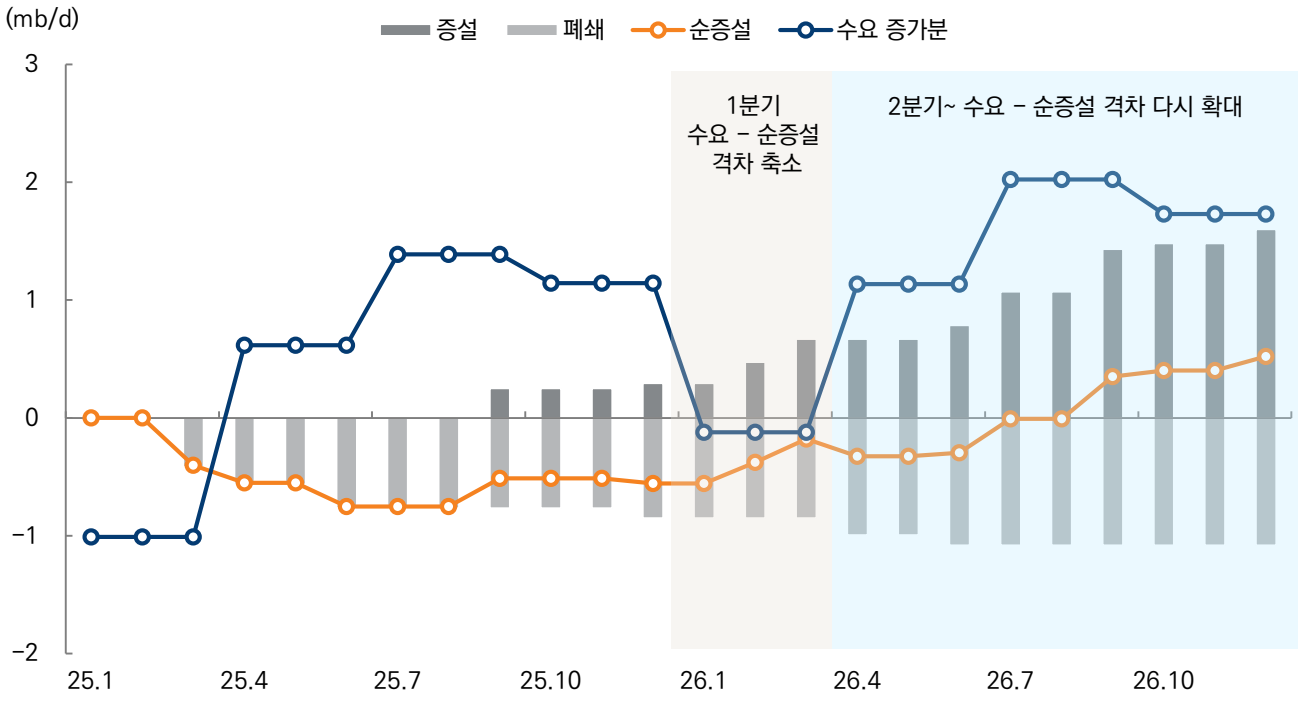
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 정제설비 순증설 업데이트

26년 정제설비 수요 증가분 – 순증설량 격차 축소

- **2분기까지는 정제마진 강할 가능성 높지만, 하반기부터 주요 증설 물량 시장 진입하며 약세 가능성 존재**
- 26년 글로벌 정제설비 순증설은 +106만 b/d vs. 수요 증가분 +114만 b/d
- 11월 자료 대비 순증설과 수요 증가분 모두 상향 조정되었으나, 격차는 축소(35만 b/d → 8만 b/d)
- 인도, 25년 증설 물량 일부 26년으로 이연. 중국 Huajin 프로젝트 증설 시점 12월에서 9월로 앞당겨짐
- 증설: 인도 Barmer(+18만 b/d, 2월), Panipat(+30만 b/d, 7월), 중국 Huajin(+30만 b/d, 9월)
- 폐쇄: 미국 Valero Benicia(-15만 b/d, 4월), 독일 Gelsenkirchen(-9만 b/d, 6월)

글로벌 정제설비 순증설 vs. 수요 추이(2025-26)



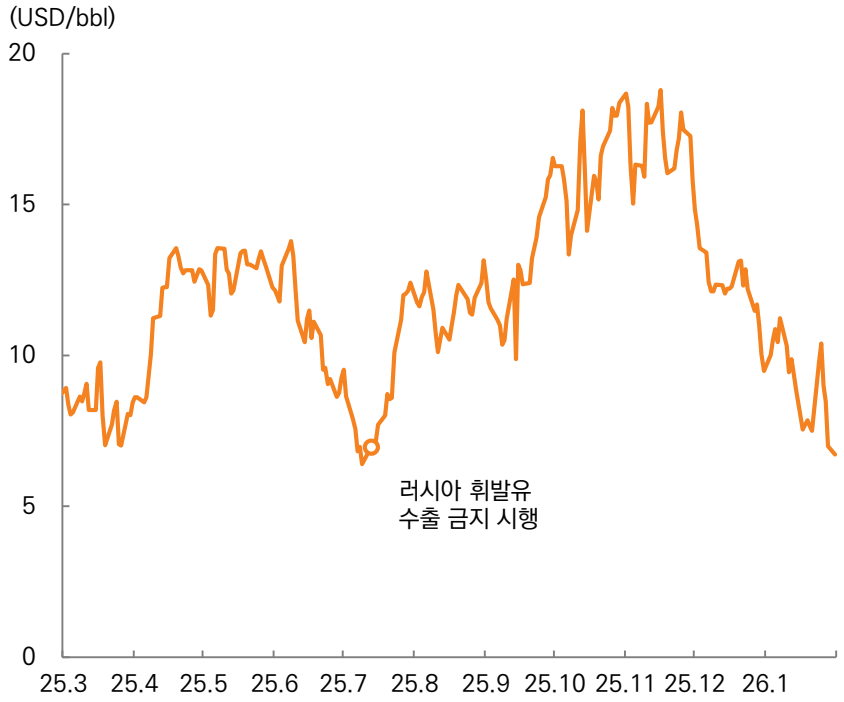
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 휘발유 마진 지속 약세

미국 휘발유 재고, 5년래 최고치 기록

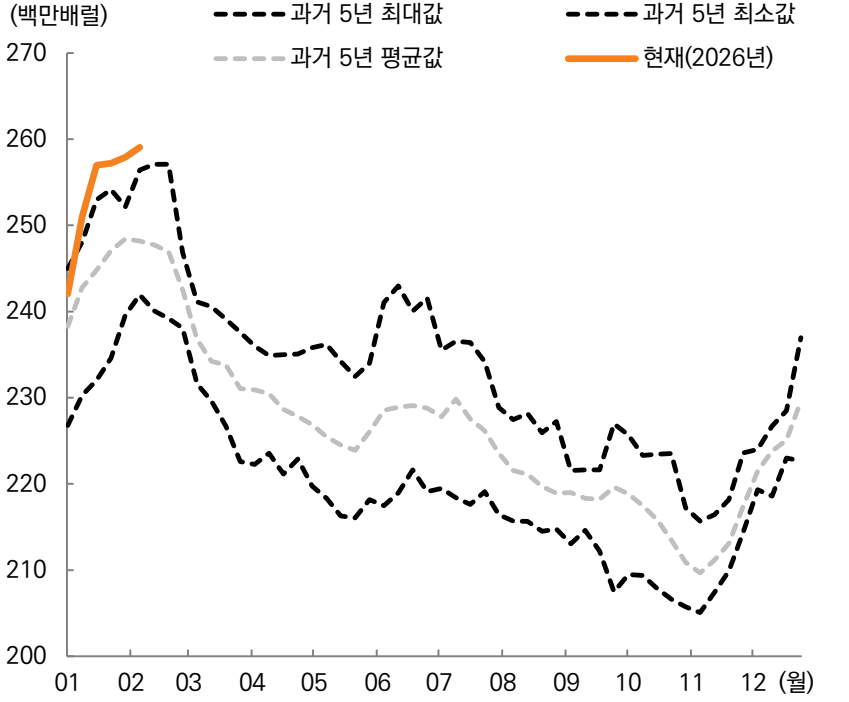
- 휘발유 마진, 미국 재고 5년래 최고치로 전월 대비 2.8 달러 하락한 배럴당 6.7 달러 기록
- 1월 휘발유 가격 약세 지속. 전반적인 수요 약세로 인한 영향
- 미국 휘발유 재고는 2.6억 배럴로 전월 대비 약 8천만 배럴 증가. 미국 비수기 영향 + 겨울 한파로 인해 운전량 감소 때문. 미국 내 정제설비 가동률 증가로 인한 공급량 증가도 한 몫
- 동아시아 설 연휴로 인한 수요 증가분이 있겠으나, 공급량 증가분을 감당하기에는 어려운 상황
- 3월까지 휘발유 마진은 약세가 지속될 가능성 높을 것으로 예상

한국 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이



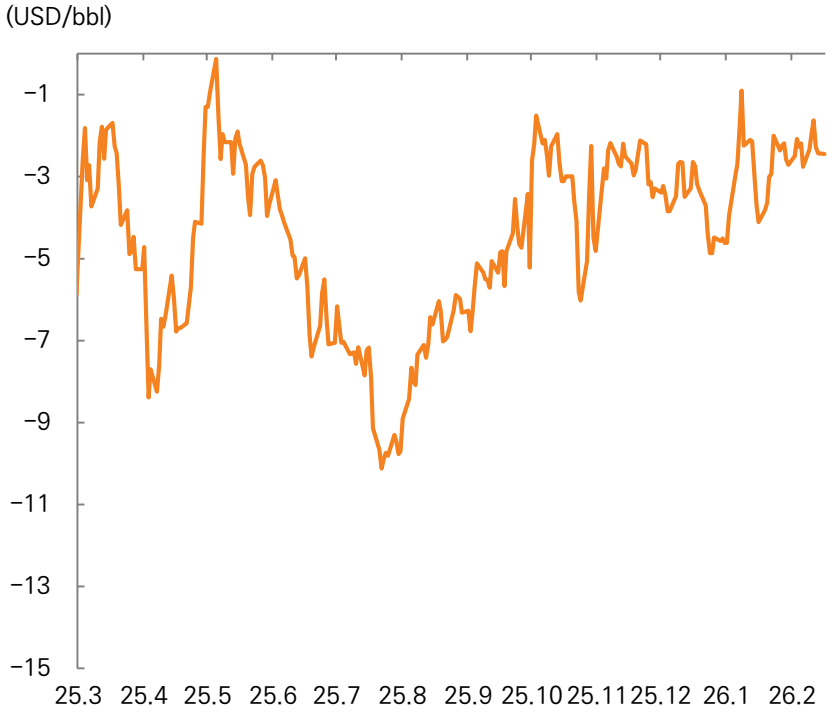
자료: EIA , 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 나프타 마진, 중국 나프타 소비세 도입으로 강세

1분기 도입될 소비세, 선제 물량 확보 수요 자극

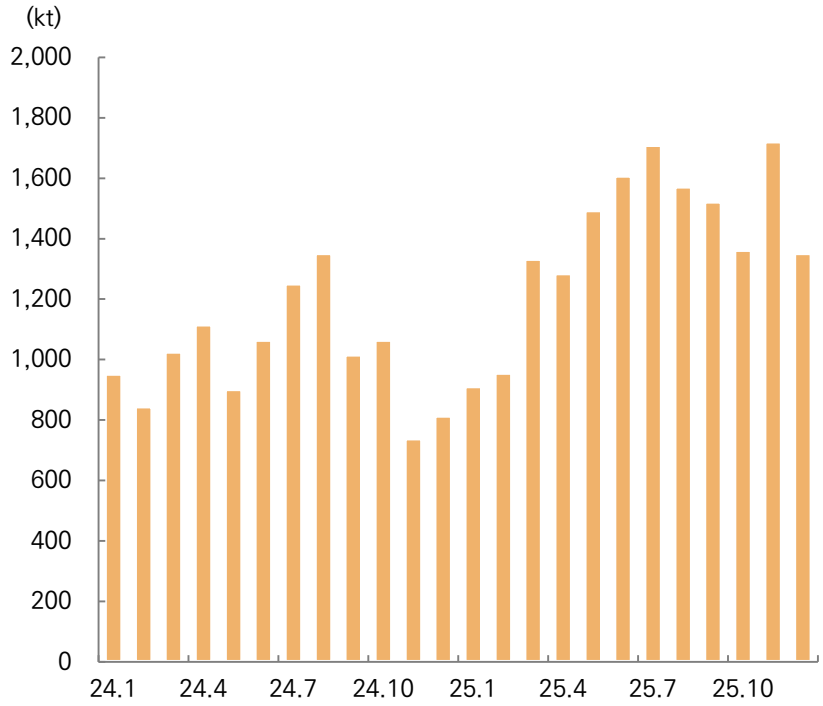
- 나프타 마진, 중국 나프타 소비세 도입 효과로 전월 대비 1.7달러 상승한 배럴당 -2.5달러 기록
- 중국 업체들의 소비세 도입에 대비한 선제적 재고 확보로 수요 증가. 중국 세무 당국은 아직 공식 통지서 보내지 않은 것으로 확인. 세금 부과 초기에 공급 악화될 것이기에, 현재 나프타 재고 확보 중
- 당분간의 아시아 지역 나프타 가격은 유럽(NWE) 대비 강세 전망
- 공급 관점, 러시아 수출량 반등으로 마진 상승폭 일부 제한. 단, 중동 정유 시설 가동 중단 사태 지속되며 수급 균형은 유지

