

2026 OUTLOOK REPORT

에너지/정유화학 (비중확대)

Back to Basic, Back to Fundamental

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

탐픽 및 관심종목

S-Oil (010950)

OCI홀딩스 (010060)

CONTENTS

[요약] Back to Basic, Back to Fundamental	03p
I. 국제유가	04p
II. 정유/화학	11p
III. 신재생에너지	25p
종목 분석	36p
S-Oil (010950) – Top pick	
OCI홀딩스 (010060) – Top pick	

[요약] Back to Basic, Back to Fundamental

01

국제유가

- 26년 전망: 하방이 막힌 약세 상황이 지속되며, 25년보다 한 단계 낮아진 박스권 유지 전망
- 26년 원유 수급 밸런스 전망은 공급 과잉 쪽으로 치우치는 중
- OPEC+의 증산 영향이 가장 클 것으로 예상하며, 증산의 여파는 25년보다 26년에 더 큰 영향을 미칠 전망
- 다만 유가의 하방은 지지될 것으로 예상. 이유는 1) 중국/미국의 전략비축유 매입, 2) 미국 셰일의 피크아웃, 3) OPEC+의 적정 유가를 위한 스탠스 변화

02

정유(비중확대)

화학(중립)

- 26년 정유: 정제마진은 수요 성장 대비 부족한 순증설로 강세 지속 전망. 다만 3~4월경 조정 가능성
- Top Pick: S-Oil. 26년까지도 지속되는 정제마진 강세. 하반기 가동되는 사힌 프로젝트에도 주목
- 글로벌 정제설비 순증설(+71만 b/d) 대비 높은 수요 성장(+106만 b/d)으로 타이트한 수급 지속 예상
- 26년 화학: 화학 업체들의 실적은 일부 개선세가 예상되지만, 그 폭은 제한적일 전망
- 실적 회복세를 예상하는 이유는 1) 유가 약세로 인한 피드스탁 가격 안정화, 2) 중국 및 한국 구조조정
- 하지만 1) 중국의 공급 과잉 영향, 2) 낮은 가동률 75~80%, 3) 충분히 낮지 않은 유가가 걸림돌이 될 전망

03

태양광(중립)

풍력(중립)

- 26년 태양광: 향후 글로벌 성장성은 제한적인 상황에서, 명확하게 수혜와 피해를 구분해야 할 필요
- Top Pick: OCI홀딩스. 미국의 중국 배제 정책의 최대 수혜주. Non-China 프리미엄은 이제 시작
- 미국/중국의 태양광 설치량이 더 이상 성장하지 않는 상황에서, 규제와 정책으로 수혜주와 피해주 구분 필요
- 이제 태양광과 ESS는 바늘과 실의 관계. 서로가 있어야 성장 가능할 전망
- 26년 풍력: 부진한 미국/중국 영향 큰 26년. 하지만 27년부터 해상풍력을 필두로 회복할 전망
- 유럽/아시아의 대규모 해상풍력 경매 물량 본격 착공 및 비용 절감 효과로 인해 27년 설치량 반등 전망

I
—
국제유가

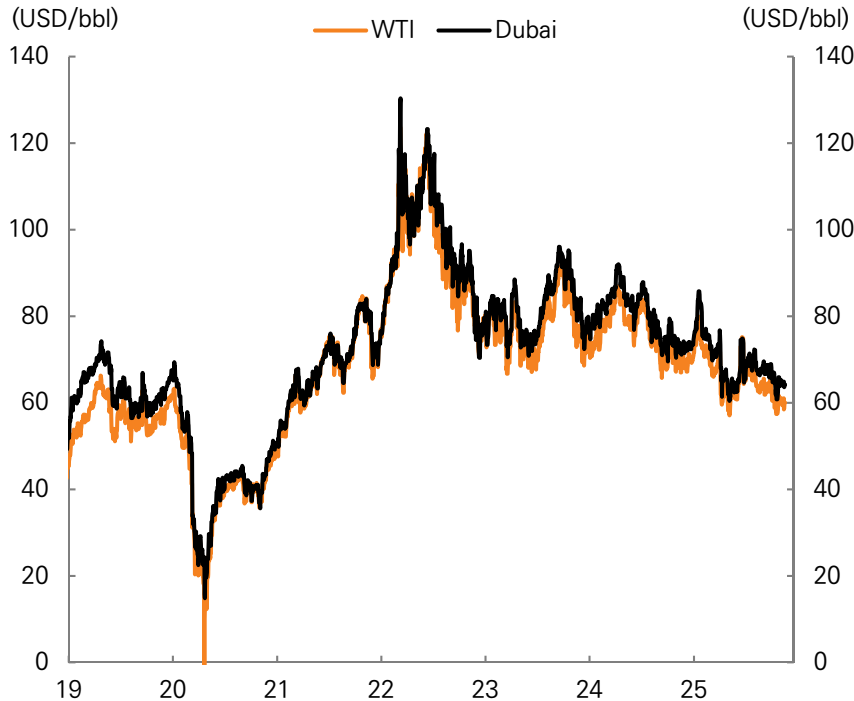
I. 국제유가

국제유가 전망:

소폭 낮아진 박스권 전망

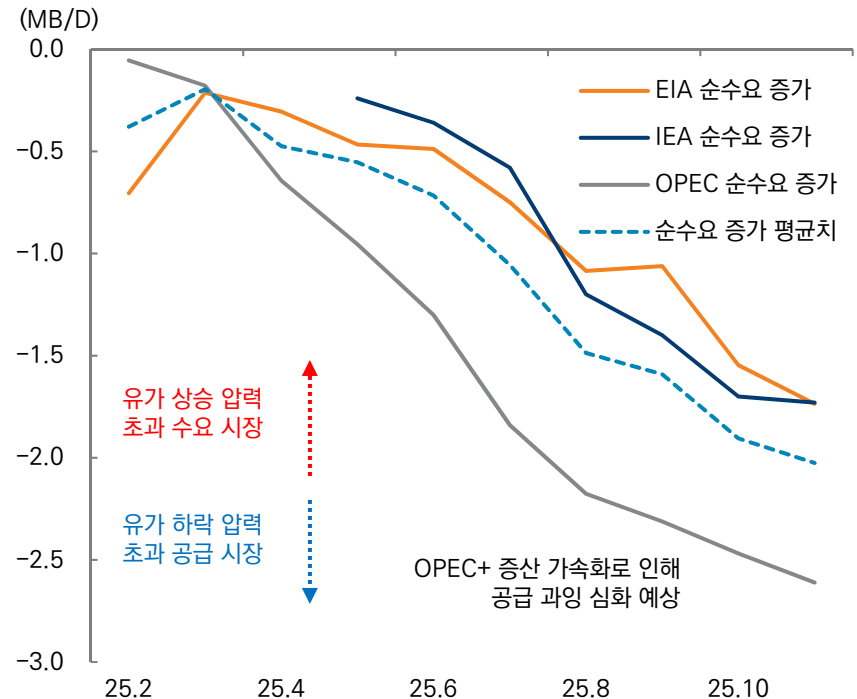
- 26년 국제유가: 하방이 막힌 약세 상황이 지속되며, 25년보다 한 단계 낮아진 박스권 유지 전망
- 26년 순수요 성장 전망치는 EIA -174만 b/d, IEA -173만 mb/d, OPEC -261만 b/d
- 26년 원유 수급 밸런스 전망은 공급 과잉 쪽으로 치우치는 중. OPEC+의 증산 영향이 가장 클 것으로 예상하며, 25년의 288만 b/d 증산은 26년에 더 큰 영향을 미칠 가능성이 높음
- 다만 유가의 하방은 지지된다고 보는 이유는 1) 중국/미국의 전략비축유 매입, 2) 미국 셰일의 피크아웃, 3) OPEC+의 적정 유가를 위한 스탠스 변화

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

26년 글로벌 원유 순수요(수요 - 공급) 성장 전망치 변화



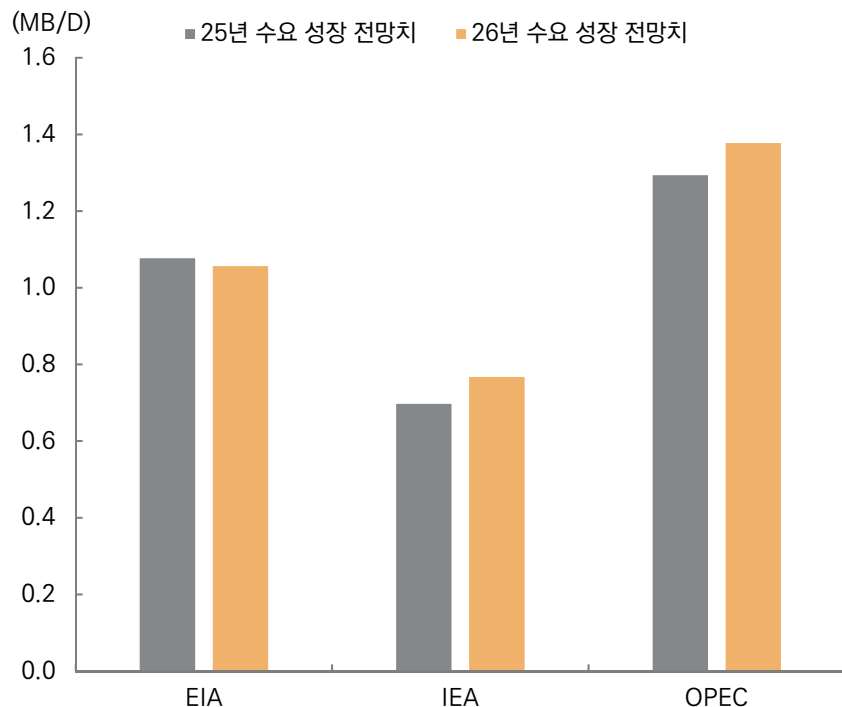
주: OPEC은 증산 계획에 따라 OPEC 생산량 반영
자료: EIA, IEA OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

원유 수요에 대한 IEA의 관점 변화 포착

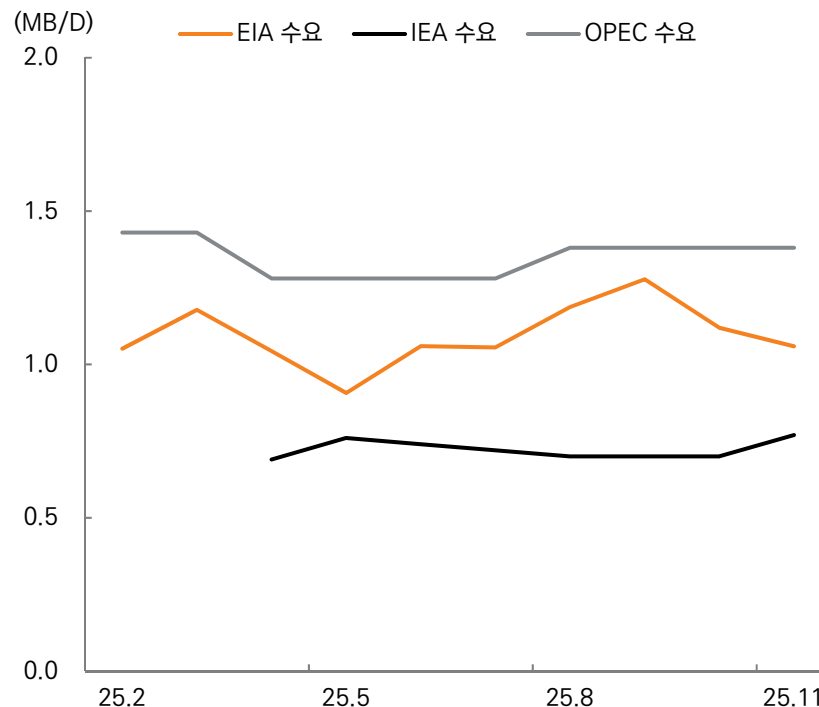
- 최근 IEA는 World Energy Outlook 2025에서 피크오일 전망 시점을 2050년 이후로 미루며, 원유 수요에 대해 긍정적으로 전망치를 변경. 향후 수요 전망치 추가 상향 가능성 존재
- 하지만 이제부터 변화가 있을 가능성이 생긴 것이지, 여전히 원유 수요 전망은 OPEC이 가장 강하며, IEA는 가장 약한 상황.
- 26년 원유 수요 성장 전망치의 평균은 107만 b/d(EIA 106만 b/d, IEA 77만 b/d, OPEC 138만 b/d). 2025년 글로벌 원유 수요가 약 1억 500만 b/d 였기에, 약 1% 수준의 성장을 기대
- 25년 수요 성장 전망치와 큰 차이 없음. 관세 우려에도 불구하고, 지난 1년 간 전망치 변화도 크지 않았음

글로벌 원유 수요 성장 전망치(2025년 vs. 2026년)



자료: EIA, IEA OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 글로벌 원유 수요 성장 전망치 변화



자료: EIA, IEA OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

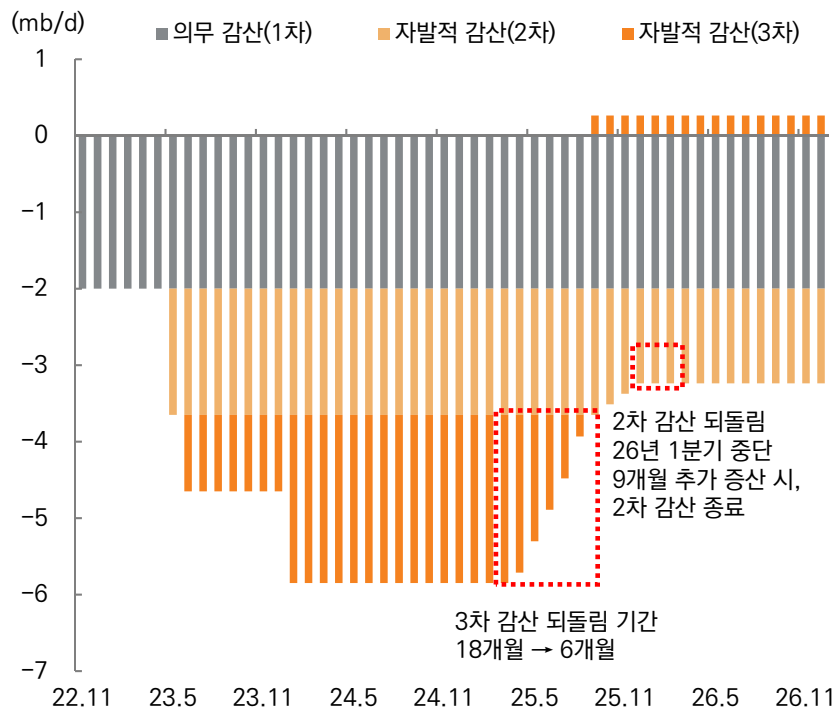
하방 압력으로 작용할

OPEC+ 증산과

해상 원유 물동량

- OPEC+는 국제유가가 반등한다면 증산을 재개할 것으로 예상. 1) 미국 셰일 생산업체들에게 불편한 유가까지 하락시키면서, 2) OPEC+ 내 쿼터 준수하지 않는 멤버들을 벌하기 위함
- 현재 OPEC+는 26년 1월부터 증산 잠정 중단 예정. 25년에는 4월부터 총 288만 b/d이라는 충분한 증산을 진행했고, 추후 수급 밸런스 모니터링이 필요하다고 판단했을 것
- 특히, 9월부터 증가하기 시작한 해상 원유 물동량은 수요가 급감했던 COVID-19 수준을 상회
- 주 요인은 OPEC+의 증산 및 러시아의 정제설비 가동률 하락. 아직 수요처를 찾지 못한 원유 물량이 증가할수록, 유가에 대한 하방 압력은 지속될 것으로 예상

