

09 2025
Monthly

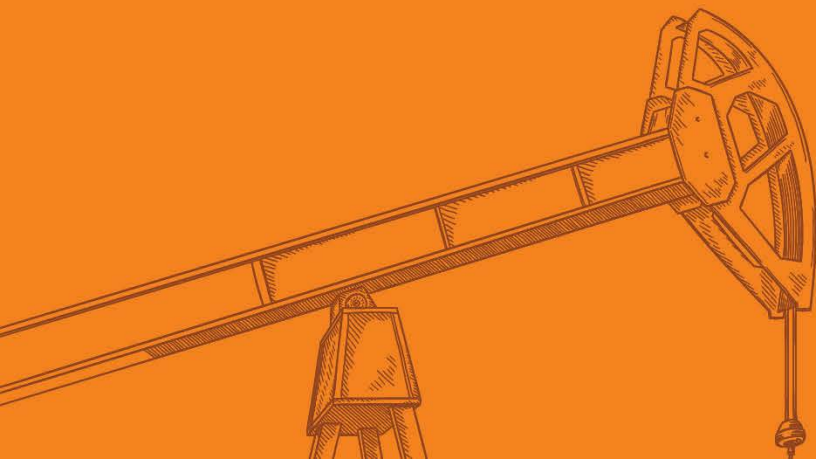
MIRAE ASSET
미래에셋증권

[월간 리서치] 에너지/정유화학

길어지는 유가 바닥 탐색 구간

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com



CONTENTS

Top Pick

OCI홀딩스 (010060)

관심 종목

S-Oil (010950)

I. 국제유가	9
---------	---

II. 정유/화학	15
-----------	----

III. 태양광/풍력	26
-------------	----



[요약] 길어지는 유가 바닥 탐색 구간

국제유가

- **국제유가:** OPEC+ 증산 물량 및 정유설비 정기보수 시즌으로 인한 공급 과잉으로 단기 약세 지속 전망
- 이미 롱/숏 비율이 1.1배(과거 5년 평균 5배)로 과매도 구간 진입. 경험상 향후 한 달 이내에 바닥은 형성할 것으로 예상
- 25년 글로벌 원유 순수요는 평균 -145만 b/d(전월 -133만 b/d)로 6개월 연속 수요 대비 공급이 커지는 상황
- OPEC+, 9월까지 3차 감산을 모두 복원한 후, 10월부터 2차 감산에 대한 복원 시작. 하지만 실증산 가능 여부 관찰 필요

정유 (비중확대) 화학 (중립)

- **관심 종목: S-Oil. 정제마진은 여전히 강하다. 9~10월 유가 약세 구간을 정유주 분할 매수 구간으로 활용 권고**
- **정유:** 러-우 전쟁 및 정유공장 정기보수로 전반적인 정제마진 상승세 유지
- 휘발유 마진, 러시아 휘발유 수출 금지 연장 및 하반기 정기 보수 등으로 보험세 유지
- 경유 마진, 우크라이나의 러시아 정유 설비 타격으로 경유 공급 차질로 강세
- **화학:** 국내외 구조조정 기대감 지속. 실적 개선 기대감보다는 추가 악화 방지 차원에서의 밸류에이션 개선 기대감 존재
- 한국, 정유사들의 NCC 인수 논의 중. 정유사는 통합 프로세스를 통한 시너지 기대 가능
- 중국, 9월 내 구조조정 방안 발표 예정. 20년 이상 된 설비를 폐쇄함으로서 에틸렌, 프로필렌 등 공급과잉을 해소
- 일본, 에틸렌 생산 설비의 대규모 감축에 이어 기업들이 폴리올레핀 사업 통합에도 나서

태양광 (비중확대) 풍력 (중립)

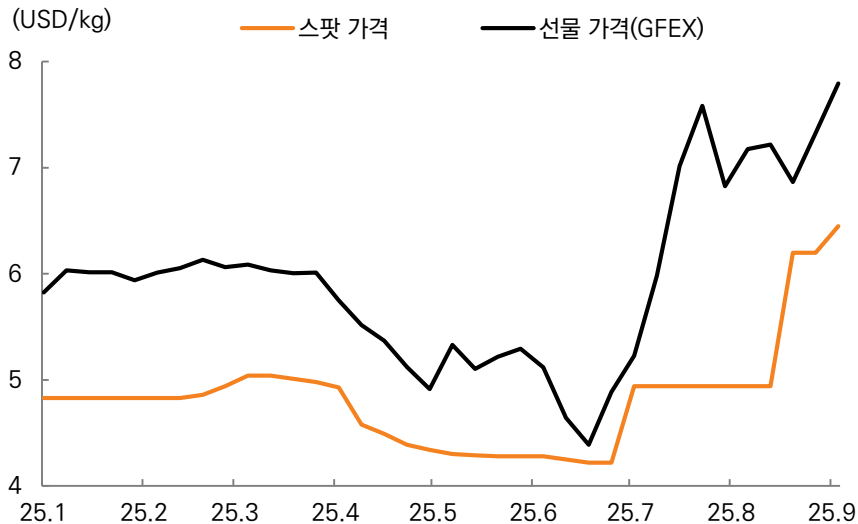
- **Top Pick: OCI홀딩스. 미국 규제로 인한 Non-China 수요의 최대 수혜. 하반기 실적 급격한 회복 전망**
- 트럼프 정부가 삭감한 보조금 금액 규모는 약 320억 달러로 추정(총 금액의 약 19%)
- 신재생에너지 투자가 지역마다 차별화되며, 미국에서 유럽으로의 자본 이동 조짐 감지. 중국 +/- 유럽 +/- 미국 -
- **태양광:** 미국 모듈 가격은 25년 연말까지 5~10센트 상승한 30~35c/w 전망. 다만, 생산 비용 증가는 변수
- 미국 태양광 셀/모듈 수입량은 7월 4.5GW로 전월 대비 -39% 기록. 관세 부과의 영향권 진입
- **풍력:** 육상풍력 강세. 해상풍력 약세 전망. 해상풍력의 역풍으로 인해 디벨로퍼들은 활동 지역을 축소하고, 수익성에 집중
- 25년 상반기 국내 해상풍력 고정가격계약 경쟁입찰 선정 결과 발표에서 공공주도형 해상풍력 프로젝트만 4개 선정

투자포인트

- 목표주가 12.8만원 제시. 펀더멘탈은 이상 없으며, 트럼프 발언으로 인한 조정은 매수 기회로 판단
- 투자포인트 ① Non-China 폴리실리콘 수요 급증, ② 가파른 가동을 회복으로 실적 정상화, ③ 중국 구조조정으로 밸류에이션 리레이팅
- 미국, 중국 노출도를 낮추는 규제 진행 중(PFE, 트럼프 행정명령, Section 232 등). 따라서 동사의 폴리실리콘 선호도 상승하는 상황
- 가동 중단했던 폴리실리콘 공장은 8월부터 가동을 시작해 9월부터는 풀가동 중. 3분기 실적발표를 기점으로 주가 모멘텀 발생 예상
- 중국 공급개혁(Anti-Involution)으로 인한 글로벌 폴리실리콘 기업들의 밸류에이션 리레이팅 역시 긍정적인 모멘텀으로 작용 예상

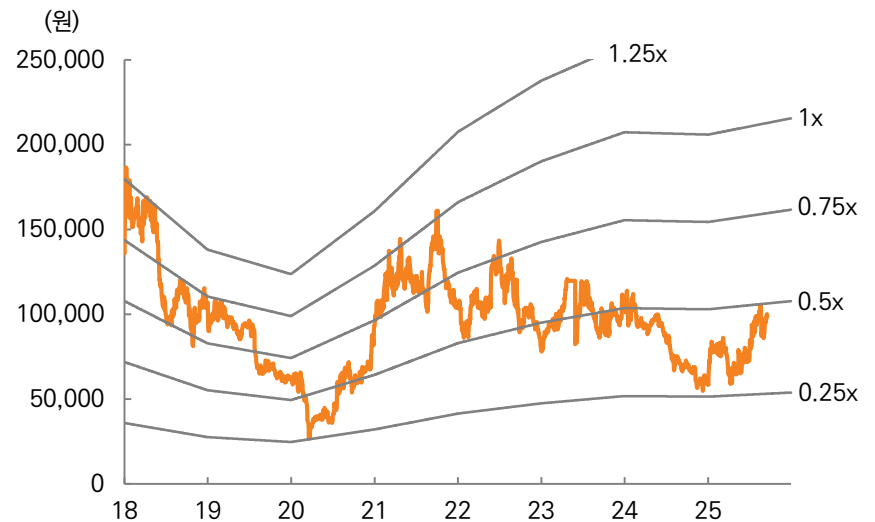
Key Charts

중국 폴리실리콘 가격 추이



자료: GFEX, PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



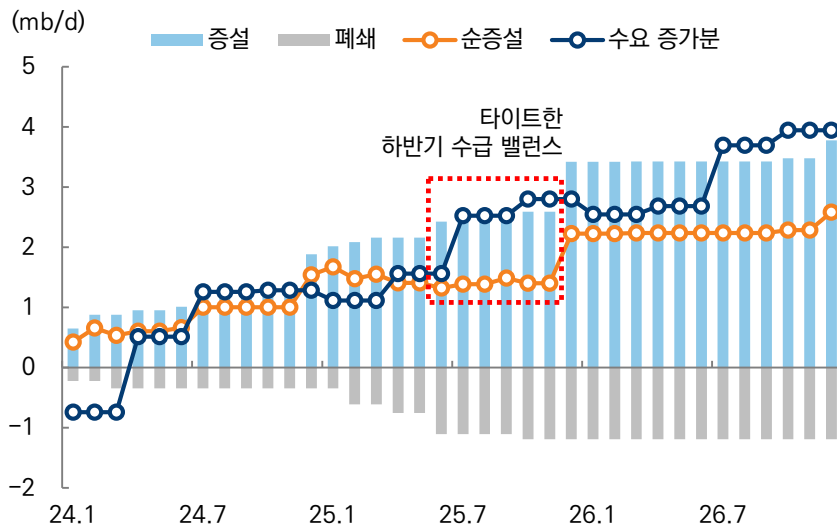
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

- 목표주가 8.2만원 유지. 9~10월 유가 약세 구간을 정유주 분할 매수 구간으로 활용 권고
- 투자포인트는 ① 하반기 정제설비 순증설량 부족으로 정제마진 강세 전망, ② 연말 유가 상승으로 긍정적인 주가 모멘텀 기대, ③ 사힌 프로젝트 보유해 국내 화학 구조조정에도 손해가 있기 때문
- 다만, 9~10월 단기적으로 유가 약세를 전망하고 있기에, 연말을 바라보며 모아가는 구간으로 판단
- 연말까지 유가 반등을 전망하는 이유는 ① 정기보수 시즌 종료로 수요 반등, ② OPEC+의 실질 증산량 제한적, 3) 금융시장의 섯포지션으로의 쏠림 때문

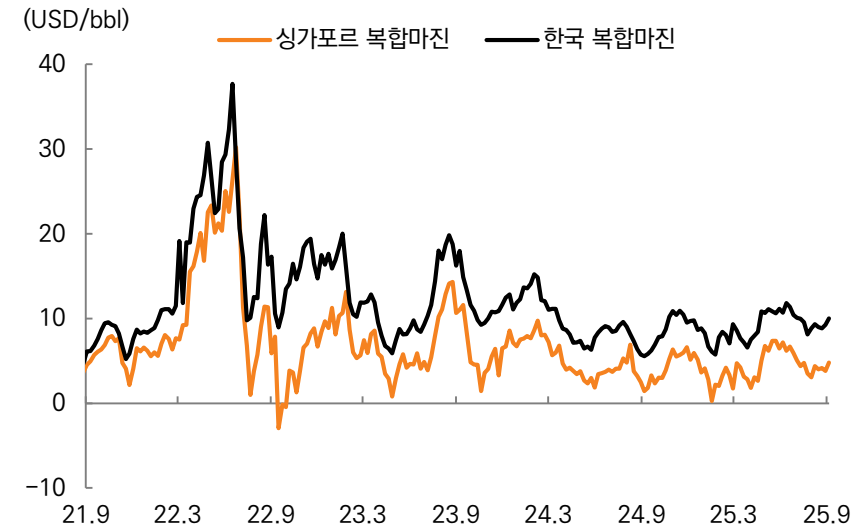
Key Charts

글로벌 정제설비 순증설 vs. 수요 증가분 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

정제마진 추이

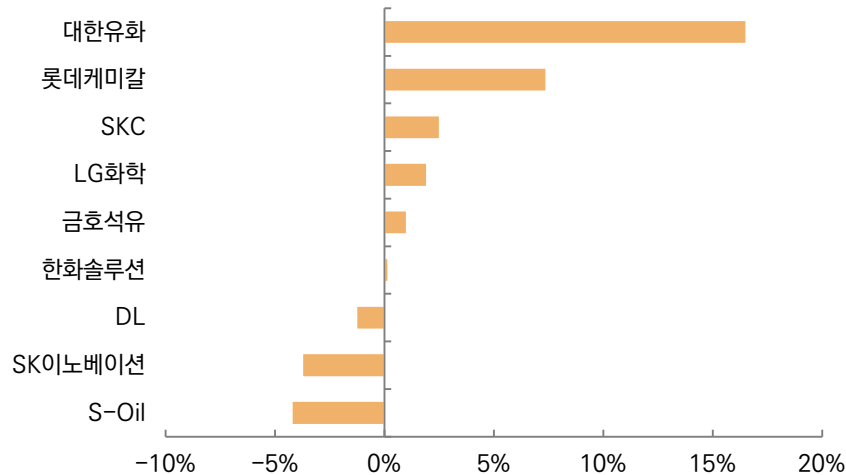


자료: 페트로넷, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

8월 월간 수익률(8/14~9/16)

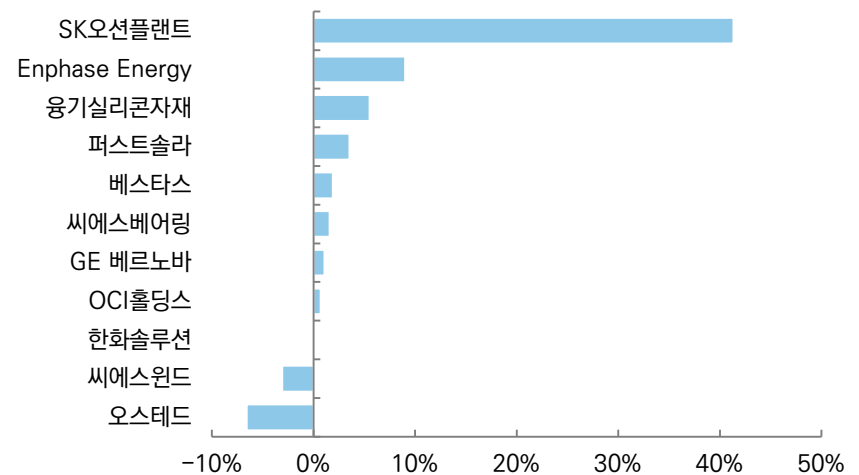
섹터별 월간 수익률

정유/석유화학



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신재생에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

정유/석유화학

- 석유화학은 국내 및 중국 구조조정 기대감으로 인해 반등
- 대한유화는 한주 편입으로 인한 포트폴리오 강화 및 하반기 흑자 전환에 대한 기대감에 힘입어 섹터 아웃퍼폼
- SK이노베이션/S-Oil은 유가 약세가 지속되어 견조한 정제마진에도 불구하고 소폭 하락

신재생에너지

- 신재생에너지는 금리 인하 기대감 및 중국 태양광 구조조정 기대감 반영되며 상승
- SK오션플랜트는 미군 MRO를 위한 MSRA 체결 기대감에 41% 상승하며 섹터 아웃퍼폼
- 오스테드는 미국 정부가 80% 완성된 Revolution Wind 프로젝트의 작업 중단 명령에 지속 하락세

섹터별 수익률 및 지표 정리

(십억달러, %, x)