한국 나프타 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

중국 나프타 수입량



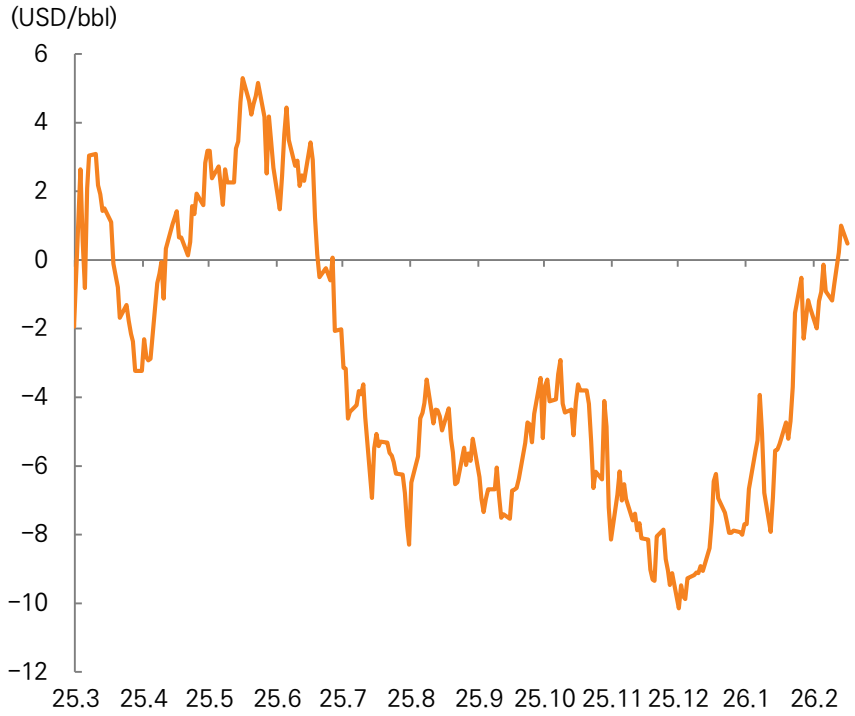
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 고유황중유 마진, 8개월 만에 양전

스크러버 장착 선박 비율 증가로 강세

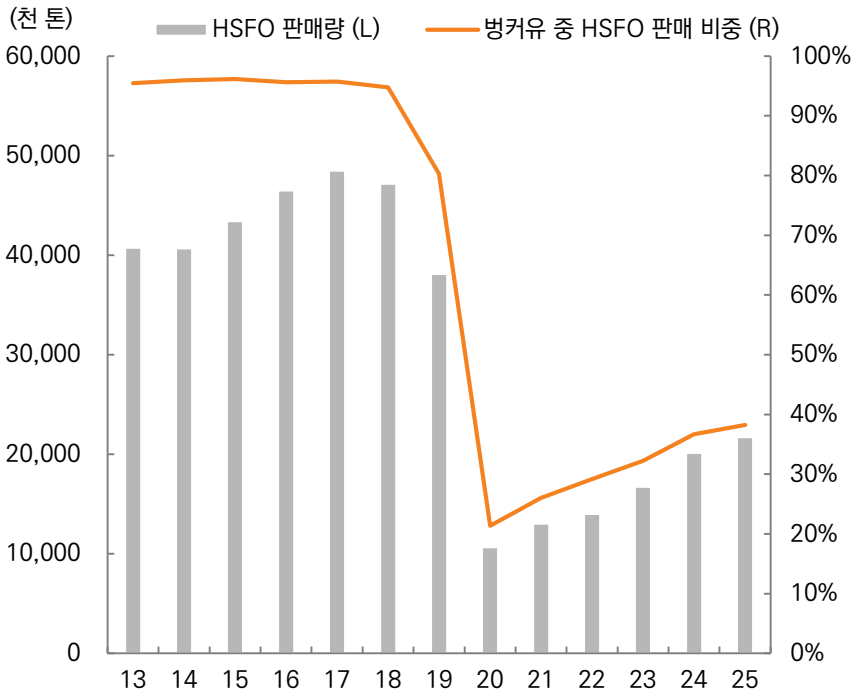
- 고유황중유 마진, 수요 증가세로 전월 대비 6달러 상승한 배럴당 0.5달러 기록
- 싱가포르 해양항만청에 따르면, 25년 고유황중유 판매량 2,171만 톤으로 전체 벙커유 판매 비중 38.2% 기록하며 20년 이후 역대 최대치 갱신
- 단, 1월 기준 스크러버 장착 선박 비율 42%에 달했으나 성장세는 둔화중. 이유는 VLSFO와의 가격 스프레드 줄어들며 스크러버 설치로 인한 비용 절감 효과 감소하기 때문
- EU의 FuelEU Maritime 및 Fit for 55 패키지 정책, HSFO 마진 지속해서 압박할 것으로 전망

고유황중유 마진 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

싱가포르 지역 고유황중유 판매량 추이



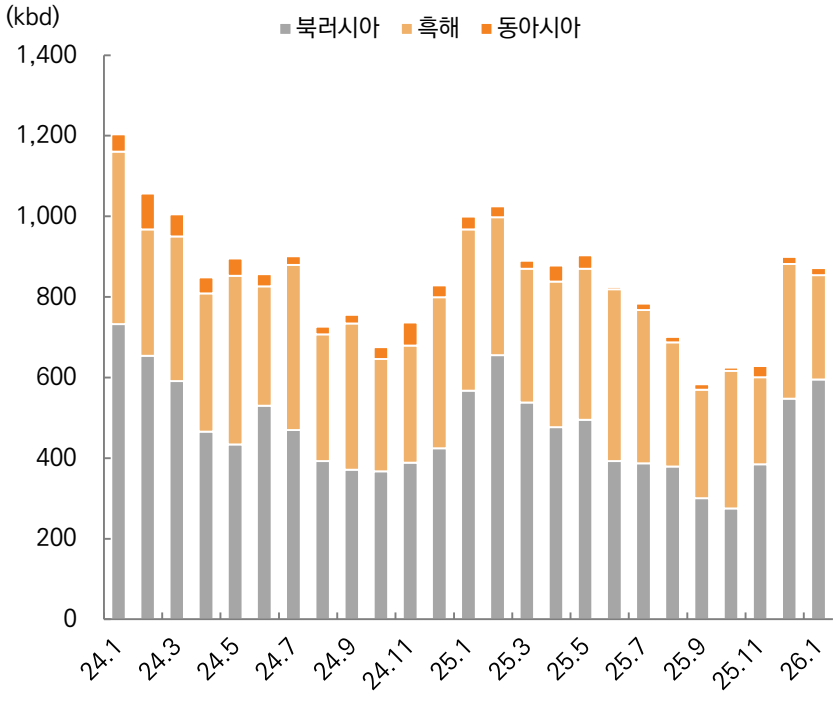
자료: MPA Singapore, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 러시아 정유 설비, 수출 차질 지속

우크라이나의 러시아 정유 설비 드론 공격, 정점 통과 확인

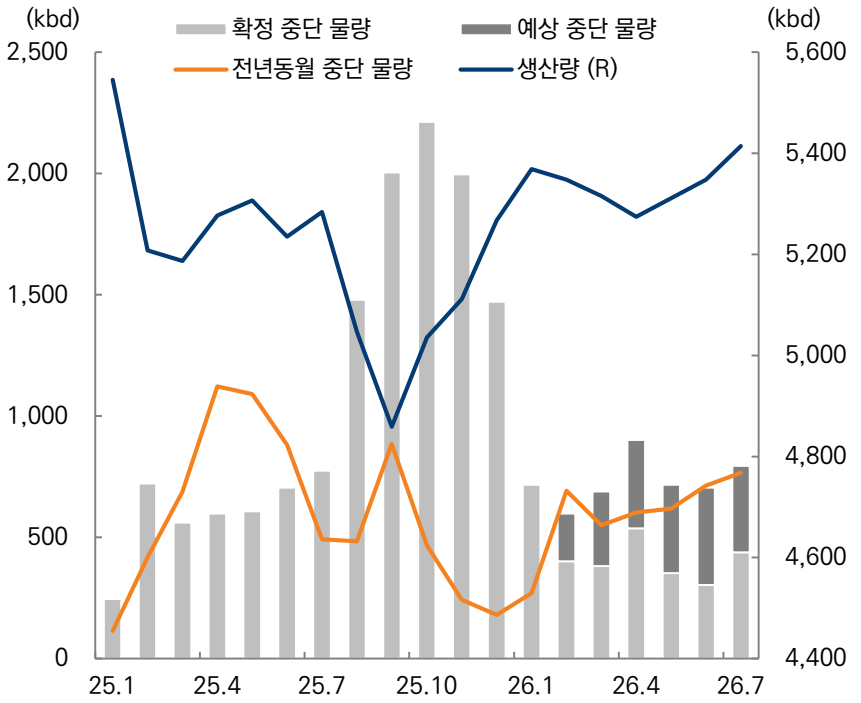
- 우크라이나의 러시아 정유 설비 드론 공격 정점 지난 것으로 확인. 가동 중단 설비는 1월 말 기준 전체 정제 능력의 8% 수준으로 10%P MoM 감소
- 러시아의 1월 정제 시설 가동 중단량은 약 60만 배럴으로 추산. 대부분 흑해 통해 수출하는 설비가 해당
- 투압세, 볼가, 노로보시스크 등 우크라이나 인접 시설 위주의 타격이 진행됐기에 1월 흑해 지역 수출량 35% YoY 감소
- 단기적인 리스크는 일부분 완화됐지만, 반복적인 드론 공격이 여전히 생산량 감소 리스크로 작용 전망

러시아 주요 지역별 경유/디젤 수출량



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 정유시설 가동 중단 물량 및 생산량



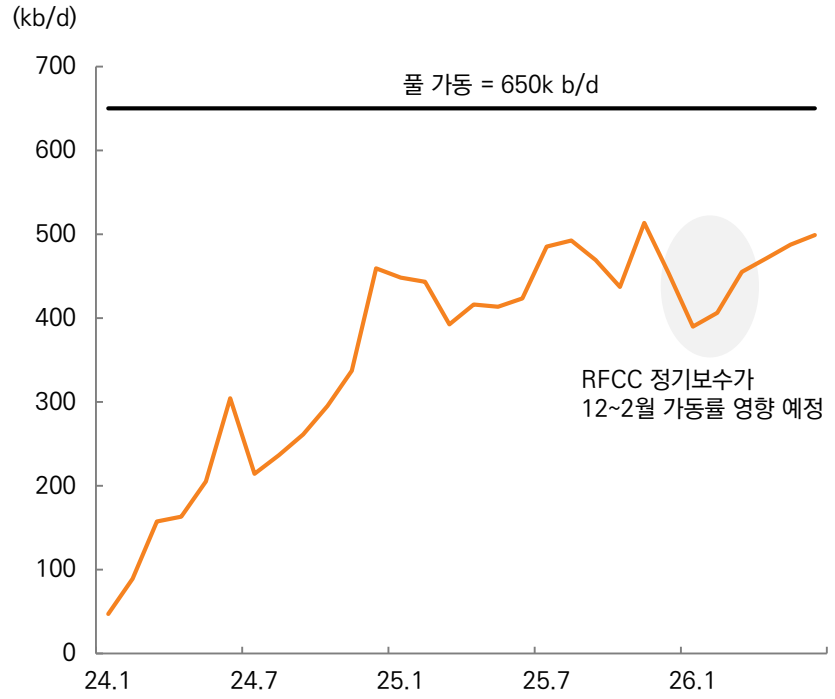
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 대규모 정제설비 가동 재개

기존 가동률 낮았던 메가 프로젝트들의 가동 재개

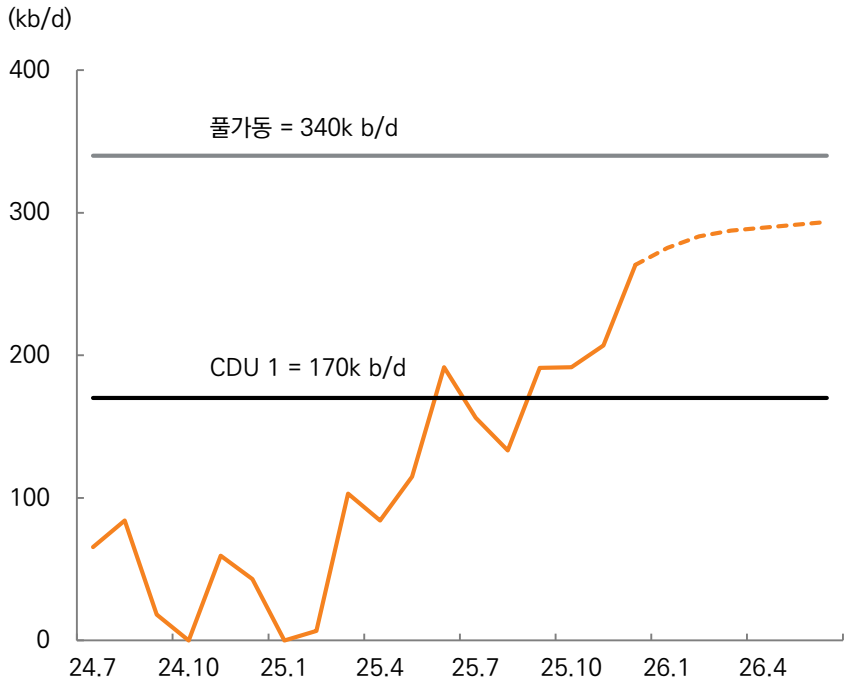
- 점진적으로 증가하는 기존 대규모 정제설비들의 가동률은 정제마진에 숨은 하방 압력
- 멕시코 Dos Bocas, CDU #2 가동으로 연말까지 30만 b/d 생산 예정
- 나이지리아 Dangote, RFCC 정기보수(~2월) 이후, 중유 및 등유 중심 생산에서 휘발유 중심 전환 예정
- 중국 Yulong, 러시아 원유의 새로운 수요처. 러시아 제재 이후 Yulong 가동률은 오히려 90% 이상 증가