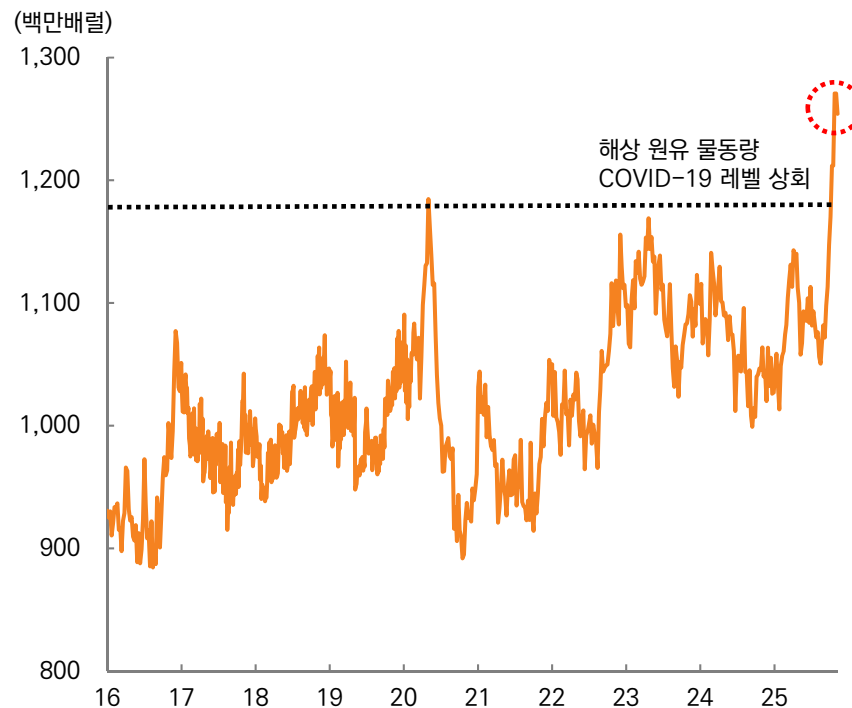
OPEC+의 차수별 감산 정리 및 향후 계획



주: OPEC+ 감산량 1차 200만 b/d, 2차 165만 b/d, 3차 220만 b/d

자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

해상 원유 물동량 추이



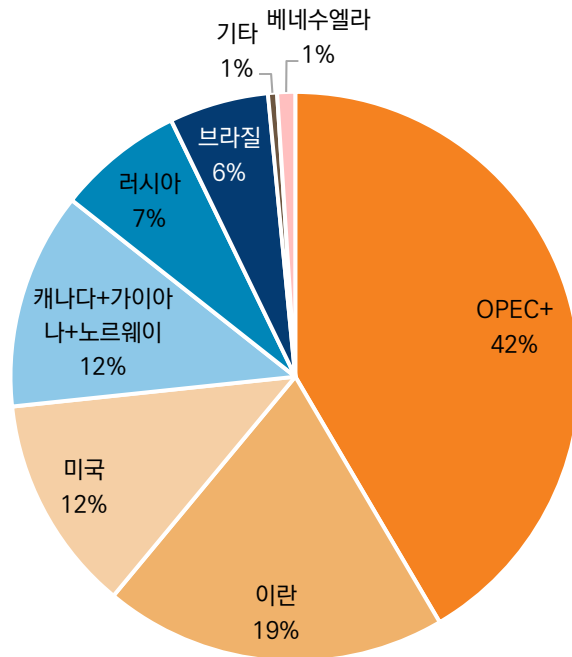
자료: EIA, IEA OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

운임은 거짓말하지 않는다

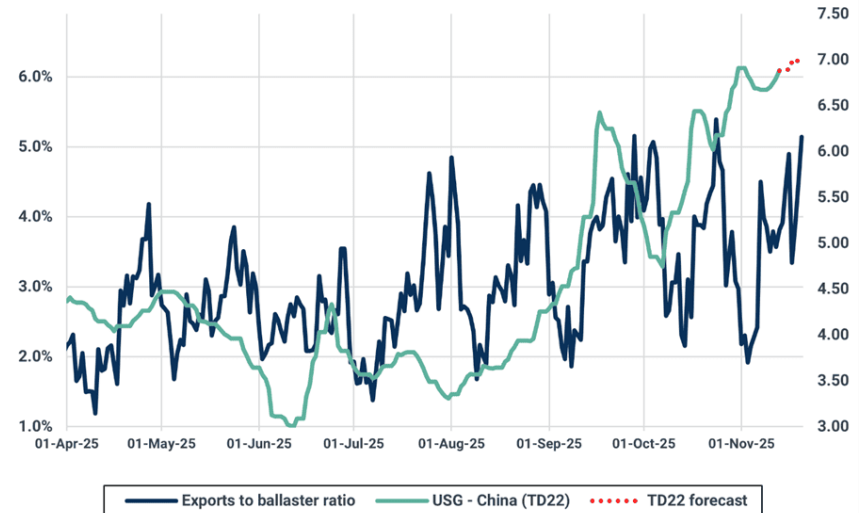
- 해상 물동량이 많아지고 있다는 근거는 VLCC 수급 밸런스와 운임에서도 나타남
- 최근 9월부터 VLCC(원유 수송 선박)의 빈 배(Ballaster) 비중이 낮아지며 물동량 증가
- 이에 따라 미국-중국 VLCC 운임도 7.0 WS까지 증가. 이는 2023년 이후 최고 수준
- 8월부터 증가한 해상물동량의 출발지는 OPEC+ 42%, 이란 19%, 미국 12% 등
- OPEC+ 뿐만 아니라 Non-OPEC+의 물량도 늘어나는 상황

8월 말부터 증가한 해상물동량 출발지 비중



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

VLCC 수급 밸런스 및 미국-중국 운임(TD22) 추이



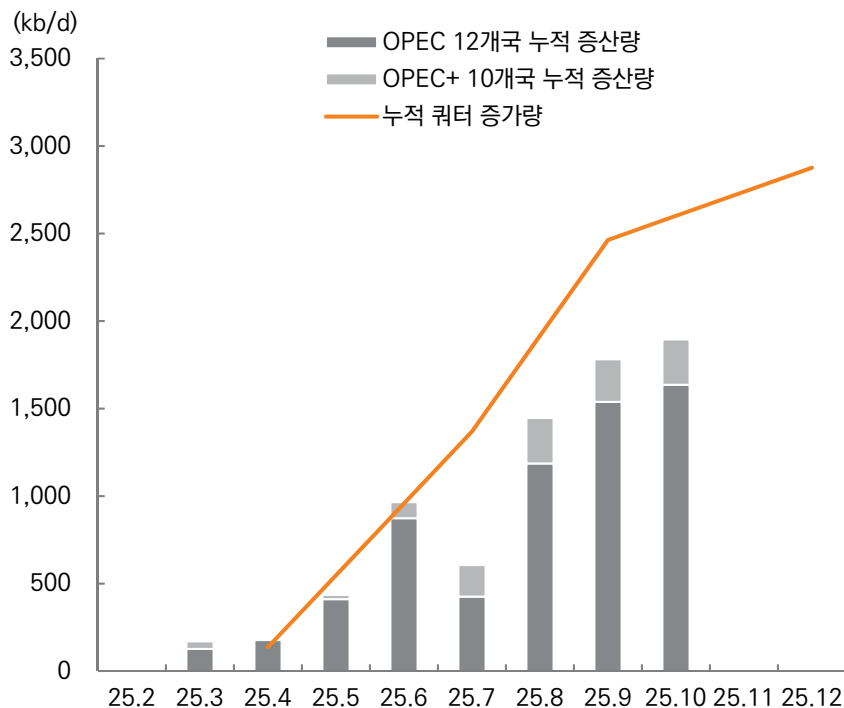
자료: Baltic Exchange, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

OPEC+, 쿼터 대비 부족한 실증산량

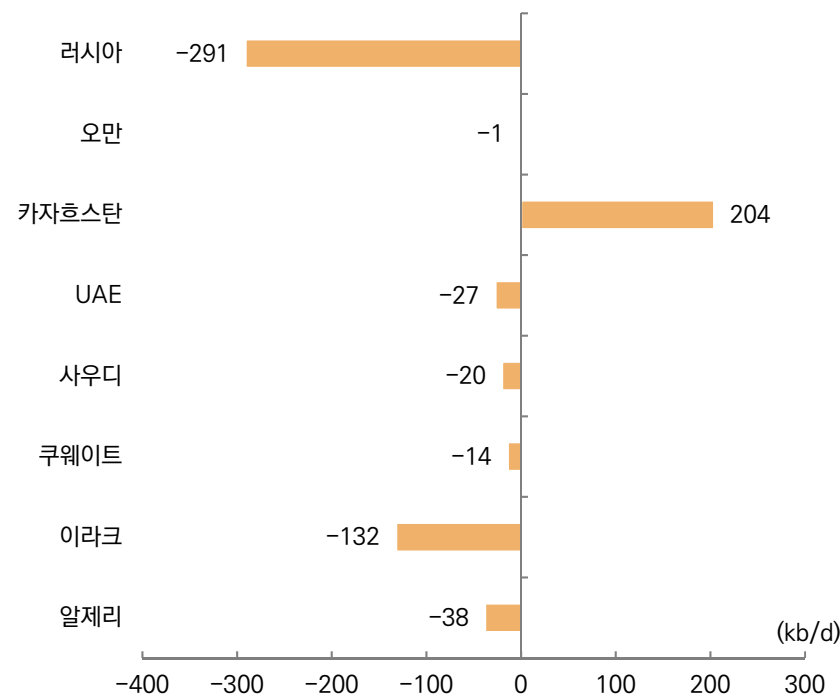
- 연말에도 증산 쿼터 대비 실증산량이 따라가지 못할 가능성이 높을 전망. 아직 추가 생산여력이 남아있고, 일정에 맞춰 실증산하고 있는 국가는 사우디와 UAE 뿐
- OPEC+의 10월까지 누적 증산 쿼터 총 260만 b/d 중 실증산량은 약 190만 b/d로 약 73% 달성
- OPEC+ 증산 이전부터 Tengiz 유정 신규 가동으로 생산량이 쿼터를 초과해버린 카자흐스탄을 제외하면, 러시아와 이라크가 실증산량이 따라가지 못한 주요 국가들
- OPEC 추가생산여력은 사우디 200만 b/d, UAE 110만 b/d, 쿠웨이트 47만 b/d, 이라크 42만 b/d

OPEC+ 쿼터 대비 실증산량 추이



자료: Bloomberg, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC+ 국가별 실증산량 - 쿼터 차이 비교(25.10 기준)



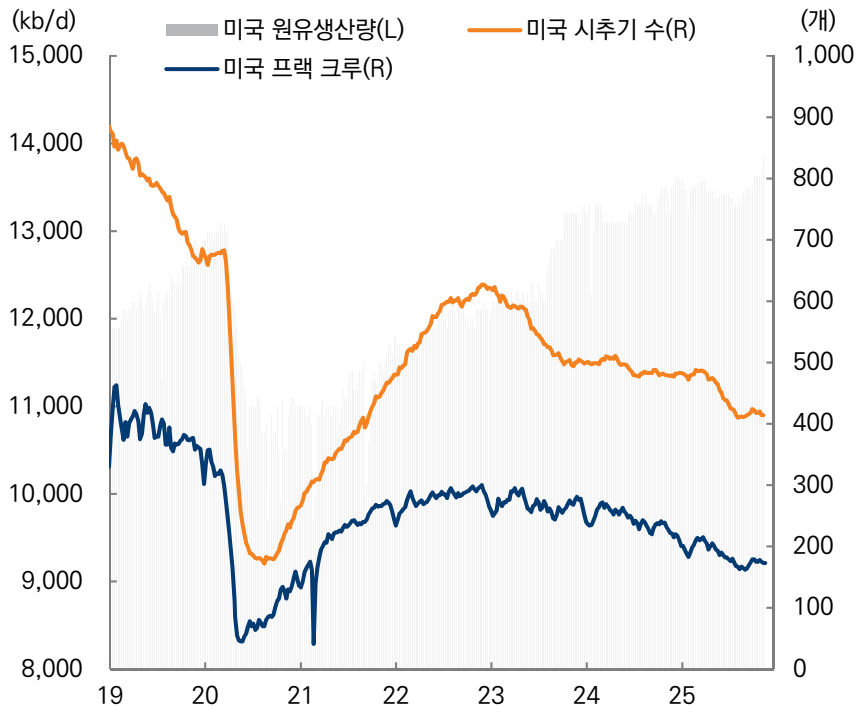
자료: Bloomberg, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

미국, 이제는 시추기가 정말로 늘어나야 할 차례

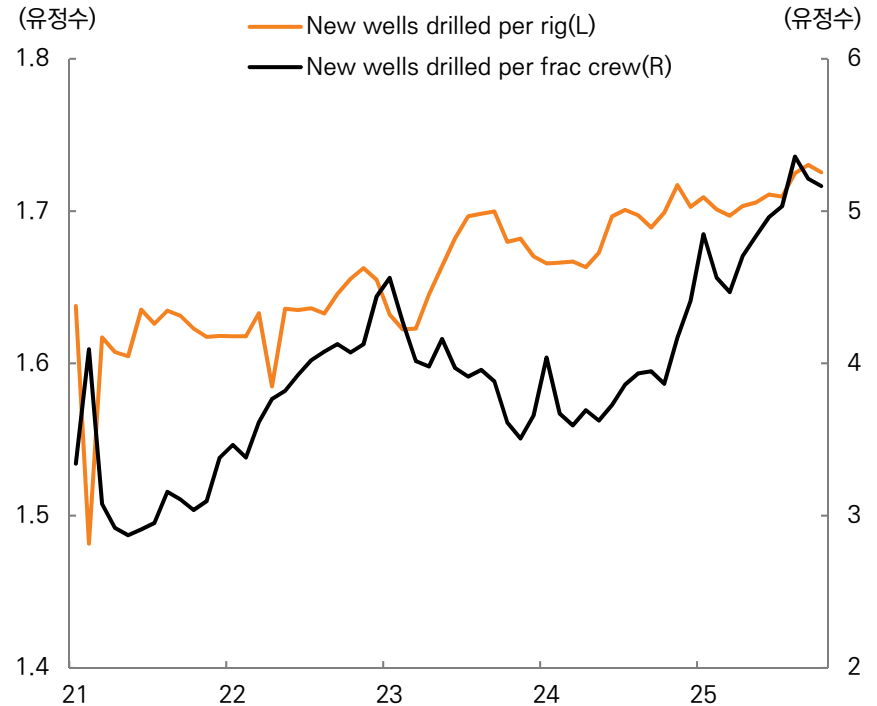
- 미국 11월 원유생산량은 1,380만 b/d로 연초 대비 약 2% 증가. 시추기 및 프랙 크루 감소에도 불구하고 효율성 개선을 통해 생산량이 증가한 상황
- EIA, 수평 시추기 전체 원유 생산량의 94%를 차지하는 상황에서 추가 시추기가 필요할 것으로 전망.
1) 효율성 향상이 둔화되고, 2) 최적 생산 지대가 고갈되고 있어 비싼 지역으로 이동해야 하기 때문
- 중동 지정학적 리스크가 불거졌을 때, 소수의 오일메이저를 제외하면 헤지 물량은 많지 않았으며, 대부분 1Q26까지 종료. 셰일 생산단가 65달러는 원유 생산량 증가에 있어 부담으로 작용할 것

미국 원유생산량과 시추기 및 프랙 크루 수 추이



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

시추기 및 프랙 크루 수 당 효율성 추이



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

정유/화학

II. 정유

정유 투자 의견: 비중 확대(유지)

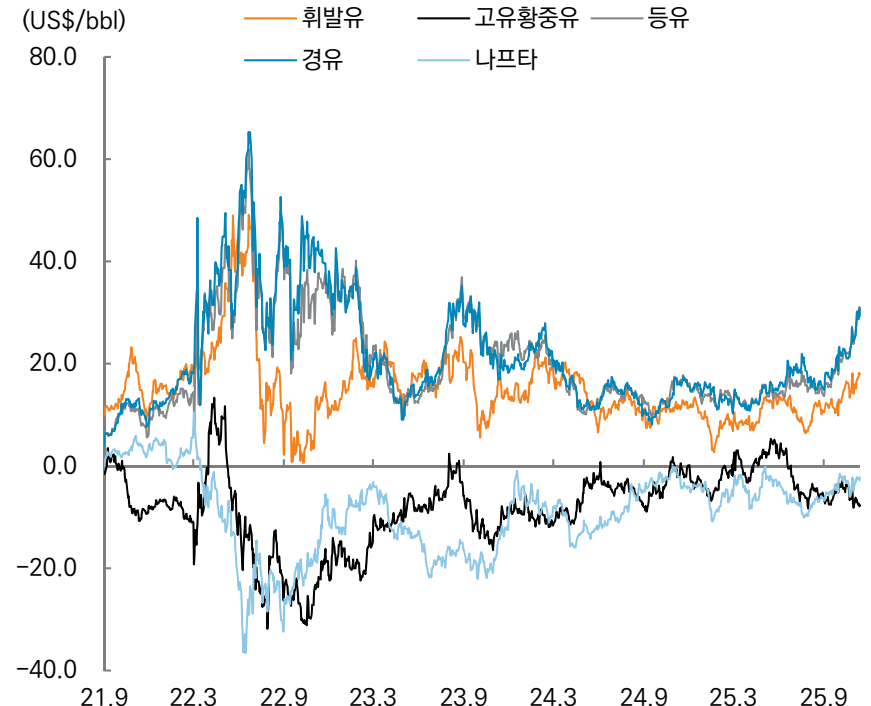
- 26년 정유: 정제마진은 수요 성장 대비 부족한 순증설로 강세 지속 전망. 다만 3~4월경 조정 가능성
- 글로벌 정제설비 순증설(+71만 b/d) 대비 높은 수요 성장(+106만 b/d)으로 타이트한 수급 지속 예상
- 단고테, 올메카 등도 제한적인 가동률 상승을 전망하며, 신규 증설들도 지연 가능성 높아
- 러시아 정제설비는 드론 공격으로 인해 26년 1분기까지는 가동률 차질 발생 예상
- 3~4월부터는 정제마진 조정 가능성 존재. 1) 성수기 종료, 2) 러시아 가동 정상화, 3) 인도 증설
- 하지만 연간으로 보면, 수요 성장폭 대비 순증설 적어 정제마진 강세 지속될 전망

