

Energy Renaissance 6

Analyst 노우호 wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식 hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

Industry Insight 2026. 9. 15



Contents

Summary	5
Part 1. APPEC 2026 Take-aways	9
Part 2. 국제유가, Stronger & Longer	29
Part 3. 정유, Old Legacy, but Printing Money	41
Part 4. 석유화학, Feedstock Advantage = Geographic Advantage	63
 기업분석	
LG에너지솔루션 (373220)	78
SK이노베이션 (096770)	81
한화솔루션 (009830)	84
CATL (3750 HK)	87
Valero Energy (VLO US)	88



이차전지 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	440,000원
CATL (3750 HK)	Not Rated	-

정유화학 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
SK이노베이션 (096770)	Buy	180,000원
한화솔루션 (009830)	Buy	39,000원
Valero Energy (VLO US)	Not Rated	-

Summary

이차전지/정유화학

APPEC 2026 Take-aways

Overweight/Overweight

1 APPEC 2026, From Geopolitical risk to crude and products shock

- 9/8~10 싱가포르에서 개최된 제42차 APPEC 2026에 약 1,700명의 에너지 업계 참가자들이 참가
- APPEC 2026은 고착화된 지정학 Risk와 에너지 가격 상방 압력 변수를 지나치게 간과했다는 자성의 목소리가 높아져
- 결과물은 원유/가스 Value-chain별 양극화: Upstream/Trading ↑, 반면 Downstream ↓
- APPEC 2026 주관사 S&P Global은 물론, 동시에 Dow Jones Energy/Macquarie 등 다수의 기업들이 별도 세션을 통해 국제유가 전망 Update 진행: 공통된 국제유가 궤적에 변곡점을 각각 4Q26 및 2Q27
- 에너지 업계를 지배하는 ‘불확실성’→ Resilience, Optionality, Diversification, Transition의 솔루션을 제시
- 과거와 달라진 에너지 업계의 대응: (1) Upstream: Oil/Gas Sales부문 신규 투자에 회의적, (2) Trading: 최적의 Backwardation 포지션, (3) Refinery: A printing Money, (4) Downstream: 원재료 조달에 기회비용 재차 강세 우려

2 국제유가, Stronger & Longer

- 국제유가 궤적을 요약가능한 단어는 (상반기) Higher & Longer, → (현재) Stronger & Longer로 변화 중
- Disruption & Uncertainty: 지정학 Risk 프리미엄 확대로 국제유가를 비롯한 원자재 Rally는 현재 진행 형
- APPEC 2026에 참석한 Goldman Sachs는 기존 전망했던 Brent유가 상단을 추가 상향 조정할 여지는 남겨둠
- 현재 시점 국제유가 공급 및 수요간 변수가 상충되고 있어→ (수요) 중국의 원유 수입 재개, (공급) 미국 트럼프 대통령과 Oil Majors간 이견 심화, 중동 원유 공급망 이중 병목 위기 고조(호르무즈 외에 홍해 바브엘만데브 해협)
- 국제유가 상승 변곡점 및 하락 변곡점은 결국 미국 정부 및 에너지 업계로 공이 넘어갈 것

Summary

이차전지/정유화학

APPEC 2026 Take-aways

Overweight/Overweight

3 중국, Energy Transition

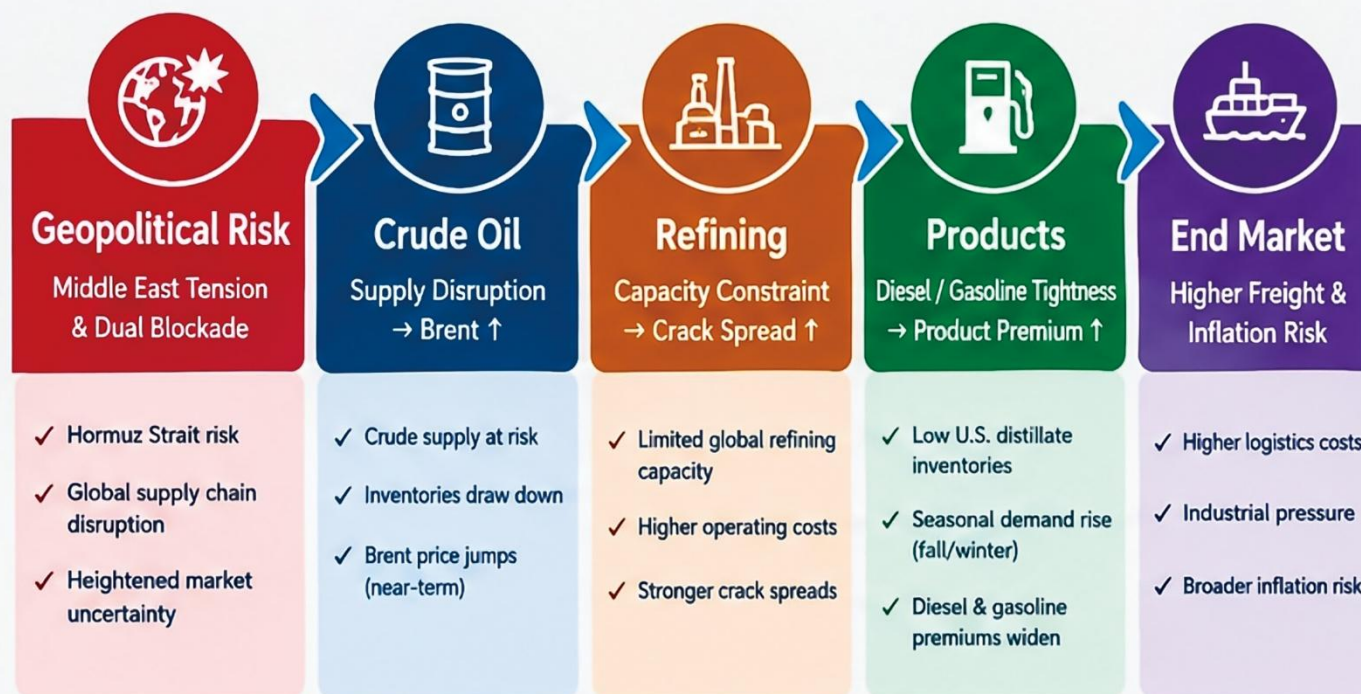
- APPEC 2026 일부 연사들은 중국의 원유 수입 재개 가능성에 초점을 두고 국제유가 궤적을 전망함
- 단, 중국측 Sinopec과 Petro China의 경제연구소 이코노미스트들은 중국은 에너지 정책상 에너지 전환 과도기임을 강조
- 이들은 화석연료에 대한 수요 정점이 27년 석탄→~30년 원유. 반면 해당 과도기에 핵심 기저 에너지원은 천연가스이며, 이를 보완해줄 태양광 및 풍력에 대한 투자 증가 역시 지속될 점을 강조
- 향후 10년간 태양광 및 풍력 중심의 재생에너지 생산Capa는 기존 대비 10배 이상 증가, ESS 운영 시스템 역량 강조

4 정유, Printing Money 화학, Feedstock Advantage

- APPEC 2026의 주요 세션에 정유사들의 누리는 전례없는 정제마진 초강세에 대한 지속 가능성에 대한 질문이 이뤄져
- 단기적으로 마땅한 해결책도 부재하지만 구매자들 역시 한낱의 희망을 얻고 싶을 뿐
- 연이은 설비 피격과 다시 고조되는 중동 이중 봉쇄로 디젤→Jet유→휘발유→B-C→나프타 순으로 마진 강세 진행
- 26.9월 제품별 크랙은 지난 5년 평균 대비 +60% 상승, 특히 미국 3-2-1 크랙은 63달러/배럴로 급등(평균 25달러/배럴)
- 2026년 하반기 권역별 정유사들의 예정된 정기보수 진행 등 정제제품에 물량 차질 역시 피하기 어려워
- 반면 여전히 비관적 전망이 이어진 석유화학. APPEC 2026은 (1) 원재료 다변화, (2) 설비 효율화 등의 해결책 제시
- [Geographic Advantage = Feedstock Advantage] 저가 원재료 조달 중요성이 여전히 핵심
- 국내 NCC 석유화학 기업들의 글로벌 지역 및 단가를 고려한 석유화학 Cost-curve 기준 최하단으로 밀려나
- 여전히 비관적 전망 가능. 그럼에도 한국의 석유화학 구조 재편이 불려올 장기적 관점의 공급과잉을 축소를 지켜볼 필요
- 현재의 정유산업 초호황은 그간 누적된 공급량 축소의 결과물임을 잊지 말아야

APPEC 2026 Review Key Takeaways

The next phase of the oil shock
may be driven less by crude scarcity
and more by refined-product tightness.



Part. I

APPEC 2026 Take-aways



1. APPEC 2026 Take-aways

APPEC 2026 소개

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 9/8~10 아시아 태평양 석유회의체 APPEC 2026(Asia Pacific Petroleum Conference)이 S&P Global 주관으로 싱가포르에서 개최
- 2026년 에너지 시장은 지정학 Risk에 따른 원자재 가격 급변동에 원유 및 가스 Value-chain 기업(원유, LNG, 해운 및 벙커링, 항공 등) 및 원자재 금융 관계자들 약 1,700명 가량이 참석한 최대 행사로 변모
- 3일간의 세션을 관통하는 단어는 Regionality, Optionality, Diversification, Energy Transaction
- 핵심 Agenda: Oil redefined the resilience, trade and opportunities

9/8 개막한 아시아 APPEC 2026 입구



자료: APPEC 2026, 메리츠증권 리서치센터

S&P Global 주관으로 APPEC행사는 42회차를 맞이



자료: APPEC 2026, 메리츠증권 리서치센터

1. APPEC 2026 Take-aways

APPEC 2026 현장

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways



자료: APPEC 2026, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 급변동하는 시장환경

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- APPEC 2026 환영사는 싱가포르 통상산업부 국무장관이 개회사를 진행, 이후 S&P Global Energy 대표가 이어 환영사를 각각 발표
- Energy Resilience에 달라진 정의: 공급망 충격을 흡수할 수 있는 Optionality, 포트폴리오 Diversification, Value-chain 역량
- 국제유가 상방 압박 및 정제제품 마진 강세 장기화 우려, 특히 디젤 및 항공유 분야
- S&P Global 역시 중국의 탄력적 수요 변화에 주목. 전통적인 원유/가스 최대 소비자, 현재는 가장 강력한 전통 및 비전통 분야 Value-chain 역량을 구축

싱가포르 통상산업부 국무장관의 APPEC 2026 개회사



자료: APPEC 2026, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, Macquarie Global Commodity

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 글로벌 원자재 시장 내, 헷징(Hedging) 솔루션을 제공하던 Macquarie Global Commodity 본부 역시 공급충격 시나리오 장기화 의견 유지
- 2026년 이란 무력충돌 과정을 3~4월 전면전> 5~7월 휴전 MOU> 9월 현재 경제 압박의 3가지 국면으로 판단
- 이에 따른 국제유가 판단은 'Muddle Through'가 될 것: (1) 불확실한 원유 수급, (2) 지속된 경제압박 등으로 획기적인 조정보다는 시장 수요가 감내할 수준으로 일부 조정될 가능성
- 결국 국제유가의 'Higher & Longer' 관점이 관리 혹은 대응 가능해지는 단계로 전이 중. 이는 원자재 가격의 상단 대비 하단이 구조적으로 상향될 국면에 진입
- 또한 미국 11월 중간선거가 변곡점으로 전환될 시나리오. 선거 이후 이란 등 적대국 압박 강도에 대한 변화
- 결국 특이점이 발생될 시점은 2026년 4분기 예상

Macquarie Commodity Session

구분	규모	특이사항
전쟁 이전 역내 순수출	2천만배럴/일	호르무즈 영향권 국가
전쟁 기간 평균	1천만배럴/일	약 1천만배럴/일 감소
실질 재고 변화	400만배럴/일	원유 200만배럴, 제품 50만배럴, SPR 100만배럴
전쟁 이전 공급과잉	300만배럴/일	최근 절반 수준 상쇄
수요 감소 영향	200만배럴/일 이상	미국, 유럽, 중국

자료: 메리츠증권 리서치센터

Macquarie의 시나리오 점검

구분	시나리오 변수	Macquarie
미국-이란	휴전 및 경제압박	미국 중간선거 이전까지 Base 시나리오
미국-이란	물리적 충돌 재개	배제하기 어려움
미국-이란	협상 타결	가장 낮은 변수
러시아-우크라이나	장거리 타격 및 흑해 교란 지속	3개월간 Base 시나리오
러시아-우크라이나	국물 중심 전술적 합의	가능성 25% 수준
러시아-우크라이나	실질적 휴전	가장 낮은 변수

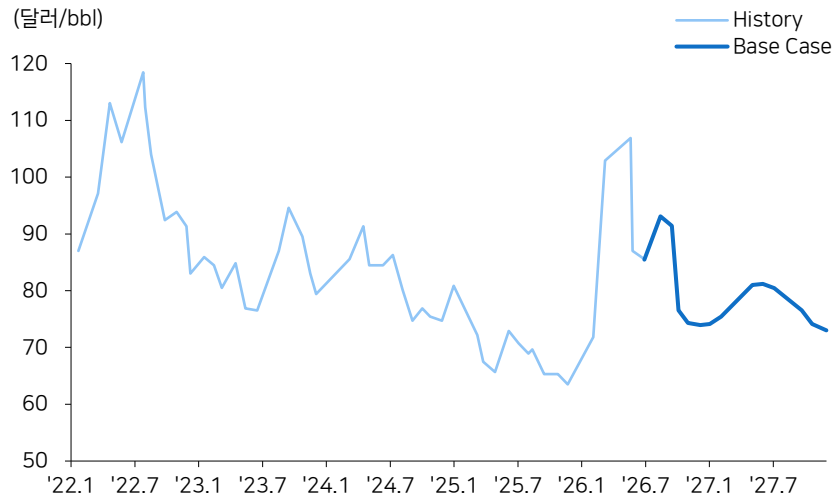
자료: 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 기관별 상반된 국제유가 전망

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

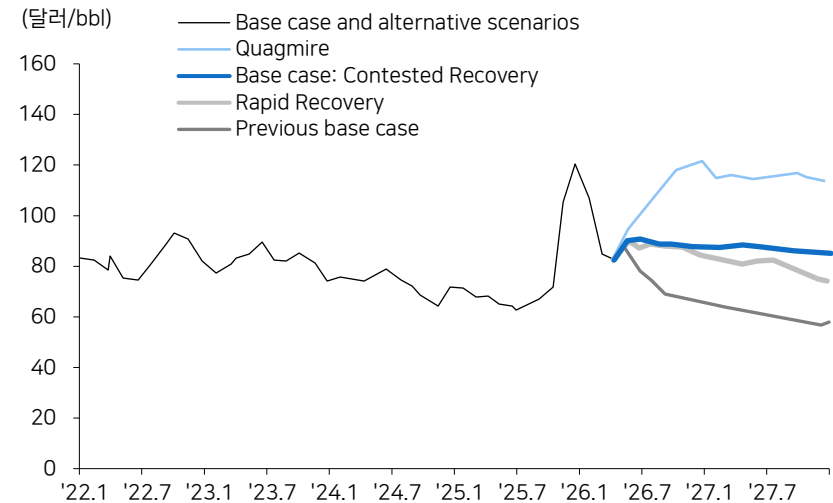
- APPEC 2026 행사 시기에 맞춰 동시에 컨퍼런스를 진행한 추가 기관들(Dow Jones Energy, JP Morgan, Macquarie 등)
- S&P Global Vs. Dow Jones간 국제유가에 대한 경로는 유사하지만 상하단에 대한 눈높이는 상이
- 27년 Dow Jones는 원유 공급량 증가를 배경으로 80\$/BBL 하회, 반면 지정학 Risk 요인에 S&P는 상/하단 범위 넓은 편
- 행사 기간 중, Brent유가가 지정학 Risk 변수로 장중 100\$/BBL 상회하며 행사 참석자들은 S&P의 단기 전망에 설득력을 얻어
- 고착화된 에너지 인플레이션으로 시장 참가자들의 고민은 Value-chain별 양극화: Upstream Vs. Mid-Down stream

Dow Jones Energy의 국제유가 전망 궤적



자료: Dow Jones Energy, 메리츠증권 리서치센터

S&P Global Energy의 국제유가 전망 궤적



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, Goldman Sachs & Petro China간 국제유가 전망 대담

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- Fireside Chat: Goldman Sachs의 Global Commodity Head 'Daan Struyven'와 Petro China의 수석 이코노미스트 Wu Qiunan
- Daan은 여전히 지정학 Risk 장기화 우려(~2027년)에 여전히 공급충격 및 국제유가 전망치 상방 Risk 견해 유지
- GS 역시 정유산업의 구조적 호황기를 강조: 이는 정제설비의 자발적 폐쇄/신규 투자 부재, 원유와 같은 세일 공급 혁명 부재, 물류망 마비
- 반면, 중국 Wu Qiunan 이코노미스트는 에너지 공급망 다변화 노력 및 노출된 가격 변동에 대한 수급 균형 조정 등 수요자들의 회복 및 대응능력을 강조

GS: 지정학 Risk 프리미엄을 전제로 제시 Vs. Petro China는 중국 원유 수요가 정점을 지나고 있음을



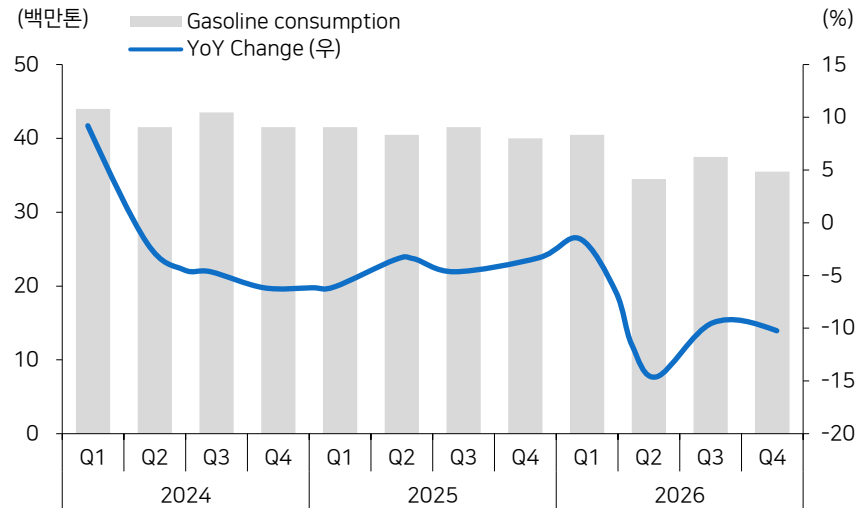
자료: APPEC 2026, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 달라진 중국의 원유 수요

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

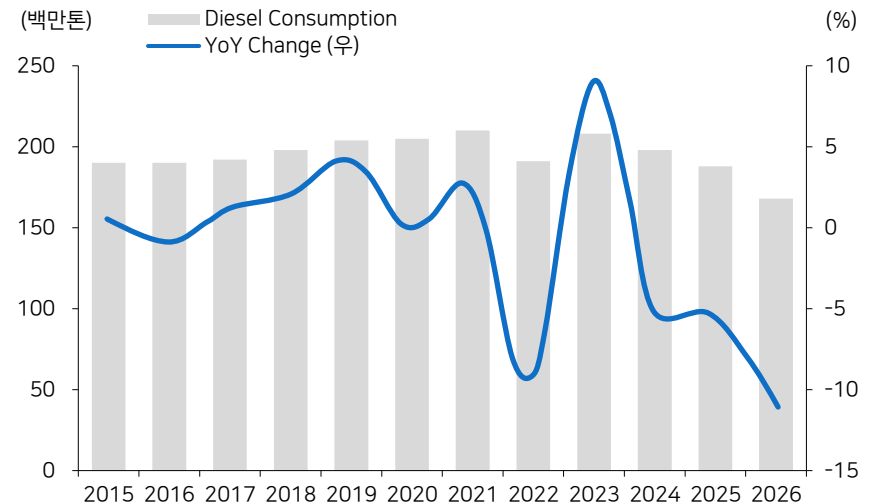
- APPEC 2026 행사 1일차에 연사들의 공통된 발언은 중국의 원유 수입 재개 가능성과 향후 교역 시나리오 변화에 대해 언급
- 단, Sinopec 및 Petro China 등 중국 에너지 업계는 중국의 국제유가에 대한 수요는 이미 정점(Demand Peak)을 통과 중임을 제시
- 중국은 과거 모빌리티 분야, 휘발유 및 디젤에 최대 수요자. 현재 전기차 등 친환경차 수요 증가는 구조적 현상(친환경차 침투율 65% 이상)

중국 휘발유 소비량 추이



자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

중국 디젤 소비량 추이



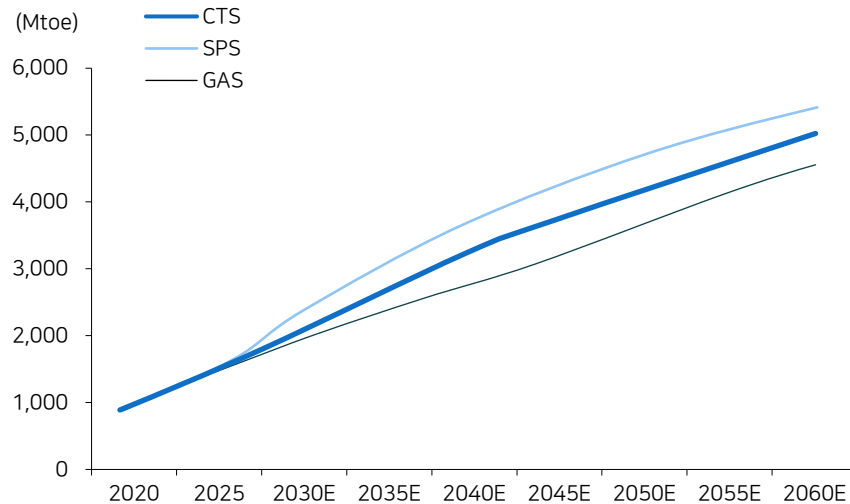
자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 중국의 탄소배출량 감소라는 명확한 정책의지

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

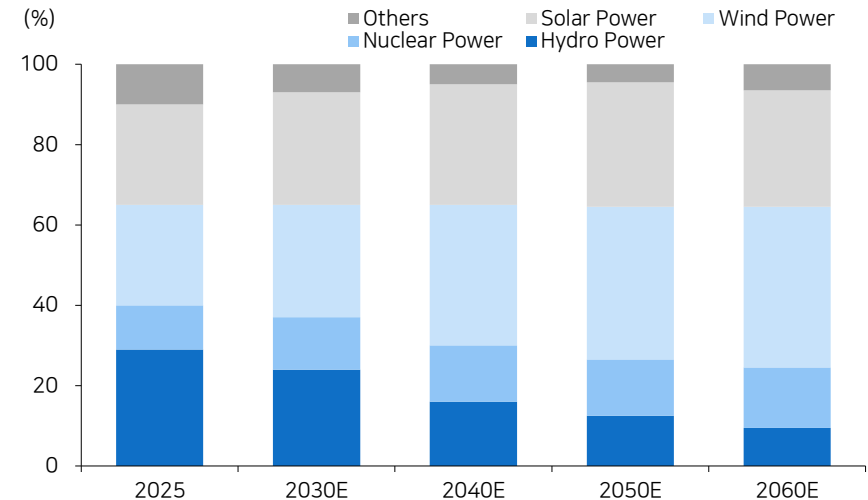
- 과거의 석탄발전에서 천연가스/재생에너지로의 구조적 변화
- 중국 배터리 기업들의 ESS 집중 투자로 Value-chain 역량 강화

중국의 비화석 연료로의 전환은 구조적 변화



자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

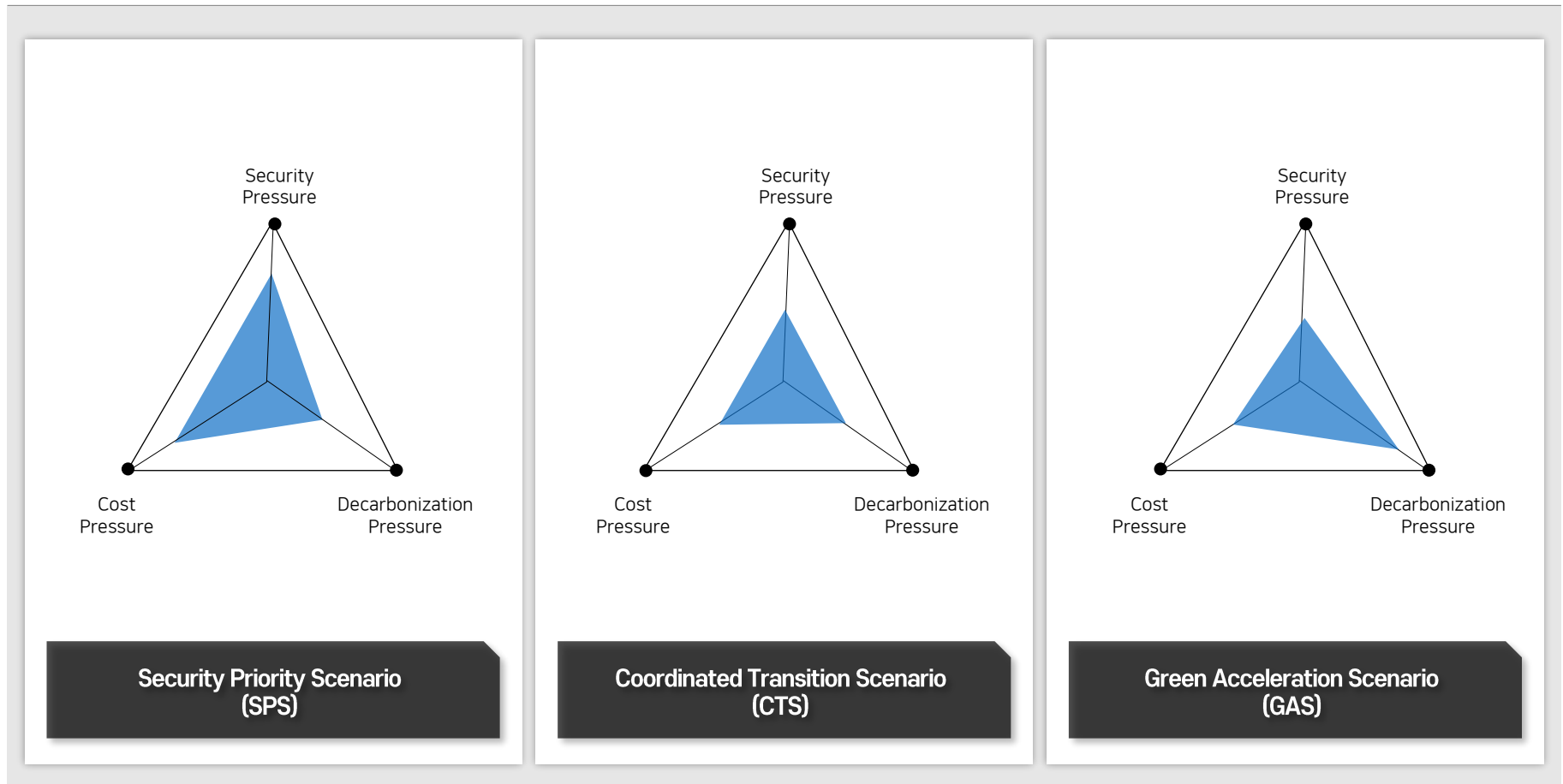
중국의 중장기 에너지 발전원 mix



자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, Sinopec의 중국의 에너지 전환 3가지 시나리오