단고테 정제설비 생산량 및 전망



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

멕시코 Dos Bocas 정제설비 생산량



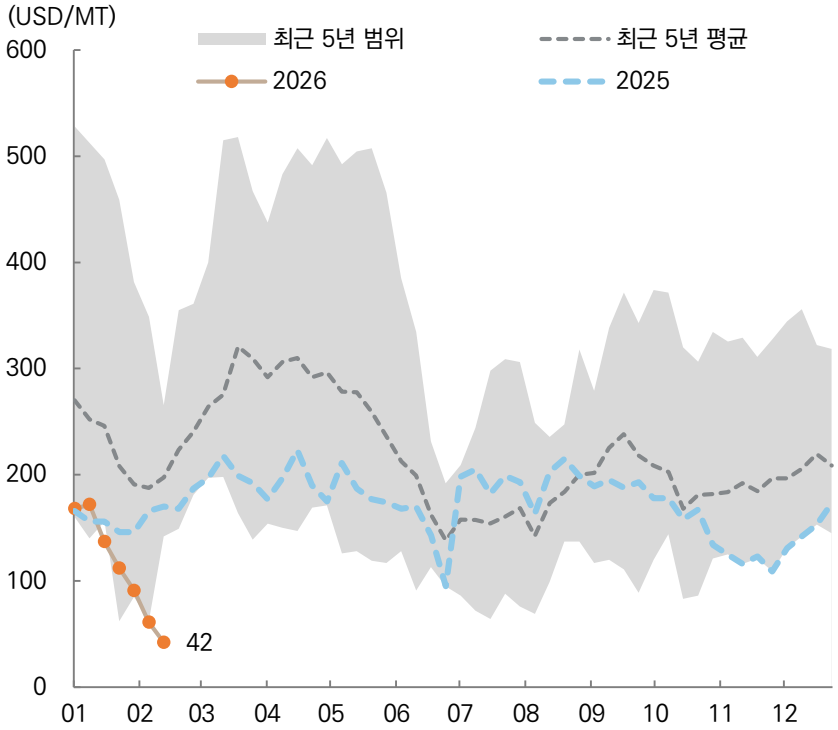
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 에틸렌

화학: 중립(유지)

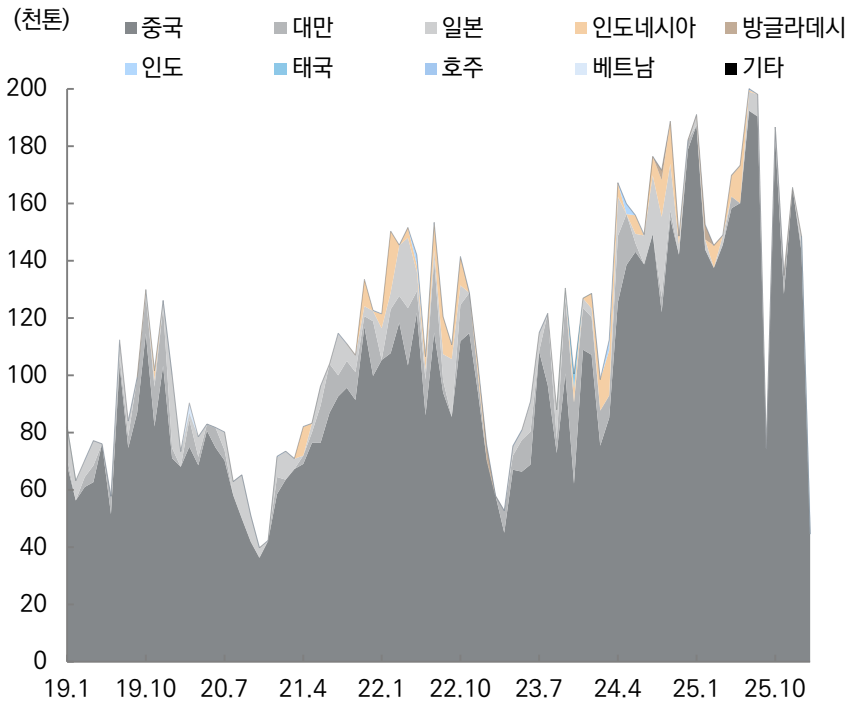
- **결론: 중립 의견 유지. 높은 유가로 인한 원가 부담 확대**
- 에틸렌 스프레드, 전월대비 76% 하락한 톤당 42 달러로 5년내 최저 수준 기록
- 작년 연말부터 이어진 다운스트림 실적 악화로 수요 약화 지속, 올해 1월 출하분 역시 2월로 이월
- 미국/동남아 장거리 해상 물량이 동북아로 공급. 미판매 물량 더 이상 이연 불가해 판매 압박 발생
- 나프타 가격 상승에 원가 부담 늘어나고 있으며, 가동 중단 시 발생하는 정비 비용으로 인해 셧다운도 쉽지 않은 상태

한국 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 국가별 에틸렌 수출량 추이



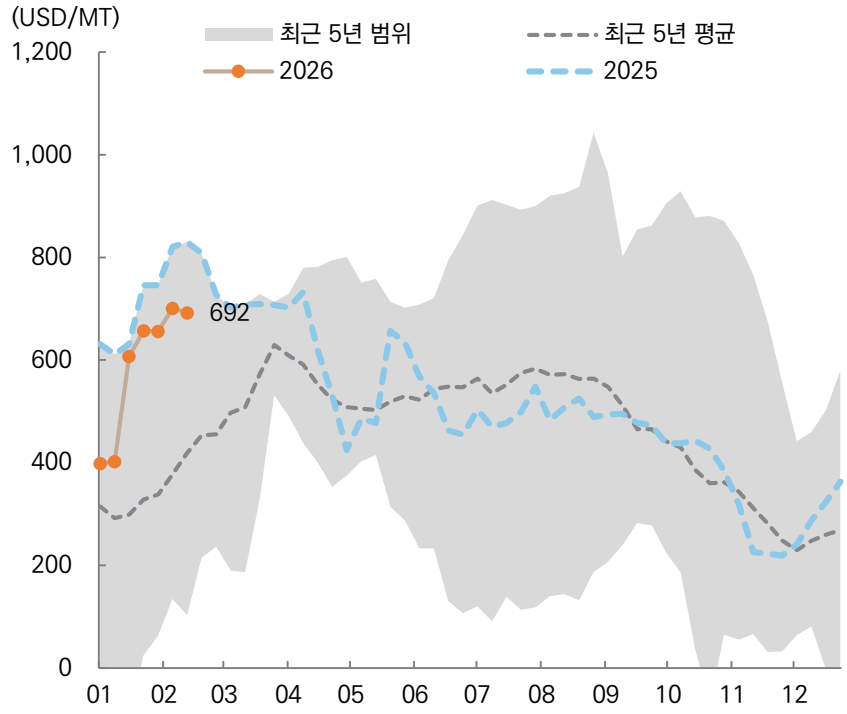
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 부타디엔

부타디엔 스프레드 강세 지속, 하지만 고무는 아직

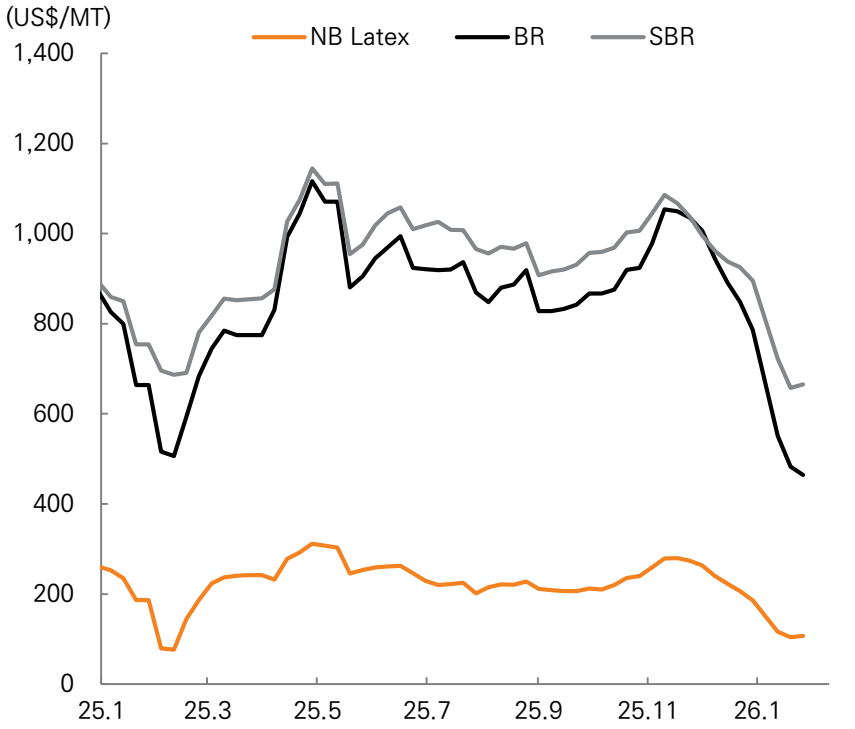
- 부타디엔 스프레드, 전월대비 5.3% 상승한 톤당 692달러 기록
- 아시아 중심으로 부타디엔 가격 크게 상승(20~40%)했으나, 북미/유럽 역시 상승세 확인(10~20%)
- 아직까지는 부타디엔 가격 상승분에 대한 다운스트림으로의 판가 전가 확인 불가
- 1분기까지는 부타디엔 가격 상승으로 인한 래깅 효과로, 관련 고무 업체들의 실적 개선폭이 제한적일 것으로 예상. 2분기부터 본격적인 실적 개선 예상

한국 부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한국 합성고무 스프레드 추이



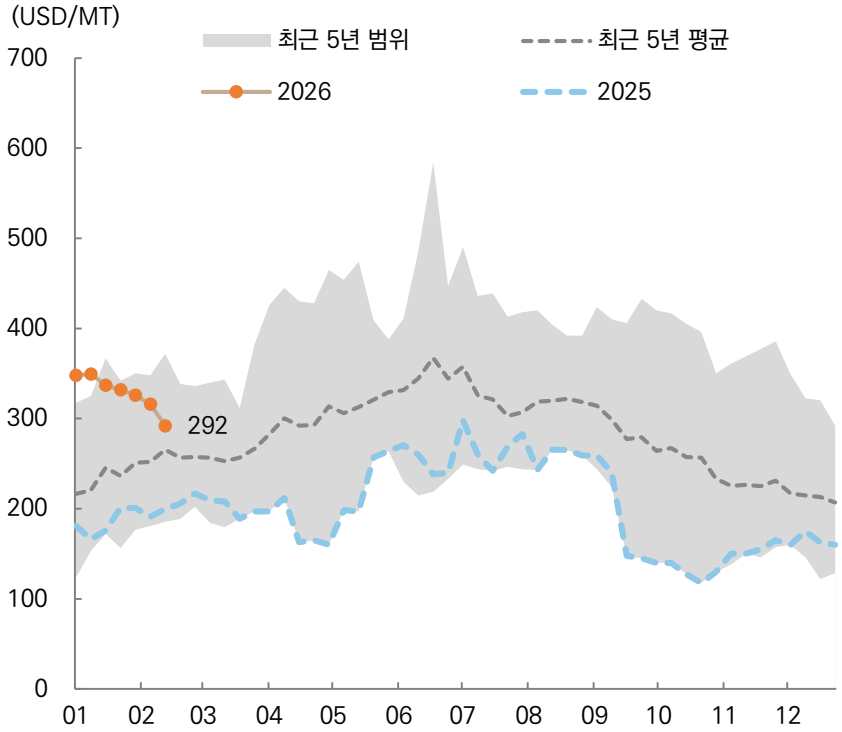
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – PX