기업명	시가총액	통화	주가	주가수익률				영업지표(25F)					밸류에이션(25F)		
				1W	1M	3M	1Y	매출액	영업이익	OPM	EPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
에너지	56.555	KRW	3,923	3.9	-2.1	17.0	-16.5	84.1	4.3	5.1	8.7	2.9	22.8	0.7	6.4
화학	62.002	KRW	4,335	6.0	9.6	11.4	26.3	259.6	11.8	4.6	15.9	4.0	18.2	0.7	5.0
유틸리티	28.322	KRW	1,138	-1.5	-4.8	17.1	38.7	113.3	13.9	12.3	8.7	14.6	3.3	0.5	3.9
SK이노베이션	12.862	KRW	105,000	-1.5	-3.8	13.8	13.8	56.7	0.1	0.2	-5.3	-4.2	-	0.6	18.5
S-Oil	4.780	KRW	58,600	-1.8	-4.2	-8.0	-8.0	24.2	0.2	0.8	0.4	0.6	105.1	0.8	11.8
GS	3.181	KRW	47,250	2.8	2.9	-1.6	-1.6	18.2	2.0	11.0	5.0	4.5	6.8	0.3	5.1
HD현대	9.181	KRW	160,400	9.1	19.3	17.4	17.4	50.5	3.8	7.5	7.8	9.3	14.8	1.4	5.3
사우디 아람코	1495.56	SAR	23.18	-0.5	-3.6	-8.4	-8.4	425.4	190.9	44.9	0.4	24.1	15.4	3.7	7.3
엑슨 모빌	478.976	USD	112.35	2.3	5.5	-0.1	-0.1	330.2	41.2	12.5	6.7	11.1	16.7	1.8	7.5
쉐브론	322.076	USD	157.31	2.1	0.5	7.7	7.7	189.0	22.0	11.6	7.9	8.7	19.9	1.9	8.5
코노코필립스	115.315	USD	92.33	1.0	-3.1	-2.8	-2.8	56.0	13.5	24.1	6.4	12.8	14.4	1.8	5.3
한화솔루션	3.743	KRW	30,050	3.8	0.2	-17.6	-17.6	10.5	0.2	2.2	-0.9	-3.8	273.5	0.6	16.5
OCI홀딩스	1.351	KRW	99,100	1.3	0.7	25.9	25.9	2.7	0.1	4.5	2.4	1.6	-	0.5	8.7
퍼스트솔라	22.200	USD	207.00	1.9	3.5	18.1	18.1	5.3	1.8	33.2	15.4	18.8	-	2.4	9.7
용기실리콘자재	18.158	CNY	17.05	-3.2	5.5	16.5	16.5	10.4	-0.6	-6.0	-0.1	-5.9	7.7	2.3	119.3
Enphase Energy	4.966	USD	37.98	-2.1	9.0	-17.3	-17.3	1.5	0.4	24.7	2.7	23.3	-	5.3	11.7
SK오션플랜트	1.245	KRW	28,550	19.5	41.3	43.5	43.5	0.8	0.0	5.6	0.4	4.4	-	2.3	22.7
씨에스원드	1.348	KRW	44,100	2.7	-3.1	-12.7	-12.7	2.2	0.2	10.9	3.9	19.2	30.8	1.4	5.8
씨에스베어링	0.140	KRW	7,090	5.2	1.6	-12.1	-12.1	0.1	0.0	9.2	0.2	9.2	-	1.9	12.2
GE 베르노바	171.142	USD	628.68	4.7	1.1	28.9	28.9	37.2	2.1	5.6	7.8	21.6	30.5	15.7	48.2
오스테드	12.963	DKK	195.15	-3.9	-6.6	-29.3	-29.3	11.9	2.5	21.0	2.8	10.5	18.7	1.0	6.5
베스타스	18.678	DKK	117.05	-4.8	1.9	4.5	4.5	22.3	1.2	5.5	0.9	19.0	13.5	4.0	7.7
LG화학	14.731	KRW	288,000	-1.7	1.9	40.1	40.1	33.0	1.4	4.2	0.8	0.1	-	0.7	7.8
한화솔루션	3.743	KRW	30,050	3.8	0.2	-17.6	-17.6	10.5	0.2	2.2	-0.9	-3.8	14.2	0.6	16.5
롯데케미칼	2.027	KRW	65,400	-1.1	7.4	0.8	0.8	13.4	-0.4	-3.1	-14.1	-6.0	-	0.2	20.5
금호석유	2.097	KRW	109,400	-0.4	1.0	-5.0	-5.0	5.2	0.3	4.9	10.2	6.3	53.0	0.5	4.5
SKC	2.897	KRW	105,600	8.0	2.5	16.8	16.8	1.4	-0.2	-10.4	-5.8	-25.9	8.2	3.3	957.3
DL	0.582	KRW	38,350	-1.2	-1.3	-16.8	-16.8	4.0	0.3	8.0	-0.2	-0.2	21.4	0.2	6.8
대한유화	0.535	KRW	113,500	-8.6	16.5	36.7	36.7	2.3	0.0	0.2	2.7	1.4	125.8	0.4	6.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 섹터별 주요 뉴스

신재생

08월 20일	<u>중국, 태양광 공급과잉에 칼 댄다…"낙후 생산시설 철수 추진"</u>
08월 22일	<u>"EU, 태양광 신규 설치 10년 만에 줄었다"</u>
08월 25일	<u>트럼프 "사기극" 비난 이후… 완공 앞둔 '해상 풍력' 중단시켰다</u>
09월 04일	<u>트럼프, '해상풍력 발전 저지' 본격화…정부기관 전방위 동원</u>
09월 12일	<u>SK오션플랜트, 美 해군 함정정비협약 '순항'…올해 체결 예상돼</u>

정유화학

08월 20일	<u>정부·업계, 석화 NCC 25% 감축 추진…"기업들 재편안 가져와야 맞춤 지원"</u>
08월 26일	<u>'석유화학 경쟁력 강화 특별법' 대표 발의</u>
09월 07일	<u>10분 만에 결론… OPEC+, 10월 추가 증산키로</u>
09월 11일	<u>SK·대한유화 NCC 구조조정 협의 난항…여수·대산은 물밑교섭</u>
09월 13일	<u>트럼프 "나토, 러 석유 구매 중단하고 중국에 50~100% 관세 부과해야"</u>

[월간 리서치] 에너지/정유화학

국제유가

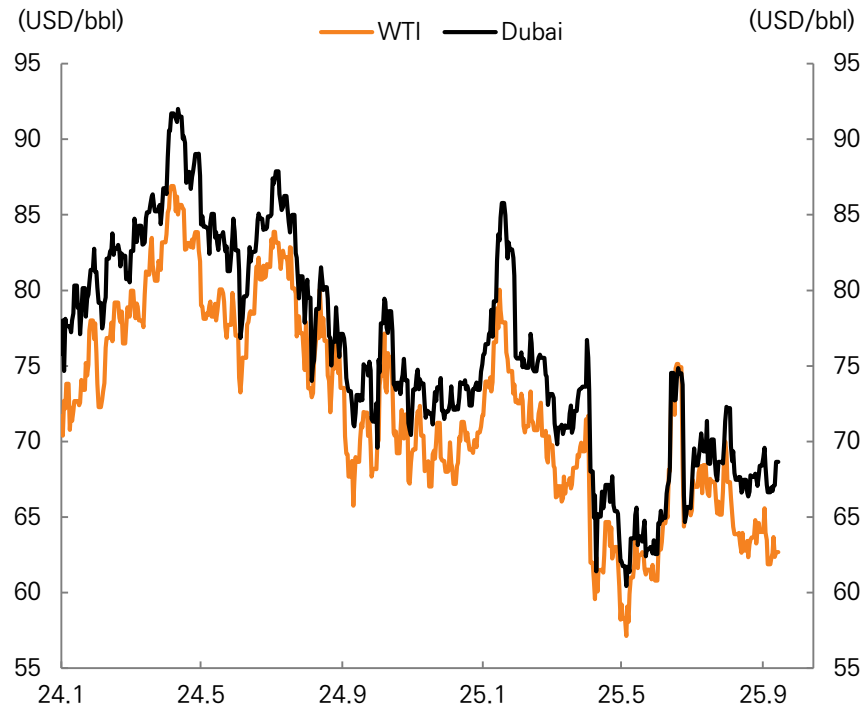


I. 국제유가 - 단기 약세 의견 유지

OPEC+의 증산으로 인한 유가 약세 지속 전망

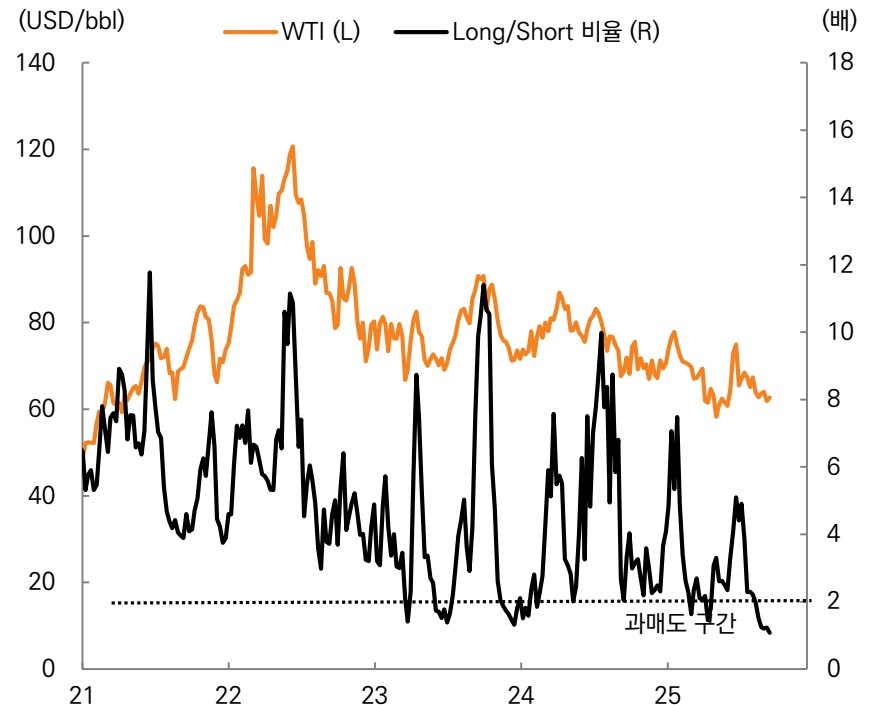
- 결론: OPEC+ 증산 물량 및 정유설비 정기보수 시즌으로 인해 단기 약세 지속 전망
- 국제유가는 한 달 이내에 바닥은 형성할 전망. 과거 과매도 구간 진입 후 추가 하락세가 가장 길게 지속됐던 OPEC vs. 미국 치킨 게임(2016)과 COVID-19(2020) 때, 추가 하락 기간은 61일/67일
- 투기 포지션의 롱/숏 비율은 1.1배 수준까지 하락. 과매도 구간 진입한 지 35일째
- 이대로 유가가 60~65달러 대에 오래 머물 수 있는 가능성은 있으나, 추가 하락폭은 제한적일 전망

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국제유가와 투기 포지션 롱/숏 비율 추이



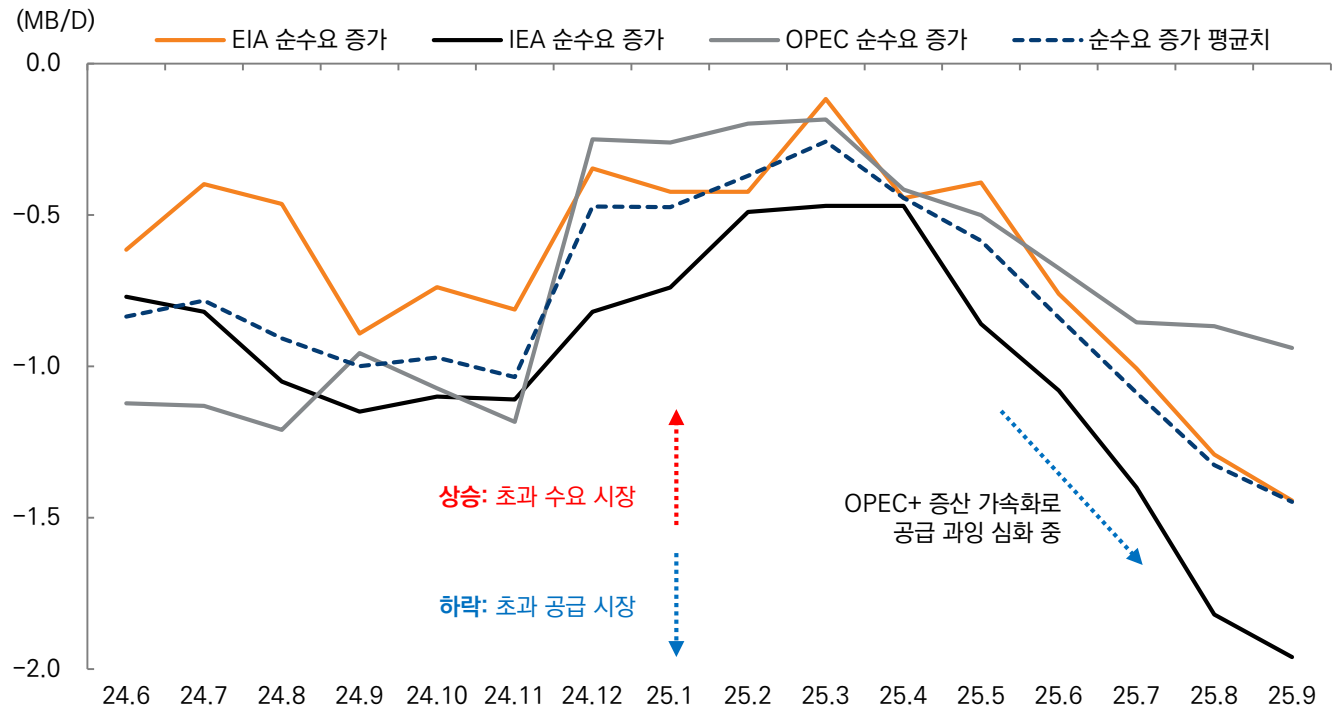
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 - 공급 과잉 시장 지속

원유 시장, 6개월 연속
공급 전망치가 더
우세해지는 상황

- 25년 글로벌 원유 순수요는 평균 -145만 b/d(전월 -133만 b/d)로 6개월 연속 초과 공급 방향 조정
- 수요 성장 전망치는 크게 변하지 않았지만, 공급 성장 전망치는 OPEC+가 10월에도 증산을 결정하며 상향 조정
- 25년 글로벌 원유 순수요 전망은 EIA(-144만 b/d), IEA(-196만 b/d), OPEC(-94만 b/d)
- 평균 수요 성장 전망치 98만 b/d(Flat MoM), 평균 공급 성장 전망치 242만 b/d(+11만 b/d MoM)