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

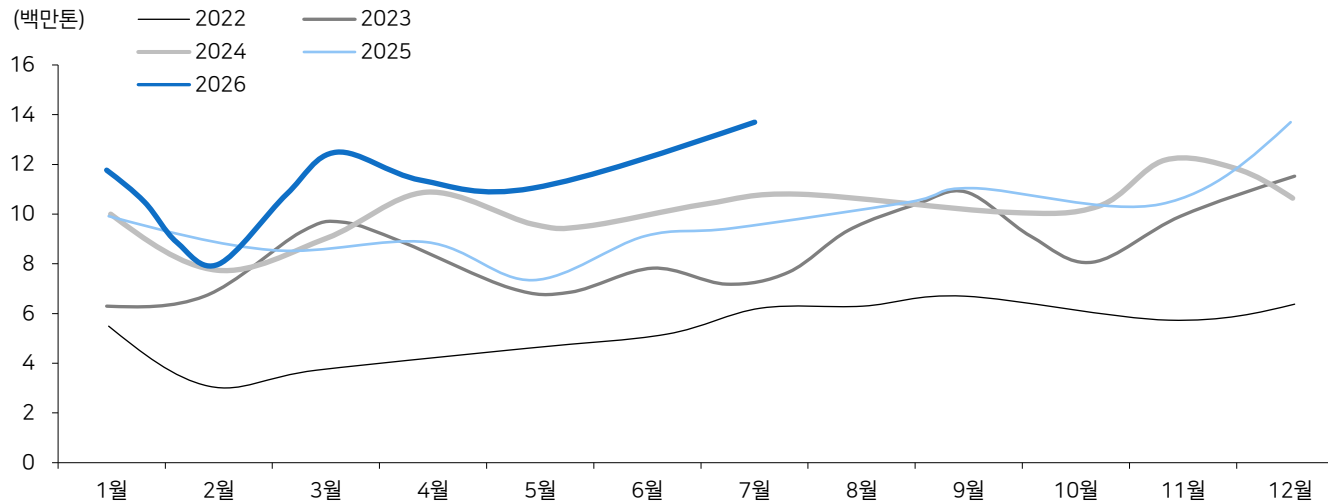


자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 중국의 에너지 전환

- 대외적 에너지 대전환, 산업용 석탄 수입량은 증가
- 중국의 에너지 대전환 정책이 당장의 석탄 사용량을 급감시키는 개념과는 구분. 석탄 지배력 감소시키며 에너지 안보(Security)를 위한 백업 전원으로 활용하는 전략
- 석탄, Coking Coal(코크스탄) Vs. Thermal Coal(발전용 석탄)을 구분할 필요

중국의 산업용 Coking Coal의 수입은 증가 중



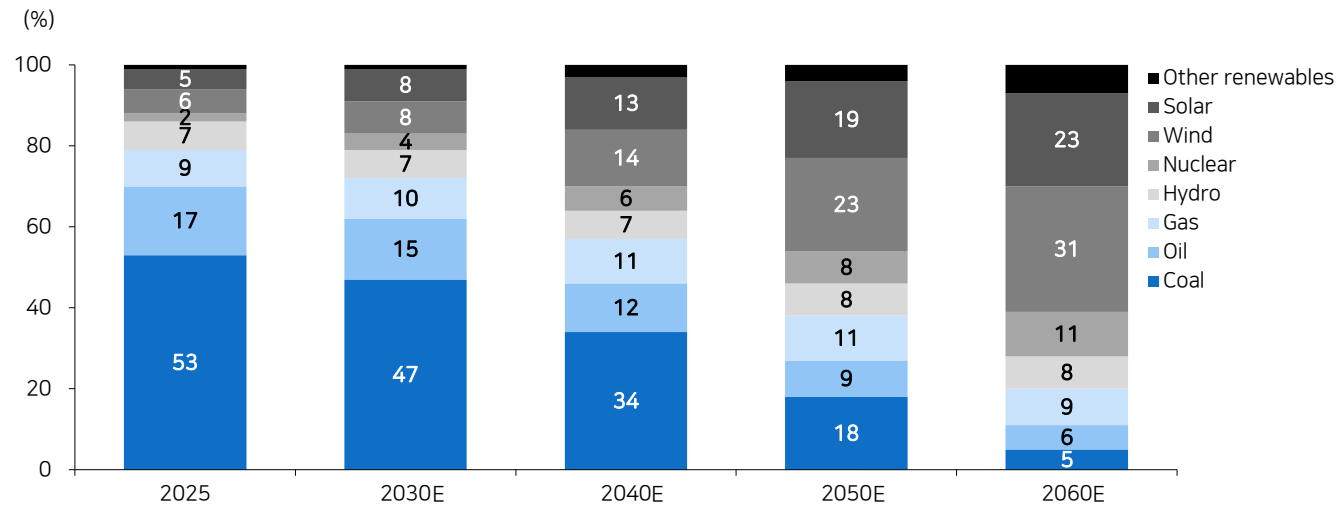
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 중국의 탄소배출량 감소라는 명확한 정책의지

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 결국 미래 지향적으로 변모하는 중국의 에너지 정책
- 발전 연료 변화(석탄→가스→재생에너지)는 구조적 흐름
- Sinopec 경제연구소는 원유 소비량 비중은 25년 53%, 이후 2030년 47% 등 지속 축소라는 다소 파격적인 전망을 제시
- 특히 태양광 및 풍력 주도의 재생에너지 생산Capa는 향후 10년간 현재 대비 2배 이상이 될 것과 ESS 시스템 운영 역량 중요성을 피력

Sinopec 경제연구소가 전망하는 중장기 중국의 에너지 수요 비중 변화



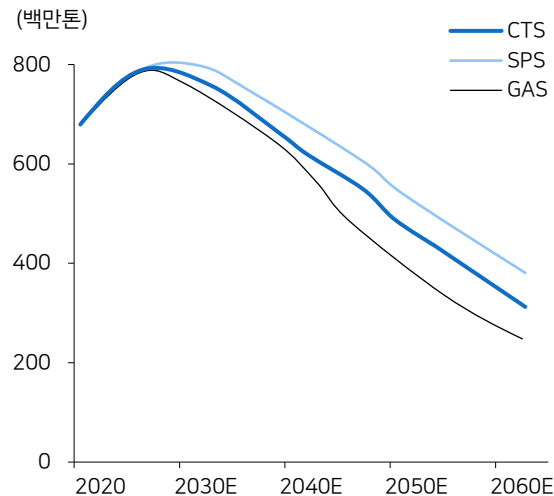
자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 중국의 탄소배출량 감소는 구조적 변화

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

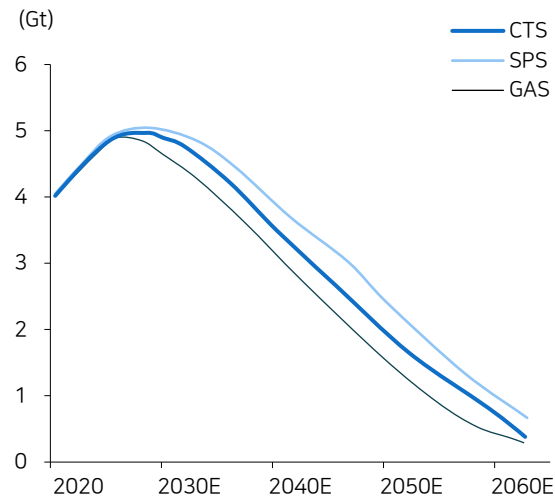
- 중국의 전통 화석연료에 대한 수요 붕괴, 반대급부로 에너지 자급은 완성 단계로 진화
- Sinopec은 26년 중국의 원유 수요가 60만배럴 감소 전망: 휘발유 -8.7% YoY, 경유 -11.4% YoY 감소 전망
- 중국의 연료 다변화 등 구조적 수요 변화에 한국 에너지 시장 전략은 결국 정유 및 석유화학 분야일 것
- 중국의 정제설비 투자의 핵심 석유화학에 안정적 원료 조달이 목적: 향후 5년간 에틸렌 3천만톤, P-X 1천만톤 추가될 예정
- 올해 중국의 원유 수입 감소 및 정유사들의 가동률 하향에 수급 개선이란 해석의 오류. 핵심은 석유화학 원료 자급화 능력이 강화되는 중

원유 소비 전망



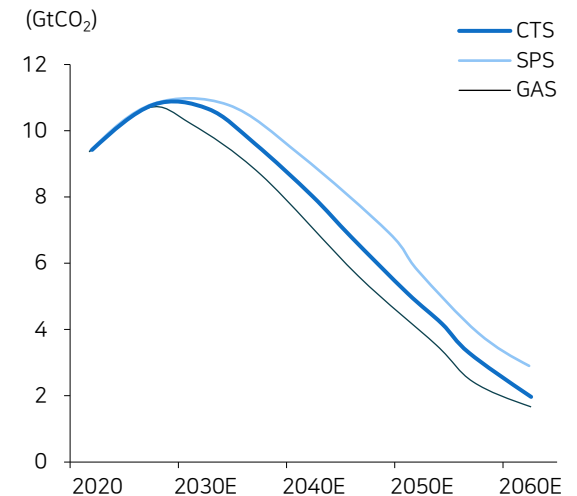
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

석탄 소비 전망



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

중국의 에너지 관련 CO₂ 배출 전망



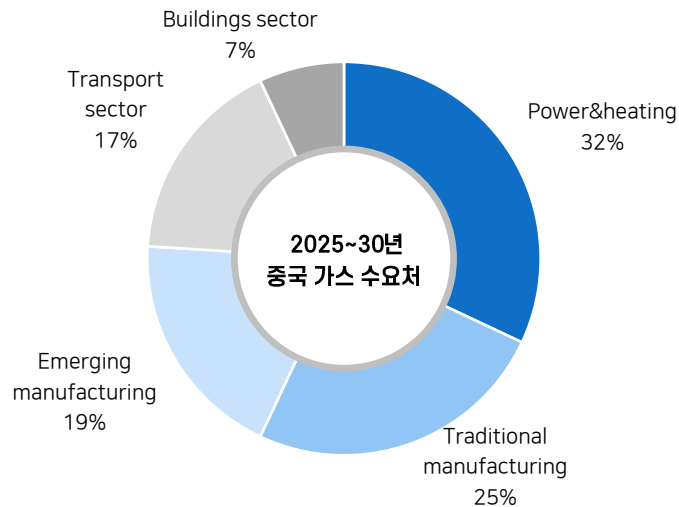
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 반면 중국의 가스 수요는 지속 증대

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- APPEC 2026에 참가한 아시아 LNG Trading부문 관계자들 역시 고객국가 비중 변화가 이미 발생되고 있음을 강조
- 과거 일본 및 한국이 최대 고객사였던 반면, 현재는 중국의 LNG 수입량 증대에 중국향 Trading 전략 및 네트워크가 중요해지고 있음을 강조
- 중국 역시 재생에너지와 더불어 기저 에너지원으로 천연가스 소비량은 지속 증가될 점
- 중국의 LNG Value-chain 주목할 필요

2025~30년 중국의 주된 가스 수요 분야



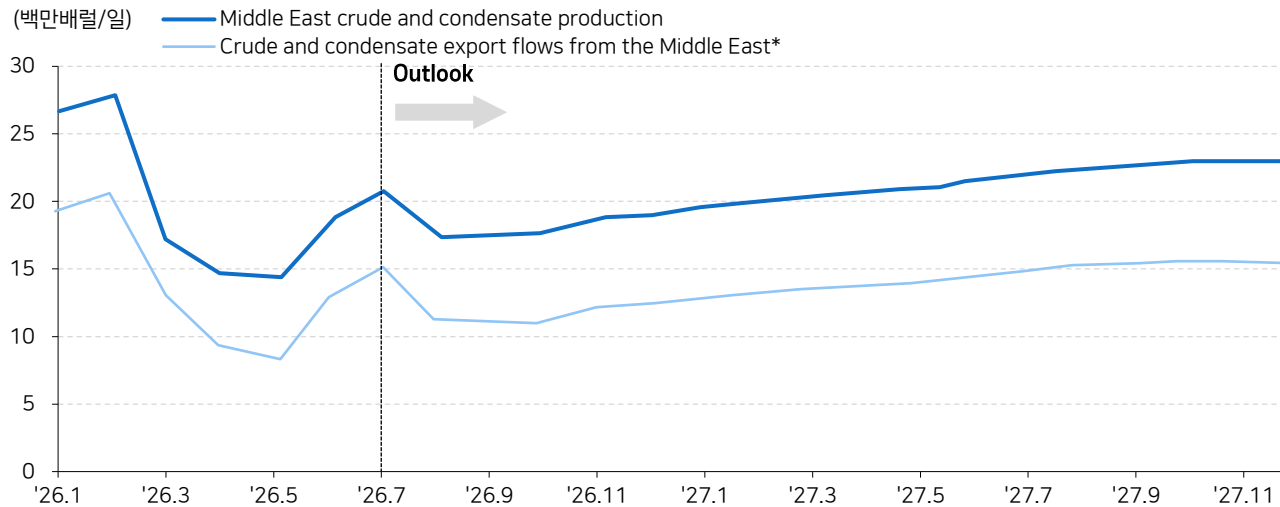
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 중동 원유 수출 안정성이 확보되어야

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 2027년 국제유가 전망 시나리오를 낙관하기 어려운 건 지속될 지정학 Risk 및 지난 1년간의 시장 환경 변화가 배경
- 참여자들은 공통적으로 2026년 4분기 이후 완만한 중동산 원유 공급량 회복을 전망하는 중
- 이는 호르무즈 해협 외에 대안으로 활용하는 제3의 항로 개척 등으로 최근 수출량 회복이 이뤄지고 있음을 기반
- 동시에 사우디 Aramco는 국제유가 강세와 무관하게 구매자들에게 (-) OSP(원유 판매단가) 통보하며 점유율 확대를 시도 중

컨센서스에 변화가 있을 점: 현재까지 중동산 원유 생산 및 수출량에 완만한 증가를 기대하지만



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, Price & Availability Matters

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 권역별 에너지 수급 특이점: 글로벌 원료 공급(Oil&Gas, 부산물)의 핵심 축이 미국 중심으로 이미 이동→ 국제유가 및 에탄 등 부산물 모두 포함
- 미국은 에너지 Upstream 풀 가동 및 최대 수출로 대응하며 수익성 극대화, 반면 유럽은 높아진 에너지 수입 가격에도 수용자로 전략
- APPEC 2026은 여전히 가격과 가용성이 중요함을 강조하지만, 현실적 대안 혹은 실행력에 대해서는 의문

S&P Global Energy의 제안



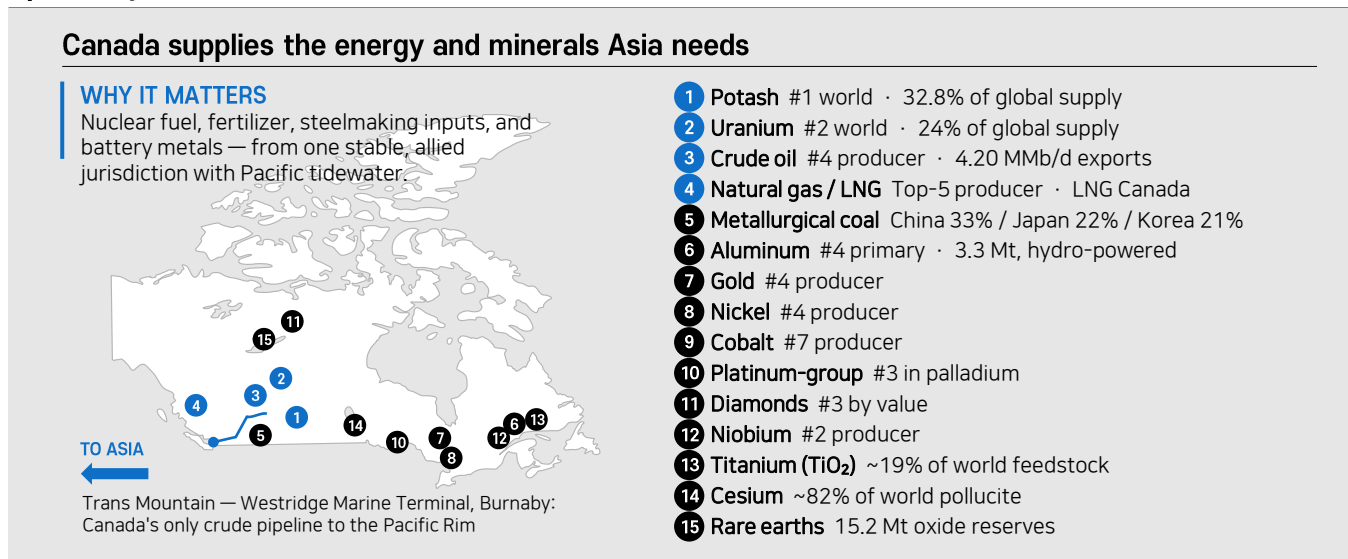
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, Optionality & Diversification

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- S&P Global이 주관하는 APPEC 2026 행사는 참가자들의 요구에 맞춘 공급망 정책 솔루션을 제시
- 유례없는 지정학 Risk는 에너지 공급망 역량 Security, Reliability, Affordability에 Optionality 및 Diversification이 추가되기 시작
- 이는 올 상반기 아시아 에너지 기업들의 중동산 원유/가스 조달 의존도 감축 노력으로 발현됨
- 해당 흐름에 맞춰 캐나다산 원유/가스는 아시아 정유사들에게 최적의 솔루션으로 다가와
- 캐나다 TMX(Trans Mountain Expansion) 파이프라인 확장은 '북미' 아시아'향 해상 거리를 획기적으로 감소시켜줄 계기(기존 걸프만 활용 45일, 반면 캐나다 서부 해안 TMX 활용 19일 소요되며 비용 감소)

Optionality & Diversification 전략: 캐나다는 미국과의 관세 등 마찰에 수요 거점 시장을 아시아로 변화 중



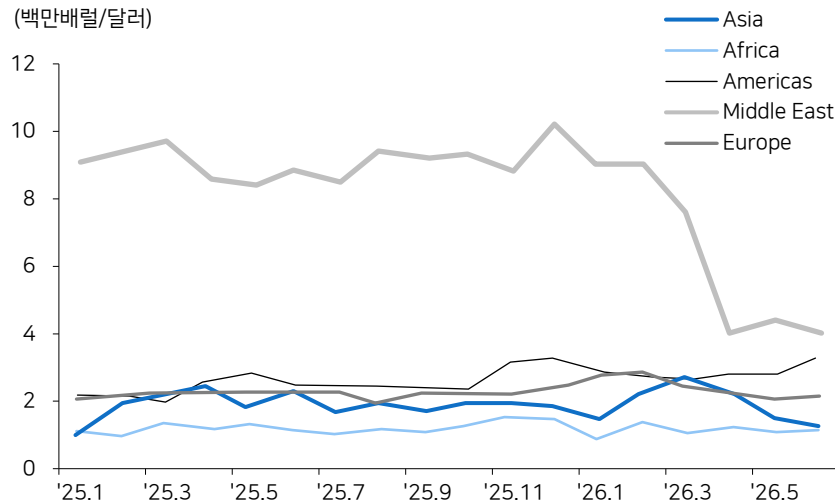
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 동북아 구매자들의 Risk: Route Vs. Crude Origin

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

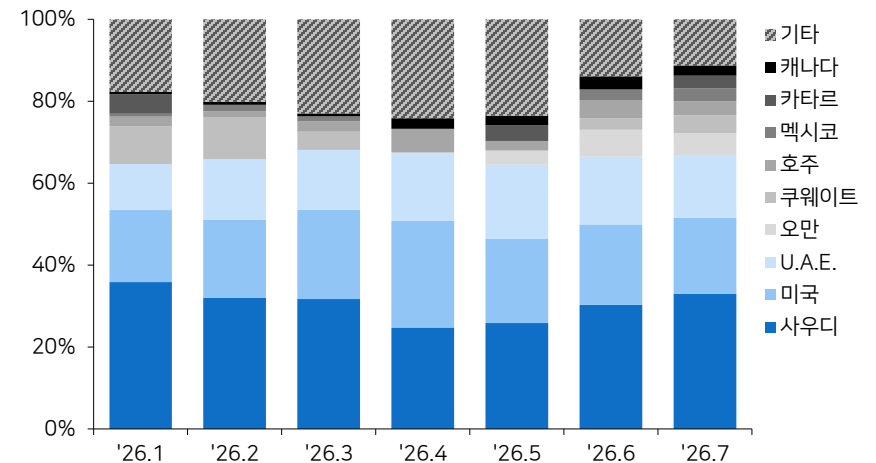
- 이란 무력충돌로 Upstream 안정성에 각성한 아시아 정유사들은 호르무즈 해협을 통한 원유/가스 조달 비중에 상당한 변화(2025년 연말 75%, 3Q26 현재 9%)
- 특히 한국 및 일본 정유사들은 호르무즈 의존도를 각각 -80%, -46% 감소시켜
- Route Risk: 운임 및 보험 비용 증가 우려. 대체 항로 활용은 Security Premium 증가 요인
- Crude Origin Risk: 원유 성상, 장기공급 안정성, 아시아 정유사들의 처리능력이 관건
- 한국과 일본의 사례(정부와 연계한 원유 구매계약)가 향후 빈번한 원유 Trading 전략이 될 것

동북아 3개 국가의 중동산 원유 도입비중 지속 감소 중



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

한국의 원유 수입 국가별 비중



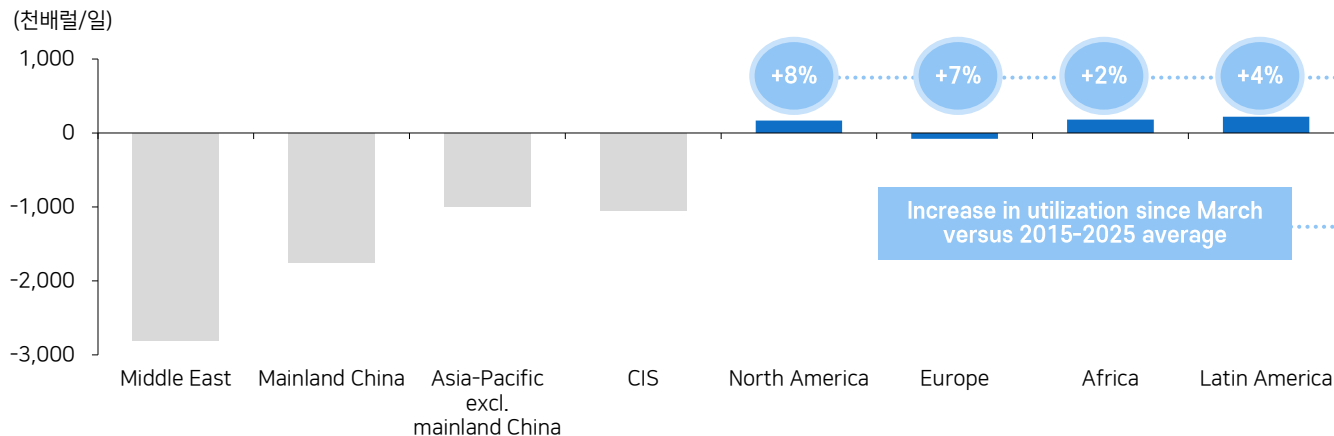
자료: 한국석유공사, 메리츠증권 리서치센터

APPEC 2026, 정유사들의 수익성은 여전히 강력해

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 2022년 러-우 전쟁 발생 당시 정유사들의 정제마진은 30\$/BBL 수준, 당시는 수요 충격에 지속성이 상대적으로 낮았음
- 이후 누적된 아시아 및 유럽 무력충돌 영향력에 실질 Shortage는 '원유/가스' 대비 '정제제품(Refined Products)'에서 발생
- 과거 정유사를 포함한 Mid-Downstream 구매자들의 경쟁력이 원료 조달 단가에 초점, 현재는 경쟁력의 기준이 Optionality(조달처, 물류망, 운항 등 경로)가 핵심화됨
- 최근 중동 호르무즈 해협에 대한 항로 활용 등으로 중동산 제품 수출량에 반등(원유 70%, 반면 석유제품 35% 회복)에도 정제제품에 구조적 공급 부족
- 정제마진 강세는 전쟁이전부터 누적된 정제설비 공급 구조조정(설비 효율화) 및 러시아/중동 정제설비 피격 등으로 수급 균형 단기 해소 어려워
- 전략비축 및 해상재고 방출, 반면 상업용 재고는 변화 없었음. 향후 공급망 충격 추가 발생 시, 참여자들의 강제적 공급 안정화 시도 효과 크지 못할 것

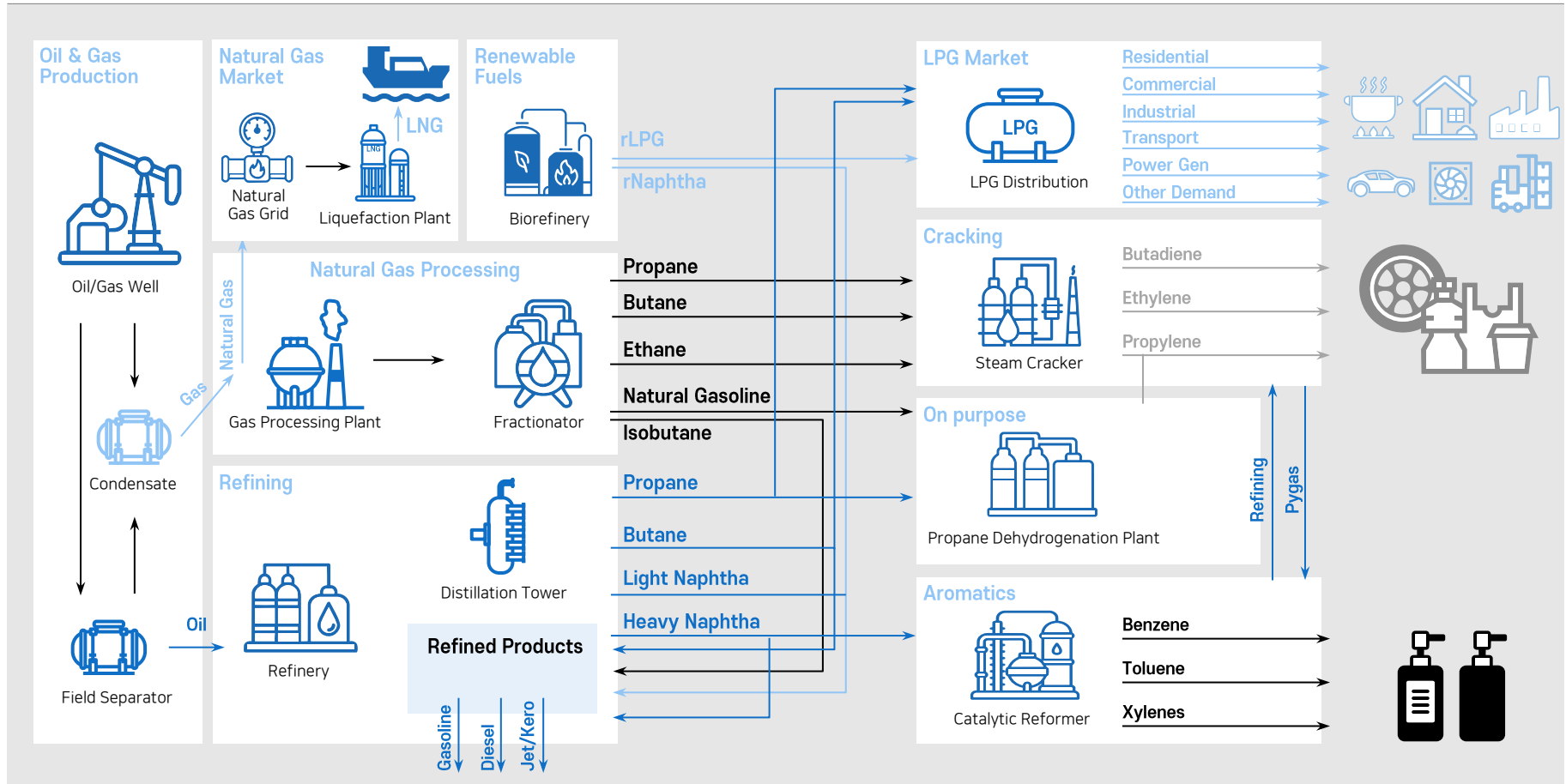
2026년 지정학 Risk로 인한 지역별 공급차질



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

[Appendix] Oil & Gas Value Chain Map

Oil & Gas Value chain



자료: OPIS Dow Jones Energy, 메리츠증권 리서치센터

Part. II

국제유가, Stronger & Longer

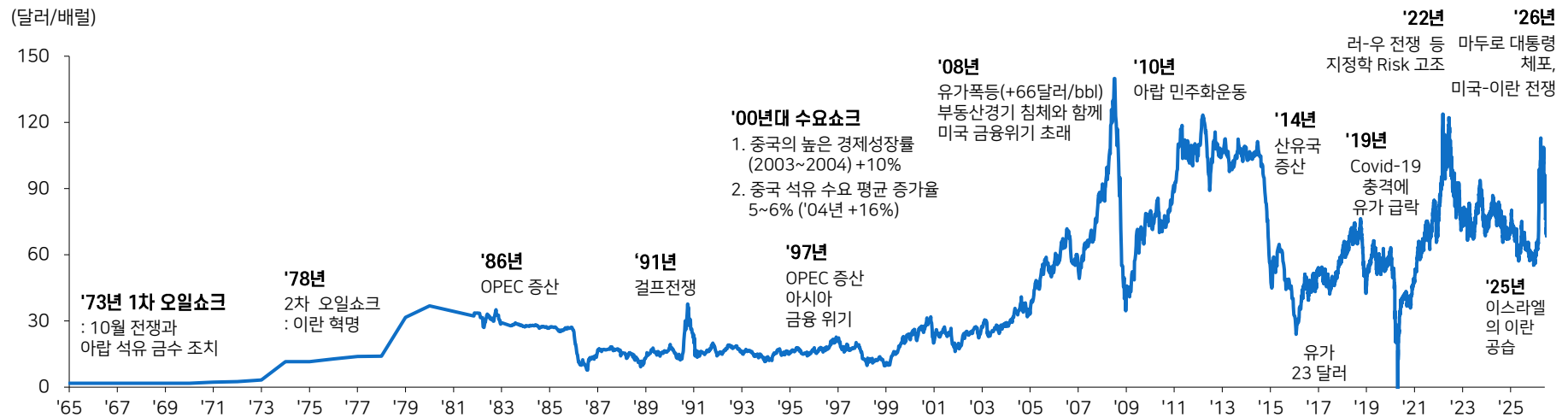


2026년 WTI유가 평균 80.6달러/배럴, 국제유가 하단 지속 상향 중

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 지정학 Risk를 지나치게 간과했던 에너지 업계
- 금번 APPEC 2026에 미팅을 진행했던 관계자들은 지정학 Risk 장기화 및 국제유가 상승 변수를 컨센서스화
- 단, 전망 업계의 4Q26를 국제유가 변곡점을 제시했으나 뚜렷한 실마리가 부재한 불확실성
- 결국 '불확실성 = Risk 프리미엄 확대'는 2026년 상반기 국제유가 등 원자재 Rally 변수. 현재는 가격 변화에 고착화된 상수 변화
- 공급 불확실성으로 상승하는 국제유가, 결국 4Q26 변곡점은 공급량 증가라는 반대급부 예상(베네수엘라 등)