쉬어가는 PX

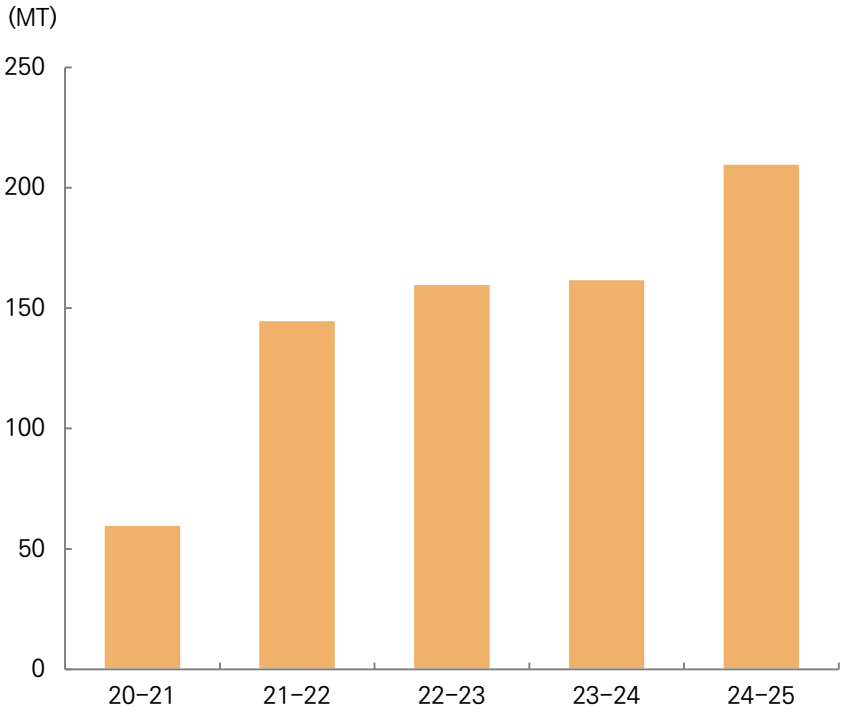
- PX 스프레드, 전월대비 16.5% 하락한 톤당 292달러 기록
- 다운스트림 수요가 계절성 요인으로 하락 및 공급과잉 지속. PX 수급 소폭 악화
- 작년 말 PTA 가격 상승함에 따라 일부 수익성 회복. 하지만 이후 공급량 다시 대폭 늘어나며 공급과잉 우려 재점화
- 업계는 PX 가동률 반등 시기를 설연휴 이후로 예측 중이나, PTA 재고가 전년대비 많아 속도는 빠르지 않을 것으로 전망

대만 PX 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

인도 PTA 수입량



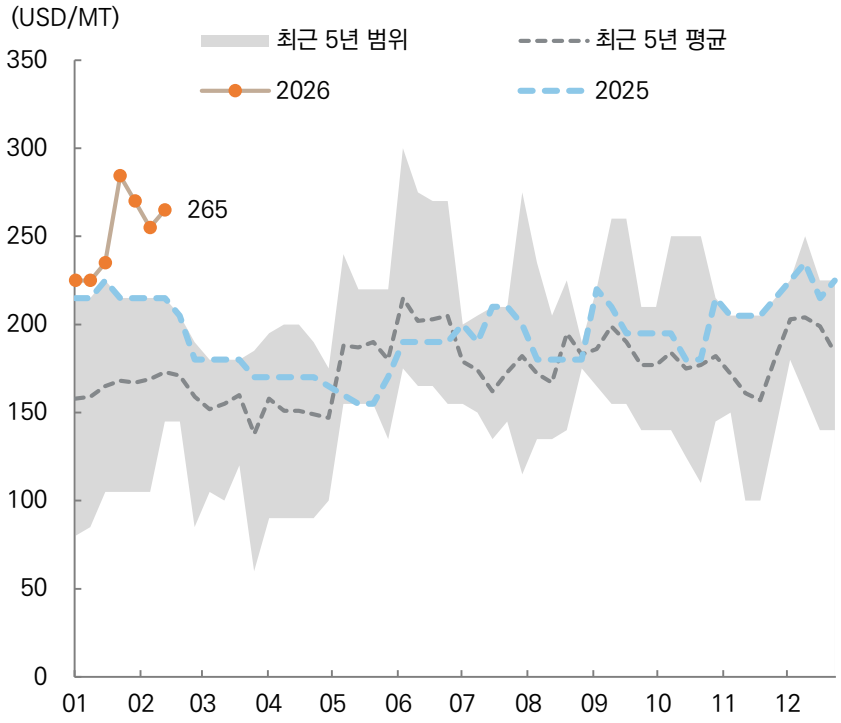
자료: S&P Global Energy, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – PVC

26년 PVC 강세 지속 전망

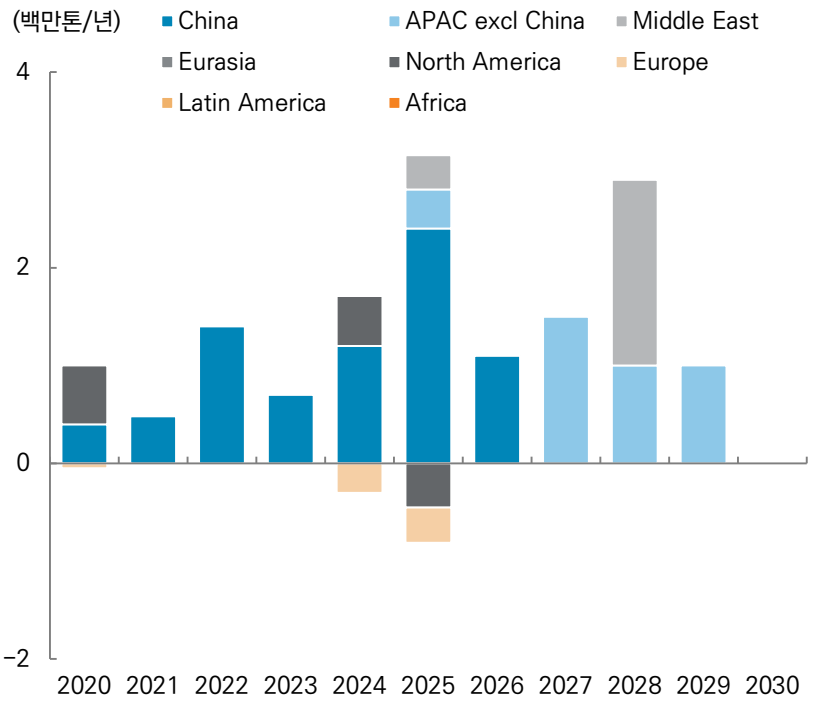
- PVC 스프레드, 전월대비 17.7% 상승한 톤당 265달러 기록
- 공급 측면, 1월 중국 PVC 산업 전체 가동률 78.9%로 높은 수준. 가동 재개로 가동률 상승한 덕분
- 4월 수출세 리베이트 폐지 발표에 따라 단기적 수출 러시 발생, 스프레드 확대는 에틸렌 약세 영향
- 중장기적으로는 생산 위축 가능성 높아. 올해 중국의 신규 증설 물량이 30만 톤에 불과하나 폐쇄 규모는 약 300만 톤 수준

한국 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 PVC 증설 전망



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 한국과 중국의 구조조정

한국, 대산 프로젝트 승인 이후 속도 붙을 것
중국, 3월 조정안 통과 예상

- 대산 1호 프로젝트 여전히 검토중이나, 해당 건 통과 시 기준점 역할을 할 것으로 업계 전망
- 해당 건 심사 결과 토대로 최종 승인 조건과 지원 규모 등의 정부 기준이 마련되기 때문
- 전체 예상 감축 규모는 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
- 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 – 경제 지표 약세로 금리 소폭 하락

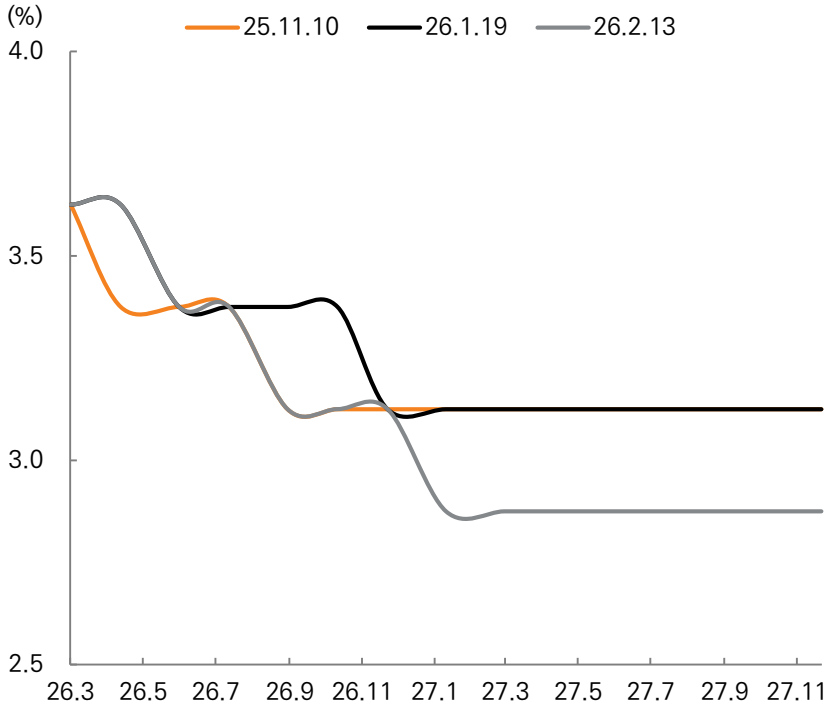
26년 미 기준금리, 연내 2회 인하 기대 반영

- 미 국채 2년 금리는 전월 대비 12bp 하락한 3.41% 기록
- 금리 하락 요인은 1월 CPI 예상치 하회로 연준 추가 금리 인하 가능성 확대, 시장 리스크 오프로 인한 국채 수요 증가 등
- FedWatch에 반영된 26년 기준금리 인하 기대감은 2회(6월, 9월)를 반영 중. 금리 인하 횟수는 같으나, 지난 예상(6월, 12월) 대비 앞당겨진 상황

주요국 국채 2년 금리 추이

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로(CME Fed Watch) 전망



자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 신규 FEOC 지침 발표

FEOC 지침 발표: MACR 계산을 위한 3가지 세이프 하버 도입

- 트럼프 정부, FEOC 예비 지침 발표. **최종 가이드 라인은 3월 31일까지 의견 수렴 후 발표 예정**
- **아직까지는 정책 불확실성이 온전히 해소되지는 않았으나, 중국 규제는 확실히 강화될 전망**
- 신규 사항: MACR(Material Assistance Cost Ratio; 원가 비용 비율) 4단계 계산 프로세스 발표
  1) 제조 제품(MP) 및 구성요소(MPC) 식별(식별 세이프 하버)
  2) 제조 제품 및 구성요소 PFE 연계 여부 확인(인증 세이프 하버)
  3) 총 비용(MACR의 분모) 및 총 PFE 비용(MACR의 분자) 결정(비용 비율 세이프 하버)
  4) 클린 에너지 MACR 계산 및 자격 판단(MACR = [총 비용 – PFE 비용] / 총 비용 * 100%)

PFE 가이드라인(아래 질문 중 하나라도 해당되면 PFE에 해당)

규제명	해당 조건
SFE (Specified Foreign Entity)	– 이 단체는 FEOC(Foreign Entity of Concern)에 해당되는가? – 이 단체는 중국 군사 산업 기업 목록에 해당되는가? – 이 단체는 UFLPA(Uyghur Forced Labor Prevention Act)에 해당되는가? – 이 단체는 연방법 아래 커버된 배터리 제조업체인가?
FCE (Foreign Controlled Entity)	– 이 단체는 커버된 국가의 시민/국민인가? 또는 정부/정부 기관인가? – 이 단체는 커버된 국가의 정부에 의해 통제되는가? – 이 단체는 커버된 국가 중 하나의 사업체에 의해 50% 이상의 지분 소유로 통제되는가?
FIE (Foreign Influenced Entity)	– SFE가 임원을 임명할 직접 권한을 행사하는가? – 한 개의 SFE가 25% 이상의 지분을 소유하는가? – 복수의 SFE가 40% 이상의 지분을 소유하는가? – 이 단체가 보유한 부채의 15% 이상이 SFE(단수 또는 복수의)에 의해 소유되는가?
효과적 통제 규정 (Effective Control Provision)	– SFE가 해당 납세자의 시설이나 ESS 생산기술을 효과적으로 통제하는가? – SFE가 해당 납세자의 적격 구성 요소(부품)의 생산을 효과적으로 통제하는가?

자료: Novogradac, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 신규 FEOC 지침 발표

가이드 라인 변경점 요약

- **디벨로퍼 입장에서 세액 공제 무효화 및 벌금은 큰 부담. 이대로라면 중국 관련 물량 크게 줄어들 전망**

1) 현재까지는 DCA(국내 콘텐츠 보조금) 테이블(Notice 2025-08)을 FEOC 테이블로 사용 가능
2) 세이프 하버에서 나열되지 않은 항목 무시 가능. 식별 또는 비용 비율 세이프 하버를 사용하면, 테이블에 나열되지 않은 항목이면 프로젝트에 포함되어 있더라도 무시 가능(단순화)
3) 강철과 철은 대부분 MACR 계산에서 제외. 실사 범위를 주요 장비 공급망으로 좁히는 효과
4) QIP는 별도의 MACR을 가지지만, 만약 해당 부분에 대한 ITC가 필요없다면 제외 가능
5) 인증 세이프 하버에 대한 처벌 공식화: 위증 처벌 인증, 보관 6년, 인증서 첨부 메커니즘을 포함. 위증 시(평가 기간 6년), 세액 공제 무효화 및 벌금(10% 또는 $5,000 중 큰 금액)

세이프 하버 종류 및 QIP MACR 정의

항목	설명
식별 세이프 하버 (Identification Safe Harbor)	– 납세자가 2023-2025 세이프 하버 테이블(Notice 2025-08)을 사용하여 어떤 제조 제품/구성 요소(또는 §45X "구성 재료")가 범위 내에 있는지 식별 가능 – 프로젝트/적격 구성 요소가 나열된 경우에만 적용되며, 특정 항목(예: 강철/철; 상호 연결 재산)은 일반적으로 제외
비용 비율 세이프 하버 (Cost Percentage Safe Harbor)	– 실제 비용 대신 테이블의 할당 비용 비율을 사용하여 총 직접 비용 및 PFE 직접 비용(또는 §45X의 직접 재료 비용 / PFE 직접 재료 비용)을 계산 – 각 항목이 PFE 생산/소싱인지 여부는 여전히 결정해야 하지만, 세이프 하버는 비용 계산을 비율 기반 MACR 계산으로 단순화
인증 세이프 하버 (Certification Safe Harbor)	– 주요 조사 항목(예: PFE 생산/소싱 여부)을 공급자 인증에 의존 가능 – 인증은 형식적 요구사항(예: 위증 처벌 하에 서명, 6년 보관, 첫 해 크레딧 청구 양식 첨부)을 충족해야 하며, 납세자 인증이 부정확하다면 제한됨
적격 그리드 연결 재산(QIP; Qualified Interconnection Property)	– QIP MACR 별도 계산 필요 – QIP MACR에 인증되지 못한다면 QIP 부분에 대한 ITC만 제외