싱가포르 GRM / 한국 복합 마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유 제품별 마진 추이



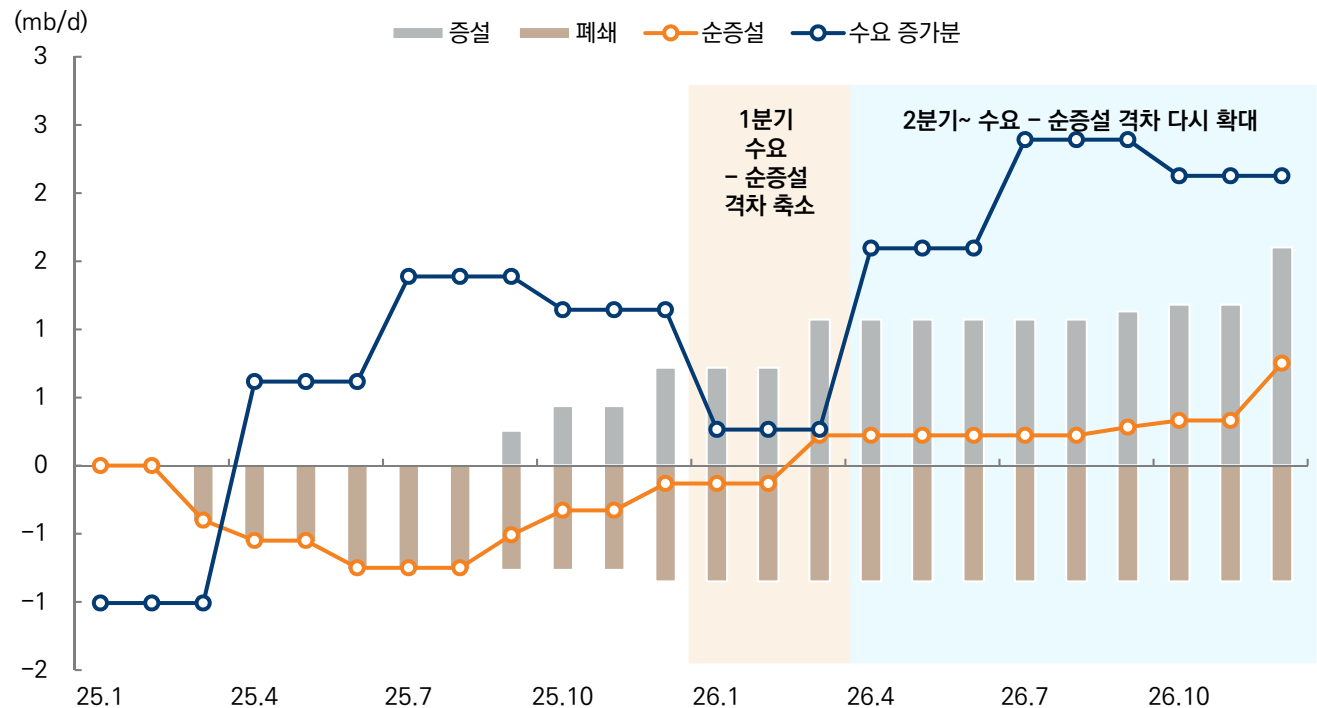
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

글로벌 정제설비는 26년에도 수요 > 순증설

- 26년 글로벌 정제설비 순증설은 +71만 b/d vs. 수요 증가분 +106만 b/d
- 3~4월에는 수요와 공급의 격차 줄어들며 정제마진 조정 가능성 있으나, 2분기부터는 다시 수급 타이트해지며 정제마진 강세 예상
- 주요 증설/폐쇄 프로젝트는 3월 인도 구자라트, 파니파트 등 +30만 b/d 증설, 4월 미국 Valero Benicia -15만 b/d 폐쇄, 12월 중국 Aramco 화진 +30만 b/d.

글로벌 정제설비 순증설 vs. 수요 추이(2025-26)



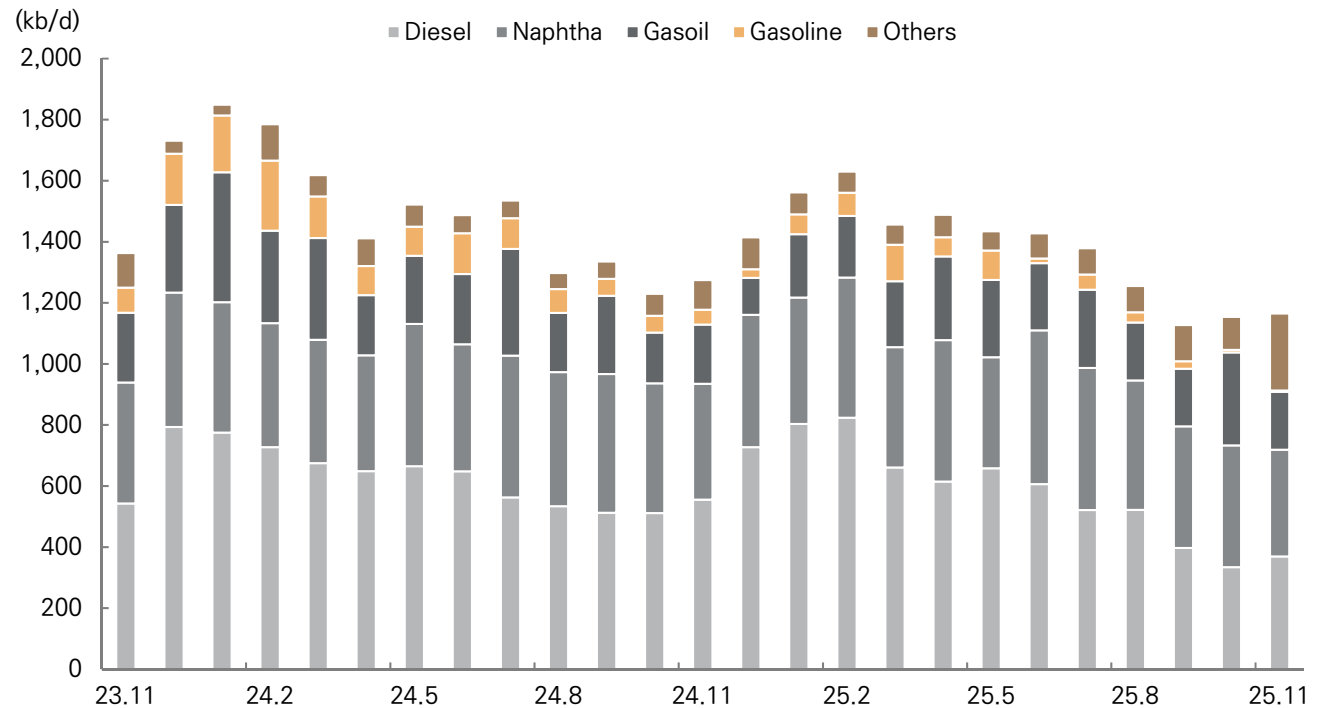
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

러시아 정제설비 가동 차질, 26년 초까지 영향

- 러시아, 9월 원유 정제량이 우크라이나의 드론 공격으로 인해 기존 대비 약 10% 감소한 500만 b/d.
- 11월에도 정제량은 추가 13~15만 b/d 감소 전망. 주요 시설에 대한 반복 타격으로 복구 지연되는 중
- Tuapse(24만 b/d), Volgograd(30만 b/d), Saratov(15만 b/d) 등 러시아 전체 캐파 9%에 영향
- 이에 따라 러시아의 석유제품 수출량도 상반기 대비 20% 이상 감소. 역내 정제마진 강세 요인 중 하나
- 2026년 초에도 가동 가능한 정제설비가 500만 b/d 수준으로 제한될 리스크 존재. 특히 경유는 겨울 수요 강화로 추가 가격 상승 가능성

러시아 석유제품별 수출량 추이



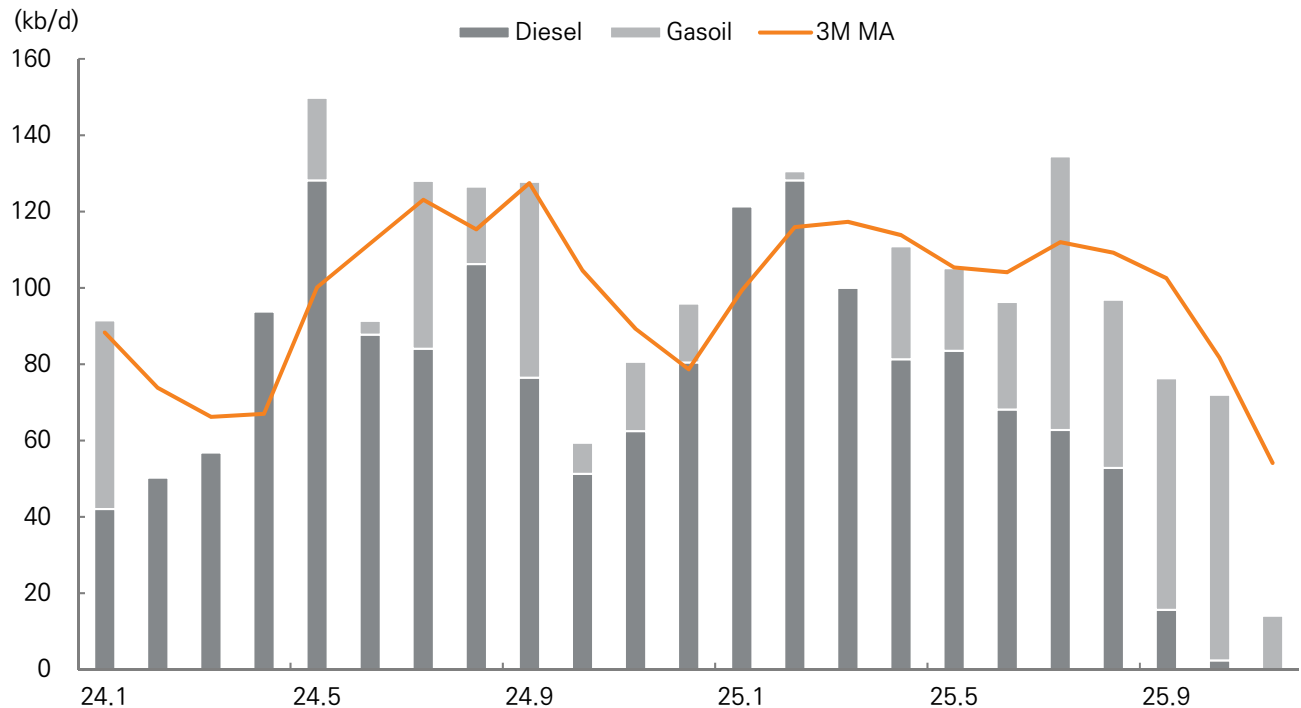
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

26년 연초까지는 경유 강세 지속 예상

- 11/14, 러시아 노보로시스크항 공격으로 ICE 경유(Gasoil) 선물 급등
- ULSD 수출(주로 Lukoil Volgograd 정유소) 추가 감소 → 지중해·터키 수급 타이팅 심화
- 터키는 이미 8월 이후 러시아 물량 감소로 수입 다변화 중(미국·중동·인도)이었으며, 이번 공격으로 대체 수요 늘어날 전망
- 지속적 공격으로 러시아 디젤 공급 리스크가 점점 커지는 국면이며, 러시아 예산에 영향을 미치고 있을 것으로 판단

러시아 Tuapse 경유 수출량 추이



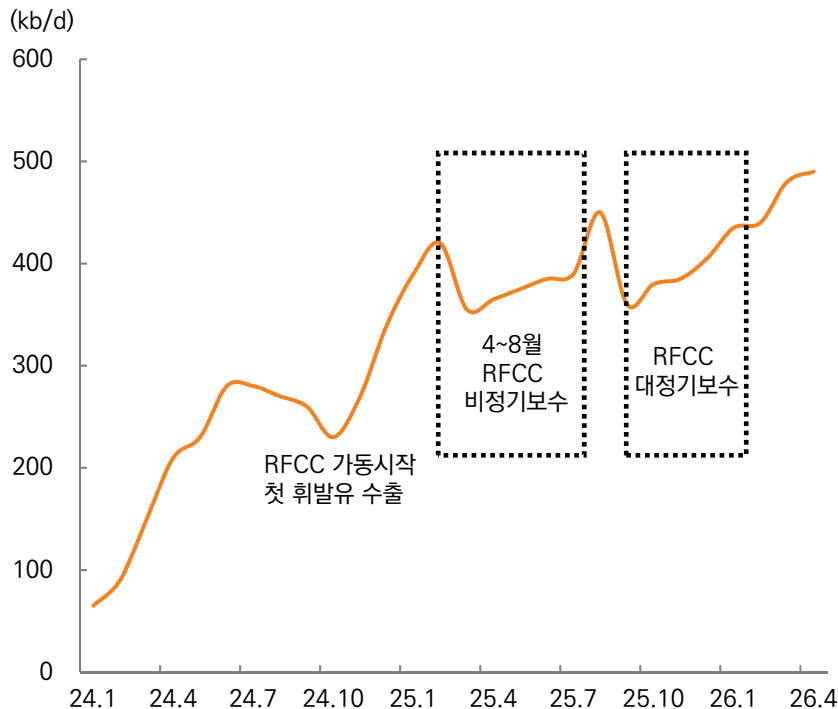
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

나이지리아 단고테, RFCC 차질 지속

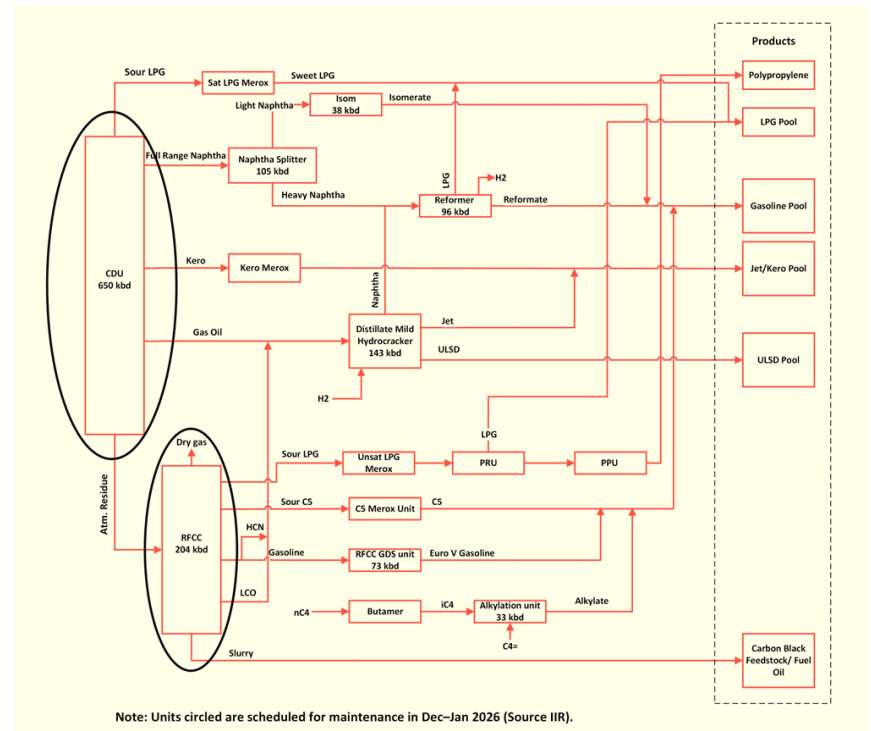
- 나이지리아 단고테, RFCC 설비가 지속적인 공급차질을 일으키는 중이며 대정기보수가 필요할 전망
- RFCC는 4월~8월 반복적인 정지로 가동률이 제한되고 있으며, 8월 말부터는 오프라인 상태
- 핵심 부품 도착이 계속 지연되고 있어 임시 수리는 10월 중순 재가동을 목표로 하고 있으나 미확정
- 25년 12월 ~ 26년 1분기 중에 대규모 턴어라운드를 실시할 전망