WTI유가 장기 시계열 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1년만에 급변동한 APPEC 2026 분위기

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- APPEC 2025 당시 Dubai유가는 69.2달러/배럴/Brent유가 66.4달러/배럴 대비 올해는 전망 및 가격이 1년만에 급변화
- 기존의 관념에서 벗어나고자하는 에너지 업계: 방어체계 비대칭 구조(자폭형 무인드론으로 설비 무력화), 구매자들의 회복탄력성 등
- 행사를 주관한 S&P Global측은 에너지 관점 공급차질이 정상범주를 넘어선 Red Alert라고 표현하며 국제유가 전망치 상향 제시

지정학 Risk를 강조한 S&P Global

내용	전쟁 이전(25년)	현재 및 전망
Dubai유가 전망	69.2달러/배럴	27년 Base 85~90달러/배럴, 급등은 120달러/배럴 이상
호르무즈를 통과하는 원유 물동량	약 2천만배럴/일	26년 3~5월 270만배럴/일
중국의 해상 원유 수입량	약 1천만배럴/일	550~650만배럴/일
글로벌 디젤 수출	균형	최저

자료: 메리츠증권 리서치센터

국제유가 시나리오 점검

시나리오	전제	국제유가
Base	중동 물류망 점진적 회복	2026년 하반기 90~100달러/배럴 2027년 평균 86달러/배럴
Rapid Recovery	전격 합의 및 물류망 정상화	평균 60달러/배럴 수준
Quagmire	추가 200만배럴/일 이상의 설비 손실 및 물리적 타격	Base 대비 큰 폭 상회

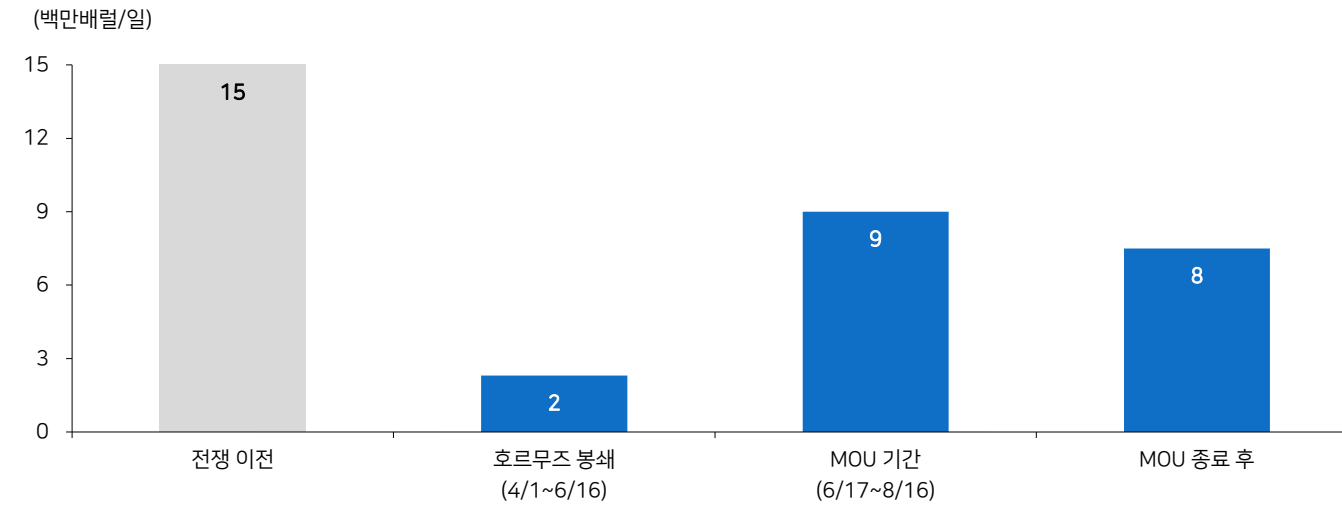
자료: 메리츠증권 리서치센터

Optionality & Diversification 전략: 중동 호르무즈 해협 대체 항로

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- APPEC 2026 역시 지정학 Risk 변수 속, 구매자들의 원유 구매선 다변화 솔루션으로 Optionality & Diversification 제안
- 원유 물동량 역시 전쟁 이전 대비 50% 수준으로 회복은 되었으나, 9/11 이란 & 예멘의 사우디 파이프라인 공격 등 공급차질 불안감 고조 중
- 향후 관건은 미군의 유조선 이동 적극 보호로 안정화 Vs. 반면 상선 운임과 보험료라는 비용 부담

호르무즈 해협 일평균 원유 반출량



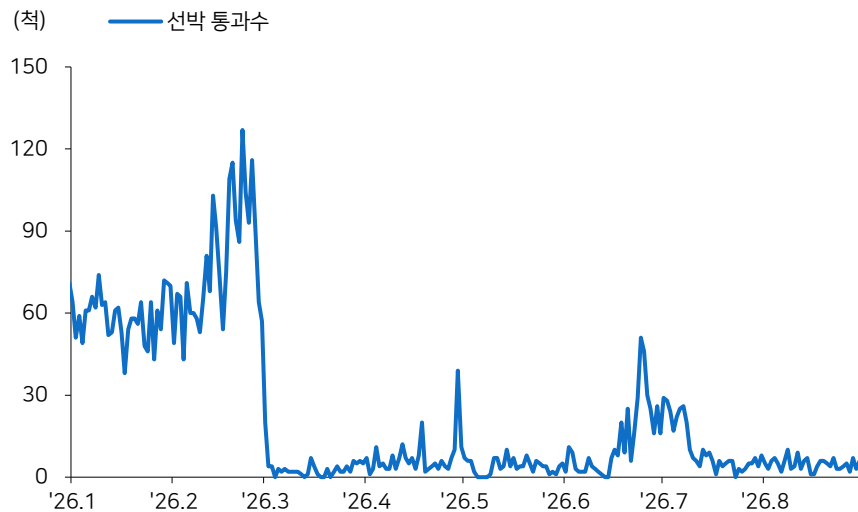
주: 오만만 우회물량 포함
자료: Kpler, 메리츠증권 리서치센터

Optionality & Diversification 전략

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

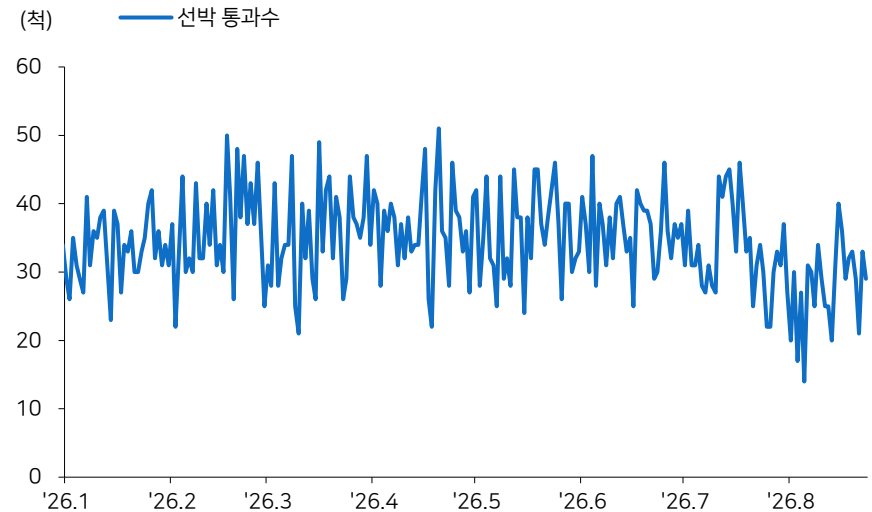
- 이란 무력충돌 영향 및 호르무즈 해협 봉쇄에 전통 중동 기업들 및 중동에 생산기지를 갖췄던 글로벌 Oil Major들 동시에 사업 차질 불가피
- Resilience: 연간 평균 원유(최대 30%), LNG(최대 20%)가 병목. 단, 5월 이후 대체 항로(홍해 및 이집트 등) 다변화 시도가 성공적으로 평가
- 단, 26.9월 중동 정세는 이중봉쇄라는 급변동 국면으로 진입: 이란의 호르무즈 및 후티 반군의 홍해 연안 Bab Al Mandeb 핀포인트 봉쇄
- 해당 사건 발생 이후 약 3일이 지난 현재 미국 정부의 공식 발표 및 무력대응은 부재, 누적될 신호가 보인다면 단순 국제유가 가격 변화 외에 아시아 및 유럽의 원유 조달 Risk 재차 불거질 시나리오에 대비해야

호르무즈 해협 선박 통과 수



자료: Straits Live, 메리츠증권 리서치센터

Bab Al Mandeb 해협 선박 통과 수

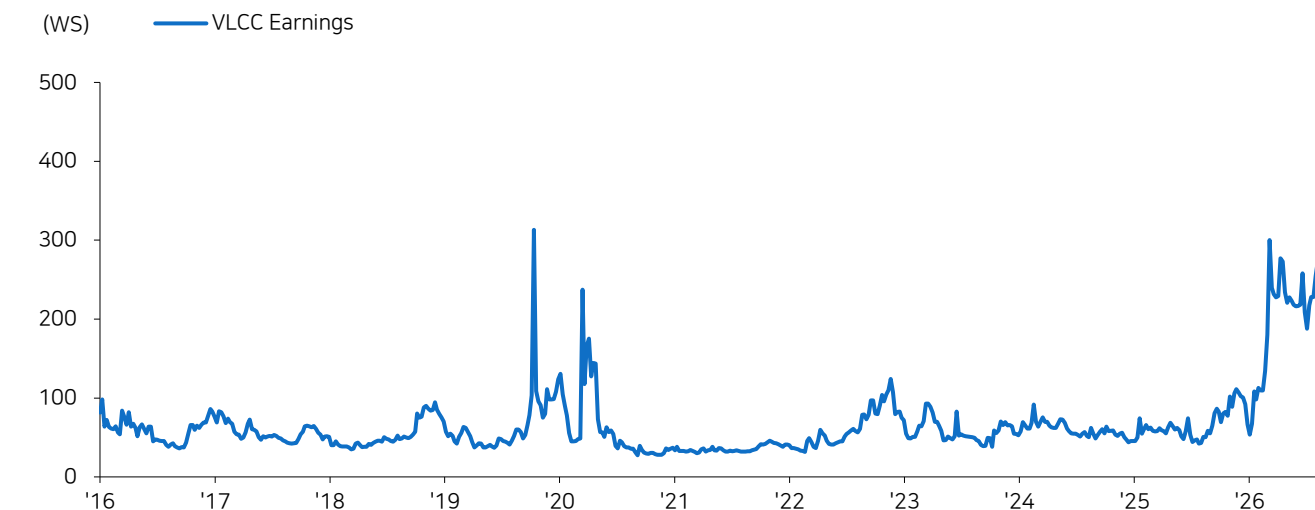


자료: Obscura, 메리츠증권 리서치센터

그렇기에 VLCC 운임비용 상승

- 글로벌 해운사들 역시 Oil Value-chain의 Route Risk 회피 전략에 적극 대응 중
- 9/1 호르무즈 통과 선박수 13개 Vs. Bab al-Mandab 통과 선박수 34개
- 관건은 높아지는 운임비용 전가력

VLCC 운임지수



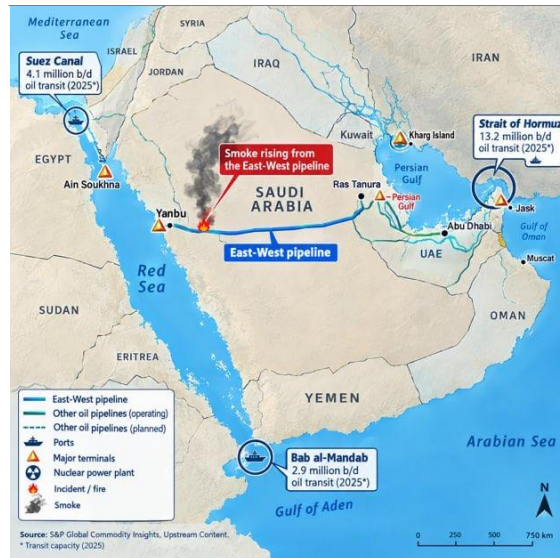
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

이란 및 예멘의 중동 원유 항로 이중봉쇄 현실화, 4Q26 공급차질 심화

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

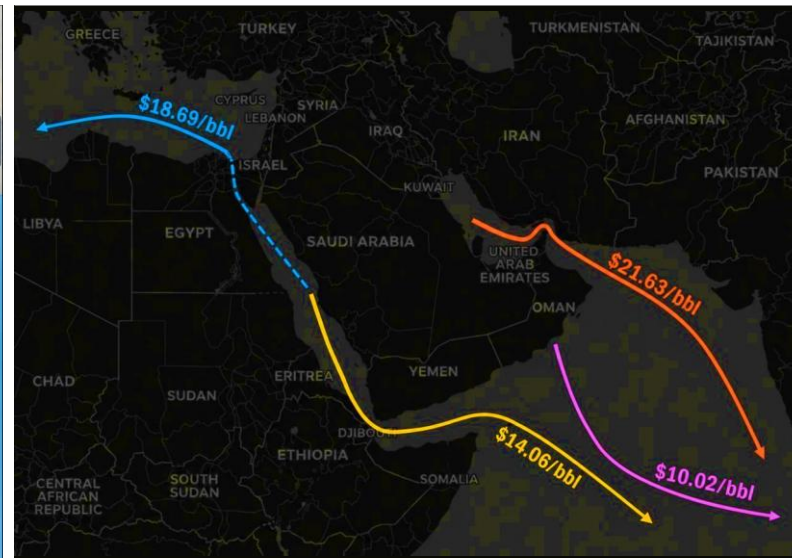
- 전주 9월 11일 친이란 후티 반군은 예멘 항구도시 모카, 홍해 연안 두바브, 무라드를 넘어 바브엘만데브 해협 요충지인 페럼섬(마윤섬)을 장악함
- 특히 페럼섬은 바브엘만데브 해협의 가장 좁은 지점에 위치, 선박들의 홍해 통과를 통제할 수 있는 전략적 우위 가능
- 중동 해협 이중봉쇄 영향에 26.9월 기준 주요 지역 운송비용(운임 및 보험 포함)은 과거 평균 3달러 수준 대비 +230~620% 상승
- 2025년 연말 기준 IEA 통계, 호르무즈 해협을 통과한 원유는 2천만배럴/일(글로벌 20% 비중), 사우디 서부 Yanbu 파이프라인 최대 550만배럴/일, net기준 부족량은 1,450~1,650만배럴/일. 글로벌 물동량 기준 14~16%가 시장 수요 대응이 불가할 수 있음

26.9월 사우디 송유관 피격 등 위기 고조



자료: S&P Global Energy

중동 해상 항로별 운송비용: 정상수준 대비 최대 620% 상승



자료: S&P Global Energy

Brent유가 시나리오 점검: Risk 변수

내용	가격(달러/배럴)	
	하단	상단
Brent유가(현재)	104.6	104.6
운송/보험비용	3.0	5.0
공급 Premium	7.0	12.0
재고 Premium	3.0	6.0
지정학 Risk Premium	3.0	8.0
Brent유가 전망	120.6	135.6

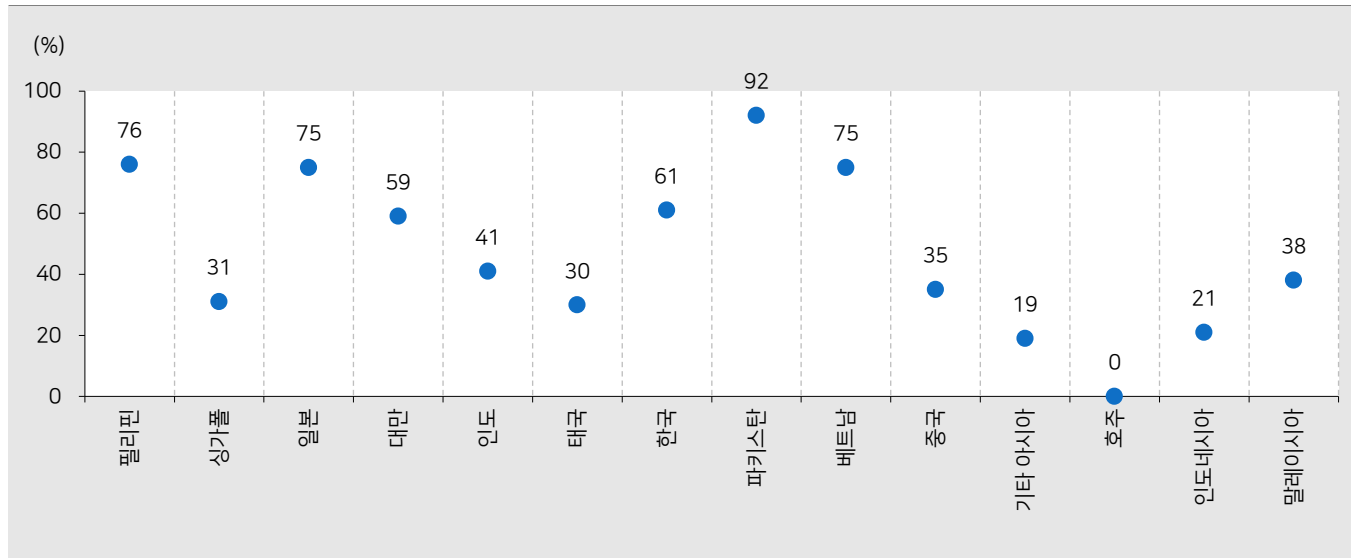
자료: 메리츠증권 리서치센터

아시아 대륙 달라지는 대응능력: 중동산 ↓, 비중동산 ↑

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 원유 도입선 다변화라는 정책 과제는 중장기 구호에 가까워
- Feedstock 다변화의 공급 안정성은 에너지 기업들의 핵심 과제이지만 현실적 난제(경제성 및 정제설비들의 처리능력)를 우선해서 고민해야
- 아시아 국가들은 중질유(Medium-Sour) 처리에 최적화된 정제설비, 현실적 대안은 여전히 중동산 필요하며 보완해야할 조달처는 북미 캐나다 및 남미 대안

아시아 국가별 호르무즈 해협 의존도



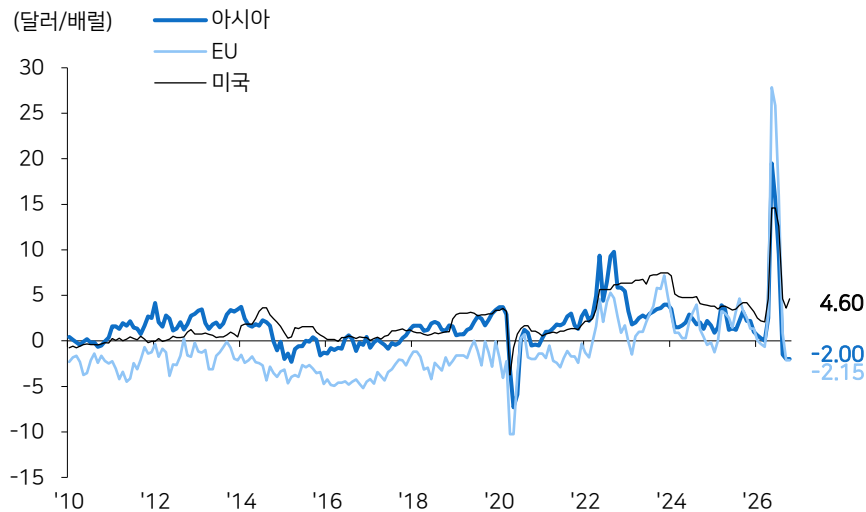
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

Oil Upstream: 수요처 확보 경쟁 심화 & 판매단가 하향

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

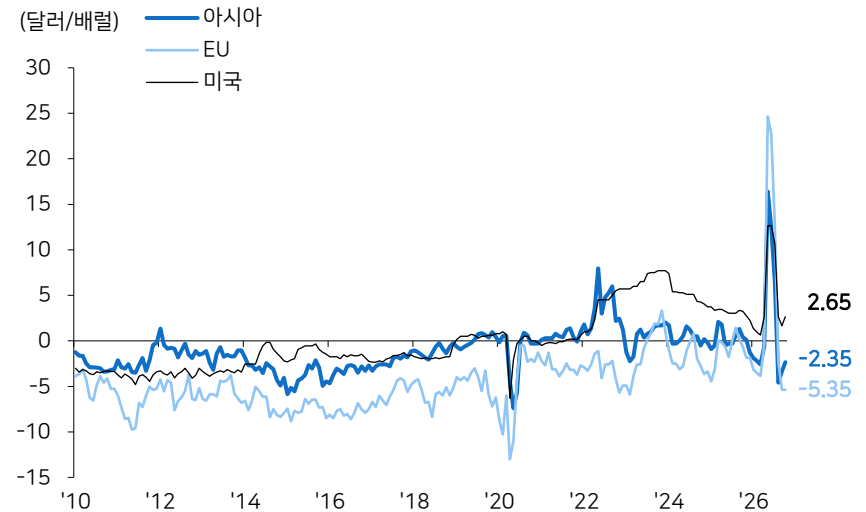
- 사우디 Aramco의 달라진 사업 전략, 전통적으로 국제유가 변동성을 레버리지 삼아 원유 판매 수익성을 극대화시켰던 전략
- 26년 이란 무력충돌 이후 국제유가 강세 방향성과 달리, 사우디 Aramco는 유종별, 주요 국가향 판매단가 지속 하향하는 파격적 선택
- Optionality & Diversification: 최대 수입국가 중국의 구조적 에너지 수요 변화, 또한 아시아 국가들의 원유 도입선 다변화 영향
- 한국 정유사들은 글로벌 정제제품 공급차질 장기화 및 원유 도입선 다변화 흐름에 정제마진 호조는 지속 가능
- 단, 금번 APPEC 2026 등 에너지 업계 참가자들의 우려는 결국 현재 가격에서의 수요 수용성(Availability)

사우디의 대륙별 경질유(Light) OSP 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사우디의 대륙별 중질유(Heavy) OSP 추이



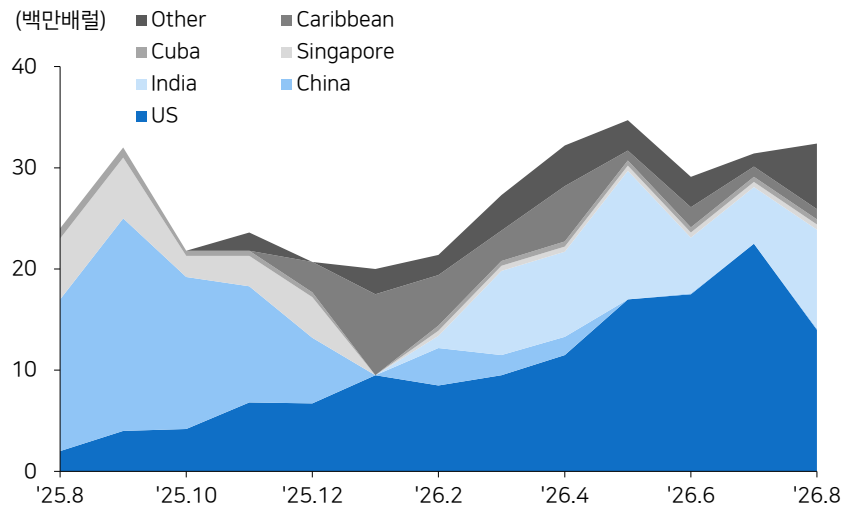
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국제유가 변곡점 4Q26, 한편 베네수엘라 원유 재건 영향 발생 중

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

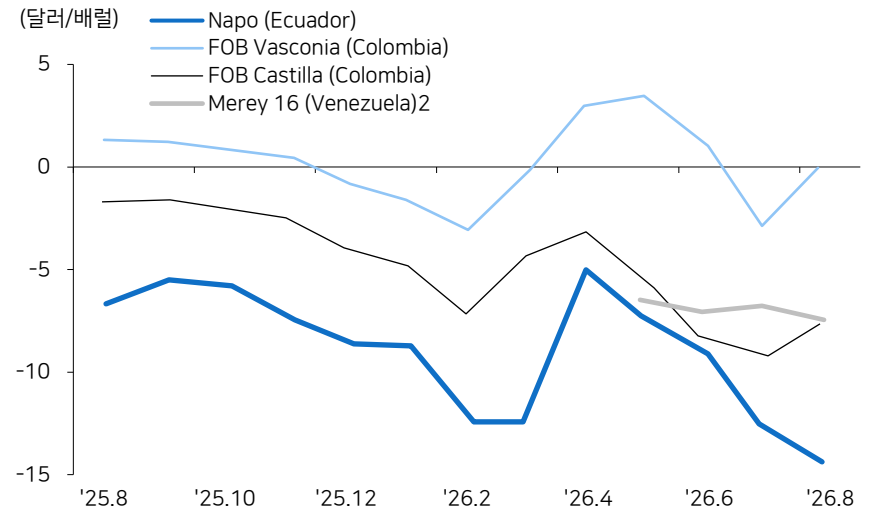
- 유럽 및 중동 지정학 Risk와 달리, 미국 Oil Major 및 정유사들은 초호황 국면을 맞이해
- 특히 미국의 베네수엘라 원유 재건 정책 확정으로 미국 Chevron 주도로 프로젝트 개시
- Chevron의 베네수엘라 원유 생산비용은 20달러/배럴 수준으로 현재 국제유가 대비 스프레드 초강세 맞이해
- 현재 베네수엘라 원유 생산량 동향은 26.1월 2천만배럴/일→ 8월 3,230만배럴/일