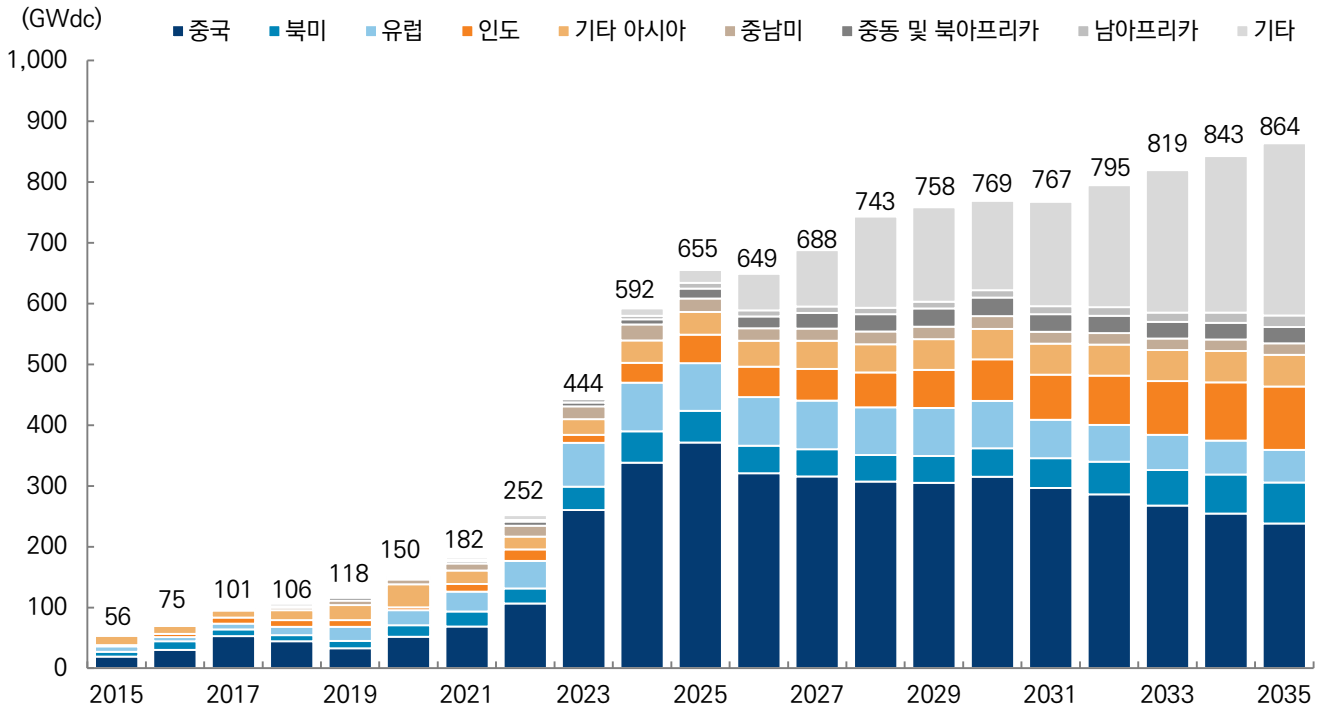
자료: Novogradac, 미래에셋증권 리서치센터

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



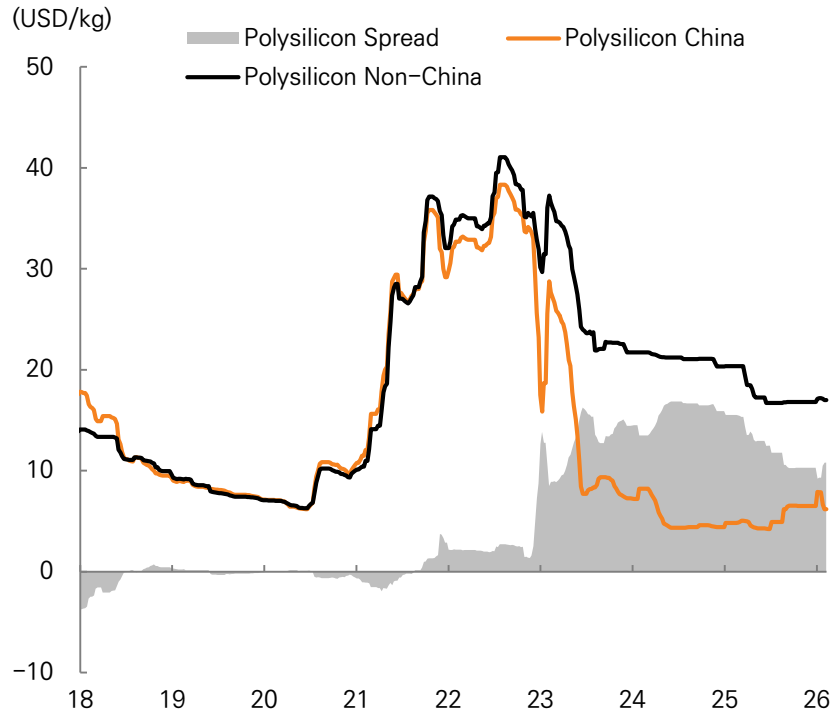
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국 태양광 가격

태양광: 비중확대(유지)

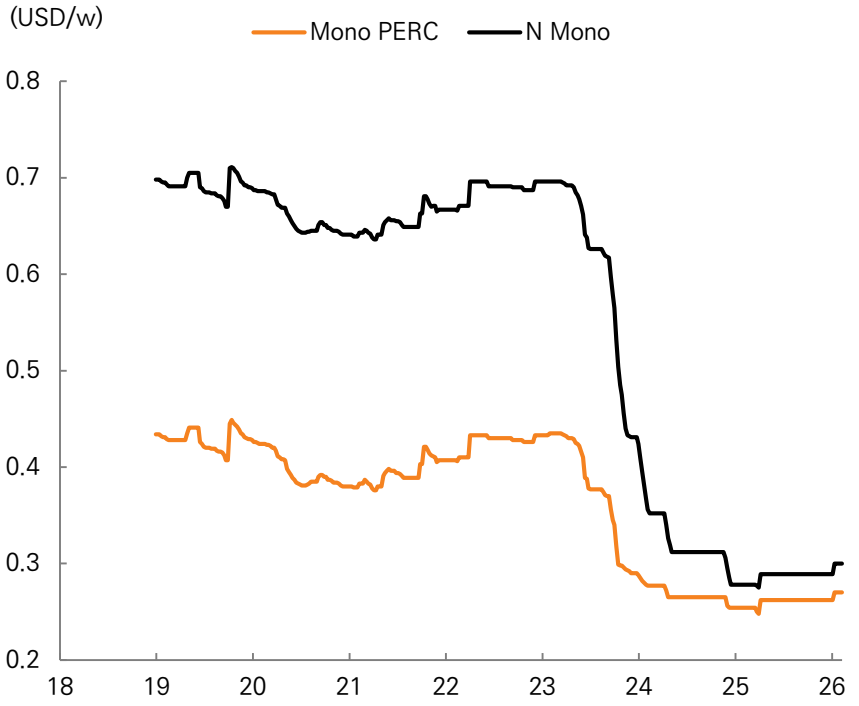
- **결론: 미국 태양광 가격 상승을 근거로 태양광 투자의견을 비중확대 유지**
- 미국향 태양광 제품 가격이 약 9개월 만에 변동 시작했으며, 당분간 상승세 유지할 전망
- 앞서 언급한 FEOC 규제 예비 지침 발표로 인해 중국산 태양광 비중을 낮추려는 노력 더욱 커질 전망
- 추가적으로 1) 중국 폴리실리콘 규제 Section 232 발표(발표 데드라인 3월말), 2) 인도, 인도네시아, 라오스에 대한 AD/CVD 예비 심사 결과(2월 내 발표 예상)는 추가 공급량 축소 요인

폴리실리콘 가격 비교(China vs. Non-China)



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 모듈 가격 추이



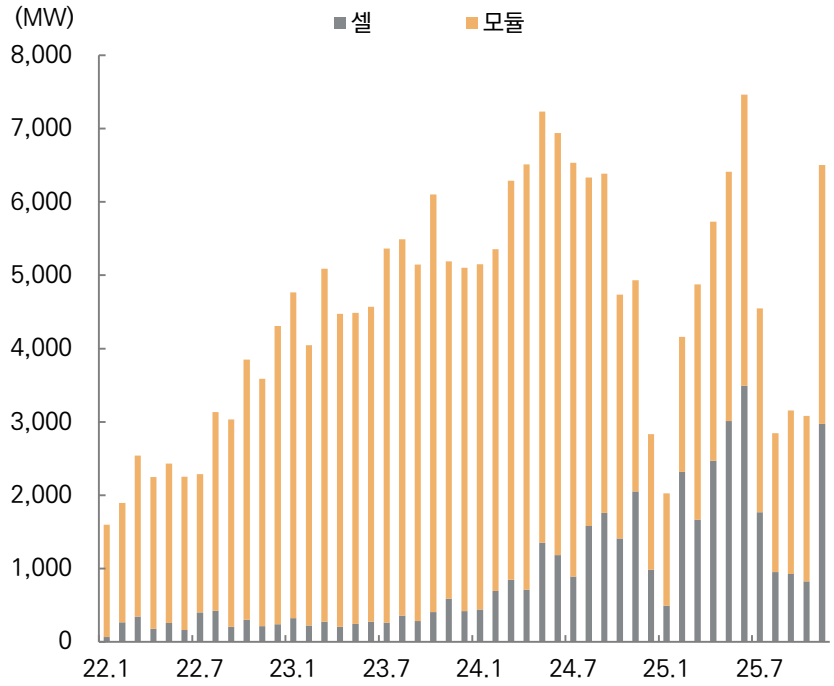
주: DDP(Delivered Duty Paid) 기준. 관세 납부 후 인도 조건. 판매자가 관세 비용 부담
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국 태양광 수입량 추이

한화솔루션,
한국 및 말레이시아 통한
미국 셀 수출 재개

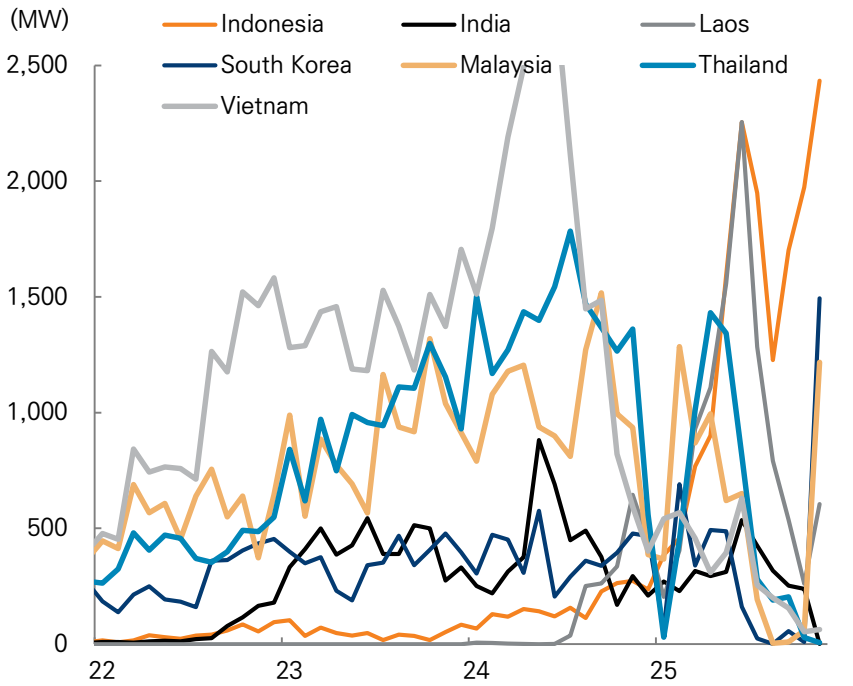
- 미국 태양광 셀/모듈 11월 수입량 6.5GW 기록(전월 대비 +111%)
- 인도네시아(2.4GW), 한국(1.5GW), 말레이시아(1.2GW), 라오스(0.6GW)
- 전월 대비 증가한 한국 및 말레이시아 물량은 통관이 지체되었던 한화솔루션 물량으로 추정
- 만약 인도네시아/인도/라오스까지 AD/CVD 관세가 부과되면 공급량 추가 축소 가능성 높은 상황

