

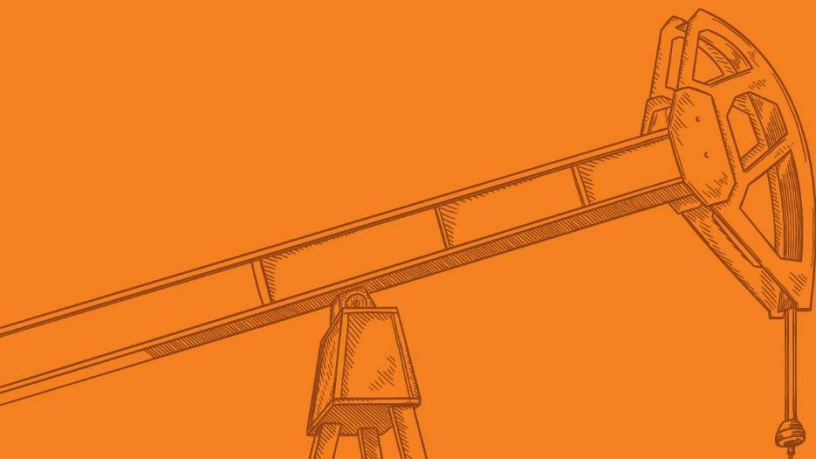
월간 리서치 [에너지/유틸리티]

국가별 정책이 주도하는 에너지 시장

이진호 jinho.lee.z@miraefasset.com

류제현 jay.ryu@miraefasset.com

김태형 taehyoung.kim@miraefasset.com



CONTENTS

Top Picks

씨에스윈드 (112610) | 한국전력 (015760)

I. 정유/화학 11

II. 신재생에너지 30

III. 국제유가 42

IV. 유틸리티 48



[요약] 국가별 정책이 주도하는 에너지 시장

정유(중립) 화학(중립)

- 정유: 계절적 성수기로 인한 등/경유 마진 강세로 복합정제마진이 반등하고 있어 4분기 실적 개선 전망
- 최근 OSP가 0.9불 상승했으나 사우디는 12월부터 증산을 앞두고 있어 추가적인 OSP 인상 가능성은 낮을 것
- 화학: 급격한 납사 가격 상승으로 제품 스프레드가 급락했으나 중국의 자동차 및 전자제품 생산량 확대에 후방산업인 석유화학에도 본격적인 낙수효과 기대
- 석유화학은 중국의 재정지출의 직접적인 수혜를 받는 산업만큼 경기 부양기간동안 단기적인 제품 스프레드 상승 전망
- 동북아시아 석유화학사 가동율은 2년 래 최고치로 과거 가동률 상승과 함께 마진 개선이 이뤄진 점으로 보아 긍정적

태양광(중립) 풍력(중립)

- **Top Pick: 씨에스윈드, 3분기 실적 서프라이즈 기대. 오프쇼어의 실적 안정화와 육상 타워 가격 인상을 통한 성장 전망**
- 신재생에너지: 해리스 당선이 신재생에 유리. 트럼프 리스크는 1) 정책적 지원 축소 가능성, 2) 관세로 인한 금리 상승
- 태양광: 3분기 실적 기대감은 낮음. 미국 내 중국 제품 수입이 원활하게 이뤄지고 있어 재고 증가 중. CVD 관세율이 약하게 발표되었지만, 11월 초 미국 대선 결과와 12월 AD 관세율까지 확인해야 내년 가격 흐름을 파악할 수 있을 것.
- 풍력: 전반적인 섹터 실적은 부진하나 국내 개별 종목들의 실적 성장이 돋보이는 풍력을 선호. 단기적으로 중국 풍력 기업들의 해외 진출 속도가 더뎠다, 가격 인상 효과를 누릴 수 있는 나머지 풍력 업체들이 수혜

유틸리티 (비중확대)

- **Top Pick: 한국전력 - 다시 한번 가능한 밸류에이션 콜**
- 여전히 PBR 0.3배 수준; 역사적 PBR 밴드 하단에 가까워 밸류에이션 콜 재개 시점
- 최근 유가 상승과 4Q24 전기요금 인상 불발로 주가 반락: 장기적인 관점에서 지속적 매입할 수 있는 기회
- 연말 전기요금 인상에 대한 기대감 재현; 전력 수요 확대 가능성, 전력망 효율개선을 위해 지속가능한 투자 필요

국제유가

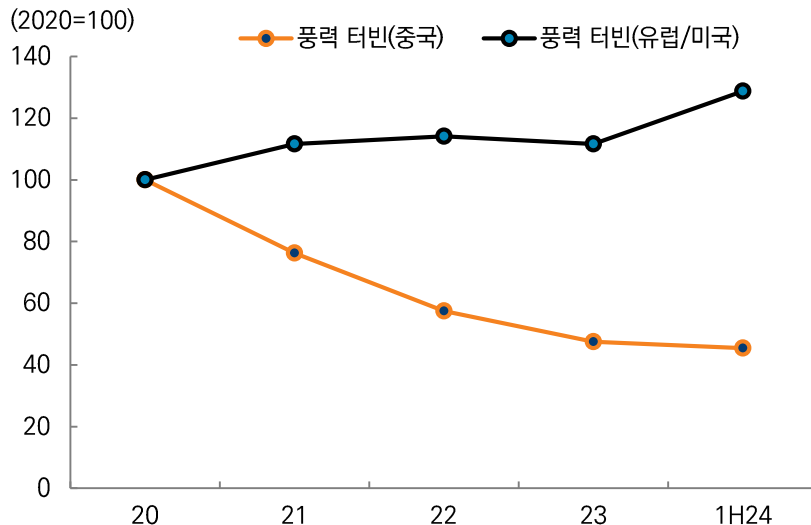
- 국제유가는 단기 상승 모멘텀에 무게. 과매도 구간은 벗어났으나, 여전히 숏에 치우친 시장
- 원유 펀더멘탈은 여전히 중국 경기 둔화로 인한 수요 약세로 인해 하방 압력이 강한 상황
- 수요 약세가 가격을 누르고 있으나, 지정학적 리스크나 금리 인하로 인한 경기부양은 추가 숏커버 유발할 전망

☀ 투자포인트

- 목표주가 78,000원과 투자 의견 매수 유지. 전 섹터 내 탑픽으로 제시
- 씨에스윈드의 투자포인트는 1) 미국 육상풍력 호조 지속, 2) 중국 외 지역 풍력 터빈 가격 상승, 3) 금리 인하 시작
- 3분기 실적은 컨센서스인 715억원 대비 18% 상회하는 847억원 전망. 오프쇼어의 모노파일 판가 협상 및 건조한 육상 타워 판매 덕분
- 리스크는 정치적 불확실성. 미국 대통령 선거 결과(11/5) 이후 실적발표(11/7)가 이뤄질 예정. 트럼프 당선 시, 주가 약세 가능성 존재
- 하지만 25년에도 타워 수익성은 개선될 전망. 정치적 불확실성으로 인한 약간의 부침은 있을 수 있으나, 기업의 성장 방향성은 명확

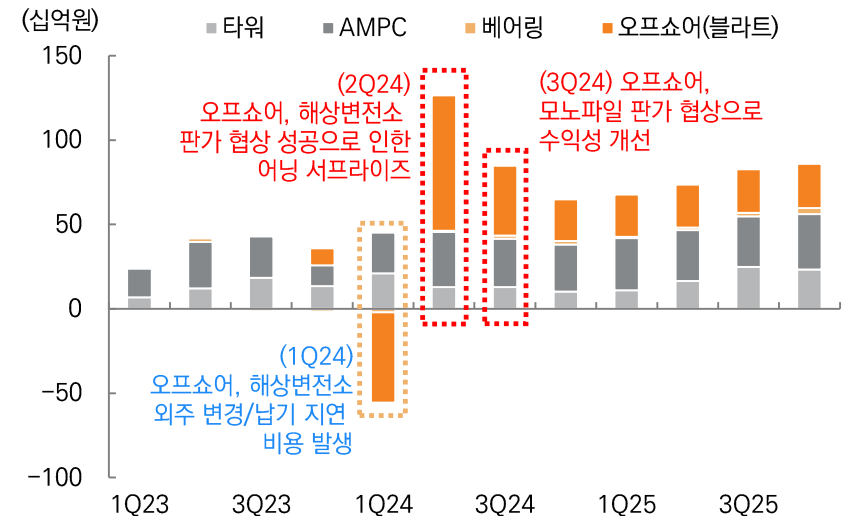
📊 Key Charts

유럽/미국 지역 풍력 터빈 가격 상승 중



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스윈드 부문별 영업이익 추정



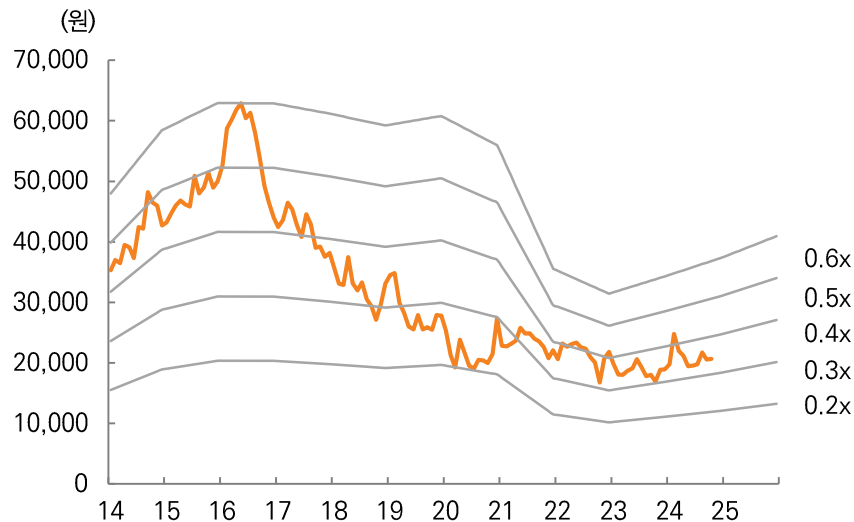
자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

- 목표주가 27,000원과 투자 의견 매수 유지: 전기요금 인상 기대감 재발 기대
- 최근 유가 상승과 4Q24 전기요금 인상 불발로 주가 반락: 장기적인 관점에서 지속적 매입할 수 있는 기회
- 연말 전기요금 인상에 대한 기대감 재현; 전력 수요 확대 가능성, 전력망 효율개선을 위해 지속가능한 투자 필요
- 여전히 PBR 0.3배 수준; 역사적 PBR 밴드 하단에 가까워 밸류에이션 콜 재개 시점

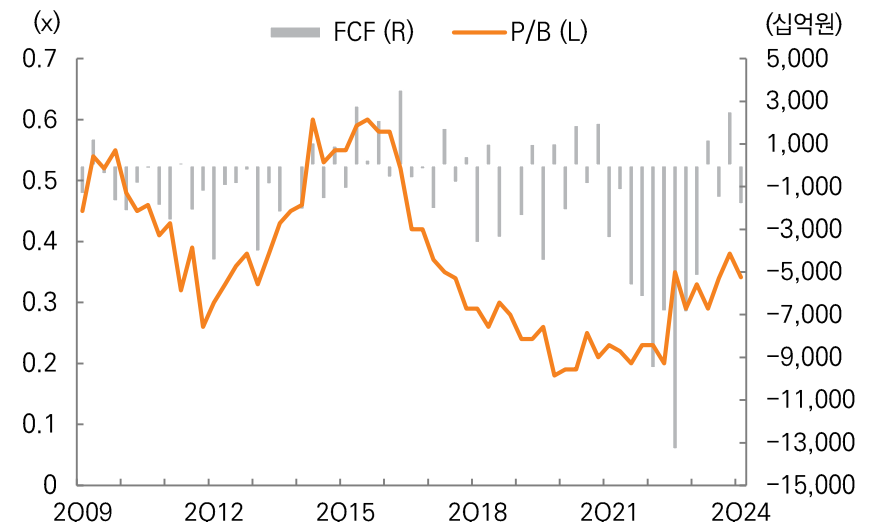
Key Charts

한국전력 PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한국전력 PBR vs. FCF 추이

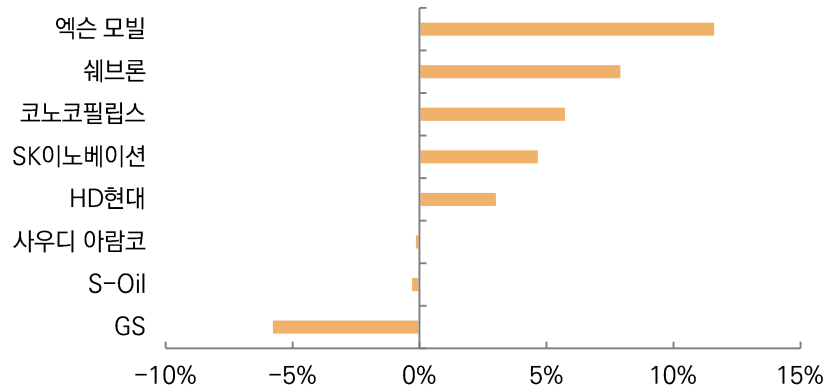


자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

9월 월간 수익률(9/15~10/16)

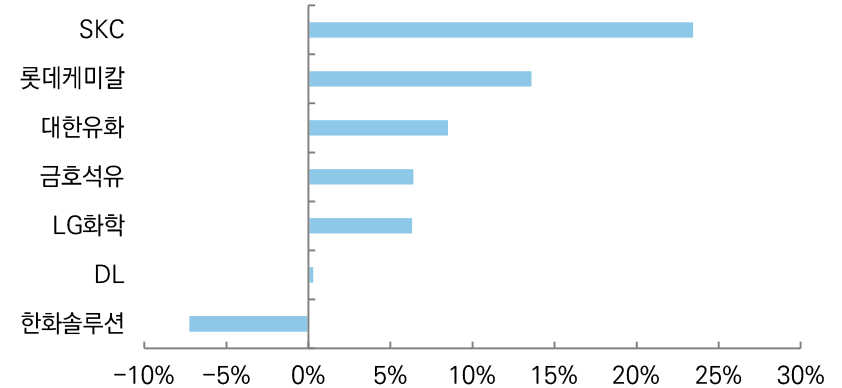
섹터별 월간 수익률

전통 에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

석유화학



자료: 미래에셋증권 리서치센터

전통에너지

- 최근 유가 반등과 트럼프 지지율 상승에 힘입어 해외 업스트림 업체들의 주가 강세
- 국내 정유업체들은 업스트림이 아닌 정유사들이기에 상대적으로 언더퍼폼. 달러 약세도 부정적 요인
- SK이노베이션은 테슬라의 3분기 실적 및 전기차 인도량 시장 예상치 기대감에 4.6% 상승

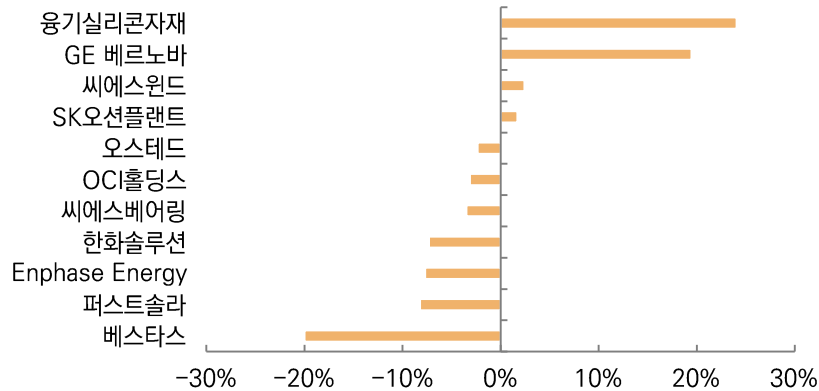
석유화학

- 롯데케미칼/LG화학/금호석유 등 NCC 및 전통 화학 업체들은 중국 부동산 완화정책과 재정 지출 확대 기대감에 상승
- 정책적 수혜 -> 가동율 상향 -> 기업 실적 개선은 시차를 두고 확인될 것으로 추가 모니터링 필요
- 한화솔루션은 기대보다 약한 미국의 중국 태양광 우회 수출 제재와 트럼프 재선 가능성 상승에 7% 하락.

9월 월간 수익률(9/15~10/16)

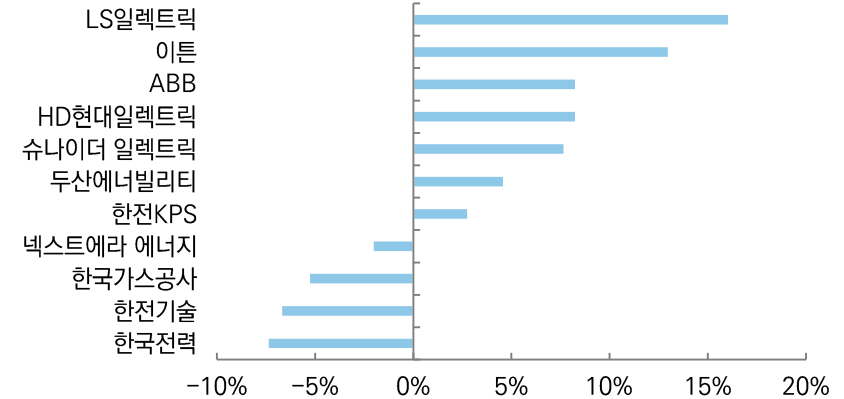
섹터별 월간 수익률

신재생에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

유틸리티/전력기기



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신재생에너지

- 최근 중국 부양책 기대감으로 인해 중국 태양광 업체들의 주가 흐름이 양호
- 하지만 중국을 제외한 나머지 신재생에너지 기업들은 트럼프의 여론조사 역전으로 인해 해리스 트레이드를 되돌린 상황
- 그 중에서도 실적이 상대적으로 더 부진한 태양광 기업들의 주가가 약세였으며, 실적이 양호한 풍력 업체들은 선방

유틸리티

- 원화 강세 및 국제유가 하락 통한 주요 유틸리티 업체의 하반기 실적 개선 스토리 유효
- 한국전력: 4Q24 요금 인상 무산으로 투심 냉각, 주가 조정폭 확대
- 요금 인상: 가을 폭염으로 전기요금 현실화 당위성 재부각, 정부의 연내 논의 재개 가능성 남아
- 동해 가스전 관련 소식에 국내 가스유틸리티 업체 주가 반응하나, 직접적 수혜는 제한적으로 선부른 접근 지양

섹터별 수익률 및 지표 정리

기업명	시가총액	통화	주가	주가수익률				영업지표(24F)					(십억달러, %, x)		
													밸류에이션(24F)		
				1W	1M	3M	1Y	매출액	영업이익	OPM	EPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
에너지	29.974	KRW	5,060	-3.9	7.7	-11.8	-29.6	99.1	5.7	5.7	8.7	5.2	17.4	0.9	6.9
화학	81.592	KRW	3,486	-1.3	1.5	0.0	-9.7	171.4	9.6	5.6	15.9	6.4	8.5	0.6	5.0
유틸리티	19.642	KRW	769	0.8	-6.2	1.1	22.2	117.7	9.3	7.9	8.7	9.7	4.0	0.4	6.5
SK이노베이션	8.145	KRW	115,900	-2.0	4.7	7.3	7.3	55.9	1.2	2.2	0.2	-0.2	460.5	0.5	9.8
S-Oil	4.918	KRW	59,500	-5.7	-0.3	-12.2	-12.2	27.4	0.8	2.9	3.4	5.8	13.0	0.7	6.5
GS	2.872	KRW	42,100	-2.1	-5.8	-9.5	-9.5	18.9	2.6	14.0	9.8	9.3	3.2	0.3	4.3
HD현대	4.703	KRW	81,100	5.6	3.0	6.6	6.6	50.9	2.5	4.9	7.7	10.2	7.9	0.8	6.9
사우디 아람코	1749.98	SAR	27.15	0.4	-0.2	-2.8	-2.8	480.9	217.5	45.2	0.5	28.0	15.8	4.4	7.3
엑슨 모빌	551.266	USD	124.08	-1.0	11.6	7.7	7.7	345.4	49.4	14.3	8.1	15.0	15.4	2.0	7.9
쉐브론	277.593	USD	151.78	0.4	7.9	-4.0	-4.0	197.7	29.4	14.9	10.8	12.5	14.0	1.8	6.5
코노코필립스	127.122	USD	109.47	-4.6	5.8	-4.5	-4.5	56.5	15.2	26.9	7.9	19.1	13.8	2.4	5.6
한화솔루션	2.877	KRW	22,800	-10.6	-7.3	-15.9	-15.9	8.8	-0.2	-2.3	-3.7	-10.8	-	0.5	23.5
OCI홀딩스	0.975	KRW	67,900	-3.1	-3.1	-21.1	-21.1	2.8	0.3	11.0	15.6	10.7	3.2	0.3	4.0
퍼스트솔라	22.476	USD	209.96	-8.6	-8.2	-1.6	-1.6	4.5	1.5	34.8	13.5	18.3	15.6	2.8	10.9
용기실리콘자재	17.351	CNY	16.30	-15.5	24.0	17.4	17.4	12.7	-0.7	-5.4	-0.1	-7.1	-	1.9	399.3
Enphase Energy	13.741	USD	101.47	-4.6	-7.7	-10.3	-10.3	1.4	0.3	23.2	2.5	20.5	40.2	13.6	33.2
SK오션플랜트	0.652	KRW	15,010	0.6	1.7	9.6	9.6	0.6	0.0	8.0	0.5	5.4	21.3	1.2	10.9
씨에스윈드	2.080	KRW	67,200	1.1	2.4	39.1	39.1	2.3	0.2	7.9	2.4	13.9	21.4	2.8	11.2
씨에스베어링	0.122	KRW	6,100	-3.9	-3.5	-5.9	-5.9	0.1	0.0	3.3	0.1	3.6	46.2	1.8	25.5
GE 버노바	74.059	USD	269.50	2.7	19.5	51.9	51.9	35.0	1.0	3.0	4.2	13.1	64.5	6.9	32.5
오스테드	26.751	DKK	435.90	-2.7	-2.4	11.4	11.4	11.8	2.2	18.4	2.6	9.9	24.2	2.5	9.5
베스타스	19.180	DKK	130.10	-6.6	-20.0	-17.4	-17.4	18.5	0.8	4.2	0.5	14.1	38.5	5.2	11.5
LG화학	17.723	KRW	342,000	-4.7	6.4	-4.7	-4.7	37.1	1.5	3.9	6.8	2.4	36.9	0.8	8.0
한화솔루션	2.877	KRW	22,800	-10.6	-7.3	-15.9	-15.9	8.8	-0.2	-2.3	-3.7	-10.8	-	0.5	23.5
롯데케미칼	2.876	KRW	91,600	-10.5	13.6	-15.7	-15.7	15.6	-0.2	-1.4	-5.4	-2.0	-	0.3	15.9
금호석유	2.883	KRW	141,900	-9.3	6.5	-13.6	-13.6	5.2	0.3	5.3	11.0	7.1	9.5	0.7	5.8
SKC	4.251	KRW	152,900	1.9	23.5	-1.0	-1.0	1.5	-0.1	-9.2	-3.9	-12.6	-	4.3	199.9
DL	0.655	KRW	42,550	-5.5	0.4	-26.8	-26.8	4.5	0.4	9.2	6.3	4.8	5.2	0.2	7.0
대한유화	0.502	KRW	105,300	-9.6	8.6	-17.3	-17.3	2.1	0.0	0.1	0.0	0.7	-	0.4	3.7
두산에너지빌리티	8.935	KRW	19,000	4.0	4.6	-12.0	-12.0	12.5	0.9	7.5	0.6	6.4	25.7	1.6	11.4
HD현대일렉트릭	8.124	KRW	307,000	-10.4	8.3	-10.6	-10.6	2.6	0.5	19.9	10.8	40.6	21.1	7.2	14.6
슈나이더 일렉트릭	153.434	EUR	244.70	2.6	7.7	5.5	5.5	41.0	7.2	17.7	9.0	16.5	29.8	4.8	19.6
넥스트에라 에너지	170.380	USD	82.91	3.3	-2.1	16.8	16.8	27.5	9.7	35.5	3.4	12.9	24.3	3.1	16.3
이튼	137.587	USD	345.61	3.3	13.0	5.7	5.7	25.1	4.9	19.4	10.7	21.3	32.2	7.1	25.0
ABB	109.890	CHF	50.94	3.1	8.3	-1.5	-1.5	33.2	5.4	16.3	2.3	28.2	25.8	7.2	17.8
한국전력	9.708	KRW	20,600	3.1	-7.4	5.0	5.0	68.0	5.4	7.9	3.2	7.5	4.7	0.3	7.0
한국가스공사	2.965	KRW	43,750	-1.4	-5.3	3.1	3.1	28.9	1.7	5.9	6.0	8.0	5.4	0.4	10.0
한전KPS	1.462	KRW	44,250	2.0	2.8	14.9	14.9	1.2	0.2	13.5	2.8	13.1	11.9	1.5	6.6
한전기술	1.866	KRW	66,500	-0.4	-6.7	-17.1	-17.1	-	-	-	-	-	-	-	-
LS일렉트릭	3.707	KRW	168,300	1.0	16.1	-26.0	-26.0	3.2	0.3	8.8	6.5	14.6	19.2	2.7	11.1