베네수엘라의 원유 판매량 증가 중



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

가격 경쟁력이 높은 베네수엘라 원유 판매단가



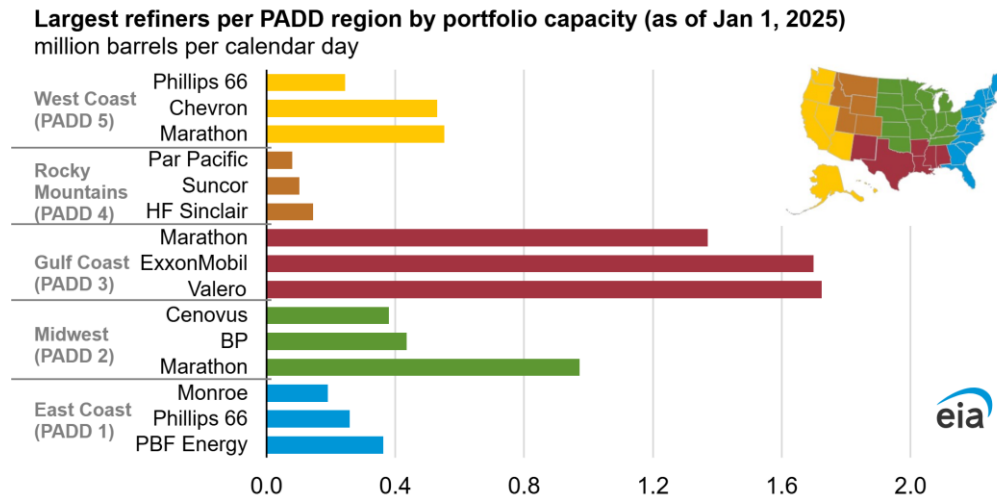
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

베네수엘라 원유 재건 파급력이 향후 국제유가 수급에 영향 미칠 것

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

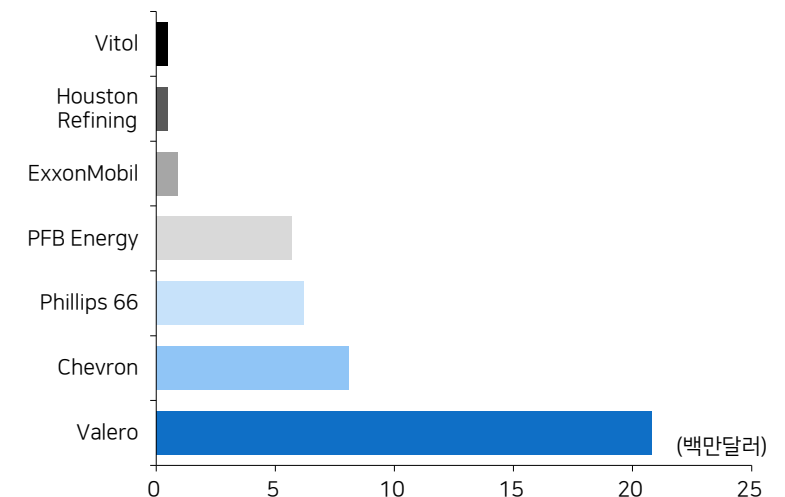
- Gulf Coast(PADD3) 지역 정제설비 Capa는 일일 980만 배럴로 미국 전체의 54% 차지. 지역별 Capa 비중은 East Coast(PADD1) 5%, Midwest(PADD2) 23%, Rocky Mountains(PADD4) 3%, West Coast(PADD5) 14%
- PADD3 지역은 단순 증류가 아닌 코킹, FCC, 크래킹 공정을 보유한 고도화 설비 비중이 높음. 해상운송을 통한 남미와 중동의 중질유 수입에 지리적 이점
- Valero, Chevron, Phillips66, PBF Energy는 지리적 이점을 활용하여 500~2,000만 배럴의 베네수엘라 원유를 도입한 바 있음 ('25년 1~10월 누적)
- 베네수엘라 원유 재건 이후 실질적 수혜는 미국 멕시코만에 위치한 정유사들

미국 정유사들의 생산능력



자료: EIA

미국 정유사들의 베네수엘라 원유 도입 현황



주: 2025년 1~10월 누적 수치
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

Part. III

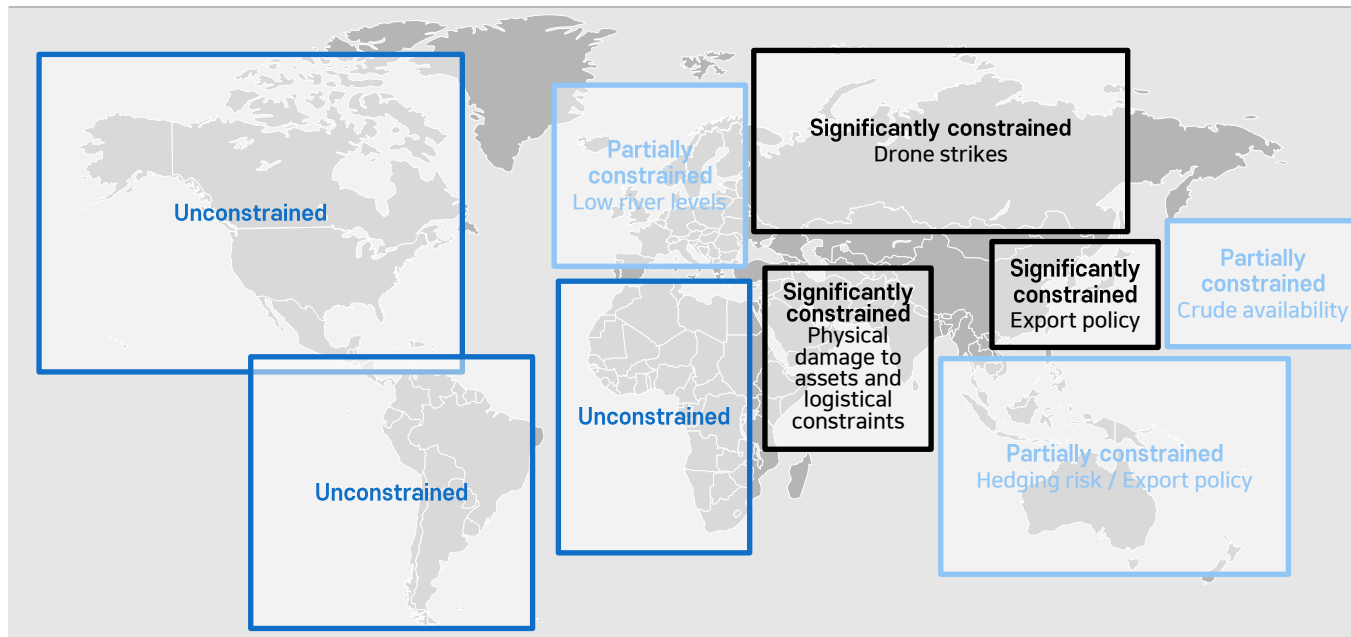
정유, Old Legacy, but Printing Money



양극화: Upstream & 정유사 Vs. Downstream

- 2026년의 공급 충격, 유럽 및 중동 갈등 소모전은 정유 등 에너지 설비에 정밀 타격으로 이뤄져
- 현재 에너지 Trading 업계는 지속된 '불확실성'에 제품 구매에 Backwardation 포지션이 팽배
- 낮은 재고 상황, 반면 불확실성이 지배하는 업황에 판매가격 강세를 맞이한 Upstream 및 정유업계가 유리
- 결국 2026년은 원유는 공급차질, 정제제품은 정제설비 부족에서 발생된 호황기

2026년 패아난 정유사들은 호황기 맞이해



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

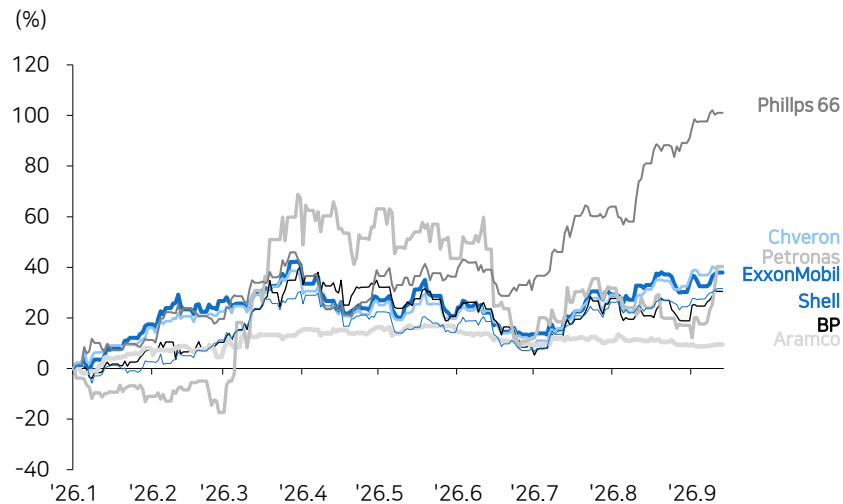
3. 정유, Old Legacy, but Printing Money

에너지 Value-chain: Upstream 및 정유산업에 비중확대

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

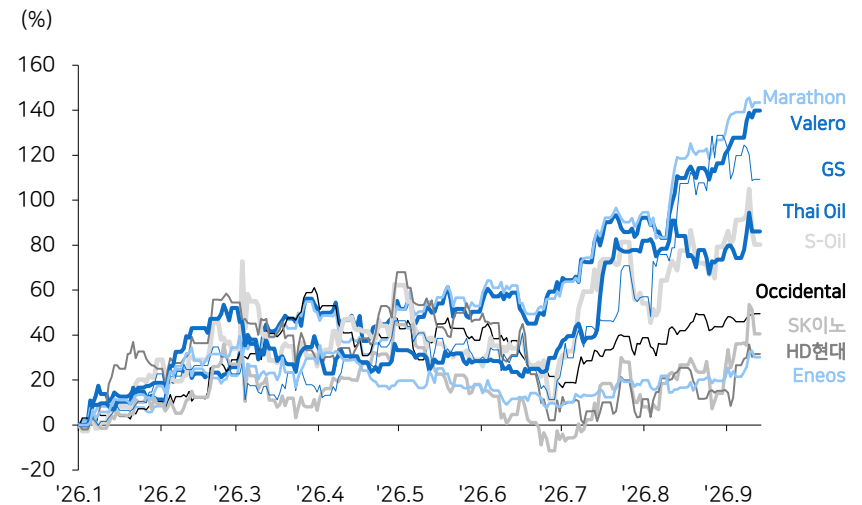
- 에너지발 인플레이션을 헷징하기 위한 국내/외 Oil and Gas Upstream과 정유사들에 비중확대 전략을 제시
- 과거와 달라진 Trading Flow→ (1) 미국 중심 Oil and Gas로 재편, (2) 신규 구매선을 찾기 위한 단가 할인경쟁, (3) 정유사들 호황기

글로벌 Oil Major 기업들의 연초대비 주가 변동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 정유사들의 연초대비 주가 변동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3. 정유, Old Legacy, but Printing Money

글로벌 정유사별 생산능력 점검

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 지정학 Risk가 글로벌 정유업계에는 초호황 국면으로 전환된 아이러니한 상황
- 결국 공급 부족의 역설로 표현
- 호황 불황의 반복된 Cycle 산업의 흐름 속, 정유업계는 현재의 Shortage를 즐기는 중

글로벌 정제설비별 생산Capa 기준 비교

순서	기업	국가	지역	생산Capa (만/배럴)
1	Reliance Industries	인도	Jamnager	140.0
2	PDVA	베네수엘라	Paraguana	95.5
3	SK에너지	한국	울산	84.0
4	ADNOC	UAE	Ruwais	92.2
5	GS칼텍스	한국	여수	77.5
6	S-Oil	한국	온산	66.9
7	Dangote Industries	나이지리아	Dangote	65.0
8	Motiva/Aramco	미국	Port Arthur	73.0
9	ExxonMobil	싱가포르	Singapore	59.2
10	ExxonMobil	미국	Beaumont	58.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

국가별 원유 정제량

순서	국가	비중(%)	순서	국가	비중(%)
1	중국	18.1	9	브라질	2.2
2	미국	17.5	10	독일	1.9
3	러시아	6.5	11	캐나다	1.9
4	인도	4.7	12	멕시코	1.8
5	한국	3.4	13	이탈리아	1.6
6	사우디	3.2	14	스페인	1.5
7	일본	3	15	쿠웨이트	1.4
8	이란	2.4			

자료: 메리츠증권 리서치센터

정유사들의 신규 가동 일정에도, 업황 방향성에 영향미칠 정도는 아니다

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

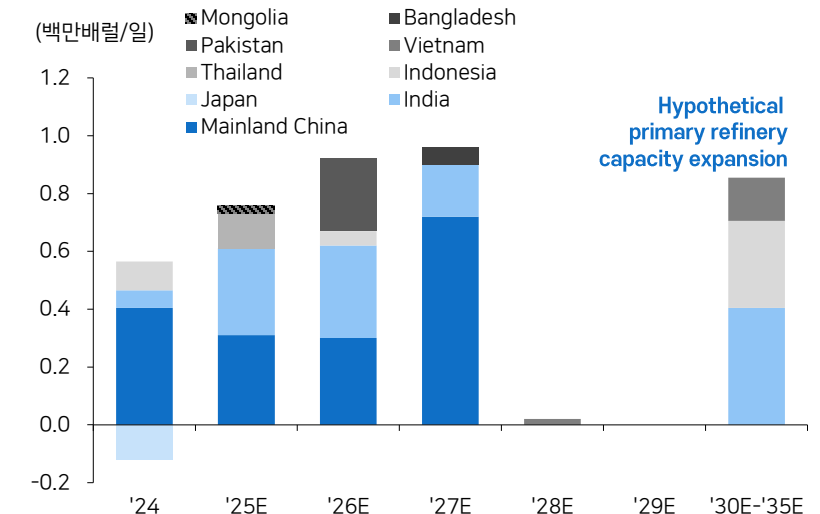
- 원유 공급량 증가와 향후 가동될 신규 정제설비에 따른 원유에 수급 불균형은 다소 해소
- 2025~26년은 글로벌 정유설비들의 순증가 증가, 반면 기존 설비 구조조정 및 중국 Teapot 소형 설비들의 가동을 하락 개연성은 정유업황이 나쁘지 않을 수 있음을 시사
- 신규 설비 부재, 반면 지속된 기존 설비 폐쇄 일정 등으로 정유업황은 2026년 기점으로 회복 가능성
- 기존 설비들은 2025년 수급 충격 구간을 버틸수 있는 기존 운영 효율성이 높았던 정유사들은 장기 생존 가능

정유사 신규 가동 일정

Refinery	Location	Capacity type	Added Capacity (b/d)	■ Ramp-up ■ Steady state ● 50% utilization			
				2024	2025	2026	2027
Dangote	Nigeria	New	617,000				
Olmecca	Mexico	New	340,000				
Sitra	Bahrain	Expansion	98,000				
Yulong	Mainland China	New	400,000 (2 stages)				
Zhenhai(Sinopec)	Mainland China	Expansion	220,000				
Daxie(CNOOC)	Mainland China	Expansion	120,000				
Warri	Nigeria	Restart	119,000				
Balikpapan	Indonesia	Expansion	100,000				
Koyali	India	Expansion	86,000				

자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

연간 정유설비들의 순증가 규모는 2027년이 최고조, 그 이후 계획 전무



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

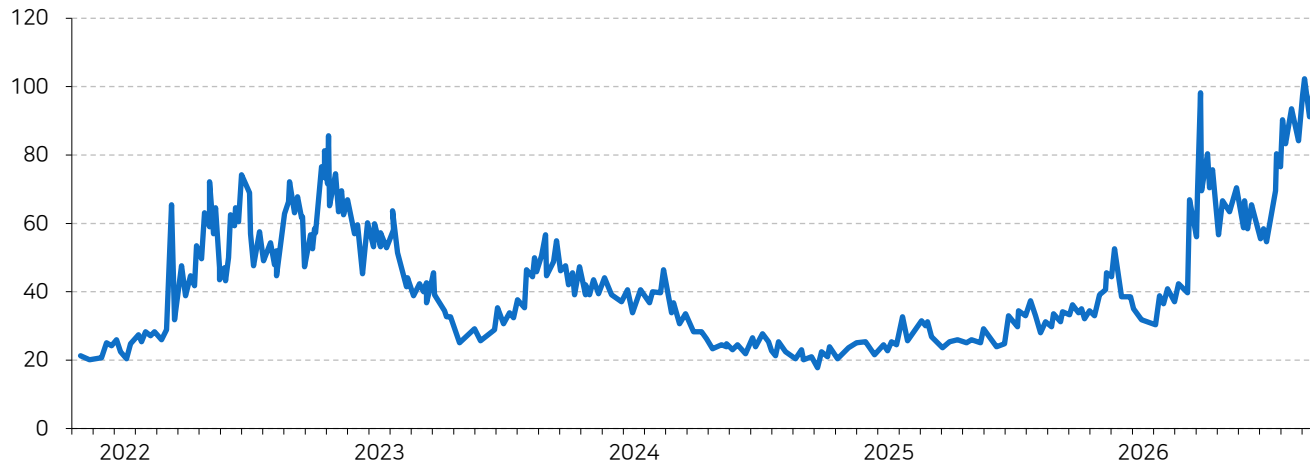
지정학 Risk 및 공급차질의 기회요인: 정유산업

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 2026년의 공급 충격, 유럽 및 중동 갈등 소모전은 정유 등 에너지 설비에 정밀 타격으로 이뤄져
- 현재 에너지 Trading 업계는 지속된 '불확실성'에 제품 구매에 Backwardation 포지션이 팽배
- Irony, 미국 정유사 가동률은 98%. 그럼에도 공급 차질 우려가 장기화되는 중
- 불확실성이 지배하는 업황에 판매가격 강세를 맞이한 Upstream 및 정유업계가 유리

정제마진은 역대급 수준으로 상승 중

(달러/배럴)



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

4Q26 정제마진 상승 방향성 유효

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

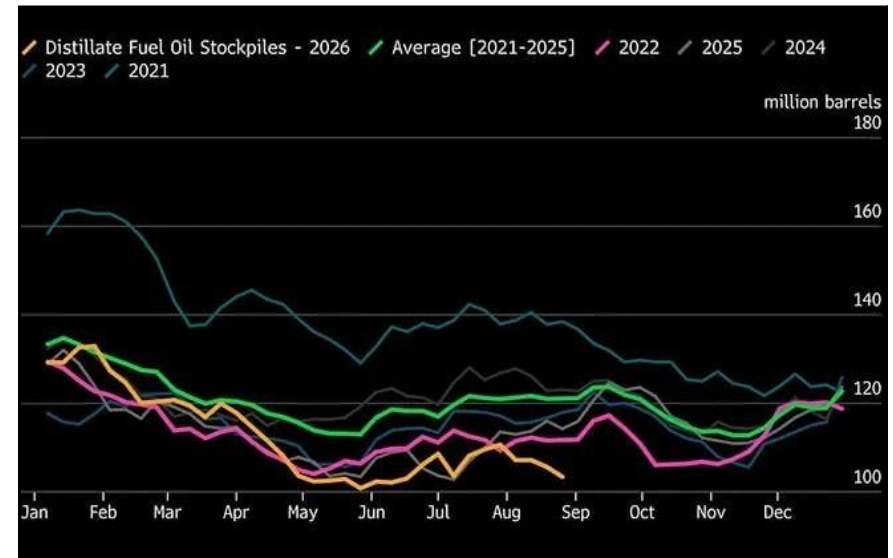
- 정유산업이 던지는 경고: 공급차질의 대상물이 시점마다 변화 중. 올 상반기 Jet유/휘발유, 현재는 디젤/중간유분으로 확산
- 현재 디젤 재고 약 100만배럴/일 수준(과거 평균 대비 -20% 감소), 계절성 수요 성수기 진입
- 중동 이중봉쇄의 연쇄 충격 경로: 원유/가스→ 정제제품으로 확산
- 수요 훼손 징후는 아직 포착되지 않아. 물리적 공급부족 우려가 심화되는 현재 국면에서 정제마진 방향성에 큰 변화 없을 전망

디젤 마진 Record-high



자료: Trading View

그럼에도 공급/재고 수준은 과거 평균을 하회



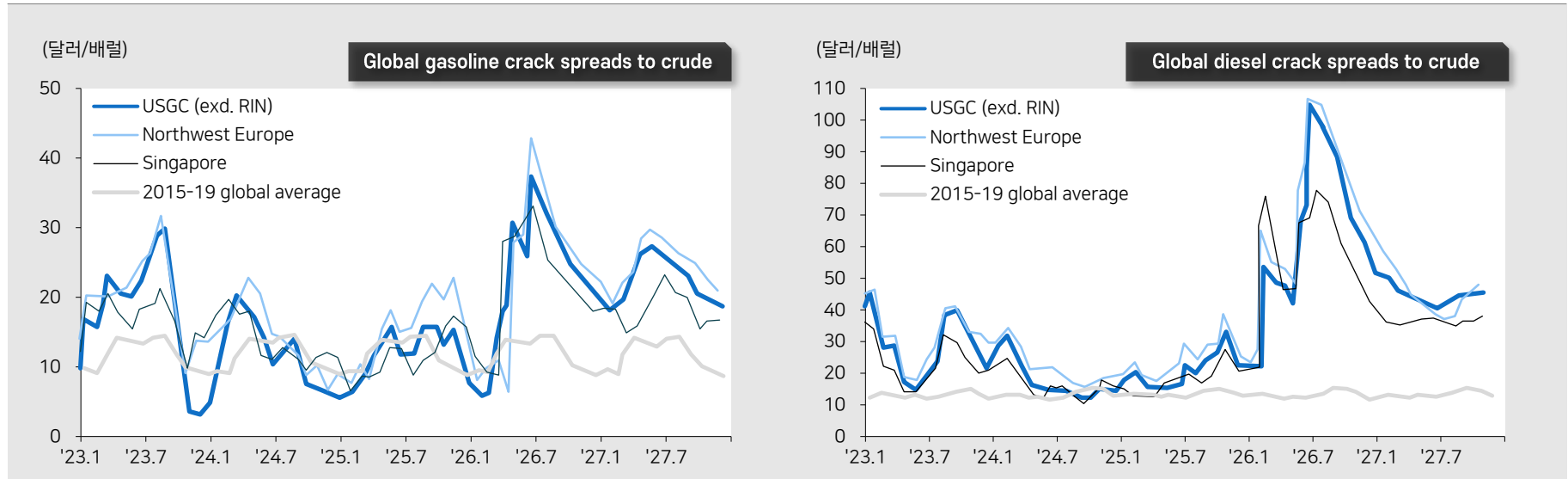
자료: 미국 DOE

정제제품의 공급차질이 쉽게 해결되기 어려워

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 국제유가 변동성 대비 정제제품 마진(Crack Margin)은 여전히 예상을 상회하는 수준으로 상승할 가능성 염두해야
- 구조적 수요보다는 공급 차질. 상업용 재고는 한계 수준으로 치달는 중

정유사들의 제품별 마진 추가 상향 가능



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

3. 정유, Old Legacy, but Printing Money

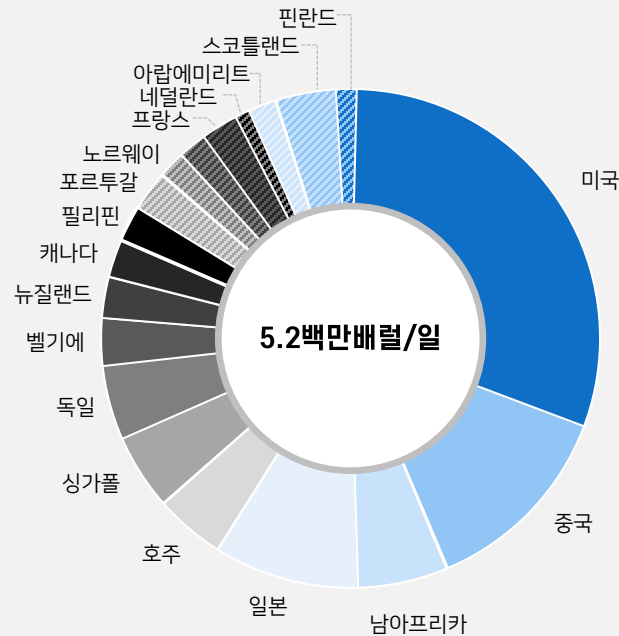
정유사들의 선제적 설비 구조조정

Energy Renaissance 6

APPEC 2026, Key takeaways

- 2020년 이후 글로벌 정유설비들의 총 폐쇄 규모는 520만배럴/일
→ 총 공급대비 4.8%
- 유럽→ 일본→ 중국→ 미국 순서로 정유사들의 설비 폐쇄 발표
- 운영능력이 높았던 기존 정유 기업들에 기회요인으로 작용

2020년 이후 국가별 정유사 구조조정 비중

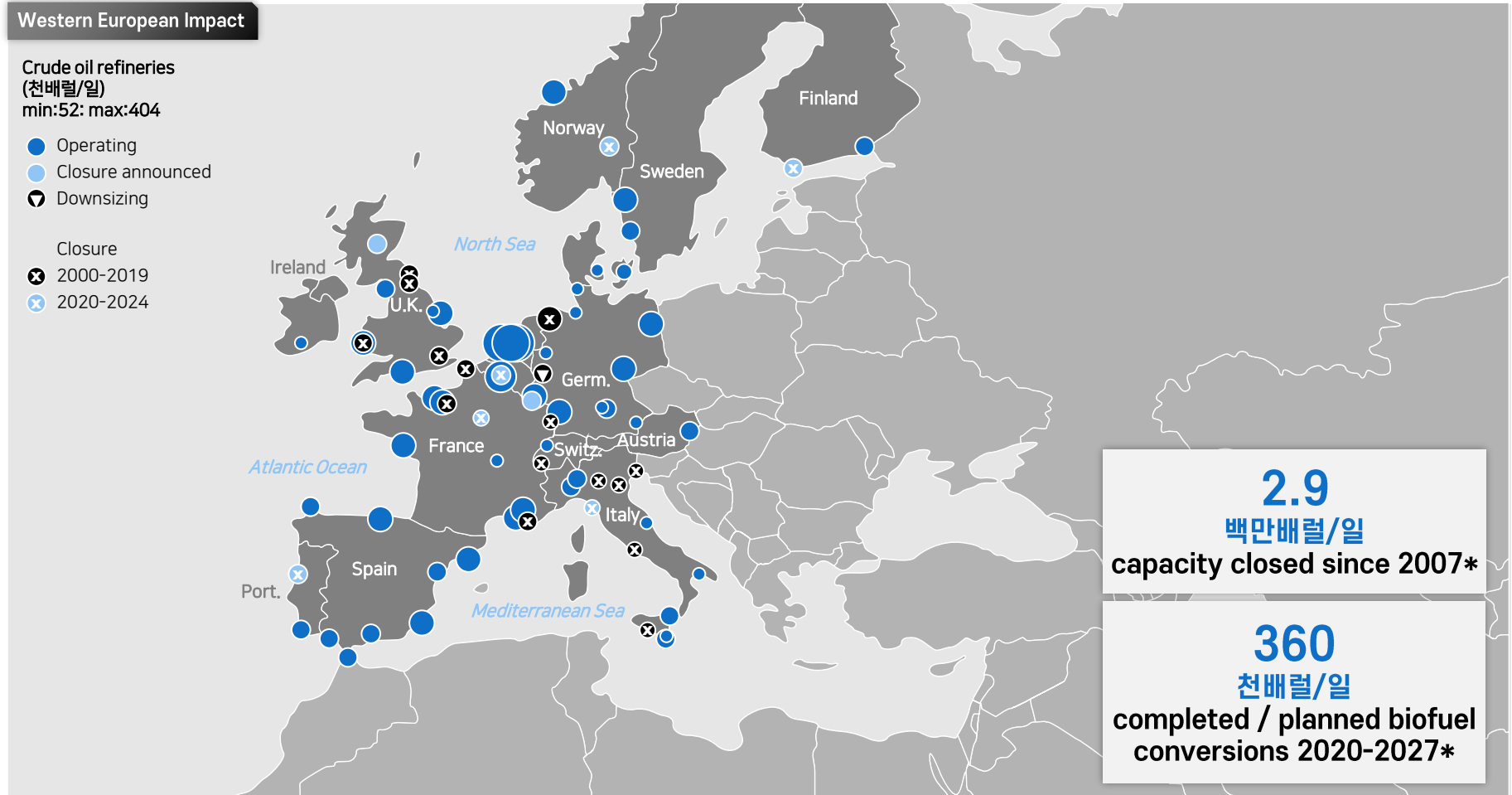


2020년 이후 국가별 정유사 구조조정 비중

지역	국가	기업	정유사	규모 (천배럴/일)	가동중단 시점
아프리카	남아공	BP and Shell	Durban	171.0	2022
아프리카	남아공	Engen Petroleum	Durban	120.0	2020
아-태	호주	ExxonMobil	Altona	90.0	2021
아-태	호주	BP	Kwinana	138.7	2021
아-태	중국	독립 정유사	Multiple	254.0	2020
아-태	중국	독립 정유사	Liaoning Yuantai	60.0	2021
아-태	중국	독립 정유사	Multiple	158.0	2022
아-태	중국	독립 정유사	Multiple	148.0	2022
아-태	일본	Eneos and PetroChina	Negishi	114.0	2020
아-태	일본	Eneos and PetroChina	Osaka	115.0	2020
아-태	일본	Eneos	Wakayama	121.0	2023
아-태	일본	Seibu Oil	Yamaguchi	114.0	2024
아-태	뉴질랜드	BP, ExxonMobil	Marsden Point	135.0	2022
아-태	필리핀	Shell	Tabangon	110.0	2020
아-태	싱가폴	Shell	Pulau Bukom	237.5	2021
유럽	벨기에	Gunvor Group	Antwerp	115.0	2020
유럽	벨기에	Vitol Group	Antwerp	21.0	2022
유럽	핀란드	Neste Oyj	Naantali	55.0	2021
유럽	프랑스	TotalEnergies SE	Grandpuits	99.0	2021
유럽	독일	BP	Gelsenkirchen	85.0	2025
유럽	독일	Shell	Wesseling	148.0	2025
유럽	이탈리아	Eni SpA	Livorno	84.0	2024
유럽	네덜란드	Gunvor Group	Rotterdam	81.3	2021
유럽	노르웨이	ExxonMobil	Siagen	111.0	2021
유럽	포르투갈	Galp Energia SGPS SA	Motosinhos	110.0	2021
유럽	스코틀랜드	Petroneos Refining	Grangemouth	65.0	2021
유럽	스코틀랜드	Petroneos Refining	Grangemouth	145.0	2025
중동	UAE	Abu Dhabi National Oil	Umm Al-Nar	81.0	2022
북미	캐나다	SilverRange Resources	Come By Chance	130.0	2020
북미	미국	Phillips 66	Alliance	255.0	2021
북미	미국	HollyFrontier Corp	Cheyenne	49.4	2020
북미	미국	Shell	Convent	240.0	2020
북미	미국	Marathon Oil Corp	Dickison	19.0	2020
북미	미국	Marathon Oil Corp	Gallup	27.0	2020
북미	미국	LyondellBasell Industries BV	Houston	268.0	2025
북미	미국	Phillips 66	Los Angeles	139.0	2025
북미	미국	Arclight Capital Partners	Limetree Bay	200.0	2021
북미	미국	Marathon Oil Corp	Martinez	161.0	2020
북미	미국	PBF Energy	Paulsboro	85.0	2021
북미	미국	Phillips 66	San Francisco	120.0	2023
CIS	우크라이나	UrkatNafta	Kremenchug	100.0	2022
아프리카	남아공	TotalEnergies SE	Sasolburg	103.0	미정