25년 글로벌 원유 순수요(수요 - 공급) 성장 전망치 변화



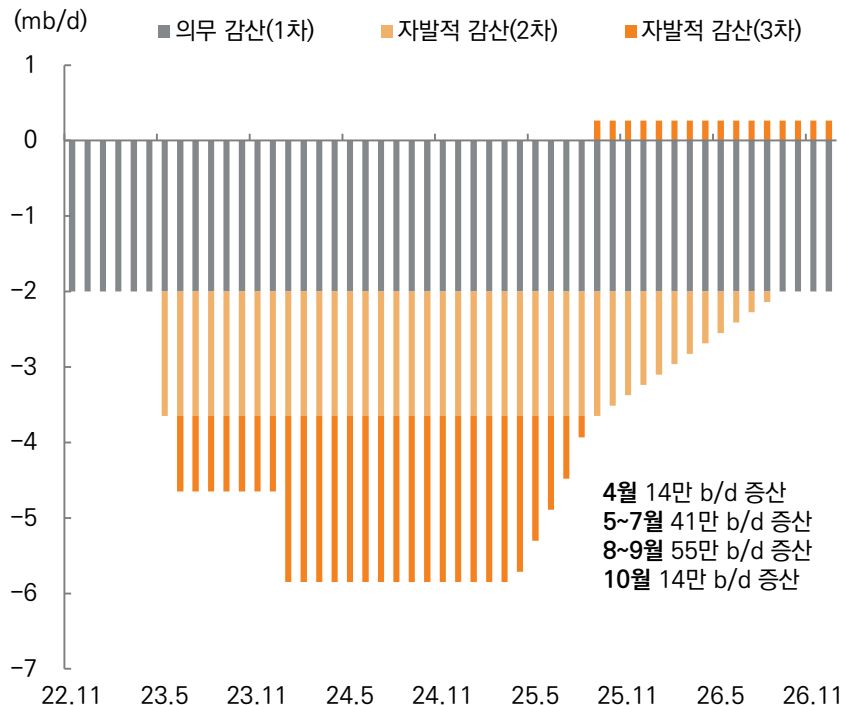
주: OPEC의 공급 전망은 OPEC+의 증산 계획 일정을 반영
자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 - OPEC+, 신규 증산 시작

OPEC+ 증산 물량 지속 증가 중

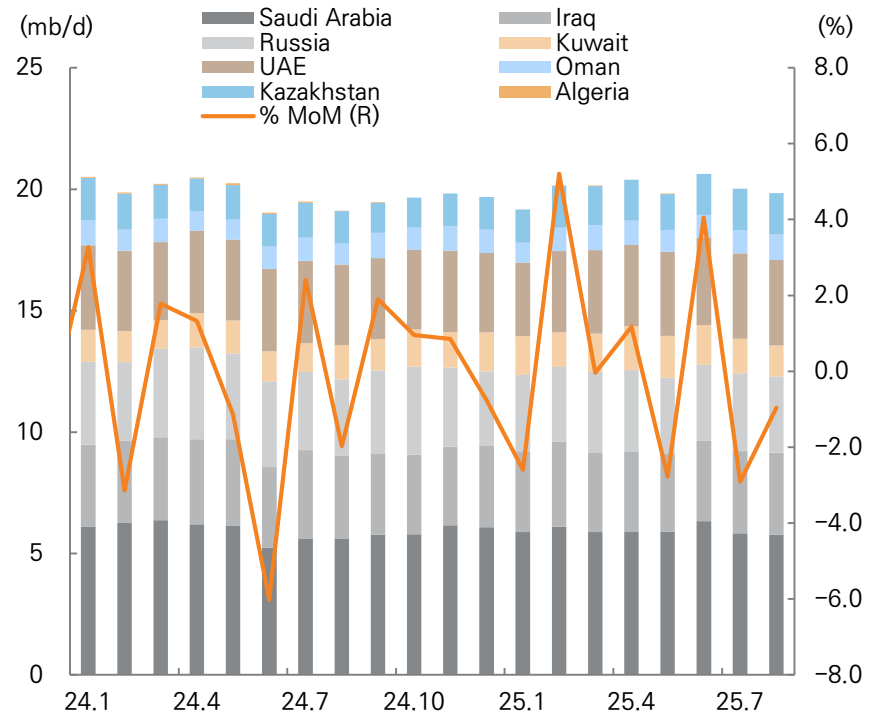
- OPEC+, 9월까지 3차 감산을 모두 복원한 후, 10월부터 2차 감산에 대한 복원 시작
- 10월 증산량은 13.7만 b/d. 이대로 12개월간 증산한다면 2차 감산(165만 b/d)를 모두 복원하는 양
- 증산 계획대로 실증산량이 늘어날 수 있는가는 모니터링 해봐야하는 상황
- OPEC+ 8개국의 수출량은 6월 이후, 2개월 연속 감소하는 추세. 6월 수출량 증가는 사우디 아라비아가 지정학적 리스크(이란-이스라엘)를 감안해 급격히 수출량을 늘렸기 때문
- 향후 카자흐스탄, 알제리 등도 수출량이 늘어날 수 있을지는 지켜봐야하는 상황

OPEC+ 감산 쿼터 일정



자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC+ 8개국의 수출량 추이



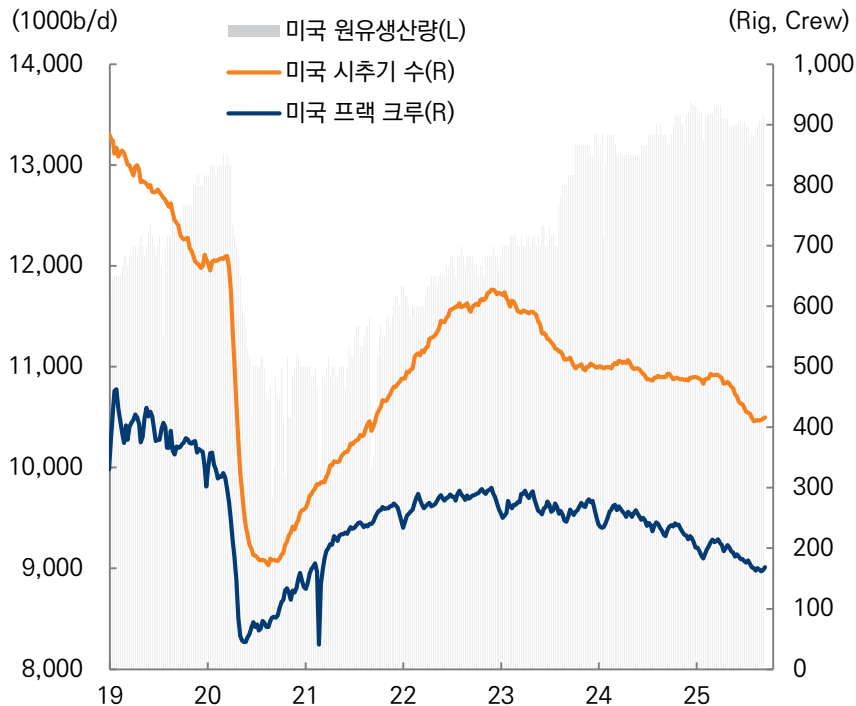
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 - 4분기 미국 셰일 피크아웃 전망

4분기부터 미국 셰일 생산량 점차 감소 전망

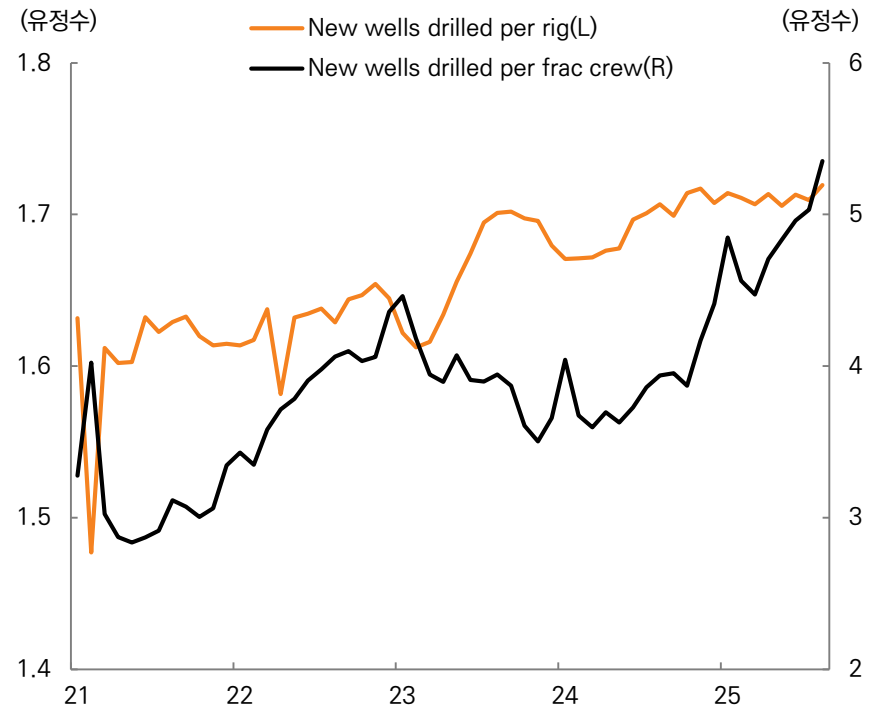
- 미국 원유 생산량은 10월부터 점차 감소할 전망. 원유 시추기 수는 4~5월부터 감소하기 시작했고, 래깅 타임 5~6개월을 감안하면 10월부터 원유 생산량 점차 감소할 가능성이 높아
- 지난 6개월 간, 운영 중인 시추기 수는 -15%, 프랙 크루는 -20%(지난 한달 간, 약 1%씩 소폭 증가)
- 8월에는 효율성 소폭 개선(시추기 효율성 1.71 → 1.72, 프랙크루 효율성 5.03 → 5.35)
- 하지만 미국 원유 생산량을 유지하기에는 아직은 부족한 수준의 효율성 개선으로 판단

미국 원유생산량과 시추기 수/프랙 크루 수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시추기/크루 당 드릴 유정 수(효율성 지표)



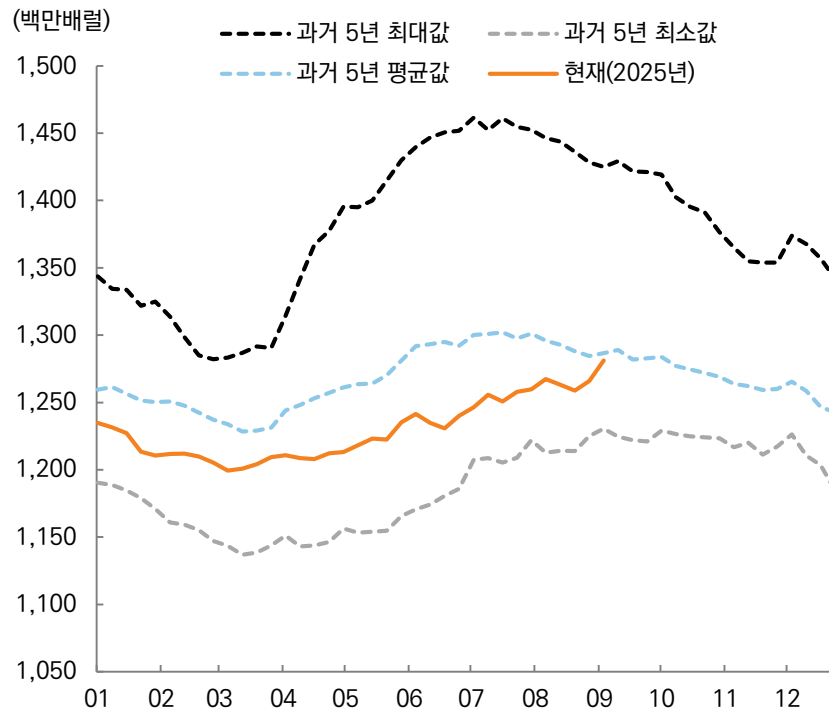
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 - 미국 재고 및 가동률

글로벌 정제설비,
정기보수 시즌 돌입하며
수요 약해질 전망

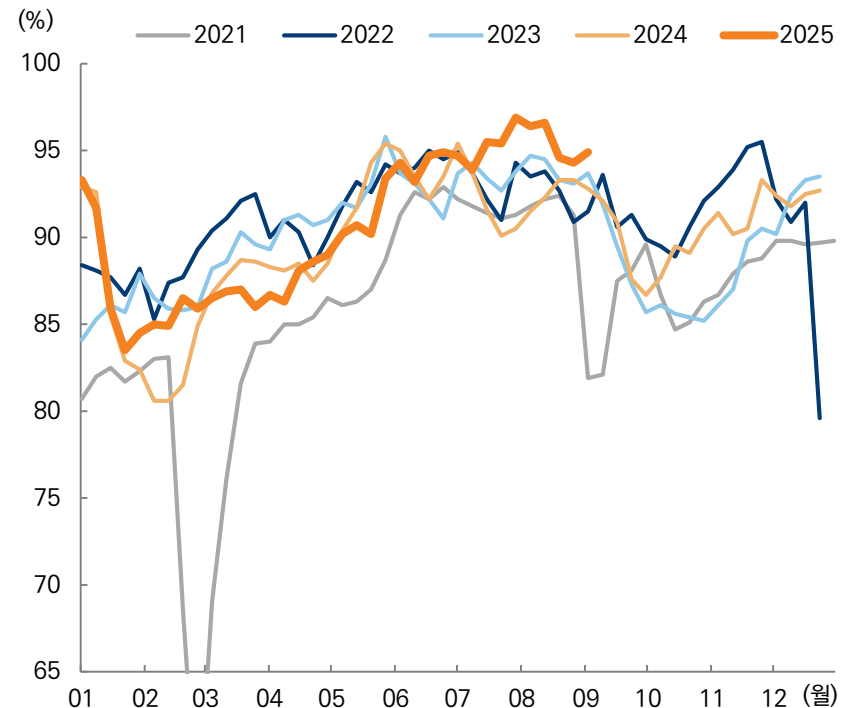
- 미국 총 석유제품 재고는 5년래 평균에 도달. 주로 원유 및 경등유 재고가 증가하는 중
- 원유 및 중간유분 재고의 증가 영향. 드라이빙 시즌의 종료로 휘발유 수요도 점차 약해질 전망
- 미국 정제설비 가동률은 94.9%로 5년래 최고치 지속 중이지만, 곧 정기보수 시즌 돌입
- 원유 수요는 약해질 전망이지만, 여태까지 가동률을 지킬 수 있었던 요인은 석유제품 수요 강세는 지속
- 따라서 유가에 대한 단기 약세 전망과 정제마진 강세 전망을 유지

미국 총 석유제품 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 정제설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

정유/화학

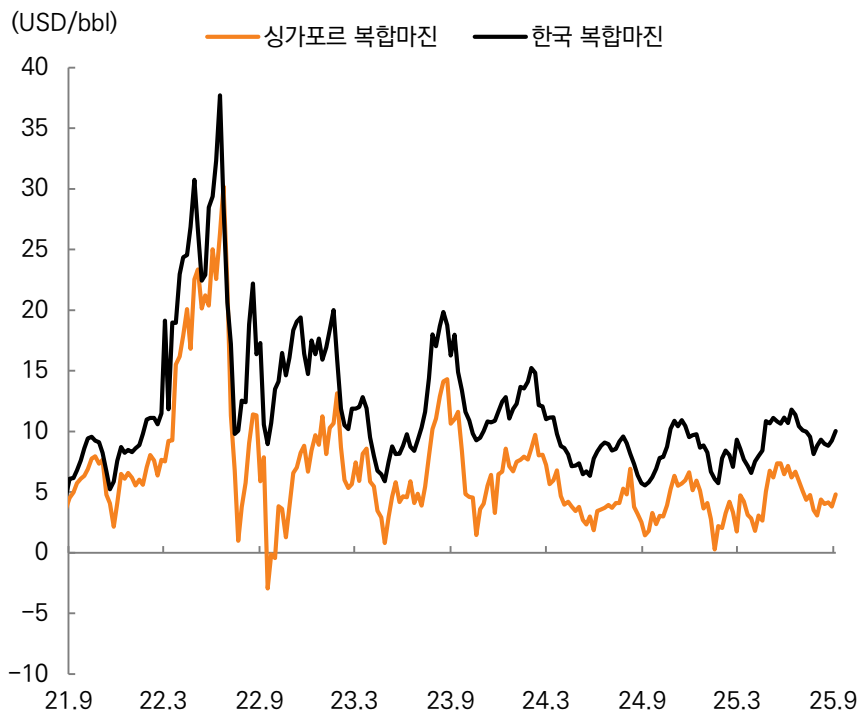


II. 정유 - 총체적 공급 차질로 정제마진 지지

정제 마진 상승

- 결론: 러-우 전쟁 및 정유공장 정기보수로 전반적인 정제마진 상승세 유지
- 싱가포르 복합정제마진, 배럴당 4.8불 기록으로 상승(전월 배럴당 4.3불)
- 휘발유 마진, 러시아 휘발유 수출 금지 연장 및 하반기 정기 보수 등으로 보합세 유지
- 경유 마진, 우크라이나의 러시아 정유 설비 타격으로 경유 공급 차질로 강세