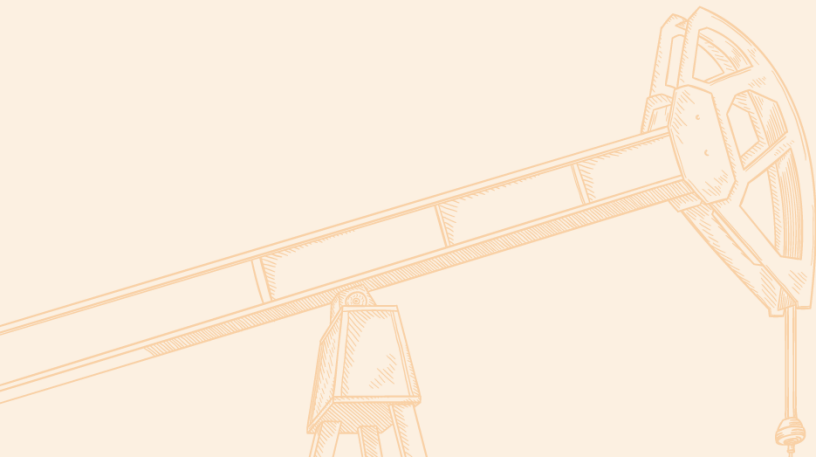
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 섹터별 주요 뉴스

신재생	09월 20일	<u>美, 중국산 폴리실리콘·실리콘웨이퍼에 50% 추가 관세</u>
	10월 03일	<u>美상무부, 동남아 4개국에서 수입하는 태양광 패널에 2.85~23.06%의 국가별 관세 판결</u>
	10월 07일	<u>미국이 쫓아낸 중국 태양광, 인도가 빈자리 채운다…수입액 7배 늘어</u>
	10월 10일	<u>울산 부유식 해상풍력 5개사, 한전과 6GW 송전용 전기설비 이용 계약 체결</u>
정유화학	09월 19일	<u>SK이노베이션·E&S 합병 마지막 관문 사실상 통과</u>
	09월 27일	<u>사우디, 유가 100달러 목표 포기하고 증산으로 선회</u>
	10월 03일	<u>국제유가, 이스라엘의 이란 석유시설 폭격 검토에 5.1% 폭등</u>
	10월 10일	<u>LG화학 8,600억 투입 친환경 바이어 오일 공장 신설</u>
유틸리티	10월 13일	<u>한전 재정건전화 계획 수정…2026년 재무개선목표 '18.1조→20.9조', 전기요금 현실화 검토</u>
	10월 10일	<u>지역별 전기요금제 내년 도입…소비자 반발 등 과제 산적</u>
	10월 04일	<u>140억배럴 매장 대왕고래, 2035년 생산 전망…내년 이후 탐사시추부터 해외투자자 유치</u>
	09월 24일	<u>허가 지연에 고리 3호기 운영 중단…한수원, 계속운전 허가 추진</u>

월간 리서치 [에너지/유틸리티]

정유/화학



I. 정유 – Review

정제마진: 계절적 성수기와 비축 수요로 연료유 마진 ↑

- 싱가포르 복합정제마진, 전월 1.8불 대비 66% 상승하며 배럴당 3.0불 기록
- 정제마진 상승 요인은 계절적 성수기로 인한 경/등유 마진 반등과 미국의 허리케인 헬렌과 밀턴을 대비한 휘발유/경유 비축 수요 때문
- 제품별로는 납사와 고유황중유 마진이 횡보세를 나타냈는데 이는 10월 초 이스라엘과 이란의 충돌 격화에 따른 급격한 유가 상승과 중국의 납사 수입량 확대 때문

싱가포르 GRM / 한국 복합마진 추이

(US\$/bbl)



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이

(US\$/bbl)



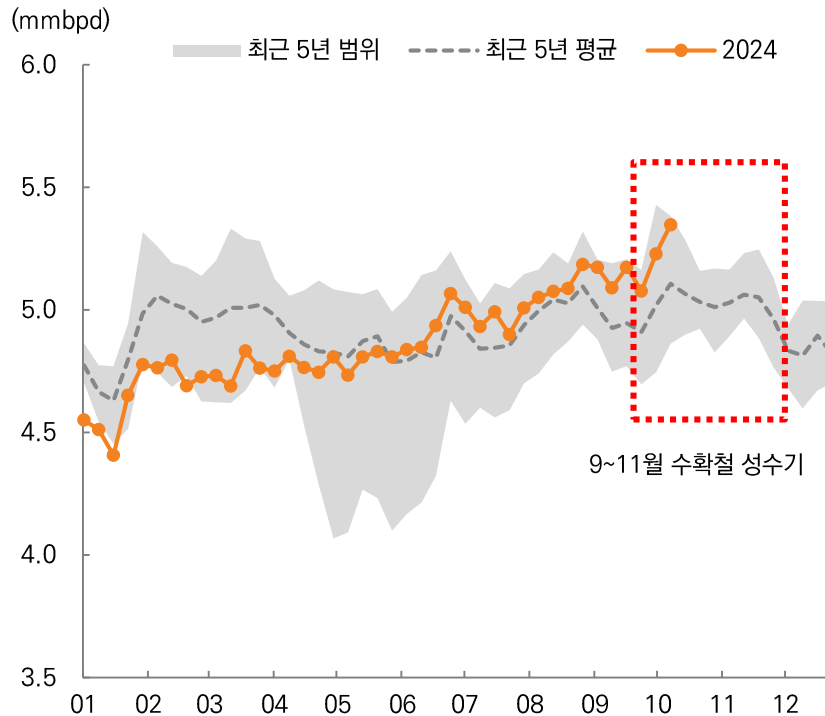
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 경유: 계절적 성수기로 마진 확대 구간 진입

경유 계절적 성수기 돌입

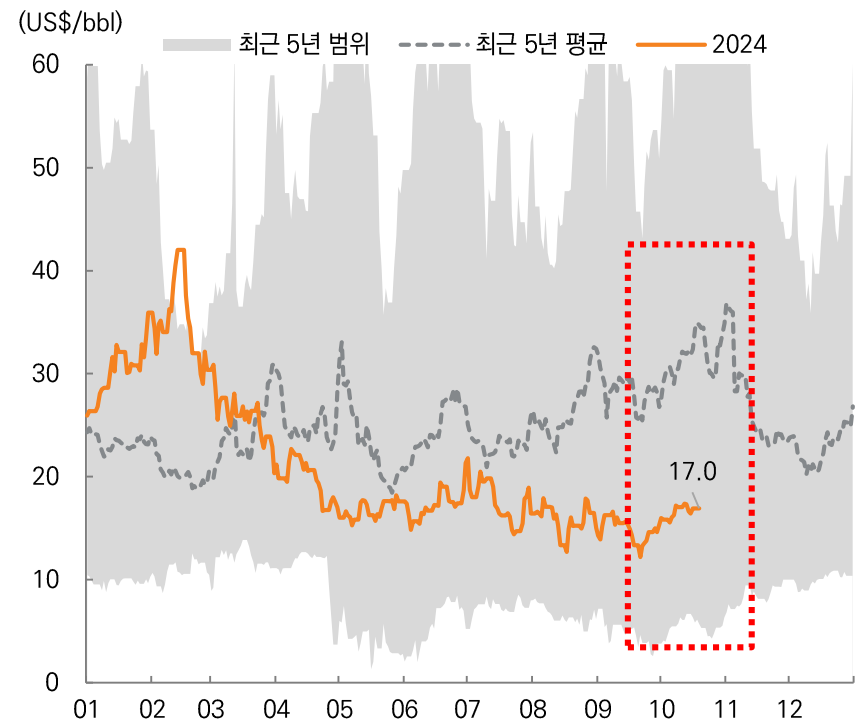
- 경유 마진, 농업활동 증가와 난방 수요로 전월 배럴당 12불 대비 24% 상승하며 배럴당 17불 기록
- 농업 장비는 대개 경유를 주 연료로 사용해 추수기간 농업 활동이 활발해지는 10~11월 수요 증가
- 미국 경유 수요는 일일 535만 배럴을 기록하며 역대 최고치 근접
- 주거 및 농작물 저장 시설 난방에 사용되는 난방용 경유 성수기는 11월부터 3월로 마진 강세 유지 전망

미국 경유 수요 추이



자료: Bloomberg 미래에셋증권 리서치센터

계절성에 따른 미국 경유 마진 추이



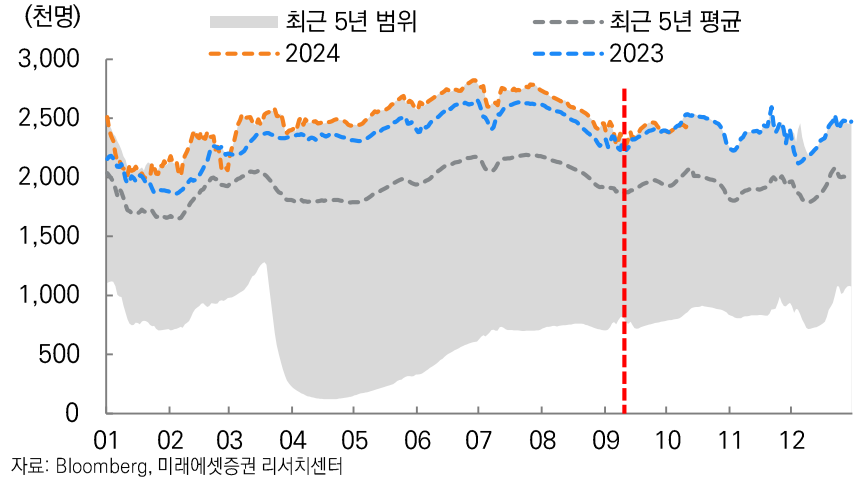
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 등유: 계절적 성수기로 마진 확대 구간 진입

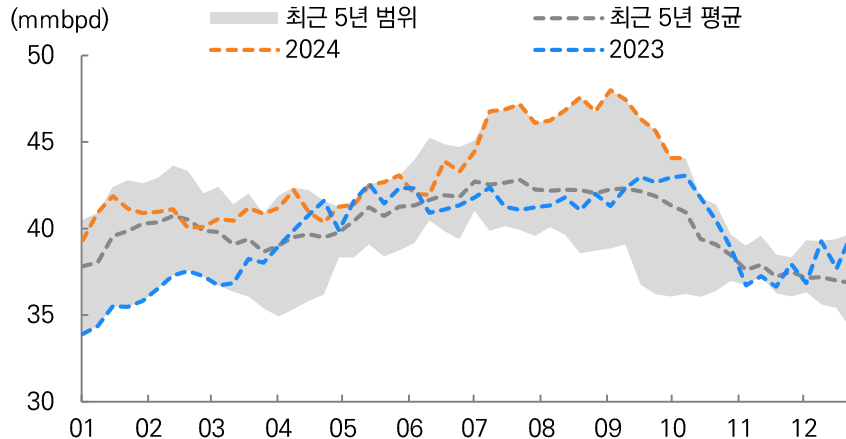
항공 여행객 수 증가로 소비량 회복

- 미국 등유 마진, 여행객 수 증가에 따른 항공유 소비 증가로 전월 배럴당 4.8불 대비 149% 상승하며 배럴당 12.0불 기록
- 7~8월 여름 휴가철 종료로 하락세를 보인 일일 비행객 수는 9월 중순을 기점으로 반등
- 11월 4째 주 미국 최대 여행기간인 추수감사절이 예정되어 있어 단기적으로 상승세 지속될 것
- 등유 소비량 증가와 함께 미국 등유 재고는 5년 최고치에서 빠른 속도로 감소. 다만 절대적인 레벨은 아직 높은 구간

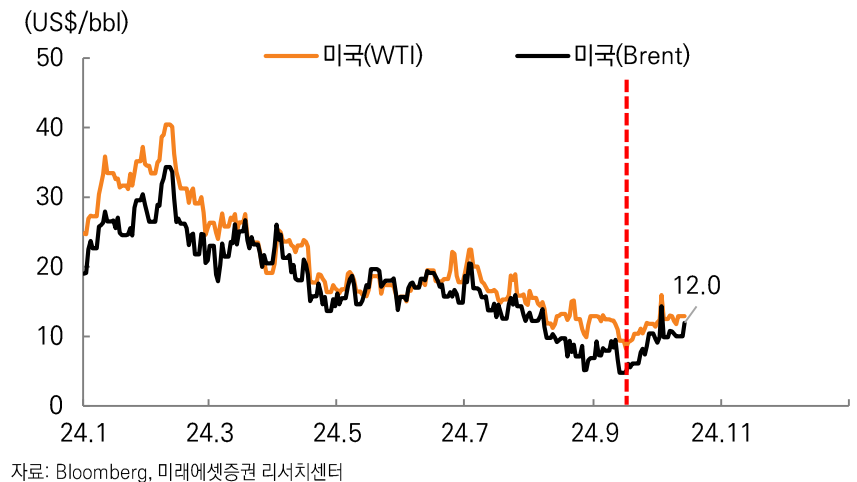
미국 일일 비행객 수 추이



미국 등유 재고 추이



미국 등유 마진 추이



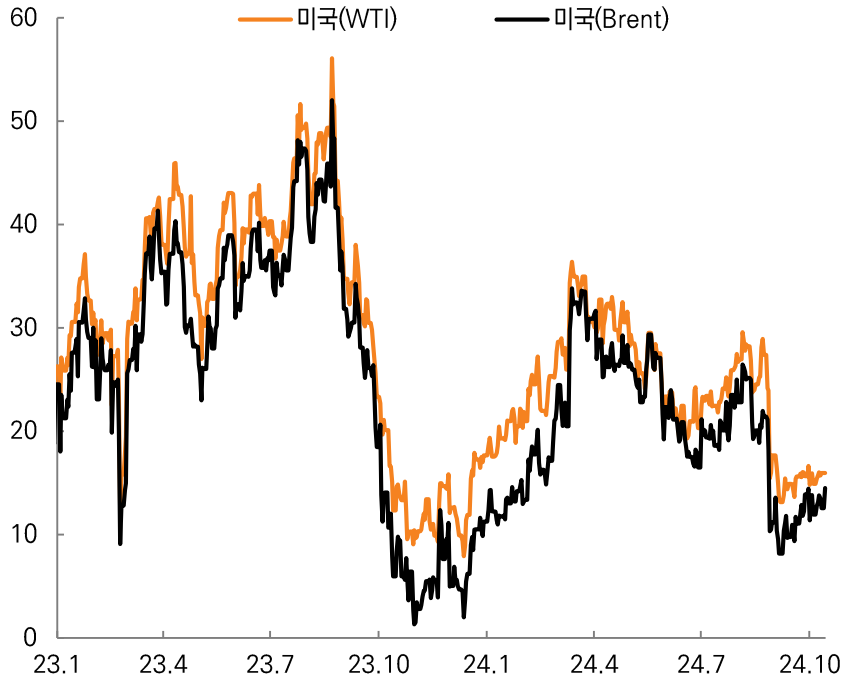
I. 정유 - 휘발유: 허리케인을 대비한 비축 수요로 마진 반등

주유소 7,900개 중
25%에서 휘발유 품귀

- 미국 휘발유 마진, 허리케인 헬렌과 밀턴을 대비한 휘발유/경유 비축 수요로 반등
- 허리케인 밀턴이 관통하는 플로리다주 주유소 7,900개 중 25%에서 휘발유 품귀 현상 발생
- 휘발유 재고는 드라이빙 시즌 종료에 따른 정유사들의 가동률 하향으로 계절 평균 대비 낮은 수준
- 석유 수입 터미널과 파이프라인은 파손을 대비해 가동을 중지한 상황으로 공급 차질 지속 전망

미국 휘발유 마진 추이

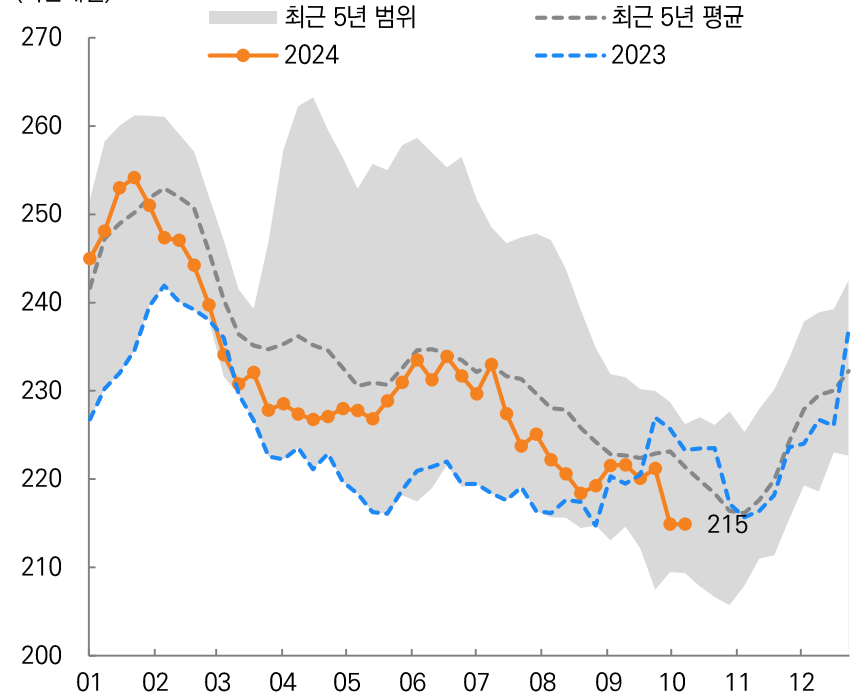
(US\$/bbl)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이

(백만배럴)



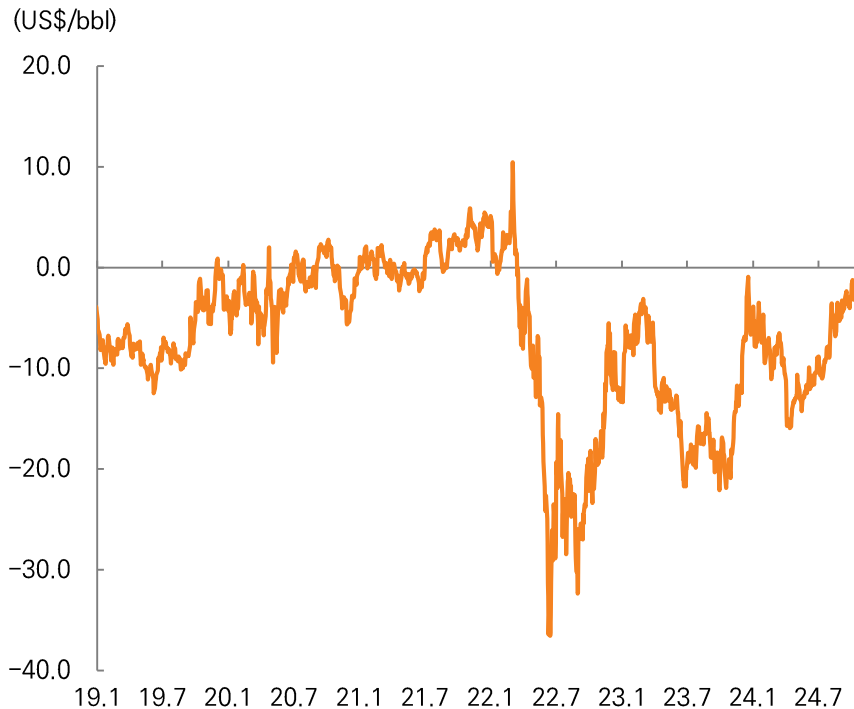
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 납사: 유가 상승을 상쇄하는 견조한 수요

경기부양책을 기다리며 중국의 납사 수입량 증가

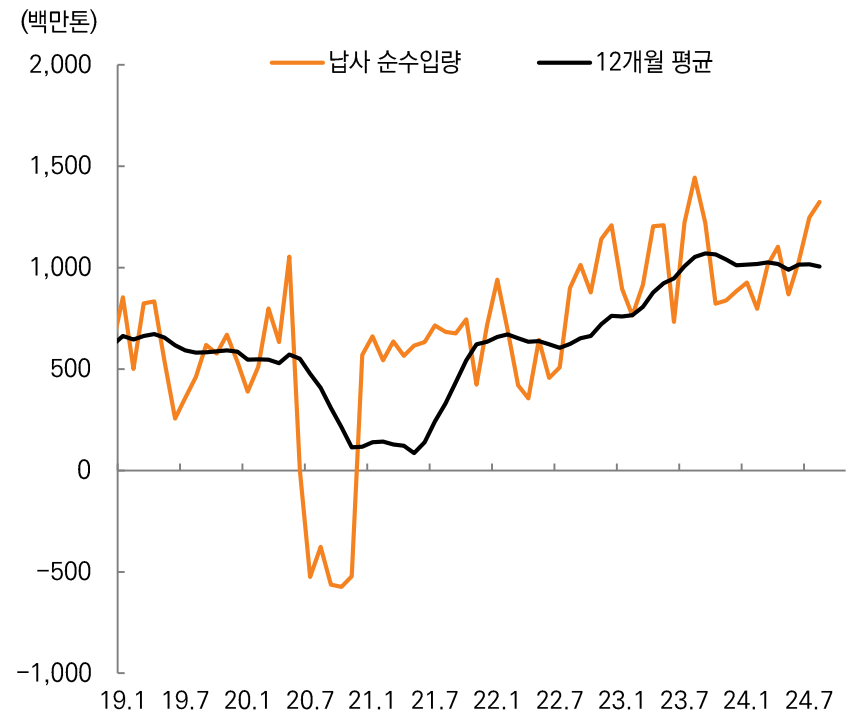
- 아시아권 납사 마진, 급격한 유가 변동에도 불구하고 이구환신 보조금과 부동산 완화 정책 등 경기부양 기대감에 따른 석유화학사들의 원료 사전 비축 수요로 안정적인 상승세 지속
- 부양책의 효과로 동북아시아 석유화학 설비 가동률은 70%를 기록하며 2년 래 최고치 갱신
- 중국의 지속적인 NCC 증설로 인해 납사 처리 능력이 확대되며 아시아권 납사 수요와 가격에 상승 압력 가중될 것. 이는 국내 석유화학사들에게 원가 부담과, 제품 경쟁 심화로 작용할 가능성有

아시아권 납사 마진 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 납사 순수입량 추이



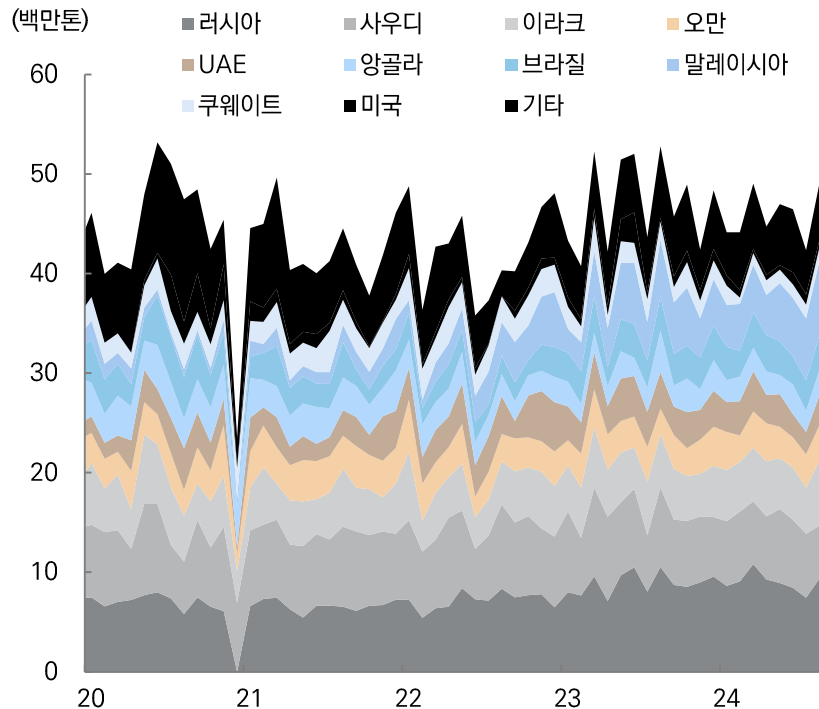
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 중국: 석유제품 재고 보충 위해 원유 수입 확대