미국 태양광 셀/모듈 수입량 및 변화 추이



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 셀/모듈 국가별 수입량 추이



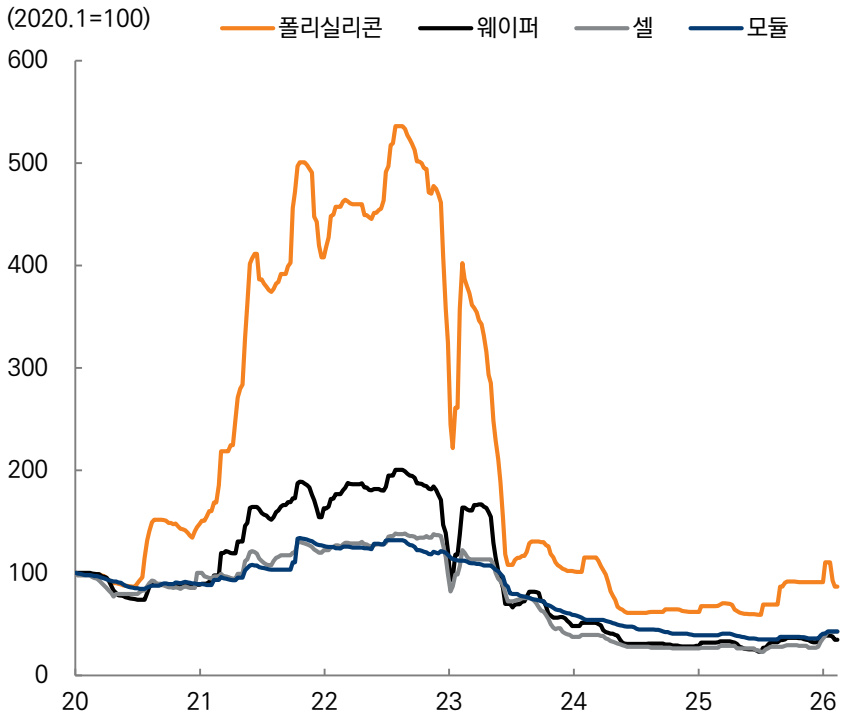
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 중국 태양광

중국 폴리실리콘 가격 변동성 확대 구간 예상

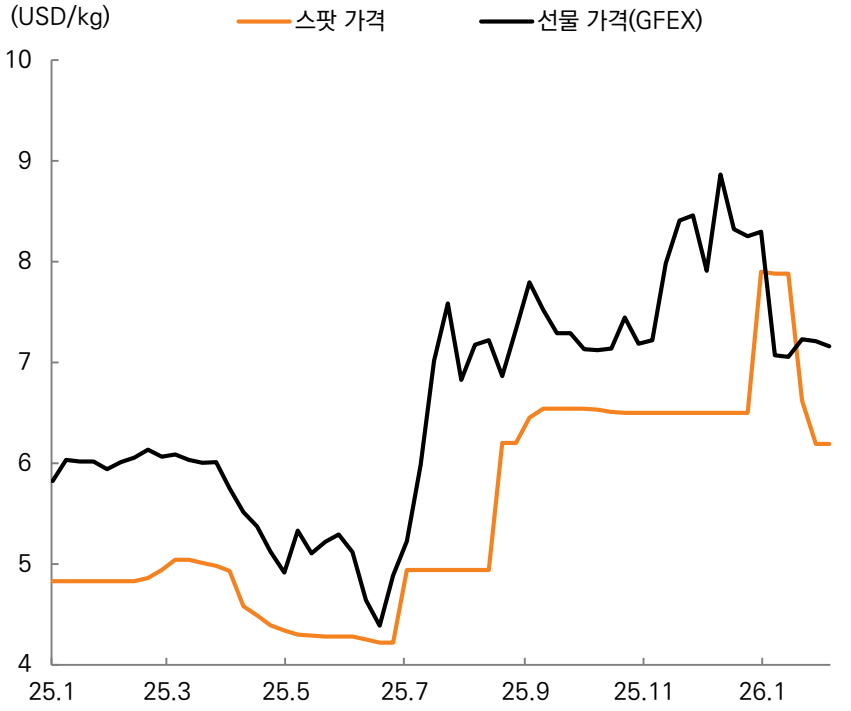
- 중국 폴리실리콘 가격 하락으로 인해 웨이퍼도 가격 약세 기록
- 1) 높은 폴리실리콘 재고량, 2) 비수기 수요 약세, 3) 과잉 생산 지속, 4) Section 232 영향 등
- 전월 언급했듯, 아직 가격 상승 추세로 넘어가기에는 과잉 생산 해결 미비해 가격 변동성 확대 구간
- 당분간 중국 제품 가격이 큰 상승세를 보이기엔 어려울 것으로 예상. 충분한 구조조정 기간 필요
- 메탈실리콘 +0.9%, 폴리실리콘 -21.4%, 웨이퍼 -10.5%, 셀 Flat MoM, 모듈 Flat MoM

중국 태양광 밸류체인 상대가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 가격 추이(스팟 & 선물)



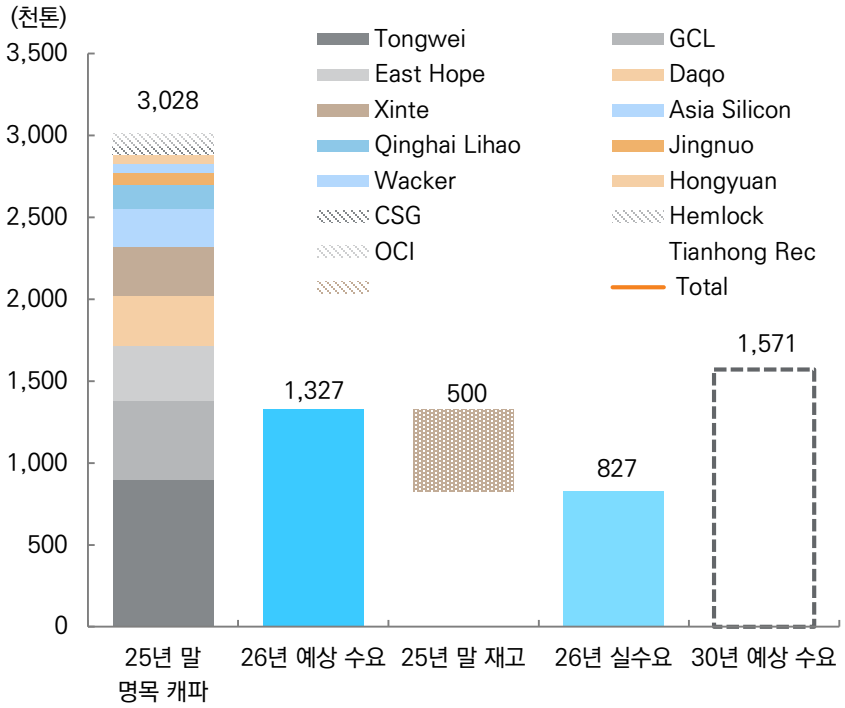
자료: PV Insights, GFEX, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 중국 구조조정

반내권, 느리지만 진행 중

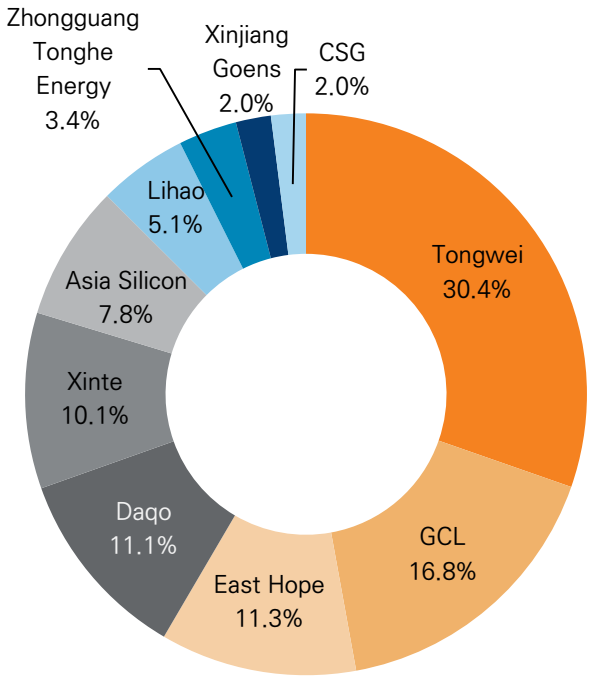
- 중국 반내권을 통한 폴리실리콘 구조조정 진행 중
- 1) Beijing Guanghe Qiancheng Technology 설립(25년 12월): 9개 주요 폴리실리콘 제조사 참여
- 9개 폴리실리콘 제조사가 보유한 폴리실리콘 캐파는 76%. 목표 용량은 43% 수준
- 2) 정부 규제 강화: 에너지 효율성 및 생산성이 낮은 플랜트 위주로 생산 중단 지시
- 아직은 규제가 충분히 강하지 않은 상황에서, 강제성을 가진 정부 주도 규제 필요

글로벌 폴리실리콘 공급 및 수요 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

Beijing Guanghe Qiancheng Technology 지분 구조



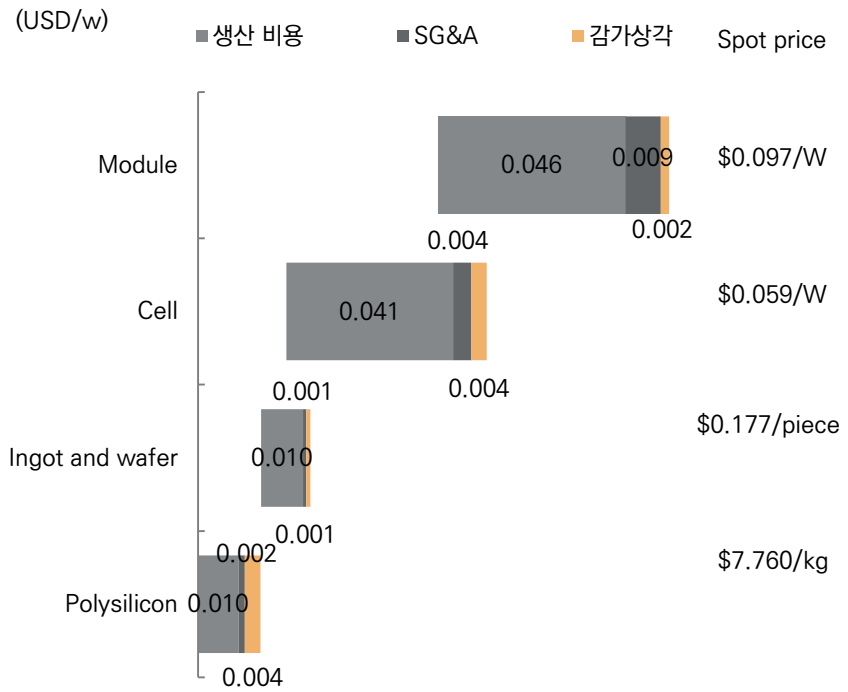
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 은 가격 상승 영향

은 가격 상승 영향은 지역에 따라 차별화

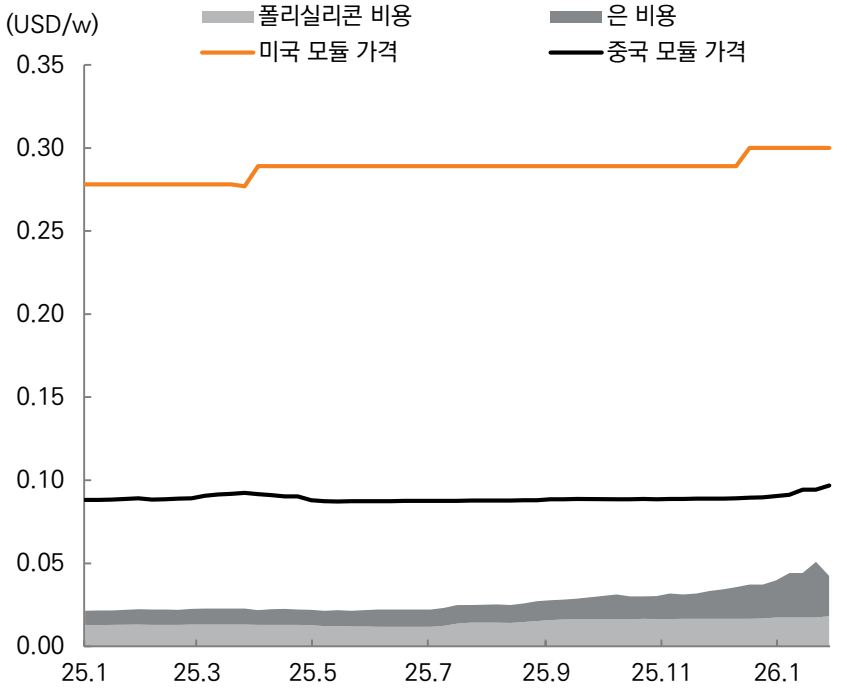
- 지난 6개월간, 은 가격 상승으로 인한 비용 증가는 중국 모듈(13% → 25%), 미국 모듈(4% → 8%)
- 미국 모듈의 경우, 관세 및 제조 비용이 더 높기에 은 원재료 자체가 차지하는 비중은 높지 않은 편
- 중국 모듈 기준, 은 가격 최고점에서는 은 비용 비중이 35%까지도 증가했으나, 다시 안정화 추세
- 은 가격 변동성 확대로 인해 모듈 제조업체와 디벨로퍼 간의 모듈 가격 합의 어려워, 관망세 증가
- BNEF 추정에 따르면, 은 가격 $10/t oz. 상승 시, 모듈 비용 0.3c/w 증가(현재 $80 수준)