싱가포르 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 휘발유 마진 강세 유지

러시아의 휘발유 수출 금지 연장 가능성 및 정유 공장 정기 보수

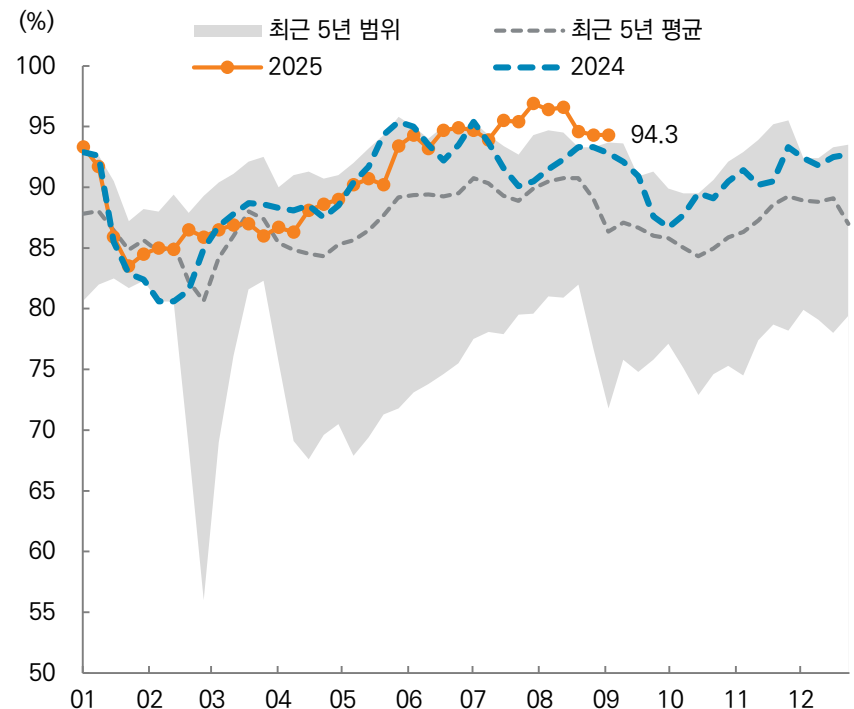
- 휘발유 마진, 글로벌 공급 리스크가 계절성 하락을 상쇄하며 배럴당 12불 기록
- 러시아 휘발유 수출 금지가 10월까지 연장돼 글로벌 휘발유 공급 제약 확대
- 9월 하반기 예정된 유럽/미국 등 정유 공장 정기 보수가 공급을 줄이며 시장 심리 지지
- 미국 USGC 정유소 가동률 이주 연속 하락, 10월 설비 점검 피크 예상

한국 휘발유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

미국 정유 설비 가동률



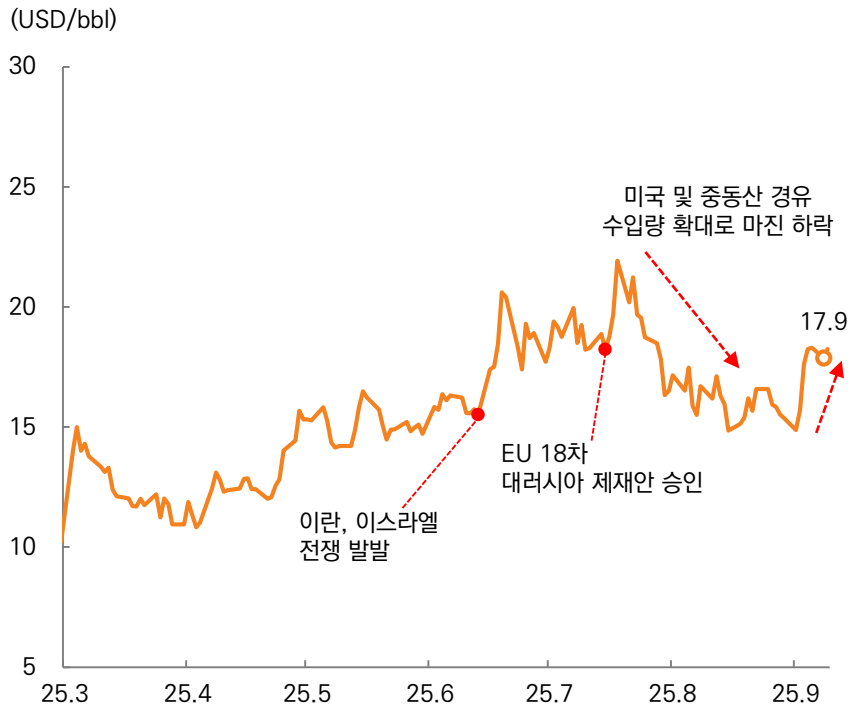
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 경유 마진 상승세

중동 및 미국산 수입 확대

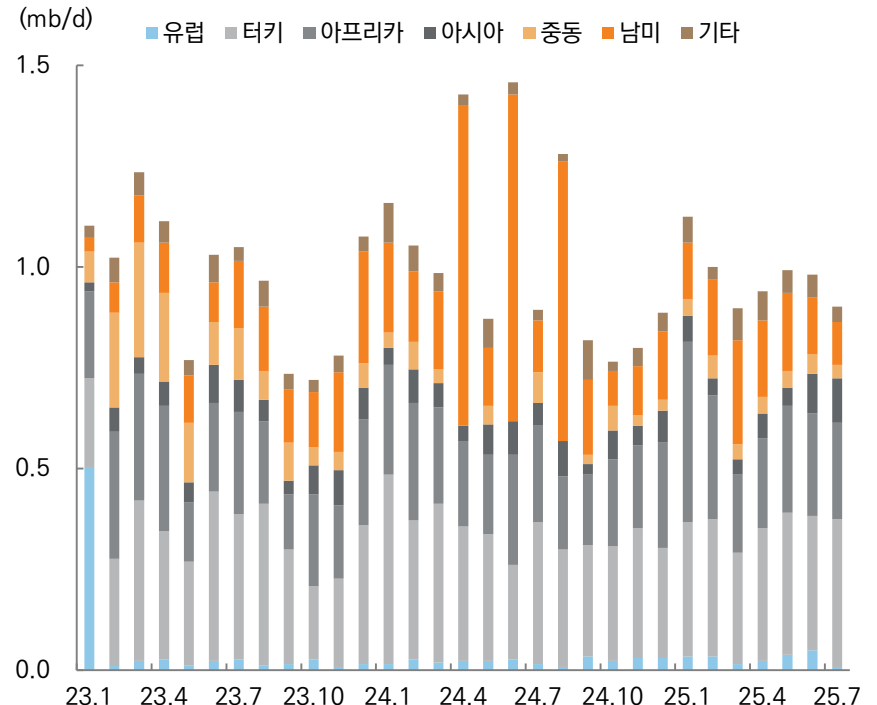
- 경유 마진, 러-우 정유소 공격으로 지난달 동기 대비 5.3% 상승하며 배럴당 17.9불 기록
- 러시아의 공격으로 주요 정유소가 파괴된 우크라이나가 인도산 디젤 연료 수입을 확대함
- 러시아 또한 정유소 손상으로 유럽 디젤 공급 차질 심화, 글로벌 시장 불안정 확대
- 우크라이나 공격을 받은 러시아 정유시설의 정제능력은 연간 4,400만톤 이상으로, 러시아 전체의 10% 이상에 해당

한국 경유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 경유 수출량 추이



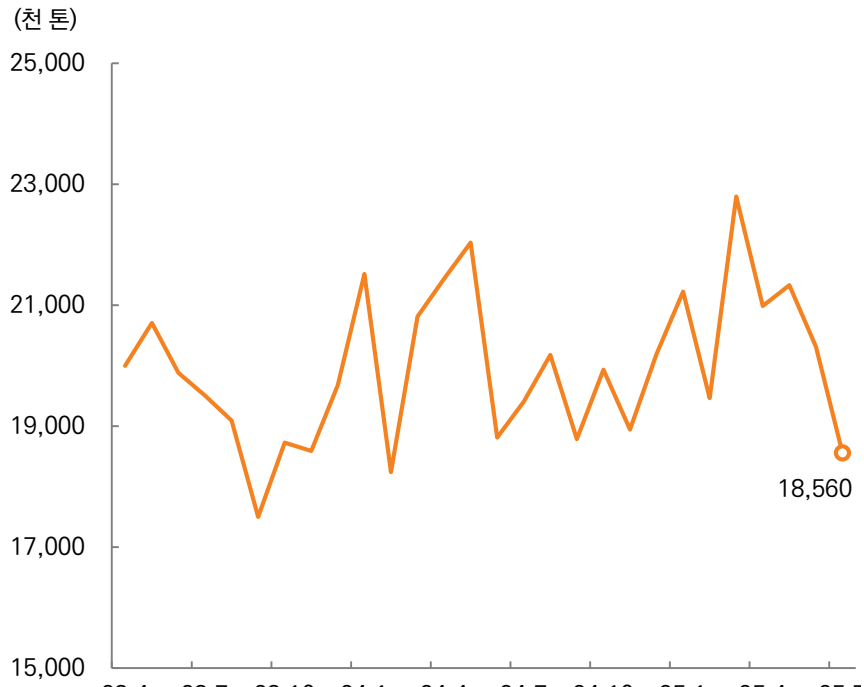
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 미국의 대(對)인도 고율 관세

러시아산 원유 제품 거래에 대한 제재

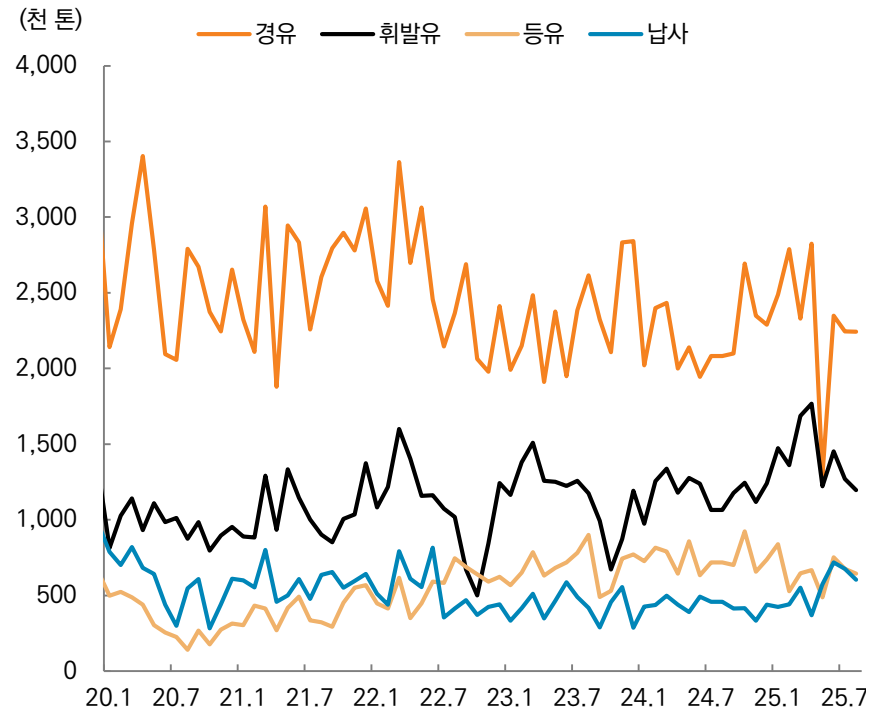
- 2025년 8월 27일부로 미국의 대(對)인도 추가 25% 부과로 '최대 50% 관세' 발효
- 관세 압박 이후 인도의 러시아산 원유 도입 급감, 대체 조달 모색
- 8월, 러시아 우랄유 대(對)인도 선적량 일평균 약 40만 b/d로 급감 (이전 118만 b/d), 중동·미국산으로 전환 움직임
- 러시아산 할인 원유 축소 시 인도 정유사의 원가 상승·마진 압박 및 아시아 정유 수급 흐름 변동 가능

인도 원유 수입량



자료: PPAC, 미래에셋증권 리서치센터

인도 정유제품 수출 추이



자료: PPAC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 중국 정유 생산 감축까지 최소 5년

과잉 설비와 경쟁완화가 목표

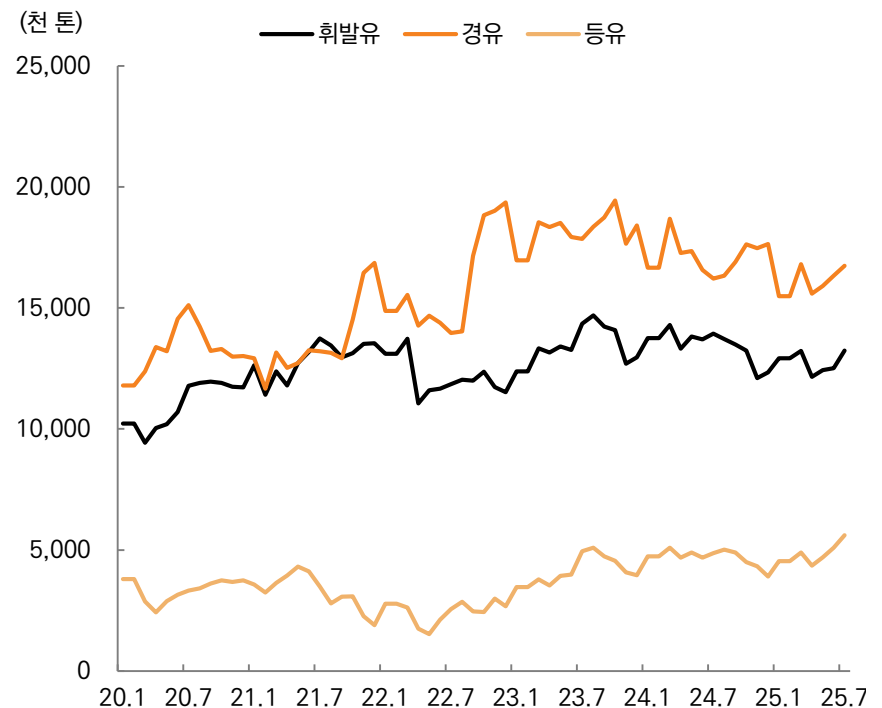
- 중국서 약 1억 톤(전체 캐파의 약 10.5%)의 설비를 3~5년에 걸쳐 퇴출 예정. 정제마진 개선 기대
- 중국의 '반내권(Anti-Involution)' 운동의 일환으로, 디플레이션 대응과 업계 경쟁력 향상을 위한 구조 조정 추진
- 중국 정유소 소형 시설 폐쇄, 노후 공장 업그레이드, 첨단 소재 분야로 전환 추진 예정

중국 정유설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 정유제품 생산량 추이



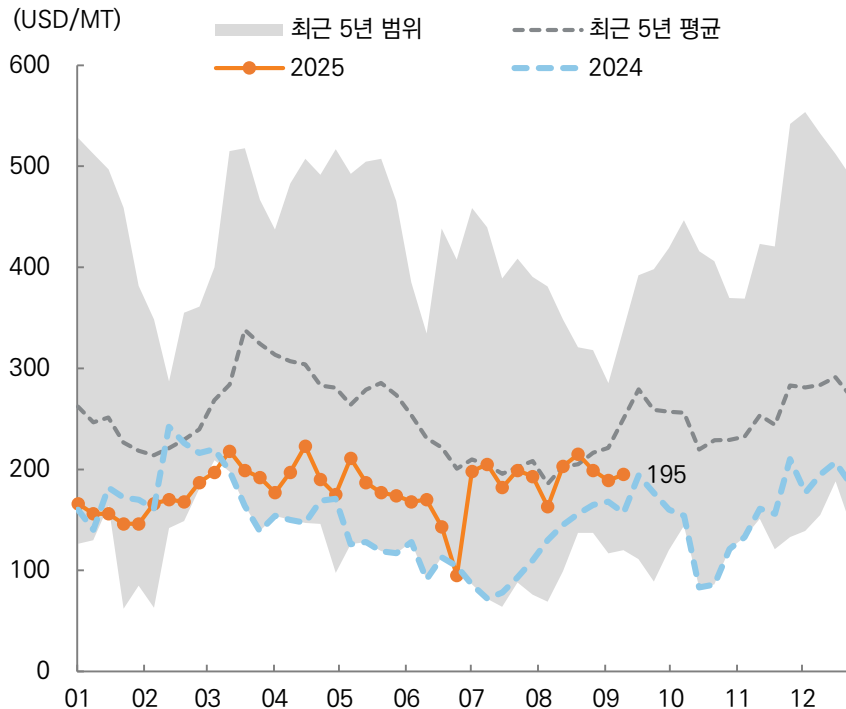
자료: Sublime China Information, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 에틸렌