원유 수입량 확대

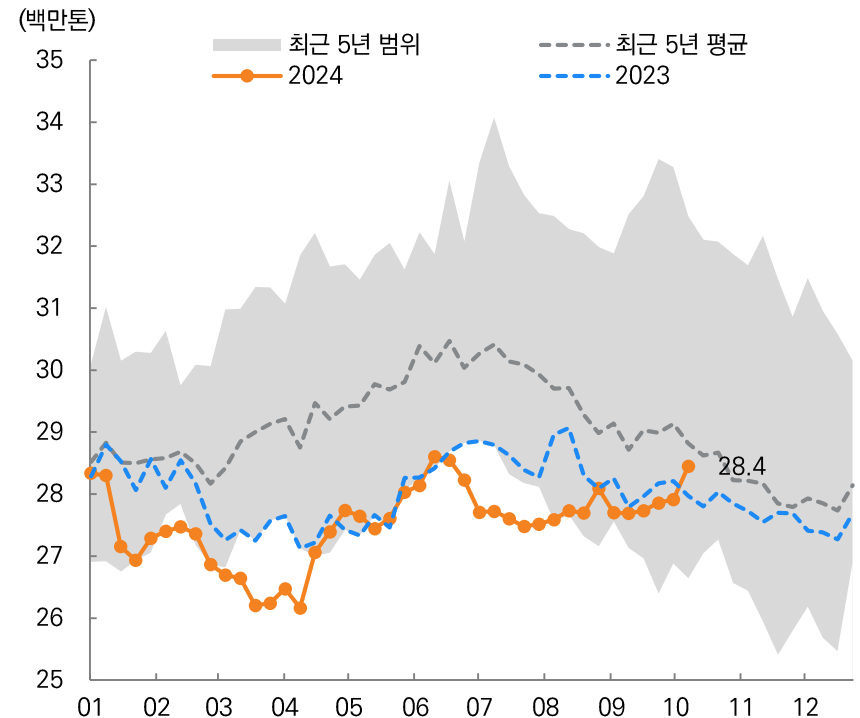
- 8월 중국의 원유 수입량 4,910만 톤을 기록하며 전월 대비 16.0% 확대
- 원유 수입 확대 요인은 겨울철 난방유 등 정제 제품 사용을 대비한 재고 보충 수요
- 최근 급격하게 하락한 국제유가도 사전 보충 수요에 일조했을 것으로 분석

중국 원유 수입량 추이



자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

중국 항만 원유 재고 추이



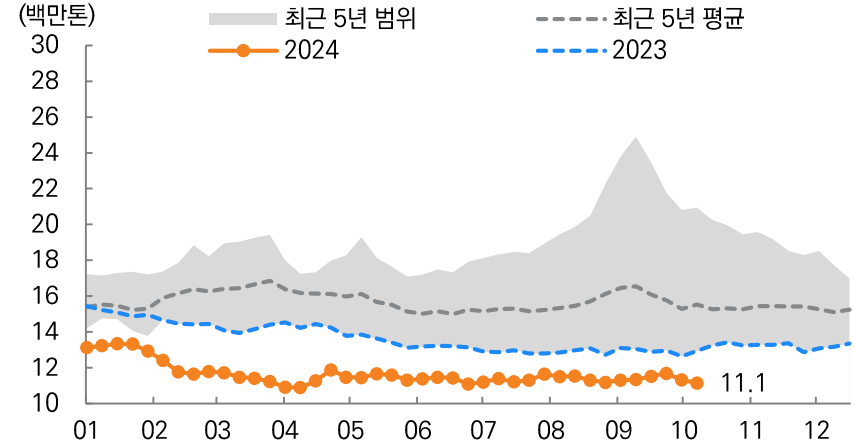
자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 중국: 석유제품 재고 보충 위해 원유 수입 확대

다만 역외 석유제품 출하량은 낮을것으로 분석

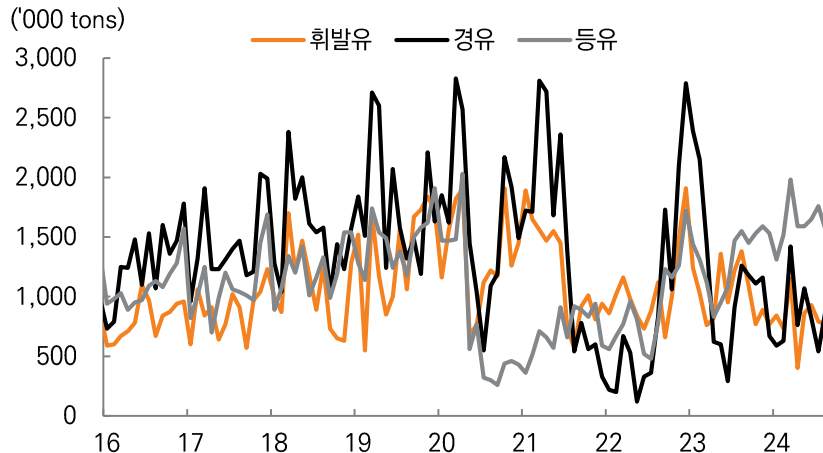
- 중국의 원유 수입량 확대에 불구하고 자국내 낮은 석유제품 재고로 역외 석유제품 수출량은 낮을 것으로 분석
- 중국의 상업용 휘발유 및 경유 재고는 각각 1,115만 톤과 1,440만 톤을 기록하며 계절 평균치를 큰 폭으로 미달
- 중국의 민간 정유사들은 이란과 러시아산 저가 원유 수입에 난항을 격자 마진 악화로 8월까지 가동률을 55% 수준으로 하향
- 최근 가동률이 소폭 증가하고 있으나 내수 재고를 선제적으로 충당해야 할 필요 有

중국 상업용 휘발유 재고 추이



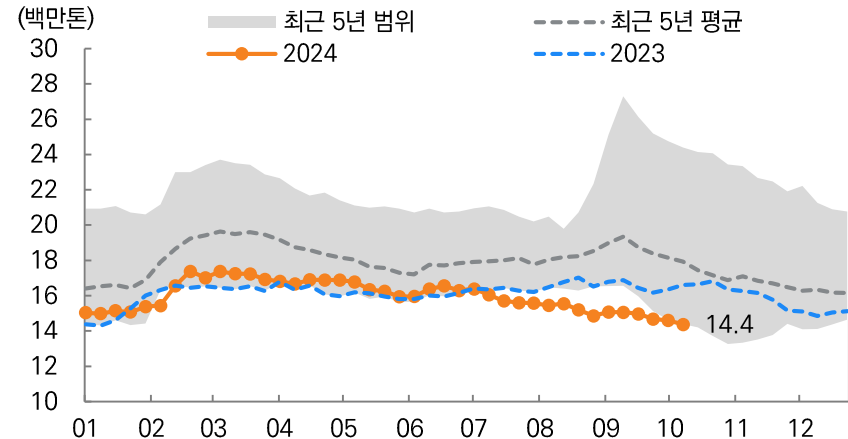
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

중국 석유제품 수출량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 상업용 경유 재고 추이



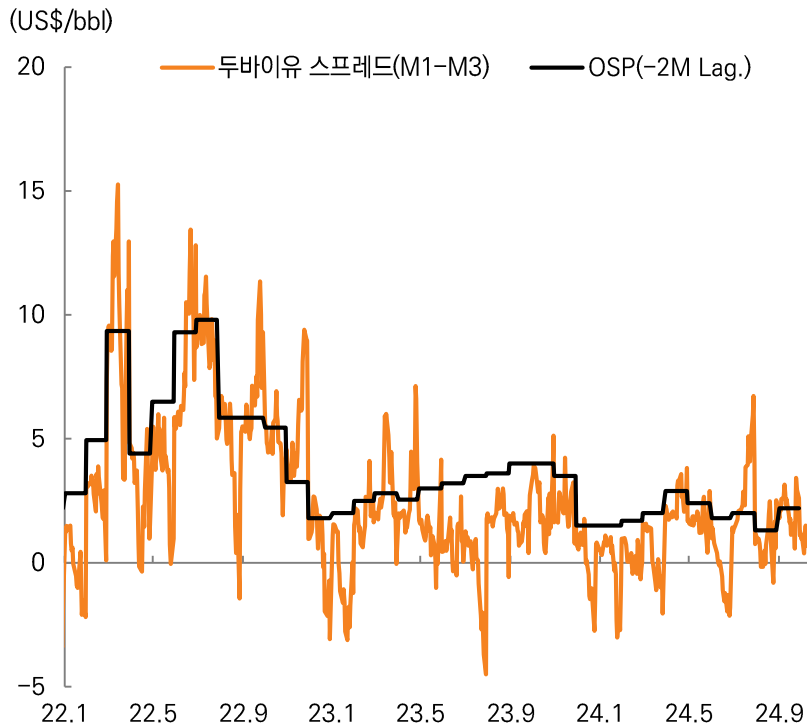
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 사우디 OSP

추가적인 OSP 인상 가능성은 낮을 것

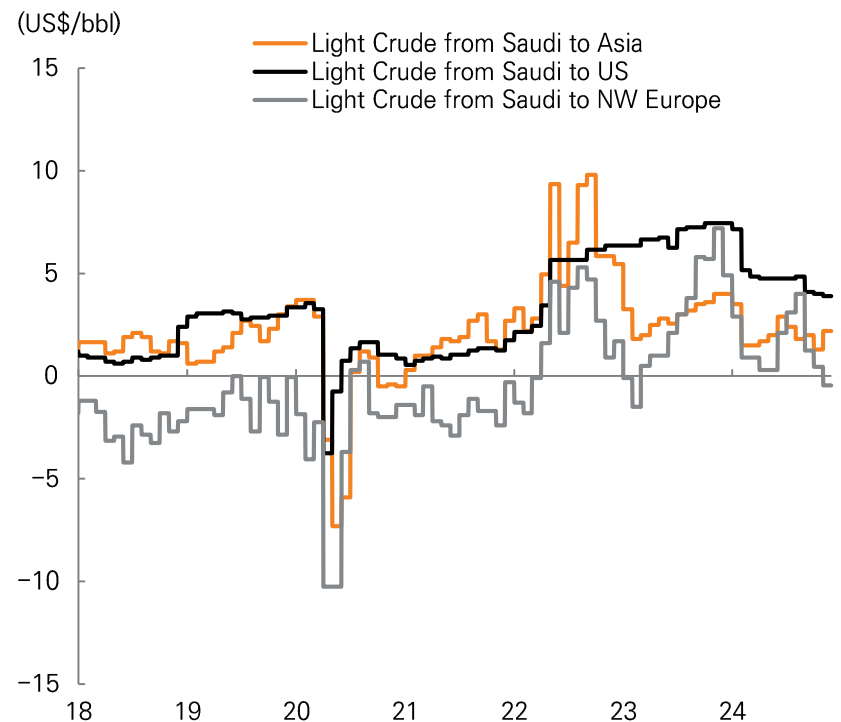
- 사우디 아람코, 11월 아시아향 Light, Medium OSP 각각 \$2.20/\$1.35로 \$0.90 인상
- 금번 인상폭은 시장의 예상치 \$0.65 불을 상회하는 수준으로 이는 중동지역의 전운 고조로 인한 원유 수급 불안정을 가격에 반영한 것으로 분석
- 다만 OSP 선행지표인 두바이유 스프레드(M1-M3)는 이스라엘과 헤즈볼라간 휴전 협상과 중국의 연료유 수요 약세로 컨탱고에 근접했으며 사우디는 12월부터 증산을 앞두고 있어 추가적인 OSP 인상 가능성은 낮을 것으로 전망

사우디(아람코) 아시아향 Light 원유 OSP와 두바이유 스프레드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

사우디(아람코) 지역별 Light 원유 OSP 추이

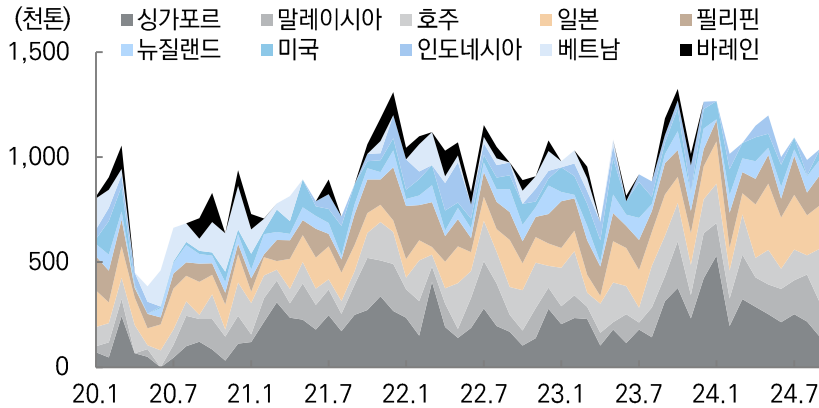


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 국가별 석유제품 수출량

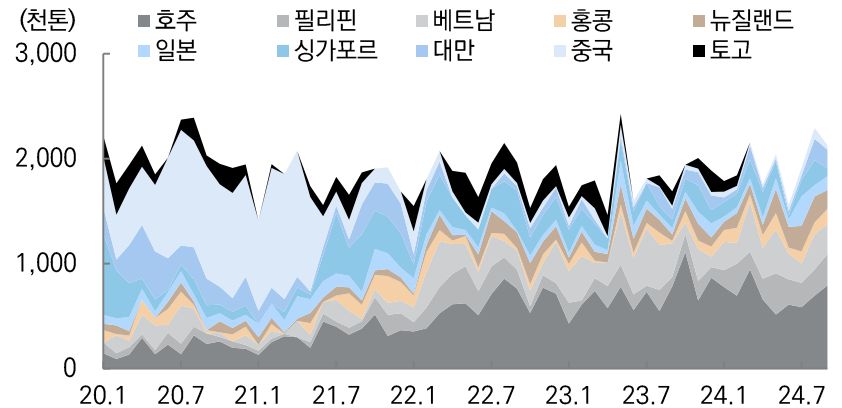
국내 석유제품 수출입량 (상위 10개국)

국내 휘발유 수출량 (9월 집계치: 142.1만 톤, YoY 16.9% 증가)



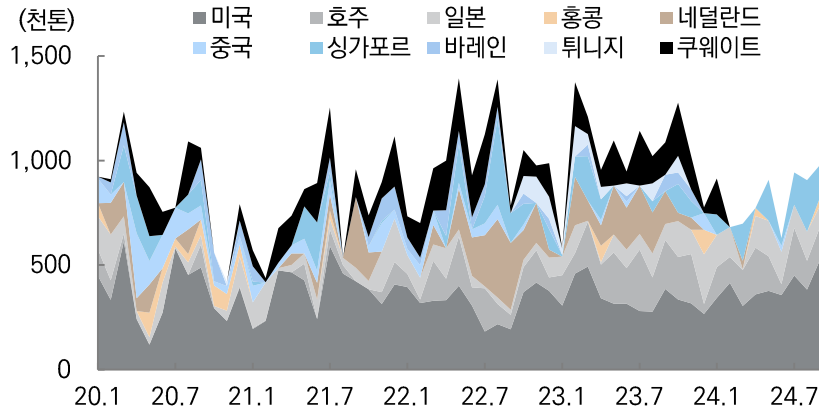
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 경유 수출량 (9월 집계치: 228.7만 톤, YoY 19.4% 증가)



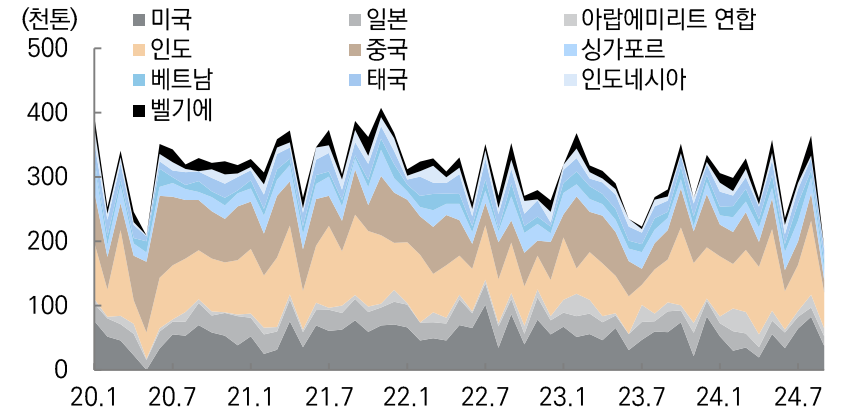
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 등유 수출량 (9월 집계치: 134.5만 톤, YoY 4.4% 증가)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 윤활유 수출량 (9월 집계치: 22.2만 톤, YoY 30.0% 감소)

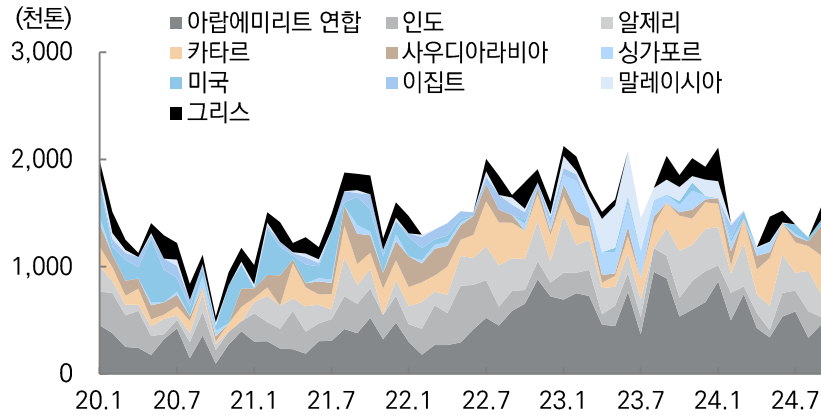


자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

I. 정유 - 납사 및 중유 수출입량

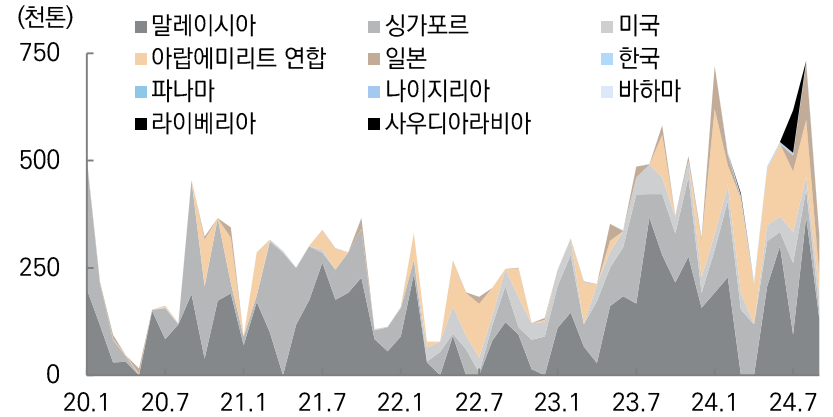
국내 석유제품 수출입량 (상위 10개국)

국내 납사 수입량 (9월 집계치: 171.0만 톤, YoY 0.9% 증가)



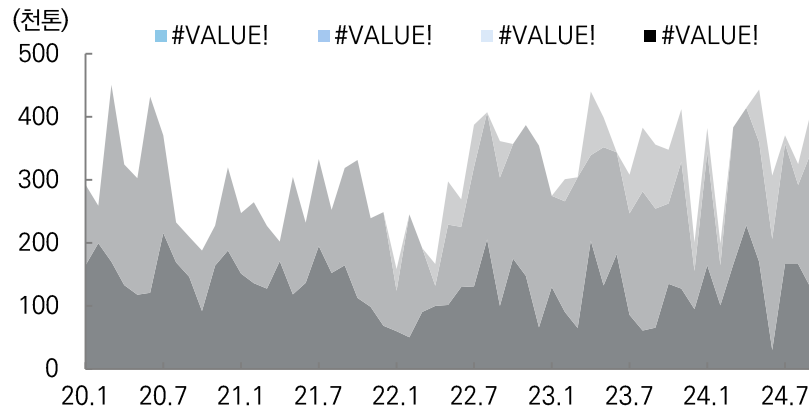
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 고유황중유 수입량 (9월 집계치: 33.0만 톤, YoY 32.9% 감소)



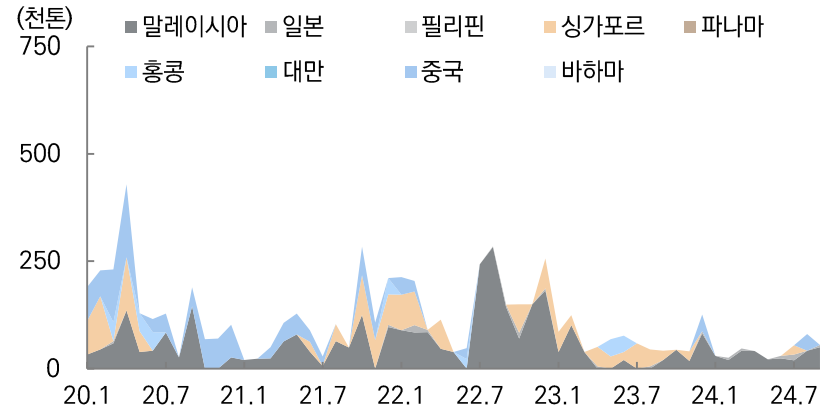
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 납사 수출량 (9월 집계치: 40.8만 톤, YoY 14.7% 증가)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 고유황중유 수출량 (9월 집계치: 5.6만 톤, YoY 25.0% 증가)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – Review

석유화학: 유가 상승분 납사가에 온전히 반영되며 마진 압박 심화

- 10월 아시아권 IPEX(ICIS에서 추산한 석유화학 지수)는 중동의 지정학적 긴장 고조와 호르무즈 해협 공급 차질 우려에 따른 유가 상승이 제품가격에 소폭 전가되며 전월 대비 1.7% 상승
- 10월 한국 석유화학 가중평균 마진은 76.8pt로 전월 대비 22.4% 급락. 급격한 마진 하락은 유가 상승분이 납사로 온전히 전가됨에 반해 에틸렌과 프로필렌 등 기초유분으로의 전가폭이 미약했기 때문
- 화학제품의 유가 반영폭이 적은 이유는 중국 국경절 연휴로 인한 거래량 감소. 연휴가 종료됨에 따라 점차 화학제품의 가격 또한 정상화 될 것으로 전망

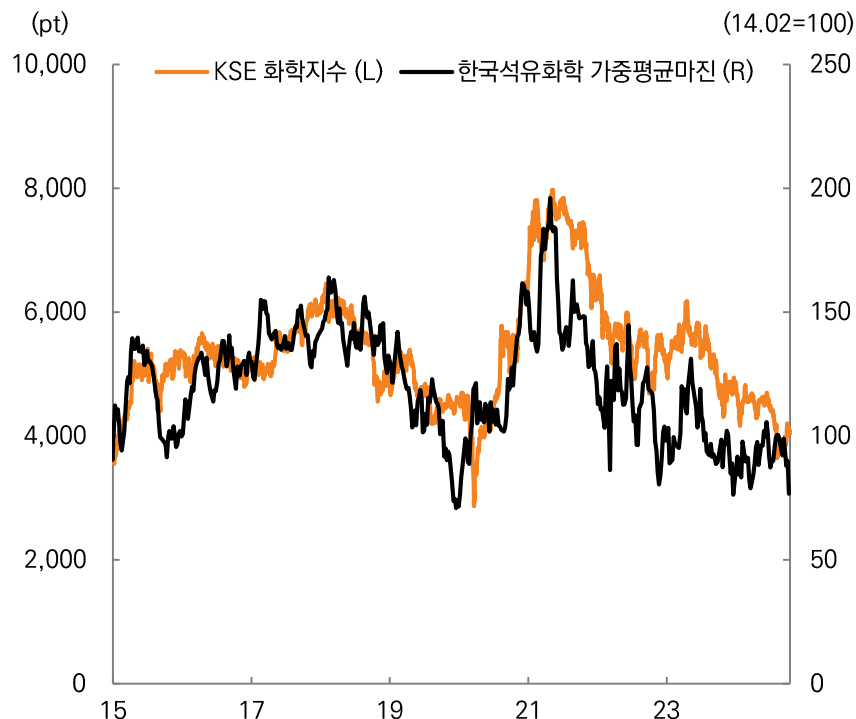
ICIS 석유화학 지수

(07.01.01=100)