나이지리아 단고테 정유소 석유제품 생산량 전망



자료: IIR, 미래에셋증권 리서치센터

단고테 정유소 구조



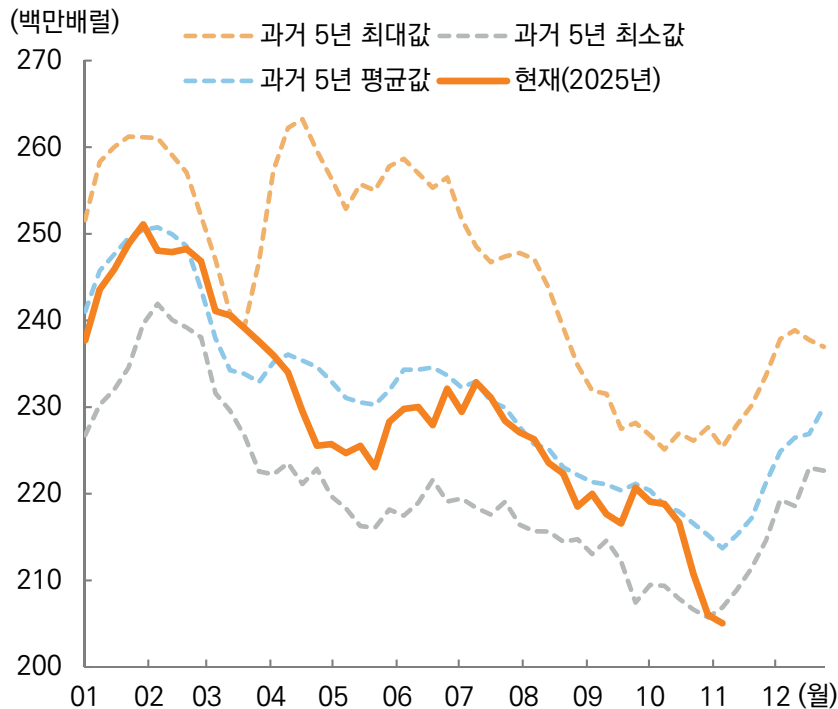
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

미국 석유제품 재고, 5년래 최저점 근접

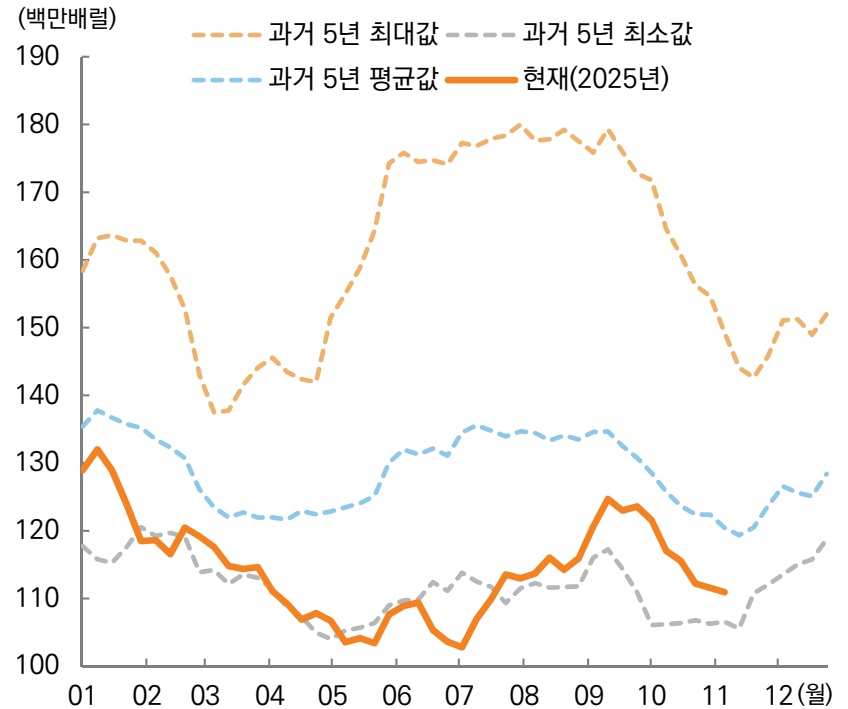
- 미국 내 석유제품 재고 추이는 5년래 최저점에 가까운 상황
- 휘발유는 5년래 최저점이었던 2024년 11월보다 재고 수준이 낮아졌고, 중간유분 역시 유사한 상황
- 곧 미국 정제설비 보수 시즌이 종료되면서, 다시 재고 축적이 시작될 전망
- 하지만 낮게 시작했던 재고 수준으로 인해, 향후 공급차질이나 수요급증 발생 시 가격 급등에 취약할 것으로 예상

미국 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 중간유분 재고 추이



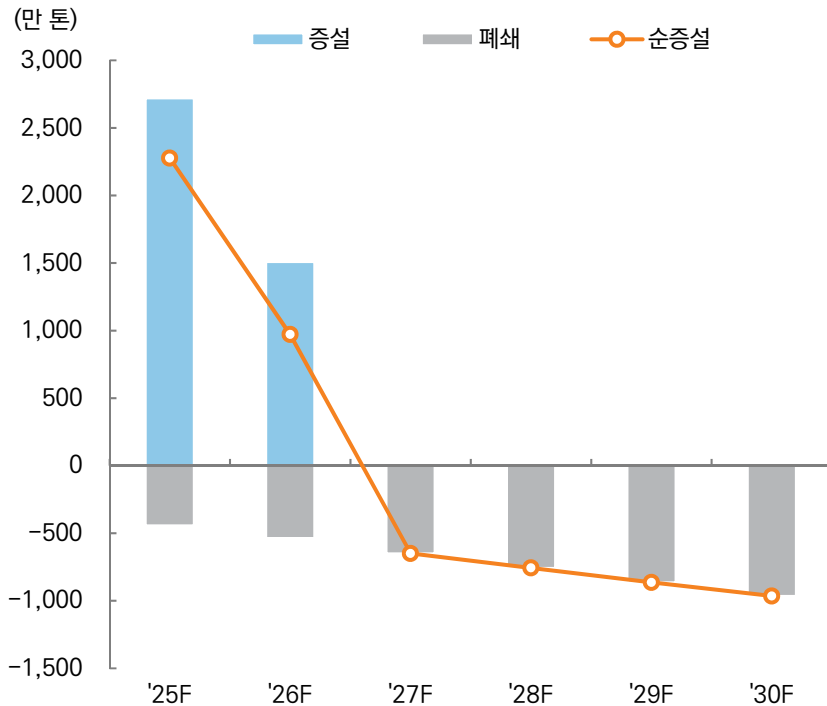
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유/화학

아직 윤곽만 드러낸 중국 구조조정안

- 중국, 정유 및 화학 산업에 대한 에너지 효율 규제가 강화될 전망
- 25년 말까지 중국 내 원유 1차 정제설비 능력을 10억 톤 이하로 제한. 중국 내 가동기간이 20년 이상인 설비(약 40% 비중)는 신속히 폐쇄 및 업그레이드에 돌입할 예정
- 중국 화학 설비 증설은 2027년 전후로 종료 예정.
- 향후 1~2년은 여전히 폴리올레핀 생산능력 확장 시기로, 신규 증설은 주로 납사 공정에서 발생. 하지만 일부 방향족 제품은 2025-2026년에 증설 공백 있음

2025-2030년 중국 내 정유 생산능력 변화



자료: BAIINFO, 미래에셋증권 리서치센터

중국 화학 제품 증설 전망

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23%	11%	11%	20%	19%	5%	1%
PP	15%	12%	11%	10%	13%	7%	2%
PX	21%	15%	0%	0%	15%	0%	4%
벤젠	10%	14%	5%	14%	1%	8%	1%
SM	15%	22%	4%	14%	15%	0%	0%
AN	31%	15%	0%	33%	0%	0%	0%
MEG	26%	7%	1%	6%	10%	0%	0%
ABS	16%	37%	1%	12%	0%	0%	0%
PC	27%	18%	10%	5%	27%	11%	4%
MMA	37%	14%	8%	11%	19%	0%	0%

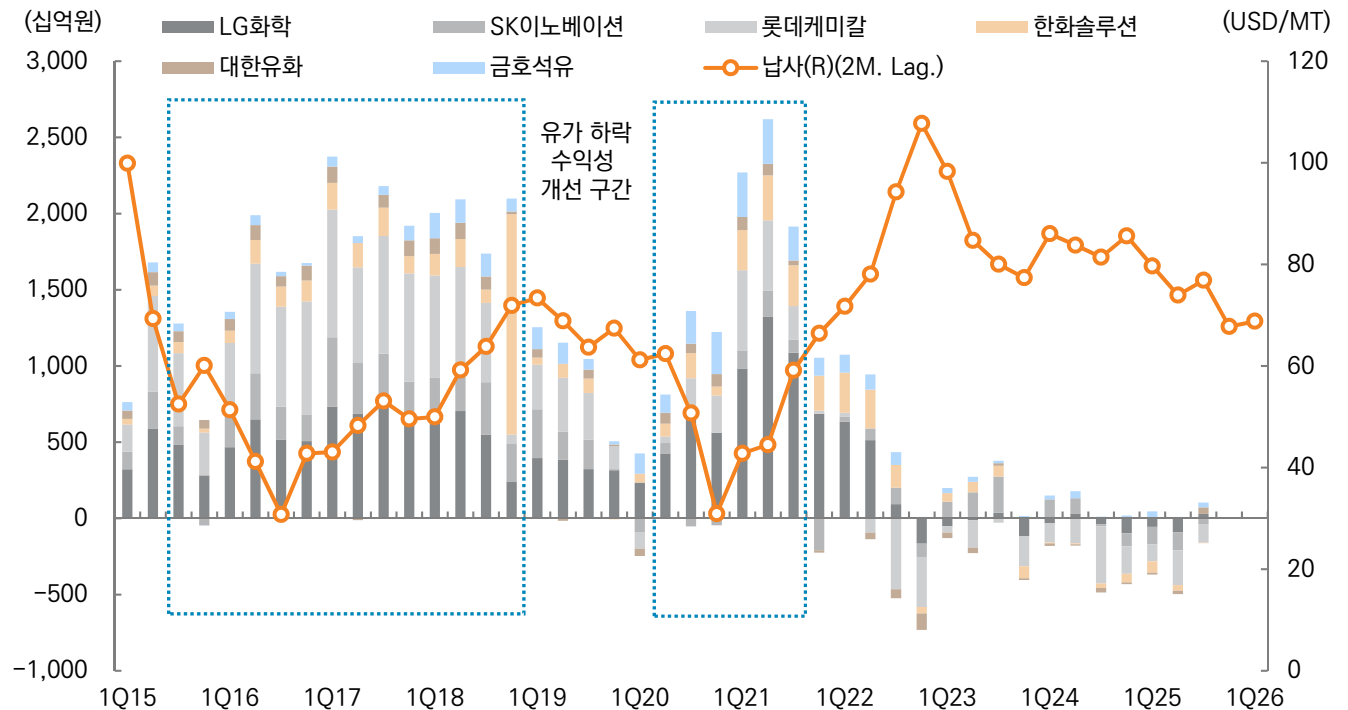
자료: BAIINFO, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

화학 투자의견: 중립(유지)

- 26년 화학: 화학 업체들의 실적은 일부 개선세가 예상되지만, 그 폭은 제한적일 전망
- 실적 회복세를 예상하는 이유는 1) 유가 약세로 인한 피드스탁 가격 안정화, 2) 중국 및 한국 구조조정
- 하지만 실적 개선세가 강했던 2015년과 다른 점은 1) 중국의 공급 과잉 영향, 2) 낮은 가동률 75~80%로 마진이 개선되면 신규 진입 가능한 물량이 다수 존재. 유가도 충분히 낮지 않은 상황
- 따라서 과거(OPM +10~15%p)보다는 제한적인 수준의 마진 개선(OPM +0~5%p)을 전망

국내 석유화학사 석유화학 부문 영업이익 vs 납사 가격 추이



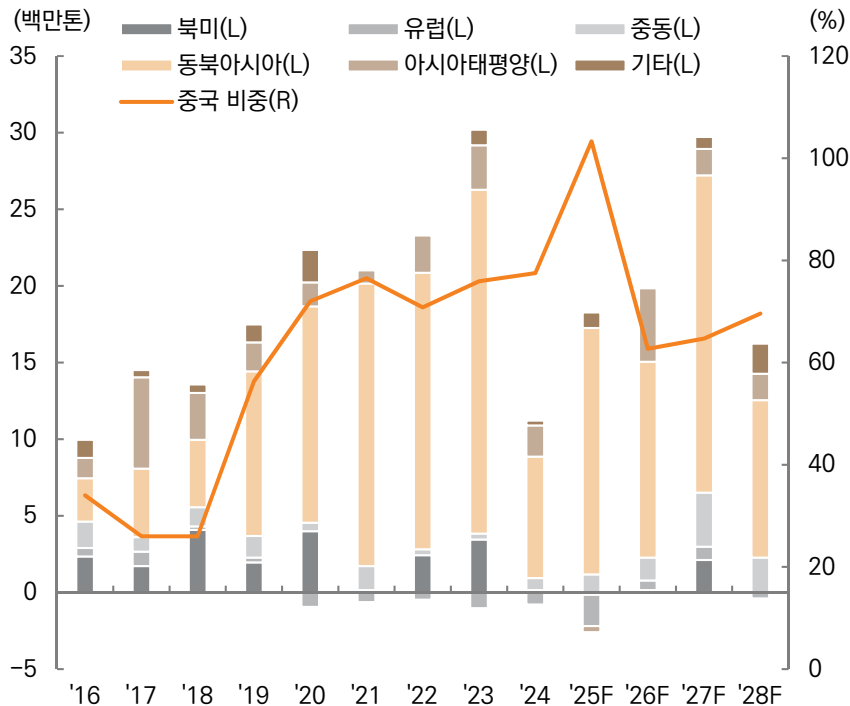
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

아직 변함없는 중국발 공급과잉 및 낮은 가동률

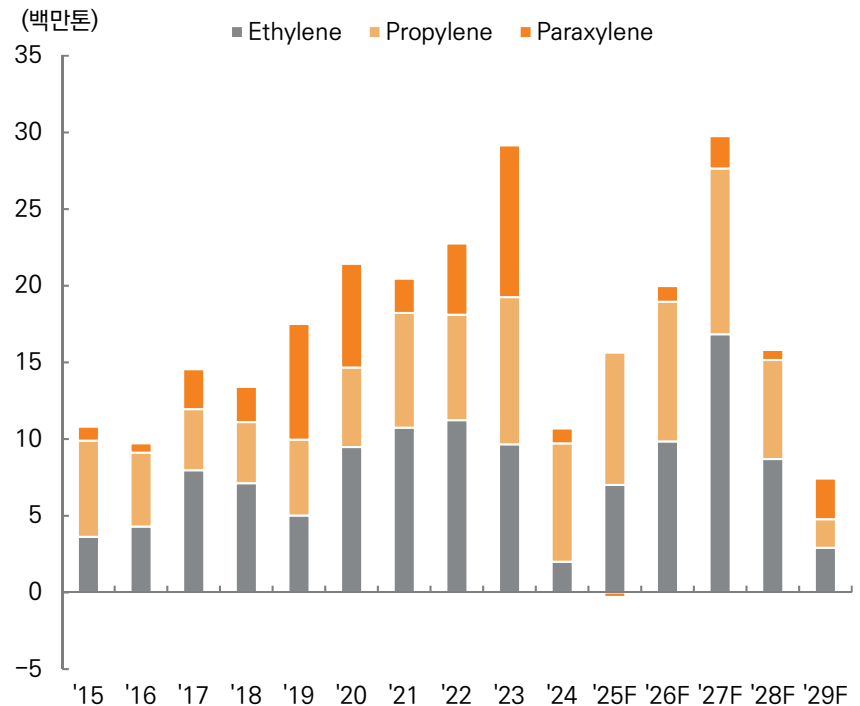
- 구조조정 기대감으로 인해 간과하지 말아야 할 것은 28년까지 밀려있는 증설 스케줄과 낮은 가동률
- 27년까지 신규 증설량은 증가할 예정이며, 28년부터 점차 줄어들기 시작할 것으로 예상
- 제품별로 보면 에틸렌 및 프로필렌 등 기초유분의 증설이 27년을 피크로 점차 감소할 전망이며, PX 증설은 사실상 23년 이후로 크지 않음

지역별 글로벌 화학 증설(에틸렌,프로필렌,PX)