아시아 화학 허브의 가동 중단으로 하방 지지

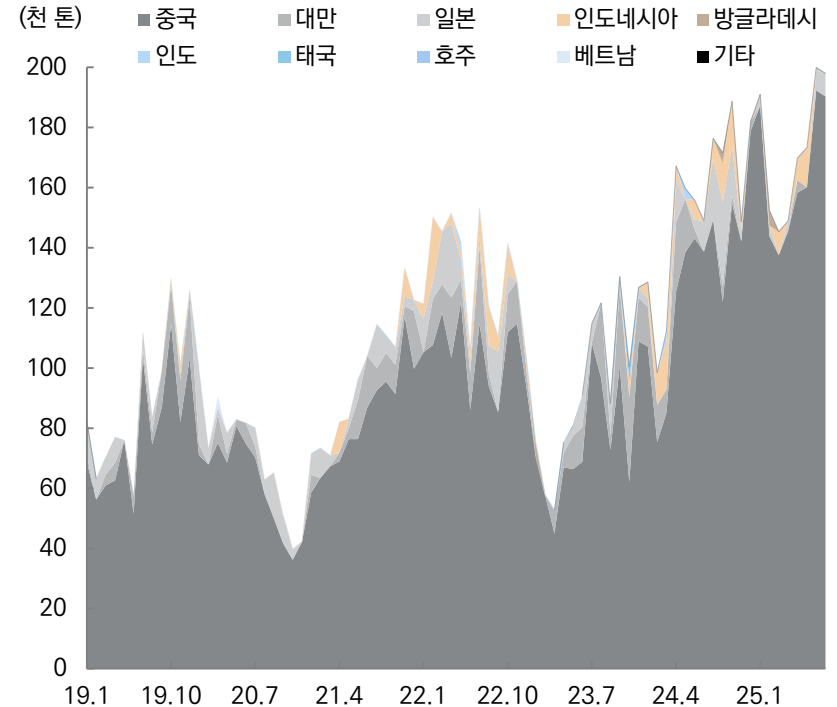
- 에틸렌, 아시아 지역 전반 약세 속에 공장 감산으로 스프레드 톤당 195달러로 하방 지지
- 8월 28일 싱가포르 Aster의 화재 및 불가항력(Force Majeure) 발표로 재가동 계획을 최소 한 달 이상 연기
- Aster 은 싱가포르 최대 규모의 석화 단지로 110만 톤의 에틸렌 크래커를 운영하며 아시아 지역의 주요 화학 허브 역할을 수행 중
- 이번 공장 가동 중단으로 일부 올레핀 제품 가격 반등의 트리거가 될 가능성 있음

한국 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 국가별 에틸렌 수출량 추이



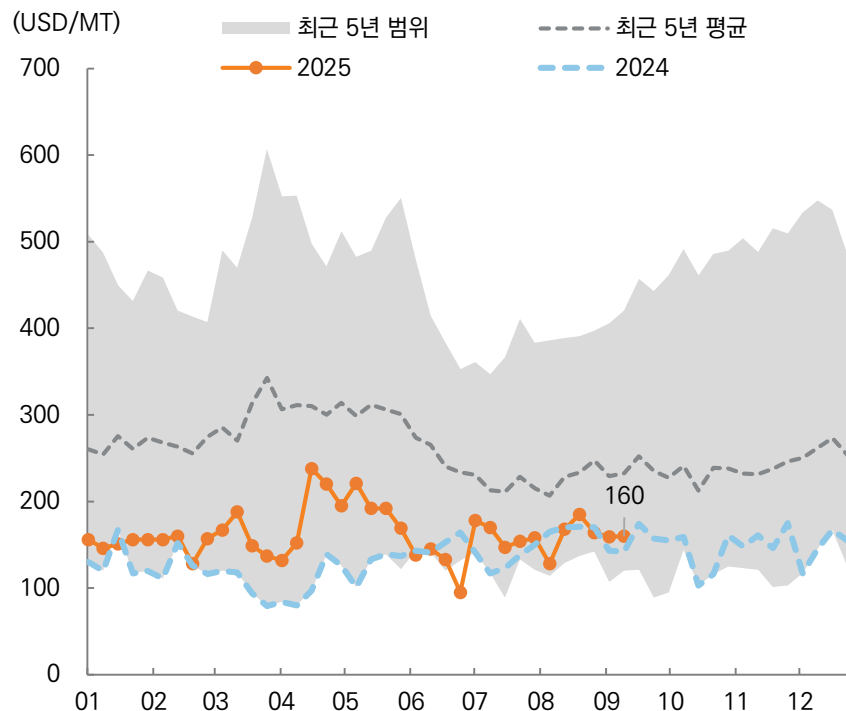
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 - 프로필렌

중국발 공급과잉과 국내 크래커 가동 중단

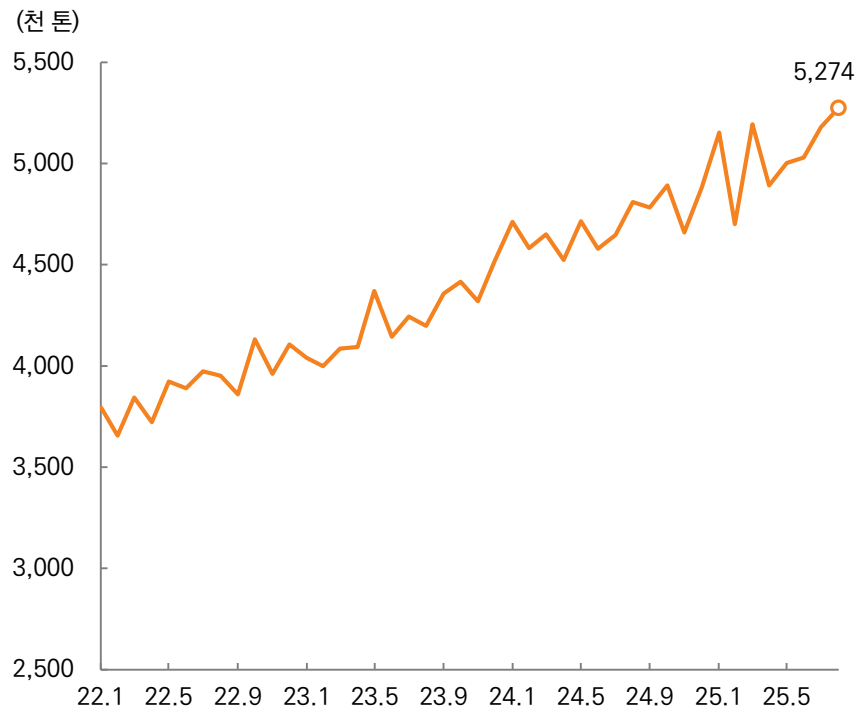
- 프로필렌, 8월 스프레드 소폭 축소 후 톤당 160달러 기록하며 보합세
- 중국이 9월 첫째 주에 최근 3년 동기 대비 최대 생산을 기록하며 중국발 공급 과잉 우려
- 중국의 올해 누적 프로필렌 생산량이 작년 동기 대비 14.4% 상승
- 그러나 국내 계획된 화학 설비 정기보수와 YNCC 제3크래커의 가동 중단이 이어져 하락 가능성은 제한적

한국 프로필렌 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

중국 프로필렌 생산량 추이



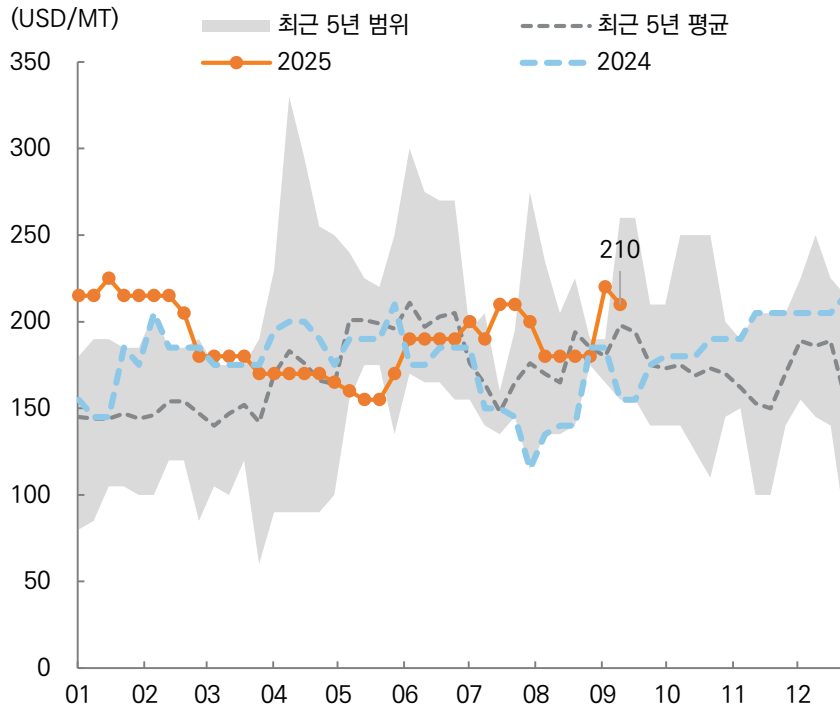
자료: Sublime China Information, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – PVC

인도 반덤핑 관세에 수혜

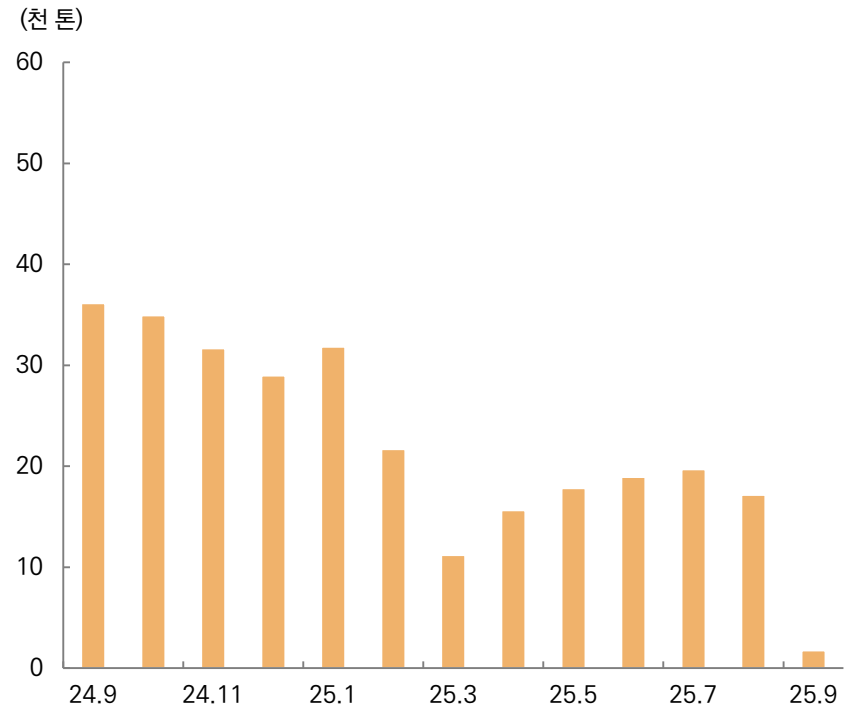
- PVC, 8월 말 동아시아 지역 가격 평균 2.5% 반등
- 인도가 중국 외 국가들에게 상대적으로 낮은 PVC 반덤핑 관세를 부과해 중국은 수출 경쟁력 약화
- 인도는 중국에 \$177-232/t의 반덤핑 관세를 부과한 데 반해, 미국, 한국, 대만, 인도네시아, 태국에게는 각각, \$72-284/t, \$46-169/t, \$22-205/t, \$55-204/t, \$60-193/t를 부과
- 인도 반덤핑 관세로 대인도 PVC 수출 증가 기대

한국 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 PVC 인도 수출량 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 - 국내 구조조정 관련

석화 구조조정, 에틸렌 370만t 감축

- 정부-기업이 자율 협약해 국내 에틸렌 캐파 1,280만 톤 중에서 270~370만 톤 설비 폐쇄가 목표
- ‘선 자구노력, 후 지원’ 원칙을 내세워 기업들이 자발적 통폐합을 해야 정부 혜택을 기대할 수 있음
- 현재 LG화학, GS칼텍스, 롯데케미칼 등 기업에서 NCC 통폐합 등 구조조정이 논의됨
- 국내 석화 업계는 정부의 더욱 적극적인 개입이 필요하다는 입장

정부 및 기업의 구조조정 관련 노력들

분류	주요 노력	세부 사항
정부 측	8월 구조조정 정책 발표	국내 NCC의 4분의 1가량을 감축하는 것이 목표. 정부는 10대 석화기업들에 사절로 구체적인 사업 재편 계획을 연말까지 제출하라고 지시. 충분한 사업 재편 계획을 제시한 기업에만 금융·세제·연구개발 지원과 규제 완화를 포함한 혜택을 제공하기로 함
	석유화학 경쟁력 특별법 대표 발의	‘석유화학 경쟁력 특별법’(8월 26일 대표 발의): R&D 투자 보조금, 전기요금 감면, 회계기준 특례, 기업 규제 완화, 인력 양성, 근로자 보호, 지역 경제 충격 완화 단기 유동성 지원 등 내용 포함
	산업위기 대응지역 지정	여수시에 이어 충남 서산시와 경북 포항시를 2027년 8월27일 까지 ‘산업위기 선제대응지역’으로 지정. 이후 정부는 긴급 경영 안정 자금 및 각종 대출 등을 지원할 예정. 또한 기업 경쟁력 강화 등을 위한 맞춤형 대책도 추가 지원할 예정
기업 측	LG화학 · GS칼텍스 납사 동맹	여수산단 내 NCC 통폐합을 검토 중, LG화학이 GS칼텍스에 NCC를 매각하고 합작 법인을 통해 통합 운영하는 방안이 유력
	롯데케미칼 · HD현대오일뱅크	대산단지를 중심으로 NCC 통합 논의가 오가는 중. HD현대케미칼의 지분 조정을 통해 단일 운영을 추진하는 방식이 거론됨
	롯데케미칼 · 여천NCC	롯데케미칼과 여천NCC가 통합을 추진 중, 통합이 이뤄질 시 롯데케미칼 중심으로 NCC 설비를 통합하는 방안이 유력. 양사 통합으로 최소 5% 이상의 효율성이 개선될 것
	S-oil 사힌 프로젝트	정유·석화 통합 설비를 구축하는 사업. 2026년 상반기 준공 예정. 업황이 부진한 상황속에서 정면 돌파하는 전략. 실질 수익 개선 여부는 업계 평가가 엇갈리는 상황

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 - 중국과 일본도 구조조정

중앙 정부의 주도로 석화 업계의 판을 짜다

- 중국은 이달 안으로 구조조정 방안 발표 예정
- 20년 이상 된 설비를 폐쇄함으로써 에틸렌, 프로필렌 등 공급과잉을 해소
- 일본도 중국발 공급 과잉에 대응해 산업 구조조정 시작
- 에틸렌 생산 설비의 대규모 감축에 이어 기업들이 폴리올레핀 사업 통합에도 나서