현 시점 유럽 국가들의 정제제품 공급차질은 구조적 이슈

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways



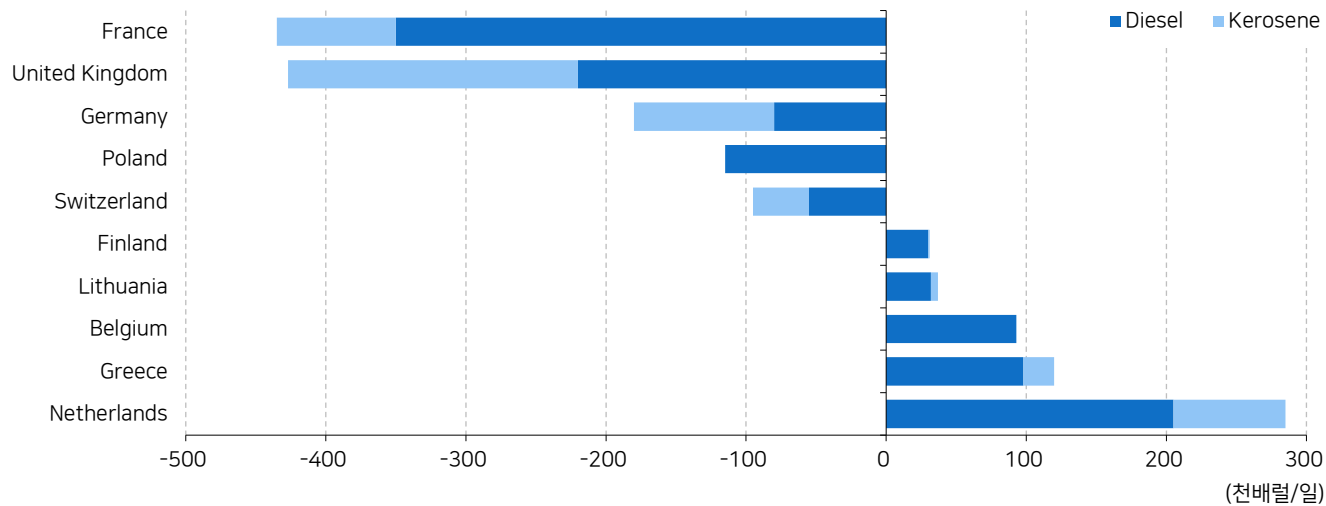
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

4Q26 유럽 국가들의 공급차질 우려 재부각

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 2026년 러-우 및 이란 무력충돌의 지정학 Risk로 판명된 명확한 Loser는 유럽 국가들
- 2026년 상반기 제기된 제품별(Jet유 및 디젤) 재고 바닥 우려 등의 공급망 충격은 여전해
- 2026~27년 국제유가 궤적이 다소 Hard-landing 가능성과 일부 지역은 정제제품에 대해 물리적 부족현상이 발생할 가능성

2026년 하반기 유럽 국가들의 일부 정제제품에 대한 물리적 부족 우려로 정유사들의 제품 마진은 추가 강세 가능



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

2026년 상반기 내내 Jet유의 타이트했던 공급여건

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 2026년 상반기 Jet유 재고 바닥 우려 등 극심한 공급망 충격은 현재 진행 형
- 유럽 최대 항공사 Ryanair는 올 겨울철 항공스케줄 감축 및 탑승객수를 200만명 가량 감소시킬 계획
- 해당 항공사는 2027년 Jet유를 67달러/배럴로 헷지 계약 체결(총 물량의 80% 수준), 반면 헷지 계약 체결되지 않은 20%에 대한 위험 회피 수단으로 감축 계획을 발표
- 26~27년 국제유가 경로 전망은 Hard-landing 보다는 하단이 더욱 높아질 가능성으로 유럽권 Jet유 및 디젤 공급량 부족 우려는 지속될 전망

Jet유 가격 동향



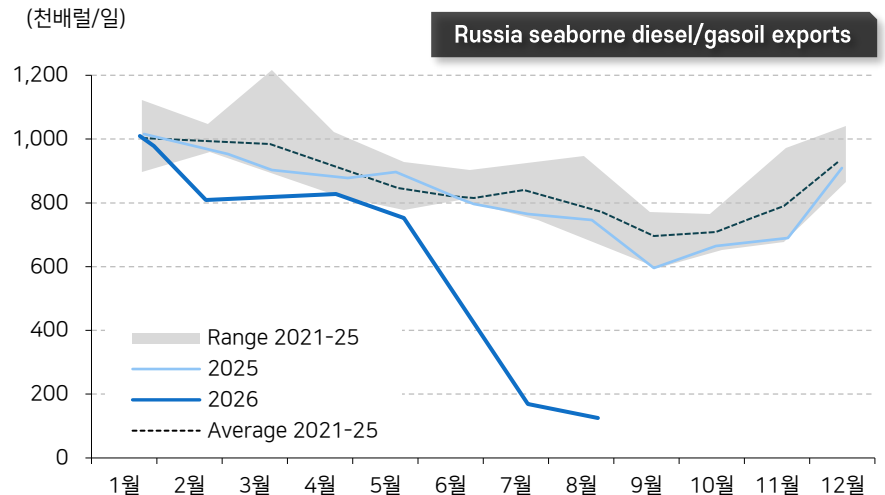
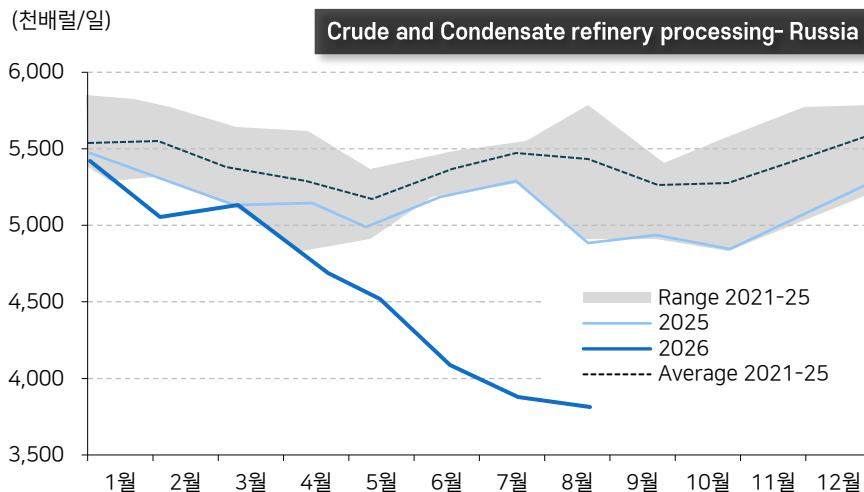
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

공급차질 우려는 상반기 Jet유에서 하반기 Diesel로 이동 중

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 분위기 변화: 에너지 소비는 통상적으로 9월 기점으로 겨울철 난방용 재고확보가 이뤄져
- 과거 2021~22년 러-우 전쟁 이후 천연가스 및 디젤 가격 급등의 재현 가능성
- 현재 러시아는 정제설비 피격 영향 등에 디젤 재고량 및 수출량 지난 5년 평균을 큰 폭으로 하회
- 러시아는 글로벌 4위 디젤 생산 & 수출량 기준 2위 국가
- 4Q26 디젤에 계절적 수요 증가에 가격 상승, 기존 정유사들의 디젤 마진(Crack) 강세 예상

이제는 겨울철 수요에 대비할 필요. 극단적으로 낮아진 디젤 재고량



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

공급차질 우려는 상반기 Jet유에서 하반기 Diesel로 이동 중

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 러시아는 법안 개정으로 정유사들의 디젤 수출 규제를 올 9월 30일까지 연장할 계획
- 그 외 휘발유(~27년 1월 31일) 및 Jet유(~26년 11월) 모두 수출 규제 품목으로 지정
- 러시아는 미국에 이어 글로벌 2위 휘발유 및 디젤 수출 국가였으나 최근 우크라이나의 러시아 정제설비 피격으로 러시아 정유사들의 생산량은 390만배럴/일로 감소(지난 21년 평균 하회)
- 현재 러시아의 약 330만배럴/일 규모의 정제설비가 가동 중단 중(러시아 총 생산규모 대비 50%)

2026년 하반기 디젤 제품 마진 추가 강세를 논하는 바는 결국 주요 수출국가들의 수출량 급감 때문

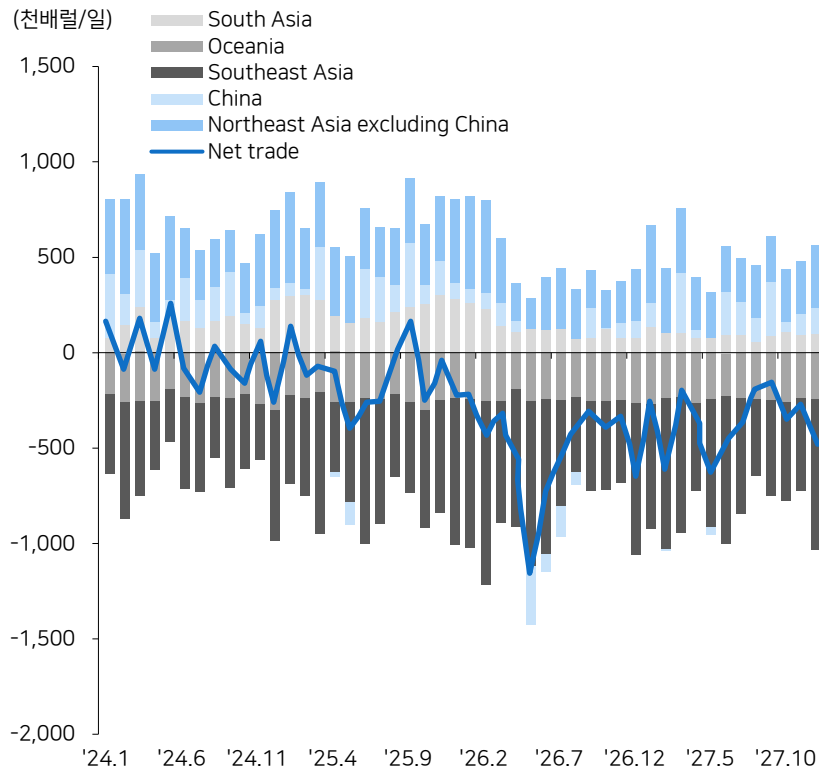


자료: BNEF

아시아 소재 휘발유 공급여건 역시 타이트함

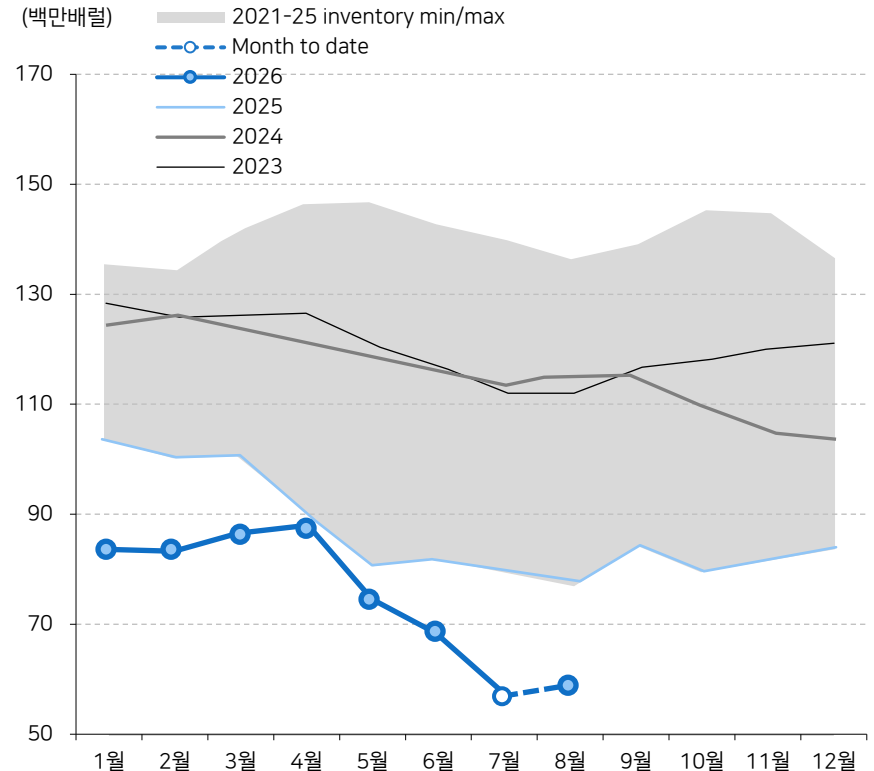
Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

Asia-Pacific gasoline net trade by region



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

Key Asia-Pacific regions' gasoline inventory



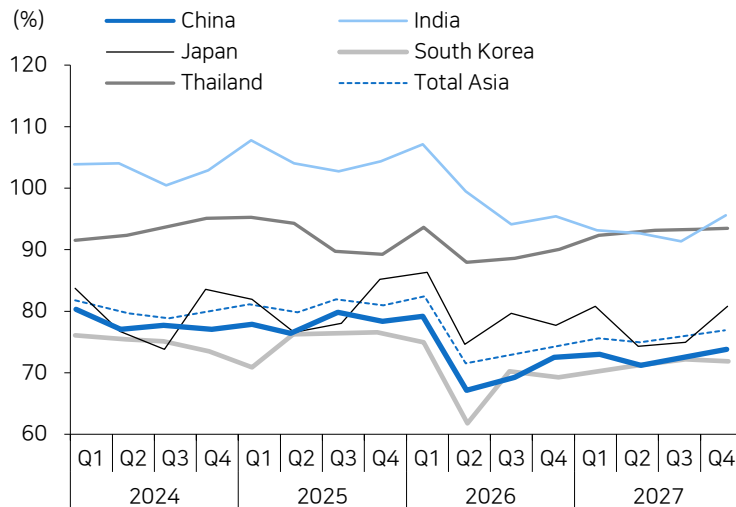
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

아시아 소재 정유사들의 정기보수는 마무리 중이지만,

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

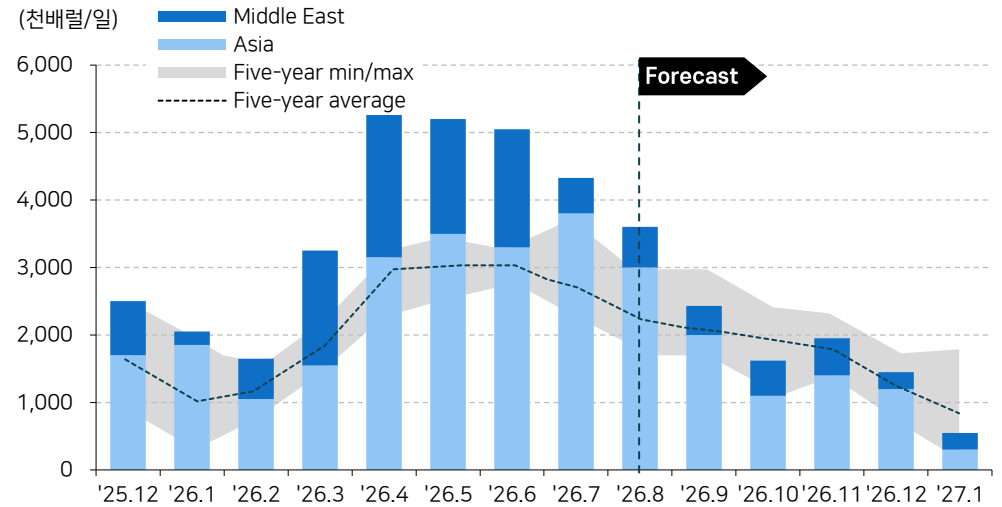
- 글로벌 권역별 정제제품에 대한 공급부족 우려, 이를 기반한 정유사들의 정제마진은 초호황 국면
- 그럼에도 아시아 정유사들은 예정된 설비 정기보수를 진행함
- 26.7~8월 극심한 공급량 부족, 동시에 정유사들의 정기보수는 마무리 국면, 재차 불거진 중동 지정학 Risk에 수급 균형을 찾기는 아직 어려워

아시아 정유사들의 가동률



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

여름철 이후 정기보수는 마무리 중이나 수급 고려 시 부족현상은 지속



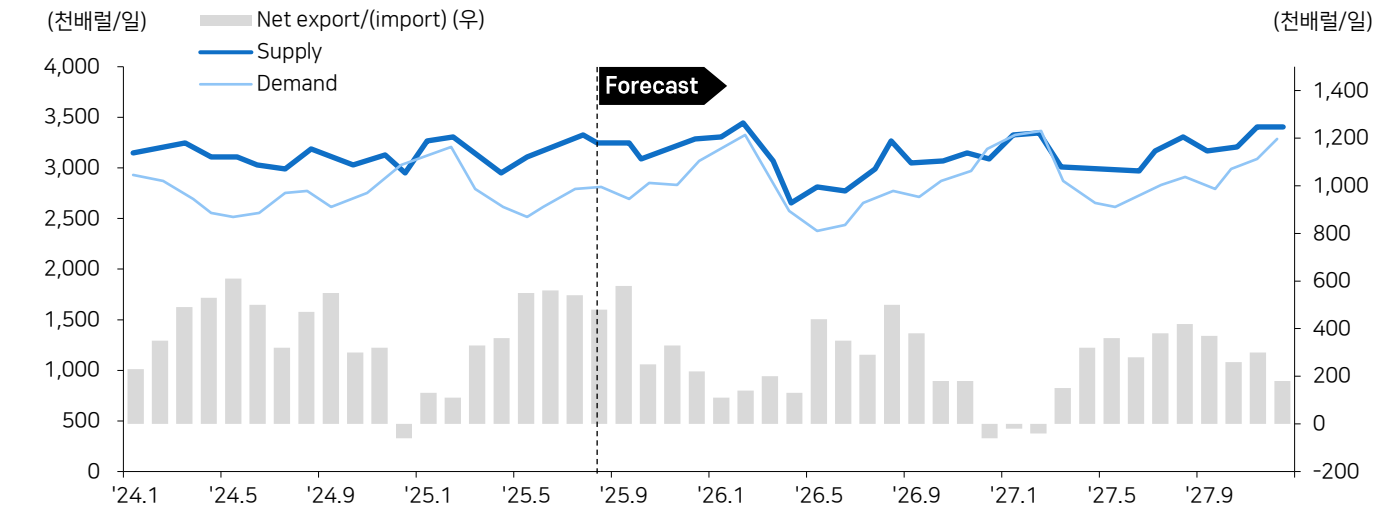
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

정기보수 이후에도 공급량이 증가될 여력이 없어보여

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 공급 Risk에 노출된 Jet유: 2026년 3분기 아시아 Jet유 생산량은 35.5만배럴/일 규모가 감소될 전망
- 중국 주도로 지속 성장하는 Jet유 수요에 미치지 못하는 공급역량(정유사 정기보수, 중국/러시아 수출 금지 정책 등)
- Jet유 마진 강세 지속 전망

아시아 태평양 Jet/Kerosene 수급 밸런스 점검



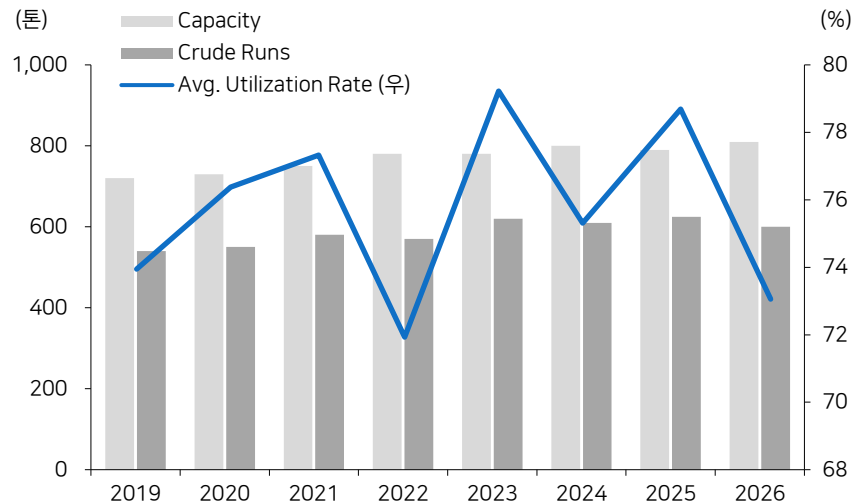
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

반면, 중국 정유사들이 누려온 특혜가 유지될까?

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

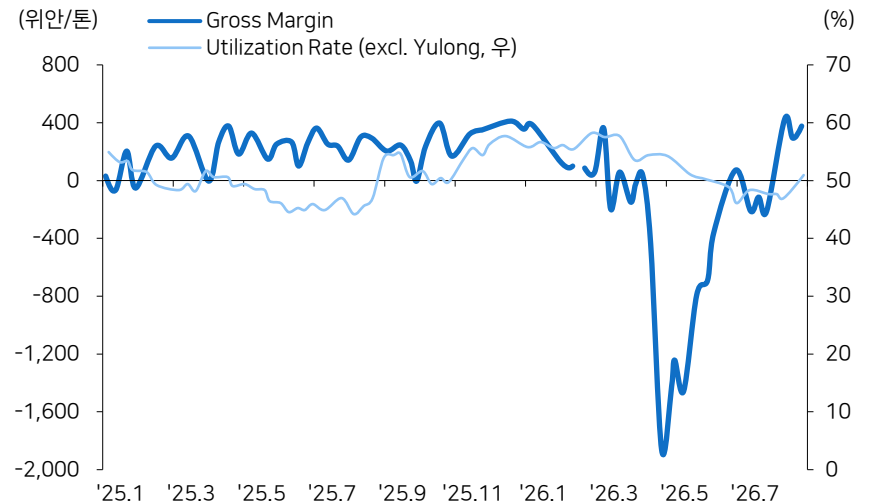
- 동북아 한국과 일본의 정유/석유화학 기업들의 업황과 달리, 중국 동종업계는 그간 원가 경쟁력으로 상대적 호황을 유지해왔음
- 2026년 미국의 원유 공급망에 중국 압박(베네수엘라 및 이란)에 중국의 원유 수입량 감소 및 정유사들의 가동률 하락
- 향후 관건은 중국 에너지가 업계가 누려온 특수가 유지될 수 있을지
- 정상화 시나리오는 결국 한국/일본 등 생산 효율성이 높은 설비들의 이익 정상화 예상 가능

반면 중국 정유사들은 다른 분위기: 가동률 하향



자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

반면 중국 정유사들은 다른 분위기: 가동률 하향



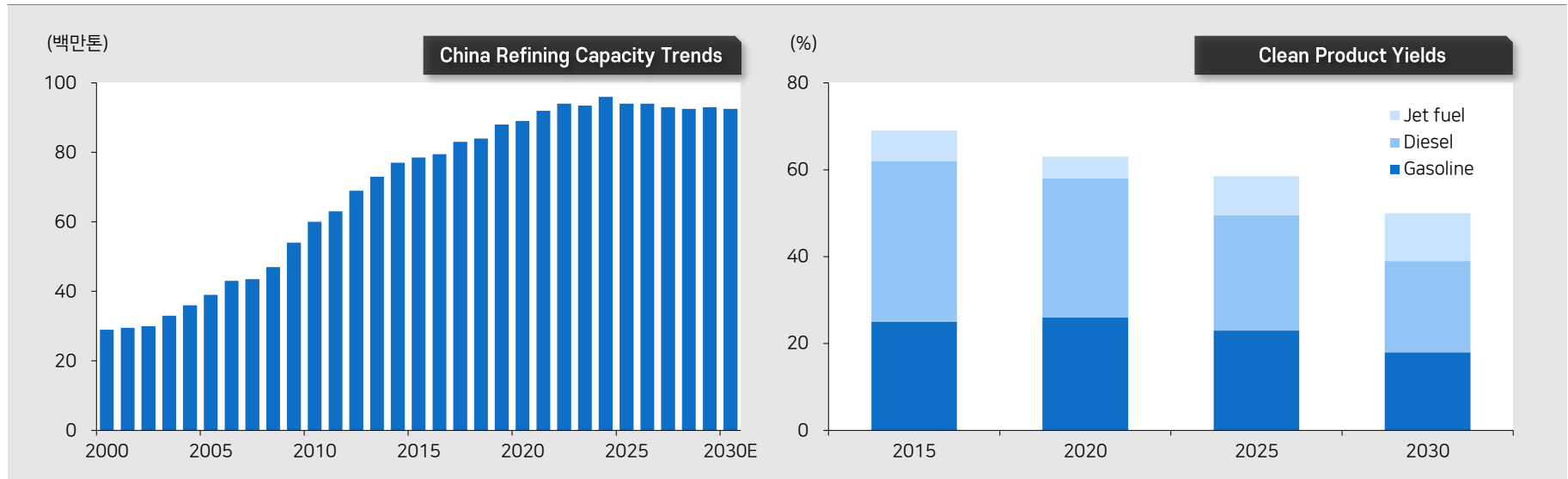
자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

에너지분야 역시 중국의 Anti-Involution?