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 화학 제품별 증설 전망



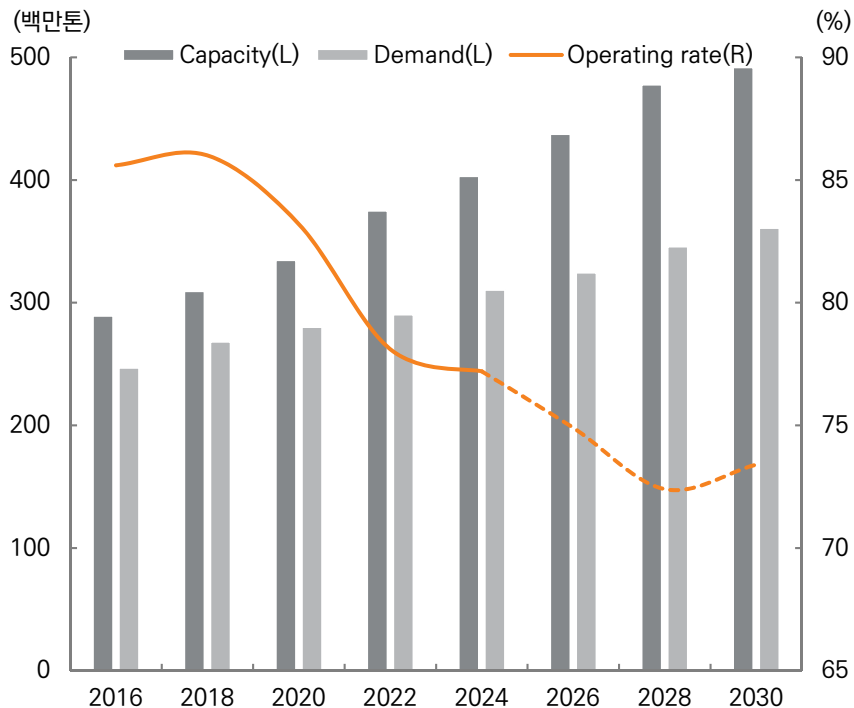
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

아직 변함없는 중국발 공급과잉 및 낮은 가동률

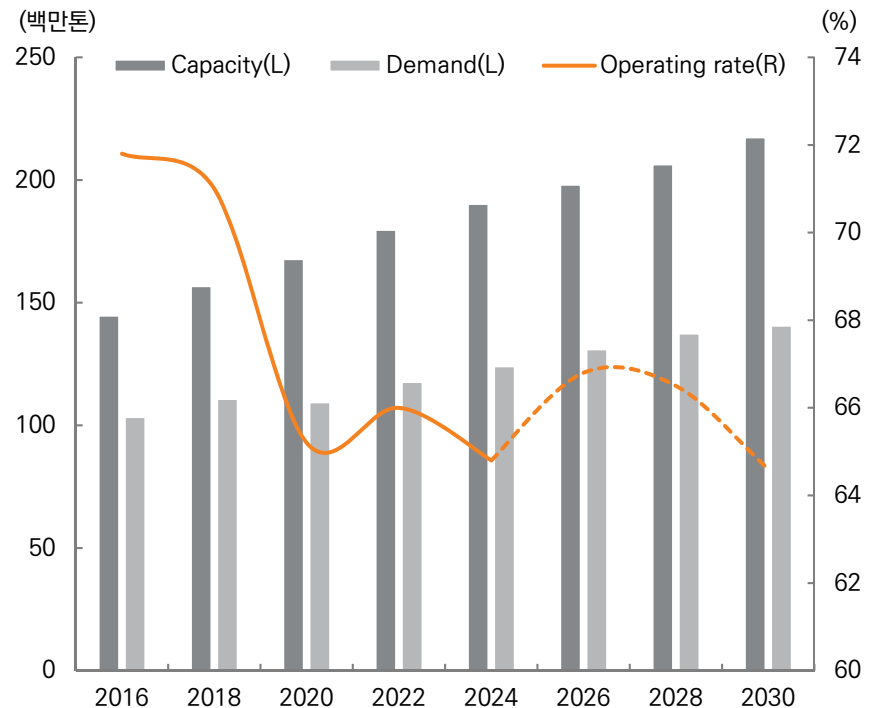
- 만약 마진이 개선된다면 가동률이 높아지며 다시 스프레드는 조정받을 가능성이 높음
- 아직까지 구조조정으로 인해 큰 폭의 실적 개선을 기대하기는 어렵다고 보는 이유
- 앞서 증설 물량이 에틸렌, 프로필렌 쪽에 몰려있었기에, 향후 가동률 회복 시점은 올레핀보다는 아로마틱이 더 빠를 것으로 예상

글로벌 올레핀 생산능력 및 수요 전망



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 아로마틱 생산능력 및 수요 전망



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

부가가치 연평균 5% 이상

- 2025-2026 화학 산업의 부가가치 연평균 5% 이상 성장 목표 제시
 - 공급 축소: 노후 및 기준 미달 설비를 폐쇄/업그레이드하여 전체 과잉 생산능력 축소. 대형 국유, 민영 기업의 통합 및 효율 강화로 탭티어 기업에 집중
 - 이익 구조 변화: 전기차 확산으로 정유 부문 수익 비중은 축소되고 화학으로 집중될 전망
 - 고부가 화학 산업 육성: 반도체, 로봇 등에 쓰이는 신소재 위주로 고부가가치 제품군에 집중
 - 신규 증설 규제 강화: 단지 등급평가, 녹색수소 필수요건 등 신규 진입 규제가 더 엄격해질 전망

화학 산업 부가가치 성장 목표

기간	부가가치 성장률 (CAGR, %)	주요 정책/지표	전망/비고
2023-2024	2.8~3.5	과잉 생산 능력 증가 (에틸렌 +10%), 가동률 75% 미만	공급 과잉으로 저성장 지속
2025E	5.0+	노후 설비 폐쇄 1,150만 톤, 자급률 87%	공급 축소 시작, 고부가 전환 초기
2026F	5.5+	신규 증설 규제 강화, 자급률 90%+	경제 이익 회복, 기술 혁신 20% ↑
2027F	6.0+	녹색화학·신소재 집중, 전체 산업 규모 \$1.9tn	장기 목표 달성 기반 구축

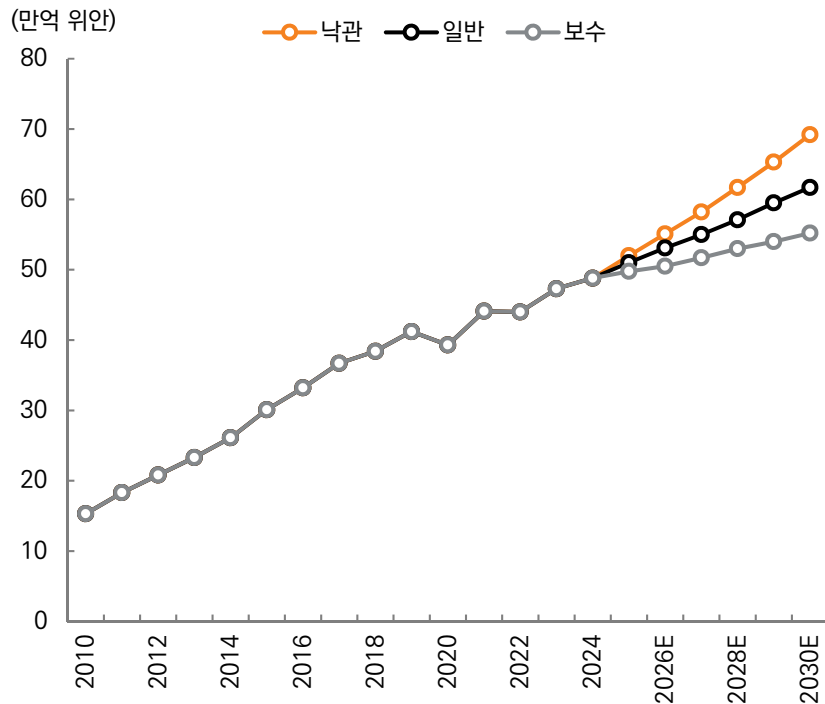
자료: 중국 공업정보화부(MIIT), 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

폴리올레핀, 내수 축진으로 수요 지속

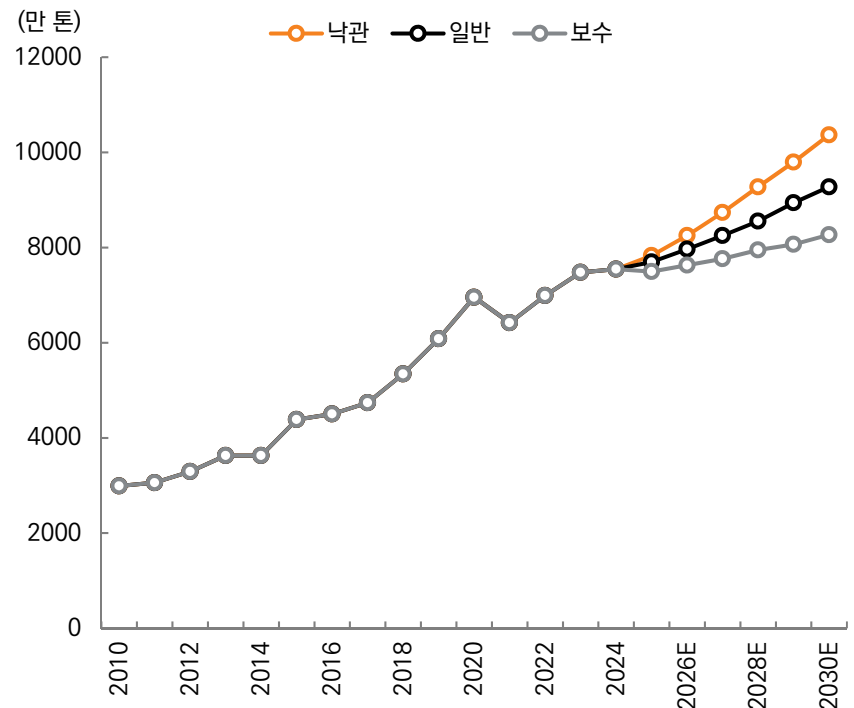
- 중국 내수 소비 활성화로 포장재 수요 지속 상승
- 2025년 중국 1인당 가처분 소득 연간 성장률이 COVID-19 이전 시기로 회복. 택배 포장재 증가, 자동차 경량화, 가전제품 수요 증가 등으로 인한 폴리올레핀 수요 자극
- 제11차 5개년 계획부터 제14차 5개년 계획까지 민간소비 증가율이 단계별로 하락했으나 하락폭은 점차 축소됨
- 제15차 5개년 계획 기간동안 민간소비 증가율 약 4%, 폴리올레핀 소비 증가율 1~4%로 전망

2010-2030E 중국 사회소비 추이



자료: WIND, 미래에셋증권 리서치센터

2010-2030E 중국 폴리올레핀 소비량 추이



자료: WIND, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

한국 화학 구조조정 진행 상황

분류	주요 노력	세부 사항
정부 측	8월 구조조정 정책 발표	국내 NCC의 4분의 1가량을 감축하는 것이 목표. 정부는 10대 석화기업들에 구체적인 사업 재편 계획을 연말까지 제출하라고 지시. 충분한 사업 재편 계획을 제시한 기업에만 금융·세제·연구개발 지원과 규제 완화를 포함한 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	롯데케미칼 · HD현대오일뱅크	대산 NCC 설비 통합안 구체화 완료. 롯데케미칼이 NCC 설비를 현물 출자로 HD현대케미칼에 이전하고, HD현대오일뱅크가 현금 출자로 지분 재조정(현재 60:40 → 50:50 또는 51:49 수준). 이르면 11월 말 이사회 후 정부 제출, 에틸렌 생산량 195만 톤 중 일부 감소 예상. 이는 8월 자율협약 후 최초 구조조정안 확정 사례로, 업계 재편 가속화 촉매 역할
	LG화학 · GS칼텍스 납사 동맹	LG화학, 여수 NCC2 매각(GS칼텍스 대상) 재추진 중. GS칼텍스와 '나프타 동맹' 형태로 통합 운영 논의(여수 클러스터 효율화, 에틸렌 90만 톤 + LG 338만 톤 연계). 그러나 NCC 자산 가치 저평가(업황 부진)와 지분·공정 차이로 후속 진전 미미. 정부 압박으로 11월 말 자구안 제출 데드라인 맞추기 위해 매각 가격 조율 중으로 추정
	롯데케미칼 · 여천NCC	No.3 크래커(에틸렌 76만 톤) 무기한 가동 중지 후, 영구 폐쇄 논의 본격화. 롯데케미칼과의 통합 아이디어 제기됐으나 주주 갈등으로 지연. 연말 자구안에서 자체 감축 중심으로 제출 예정
	S-Oil 사힌 프로젝트	정유·석화 통합 설비를 구축하는 사업. 2026년 상반기 기계적 준공 예정. 다만 울산 화학단지의 업황이 어려운 상황에서, 정부와 100% 가동할 수 있을지에 대한 협의가 필요

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

III

—

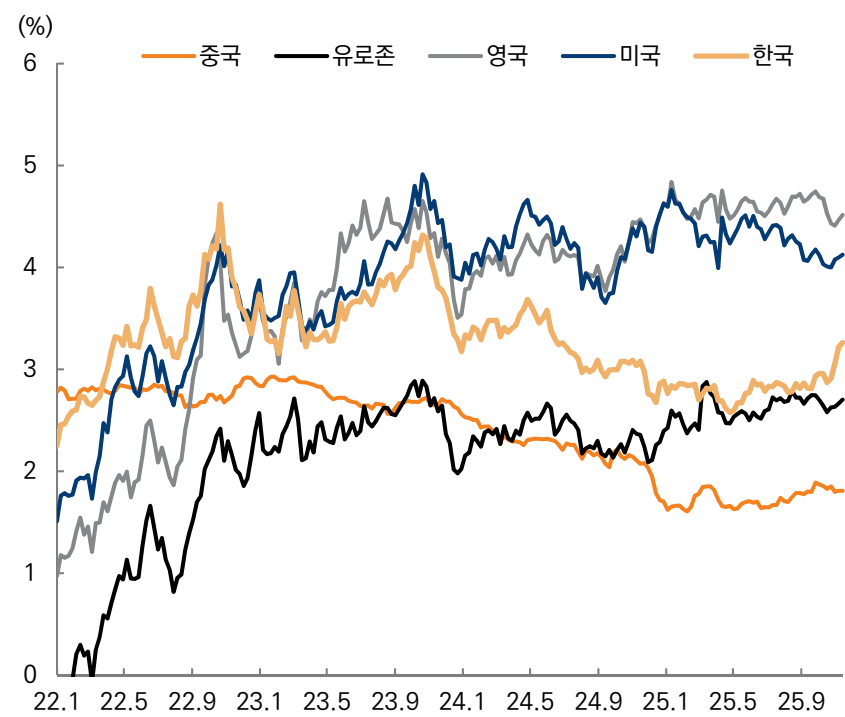
신재생에너지

III. 신재생에너지

26년에도 고금리 예상

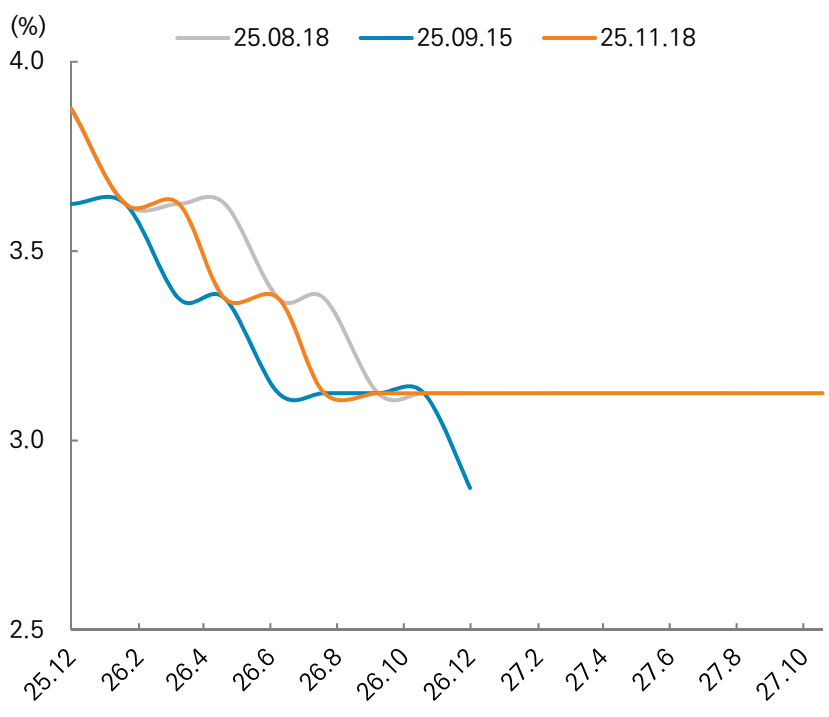
- 26년 미국 금리는 하락폭이 크지는 않을 전망으로, 신재생에너지 프로젝트 진행을 위한 자금 조달에 큰 도움이 되지는 않을 것으로 예상
- 미 국채 10년 금리는 연초 대비 47bp 하락한 4.13% 기록(연초 4.60%). 연초 예상보다는 하락 폭이 컸던 편
- 당사 채권 전망에 따르면, 26년 미국 금리 방향성은 점진적 하락세 예상. 연준의 정책 완화와 경제 둔화가 예상되기 때문