중국 및 일본의 구조조정 움직임

국가	주요 정책 혹은 기업 동향	세부 사항
중국	〈강소성 화공산업 구조조정 제한, 도태 및 금지 목록(2025년본)〉	- 생산량 100만 톤/년 미만 프로젝트 신설 금지 - 낙후 설비 폐쇄
	〈(저장성)석화 화공설비 퇴출 및 개조 방안〉	- 연 생산량 3,000톤 미만인 스티렌 등 소형 캐파 퇴출
	〈하북 당산 남보경제개발구 화공 집중단지 “금지·제한”목록〉	- 연 생산량 200만 톤 미만의 에틸렌 프로젝트 신설 금지 - 단일 설비 연간 2만 톤 이하의 무수 불화수소, 브롬 등의 생산 제한
	〈하남성 화공 산업 이전 “금지·제한·통제”목록〉	- 연 생산량 1,000만 톤 이하의 감압 증류 장치와 연 생산량 800만 톤 이하의 납사 분해 설비의 이전을 명확히 금지 - 단일 라인 연 생산량 5천 톤 이하의 탄산리튬·수산화리튬 생산 설비의 도입을 제한 - 신규 건설되는 위험 화학품 프로젝트의 고정자산 투자는 토지 비용을 제외하고 3억 위안 이상으로 규정
일본	설비 감축	5년 단위로 에틸렌 생산 설비를 감축. 2017년 가지 연 80만t으로 줄임, 2028년까지 에틸렌 설비 280만t을 추가로 줄일 계획
	기업 통합	에틸렌 생산설비의 대규모 감축에 이어 미쓰이 화학, 스미토모화학, 이데미쓰코산 등 3곳이 폴리올레핀 사업을 내년 4월에 통합시키기로 합의 통합 후 생산능력은 일본 전체의 30%가량을 차지할 것으로 예상

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

태양광/풍력

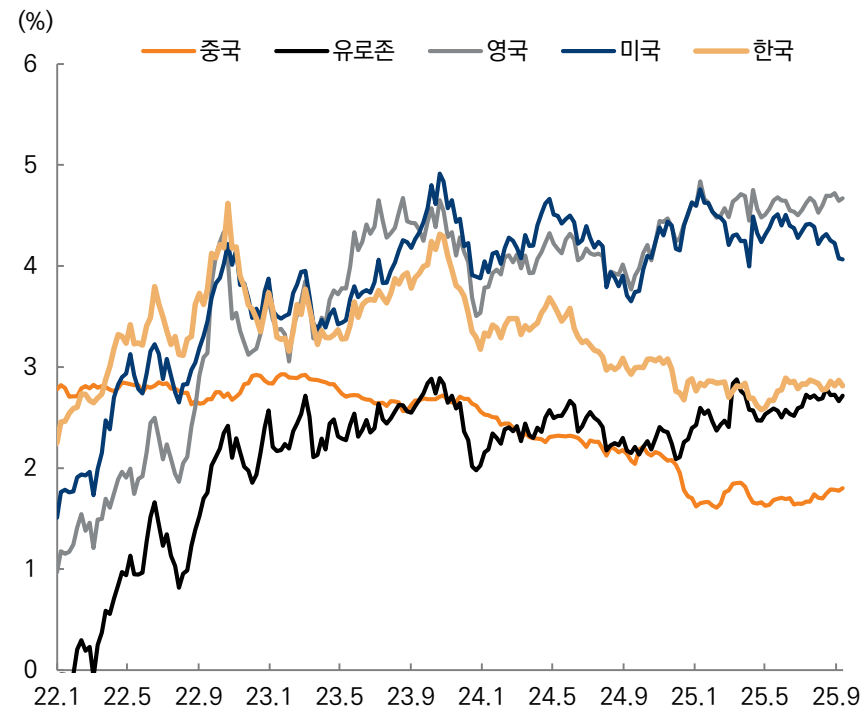


III. 신재생에너지 - 앞당겨진 기준금리 인하 기대감

미 기준금리, 연내 2회→3회 인하 기대

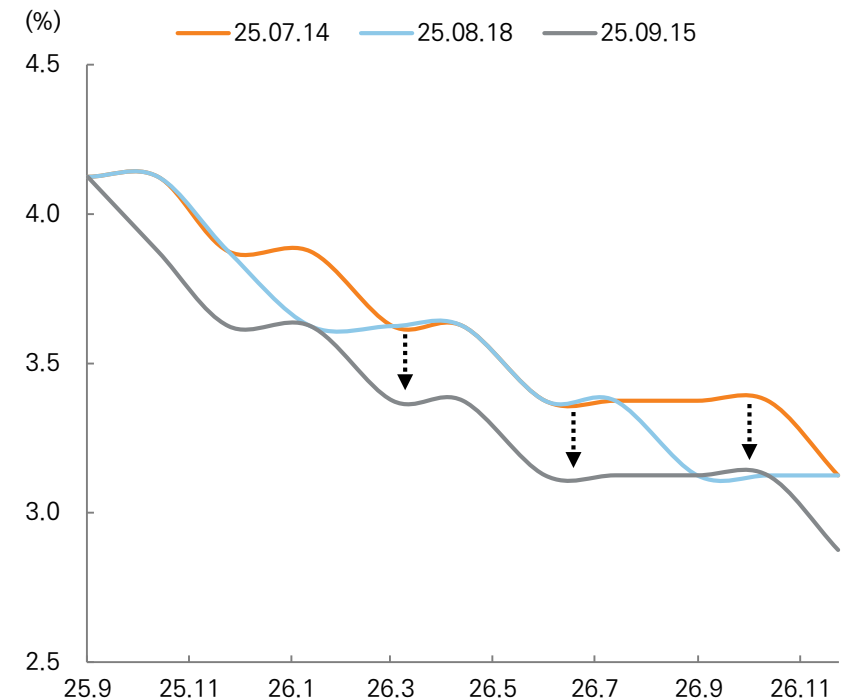
- 미 국채 10년 금리는 25bp 하락한 4.06% 기록. 약한 고용 데이터 및 낮은 인플레이션 데이터로 인해 연준의 금리 인하 기대가 커지면서 금리 하락
- FedWatch에 반영된 25년 하반기 기준금리 인하 기대감은 3회(9월, 10월, 12월)로 전월 2회 대비 1회 증가. 26년에도 기준금리 3회 인하 기대
- 전반적으로 금리 인하 기대감이 높아지며, 신재생에너지에도 긍정적인 모멘텀으로 작용 중

주요국 국채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로(CME Fed Watch) 전망



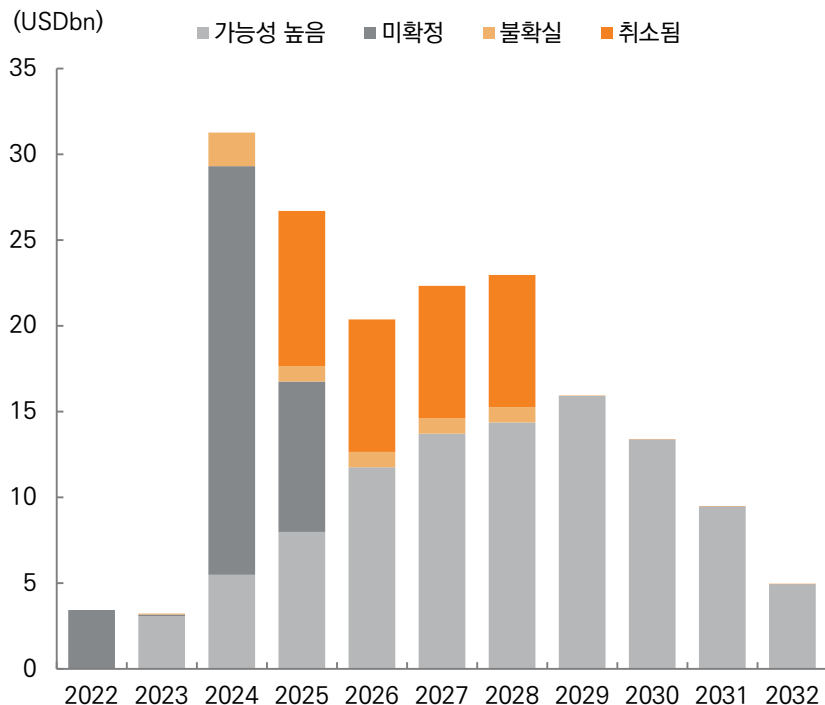
자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 - 미국 보조금 삭감액은 약 320억 달러

보조금 삭감액은
약 320억 달러(약 19%)

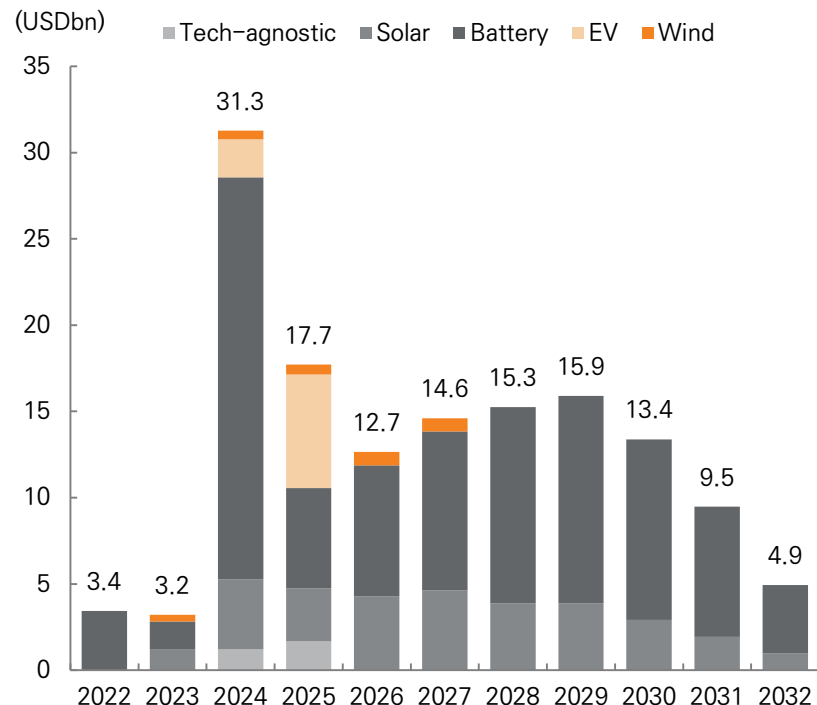
- BNEF, 트럼프 정부가 삭감한 보조금 금액 규모는 약 320억 달러로 추정(총 금액의 약 19%)
- BNEF는 현재 정부가 이미 발행된 대출이나 보조금에 대해서도 재검토를 고려 중으로 밝힘
- 그리고 PEF 조항(FEOC의 확대된 개념)으로 인해 45X 보조금을 만족시키기가 더욱 어려워진 상황
- 가능성 높은 보조금은 총 1,040억 달러. 비중은 배터리(65%), 태양광(25%), EV(6%), 풍력(2%) 등

연간 보조금 수취 가능 규모 추정(태양광/풍력/ESS/EV)



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 보조금 규모 추정



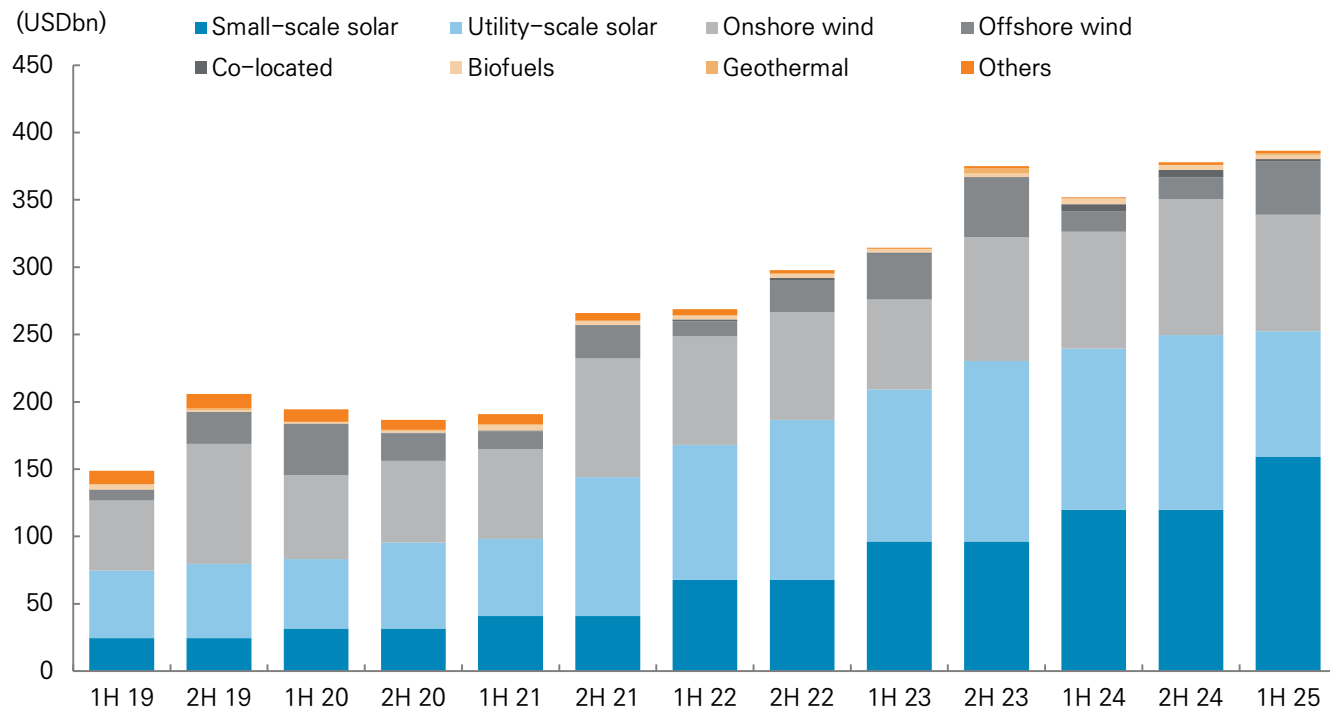
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 글로벌 신재생에너지 투자 트렌드

25년 상반기에도 재생에너지 투자 금액은 최고치 경신

- 25년 상반기 글로벌 재생에너지 투자 금액은 3,865억 달러로 전년동기대비 11.6% 증가
- 기여도가 가장 높았던 섹터는 소규모 태양광으로 1,589억 달러(+32.7% YoY) 기록. 중국의 전력 가격 정책 변화로 인한 선수요 효과 작용
- 유틸리티 태양광은 935억 달러(-22.0% YoY)로 역성장 기록. 주로 중국, 스페인, 그리스 등은 마이너스 전력 가격 및 정책 변경 등으로 인해 투자 금액 축소
- 성장폭이 가장 컸던 섹터는 해상풍력으로 393억 달러(+160.0% YoY) 기록

글로벌 재생에너지 섹터별 투자 금액 추이(반기)