중국 TOPCon 생산 비용 추정



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

모듈 가격 대비 은 비용 비교



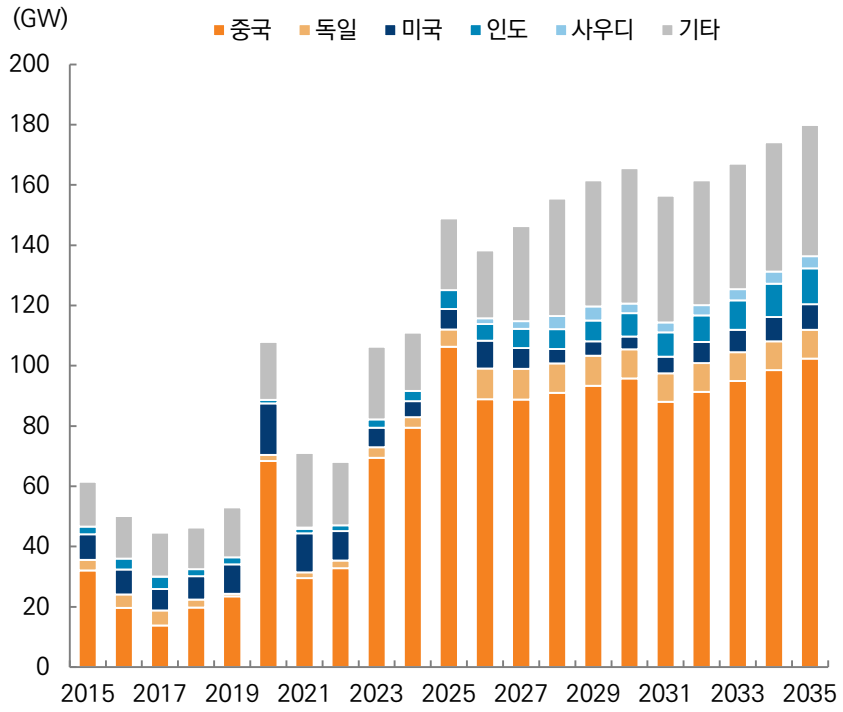
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 시장 전망

풍력: 중립(유지)

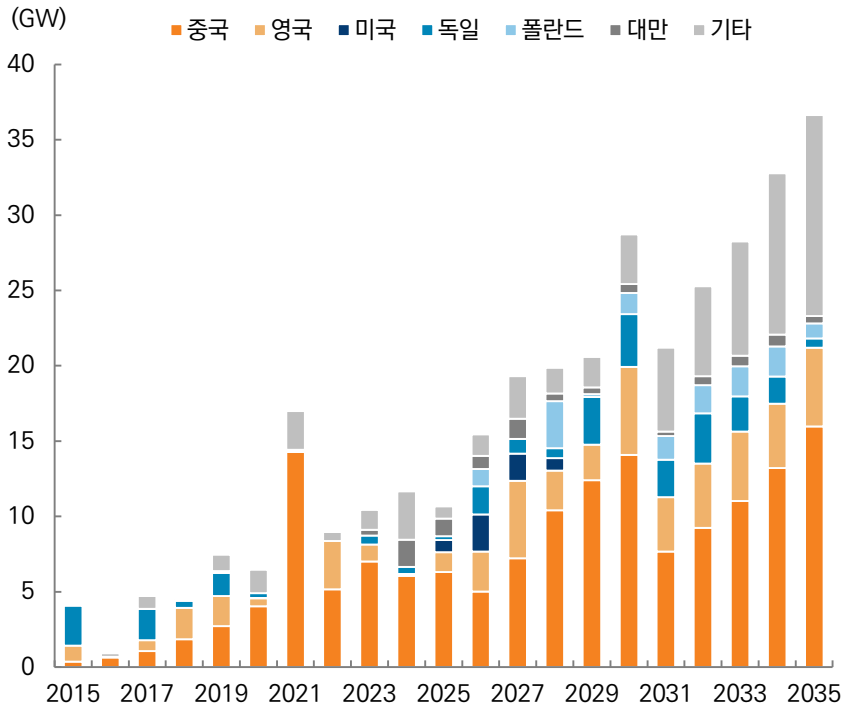
- **결론: 풍력 섹터 중립 의견 유지. 그래도 26년 성장하는 Non-China 해상풍력**
- BNEF, 글로벌 풍력 신규 설치량 26년 154GW(육상 138GW, 해상 15GW)로 전년대비 -4% 전망
- 중국 재생에너지에 대한 보조금 정책 변화와 그리드 연결 대기 영향이 큰 것으로 판단
- 중국 육상풍력은 106GW → 89GW로 독일/미국이 각각 5GW씩 추가 설치가 예상됨에도 역부족
- 해상풍력은 영국/미국/독일/폴란드의 선전을 기대. 미국은 그동안 지연되던 프로젝트들이 준공 예정

글로벌 신규 육상풍력 설치량 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신규 해상풍력 설치량 전망



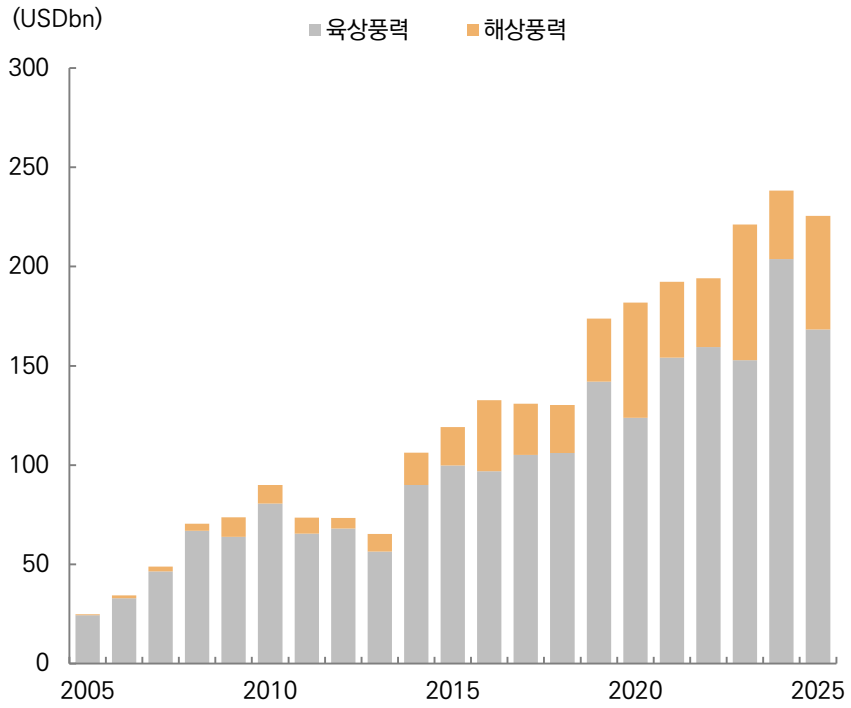
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 글로벌 풍력 투자

풍력 투자 금액,
전년 대비 감소했으나
해상풍력의 선방

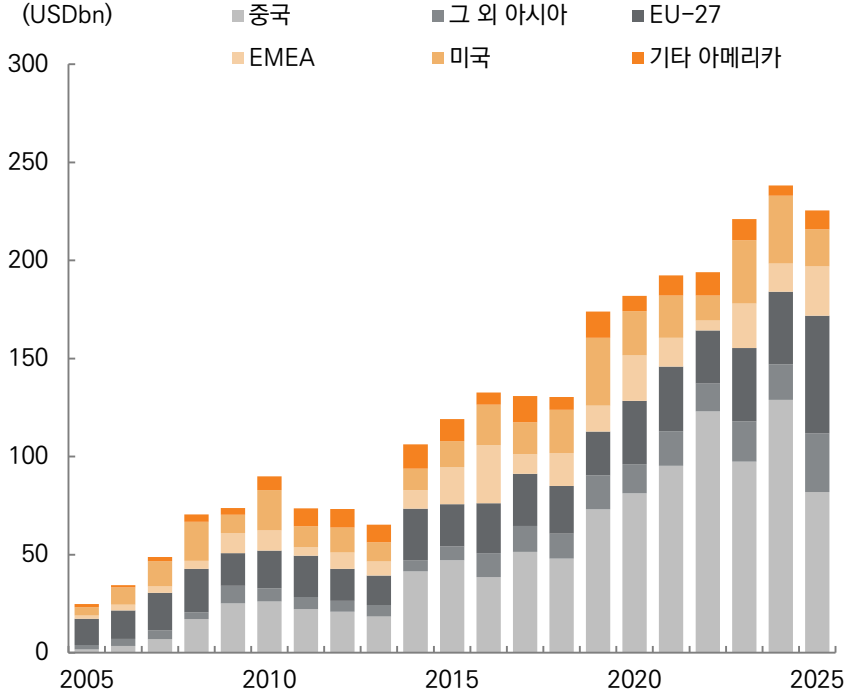
- 2025년 글로벌 풍력 투자 금액 2,250억 달러 기록(육상 1,680억 달러, 해상 570억 달러)
- 육상 풍력은 전년 대비 17% 감소. 중국의 전력 시장 정책 개편으로 인해 4Q25에 투자가 몰렸던 영향
- 해상 풍력은 전년 대비 66% 증가. 시장 불안정성과 높은 프로젝트 비용에도 불구, 이전 경매를 통해 지원받은 여러 프로젝트가 최종 투자 결정(FID) 성공
- 중국 제외 아시아 지역 투자도 66% 증가하며 강했으나, EU가 사상 최고인 600억 달러 투자로 최고치 기록. 육상과 해상풍력 모두 기여했으며, 특히 독일, 프랑스, 폴란드가 높은 성장세 기록

글로벌 풍력 투자 규모 추이(육상/해상)



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 풍력 투자 규모 추이(지역별)



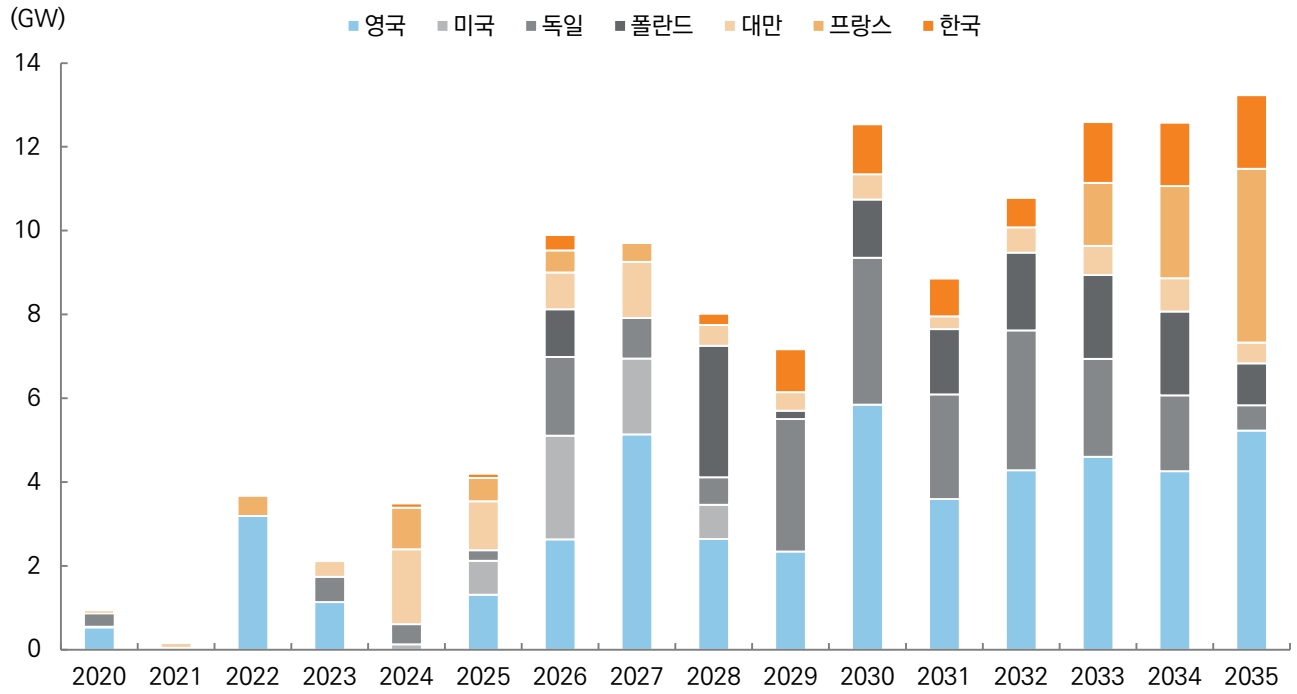
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 해상풍력 전망

26년 Non-China의 성장

- BNEF, 2026년 글로벌 TOP 7의 해상풍력 설치량(중국 제외)은 전년대비 136% 증가한 9.9GW 예상
- 순서대로 영국 2.6GW, 미국 2.5GW, 독일 1.9GW, 폴란드 1.1GW 등
- 미국, 그동안 지연되던 Coastal Virgina(2.6GW), Vineyard wind(0.8GW) 등 준공 예정
- 폴란드의 첫 해상풍력 발전소 Baltic Power(1.1GW), 일본/한국/대만 총 1.5GW 가동 예정
- 공급망 문제 및 프로젝트 경제성 악화로 29년까지는 부진하겠으나, 2030년 이후 다시 성장 예상

글로벌 해상풍력 설치량 전망(중국 제외 TOP 7)