주요국 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로 전망



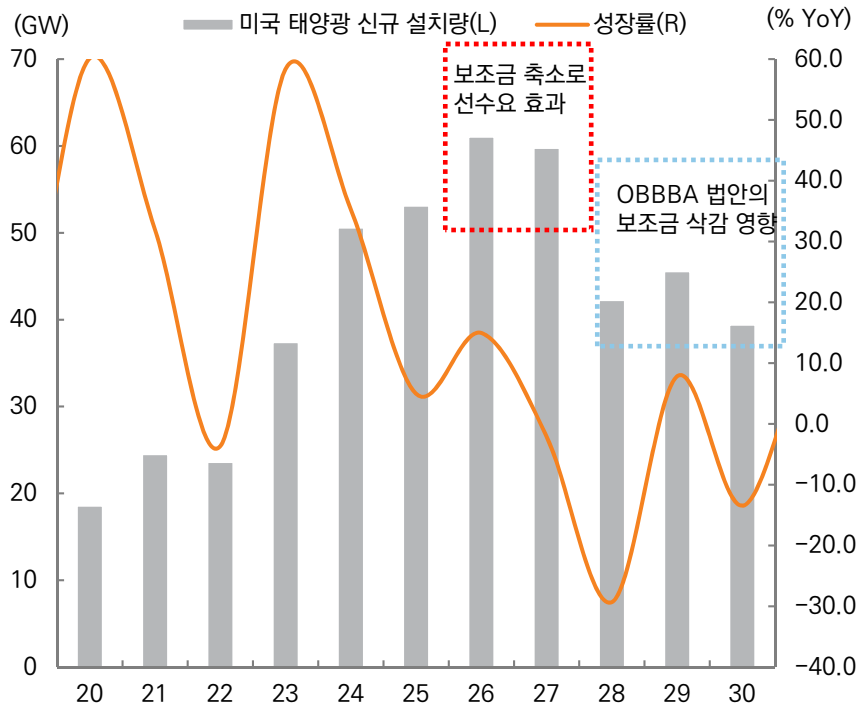
자료: Fed Watch CME, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

태양광 투자의견: 중립(하향)

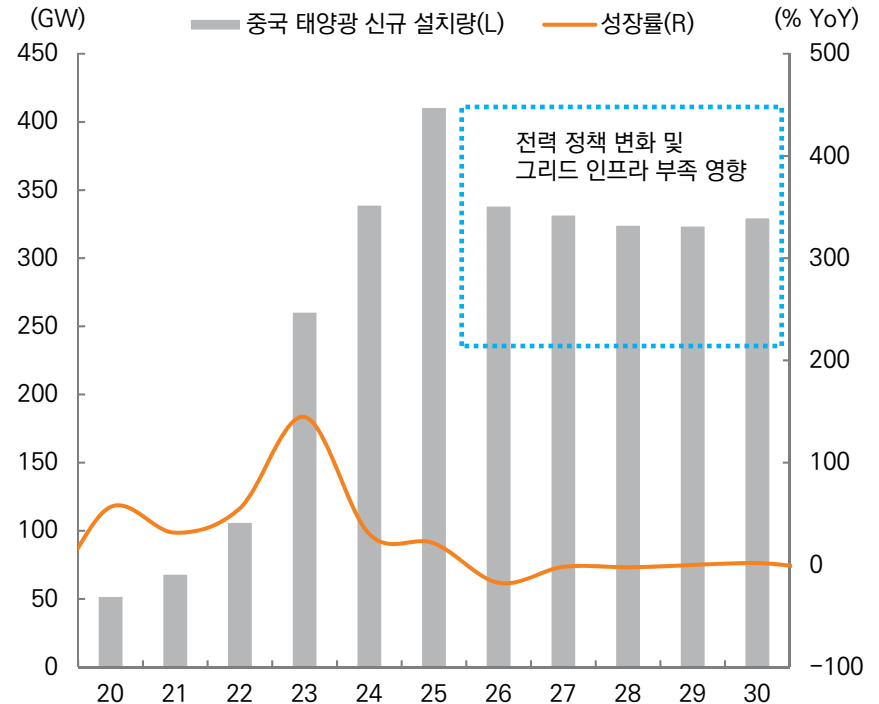
- 26년 태양광: 향후 글로벌 성장성은 제한적인 상황에서, 명확하게 수혜와 피해를 구분해야 할 필요
- 미국은 보조금 삭감으로 인해 26~27년 선수요 효과를 기대하지만, 28년 이후 약 30% 감소할 전망
- 중국은 전력 정책 변화 및 그리드 인프라 부족 영향으로 향후 수요는 성장보다 안정화될 전망
- 시장 파이가 더 이상 커지지 않는 상황에서, 규제와 정책 사이에서 수혜를 볼 수 있는 기업 발굴 필요
- 이제 태양광과 ESS는 바늘과 실의 관계. 서로가 있어야 성장 가능할 전망

미국 태양광 신규 설치량 전망



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국 태양광 신규 설치량 전망



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

Non-China 업스트림 기업들이 유리할 전망

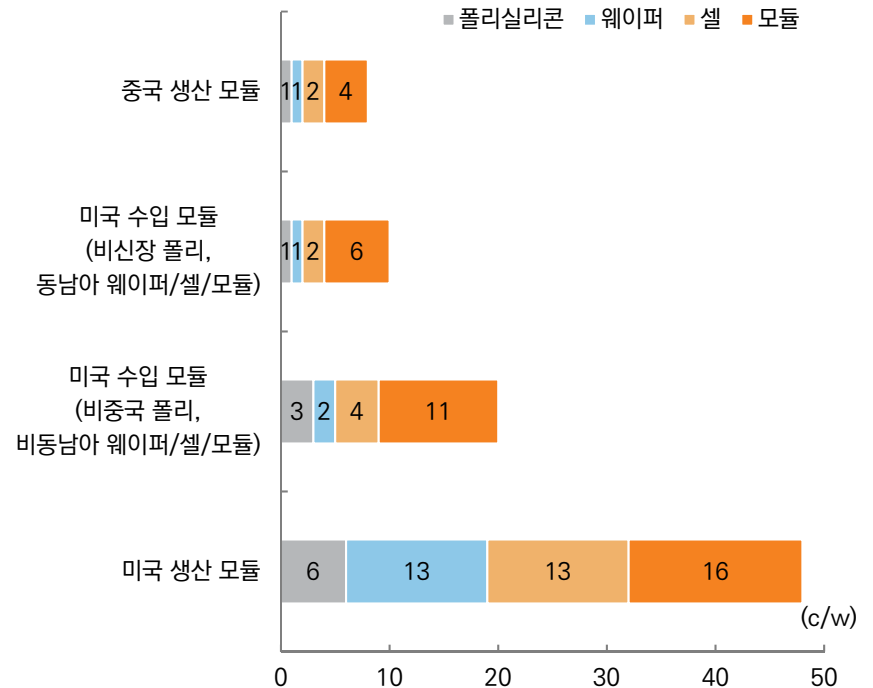
- 미국 시장 내에서는 Non-China 공급망을 통해 높은 가격 결정권을 갖는 기업에 주목할 필요
- 26년부터 FEOC 규제로 인한 비용 증가분을 얼마나 가격에 전가할 수 있는가가 중요 포인트
- Non-China 폴리실리콘 제품, 미국 모듈 등이 중국 제품 대비 2.5~3배 가까운 판가를 보유한 상황
- 향후 Non-China 웨이퍼, 셀 또한 FEOC 규제로 인해 가격이 형성되면서 신규 시장 형성될 가능성
- 업스트림(폴리실리콘, 웨이퍼)을 보유한 기업들이 더 유리할 것으로 전망

미국 태양광 무역 규제 목록

관세 종류	적용 지역	관세 수준	상태	타겟 품목
AD/CVD (반덤핑·상계관세)	중국	249.96% (국가 단일 반덤핑세율) 15~24% (상계관세)	시행 중	셀, 모듈
Section 201	전세계 (개발도상국 일부 제외)	14%	시행 중	셀 (12.5GW 무관세), 모듈
Section 301	중국	50%	시행 중	웨이퍼, 셀, 모듈
위구르 강제 노동 방지법 (UFLPA)	중국 신장	수입 금지	시행 중	폴리실리콘, 일부 잉곳· 웨이퍼 제조사
AD/CVD (2024)	말레이시아, 베트남, 태국, 캄보디아	평균 723% (다수 30~80% 적용)	시행 중	셀, 모듈
AD/CVD (2025)	인도, 인도네시아, 라오스	미확정, 94~190% 가능성	조사 중	셀, 모듈
Section 232	중국	중국산 폴리실리콘 포함 제품 수입 금지	조사 중	폴리실리콘 및 그 파생 제품

자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국 vs. 미국 내 태양광 생산 비용 비교



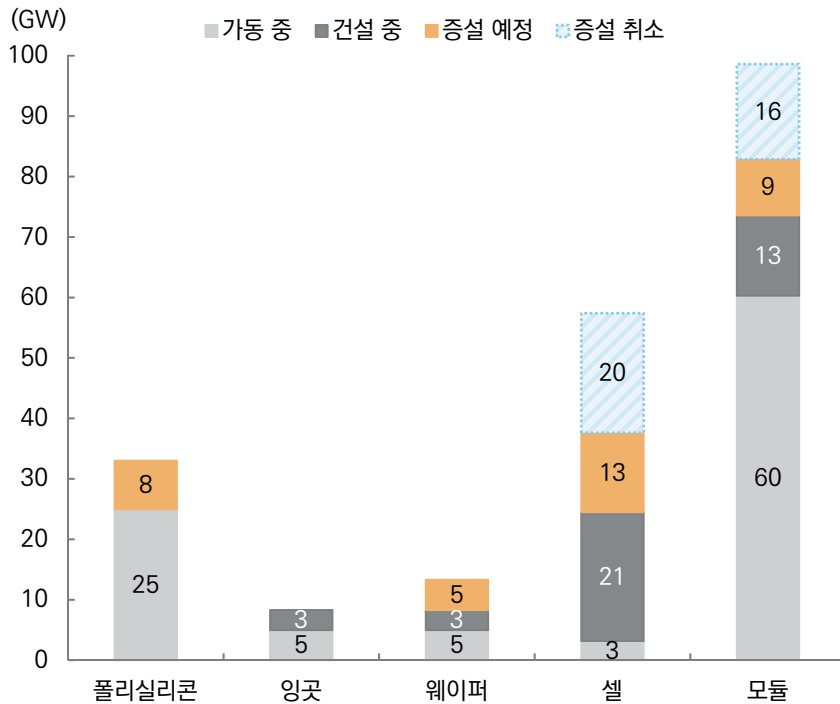
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

부족한 셀 생산능력이 가격 상승 부추길 전망

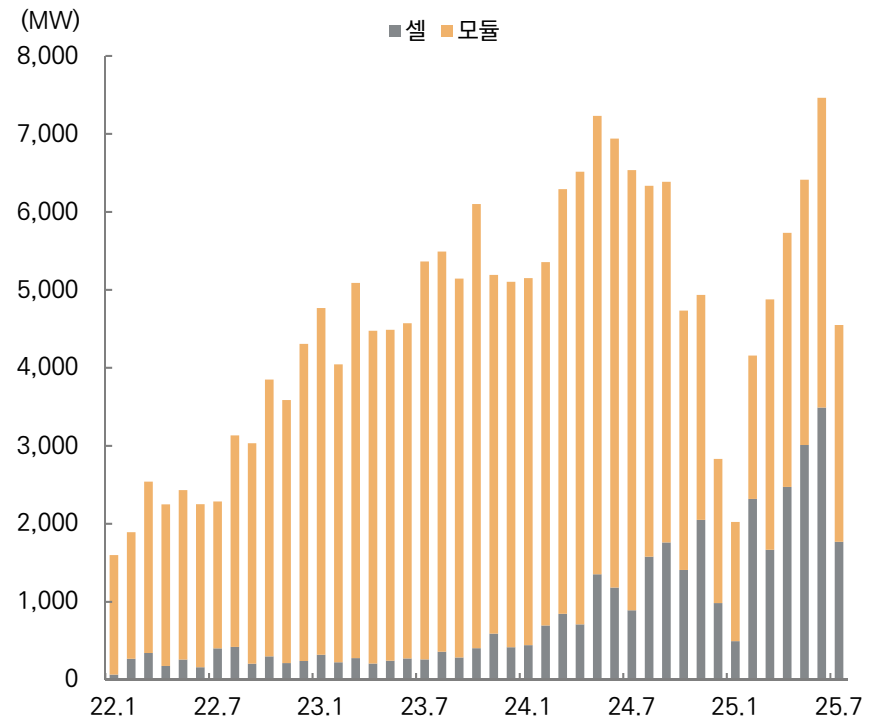
- 미국 내 태양광 공급량 부족 전망. 1) AD/CVD 관세 부과, 2) FEOC 조항, 3) 트럼프 관세 때문
- 반덤핑/상계관세(AD/CVD), FEOC(중국 공급망 배제)로 인한 보조금 수취 난이도 상승 등이 중국 태양광 제품이 미국 내 진입하기 어렵게 만드는 상황
- 트럼프 상호관세는 미국 내 모듈을 생산하는 기업들에게도 원재료 수입에 있어 비용 부담 증가 요인
- 이에 따라 미국 내 증설 계획들이 취소되는 중이며, 향후 미국 내 공급량 부족할 전망
- 미국 정부 섯다운으로 인해 셀/모듈 수입량 추이 업데이트 중단(8월~). 향후 데이터 모니터링 필요

미국 내 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 셀/모듈 수입량 추이



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

미국 모듈 가격 상승 전망, 하지만...

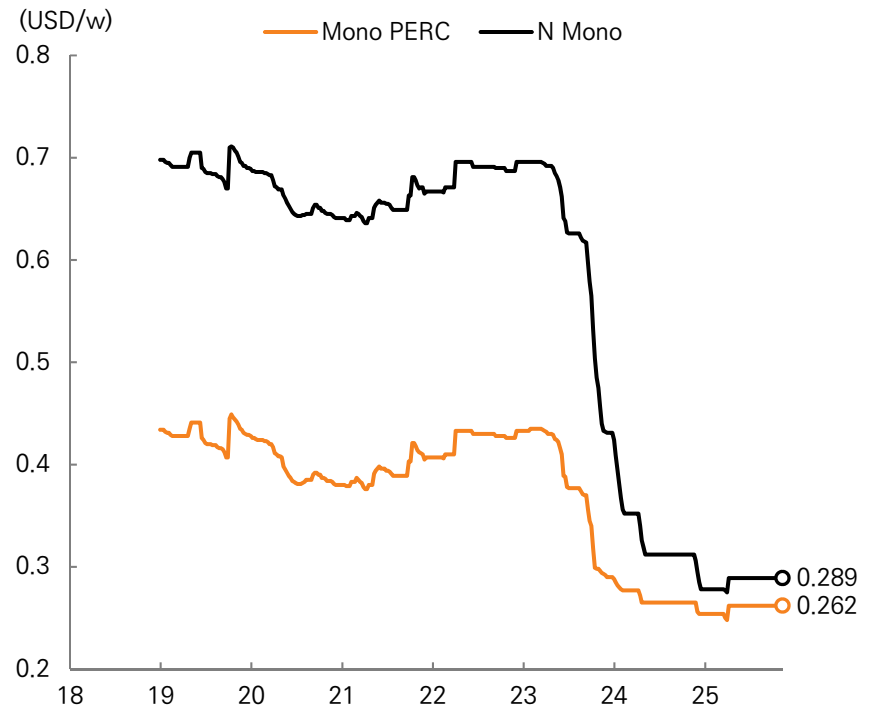
- 동남아시아 4개국(말레이시아, 태국, 캄보디아, 베트남) AD/CVD 부과 이후 수입량이 급감했듯, 나머지 국가들도 AD/CVD가 부과되며 수입량 급감할 것으로 예상
- 아직 PFE 또는 FEOC 내 중국 비중을 어떻게 규정해야 할지 확정되어야 하지만, 방향성은 중국 공급망 배제가 명확 → 미국 태양광 모듈 가격 추가 상승도 명확
- 다만 미국 내 비용 증가분(Non-China로 공급망 다변화, 상호관세 등) 전가가 확인되어야 수익성이 개선될 전망