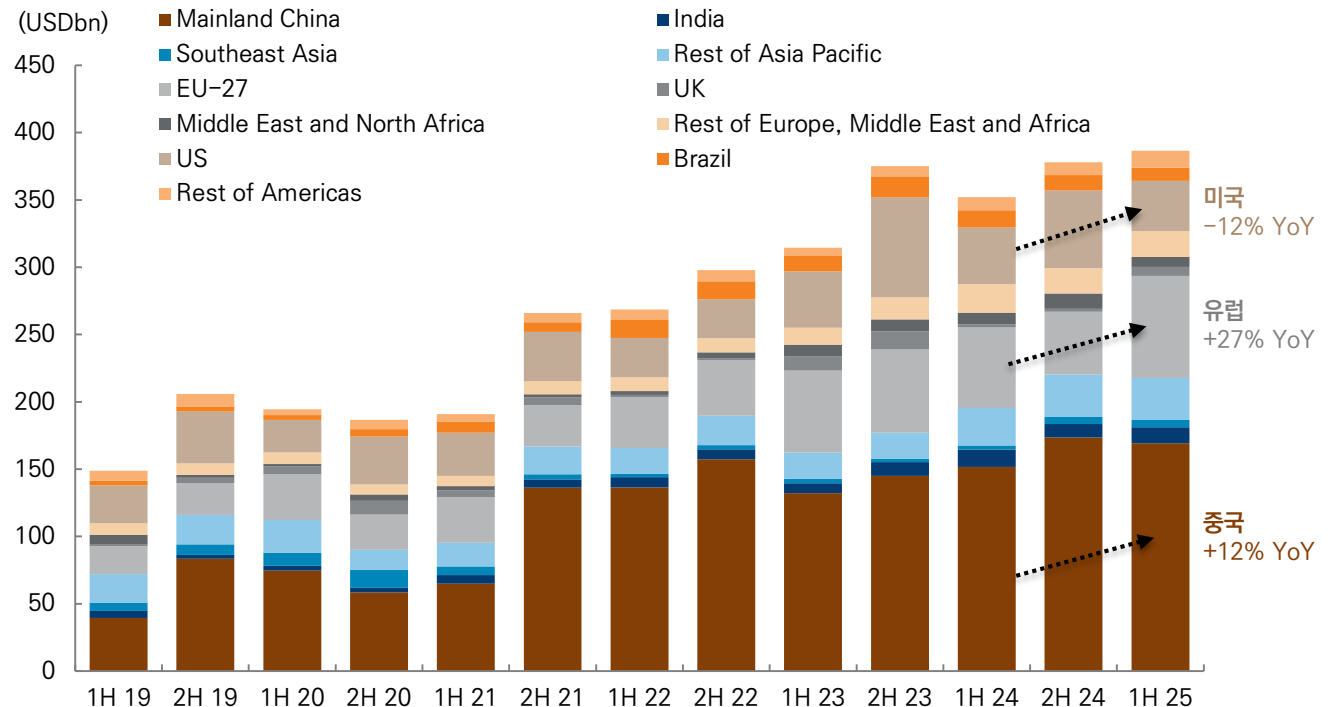
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 글로벌 신재생에너지 투자 트렌드

신재생에너지 투자 자본의 이동 조짐

- 신재생에너지 투자가 지역마다 차별화되며, 미국에서 유럽으로의 자본 이동 조짐 감지
- 중국 1,692억 달러(+12% YoY), 유럽 759억 달러(+27% YoY), 미국 371억 달러(-12% YoY)
- 투자자들이 자본 배분을 재고 중이며, 프로젝트 수익률이 높으며 불확실성이 낮은 곳을 우선시
- TotalEnergies/RWE, 미국 내 해상풍력 활동을 축소하고 북해 프로젝트 확장 계획 발표
- 트럼프 대통령의 해상풍력 프로젝트 공사 중단 명령은 정책 불확실성을 크게 확대

글로벌 재생에너지 섹터별 투자 금액 추이(반기)



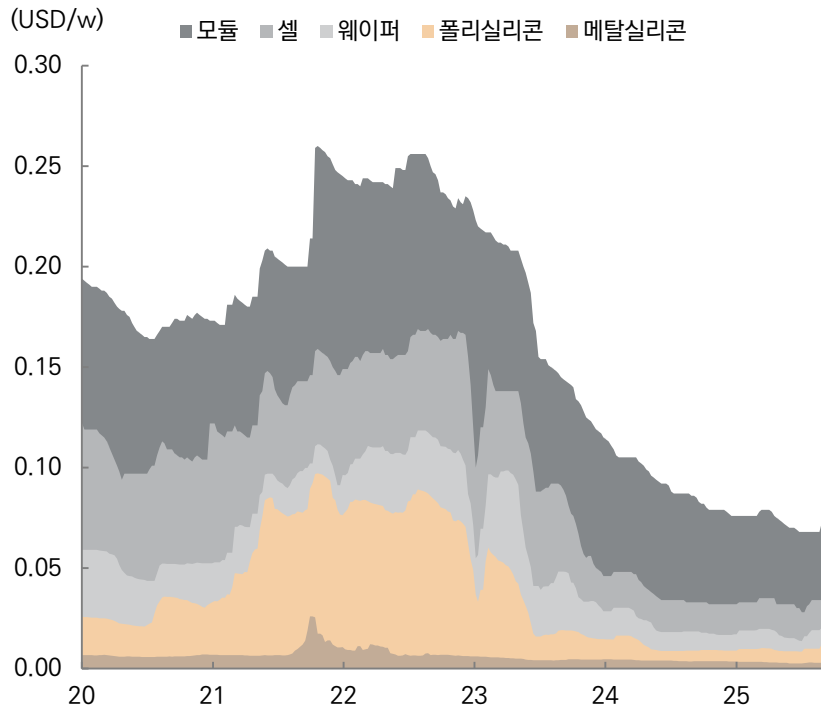
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 중국, 정책 기대감 지속

하반기에도 구조조정 기대감은 지속될 것

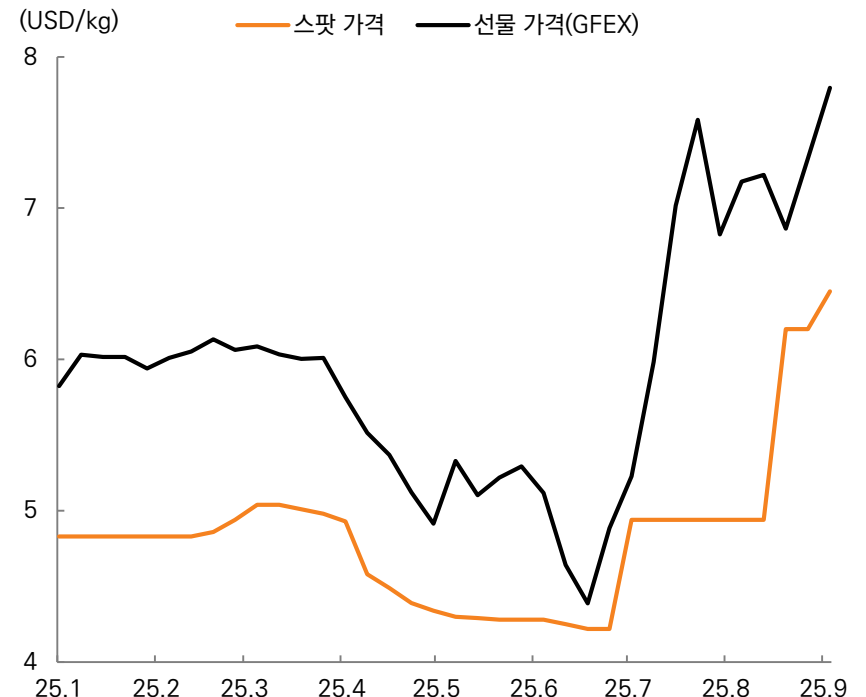
- 중국 반내권(Anti-involution) 기대감 지속되며 중국 폴리실리콘 가격 상승 (지난 한 달간 스팟 +31%, 선물 +9% 기록)
- 현재까지 언급된 정책은 ① 주요 폴리실리콘 업체들이 70억 달러 펀드 조성해 총 캐파의 1/3 매입 및 폐쇄, ② 태양광 모듈 가격 하한제 재도입 등
- 최근 GCL은 폴리실리콘 펀드 조성을 위한 약 1조원 규모의 유상증자 발표. 주가는 5.6% 상승
- 메탈실리콘 -3.1%, 폴리실리콘 +30.6%, 웨이퍼 +8.4%, 셀 +2.9%, 모듈 +7.4%, 인버터 +4.1%

중국 태양광 밸류체인 상대가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 가격 추이(스팟 & 선물)



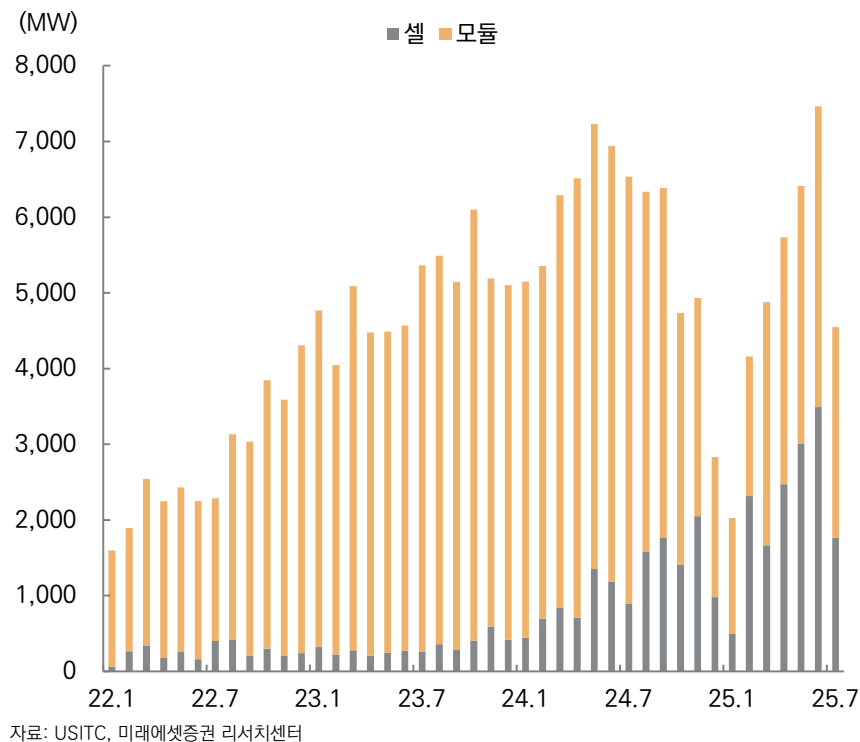
자료: PV Insights, GFEX, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 미국 태양광 수입량 추이

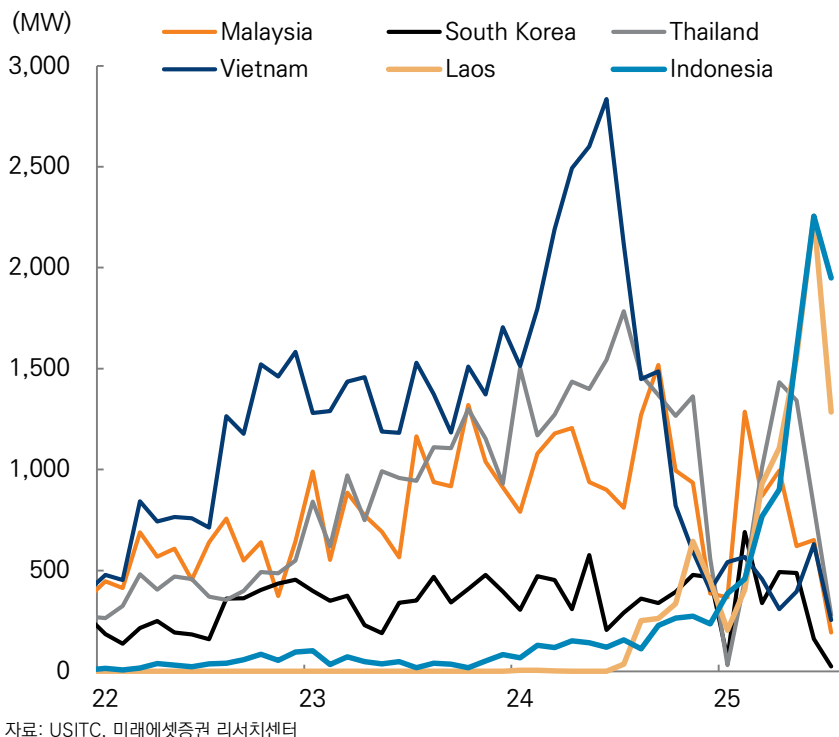
드디어 감소하기 시작한 미국 태양광 수입량

- 미국 태양광 셀/모듈 수입량은 7월 4.5GW로 전월 대비 -39% 기록
- 아직 절대적인 수입량이 적다고는 할 수 없으나, 관세 부과의 영향권에 들어서는 중으로 판단
- 셀 1.8GW(-49% MoM), 모듈 2.8GW(-30% MoM). 셀 수입량이 상대적으로 감소 폭이 컸음
- 우회국 인도네시아(2.3 → 1.9GW), 라오스(2.3 → 1.3GW), 인도(0.5 → 0.4GW)로 -27% 기록
- 6월부터 AD/CVD가 부과 중인 4개국 수출량은 0.7GW(-65% MoM) 기록

미국 태양광 셀/모듈 수입량 및 변화 추이



미국 태양광 셀/모듈 국가별 수입량 추이

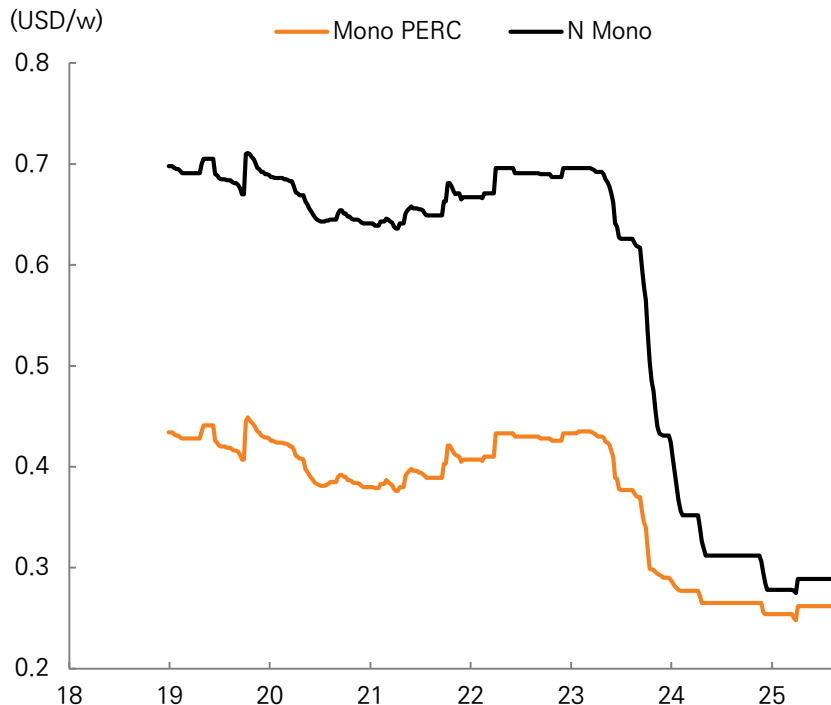


II. 태양광 - 미국 태양광 전망

미국 모듈 비용과 가격 모두 Up Up Up

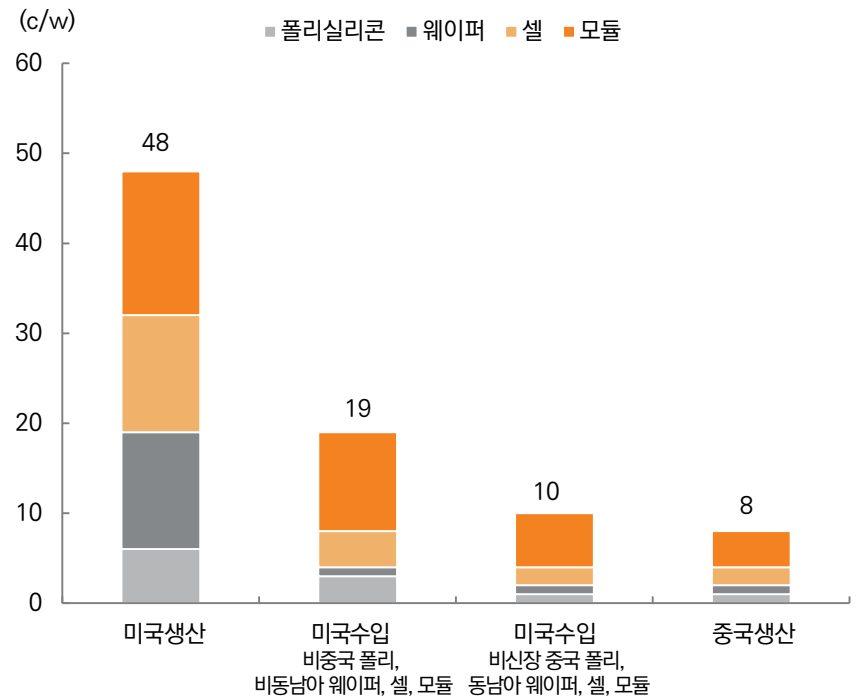
- 미국 모듈 가격은 25년 말까지 5~10센트 상승한 30~35c/w 전망. 하지만 비용 증가는 큰 변수
- 이미 미국의 태양광 모듈 생산 가격은 AD/CVD, 상호관세, FEOC 규제 등으로 인해 증가하는 상황
- BNEF, 미국 내 업스트림 기술 부재로 수직계열화 모듈 생산 비용은 최대 48센트까지 상승 가능 전망
- AMPC(45X) 세액공제는 여전히 미국 내 투자를 장려하나, 보조금 수취를 위한 조건 충족 달성 어려워
- 최근 T1 Energy(전 Fryer Battery)와 Corning은 중국 업체인 JA Solar의 미국 모듈 공장을 인수