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

KSE 화학지수 vs 한국 석유화학 가중평균 마진: 마진을 토대로 산출



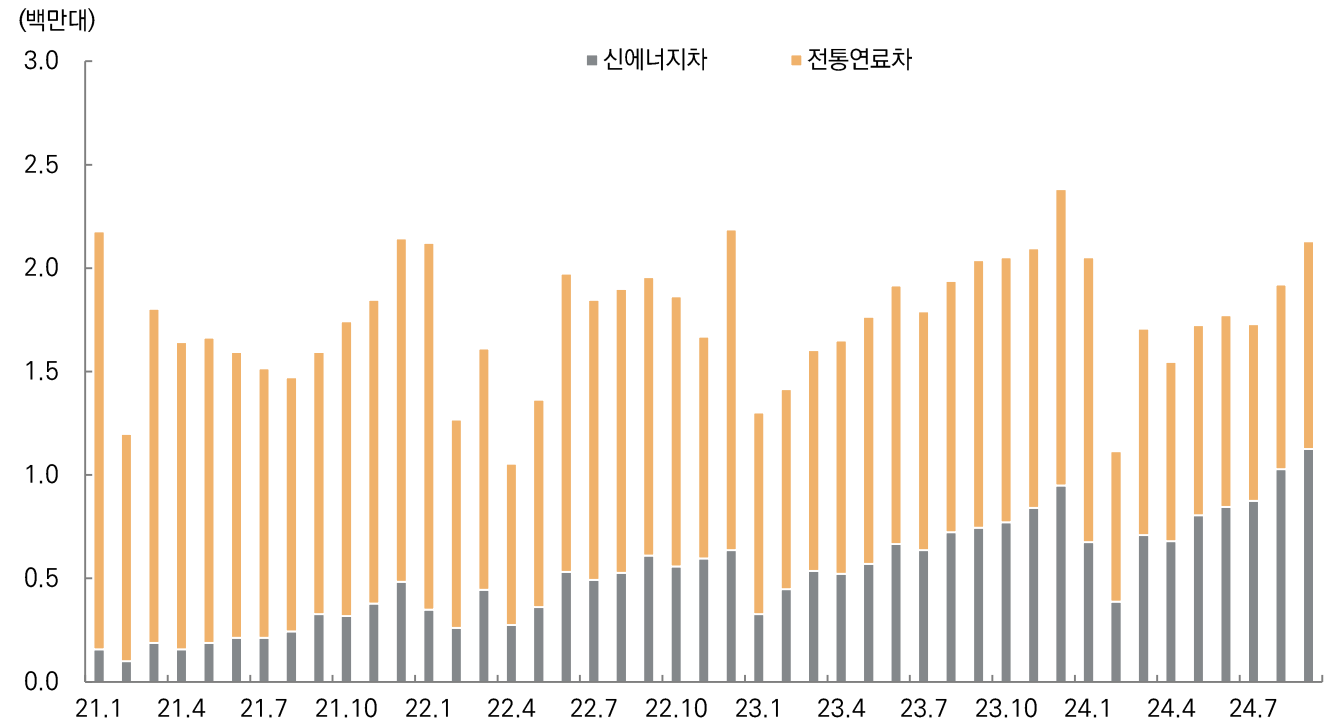
자료: Ciscem, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 이구환신 Update

정책의 가시적인 효과가 나타나고 있다

- 중국 상무부의 이구환신 세부수칙이 발표됨에 따라 전자제품 및 자동차 판매량 증가세 확인
- 특히 세부수칙이 보다 일찍 발표된 자동차는 5개월간 제품생산량이 11~25% YoY 성장 중
- 보조금 지급의 주요 대상인 전기차 제품 생산량은 5개월 연속 30% YoY 수준의 성장을 기록
 - 9월 중국 신에너지차 판매량 112만대로 전월대비 +9% MoM, +51% YoY
- 9월 말 기준 약 110만명이 이구환신 보조금 신청서를 제출해 추가적인 자동차 판매량 증가 전망

중국 월별 승용차 판매량 추이



자료: CPCA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 이구환신 Update

11월 11일 중국판 블랙 프라이데이를 기다리며

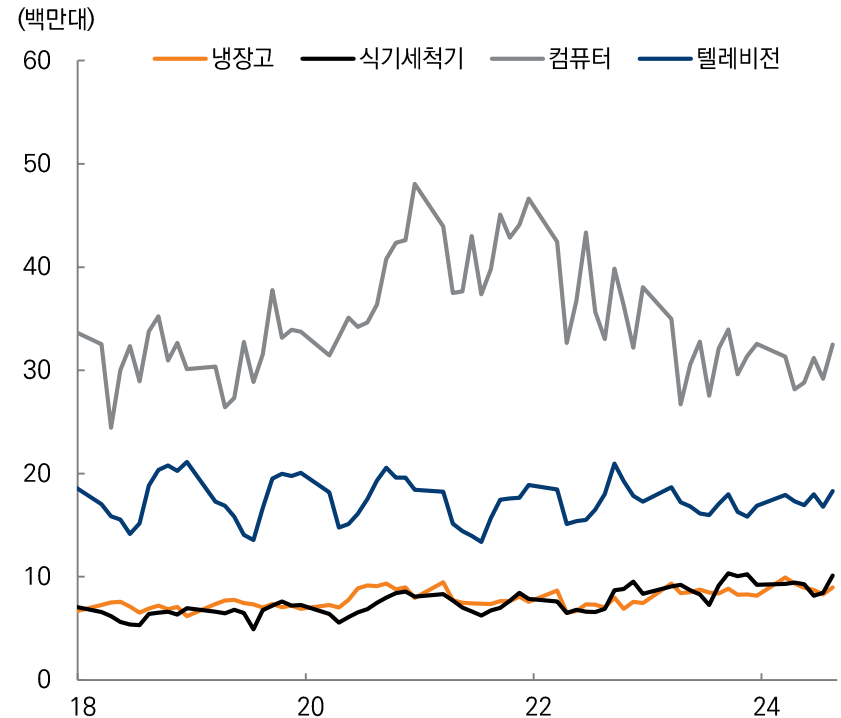
- 중국의 가전제품 판매량 또한 8월 세부수칙 발표를 기점으로 큰 폭으로 상승
- 중국 상무부에 따르면 8월 온·오프라인을 통한 가전제품 판매량은 각각 전년대비 44.9%와 47% 증가
- 2개월간 5백만명의 소비자가 보조금을 신청했으며 중앙정부는 총 64억 위안(1.2조원)의 보조금을 지급
- 11월 11일 중국판 블랙 프라이데이인 광군제를 앞두고 있어 추가적인 가전제품 판매 기대
- 중국 기업들도 소비 대목에 맞춰 냉장고/컴퓨터/텔레비전 등 가전제품 생산량을 확대 중

11월 11일 광군제는 중국 최대 소비 대목



자료: NBS, 미래에셋증권 리서치센터

가전제품 생산량 추이



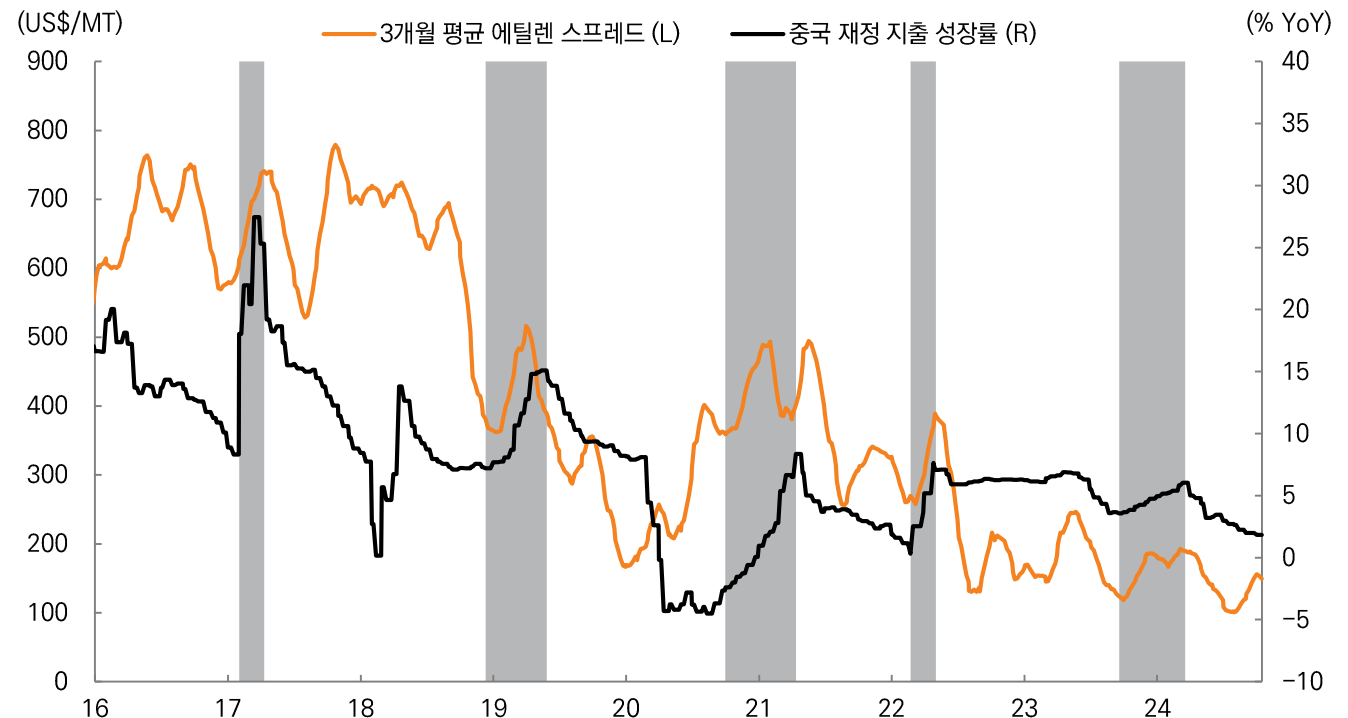
자료: NBS, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 - 석유화학은 재정 지출의 직접적인 수혜 산업

GDP 성장률 5% 사수를 위한 전방위적 공세

- 중국 정부는 GDP 성장률 5% 사수를 위해 완화적 통화정책과 중앙예산 조기 투자에 이어 516조원(정부채 기금 440조원과 지방채 잔고 76조원)의 재정 지원 계획을 발표
- 516조원은 지방정부 지출을 위한 재원으로 사용될 예정으로, 지방정부는 예산이 확보됨에 따라 적극적으로 이구환신 보조금 지원책을 시행할 것으로 전망
- 석유화학은 중국의 재정 지출의 직접적인 수혜를 받는 산업인 만큼 경기 부양기간동안 (평균 6~9개월) 단기적인 제품 스프레드 기대

에틸렌 스프레드 vs 중국 재정 지출 추이



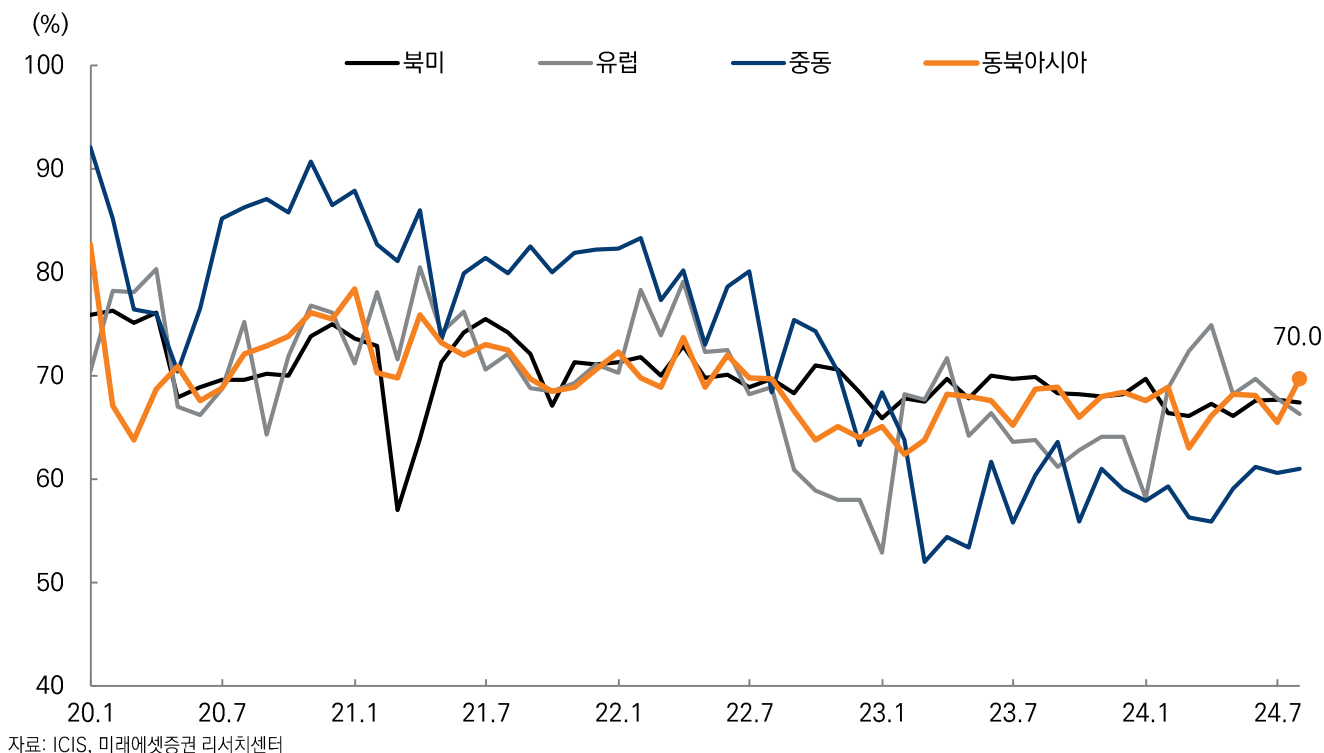
자료: Ciscchem, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 가동률은 일부만 회복되어도 마진 개선 가능

동북 아시아 석유화학 설비 가동률 2년 래 최고치 갱신

- 자동차와 전자제품 생산량 확대로 후방 산업인 석유화학에도 본격적인 낙수효과 기대
- 동북아시아 석유화학사들은 설비 가동률을 70% 수준으로 상향하며 2년 래 최고치 갱신
- 가동률이 회복됨에 따라 점진적으로 마진 개선 시작될 것으로 전망
- '09년에도 1~2%p의 가동률 회복과 동시에 마진이 개선되었던 경험이 있음
- '24년 올레핀 가동률은 약 76% 수준으로 절대적으로 낮은 수준은 아닌 상황

지역별 석유화학 설비 가동률 추이

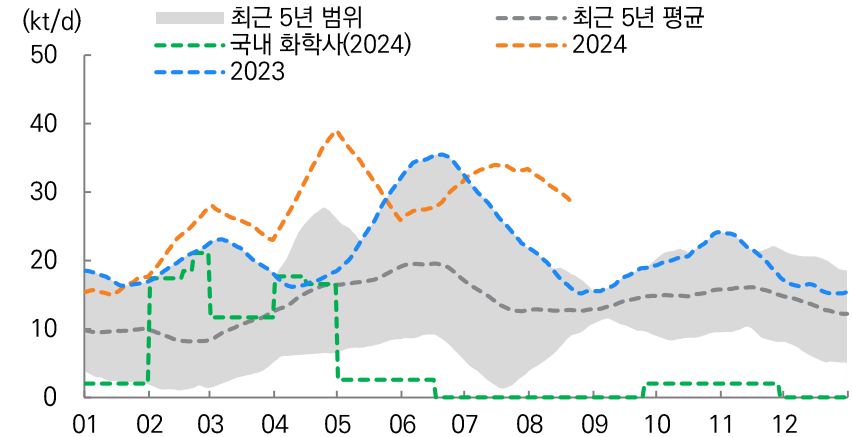


Appendix. 에틸렌

국경절 연휴 기간 유가 급등으로 마진 하락

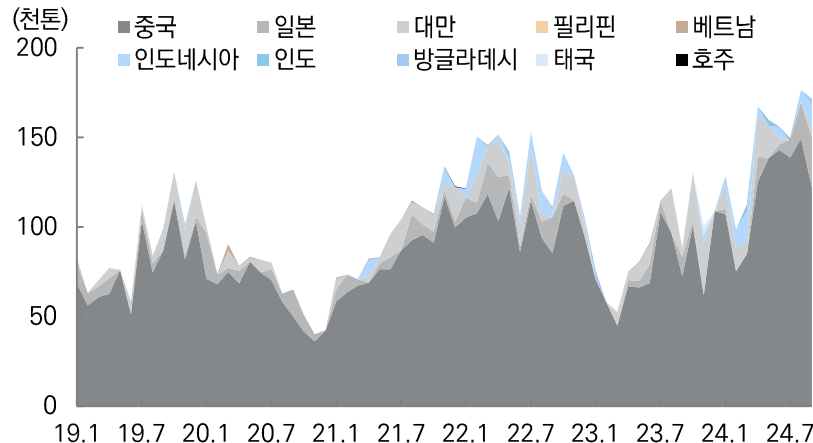
- 에틸렌 스프레드는 톤당 86 달러로 9월 대비 51% 하락
- 마진 하락 주요 요인은
 - 1) 이스라엘과 이란간 충돌 격화에 따른 유가 및 납사 가격 급등
 - 2) 중국 국경절 연휴로 인한 에틸렌 다운스트림 제품 거래량 감소
 - 3) 동남아시아 지역 제품 마진 하락에 따른 PE/PVC 생산업체들의 정기보수 및 가동률 조정
- 10월 태풍 크라톤 영향으로 대만 지역 에틸렌 생산에 차질이 있었으나 싱가포르와 필리핀 생산 업체들의 기보유한 재고로 부족분 충당하며 타이트한 수급 완화

아시아권 에틸렌 크래커 점검으로 인한 감산량 추이



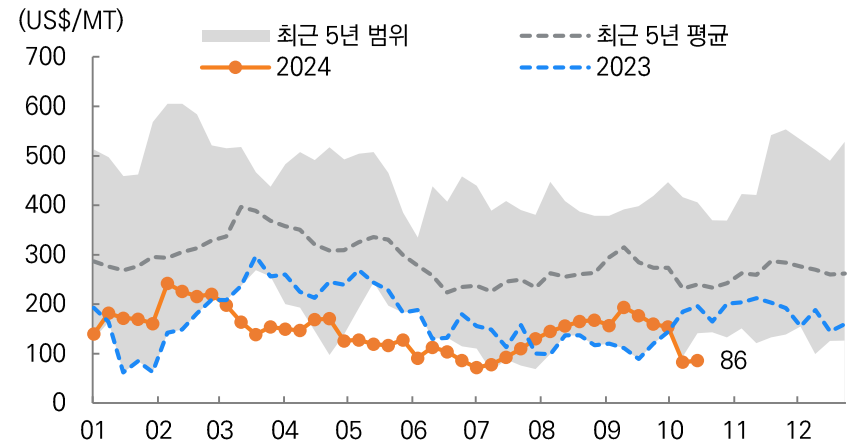
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 국가별 에틸렌 수출량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌 스프레드 추이



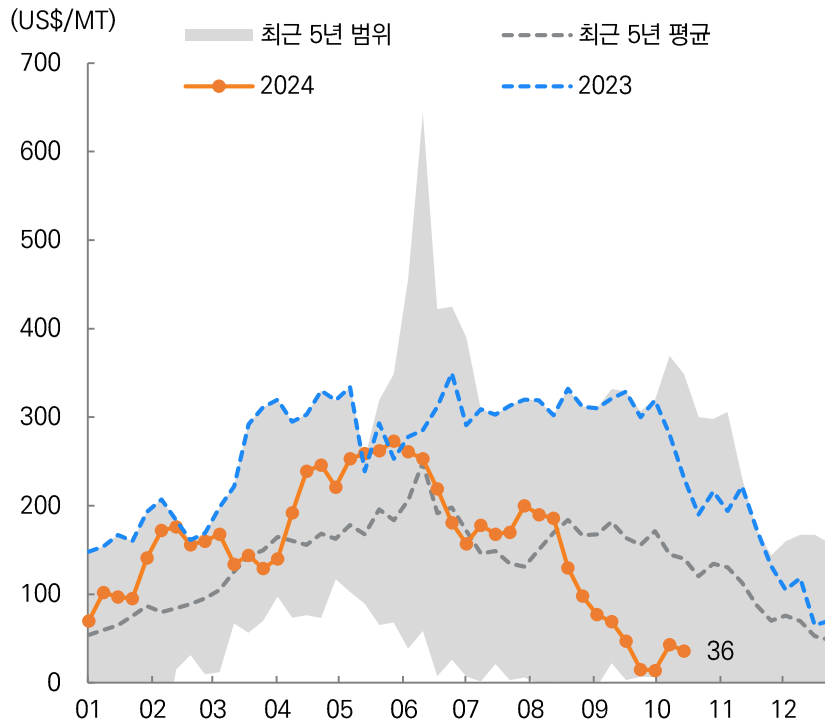
자료: Ciscem, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 자일렌

드라이빙 시즌 종료와 다운스트림 소비 부진

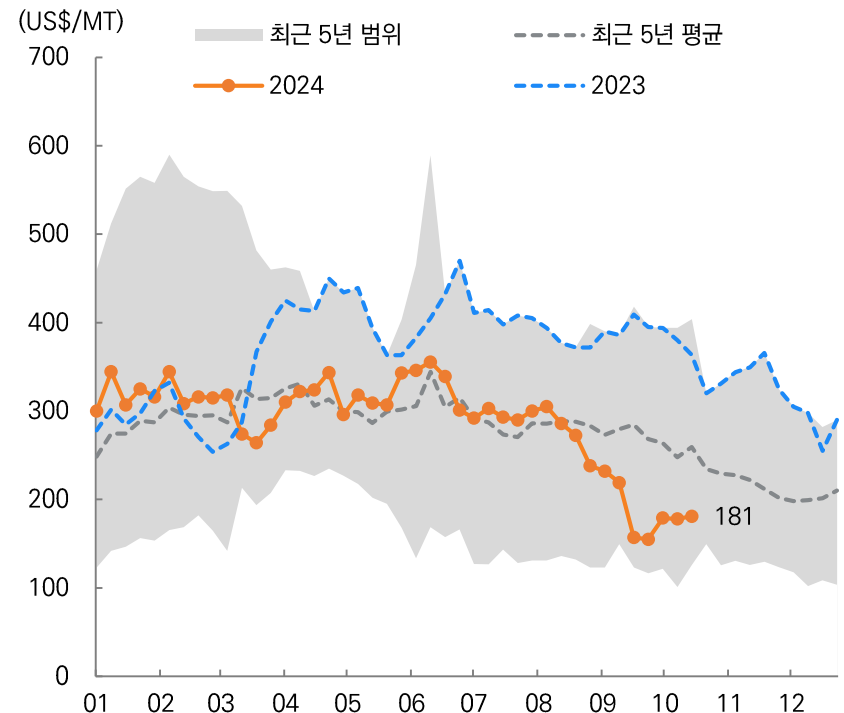
- 자일렌 스프레드, 드라이빙 시즌 종료에 따른 블렌딩 수요 감소와 중국 다운스트림 소비 부진으로 전월대비 47% 하락하며 톤당 36불 기록
 - 중국 페인트 및 코팅, 윤활유 산업 수요는 낮은 가격에 불구하고 계절 평균 수준 유지
 - 베트남과 중국 일부 지역에 상륙한 슈퍼 태풍 야기도 열대성 폭풍으로 하향돼 공급 영향 X
- 시장은 사우디 증산 계획에 따라 원유와 자일렌 가격이 동반 하락할 것을 우려해 소극적인 태도 유지

자일렌 스프레드 추이



자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

PX 스프레드 추이



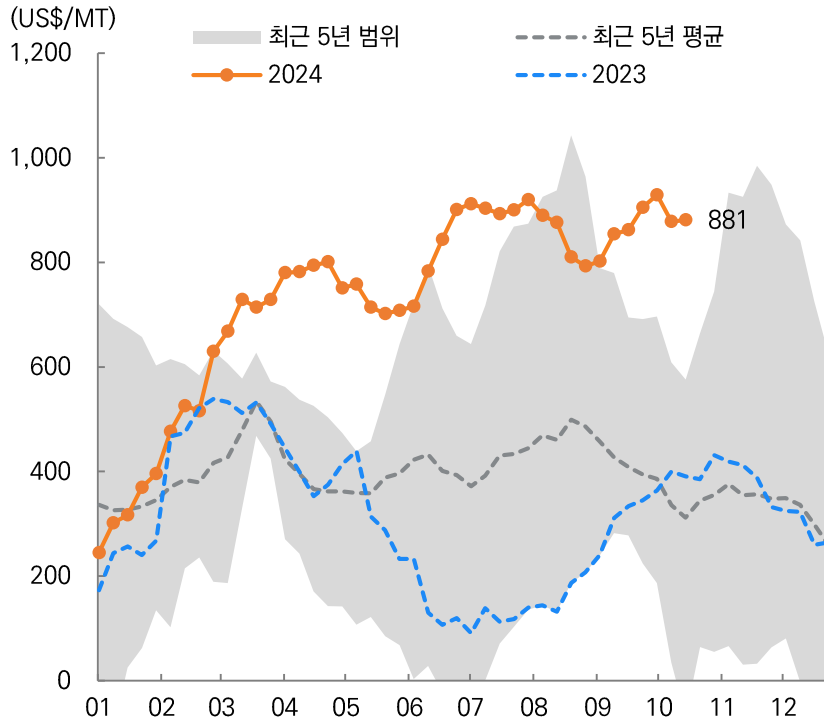
자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 부타디엔