태양광 AD/CVD(인도네시아, 인도, 라오스) 타임라인

날짜	기관	내용
2025-07-17	미국 태양광 연맹	인도네시아, 라오스, 인도에 대한 AD/CVD 제소
2025-08-07	DOC(상무부)	AD/CVD 조사 시작
2025-08-29	ITC	반덤핑 및 상계관세 영향으로 인한 미국 산업 피해 가능성 인정
2025-12-15	DOC(상무부)	상계관세(CVD) 예비심사 결과 (청원자 요청으로 연기)
2025-12-24	DOC(상무부)	반덤핑(AD) 예비심사 결과
2026-03-09	DOC(상무부)	반덤핑/상계관세(AD/CVD) 최종판정
2026-04-23	ITC	반덤핑/상계관세(AD/CVD) 최종판정
2026-04-30	DOC(상무부)	관세 발효

자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 모듈 가격 추이



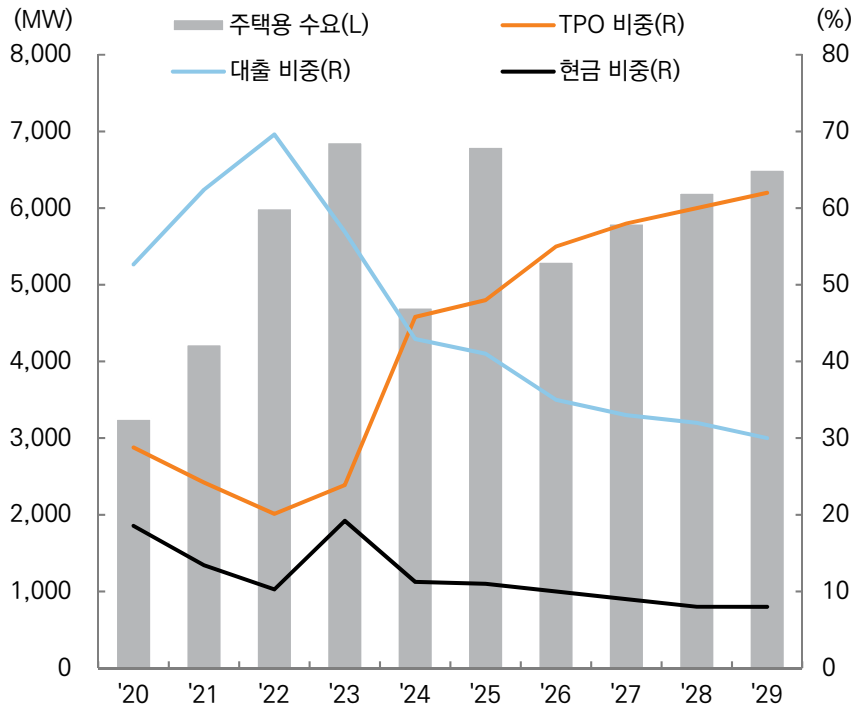
주: DDP(Delivered Duty Paid) 기준. 관세 납부 후 인도 조건. 판매자가 관세 비용 부담
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

주택용 태양광 시장의 파이는 줄어들지만, 더 크게 베어낼 수 있다

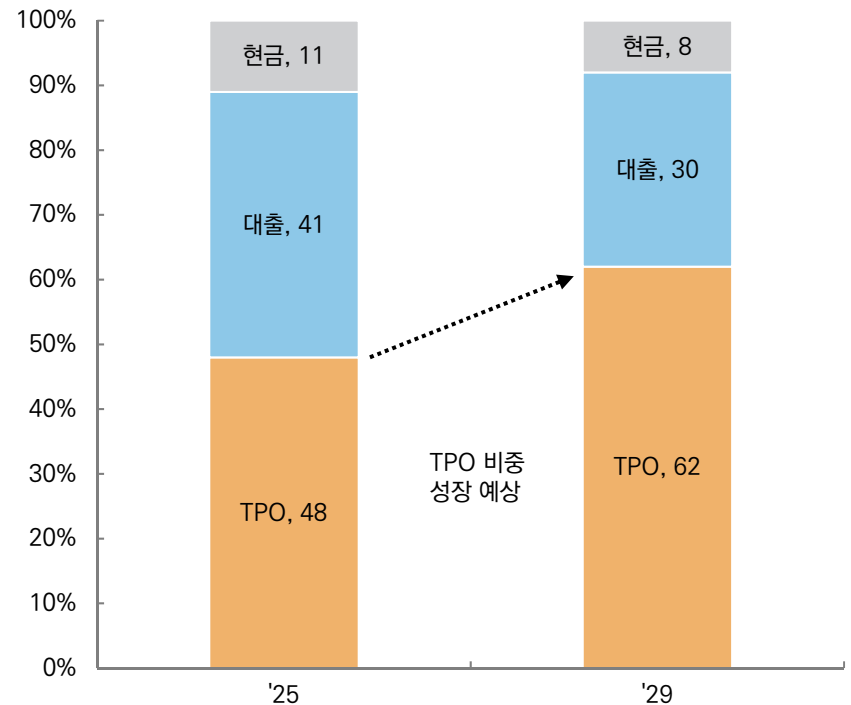
- 26년 미국 주거용 태양광 시장 수요는 5.3GW로 전년 대비 -22% 역성장 전망
- 25년 OBBBA 때문에 대출 보조금(25D) 종료로 선수요가 나타나 6.8GW 설치량이 예상되기 때문
- 다만 주택용 태양광 시장의 성장성은 줄어들더라도, TPO의 절대 성장성은 오히려 강화
1) TPO는 아직 48E 보조금이 27년 말까지 신청 가능하고, 2) 대출쪽 수요를 대체할 것이기 때문
- 따라서 TPO 업체들은 향후 2년간 성장성을 기대할 만한 것으로 예상

타입별 주거용 태양광 설치량 전망



자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

주거용 태양광 내 시장점유율 변화(25년 → 29년)



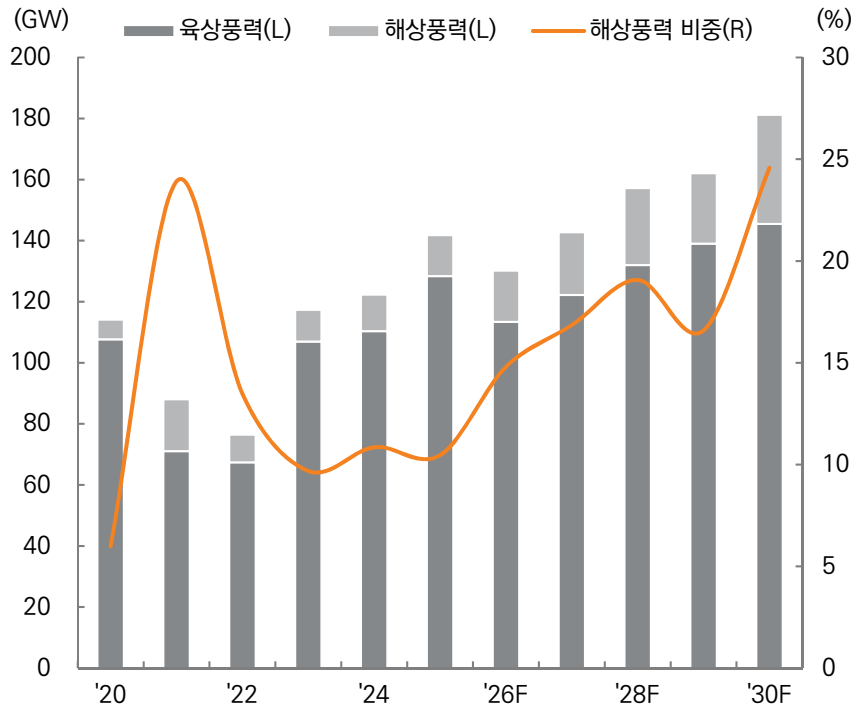
자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력

풍력 투자 의견: 중립(유지)

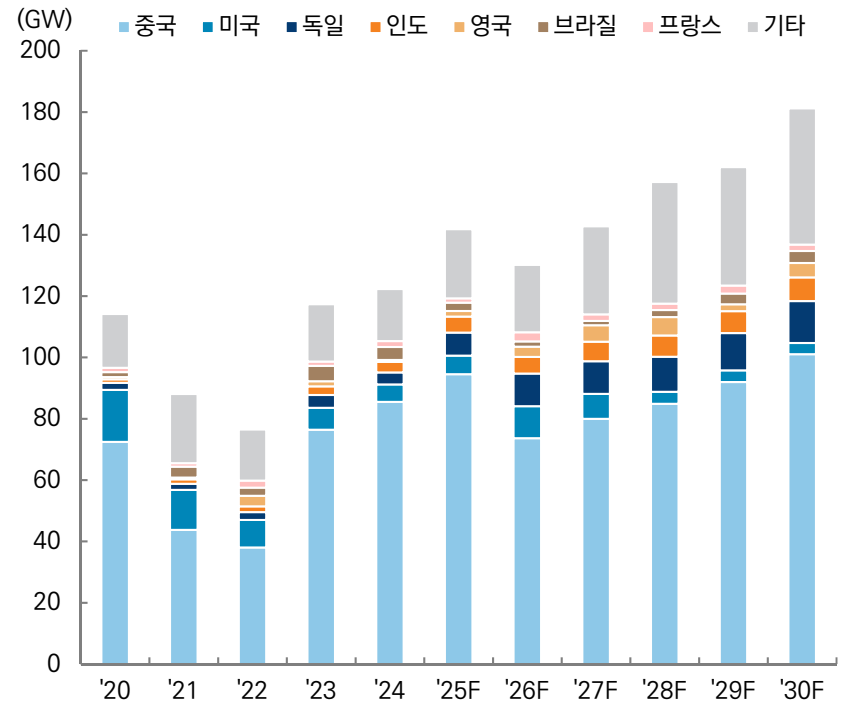
- 26년 풍력: 부진한 미국/중국 영향 큰 26년. 하지만 27년부터 해상풍력을 필두로 회복할 전망
- 미국 풍력 시장은 정책 불확실성으로 2035년 설치량 전망 육상풍력 -46%, 해상풍력 -65%(BNEF)
- 중국 역시 전력 가격 정책 변경 및 그리드 인프라 부족 영향으로 인해 26년 수요 감소 전망
- 하지만 26년부터 예정된 유럽/아시아의 대규모 해상풍력 경매 물량 본격 착공 및 비용 절감 효과로 인해 27년 설치량 반등 전망

글로벌 풍력 설치량 전망(육상 vs. 해상)



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 풍력 설치량 전망(국가별)



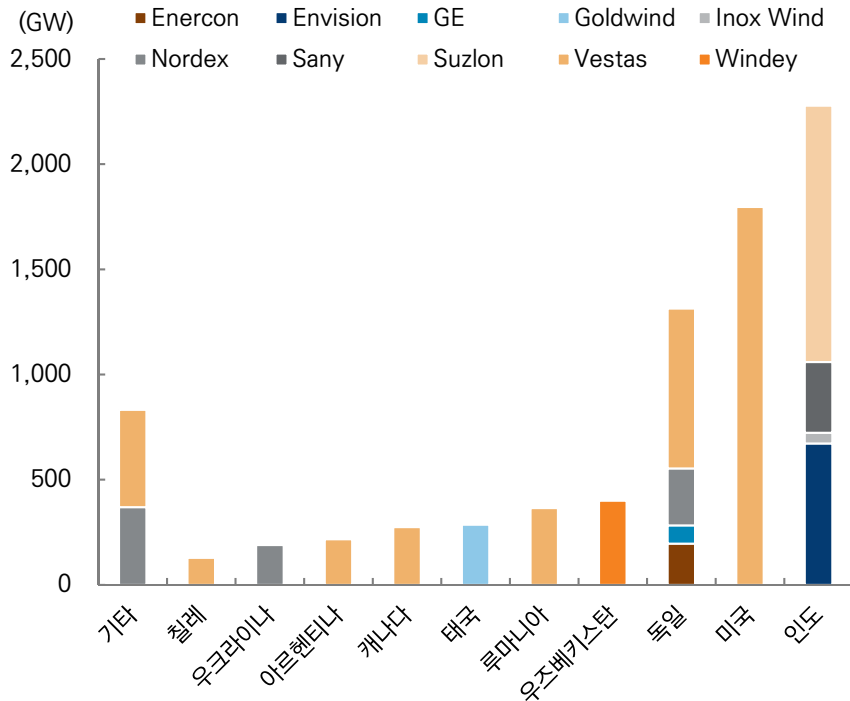
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력

3Q25 터빈메이커들의 수주로 보는 업황

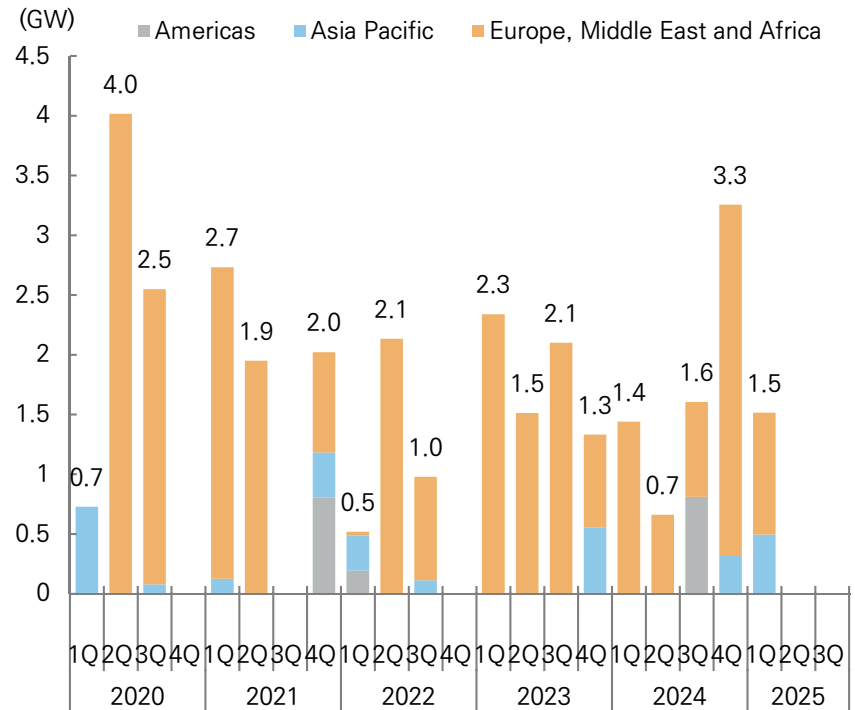
- 육상풍력: 3Q25 공개 터빈 수주량 8.1GW로 전분기 대비 77% 증가
- 미국 0GW → 1.8GW로 급반등. 미국 세액공제 마감 전, 착공 러시로 육상풍력 수주 강세 지속 전망
- 터빈메이커 중에서는 Vestas가 4GW(시장점유율 50%)로 압도적 1위. 씨에스윈드 수혜 가능
- 해상풍력: 전분기에 이어 2분기 연속 확정 수주는 없는 상황
- 지멘스 가메사만 7월 조건부 선정 계약 2건 체결(폴란드, 독일). 추후 최종투자결정(FID) 필요

국가별 육상풍력 터빈 수주(3Q25)



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 해상풍력 터빈 수주



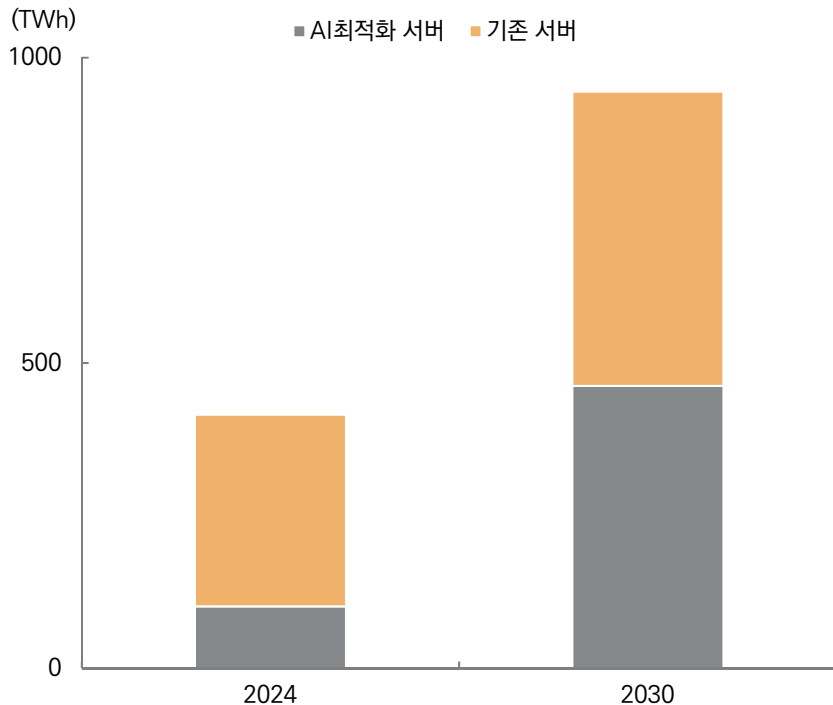
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지