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 중국은 2024년 정제제품 생산량 Peak 이후, 생산량 안정화 단계
- 정제제품의 수요의 3가지 축: 모빌리티, 발전, 석유화학
- 중국은 모빌리티 및 발전 분야에 정책 기반의 구조변화에 수요 감소, 반면 석유화학은 원료 자급화 진행 중
- 중장기 관점으로 (1) 모빌리티는 Jet유와 선박유, (2) 석유화학은 LPG/나프타가 수요를 견인할 것

중국 정제시설 Capa 추이



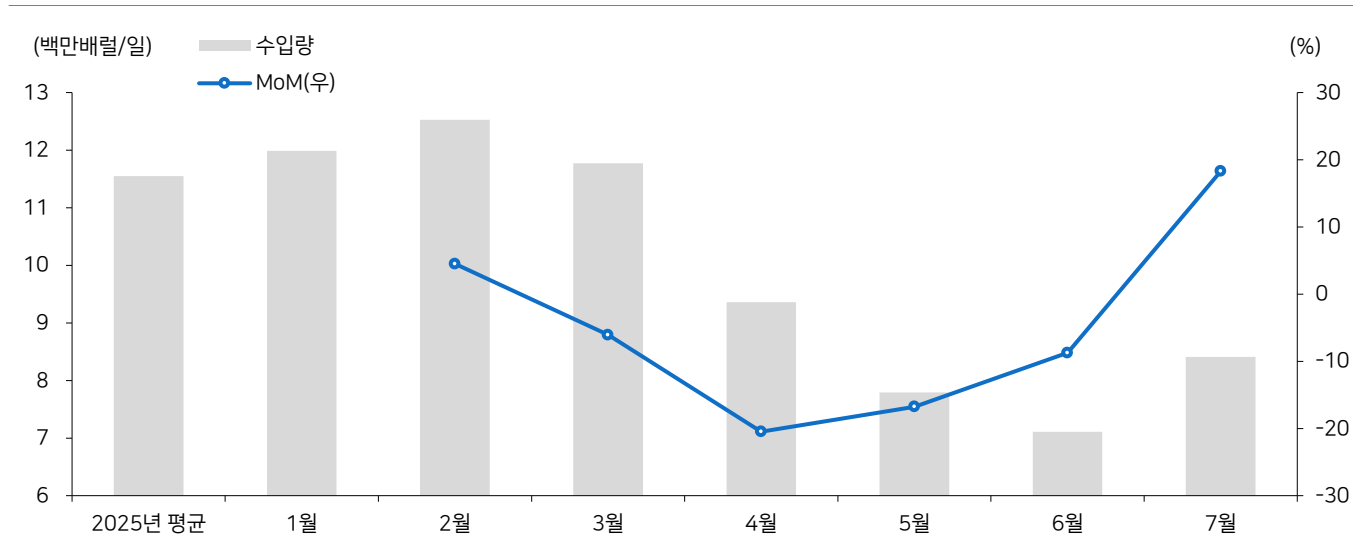
자료: Sinopec, 메리츠증권 리서치센터

중국의 원유 수입량 절대치 감소

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 절대적으로 저렴했던 원유 조달 단가. 이는 긴밀하게 협력했던 베네수엘라/이란/러시아로부터 기존 Brent/Dubai 대비 Discount 원유를 공급받음
- 중국의 원유 수요 감소라는 구조적 변화도 있겠으나, 변화된 지정학 구도에서 중국만의 특이점이 다소 소멸됨

중국의 원유 수입량 추이

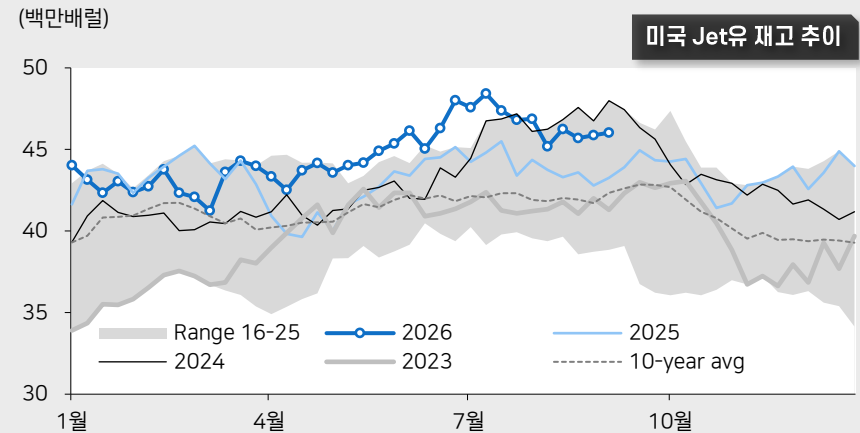
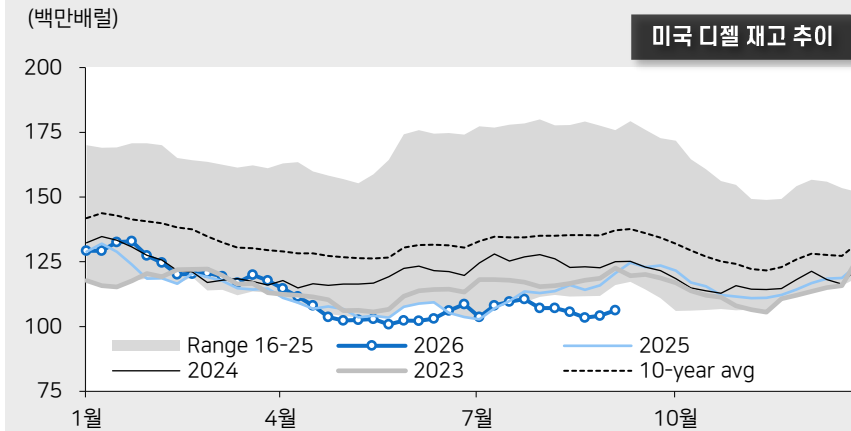
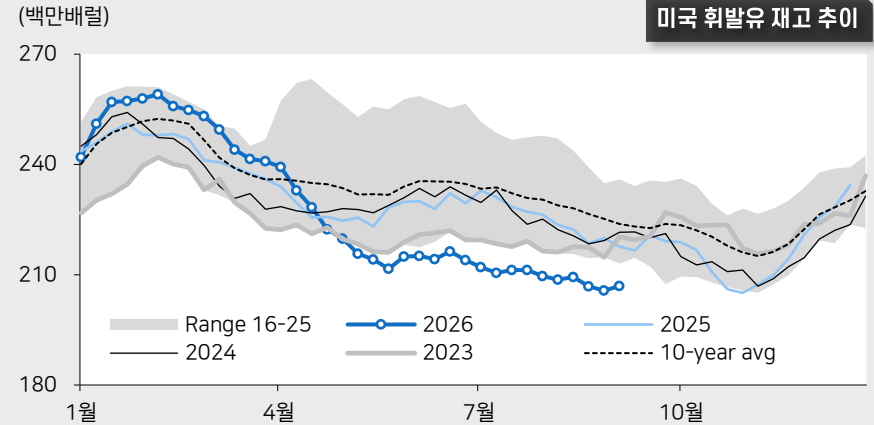
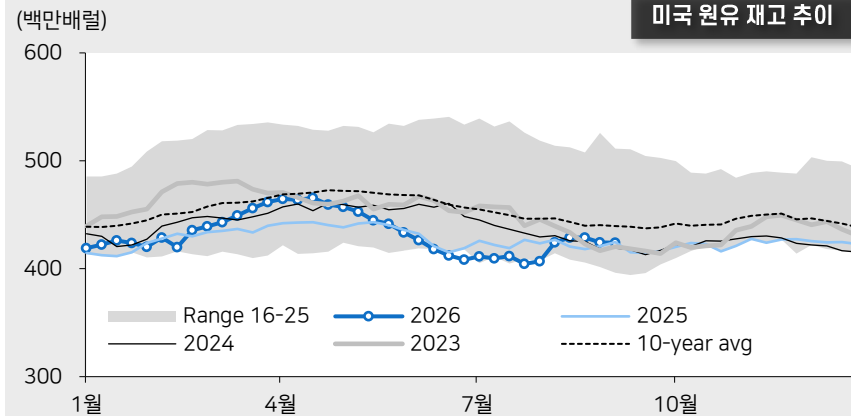


자료: 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

3. 정유, Old Legacy, but Printing Money

[Appendix] 미국 주간 원유 및 석유제품별 재고

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

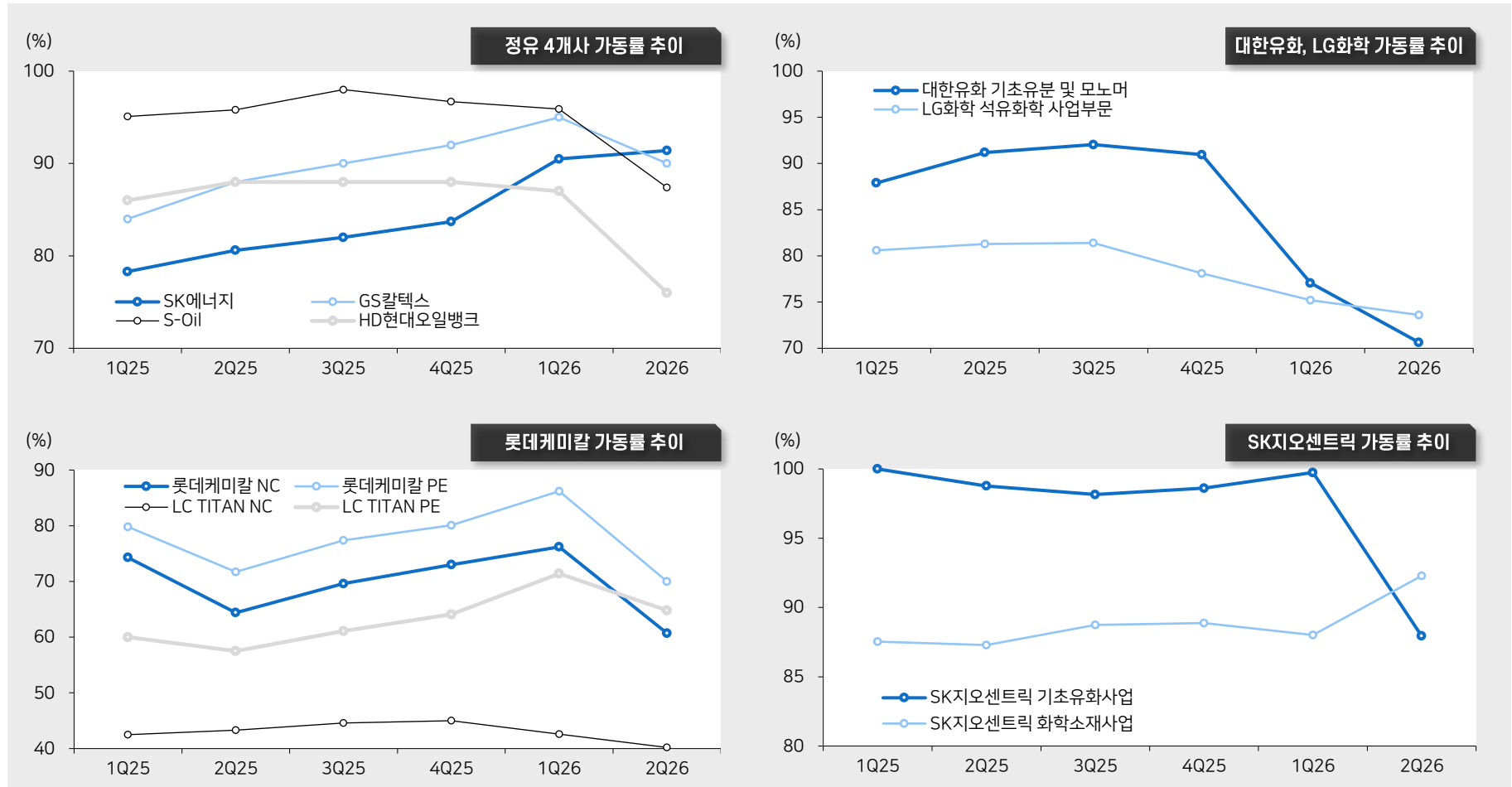


자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

3. 정유, Old Legacy, but Printing Money

[Appendix] 국내 정유 및 석유화학 기업 분기 평균 가동률

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

Part. IV

**석유화학,
Feedstock Advantage = Geographic Advantage**

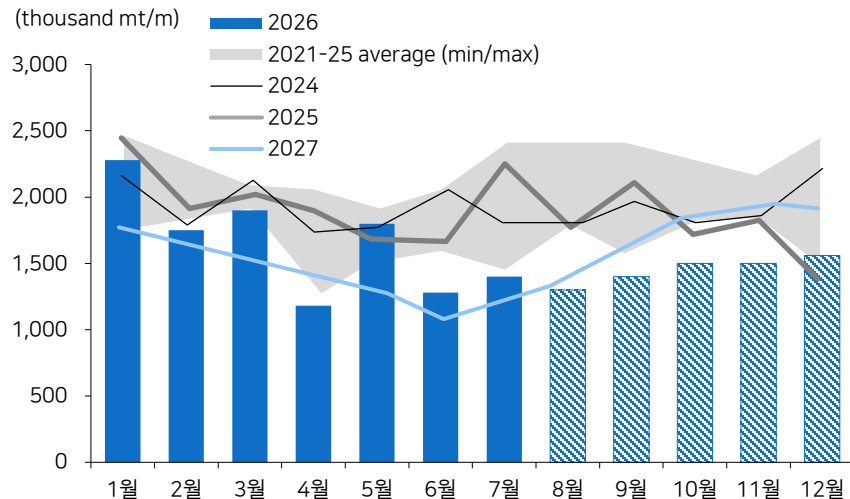


아시아 석유회사들의 나프타 조달은 원활해졌을까?

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

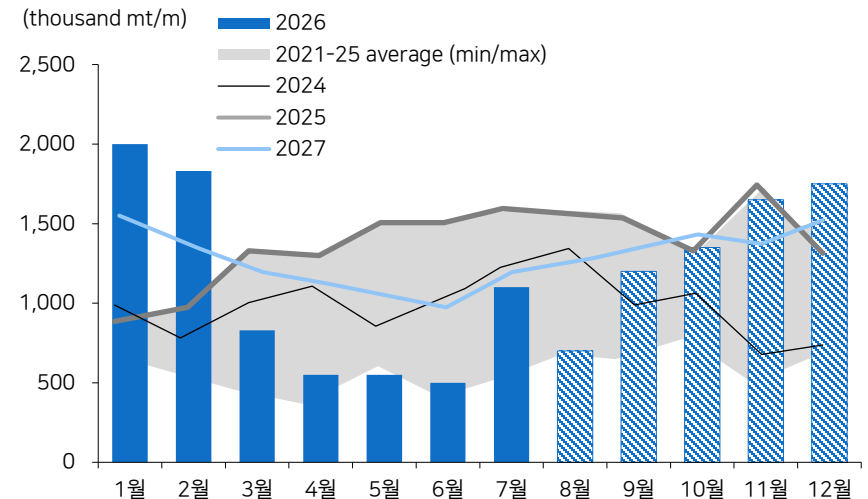
- 공급망 충격이 극심했던 2026년 상반기 석유화학 원재료 나프타는 현물 거래단가 대비 Risk 프리미엄이 최대 +150달러/톤으로 형성, 최근 해당 프리미엄 계수는 +15~20달러/톤 수준으로 하향 안정화
- Risk 프리미엄 여전하고 26년 3분기 및 4분기 기준 동북아 나프타 부족량은 각각 380만톤/월, 480만톤/월 수준(2Q26 330만톤/월)
- 정유사들은 정제마진 초강세에 전반적인 가동률 반등이 이뤄지고 있으나, 26년 2~3분기는 주요 설비들의 정기보수 등 공급차질 영향 컸음
- 한국 석유화학 회사들의 나프타 조달은 정부부처와의 협업으로 사우디, 오만, 카자흐스탄, 카타르 등에서 조달 중

한국의 나프타 조달



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

중국의 나프타 조달

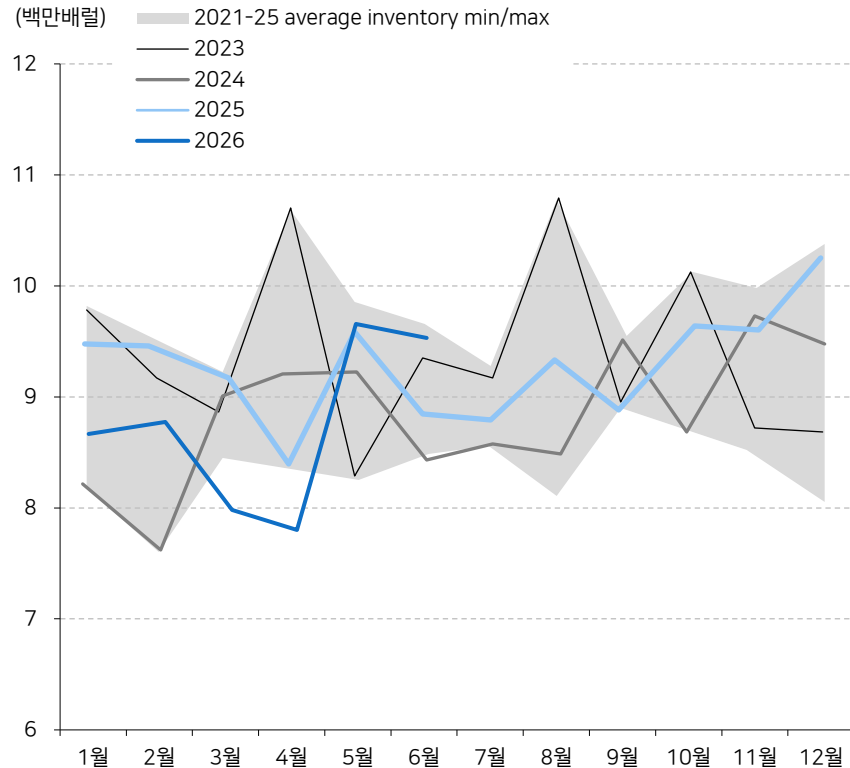


자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

아시아권 석유화학 설비들은 나프타 조달 이슈 불거질 전망

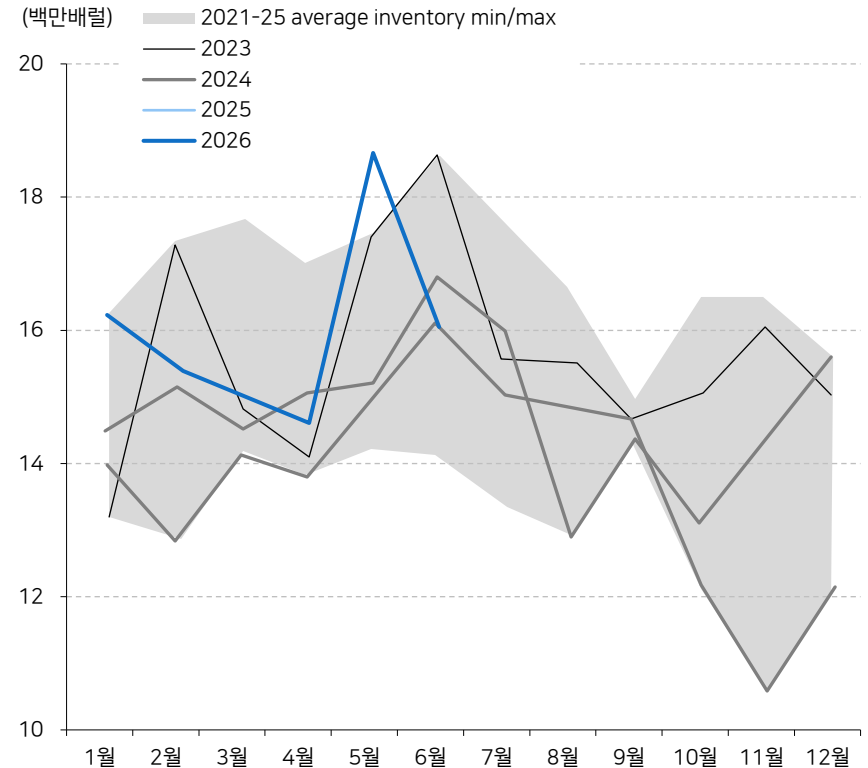
Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

Japan naphtha inventory



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

South Korean naphtha inventory

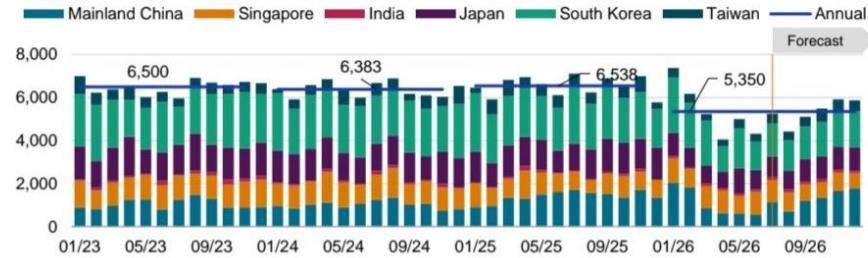


자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

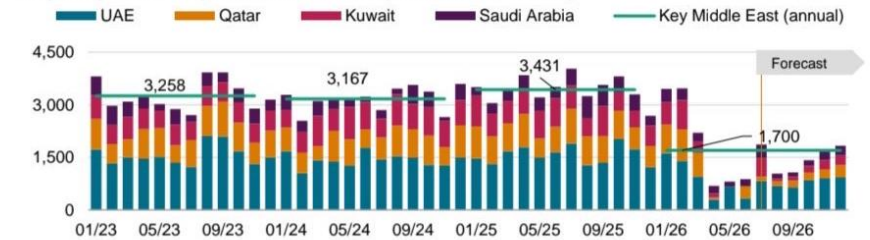
아시아권 석유화학 설비들은 나프타 조달 이슈 불거질 전망

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

Naphtha imports in Asia (thousand mt/m)



Key naphtha exporters to Asia (thousand mt/m)



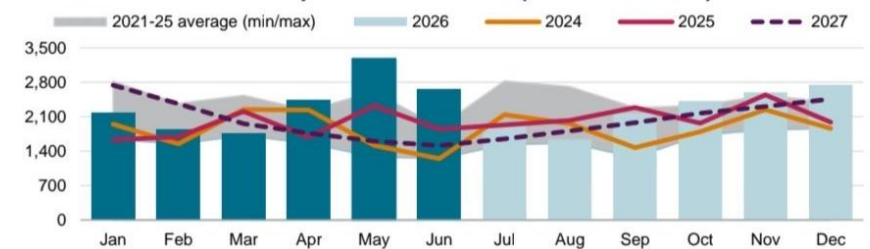
Key Asian geographies include mainland China, Japan, South Korea, Taiwan, Singapore, Indonesia, the Philippines and Thailand.

Naphtha imports from West of Suez to Asia (thousand mt/m)



Key Asia markets include mainland China, Japan, South Korea, Taiwan, Singapore, Indonesia, the Philippines and Thailand.

Asia and Middle East naphtha net balance (thousand mt/m)



Net import is represented by positive value, and net export is represented by negative value. Shaded bars represent actualized data.

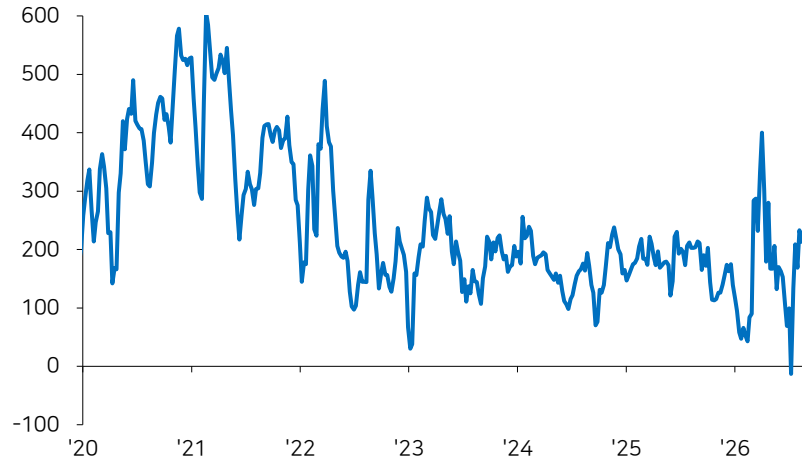
4Q26 석유화학 마진 점진적 하향 우려

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 26년 7~8월 아시아 에틸렌 생산량은 Downstream 마진 악화 및 설비 감산 운영 등에 감소함
- 뚜렷한 설비 가동률 반등 조짐이 없어, 향후 몇개월간 에틸렌 공급량 역시 지속 감소될 전망
- 국제유가에 동행하는 나프타 가격 변동성은 심화되고 있으나 전방 수요 둔화 및 올레핀 마진 훼손에 뚜렷한 업황 개선 징후 여전히 없음
- 그렇기에 주요 구매자들의 구매활동 역시 보수적 입장 유지 중

에틸렌 스프레드

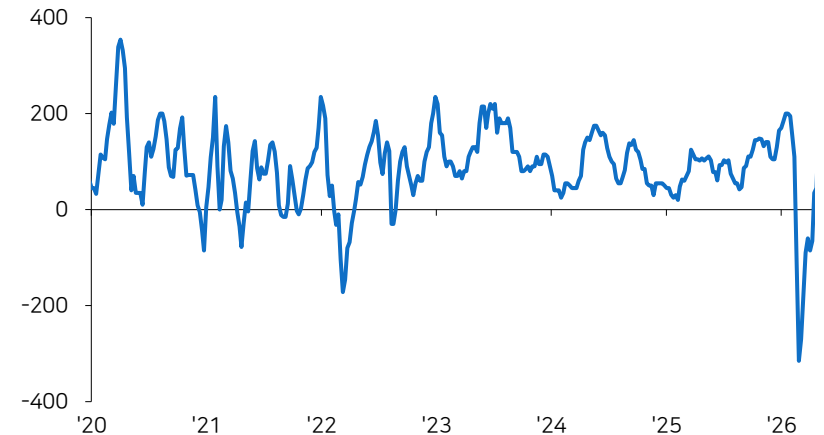
(달러/톤) — Ethylene - Naphtha Spread



자료: 메리츠증권 리서치센터

HDPE 스프레드

(달러/톤) — HDPE-Ethylene



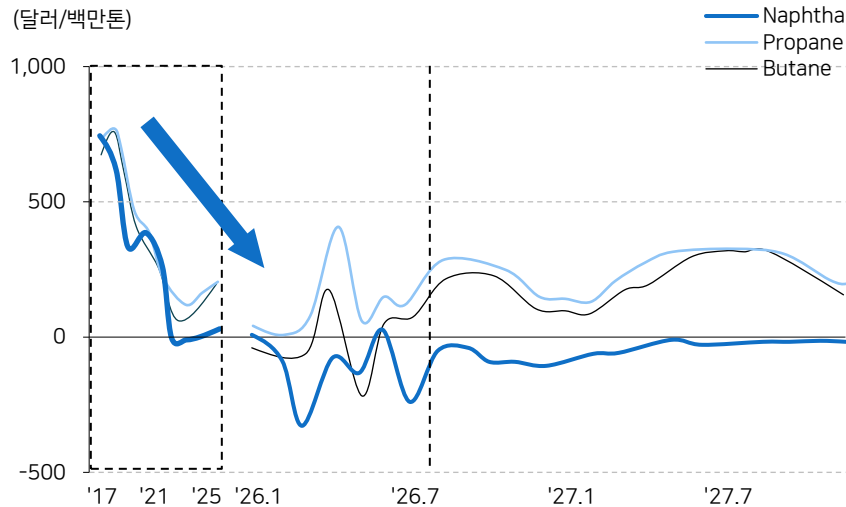
자료: 메리츠증권 리서치센터

여전히 고전하는 아시아 석유화학

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

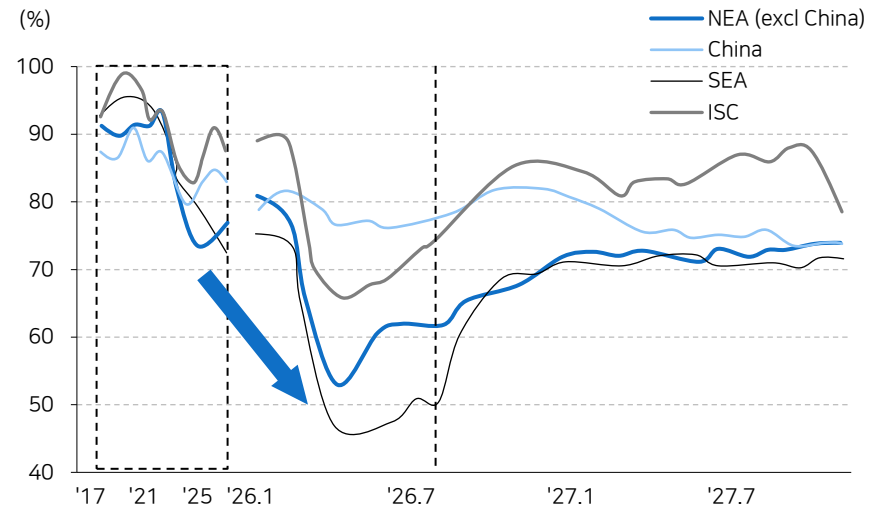
- APPEC 2026 행사는 원유 등 Upstream Trading 전략에 초점이 맞춰졌으나, 마지막 세션으로 석유화학 Feedstock 등 전략세션이 이뤄짐
- 그간의 업황, 기업들의 실적, 구조재편 정책 등 한국을 포함한 아시아계 석유화학 기업들의 업황 고전은 여전함
- 단기적으로 국제유가 강세 전환, 일부 석유화학 제품들의 공급망 충격에 2026년 하반기 석유화학 마진은 다소 개선 가능
- 단, Cycle 반등을 이끄는 구조적 변화는 Demand or Supply에서 발생되어야