미국 태양광 모듈 가격 추이



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

지역별 태양광 모듈 생산 비용 비교



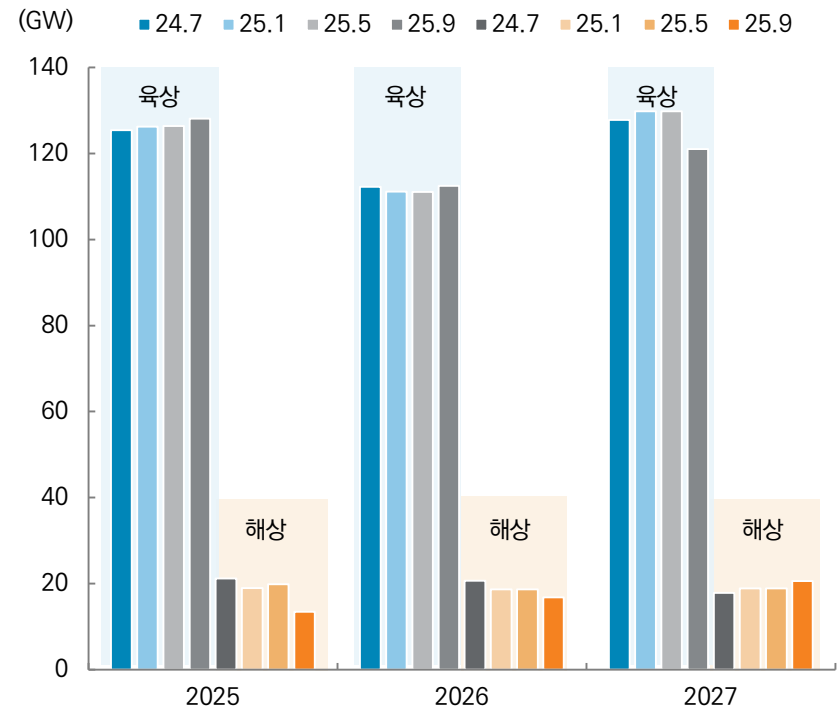
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 - 25년 글로벌 설치량 전망

25년 풍력 설치량 전망 전월과 동일

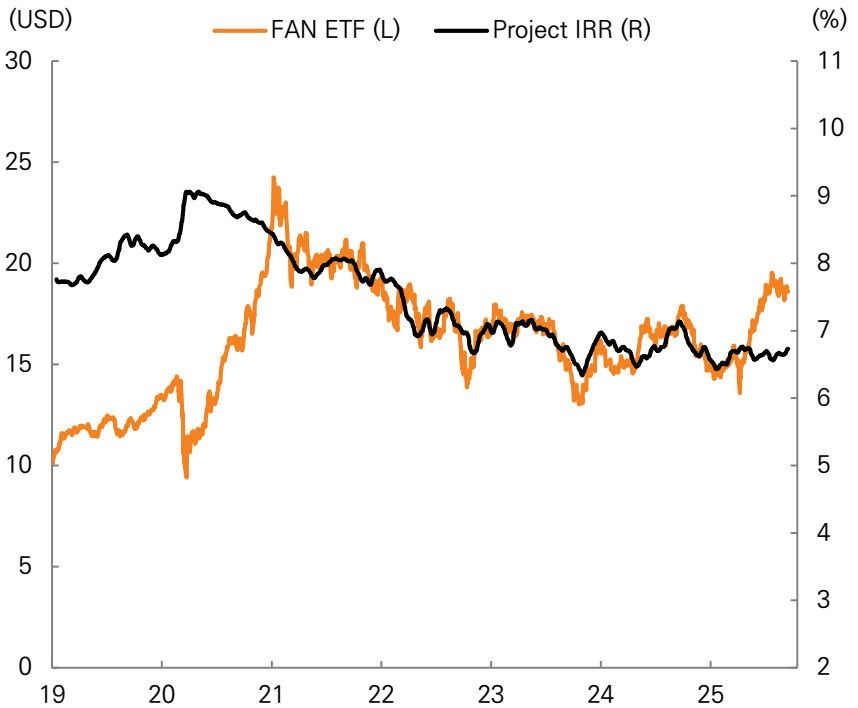
- 25년 글로벌 풍력 신규 설치량 전망치는 전월과 동일한 141.6GW(육상 128.1GW, 해상 13.4GW)
- P-IRR은 6.6%로 전월대비 12bp 상승, 반면 FAN ETF는 수익성 개선에도 해상풍력 부진으로 보합세
- 트럼프 행정부는 현재 건설 중인 해상풍력 프로젝트 5개를 검토 중으로 발표
- 이미 중단된 Revolution Wind를 포함해 추가 작업 중단 가능성 존재

글로벌 신규 풍력 설치량 전망치 변화



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

풍력 프로젝트 IRR과 FAN ETF 주가 추이



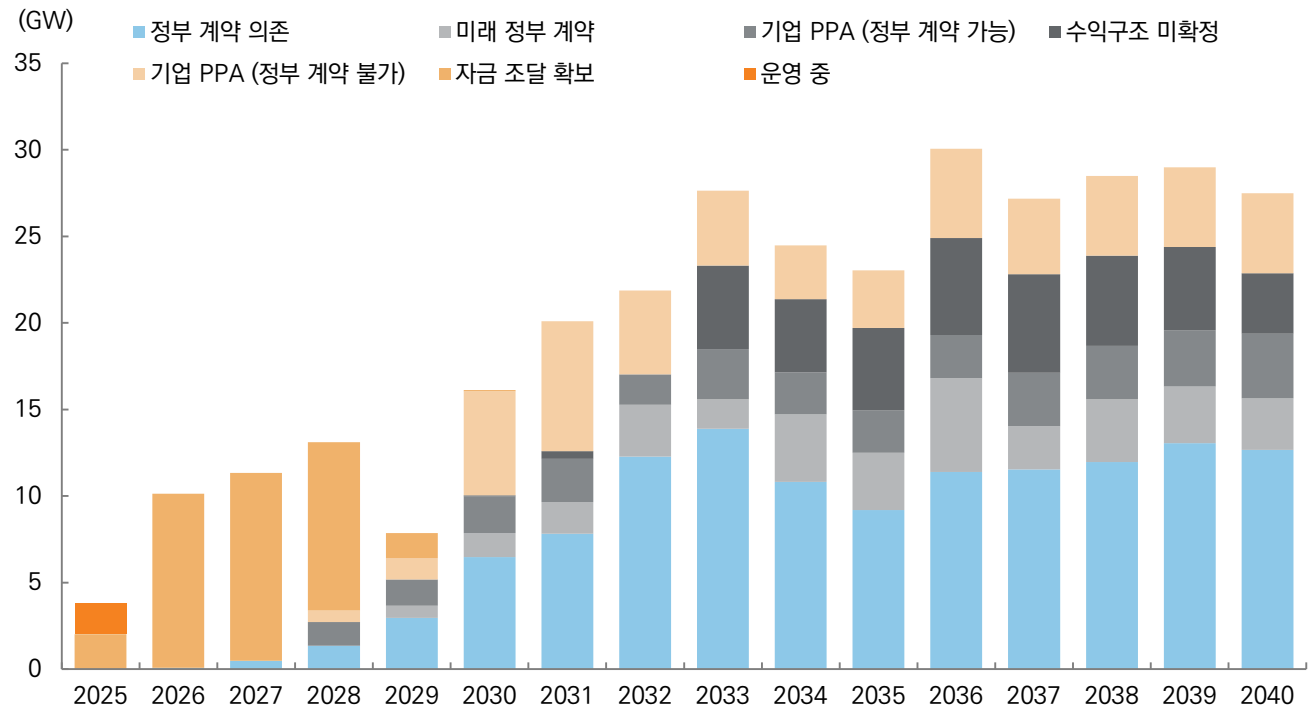
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 - 글로벌 해상풍력 입찰 트렌드

디벨로퍼, 수익성에 집중

- 최근 해상풍력의 역풍으로 인해 디벨로퍼들은 활동 지역을 축소하고, 수익성에만 집중하는 모습
- 주요 기업들은 수익구조가 확정되지 않는 경매를 기피. 최근 독일, 덴마크의 경매는 입찰 참여가 없었으며, 네덜란드, 벨기에, 인도는 입찰을 취소하거나 연기
- 경매 입찰에 대한 비가격적인 기준은 프로젝트 실행 가능성을 높이고, 내수를 촉진할 수 있으나 다소 주관적일 수 있다는 단점이 있음

글로벌 해상풍력 향후 수익구조 추정



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 - 한국 해상풍력 입찰 결과

공공주도형 해상풍력 프로젝트만 4개 선정

- 25년 상반기 국내 해상풍력 고정가격계약 경쟁입찰 선정 결과 발표에서 공공주도형 해상풍력 프로젝트만 4개 선정. 일반 해상풍력 프로젝트 2개는 미선정
- 발전 공기업이 주도하게 되는 공공주도형 해상풍력만 선정된 것은 국내 산업 경쟁력 강화 의지가 일부 반영된 것으로 추정(국내 터빈메이커만 선정). 하지만 향후 가성비 이슈가 불거질 가능성 존재
- 아직은 명확한 입찰 기준이 공개되지 않았기 때문에 발생하는 노이즈이나, 에너지 공단 측에서는 향후 투명한 평가 기준 공개할 가능성도 언급

25년 상반기 국내 해상풍력 고정가격계약 경쟁입찰 선정 결과

프로젝트	설비용량	사업자	풍력터빈	선정여부
해송3해상풍력	504MW	CIP	Siemens Gamesa 14MW or Vestas 15MW	미선정
한빛해상풍력	340MW	명운 산업개발	Goldwind 13.6MW	미선정
압해해상풍력	80MW	CGO/ 한국전력기술/ 현대건설	두산에너지빌리티 10MW	선정
다대포해상풍력	99MW	남부발전/ 코리오제네레이션	두산에너지빌리티 10MW	선정
한동·평대해상풍력	110MW	동서발전/ 제주에너지공사	두산에너지빌리티 10MW	선정
서남권해상풍력 시범단지	400MW	한국해상풍력	10MW급 국산 모델	선정
총합	689MW			

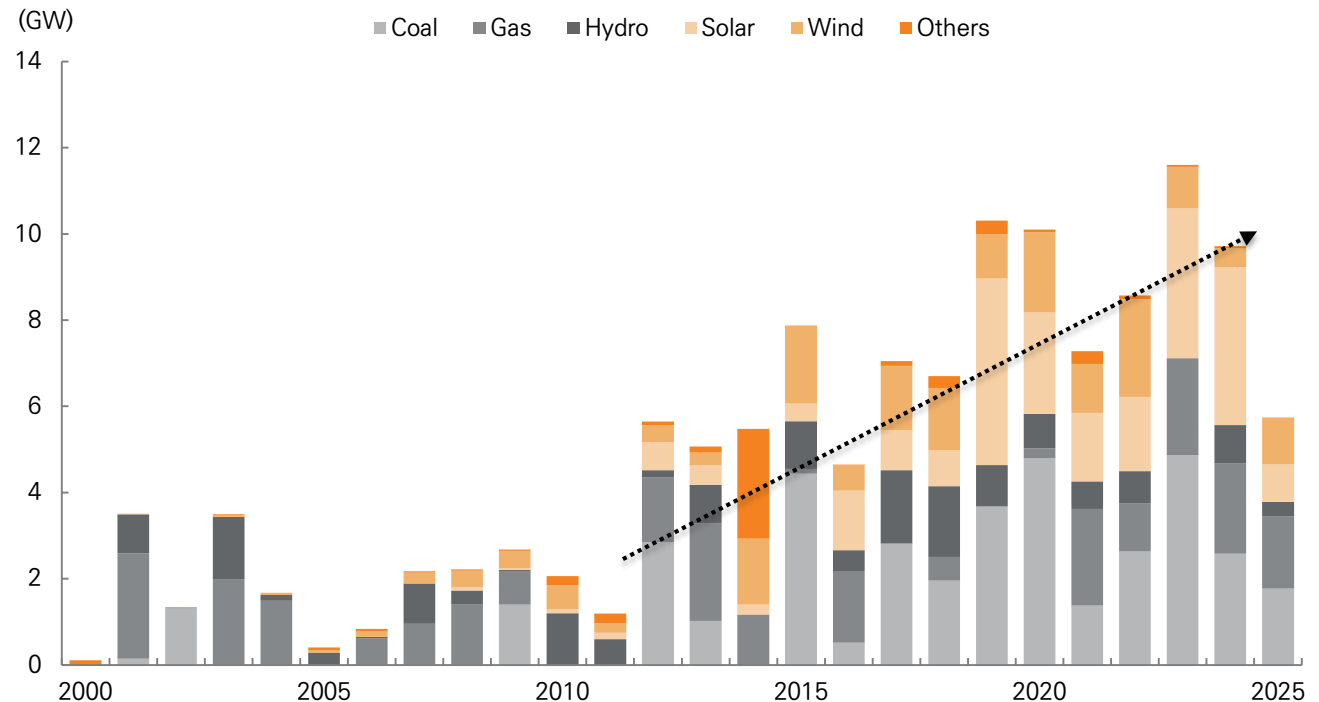
자료: 일렉트릭파워, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력 - 중국 신재생에너지의 출사표

중국, 해외 클린에너지 프로젝트 비중 확대 중

- 중국, 24년 해외 참여 프로젝트는 화석연료 4.7GW(-34% YoY), 신재생에너지 5.0GW(+12% YoY)
- 21년 중국은 해외 신규 석탄 화력 발전소 건설을 중단하겠다고 약속한 이후, 석탄 화력 발전소는 주로 산업 플레이어들이 건설한 자체 발전소(Captive)로 제한
- 반면, 태양광과 풍력은 2010년대 중반 이후 유리한 경제성을 바탕으로 성장세 기록
- 지난 6년간, 중국은 꾸준히 해외 재생에너지 프로젝트 4~5GW에 참여. 빠르진 않지만 점차 증가 추세

중국 에너지의 해외 진출 추이



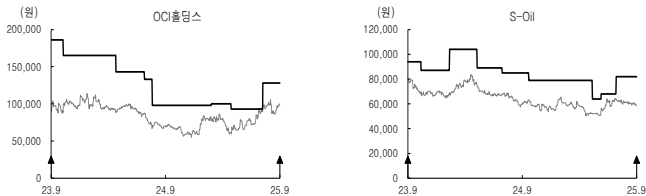
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)									
2025.07.25	매수	128,000	-	-	2025.07.14	매수	82,000	-	-
2025.04.15	매수	93,000	-19.02	3.33	2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80	2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29	2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26	2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06
2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07	2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75
2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97	2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71
2023.07.20	매수	186,000	-47.49	-36.83	2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85
S-Oil (010950)									
					2023.04.27	매수	94,000	-22.15	-14.15

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 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 악화

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

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스,S-Oil 올(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.