납사가 상승에 따른 LPG 혼소 비율 증가로 마진 강세

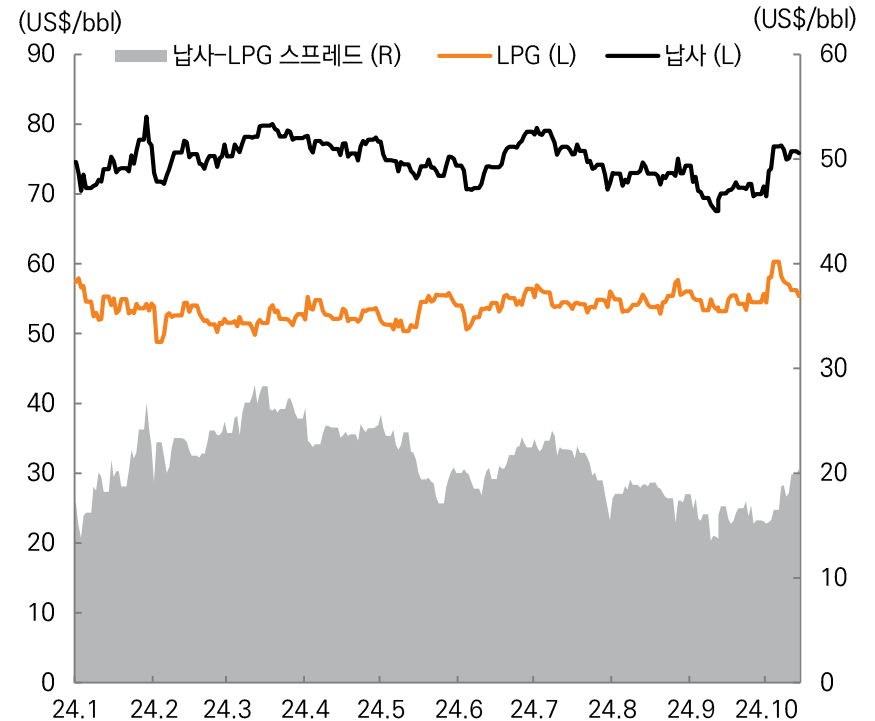
- 부타디엔 스프레드 톤당 881불로 전월 대비 3.2% 상승하며 기초유분 중 유일하게 강세 유지
- 10월 초 유가와 납사 가격이 상승하며 LPG의 상대적 메리트가 높아져 부타디엔 공급 부족 지속될 것
- 천연고무 생산량 감소로 합성고무 다운스트림 제품 가격도 상승세를 유지하고 있어 긍정적

부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

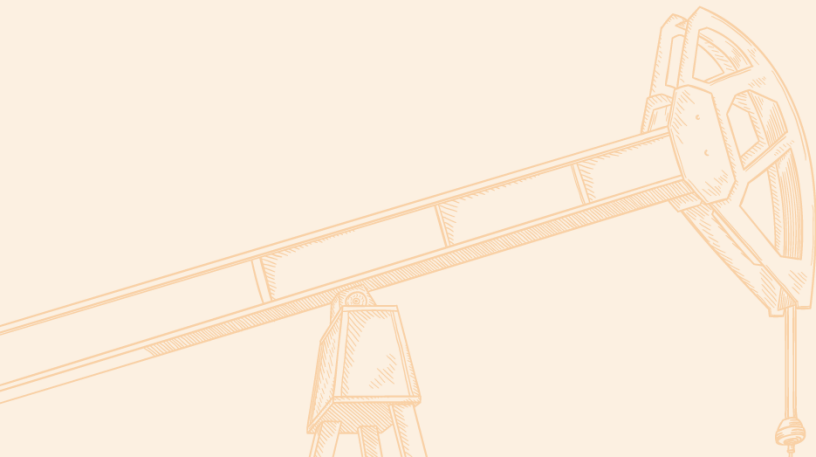
NB Latex, SBR, BR 스프레드 추이



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

태양광/풍력



II. 태양광 - 24년 빅 이벤트를 앞둔 태양광 시장

1) 미국 대통령 선거, 2) AD 관세 발표

- 결론: 태양광 산업 투자 의견 중립 유지. 트럼프보다는 해리스 당선이 신재생에 유리. CVD 관세율은 예상보다 약하게 나왔지만, AD 관세율이 일반적으로 더 높기에 11월 AD 관세율까지 확인 필요
- 3분기 실적은 미국 태양광 제품 가격이 반등하지 못하고 있기에 개선 폭 미미할 전망
- 신재생에너지 내에서는 실적 성장이 보이는 풍력을 선호. 국내 태양광 내에서는 한화솔루션을 선호. 투자포인트는 1) 25년 웨이퍼/셀 신규 공장 가동, 2) AD/CVD 강화로 인한 미국 내 모듈 가격 상승

국내 태양광 기업 주가 추이

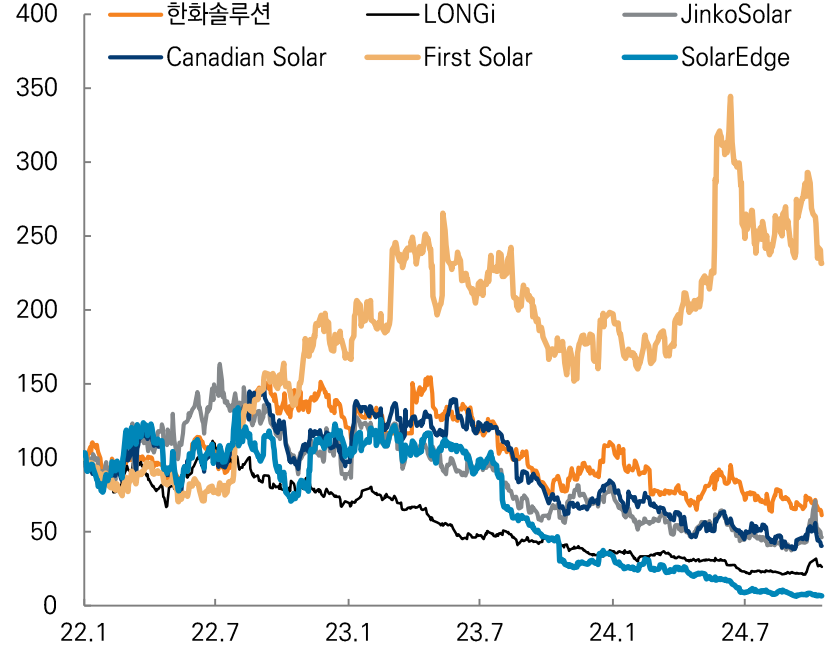
(2022.1.4=100)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

해외 태양광 기업 주가 추이

(2022.1.4=100)



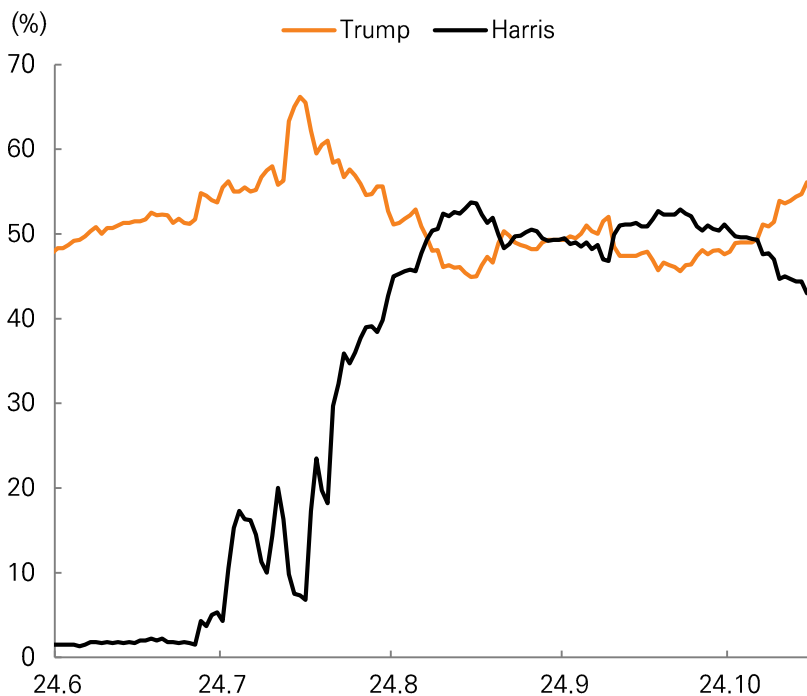
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 - 앞서가는 트럼프

신재생에너지에는 해리스가 유리할 전망

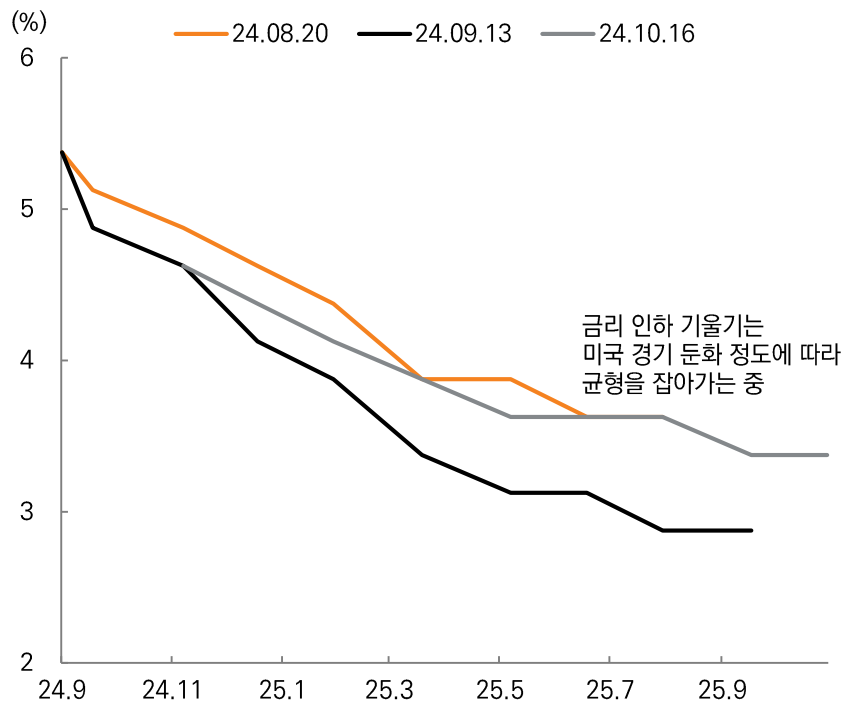
- 10/15 기준, 트럼프(56.1%)가 해리스(43%)를 역전해 크게 앞서는 상황(RealClearPolitics). 주요 스윙스테이트인 펜실베이니아, 미시간 등에서 트럼프에게 따라잡힌 영향이 컸음
- 신재생에너지에는 해리스가 유리할 전망. 트럼프가 리스크인 이유는 1) 재생에너지 지원 정책에 적극적이지 않다는 점, 2) 관세 폭탄은 신재생에너지에 치명적인 금리 상승을 불러올 수 있기 때문
- FedWatch는 연말까지 미 연준 기준 금리 2회 추가 인하 기대. 지난달 대비 25년 금리 인하 경로가 느리게 조정된 이유는 미국 경제지표들이 예상치를 상회했기 때문

미국 대통령 후보 여론조사 지지율 추이



자료: RealClearPolitics, 미래에셋증권 리서치센터

미국 연준 금리 인하 속도는 소폭 둔화될 전망



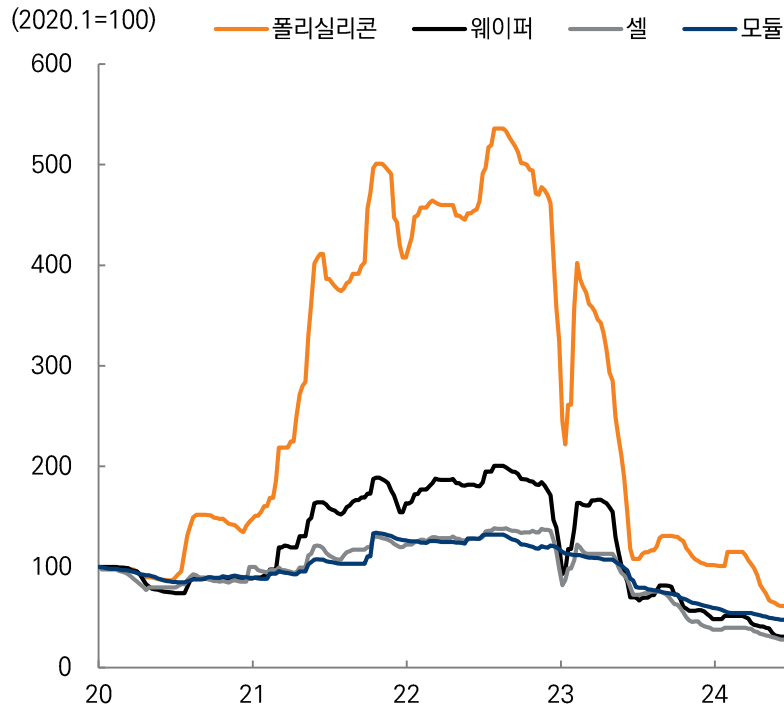
자료: CME FedWatch, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 - 폴리실리콘 가격 소폭 반등

폴리실리콘 단부터 나타나는 미세한 반등

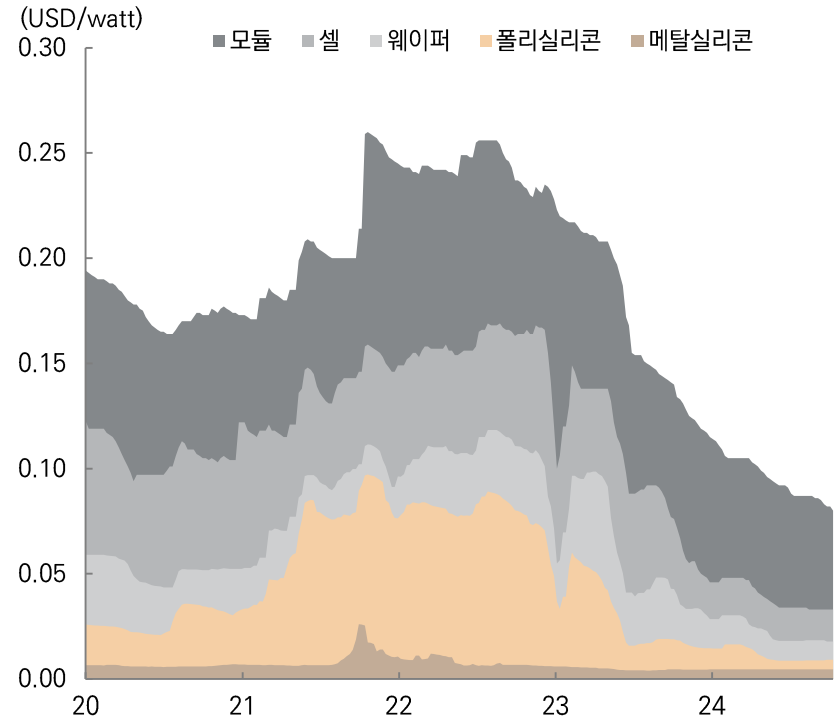
- 최근 한 달간, 메탈실리콘 포함, 폴리실리콘 +4.1%, 웨이퍼 -3.5%, 셀 포함, 모듈 -5.9%
- 폴리실리콘 가격 상승은 공급 업체들의 공급량 조정으로 인해 추석 연휴 전 재고 소진 덕분. 속도는 빠르지 않더라도 점진적 추가 가격 상승이 나타날 수 있는 가능성은 존재
- 하지만 웨이퍼 가격 하락은 수요가 N형으로 이동하고 있는 반면, P형 웨이퍼 재고는 여전히 많기 때문. N형 웨이퍼 가격은 소폭 상승한 점은 긍정적
- 모듈 가격은 중국 내 경기 둔화 영향으로 하락

태양광 밸류체인별 상대 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 태양광 대표기업들의 분기순이익 합산 추이



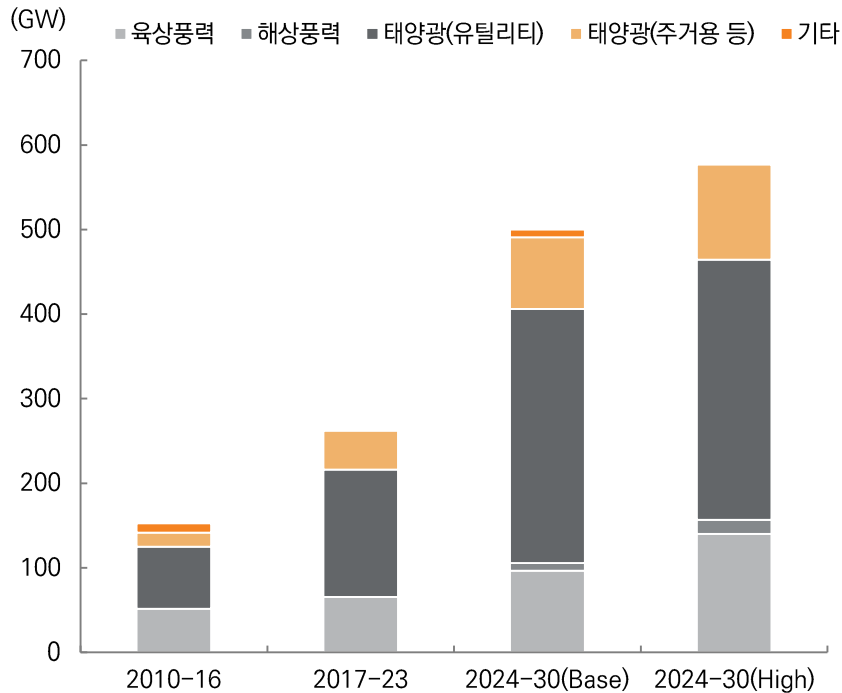
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 - 미국 태양광 수요

미국 2Q24 태양광 설치량은 전분기 대비 소폭 감소

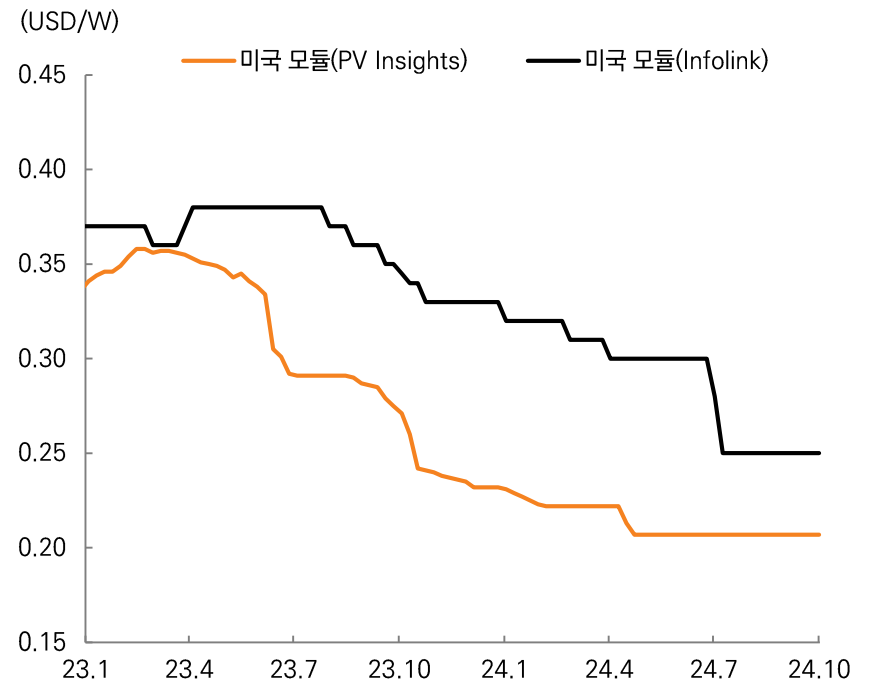
- 미국 태양광은 여전히 자국 내 밸류체인만으로는 수요를 충족시키지 못할 가능성이 높은 상황. 적어도 향후 2~3년간은 중국 태양광 밸류체인에 부분 의존은 필연적인 상황
- IEA에 따르면, 2030년까지 미국 태양광 설치량은 약 400GW이기에 연간 설치량은 약 50~60GW
- 모듈은 리쇼어링이 가능하더라도, 웨이퍼-셀은 한화솔루션을 제외하면 건설 계획이 전무하기 때문
- 미국 모듈 가격은 6~7월의 가격 하락 이후 안정화. PV Insights 21c/w, Infolink 25c/w

미국 재생에너지 설치량 전망



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

미국 모듈 가격 추이(PV Insights vs. Infolink)



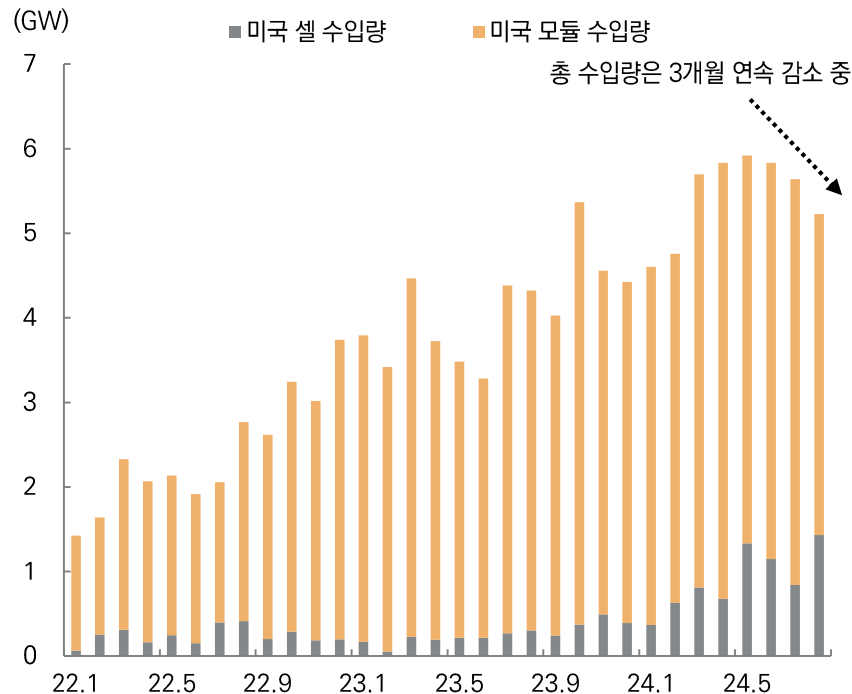
자료: PV Insights, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 – 본격적인 AD/CVD 발표 이전까지는 수입 지속

미국 태양광 수입량은 점진적 감소 중

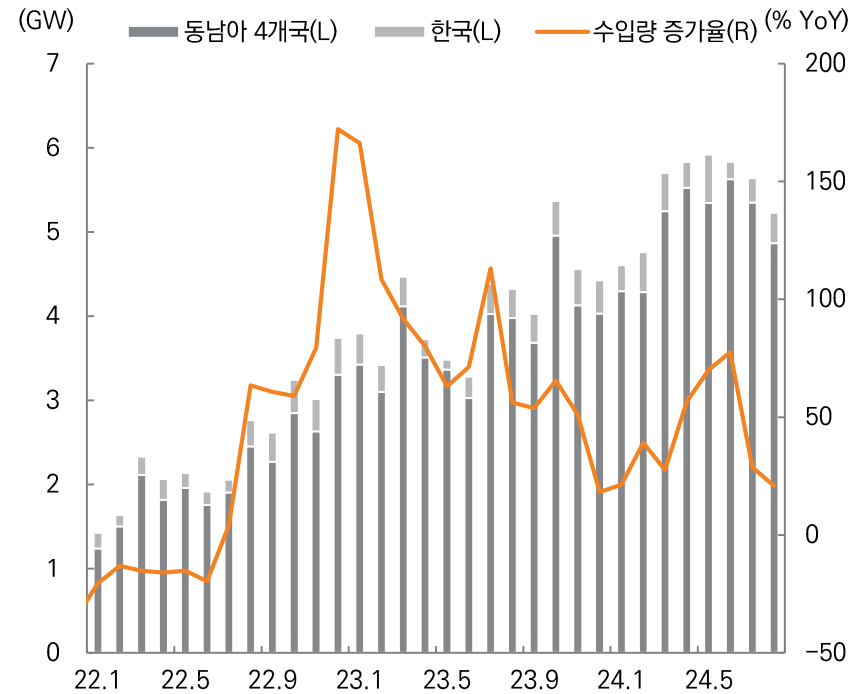
- 8월 미국 태양광 셀/모듈 수입량은 5.2GW로(전월 5.6GW) 약 0.4GW의 수입량 감소
- 예상보다는 느리지만 점진적으로 수입량은 3개월 연속 감소 중
- 미국 내 모듈 공장 증설로 인한 셀 수입 비중이 늘어나고 있는 상황. 8월 셀 수입량은 1.4GW로 전월 대비 70% 증가

미국향 태양광 셀/모듈 수입량 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 미국 셀/모듈 수입량 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 태양광 – CVD 관세는 중국을 막기엔 역부족. AD는?