동북아 석유화학 설비들의 수익성 악화 여전



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

동북아 석유화학 설비들의 가동률 역시 하향



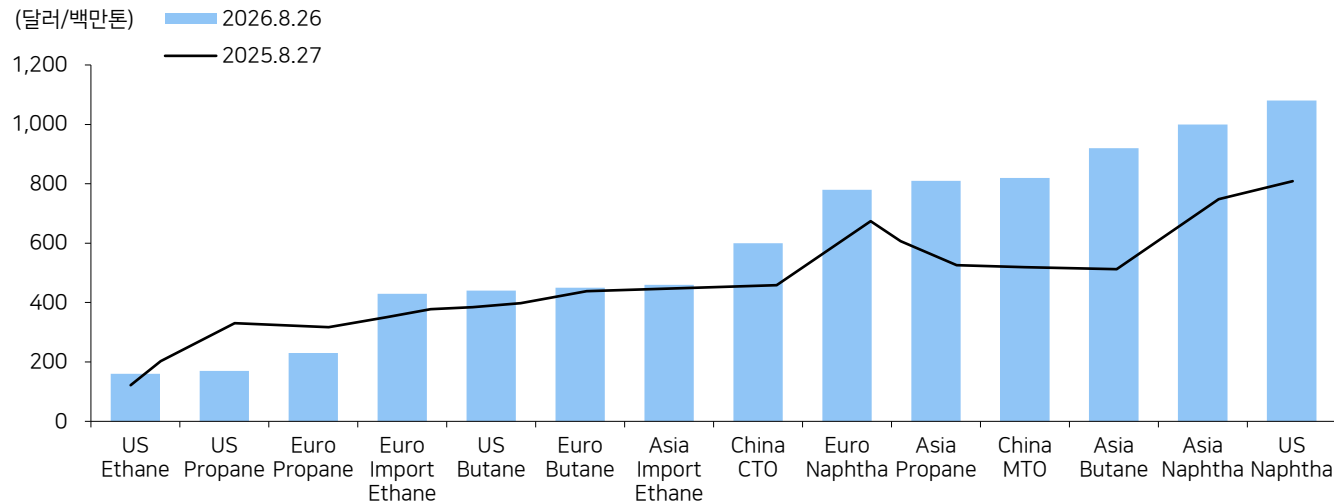
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

석유화학 Cost Curve: 극단적 최하단으로 밀려난 NCC

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- 국제유가 급등으로 에탄 대비 나프타 및 석탄 기반 석유화학 설비들의 원가 경쟁력 열위
- 26.8월 기준 지난 1년간 석유화학 원가 비용 부담이 높아진 지역은 유럽 및 아시아 & 나프타, 석탄 등 설비
- 반면 미국/중동 소재 에탄 및 프로판 기반 석유화학 설비들은 놀라운 원가 개선을 시현 중

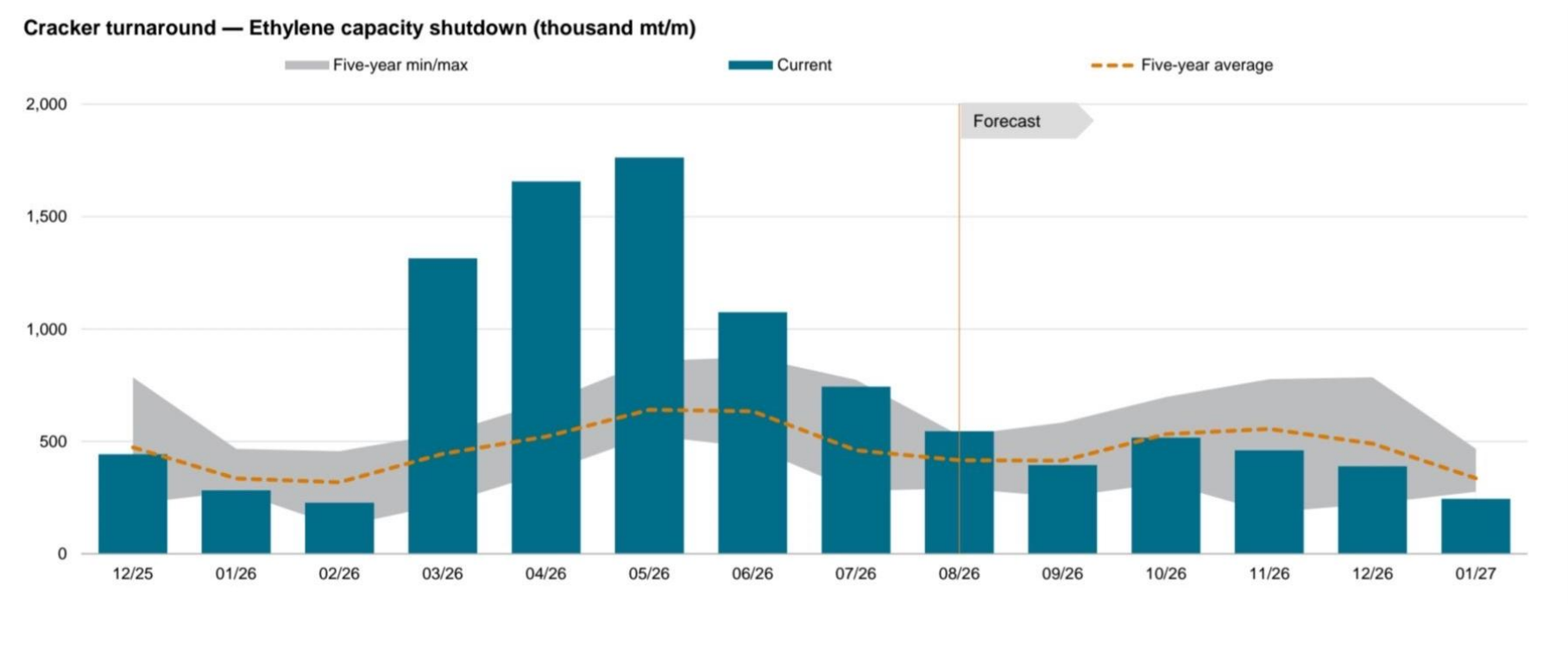
S&P Global의 지역 및 원재료별 Cost-Curve



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

지속된 석유화학 부진

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways



자료: S&P Global Energy

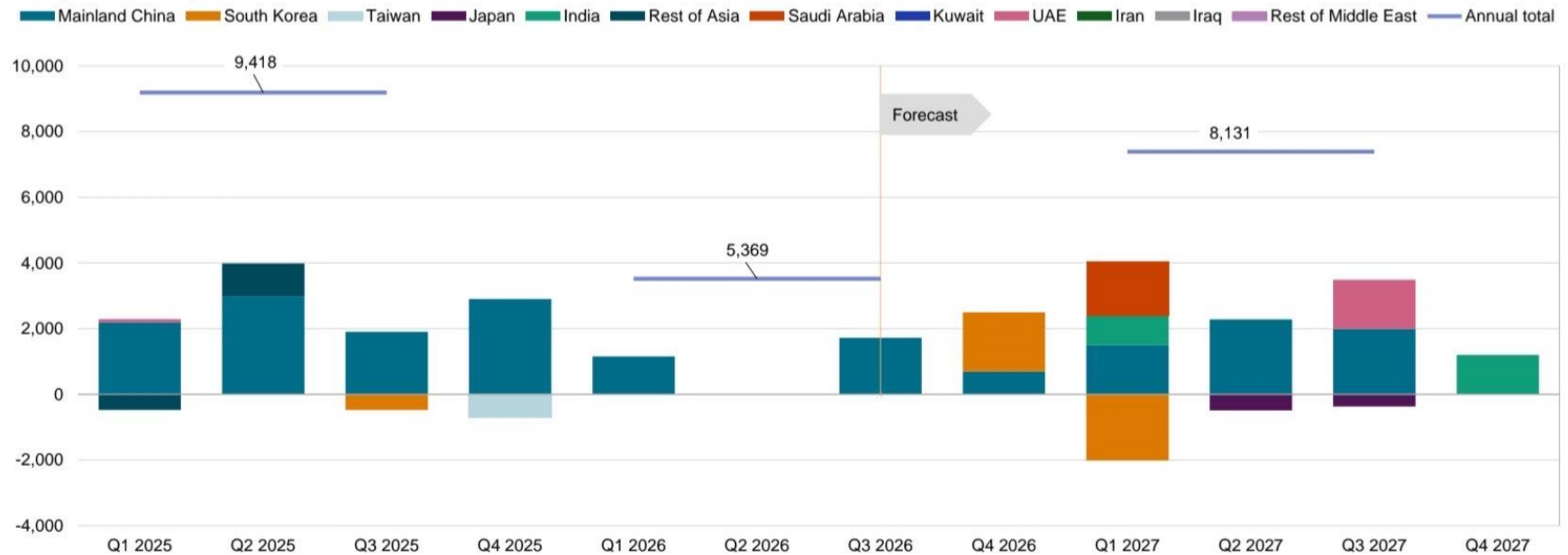
4. 석유화학, Feedstock Advantage = Geographic Advantage

한국은 석유화학 구조재편 중, 그럼에도 기타 국가들의 신규 투자 지속

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

Asian and Middle Eastern net ethylene capacity additions (thousand mt/y)

Net expansion/(closure)



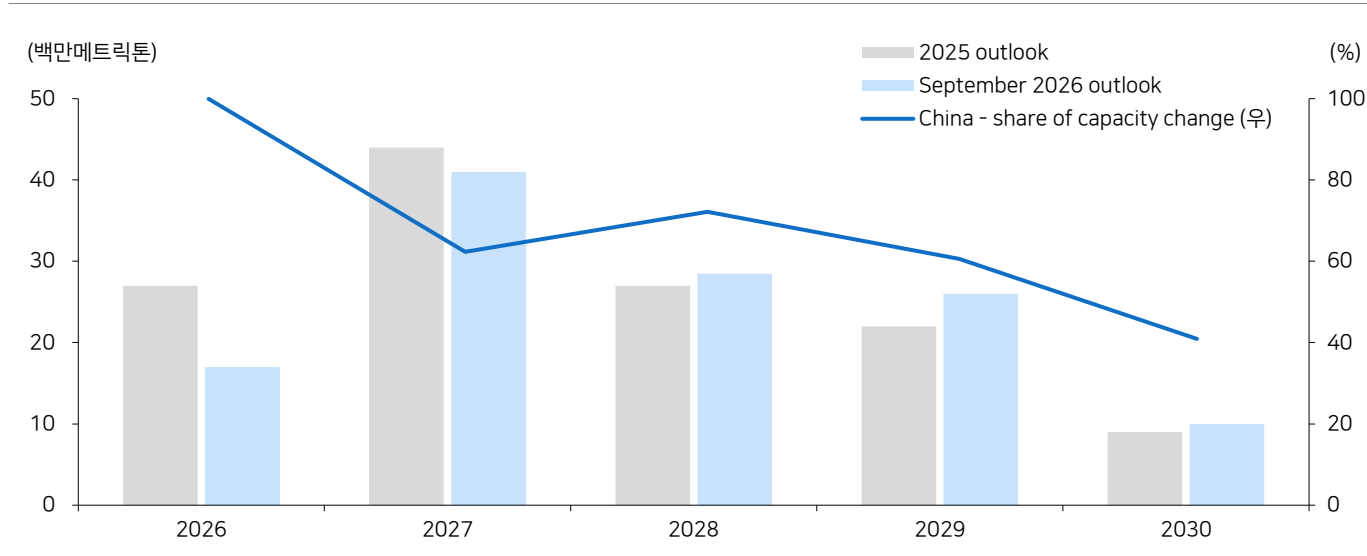
자료: S&P Global Energy

석유화학 공급 건전성 가시성은 희망사항?

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- S&P Global은 26.9월 기준 신규 전망치를 제시하며 26~27년의 2년간 석유화학 공급 구조조정(한국의 공급구조 재편 및 신규 설비들의 투자 지연 등) 피력
- 신규 설비 유입에 따른 공급 충격 강도는 2027년이 정점(Peak)일 가능성을 제시
- 다만 현실성은 다소 떨어져. 간과했던 점은 수요 변화 & 중국 증설

S&P Global: 극단적 수익성 악화에 신규 설비 투자는 다소 잠잠해질 가능성을 피력



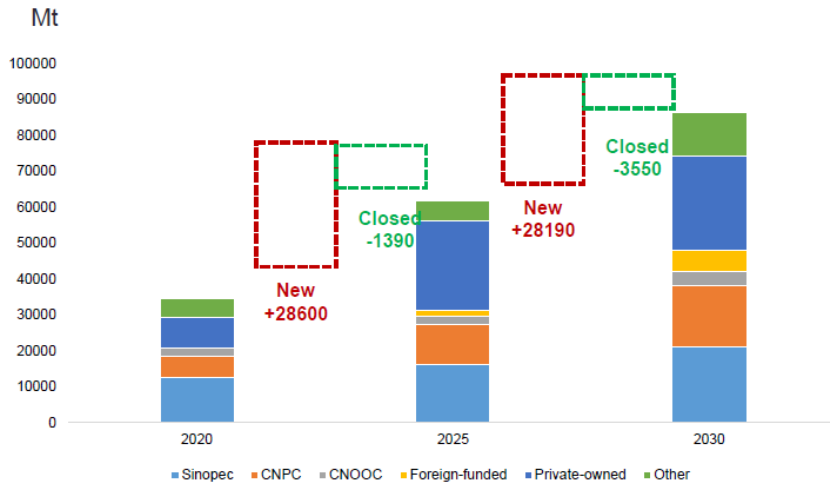
자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

중국의 석유화학 증설은 멈추지 않아

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

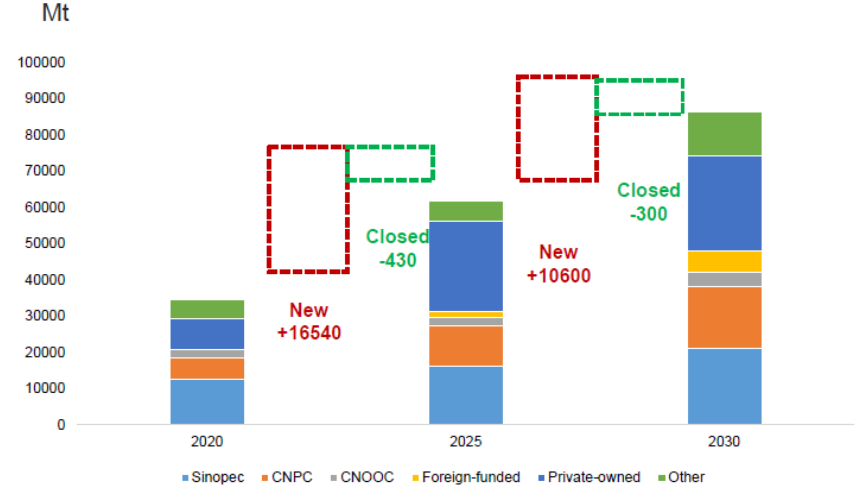
- S&P Global은 2026년 지정학 Risk 등 가격 급변동에 일부 석유화학 투자가 지연되는 점을 지적, 투자 지속 불확실성 역시 존재하여 자연스러운 공급과잉률 축소 또한 예상
- 반면 중국 Sinopec은 에틸렌 및 P-X에 기존 설비 합리화/증설 취소 감안해도 구조적 설비 증설은 예정된 로드맵임을 강조
- 한국 석유화학 기업들에게 과제는 (1) 석유화학 산단별 구조재편 속도전, (2) 투입 원료 다변화 시도, (3) 제품 고도화의 전략 필요

중국 에틸렌 생산Capa 전망



자료: Sinopec

중국 P-X 생산Capa 전망



자료: Sinopec

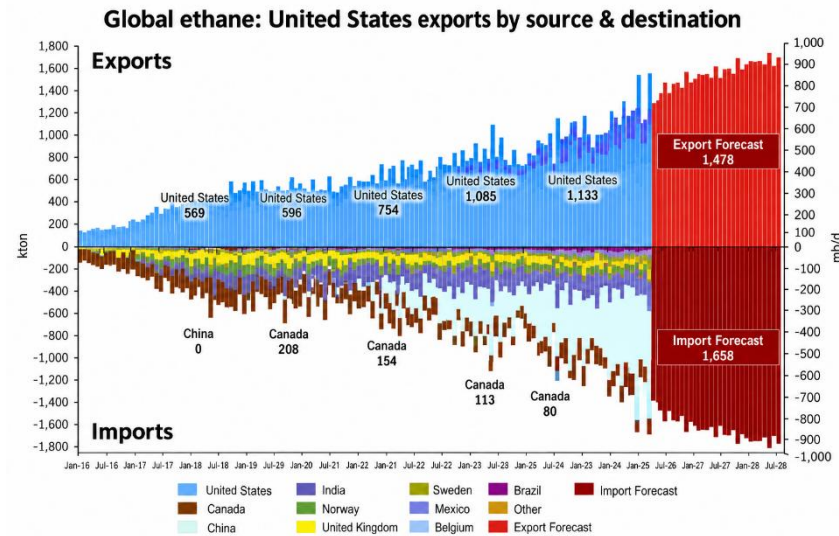
4. 석유화학, Feedstock Advantage = Geographic Advantage

석유화학은 Feedstock Diversification 필요성을 주장하지만,

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

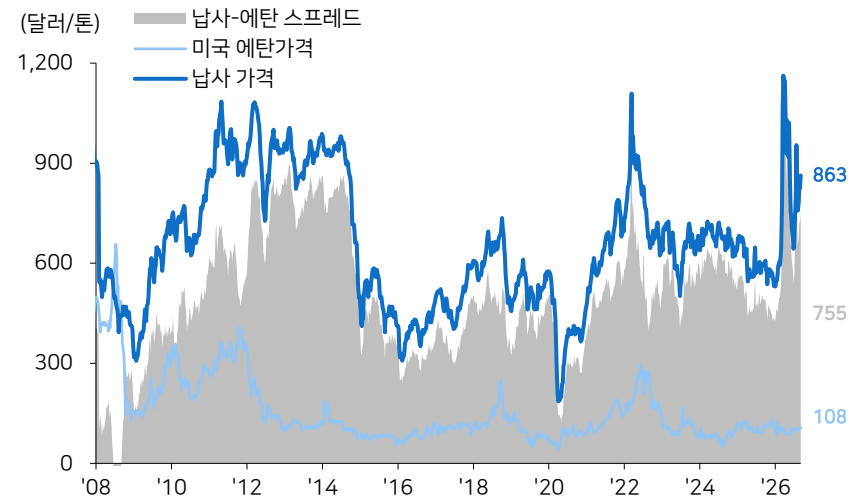
- 미국은 최대 원유 생산 및 수출국으로 변모하며 부산물(에탄, 프로판, 부탄 등) 역시 구조적으로 증가 중
- 미국은 이미 NGL, 나프타 등 글로벌 물동량의 약 50% 수준 차지(에탄 100%, LPG 50%). 그렇기에 부생 가스 등에 생산의 축 역시 미국 Mont Belvieu로 이동될 것
- 석유화학 설비간 경쟁력은 결국 조달 원료 단가 역량
- APPEC 2026의 다변화(Optionality & Diversification) 목소리는 단순 Upstream에만 국한되지 않고, Downstream 석유화학에도 적용
- 단, 해당 내용에 대한 피드백은 수용자간 이해관계에 따라 상이: 경제성(선박 발주비용 & 석유화학 설비 라이선스 및 공정 등 Retrofit 비용)

석유화학 원재료 역시 미국 중심의 에탄이 주인공으로 구조적 변화 중



자료: S&P Global Energy

납사-에탄 가격 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

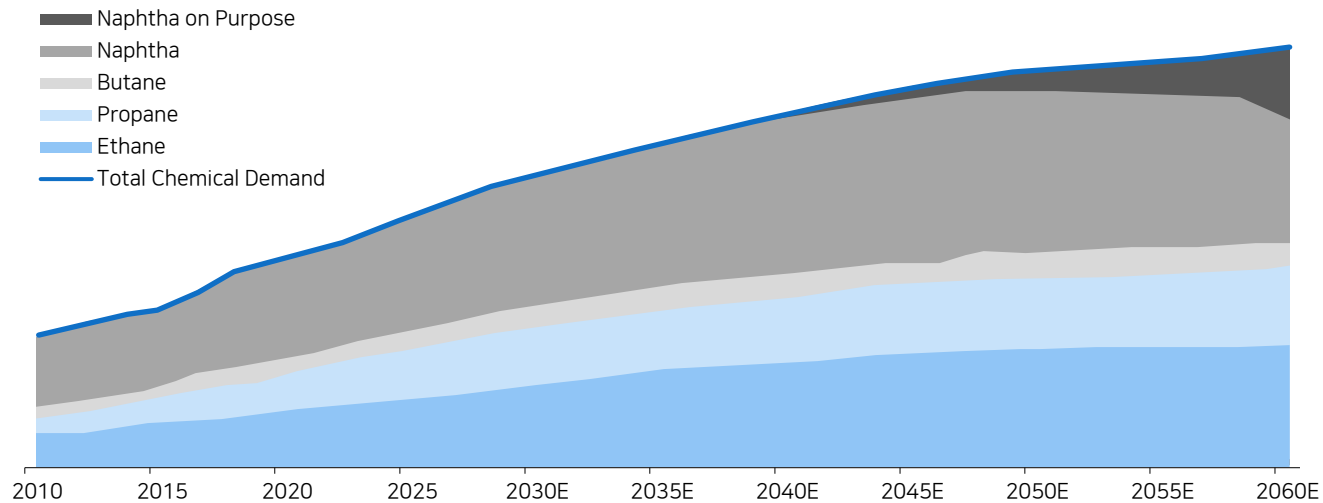
4. 석유화학, Feedstock Advantage = Geographic Advantage

반면, 미국 전문 조사 기관들은 에탄 기반 석유화학 설비 지속성에 회의적

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

- Dow Jones Energy는 에탄 우위 지속성에 대해서는 다소 중립 입장 제시
- 관건은 에탄 Rejection 처리 해당 공급량 소진 이후의 수급 밸런스가 가격을 결정할 것

현재 원가 구조가 가장 유리한 건 나프타 대비 에탄. 그럼에도 추가 증산이 없다면 향후 공급량 감소로 가격 강세전환 가능



자료: S&P Global Energy, 메리츠증권 리서치센터

기업분석



종목명	투자판단	적정주가
LG에너지솔루션 (373220)	Buy	440,000원
SK이노베이션 (096770)	Buy	180,000원
한화솔루션 (009830)	Buy	39,000원
CATL (3750 HK)	Not Rated	-
Valero Energy (VLO US)	Not Rated	-

LG에너지솔루션 (373220) 2026년 하반기 업황 변곡점 기대

Analyst 노우호
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	440,000원
현재주가 (9. 14)	351,500원
상승여력	25.2%

미국 기반 ESS 사업자로 이미 재평가

- AI발 전력 수요와 미국 제조기반 우선의 공급망에 구조적 변화는 LG에너지솔루션을 비롯한 국내 배터리 기업들에 기업가치 하단을 높여주던 변수
- LG에너지솔루션은 기 확보한 ESS 140Gwh 이상의 누적 수주잔고로 해당 사업 매출 기여도 역시 26~27년 기존 EV를 넘어설 전망

비-중국산 LFP 사업규모 역시 확대 중

- 미국 정부는 중국을 포함한 기존 FEOC로 지정한 주체가 생산한 ESS 등을 미국 전력망에서 배제하는 정책 지속 유도 중
- 해당 Trigger는 지난 8/26 미국의 국가안보 비상사태 선포 내용 중, 배터리/태양광 인버터/터빈/기타 소프트웨어, 펌웨어, 원격접속 기능 등 전력망을 아우르는 조치. 해당 세부규정은 올 연말 이전 발표 예정
- 이미 단순 단가의 경쟁에서 사업자와 제조기반으로 사업역량이 이동, LGES는 북미 ESS 생산Capa 50Gwh 이상 추진 중으로 이에 따른 비-중국산 공급망 구축 역시 중요해져

투자의견 Buy 유지, 글로벌 에너지 전환 과도기에 최근의 홍보하는 최근 주가를 매수 기회로 추천

Company Data

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

LG에너지솔루션 (373220)

KOSPI	6,684.37pt
시가총액	822,510억원
발행주식수	23,400만주
유동주식비율	20.29%
외국인비중	5.54%
52주 최고/최저가	514,000원/300,500원
평균거래대금	1,246.1억원

주요주주(%)

LG화학	79.38
국민연금공단	6.13

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-4.7	-1.1
상대주가	-0.7	-21.8	-49.8

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	25,619.6	575.4	-1,018.7	-4,354	-182.3	90,240	-79.9	3.86	28.7	-4.9	94.7
2025	23,671.8	1,346.1	-1,072.8	-4,585	5.3	86,391	-80.4	4.27	23.1	-5.2	129.0
2026E	29,897.6	876.0	-573.4	-2,450	-46.6	95,159	-146.9	3.78	16.4	-2.7	167.4
2027E	33,056.2	2,777.5	955.1	4,082	-266.6	99,241	88.2	3.63	11.9	4.2	183.5
2028E	36,346.4	4,110.2	1,723.6	7,366	80.5	106,607	48.9	3.38	10.3	7.2	186.8

LG에너지솔루션 (373220)

Income Statement					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	25,619.6	23,671.8	29,897.6	33,056.2	36,346.4
매출액증가율(%)	-24.1	-7.6	26.3	10.6	10.0
매출원가	22,213.6	19,439.7	24,348.8	27,106.9	29,794.5
매출총이익	3,406.0	4,232.1	5,548.8	5,949.4	6,551.8
판매비와관리비	4,310.6	4,532.8	4,672.8	3,171.9	2,441.6
영업이익	575.4	1,346.1	876.0	2,777.5	4,110.2
영업이익률(%)	-3.5	-1.3	2.9	8.4	11.3
금융손익	-212.2	-86.3	-742.3	-1,147.1	-1,167.4
종속/관계기업관련손익	-49.1	-1.9	-71.8	0.0	0.0
기타영업외손익	34.8	-843.8	-449.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	348.9	414.1	-387.3	1,630.3	2,942.8
법인세비용	10.3	333.3	49.8	456.5	824.0
당기순이익	338.6	80.8	-838.9	1,173.8	2,118.8
지배주주지분 순이익	-1,018.7	-1,072.8	-573.4	955.1	1,723.6
Balance Sheet					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	15,327.4	18,412.1	26,642.9	32,400.5	37,734.4
현금및현금성자산	3,898.7	3,779.3	5,976.4	10,115.9	13,420.6
매출채권	4,944.0	4,311.2	6,378.7	6,878.1	7,504.4
재고자산	4,552.4	4,350.4	6,622.4	7,140.9	7,791.1
비유동자산	44,979.4	48,735.8	53,645.3	56,041.7	57,797.4
유형자산	38,349.6	40,794.8	44,864.4	47,406.0	49,231.0
무형자산	1,284.6	1,591.6	1,425.4	1,166.4	954.5
투자자산	1,272.4	1,522.3	1,808.2	1,921.9	2,064.6
자산총계	60,306.8	67,148.0	80,288.2	88,442.2	95,531.8
유동부채	12,054.9	16,785.4	26,172.0	31,462.0	35,348.9
매입채무	2,705.5	2,152.8	3,657.9	3,944.3	4,303.5
단기차입금	1,291.0	2,680.6	5,661.9	7,061.9	8,181.9
유동성장기부채	1,199.2	4,005.6	5,506.2	7,106.2	7,906.2
비유동부채	17,285.3	21,040.9	24,094.7	25,784.9	26,868.8
사채	7,775.5	10,778.3	11,278.7	11,878.7	12,198.7
장기차입금	4,865.8	4,735.1	5,960.6	6,760.6	7,160.6
부채총계	29,340.3	37,826.3	50,266.7	57,246.9	62,217.7
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	17,164.6	17,164.6	18,469.3	18,469.3	18,469.3
기타포괄이익누계액	2,437.4	2,601.7	3,922.9	3,922.9	3,922.9
이익잉여금	1,397.2	332.2	-242.0	713.1	2,436.7
비지배주주지분	9,850.3	9,106.1	7,754.2	7,972.9	8,368.2
자본총계	30,966.5	29,321.7	30,021.5	31,195.3	33,314.1