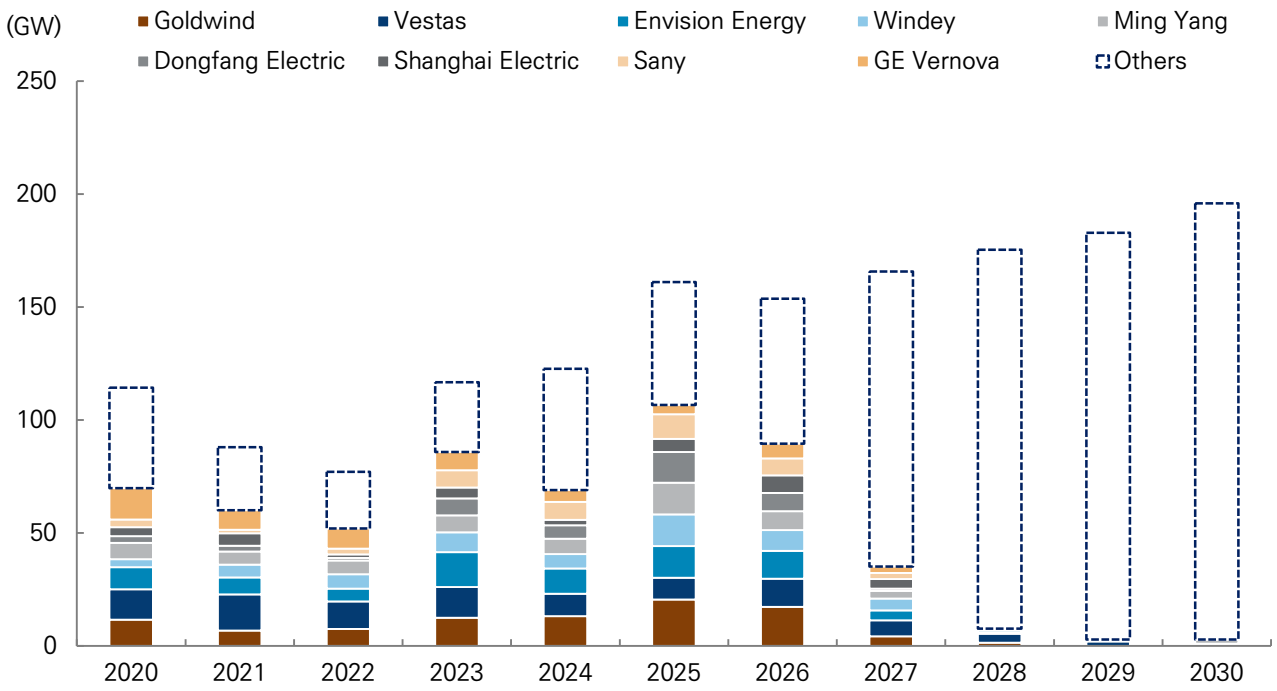
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 풍력 터빈 수주

Non-China 터빈메이커 시장점유율 18% → 22%

- 26년 Non-China 터빈메이커들의 시장점유율은 22%로 전년 18% 대비 4%p 증가 전망. 26년 중국 풍력 설치량이 급감하며 중국 업체들의 설치량도 30% 가까이 감소했기 때문
- 하지만 여전히 글로벌 설치량 순위는 Vestas를 제외하면 중국 업체들이 과점 중. 순서대로 Goldwind 17.3GW, Vestas(덴마크) 12.5GW, Envision 12.3GW, Windey 9.1GW, Ming Yang 8.4GW, Dongfang Electric 8.0GW, Shanghai Electric 7.8GW, Sany 7.5GW.
- 2025년에도 중국 설치량 중 91%는 위의 상위 6개 업체가 독차지. 대부분 육상풍력

터빈메이커별 글로벌 풍력 설치량 전망



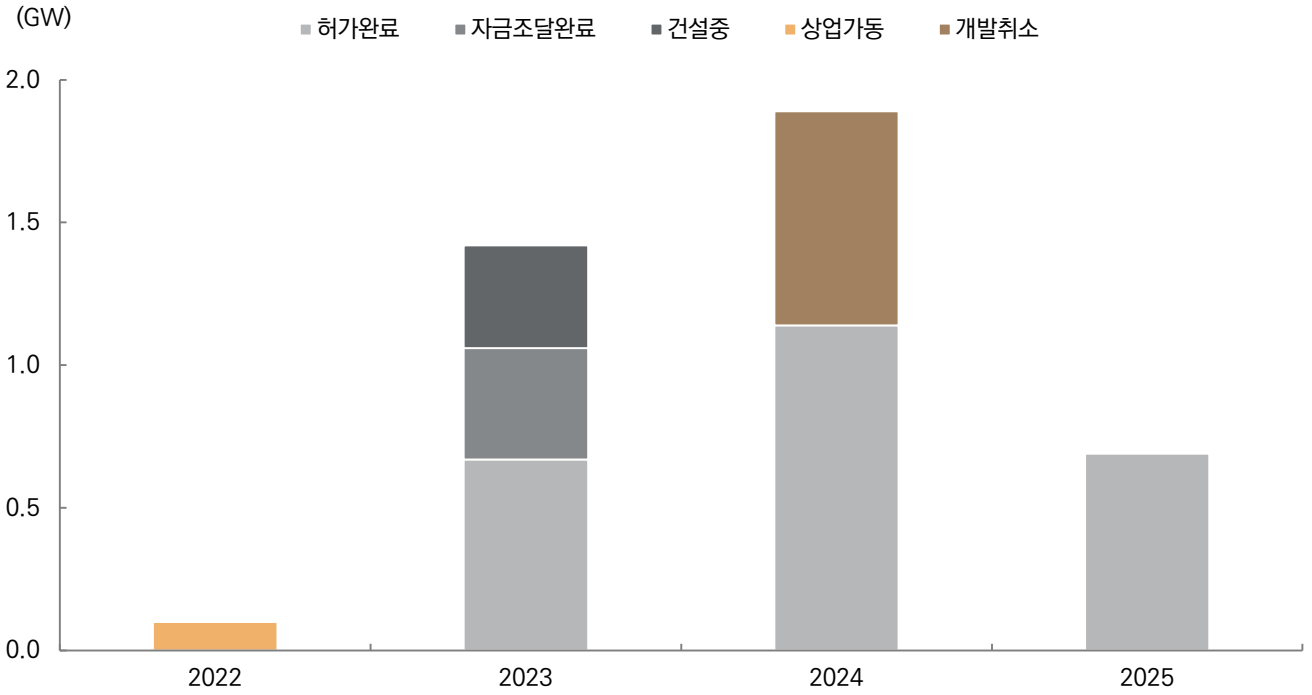
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 – 한국 해상풍력

아직은 속도가 빠르지 못한 한국 해상풍력

- 한국, 경매 낙찰된 총 13개 해상풍력 프로젝트 중 자금조달이 완료된 프로젝트는 10개 뿐
- 경매 로드맵의 잦은 수정(국산화 요건 강화, 정부 국내 기업 선호, 비용 상승)으로 인해 투자에 대한 명확성과 예측 가능성이 떨어지기 때문
- 2/12, 신안우이 해상풍력(390MW) 2.9조원 자금 조달 완료. 29년 상업 가동 계획
- 하지만 3월 26일부터 해상풍력 특별법의 본격 시행으로 향후 프로젝트들의 진행 속도 가속화 예상

한국 해상풍력 경매 현황



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

종목분석

OCI홀딩스 (010060)

Top Pick

PFE 예비지침 발표로, 미국 내 중국 태양광 제품에 대한 기피 현상 가속화 예상

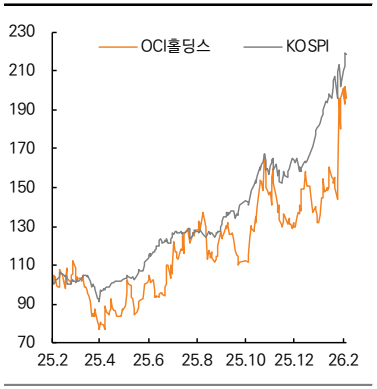
투자의견(유지)	**매수**
목표주가(상향)	**▲ 182,000원**
현재주가(26/2/13)	150,600원
상승여력	20.84%

투자포인트

- 1) Non-China 폴리실리콘 수요 급증으로 인한 P 상승
- 2) 데이터센터 인프라 개발 사업
- 3) 비중국 공급망 구축한 베트남 신규 웨이퍼 공장 1분기 가동 시작
- 4) 중국 구조조정으로 밸류에이션 리레이팅
- **목표주가 18.2만원 제시(기존 18만원에서 상향)하며, 섹터 내 Top Pick 유지**

영업이익(25F,십억원)	-58
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-61
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	18.9
KOSPI	5,507.01
시가총액(십억원)	2,812
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	19.5
베타(12M) 일간수익률	0.50
52주 최저가(원)	59,000
52주 최고가(원)	155,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	35.4	48.8	88.3
상대주가	15.4	-12.9	-11.7



결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,397	4,314	4,706
영업이익 (십억원)	531	102	-58	503	646
영업이익률 (%)	20.0	2.9	-1.7	11.7	13.7
순이익 (십억원)	714	98	-84	355	482
EPS (원)	36,002	5,005	-4,463	19,043	26,235
ROE (%)	18.7	2.5	-2.2	9.0	11.2
P/E (배)	2.9	11.7	-	7.9	5.7
P/B (배)	0.6	0.3	0.6	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.1	3.7	1.9	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,577**	**3,397**	**4,314**	**4,706**
매출원가	**3,116**	**3,034**	**3,390**	**3,640**
매출총이익	**461**	**363**	**924**	**1,066**
판매비와관리비	**360**	**421**	**421**	**421**
조정영업이익	**102**	**-58**	**503**	**646**
영업이익	**102**	**-58**	**503**	**646**
비영업손익	**74**	**-82**	**-76**	**-67**
금융손익	32	-37	-77	-68
관계기업등 투자손익	20	18	0	0
세전계속사업손익	176	-140	427	579
계속사업법인세비용	62	5	64	87
계속사업이익	114	-144	363	492
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**114**	**-144**	**363**	**492**
지배주주	98	-84	355	482
비지배주주	16	-60	7	10
총포괄이익	**404**	**-162**	**363**	**492**
지배주주	381	-252	-1,657	-2,247
비지배주주	23	90	2,019	2,739
EBITDA	296	191	794	943
FCF	-240	-271	390	547
EBITDA 마진율 (%)	8.3	5.6	18.4	20.0
영업이익률 (%)	2.9	-1.7	11.7	13.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-2.5	8.2	10.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**4,763**	**4,055**	**4,413**	**4,926**
현금 및 현금성자산	1,143	383	555	1,055
매출채권 및 기타채권	812	787	940	951
재고자산	2,345	2,273	2,273	2,273
기타유동자산	463	612	645	647
비유동자산	**3,330**	**3,719**	**4,124**	**4,083**
관계기업투자등	378	366	507	513
유형자산	2,374	2,739	3,024	2,997
무형자산	155	163	137	117
자산총계	**8,094**	**7,774**	**8,537**	**9,009**
유동부채	**1,901**	**1,689**	**1,996**	**2,010**
매입채무 및 기타채무	596	578	800	809
단기금융부채	1,083	896	899	899
기타유동부채	222	215	297	302
비유동부채	**1,357**	**1,512**	**1,677**	**1,684**
장기금융부채	913	1,082	1,082	1,082
기타비유동부채	444	430	595	602
부채총계	**3,258**	**3,202**	**3,674**	**3,694**
지배주주지분	**3,980**	**3,792**	**4,076**	**4,518**
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,366	3,650	4,092
비지배주주지분	**856**	**780**	**787**	**797**
자본총계	**4,836**	**4,572**	**4,863**	**5,315**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	-	7.9	5.7
P/CF (x)	3.2	8.5	3.5	2.9
P/B (x)	0.3	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	8.7	20.9	5.6	4.2
EPS (원)	5,005	-4,463	19,043	26,235
CFPS (원)	18,154	13,630	42,570	51,347
BPS (원)	209,224	203,640	222,441	246,476
DPS (원)	2,200	2,200	2,200	2,200
배당성향 (%)	36.3	-28.5	11.1	8.2
배당수익률 (%)	3.7	1.9	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	35.0	-5.0	27.0	9.1
EBITDA증가율 (%)	-53.8	-35.5	316.5	18.7
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	적전	흑전	28.4
EPS증가율 (%)	-86.1	적전	흑전	37.8
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.4	9.0	8.4
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.5	1.9	2.1
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.5	7.1	6.6
ROA (%)	1.6	-1.8	4.4	5.6
ROE (%)	2.5	-2.2	9.0	11.2
ROIC (%)	1.6	-1.4	8.9	10.1
부채비율 (%)	67.4	70.0	75.5	69.5
유동비율 (%)	250.5	240.0	221.0	245.1
순차입금/자기자본 (%)	12.5	23.2	18.3	7.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	-0.8	4.7	6.0

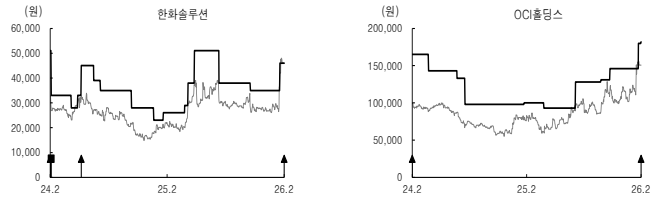
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.02.06	매수	46,000	-	-
2025.11.06	매수	35,000	-20.24	4.14
2025.07.31	매수	38,000	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	51,000	-33.08	-23.43
2025.04.25	매수	38,000	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	29,000	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
OCI홀딩스 (010060)				
2026.02.19	매수	182,000	-	-
2026.02.11	매수	180,000	-14.94	-13.56
2025.11.12	매수	146,000	-22.70	6.16
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 한화솔루션, OCI홀딩스 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.