큰 그림을 보려면 12월 AD 관세율까지 확인 필요

- 미국 정부가 재조사 중인 태양광 관세 AD/CVD 중 CVD 예비심사 결과 발표했으나, 예상보다 규제가 강하지는 않았다는 평(Roth Capital은 약 15% 수준의 CVD 관세를 예상)
- 주요 중국 태양광 수출 기업인 Jinko(3.47%), Trina(0.14%), JA Solar(2.85%)의 관세율이 낮았음
- CVD 관세율이 낮아 당장 미국 태양광 수입량과 가격에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단
- 보통 AD(반덤핑) 관세가 더 강하게 적용이 되기에, AD가 발표되는 12월 중순까지 기다려봐야 전체적인 그림을 알 수 있을 것

미국 CVD(상계관세) 예비심사 결과

국가별	기업명	관세율(%)	국가별	기업명	관세율(%)
캄보디아	기본 관세	8.25	태국	기본 관세	23.06
	Solarspace New Energy	8.25		Trina Solar	0.14
	Jintek Photovoltaic Tech.	68.45		Taihua New Energy	34.52
	ISC Cambodia	68.45		Sunshine Electrical Energy	34.52
말레이시아	기본 관세	9.13	베트남	기본 관세	2.85
	Hanwha Q CELLS	14.72		Boviet Solar Tech.	0.81
	Jinko/Omega Solar	3.47		JA Solar	2.85
	Baojia New Energy	123.94		GEP New Energy	292.61
	Pax Union Resources	123.94		HT Solar	292.61
	SunMax Energy	123.94		Vietnam Green Energy	292.61

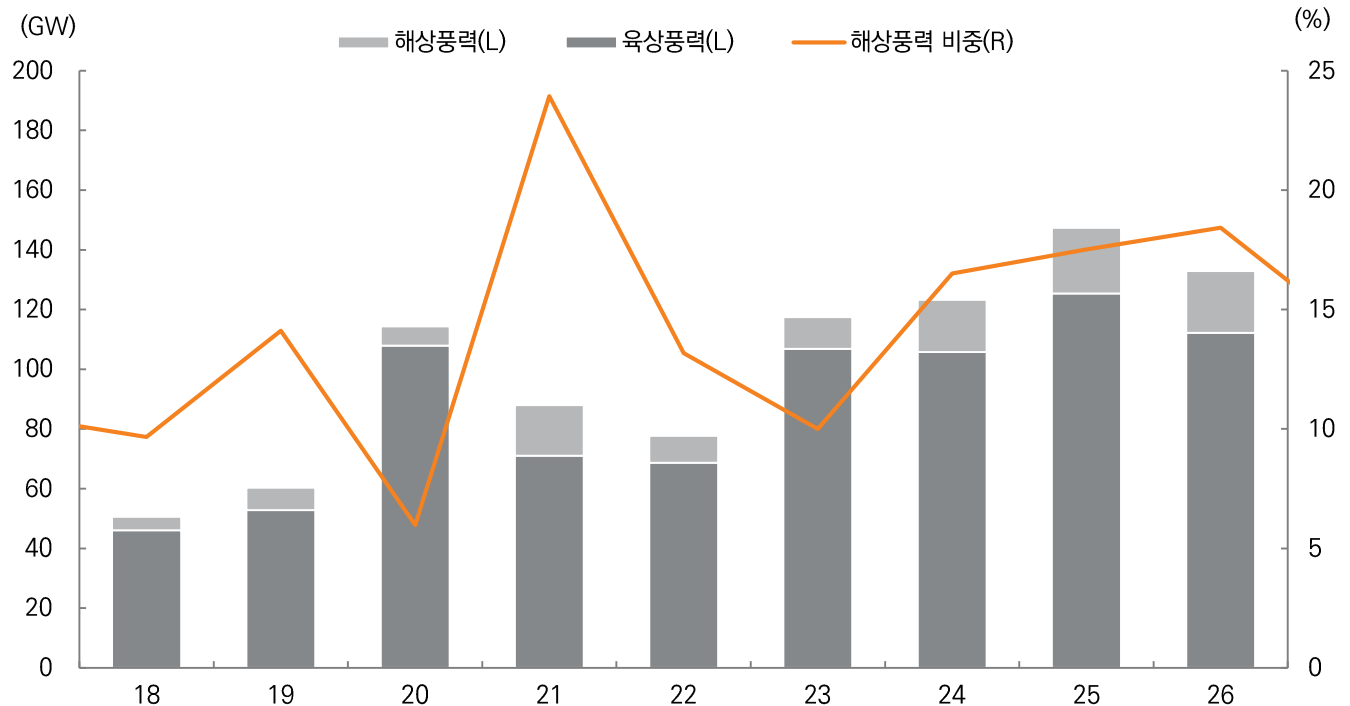
자료: 미국 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 - 글로벌 신규 설치량 전망

육상 풍력의 수요 강세 지속

- 24년 글로벌 풍력 신규 설치량 전망치는 123.3GW으로 전월과 동일(육상 105.8GW, 해상 17.5GW)
- 풍력 타워 및 시스템 가격은 중국과 중국 외 지역이 차별화되는 상황
- 글로벌 풍력 제조 설비 증설의 대부분은 중국. 따라서 중국은 과잉 공급으로 인한 가격 하락세 기록 중. 하지만 중국 외 지역은 수요 증가로 인한 공급 부족 현상이 나타나며 가격이 상승세
- 단기적으로는 가격 상승으로 인한 글로벌 풍력 업체들의 수혜 예상. 하지만 가격 디커플링이 커질수록 중국 풍력 기업들의 수출 의지는 강해질 전망

글로벌 풍력 신규 설치량 및 해상풍력 비중 전망 추이



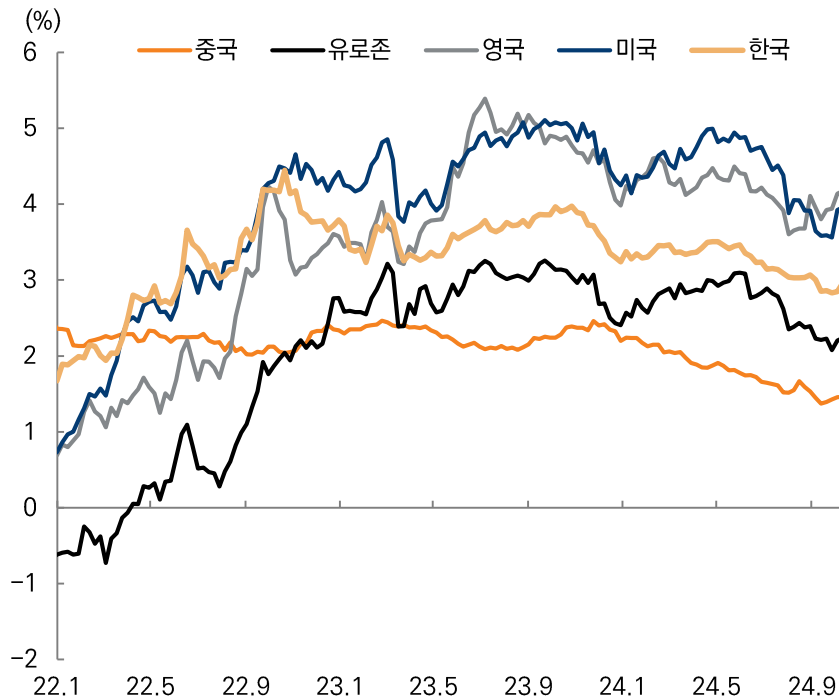
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 - 금리 5개월만에 반등

금리 인하 속도 조절

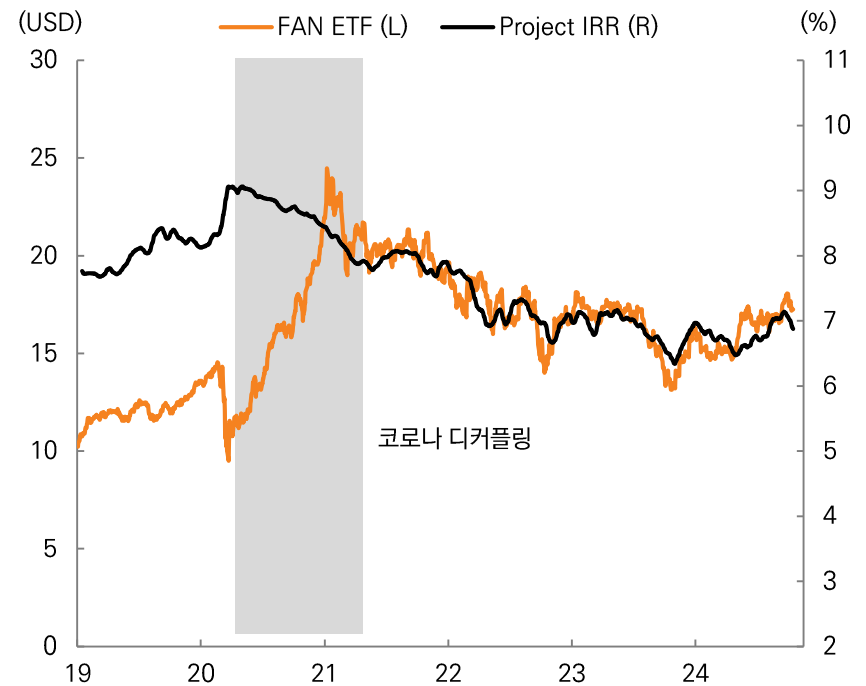
- 미국 국채 2년 금리는 4.0% 수준으로 전월 대비 37bp 상승. 5개월 만에 첫 반등. 최근 발표된 미국 경제지표들이 예상치를 상회하며 연말 금리 수준 예상치가 높아진 탓
- 여전히 금리 인하가 지속될 것이라는 데에는 변함이 없으며, 다만 인하 속도는 이전보다는 둔화 예상
- 금리 상승 영향으로 Project IRR도 6.8%로 전월 대비 0.3%p 하락. 프로젝트의 원활한 진행을 위한 적정 IRR 레벨은 9~10% 수준

주요국 국채 2년 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

풍력 ETF 주가와 금리 변화에 따른 풍력 Project IRR 추이



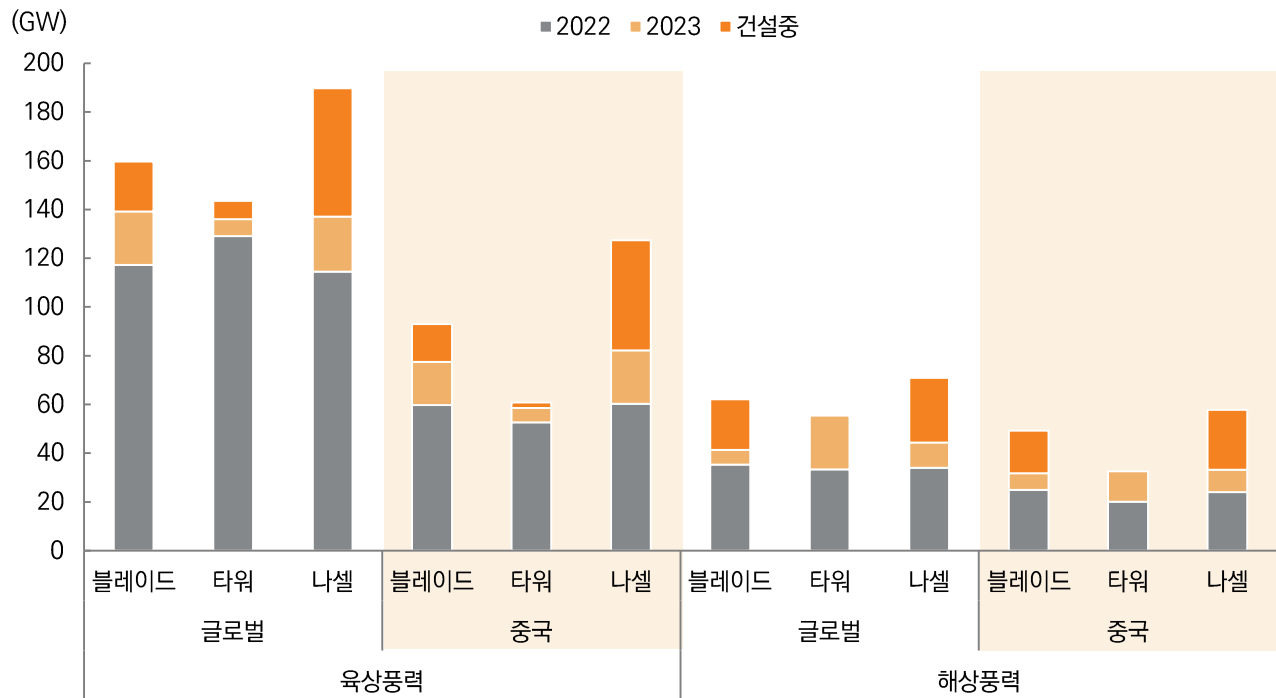
주: 미국 10년 금리와 기대 인플레이션에 따른 신규 풍력 프로젝트 예상 Project IRR
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 - 풍력도 중국 생산 캐파가 과반수 이상

중국, 풍력 산업에서도 점차 해외 진출 확대 전망

- 글로벌 풍력 제조 생산 시설 중 중국의 비중은 육상 45~60%, 해상 60~80%로 과반수 이상을 차지. 아직은 중국 vs. 중국 외 시장으로 나뉘어 있으나, 점차 중국 기업들의 해외 진출 의지 확대 전망
- 23년 글로벌 풍력 제조 캐파는 육상 풍력이 타워/블레이드/나셀 각각 6GW/22GW/23GW 증가했고, 해상 풍력이 타워/나셀 각각 6GW/9GW 증가. 증설 물량의 70~80%를 중국이 차지
- 중국 풍력 기업들은 중국 내 출혈 경쟁을 피하고, 부족한 글로벌 공급량으로 인해 점차 수출량 확대 전망. 따라서 이를 제지할 각국 정부의 자국 기업 우대 및 중국 기업 규제 정책이 중요해질 것으로 예상

글로벌/중국 풍력 제조 캐파 추이



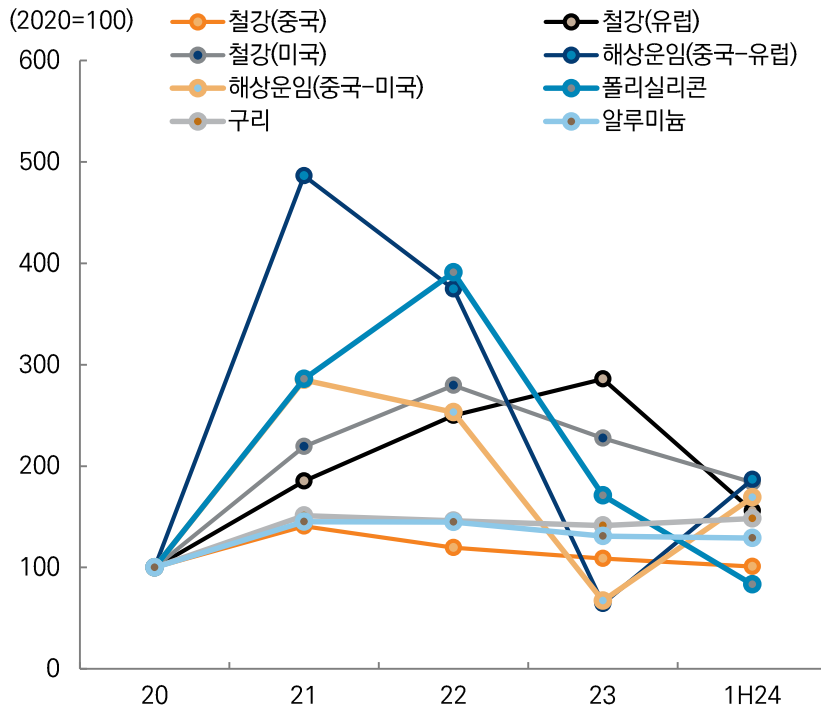
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 - 중국 내 가격 하락 압력 심화

원자재 가격 하락으로 비용 부담은 완화

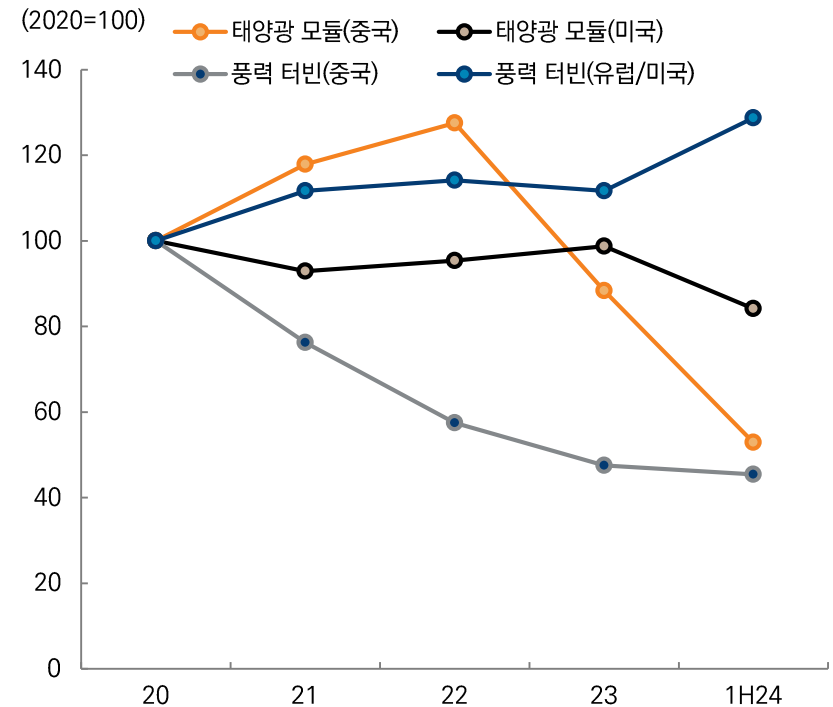
- 신재생 설비의 총 투자 비용 중 원자재와 운임 역시 큰 부분을 차지
- 전체 비용 중 철강(6~8%), 구리(1~2%), 운임(태양광 1~2%, 풍력 6~8%), 알루미늄(5~6%)
- 원자재 가격은 22년을 정점으로 23년부터 완화되는 상황
- 다만 시장 간의 단절 때문에 공급 과잉이 이뤄지고 있는 중국의 제품 가격은 하락세, 그 외 지역인 미국과 유럽의 가격은 가격 방어력이 높은 상황

신재생에너지 원자재 및 운임 비용 추이



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

국가별 태양광 모듈 및 풍력 터빈 가격 추이



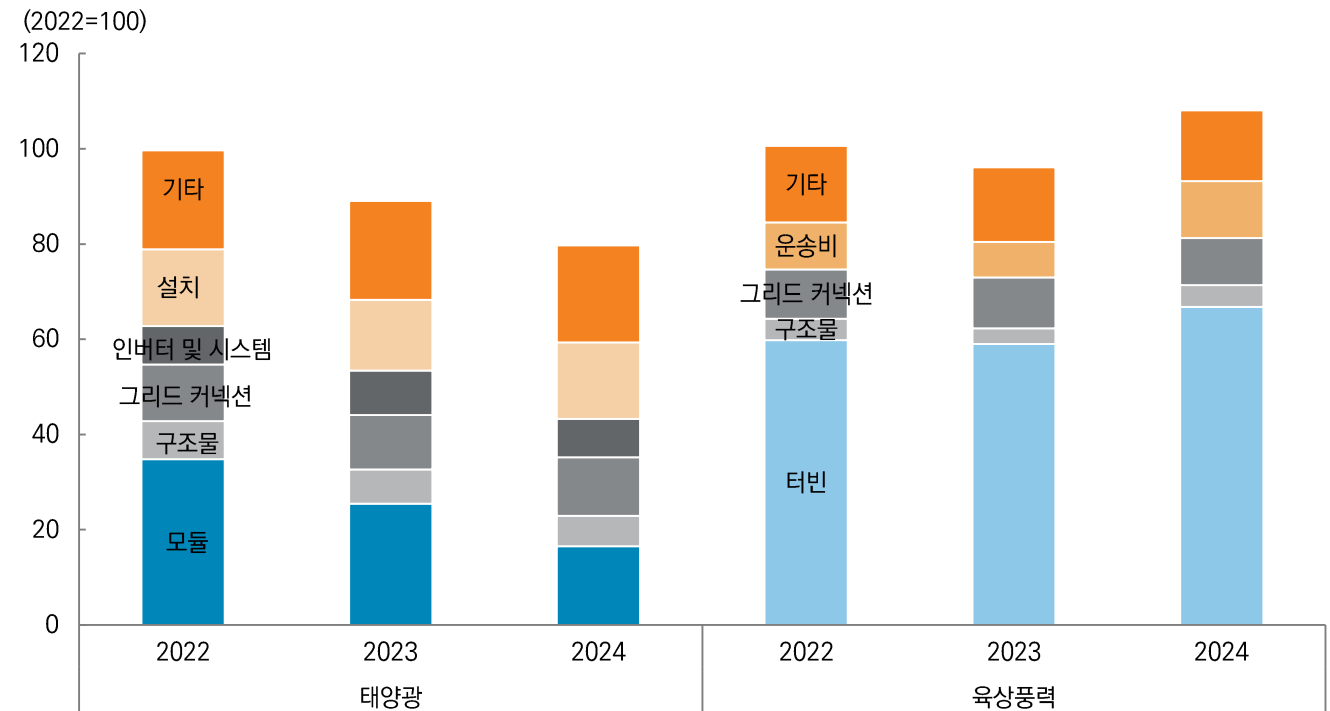
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 풍력 - 설치비용 태양광 Down, 풍력 Up

글로벌 풍력 업체들의 실적 개선이 태양광보다 빠를 수 있는 이유

- 24년 신재생에너지 설치비용(CAPEX)은 태양광 -20%, 풍력 +10% 예상(vs. 22년)
- 태양광 비용 감소 요인은 모듈 가격 -60% 및 원자재 가격 하락이 기여. 풍력 비용 증가 요인은 공급 부족으로 터빈 가격 상승(중국 외 시장) 및 해상 운임 상승
- LCOE(균등화발전비용)는 태양광/풍력 각각 -10%/+15%. 금리 인상으로 인한 WACC의 상승에 기인
- 태양광 제품 가격은 하락하는 데 반해, 풍력 제품 가격은 상승하고 있어 풍력 기업들의 실적 개선 시점이 더 빠른 상황. 하지만 설치비용이 낮아진 태양광이 향후에도 성장성이 더 높을 전망

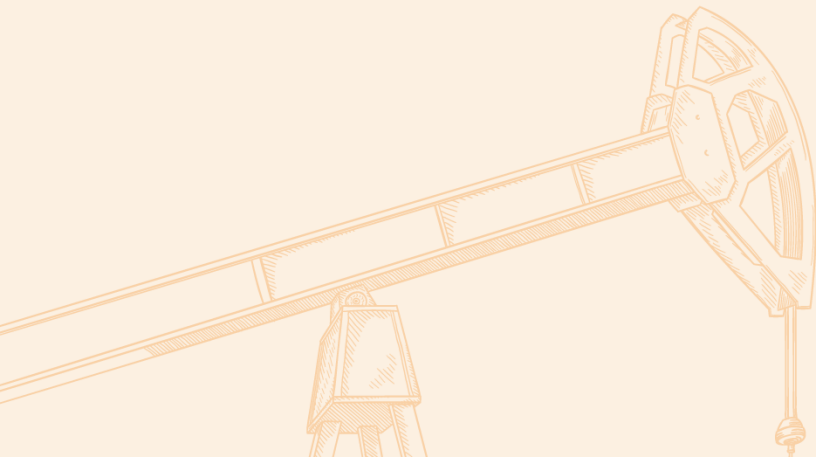
재생에너지 투자 CAPEX 변화 추이(태양광 vs. 육상풍력)



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/유틸리티]