Energy Renaissance 6 APPEC 2026, Key takeaways

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	5,111.7	4,432.3	4,441.8	8,252.8	9,406.8
당기순이익(손실)	338.6	80.8	-838.9	1,173.8	2,118.8
유형자산감가상각비	2,856.1	3,413.6	6,040.1	7,058.4	7,375.0
무형자산상각비	189.7	277.7	309.2	259.0	211.9
운전자본의 증감	691.4	-365.0	-1,919.4	-238.4	-298.9
투자활동 현금흐름	-12,065.5	-10,881.3	-8,637.5	-9,713.8	-9,342.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,399.0	-10,833.9	-9,026.7	-9,600.0	-9,200.0
투자자산의 감소(증가)	-673.3	-251.8	-357.7	-113.8	-142.7
재무활동 현금흐름	5,381.5	6,285.9	6,280.4	5,600.5	3,240.6
차입금증감	5,383.6	8,530.2	7,722.2	5,600.5	3,240.6
자본의증가	0.0	0.0	1,304.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-1,170.1	-119.4	2,197.1	4,139.5	3,304.7
기초현금	5,068.8	3,898.7	3,779.3	5,976.4	10,115.9
기말현금	3,898.7	3,779.3	5,976.4	10,115.9	13,420.6
Key Financial Data					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	109,485	101,161	127,767	141,266	155,326
EPS(지배주주)	-4,354	-4,585	-2,450	4,082	7,366
CFPS	22,748	23,951	30,940	42,286	49,133
EBITDAPS	15,475	21,527	30,877	43,140	49,988
BPS	90,240	86,391	95,159	99,241	106,607
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-79.9	-80.4	-146.9	88.2	48.9
PCR	15.3	15.4	11.6	8.5	7.3
PSR	3.2	3.6	2.8	2.5	2.3
PBR	3.86	4.27	3.78	3.63	3.38
EBITDA(십억원)	3,621.2	5,037.4	7,225.2	10,094.8	11,697.2
EV/EBITDA	28.7	23.1	16.4	11.9	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.9	-5.2	-2.7	4.2	7.2
EBITDA이익률	14.1	21.3	24.2	30.5	32.2
부채비율	94.7	129.0	167.4	183.5	186.8
금융비용부담률	2.2	3.5	3.5	3.8	3.9
이자보상배율(x)	1.0	1.6	0.8	2.2	2.9
매출채권회전율(x)	5.1	5.1	5.6	5.0	5.1
재고자산회전율(x)	5.2	5.3	5.4	4.8	4.9

SK이노베이션 (096770) 에너지 인플레이션을 헷징 가능한 기업

Analyst 노우호
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (9. 14)	136,700원
상승여력	31.7%

정유산업: 고착화된 지정학 Risk와 에너지 인플레이션을 헷징 가능한 투자 선택지

- 지정학 Risk 영향력을 과소평가했던 에너지 업계는 중동 이중봉쇄를 경험하며 위기의식 고조
- APPEC 2026 현장 분위기 역시 에너지 인플레이션, 특히 원유 조달처 및 정제제품 물리적 공급차질이라는 극단적 시나리오를 염두
- 국제유가 궤적이 Higher에서 현재 Stronger로 변화. 정유사들 역시 Printing Money로 진화
- 에너지 인플레이션 국면에 가장 확실한 투자처는 정유산업

SK이노베이션은 정유/유회/발전/ESS로 현재와 미래를 아우르는 사업 포트폴리오 구축

- APPEC 2026 화두는 Optionality, Diversification, Resilience
- SK이노베이션은 원유 도입처 다변화, LNG 사업역량, 유회기유 사업에 확실한 현금흐름 개선
- SK On 역시 연이은 ESS 수주 확보하며 가동률 반등의 계기를 마련 중

투자의견 Buy 유지, 에너지 인플레이션 우려에도 수요 훼손 움직임 포착되지 않아

- 투자의견 Buy 유지하며 현재 지정학 Risk 국면 최선호주 제시

Company Data

SK이노베이션 (096770)

KOSPI	6,684.37pt
시가총액	231,095억원
발행주식수	16,905만주
유통주식비율	47.27%
외국인비중	15.76%
52주 최고/최저가	153,500원/89,500원
평균거래대금	1,125.5억원

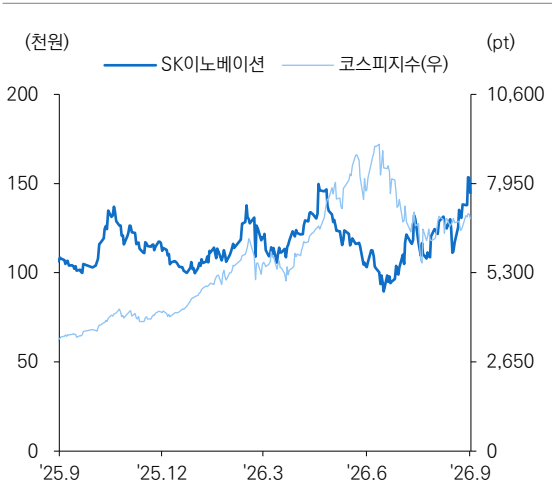
주요주주(%)

SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	6.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	21.4	26.7
상대주가	10.9	-0.3	-35.6

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	74,269.7	355.7	-2,260.0	-21,510	-909.3	161,813	-5.2	0.69	22.6	-9.6	178.8
2025	80,296.1	448.7	-3,347.9	-21,223	-1.3	127,962	-4.8	0.79	15.5	-14.4	190.2
2026E	103,123.3	7,966.3	2,389.3	14,133	-166.6	147,318	10.2	0.98	5.0	10.2	198.1
2027E	98,110.9	3,616.8	1,905.6	11,272	-20.2	158,507	12.8	0.91	7.8	7.3	201.7
2028E	95,982.6	3,684.6	1,992.3	11,785	4.6	170,206	12.3	0.85	7.4	7.1	191.6

Income Statement					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	74,269.7	80,296.1	103,123.3	98,110.9	95,982.6
매출액증가율(%)	-3.9	8.1	28.4	-4.9	-2.2
매출원가	70,256.2	75,996.2	91,514.2	91,207.6	89,082.5
매출총이익	4,013.5	4,299.8	11,609.1	6,903.3	6,900.2
판매비와관리비	3,950.1	4,569.8	3,721.7	3,286.5	3,215.6
영업이익	355.7	448.7	7,966.3	3,616.8	3,684.6
영업이익률(%)	0.1	-0.3	7.6	3.7	3.8
금융손익	-1,713.5	-1,593.2	-1,959.7	-1,332.0	-1,289.3
종속/관계기업관련손익	-430.3	-245.6	201.2	295.0	295.0
기타영업외손익	-514.3	-4,478.7	78.6	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	-2,302.4	-5,868.8	6,286.4	2,419.8	2,530.3
법인세비용	-0.1	-955.0	3,721.2	635.4	665.3
당기순이익	-2,372.5	-5,436.4	2,220.1	1,770.6	1,851.2
지배주주지분 순이익	-2,260.0	-3,347.9	2,389.3	1,905.6	1,992.3
Balance Sheet					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	36,318.4	42,795.3	53,635.3	61,658.8	64,101.5
현금및현금성자산	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8	33,190.6
매출채권	7,038.0	6,103.5	9,706.7	9,482.4	9,280.0
재고자산	10,335.6	9,558.6	9,929.5	9,700.0	9,493.0
비유동자산	74,211.7	62,813.2	63,913.3	62,658.8	61,437.2
유형자산	56,719.6	47,195.0	47,671.7	46,844.5	46,007.2
무형자산	2,937.5	2,339.4	2,236.6	2,004.8	1,797.0
투자자산	10,467.0	8,524.0	9,190.2	8,994.7	8,818.3
자산총계	110,530.1	105,608.5	117,548.6	124,317.7	125,538.8
유동부채	37,725.6	41,057.1	48,033.3	50,914.4	50,108.9
매입채무	9,912.1	9,140.3	9,723.5	9,498.8	9,296.1
단기차입금	12,051.2	7,201.7	9,589.4	11,179.4	11,259.4
유동성장기부채	6,049.9	9,372.0	9,462.9	10,202.9	9,902.9
비유동부채	33,155.6	28,159.9	30,081.4	32,198.6	32,374.0
사채	11,634.1	5,805.5	9,590.7	9,990.7	10,040.7
장기차입금	15,398.1	16,959.0	14,651.9	16,451.9	16,651.9
부채총계	70,881.2	69,217.0	78,114.6	83,113.0	82,482.9
자본금	786.0	876.1	876.1	876.1	876.1
자본잉여금	12,746.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8	13,244.8
기타포괄이익누계액	3,093.7	2,905.2	3,625.2	3,625.2	3,625.2
이익잉여금	8,231.3	4,304.3	6,712.5	8,618.0	10,610.4
비지배주주지분	15,007.5	14,599.4	14,345.6	14,210.7	14,069.6
자본총계	39,648.9	36,391.5	39,434.0	41,204.6	43,055.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	2,232.5	2,283.1	4,971.7	6,106.5	6,100.7
당기순이익(손실)	-2,372.5	-5,436.4	2,220.1	1,770.6	1,851.2
유형자산감가상각비	2,124.6	2,865.3	4,522.3	3,947.2	3,877.4
무형자산상각비	329.9	370.1	254.4	231.8	207.8
운전자본의 증감	1,674.4	37.7	-2,626.7	9.8	8.8
투자활동 현금흐름	-7,295.3	-4,285.5	-3,937.8	-2,907.2	-2,848.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,027.9	-5,367.2	-3,606.0	-3,120.0	-3,040.0
투자자산의 감소(증가)	-4,019.4	1,801.2	-690.0	195.5	176.4
재무활동 현금흐름	7,327.1	2,345.7	3,874.8	5,571.4	-135.9
차입금증감	16,805.1	-5,888.8	4,986.4	5,718.5	19.6
자본의증가	2,627.6	588.0	0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,790.7	226.5	5,211.6	8,770.6	3,116.8
기초현금	13,074.4	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8
기말현금	15,865.1	16,091.6	21,303.2	30,073.8	33,190.6
Key Financial Data					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	706,180	509,014	610,006	580,356	567,767
EPS(지배주주)	-21,510	-21,223	14,133	11,272	11,785
CFPS	20,633	22,690	72,043	46,844	46,690
EBITDAPS	26,721	23,354	75,379	46,115	45,961
BPS	161,813	127,962	147,318	158,507	170,206
DPS	2,000	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-5.2	-4.8	10.2	12.8	12.3
PCR	5.4	4.5	2.0	3.1	3.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
PBR	0.69	0.79	0.98	0.91	0.85
EBITDA(십억원)	2,810.3	3,684.1	12,743.0	7,795.8	7,769.8
EV/EBITDA	22.6	15.5	5.0	7.8	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.6	-14.4	10.2	7.3	7.1
EBITDA이익률	3.8	4.6	12.4	7.9	8.1
부채비율	178.8	190.2	198.1	201.7	191.6
금융비용부담률	2.0	1.9	1.8	2.1	2.3
이자보상배율(x)	0.2	0.3	4.4	1.7	1.7
매출채권회전율(x)	11.5	12.2	13.0	10.2	10.2
재고자산회전율(x)	6.9	8.1	10.6	10.0	10.0

한화솔루션 (009830) 단순 태양광 제조를 넘어서는 역량 기대

Analyst 노우호
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	39,000원
현재주가 (9. 14)	28,700원
상승여력	35.9%

개선될 미국 태양광 사업 및 재무 Risk 완화

- 2026년 하반기 미국 Section 232 태양광 정책과 중간선거, 한화큐셀이 맞이하는 기회요인
- 한화큐셀은 미국 제조설비 기반 완성. 미국 생산기반의 판매단가 프리미엄, AMPC 보조금으로 수익성 개선과 현금흐름 창출 단계로 진화
- 사업모델 Narrative는 이미 기업가치 평가에 검증 완료, 향후 추가 Re-rating은 현금흐름 기반 순차입금 감소 속도가 핵심 변수

미국의 전력구도를 감안하면 한화큐셀의 에너지 플랫폼 사업모델로의 진화가 핵심 기업가치가 될 것

- 한화큐셀은 중장기 셀/모듈 내부 소진 계획을 보유. 이는 프로젝트 발전사업, EPC, ESS로의 사업 영역이 확장 단계로 해석
- 미국 Solar Hub 가동과 더불어 발전 프로젝트 매각 레퍼런스는 사업 모델 변화의 과도기가 될 점
- 반면 상대적으로 가벼워지는 케미칼 사업의 덩치. 여수 석유화학 구조재편 1호 통합법인에 케미칼부문 PO 사업 출자 예정

투자의견 Buy와 에너지 인플레이션 국면 최선후주 제시

Company Data

Energy Renaissance 6
APPEC 2026, Key takeaways

한화솔루션 (009830)

KOSPI	6,684.37pt
시가총액	64,544억원
발행주식수	22,489만주
유동주식비율	58.75%
외국인비중	13.15%
52주 최고/최저가	55,180원/22,850원
평균거래대금	998.3억원

주요주주(%)

한화 외 8 인	35.18
----------	-------

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.9	-37.5	2.3
상대주가	-15.4	-48.7	-48.0

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	12,394.0	-300.2	-1,404.4	-7,396	519.6	49,066	-2.1	0.31	35.3	-16.2	183.2
2025	13,333.1	-364.8	-650.4	-3,423	-53.7	47,257	-7.4	0.53	46.4	-7.0	196.3
2026E	19,183.3	953.5	302.9	1,484	-143.3	48,100	20.1	0.62	12.7	3.0	206.3
2027E	22,613.2	1,417.2	255.0	1,134	-23.6	48,227	26.3	0.62	10.3	2.3	229.3
2028E	24,042.7	1,555.8	143.8	640	-43.6	47,917	46.6	0.62	10.0	1.3	251.1

한화솔루션 (009830)

Income Statement					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,394.0	13,333.1	19,183.3	22,613.2	24,042.7
매출액증가율(%)	-6.7	7.6	43.9	17.9	6.3
매출원가	11,008.2	11,845.1	15,549.6	17,906.2	18,987.9
매출총이익	1,385.9	1,487.9	3,633.7	4,707.1	5,054.8
판매비와관리비	1,686.1	1,852.7	2,250.0	2,652.3	2,820.0
영업이익	-300.2	-364.8	953.5	1,417.2	1,555.8
영업이익률(%)	-2.4	-2.7	7.2	9.1	9.3
금융손익	-440.1	-441.0	-968.8	-1,419.3	-1,596.1
종속/관계기업관련손익	-326.7	34.5	381.4	293.1	203.9
기타영업외손익	-356.7	-66.7	-67.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-1,423.7	-838.0	299.1	291.0	163.6
법인세비용	-315.7	-225.1	-25.9	22.6	12.2
당기순이익	-1,369.0	-615.3	326.6	268.4	151.4
지배주주지분 순이익	-1,404.4	-650.4	302.9	255.0	143.8
Balance Sheet					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,882.7	12,636.7	16,997.6	19,289.8	21,223.0
현금및현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0	4,504.6
매출채권	2,305.0	1,543.3	2,258.2	2,385.2	2,538.0
재고자산	4,257.6	5,679.9	8,310.8	8,778.3	9,340.7
비유동자산	19,154.2	20,507.3	24,040.3	24,966.1	25,734.4
유형자산	10,727.0	11,181.8	12,052.4	12,563.0	12,827.7
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,869.6	1,851.9	1,834.8
투자자산	5,433.9	5,875.8	8,397.3	8,830.2	9,350.9
자산총계	30,036.8	33,144.0	41,037.9	44,255.9	46,957.4
유동부채	11,707.6	12,735.9	17,153.5	18,095.3	19,410.8
매입채무	2,610.3	2,708.9	3,963.6	4,186.5	4,454.7
단기차입금	5,109.9	6,320.2	7,939.6	8,119.6	8,479.6
유동성장기부채	1,189.2	805.2	1,004.8	1,304.8	1,704.8
비유동부채	7,722.4	9,223.1	10,487.6	12,721.5	14,170.5
사채	2,191.4	2,176.4	1,974.9	2,134.9	2,294.9
장기차입금	4,231.5	5,675.6	6,658.4	8,658.4	9,858.4
부채총계	19,430.0	21,959.0	27,641.1	30,816.8	33,581.3
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	2,965.8	2,965.8	2,965.8
기타포괄이익누계액	2,319.8	2,451.9	2,789.0	2,562.8	2,348.4
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	3,748.0	4,003.0	4,146.8
비지배주주지분	1,157.2	2,083.8	2,455.6	2,469.0	2,476.6
자본총계	10,606.9	11,185.0	13,396.8	13,439.0	13,376.1

Energy Renaissance 6 APPEC 2026, Key takeaways

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	638.5	-655.0	423.5	1,967.3	2,113.1
당기순이익(손실)	-1,369.0	-615.3	326.6	268.4	151.4
유형자산감가상각비	649.4	720.0	965.9	1,089.4	1,135.3
무형자산상각비	66.1	64.3	28.9	17.7	17.1
운전자본의 증감	94.5	-1,394.8	-1,368.5	-278.5	-335.0
투자활동 현금흐름	-3,287.4	-1,748.6	-3,491.1	-1,775.7	-1,760.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,397.6	-2,010.5	-1,570.5	-1,600.0	-1,400.0
투자자산의 감소(증가)	-1,338.7	-399.4	-2,140.2	-139.8	-316.9
재무활동 현금흐름	2,675.9	2,714.2	2,645.3	1,263.8	573.5
차입금증감	3,490.0	2,353.4	2,742.4	2,653.4	2,136.1
자본의증가	65.3	209.0	1,194.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	226.3	286.1	-347.9	1,455.5	926.6
기초현금	1,958.1	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0
기말현금	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0	4,504.6
Key Financial Data					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	65,227	70,169	93,965	100,551	106,907
EPS(지배주주)	-7,396	-3,423	1,484	1,134	640
CFPS	3,017	4,298	8,801	10,219	11,089
EBITDAPS	2,185	2,208	9,543	11,225	12,042
BPS	49,066	47,257	48,100	48,227	47,917
DPS	271	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.1	-7.4	20.1	26.3	46.6
PCR	5.0	5.9	3.4	2.9	2.7
PSR	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.31	0.53	0.62	0.62	0.62
EBITDA(십억원)	415.2	419.5	1,948.3	2,524.4	2,708.2
EV/EBITDA	35.3	46.4	12.7	10.3	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.2	-7.0	3.0	2.3	1.3
EBITDA이익률	3.4	3.1	10.2	11.2	11.3
부채비율	183.2	196.3	206.3	229.3	251.1
금융비용부담률	4.4	4.0	4.4	6.3	6.6
이자보상배율(x)	-0.5	-0.7	1.1	1.0	1.0
매출채권회전율(x)	5.7	6.9	10.1	9.7	9.8
재고자산회전율(x)	3.3	2.7	2.7	2.6	2.7

CATL (3750 HK) 중국 에너지 대전환의 구조적 선도기업

Analyst 노우호
Wooho.rho@meritz.co.kr

투자 의견 Not Rated

Bloomberg 평균 TP (12m, 홍콩달러) 793.14

현재주가 (9/14 홍콩달러) 547.50

HSI Index (pt) 24,805.63

시가총액 (억 홍콩달러) 18,229

발행주식수 (백만주) 218.3

유동주식비율 (%) 81.0

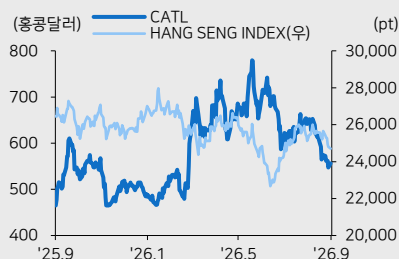
평균거래량 (3개월, 주) 2,556,402

52주 최고/최저가 (홍콩달러) 794.50/430.27

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	22.3	18.0	15.3
EPS 증감률 (%)	28.8	25.8	20.2
PBR (배)	5.4	4.6	3.9
ROE (%)	25.4	26.4	26.7

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- APPEC 2026의 핵심 화두 “Oil Redefined”는 단순 전통 원유/가스 Value-chain 영향력을 뛰어넘어, 석유 중심의 에너지 구조가 변화되고 있음을 제시
- APPEC 2026에 연사로 참석한 중국 화석연료 에너지 기업 Sinopec, Petro China 역시 중국의 원유 수요 정점론을 강조

Implication

- 에너지 대전환은 단순 친환경 발전이 목적이 아닌, 공급 및 조달 안정성, 경제성 등을 모두 고려한 전환 목적
- 향후 10년간 태양광 및 풍력 발전규모 2배 이상 증가 목표로 전력 안정성을 위한 ESS 운영 역량 역시 중요해져
- CATL은 기존 EV 및 ESS분야 글로벌 1위 사업자에서 이제는 AI 에너지 Value-chain 통합운영에 초점을 둔 투자 중

Impact and action

- CATL은 기존 배터리 Value-chain 제조 역량을 기반으로 전력 인프라 사업자로 진화 중
- 2026년 하반기 소듐 이온 배터리 사업규모 확대에 추가 성장성 확보
- 시장 지배력은 더욱 높아질 국면으로 시장 Peer 대비 기업가치 프리미엄 당위성 여전

Valero Energy (VLO US) 정유업 = Printing Money

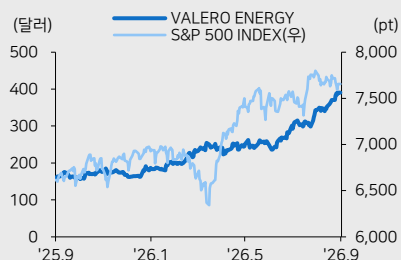
Analyst 노우호
Wooho.rho@meritz.co.kr

투자 의견	Not Rated
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	347.6
현재주가 (9/14 달러)	390.4
S&P 500 (pt)	7,657.0
시가총액 (억 달러)	1,124.1
발행주식수 (백만주)	287.9
유동주식비율 (%)	99.59
평균거래량 (3개월, 주)	2,865,846
52주 최고/최저가 (달러)	399.30/155.29

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	8.6	10.7	13.5
EPS 증감률 (%)	527.5	-22.2	-31.6
PBR (배)	3.9	3.4	3.0
ROE (%)	45.2	27.8	18.9

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- 글로벌 정유설비 공급 여력이 제한적인 상황에 중동 및 러시아의 공급 차질이 더해지며 정제마진 강세를 견인
- 미국 정유사 가동률이 98%임에도 디젤, 휘발유 재고 수준은 최근 10개년 최저 수준 감소하는 타이트한 공급 여건
- 2Q26 주주환원 규모는 \$2.6bn으로 조정 영업현금흐름의 59% 차지. 경영진은 변동성 완화 시 주주환원 확대 검토

Implication

- 기존 원유 조달 다변화 강점이 같은 공급망 불확실성 환경에서 부각 가능. Valero는 걸프만을 중심으로 미국·캐나다·베네수엘라 등 다양한 원유 조달처 확보
- Port Arthur 정유공장은 원유 처리량이 정상화된 가운데 연말 수첨탈황설비(Distillate Hydrotreater) 복구로 수익성 개선 기대
- 신규 정유설비 증설이 제한적인 상황에서 기존 고도화 정유설비의 가동 안정성과 디젤, 휘발유 등 석유제품의 스프레드 강세 지속

Impact & Action

- 신규 Capa 확대보다 기존 설비의 수익성 개선 투자에 집중. 높아진 현금창출력 기반 2Q26 말 현금 \$7.9bn은 회사 가이드스인 \$4~5bn 상회, 약 \$3~4bn의 초과 현금을 감안하면 주주환원 확대 가능성
- 미국 정제제품 가격 초강세 국면 속, 설비 운영 능력이 높은 독립 정유사들에 대한 투자 방향성 긍정적
- 에너지 인플레이션 국면 속, 정유사들에 대한 투자비중 확대 유효

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

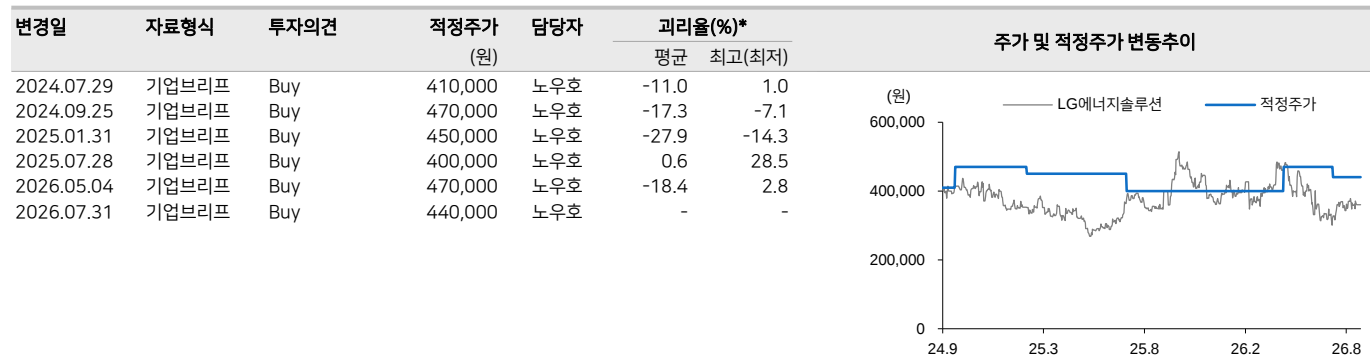
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

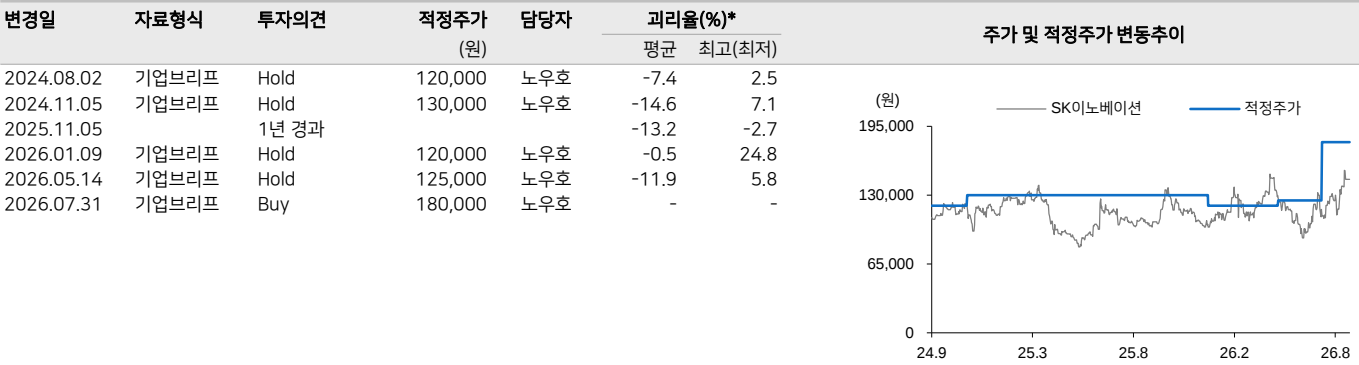
LG에너지솔루션 (373220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SK이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