국제유가

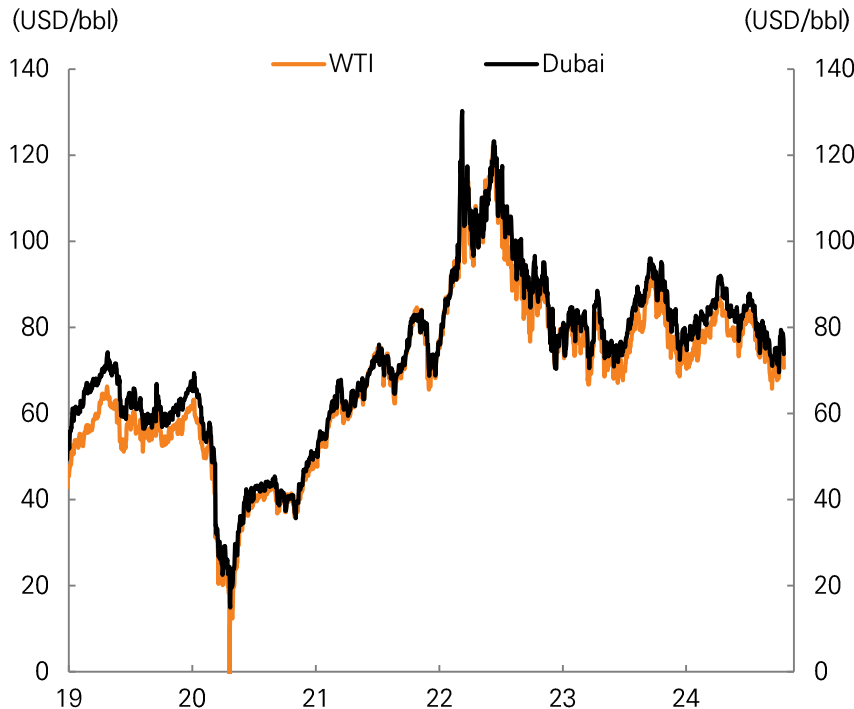


III. 국제유가 - 고개 드는 힘이 더 강할 전망

수요 약세 vs. 숏커버

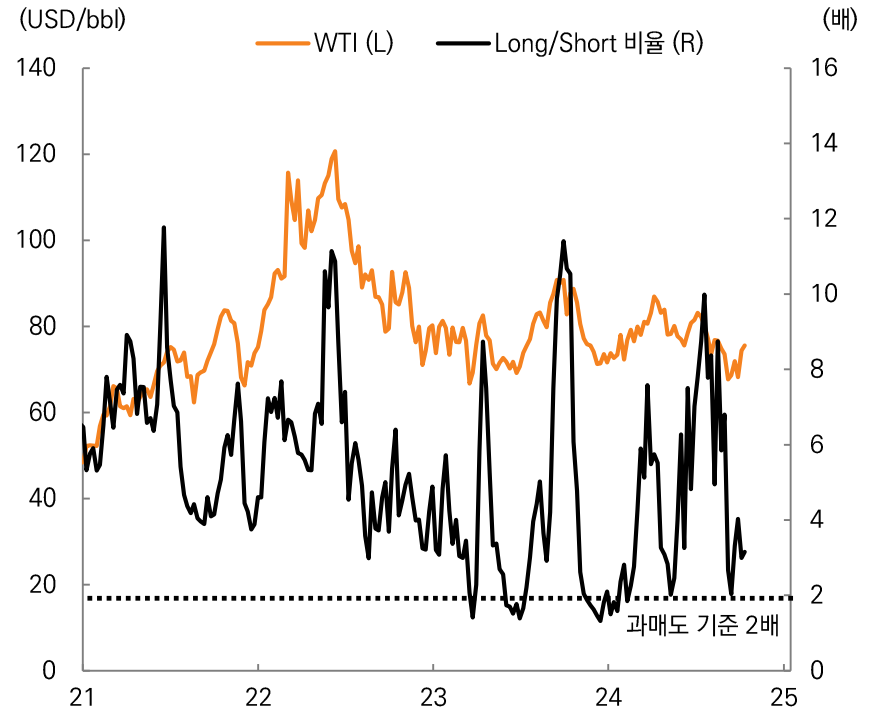
- 결론: 국제유가는 단기 상승 모멘텀에 무게. 과매도 구간은 벗어났으나, 여전히 숏에 치우친 시장
- WTI는 최근 한 달간(9/14~10/15) 약 3% 상승. 상승 요인은 지정학적 리스크(이스라엘-이란)로 인한 숏커버로 판단
- 원유 펀더멘탈은 여전히 수요 약세로 인해 하방 압력이 강한 상황
- 투기 포지션 롱/숏 비율은 3.2배로 과거 평균치 5.2배 대비 숏이 상대적으로 많은 구간. 수요 약세가 가격을 누르고 있으나, 지정학적 리스크나 금리 인하로 인한 경기부양은 추가 숏커버 유발할 전망

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국제유가와 투기 포지션 롱/숏 비율 추이



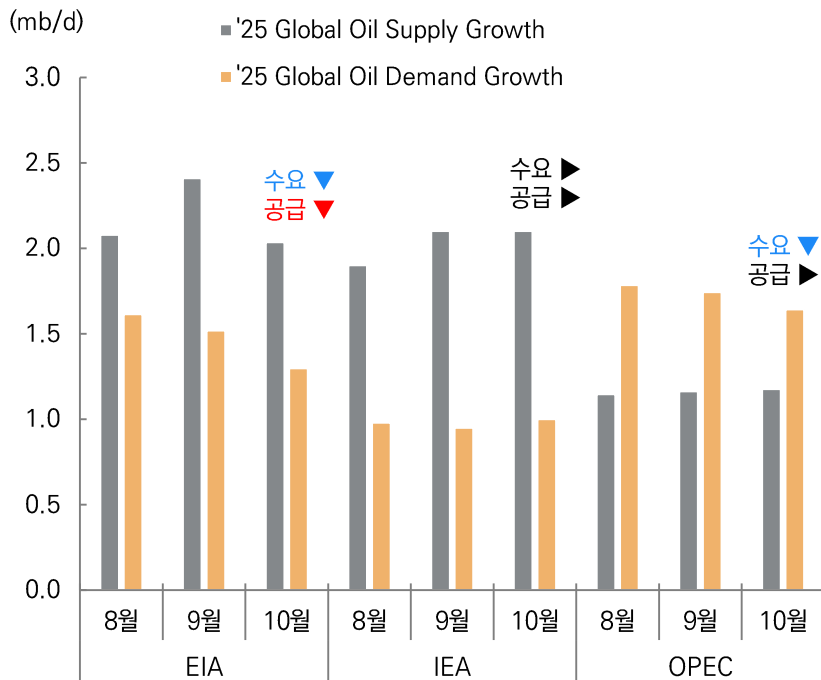
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국제유가 - 원유 수요, 중국 부진 영향 지속

중국 경기 둔화로 인한 수요 감소 우려 지속

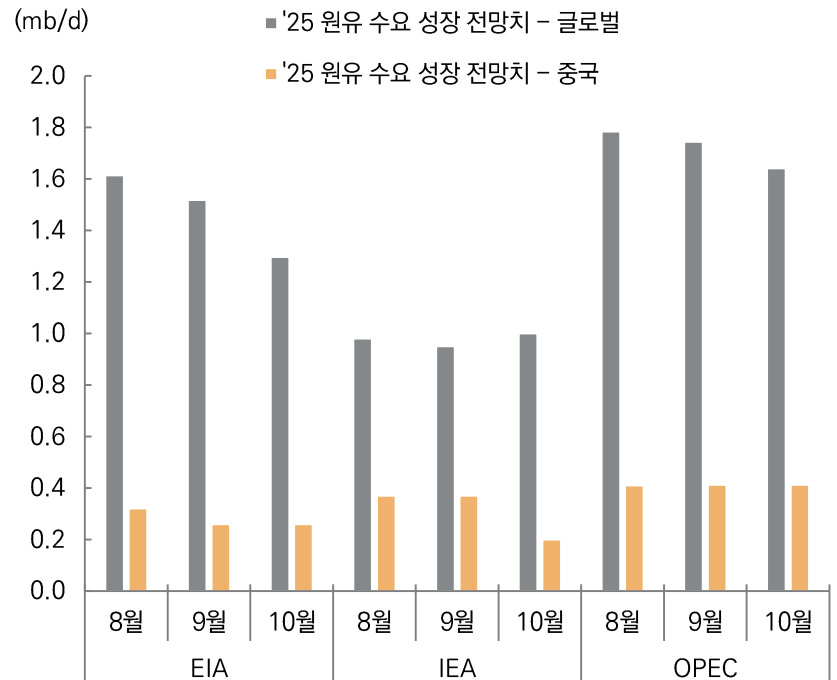
- (10월) 25년 글로벌 원유 수요 전망치는 하향 조정. 하향 조정은 중국의 수요 둔화에 기인. 25년 공급 전망치는 Non-OPEC의 Big 4(미국, 브라질, 가이아나, 캐나다)가 1.5mb/d 이상 증가 전망
- EIA, 수요 성장 전망치(1.3mb/d) ▼ / 공급 성장 전망치(2.0mb/d) ▼
- IEA, 수요 성장 전망치(1.0mb/d) ► / 공급 성장 전망치(2.1mb/d) ▼
- OPEC, 수요 성장 전망치(1.6mb/d) ▼ / 공급 성장 전망치(1.2mb/d) ►

25년 글로벌 원유 수요/공급 성장 전망치 변화



주: 파란색 글자는 유가 하방 압력 요인. 빨간색 글자는 유가 상방 압력 요인. OPEC은 Non-OPEC 기준
 자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

25년 원유 수요 전망치 변화(글로벌/중국)



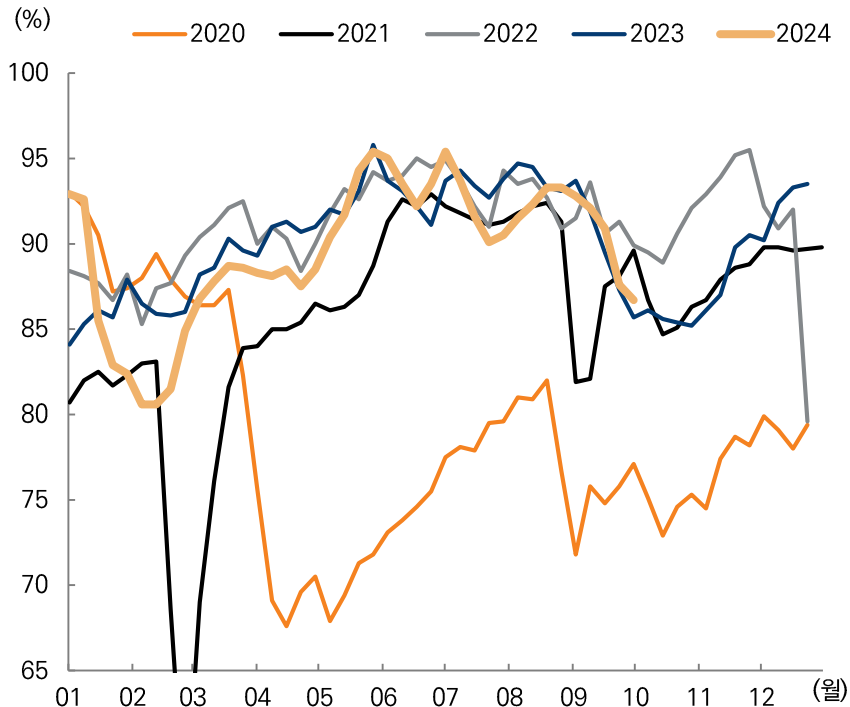
자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국제유가 - 25년 미국 수요 전망치 혼조세

미국 정기보수 기간 돌입. 석유제품 공급량은 감소 전망

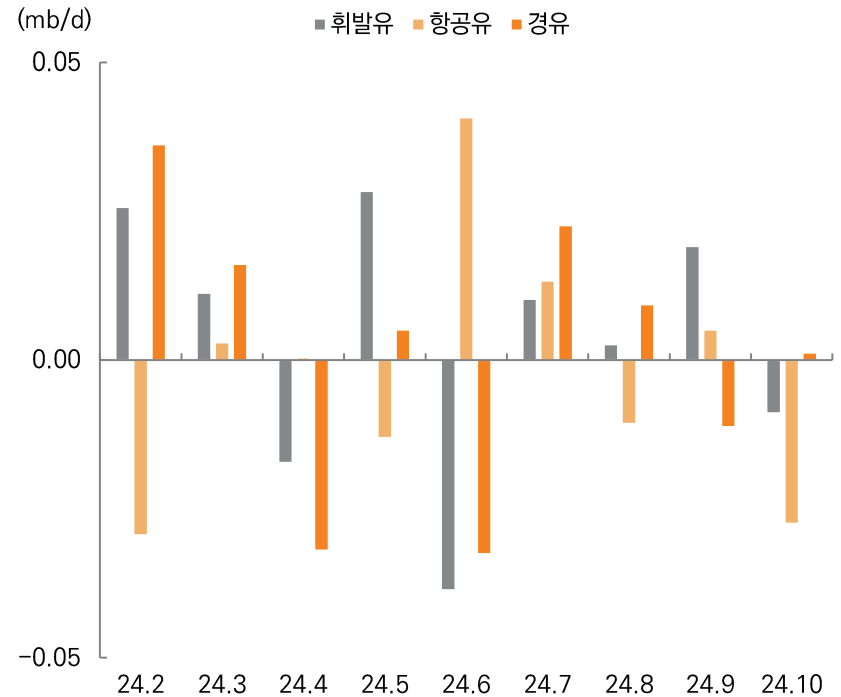
- 25년 미국 석유제품 수요 성장 전망치는 혼조세. 휘발유/항공유는 하향 조정. 경유는 소폭 상향 조정
- 미국 정제설비 가동률은 약 86.7% 수준으로 전월 대비 6%p 하락. 동절기 전 정기보수 기간 돌입. 공급량 감소 덕분에 추가적인 석유제품 마진 하락보다는 회복세를 예상
- 아직 25년 수요 전망치는 명확한 방향성은 없으나, 금리 인하로 인해 경기 부양 효과 기대

미국 정제설비 가동률 추이



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 석유제품별 수요 전망치 변화(2025)



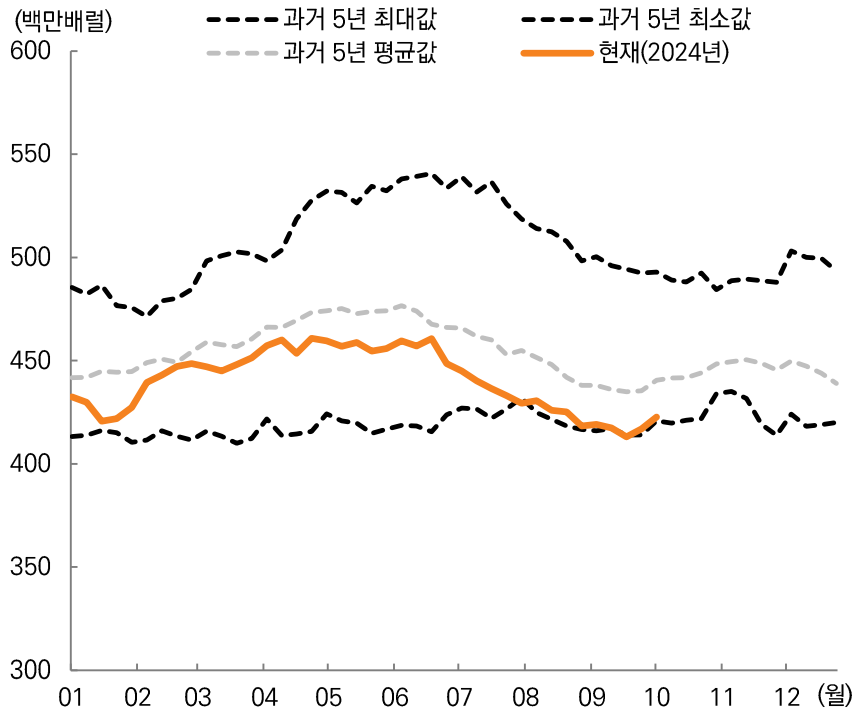
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국제유가 - 공급 감소로 맞춰진 수급 균형

원유 Down, 휘발유 Up

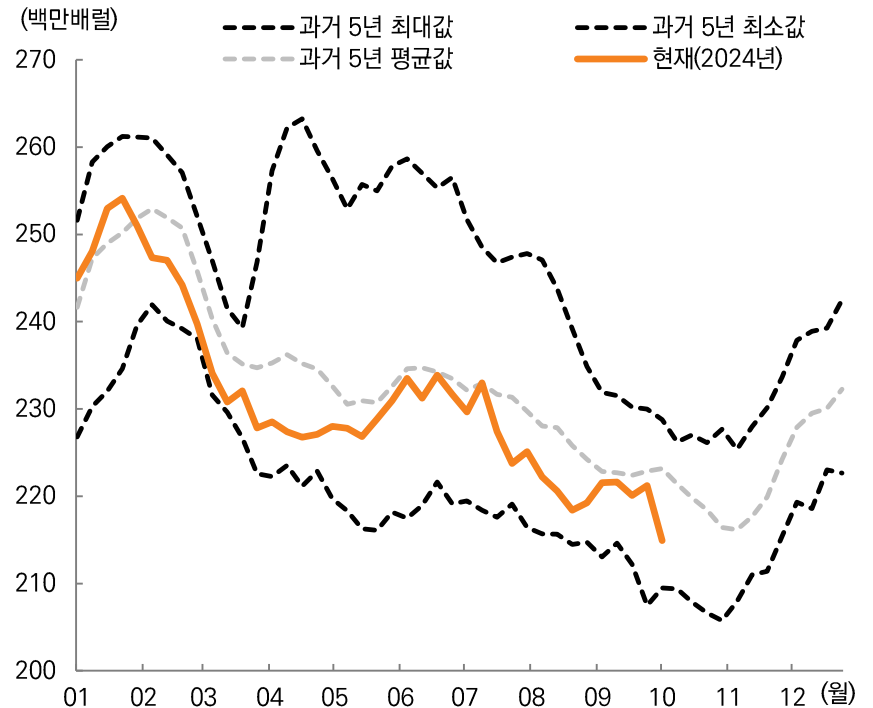
- 미국 원유 재고는 증가했으나, 휘발유 재고는 감소. 미국 내 정제설비의 가동률이 정기보수 및 허리케인으로 인한 섯다운 영향으로 인해 하락하며 공급량이 감소했기 때문으로 추정
- 미국 원유 재고는 전월 대비 약 400만 배럴 증가한 4억 2,300만 배럴 기록
- 휘발유와 등경유 재고는 전월 대비 700만 배럴씩 감소해 2억 1,500만/1억 1,900만 배럴 기록

미국 원유 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이



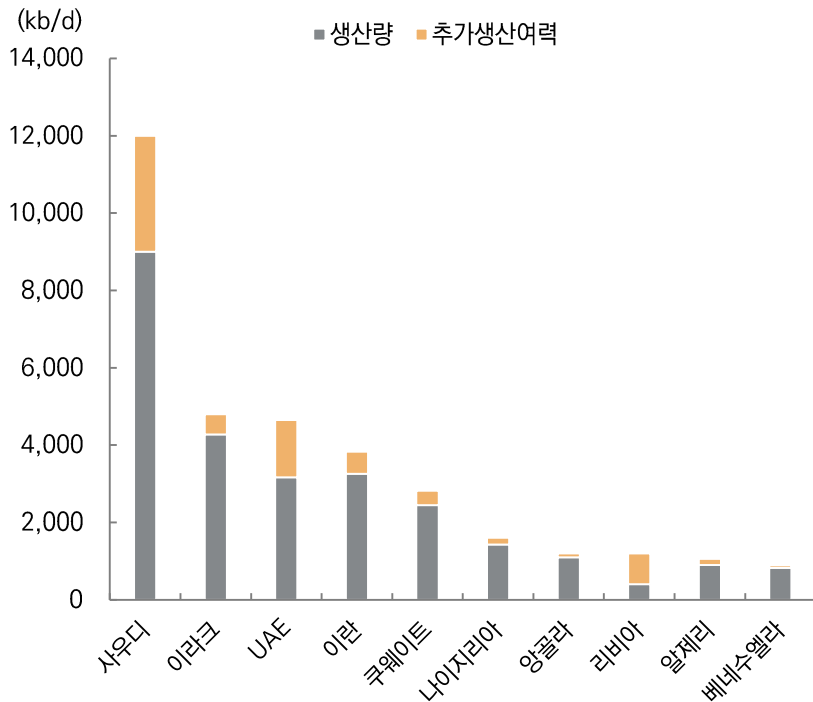
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국제유가 – OPEC+ 12월 증산 강행할 전망

증산 의지로 인한 OPEC+ 내 불협화음

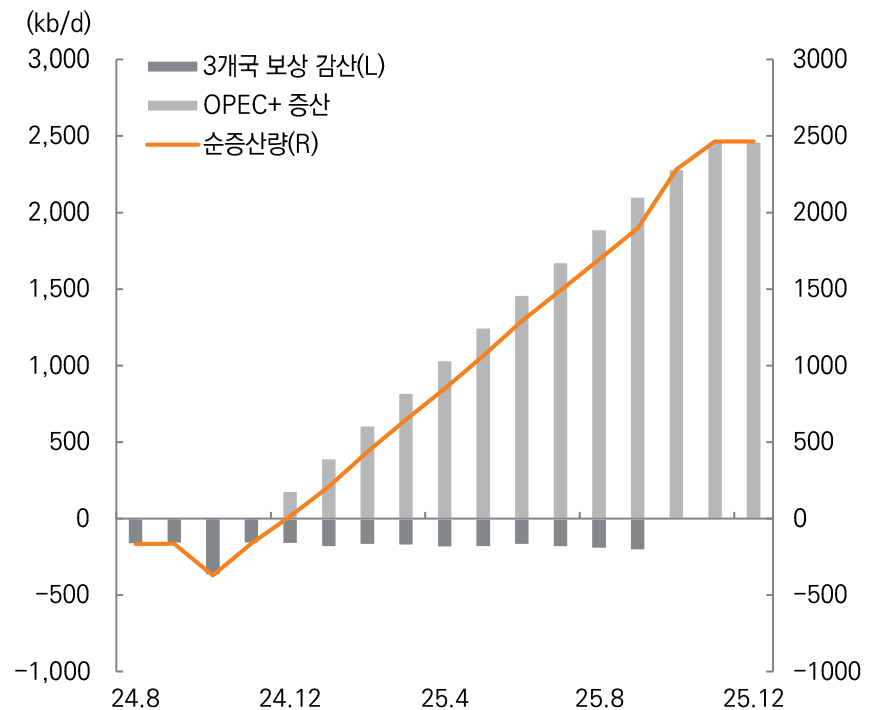
- OPEC+, 12월부터 증산 계획 강행할 것으로 보이는 상황.
- 이라크, 카자흐스탄, 러시아는 그동안 감산 쿼타를 지키지 않았던 부분에 대해 7~8월 충분한 보상 감산을 추가적으로 진행했다고 밝혔음. 다만 9~10월 들어 이 부분들이 다시 지켜지고 있지 않은 상황
- 감산 쿼타에 대한 완전한 준수, 그리고 보상 감산 이행 여부를 강조하며 12월 증산은 지속될 것으로 전망. 다음 OPEC+ 회의는 12월 1일로 예정

OPEC 국가별 생산 캐파 및 현 생산량



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

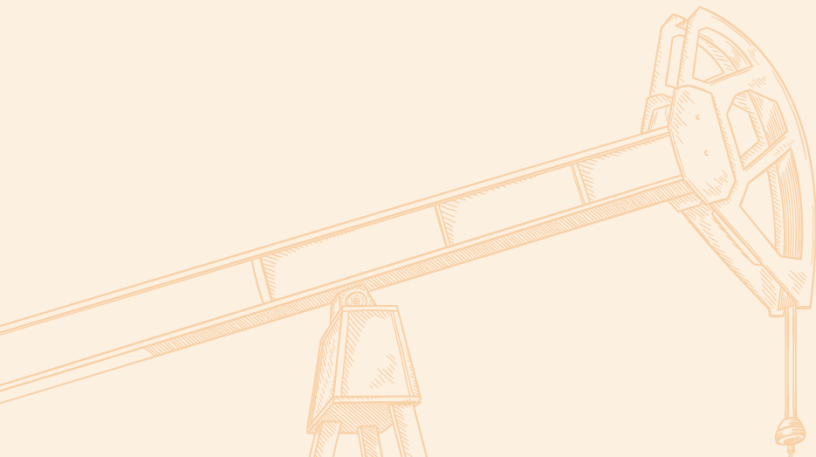
OPEC+ 증산 계획(24.12~25.11)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/유틸리티]

유틸리티

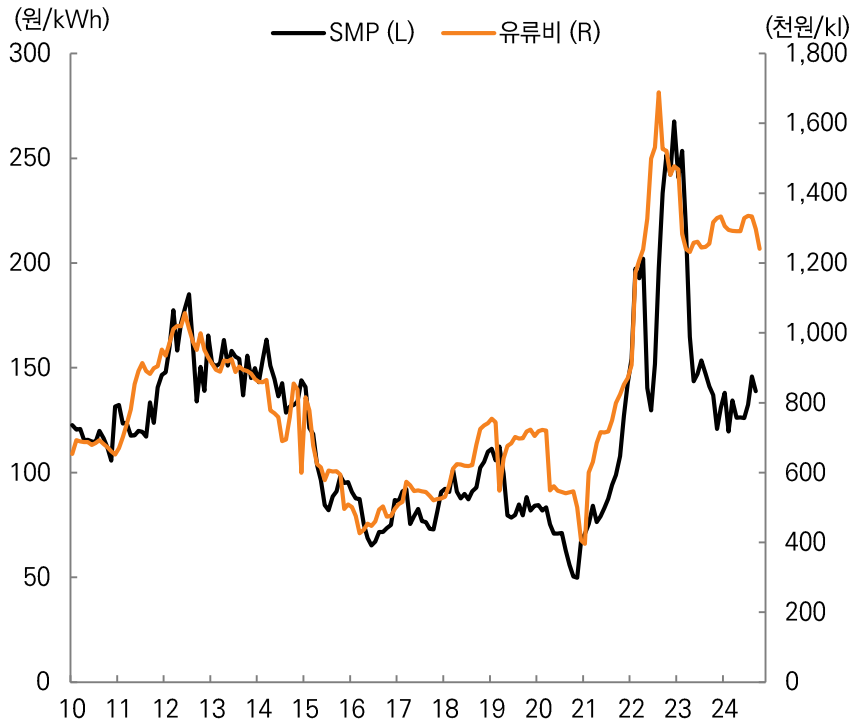


IV. 유틸리티 – SMP, 유류비 동반 하락세

SMP, 유류비 동반 하락세

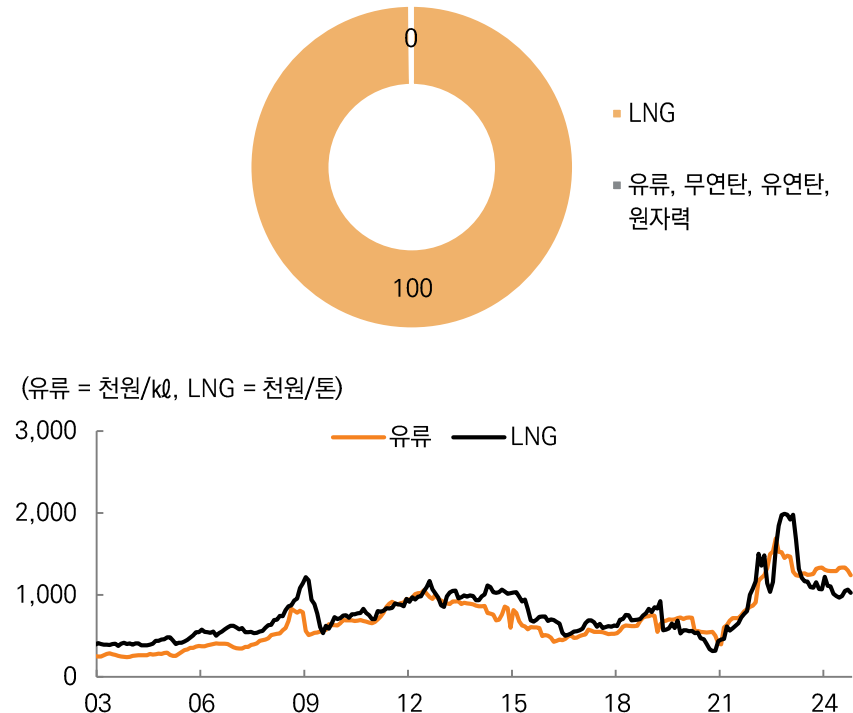
- 국제유가 약세 영향으로 연료비 전반 하락세 관찰
 - 10월 유류비는 -4.4% MoM 하락, 전월(-2.7% MoM) 대비 낙폭 확대
- 9월 SMP(계통한계가격) 단가는 -1.6% YoY 하락, 전월(-0.9% YoY)과 유사한 수준
 - 3분기 평균 SMP는 130원대 후반: 7~8월 강세 영향(-5.6% YoY, 전분기 -16.9% YoY)

SMP 추이



자료: EPSIS, 미래에셋증권 리서치센터

연료별 SMP 결정 횟수 비중 및 연료비 단가 추이



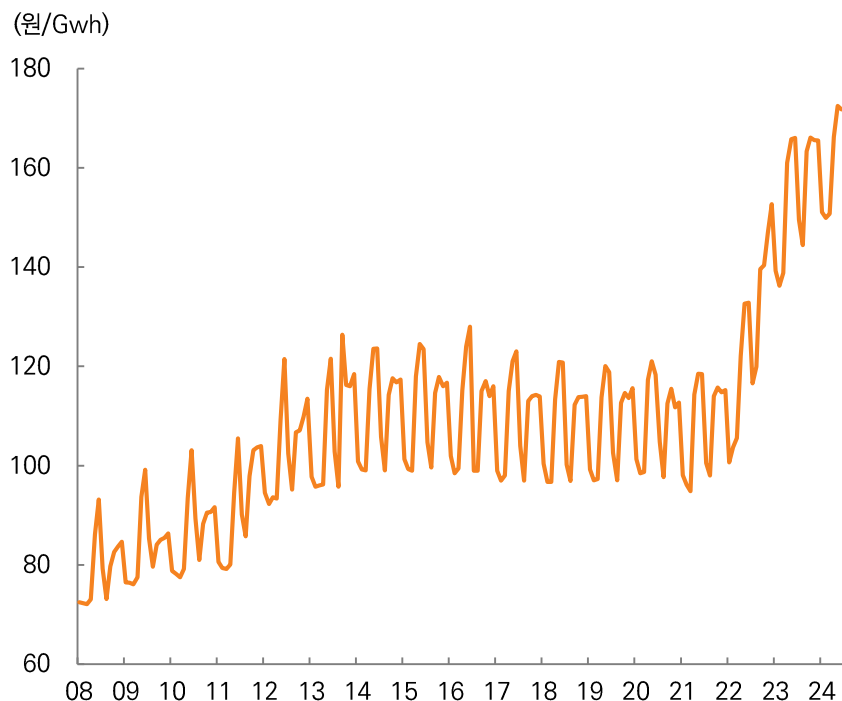
주: SMP 결정 횟수는 2024년 9월 기준
 자료: 전력통계시스템거래소, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 유틸리티 - 전력수요 강세로 판매량 증가

전력수요 강세 판매량 증가

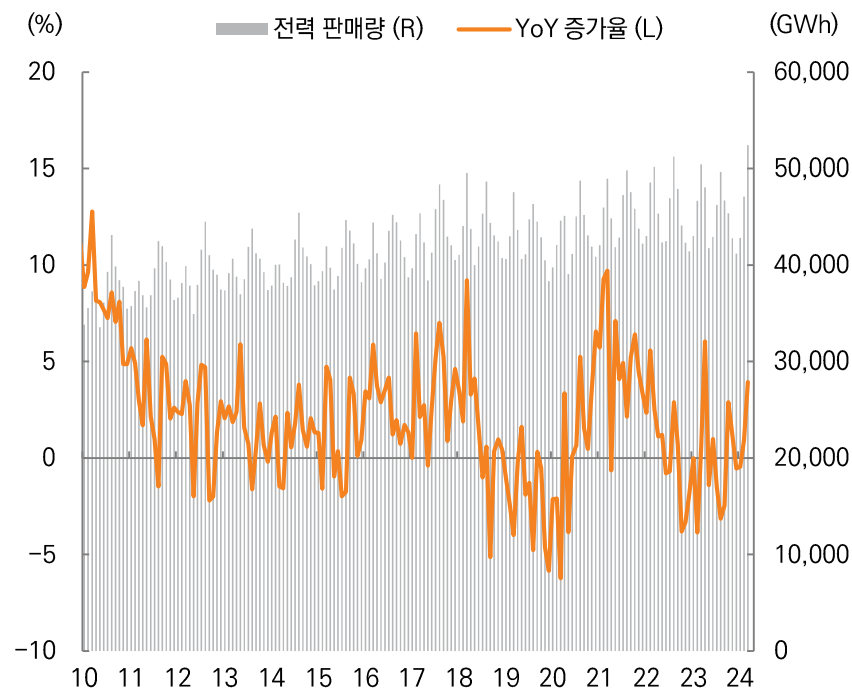
- 8월 전력판매량 3.9% YoY 증가; 전월(1.0%), 2분기(0.1%) 대비 수요 강세
- 8월 평균 판매단가는 3.4% YoY 상승; 전월(4.1% YoY) 대비 둔화

전력 판매 단가



자료: KEPCO, 미래에셋증권 리서치센터

전력 판매량



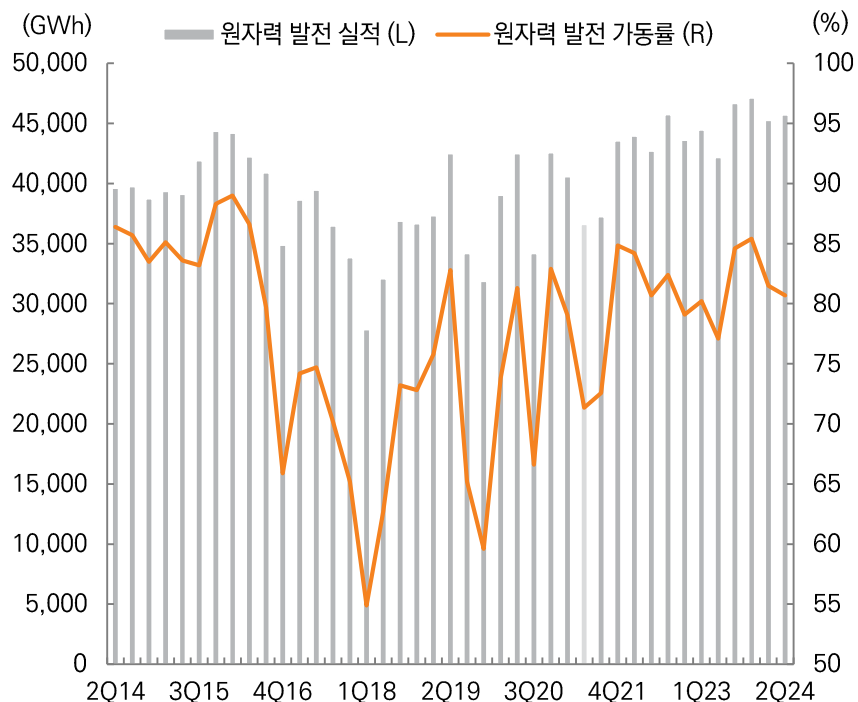
자료: KEPCO, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 유틸리티 - 하반기 원전 비중 지속 확대

원전 발전비중 확대

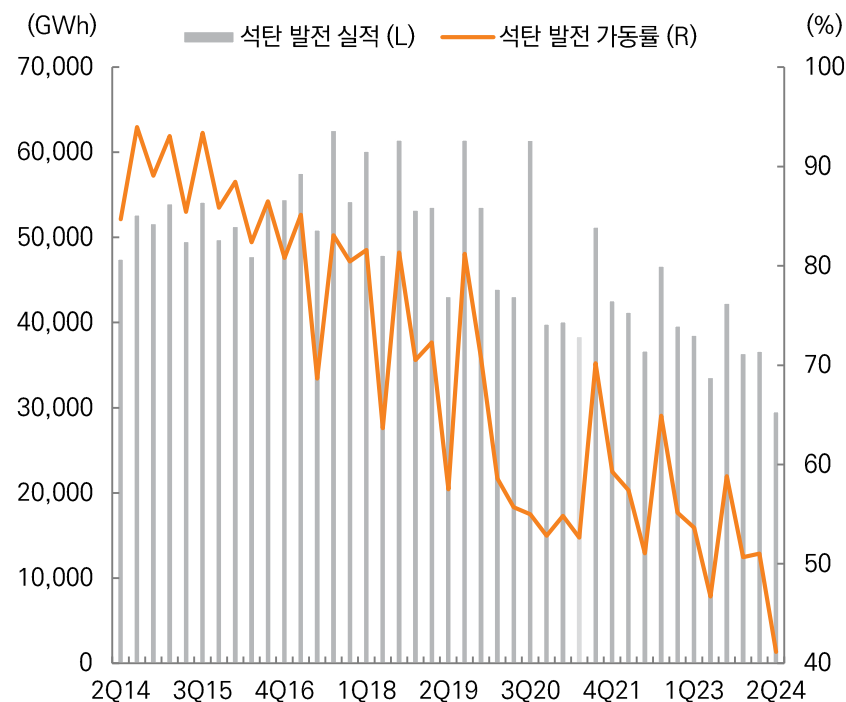
- 새울 3호기, 4호기 각 4Q24/2026년 준공 예정으로 저원가 믹스 증가 기대
- 다만, 고리 3호기 수명 만료(9월 말) 등 기존 원전 중단 여파로 하방 압력 존재

KEPCO 원자력 발전 실적 및 가동률 추이



자료: KEPCO, 미래에셋증권 리서치센터

석탄 가동률: 이제 누구도 반기지 않는 전원



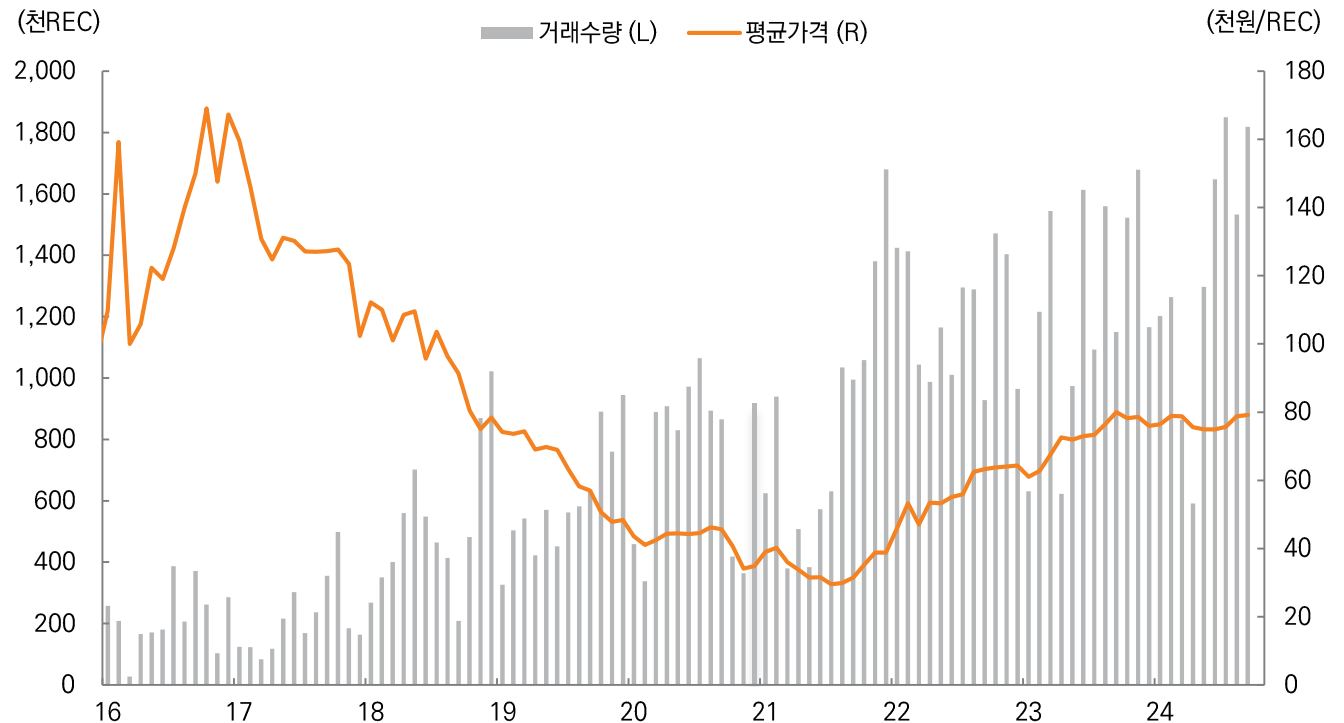
자료: KEPCO, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 유틸리티 - REC 공급 증가 제한적

REC 공급 부족 vs. 전력 수요 둔화

- 경기 둔화 영향에도 REC 거래수량 비교적 견조
- 재생에너지 설비 확대 부진으로 공급량 부족 지속 → 고단가 유지
- 경기 둔화, 기저발전 확대에 따른 수요 둔화 가능성 여부에 주목

REC 가격 vs. 거래량



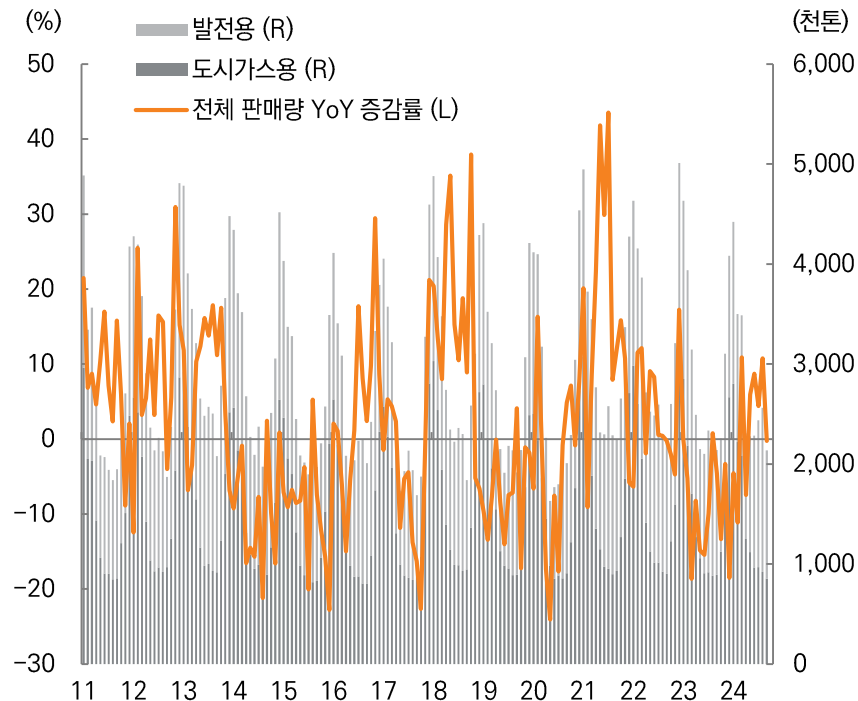
자료: 전력거래소, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 유틸리티 - 미수금 부담 완화 기대

미수금 부담 하반기 완화 기대

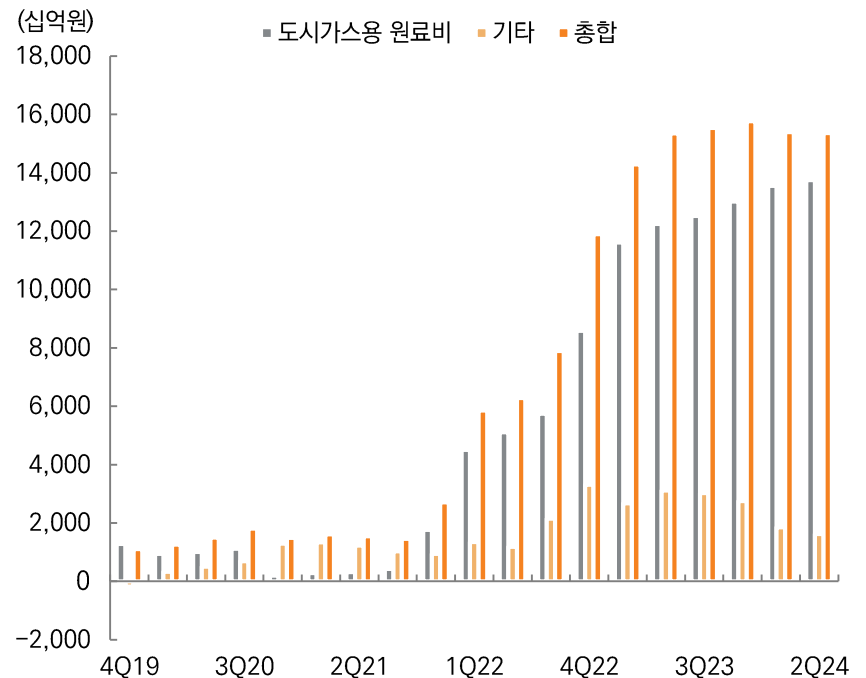
- 한국가스공사의 9월 판매량 -0.2% YoY; 전월(10.8% YoY) 대비 둔화
- 3Q24 총 판매량은 5.1% YoY 증가; 발전용(7.2% YoY) 중심 수요 개선
- 하반기 미수금 부담 점진적 완화 기대
 - 민수용 요금 인상분(8/1~) 반영, 낮은 유가와 환율 역시 긍정적 요인

가스 판매량 추이



자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

분기별 미수금 추이



주1: 3Q20까지 도시가스용 원료비는 민수용/상업용/도시가스발전용 합산한 수치. 4Q20부터 민수용 수치

주2: 기타는 발전용 원료비, 도시가스용/발전용 공급비 합산한 수치

자료: 한국가스공사, 미래에셋증권 리서치센터

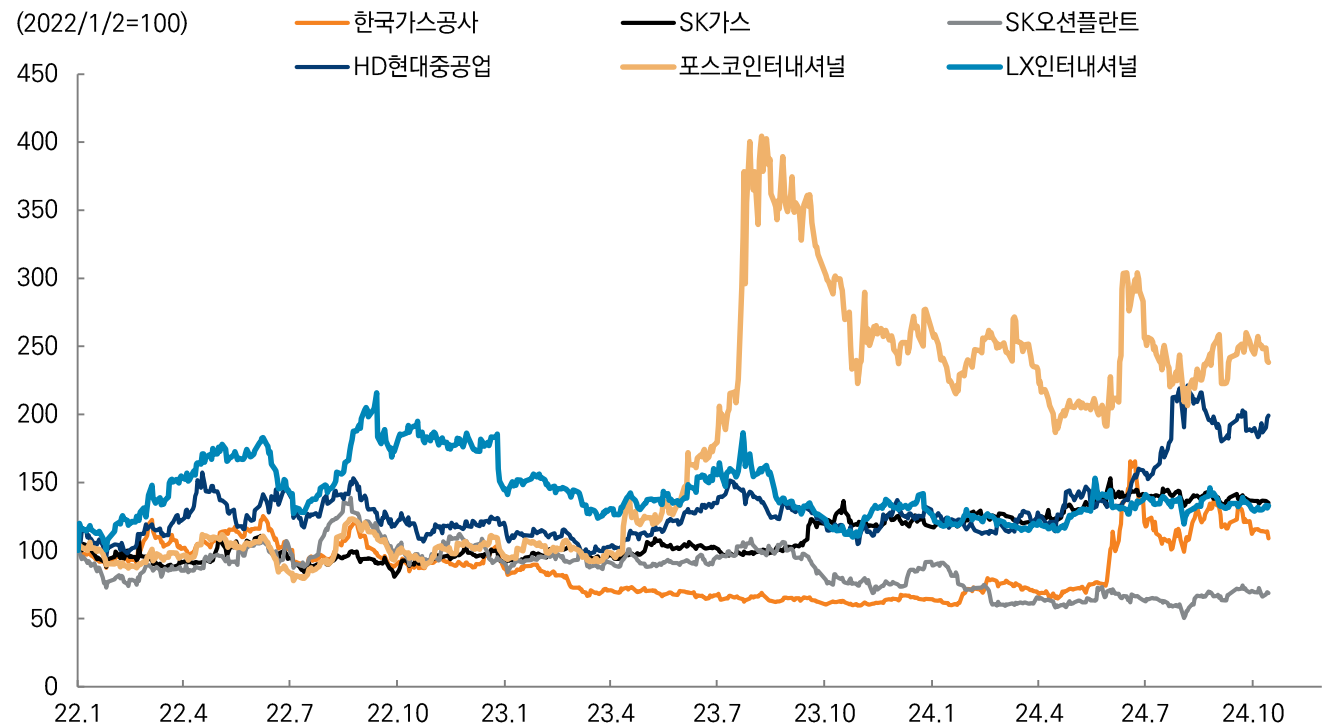
IV. 유틸리티 - 동해 유전에 대한 기대와 현실

기대와 현실 사이

- 국내 가스유틸리티 업체 주가는 동해 가스전 관련 사업일정 구체화 뉴스에 반응
- 매장량과 사업 구조에 대한 가시성 개선시까지 선부른 매매는 자제
- 12월 동해(대왕고래) 첫 탐사 시추 예정: 모멘텀 재현 가능성

자원 개발 관련주 상대주가

(2022/1/2=100)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 유틸리티 - 우라늄, 단기가 소폭 반등

단기 현물가 소폭 반등

- 우라늄 단기가 소폭 반등: 중국 경기 부양책으로 원자재 시장 전반 강세
- 10월 첫째주 단기 현물가 82.25\$/lb (9월 저점 대비 +3.5%)
- 장기 단가 꾸준한 우상향: 9월 장기 단가는 81.5\$/lb로, 연초(1월) 대비 13.2% 상승
- 상승세는 소폭 둔화: 3분기 평균 37% YoY로 전분기(43% YoY) 대비 약세

우라늄 현물 가격



주: 2024년 8월까지 수치
자료: Cameco, 미래에셋증권 리서치센터

우라늄 단기 가격



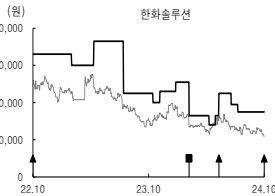
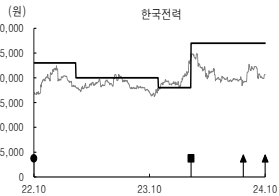
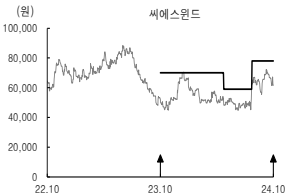
자료: KOMIS, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨에스윈드 (112610)					2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.08.09	매수	78,000	-	-	2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.10	매수	59,000	-16.99	5.93	2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2023.10.18	매수	70,000	-21.80	0.71	2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
한국전력 (015760)					2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.08.09	매수	27,000	-	-	2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2024.02.26	Trading Buy	27,000	-22.90	-7.96	2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.15	중립	18,000	8.06	30.83	2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.02.28	중립	20,000	-7.86	3.50	2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.02.25	1년 경과 이후	23,000	-21.04	-21.04	2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2022.02.25	중립	23,000	-9.03	7.61	2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
한화솔루션 (009830)					2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2024.07.26	매수	35,000	-	-					

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력 와(과) 주식매수계약 체결 등의 기타이해관계에 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한국전력, 한화솔루션 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.