데이터센터 전력 소비량 2030년까지 2배 증가

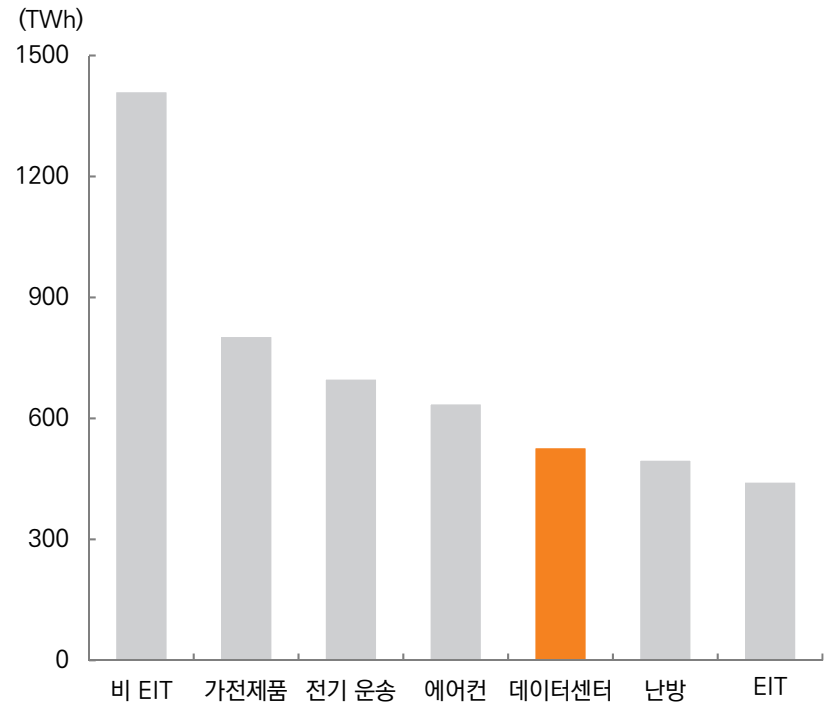
- 2030년까지 데이터센터의 전력 소비량이 두 배 증가할 전망
- 데이터 센터 급증세에 따라 AI최적화 서버의 전력 소비량은 2030년까지 5배 증가 예상
- 2024년에서 2030년 사이 데이터센터가 글로벌 전력 수요 증가분에서 차지하는 비중은 약 10%

데이터센터 전력 소비 전망



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

2024-2030년 글로벌 전력 수요 증가



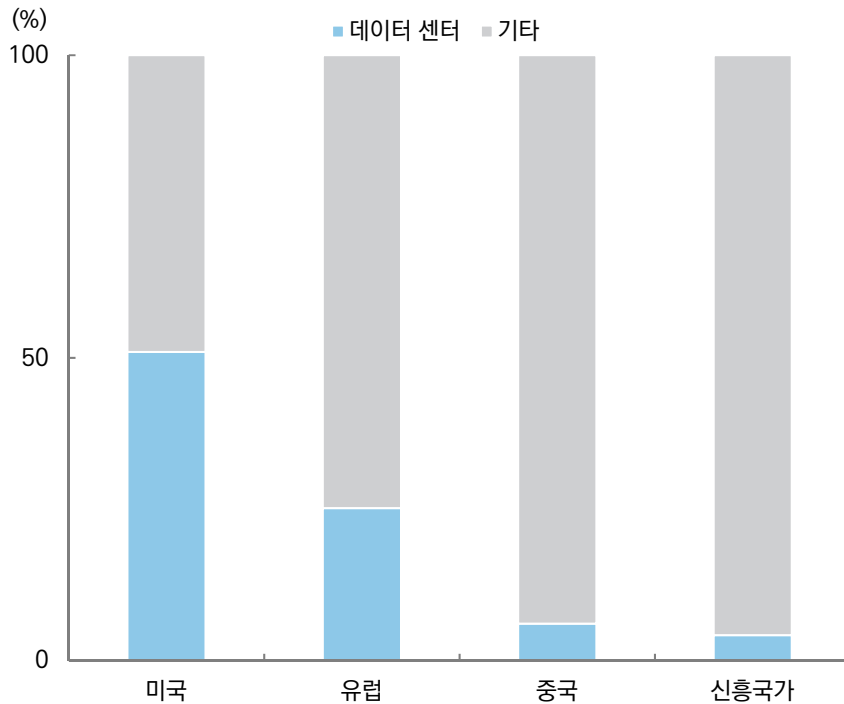
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지

데이터센터 증설의 중심 미국, 유럽, 중국

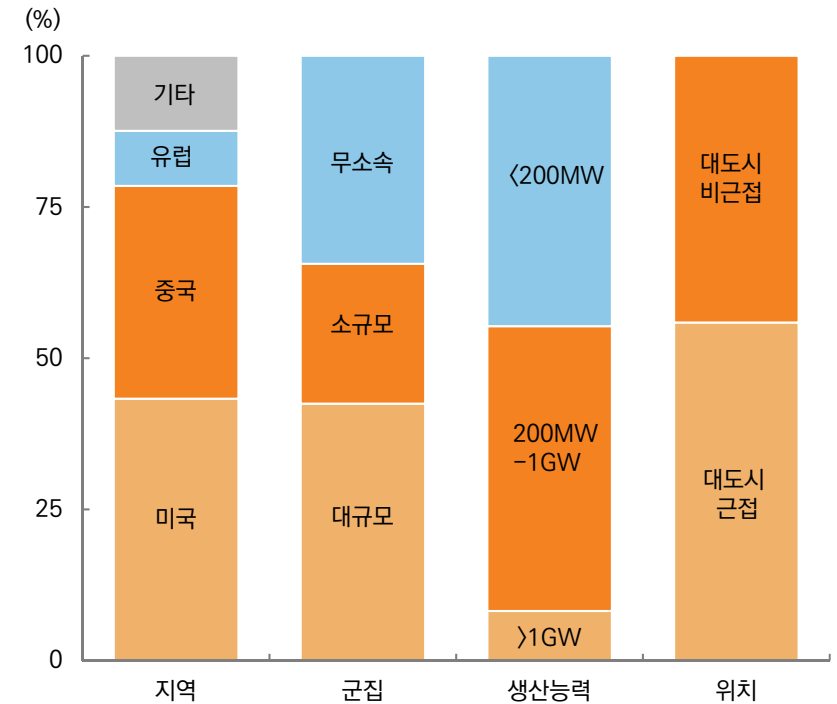
- 데이터센터 용량 증설의 85% 이상이 미국, 유럽, 중국에서 이루어질 예정
- 향후 건설될 데이터 센터는 절반 이상이 전력을 200MW 이상 소비하며, 완전 가동 시 각 데이터 센터는 매년 약 20만 가구만큼의 전력을 소비하게 됨
- 공식 시나리오상 데이터 센터의 주요 추가 전력 공급원은 신재생에너지
- 2035년까지 증가분의 약 45%를 차지할 전망(약 400TWh)이며, 정책 시나리오로 보면 40%를 차지

2024-2030 지역별 신규 전력 수요



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

파이프라인 내 데이터 센터 용량



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

—

종목 분석

26년까지 지속되는 정제마진 강세

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 110,000원
현재주가(25/11/18)	85,700원
상승여력	28.4%

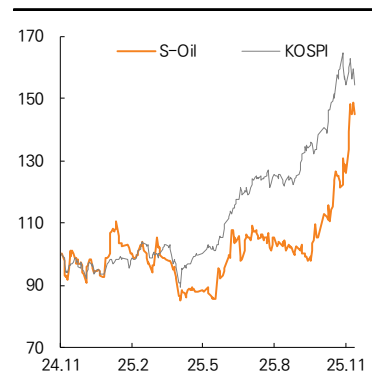
영업이익(25F, 십억원)	456
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	152
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	32.0
P/E(25F, x)	34.1
MKT P/E(25F, x)	13.9
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	9,648
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	76.5
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	88,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	31.2 67.1 51.7
상대주가	24.4 11.0 -5.3

투자포인트

- 1) 26년에도 수요 증분(+106만 b/d) 대비 부족한 정제설비 순증설(+71만 b/d)로 정제마진 강세
- 2) 러시아 정제설비 공급 차질, 주요 신규 정제설비(단고테 등) 제한적 가동
- 3) 유가의 하향 안정화 통한 수요 회복 및 아람코 OSP 하락

투자의견 및 리스크

- 목표주가 8.8만원 → 11만원으로 상향. 26년 정제마진 전망치 상향 조정 및 수익성 개선을 통한 적용 PBR 20% 상향에 기인
- 추가 상승 여력은 샐린 프로젝트 상업 가동 및 매출 인식으로 사업 가치 반영. 하지만 한국 화학 구조조정도 함께 진행되고 있어, 가동 시점 및 가동률에 대한 리스크는 존재



결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	35,727	36,637	34,328	33,021	32,770
영업이익 (십억원)	1,355	422	456	1,334	1,509
영업이익률 (%)	3.8	1.2	1.3	4.0	4.6
순이익 (십억원)	949	-193	293	912	1,034
EPS (원)	8,137	-1,656	2,516	7,818	8,868
ROE (%)	10.8	-2.2	3.3	9.7	10.2
P/E (배)	8.6	-	34.1	11.0	9.7
P/B (배)	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	2.4	0.2	0.6	1.9	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637	34,328	33,021	32,770
매출원가	35,411	33,081	30,897	30,471
매출총이익	1,226	1,247	2,124	2,299
판매비와관리비	804	790	790	790
조정영업이익	422	456	1,334	1,509
영업이익	422	456	1,334	1,509
비영업손익	-755	-107	-158	-175
금융손익	-229	-345	-362	-380
관계기업등 투자손익	6	5	0	0
세전계속사업손익	-333	349	1,176	1,334
계속사업법인세비용	-139	55	265	300
계속사업이익	-193	293	912	1,034
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-193	293	912	1,034
지배주주	-193	293	912	1,034
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-153	290	912	1,034
지배주주	-153	290	912	1,034
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,174	1,284	2,247	2,451
FCF	-1,574	-3,519	273	1,159
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.7	6.8	7.5
영업이익률 (%)	1.2	1.3	4.0	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	0.9	2.8	3.2

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,048	8,757	8,948	9,502
현금 및 현금성자산	1,946	244	987	1,557
매출채권 및 기타채권	3,479	3,583	3,351	3,344
재고자산	4,493	4,800	4,489	4,479
기타유동자산	130	130	121	122
비유동자산	14,403	17,271	18,351	18,608
관계기업투자등	43	43	40	40
유형자산	13,582	16,353	17,453	17,724
무형자산	149	146	132	119
자산총계	24,451	26,028	27,299	28,110
유동부채	11,657	10,263	10,808	10,795
매입채무 및 기타채무	6,827	6,232	5,828	5,816
단기금융부채	4,071	3,300	4,297	4,297
기타유동부채	759	731	683	682
비유동부채	4,099	6,747	6,736	6,736
장기금융부채	3,934	6,583	6,583	6,583
기타비유동부채	165	164	153	153
부채총계	15,756	17,010	17,544	17,531
지배주주지분	8,696	9,018	9,755	10,579
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	7,030	7,324	8,061	8,885
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,696	9,018	9,755	10,579

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	34.1	11.0	9.7
P/CF (x)	5.6	7.8	4.1	3.8
P/B (x)	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	10.5	15.1	8.8	7.8
EPS (원)	-1,656	2,516	7,818	8,868
CFPS (원)	9,731	11,051	20,714	22,469
BPS (원)	74,590	77,353	83,672	90,742
DPS (원)	125	500	1,600	1,800
배당성향 (%)	-7.3	19.2	19.8	19.6
배당수익률 (%)	0.2	0.8	2.4	2.7
매출액증가율 (%)	2.5	-6.3	-3.8	-0.8
EBITDA증가율 (%)	-43.4	9.3	75.0	9.1
조정영업이익증가율 (%)	-68.8	8.1	192.3	13.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	210.8	13.4
매출채권 회전율 (회)	16.4	15.4	15.0	15.4
재고자산 회전율 (회)	8.0	7.4	7.1	7.3
매입채무 회전율 (회)	7.9	5.9	5.1	5.2
ROA (%)	-0.8	1.2	3.4	3.7
ROE (%)	-2.2	3.3	9.7	10.2
ROIC (%)	1.8	2.3	5.4	6.0
부채비율 (%)	181.2	188.6	179.9	165.7
유동비율 (%)	86.2	85.3	82.8	88.0
순차입금/자기자본 (%)	69.0	106.2	100.8	87.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	1.3	3.7	4.0

미국의 중국 배제 정책의 최대 수혜주

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	146,000원
현재주가(25/11/18)	108,800원
상승여력	34.2%

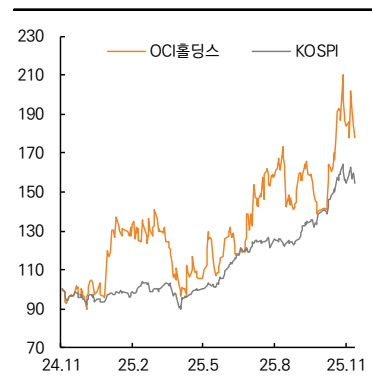
영업이익(25F,십억원)	-48
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-47
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	13.9
KOSPI	3,953.62
시가총액(십억원)	2,047
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	20.3
베타(12M) 일간수익률	1.51
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	128,600
(%)	1M 6M 12M
절대주가	9.5 40.8 84.7
상대주가	3.8 -6.5 15.4

투자포인트

- 1) 미국 내 Non-China 수요 폭증에 대처 가능한 폴리실리콘 및 웨이퍼 공장 보유
- 2) 세이프하버 확보한 태양광 및 ESS 프로젝트 + 데이터센터 인프라 개발 사업 보유
- 3) 중국 폴리실리콘 구조조정 통해 태양광 업스트림 기업들의 리레이팅 가능성

투자의견 및 변곡점

- 동사의 12MF PBR은 0.5배 수준으로 저평가 구간. 향후 개선될 실적 고려하면 프리미엄 부여 가능
- 향후 주목해야 하는 26년 변곡점은 1) Section 232 태양광 폴리실리콘 포함 여부, 2) Non-China 웨이퍼 및 셀 상업 가동 후, 가격대 형성, 3) 데이터센터 인프라 매각 시 수익성 가이던스



결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,409	4,314	5,268
영업이익 (십억원)	531	102	-48	540	842
영업이익률 (%)	20.0	2.9	-1.4	12.5	16.0
순이익 (십억원)	714	98	-128	422	689
EPS (원)	36,002	5,005	-6,772	22,814	37,821
ROE (%)	18.7	2.5	-3.3	11.0	15.6
P/E (배)	2.9	11.7	-	4.8	2.9
P/B (배)	0.6	0.3	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	3.1	3.7	2.6	-	-

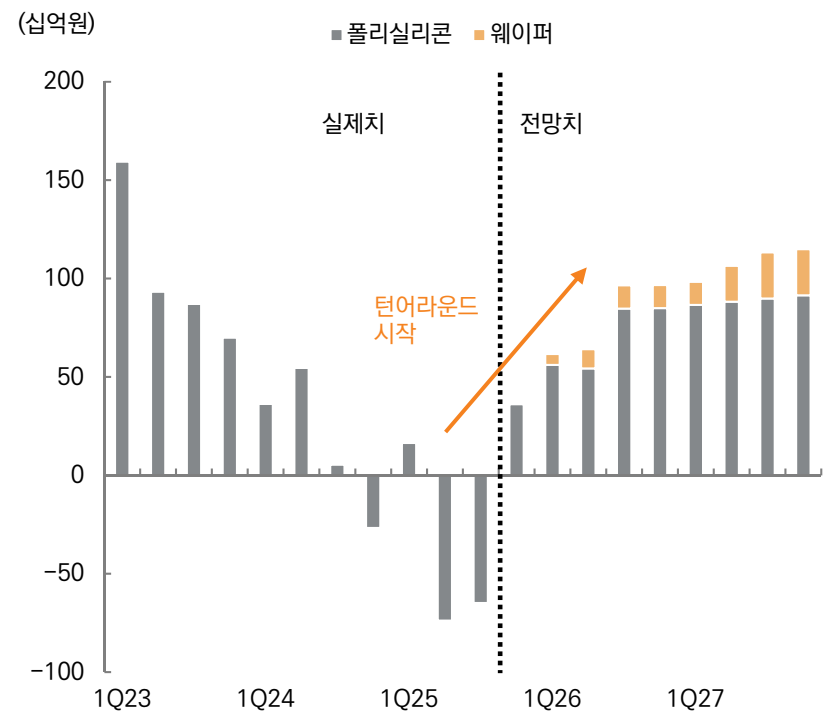
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

Non-China 수요는 이제 시작이다

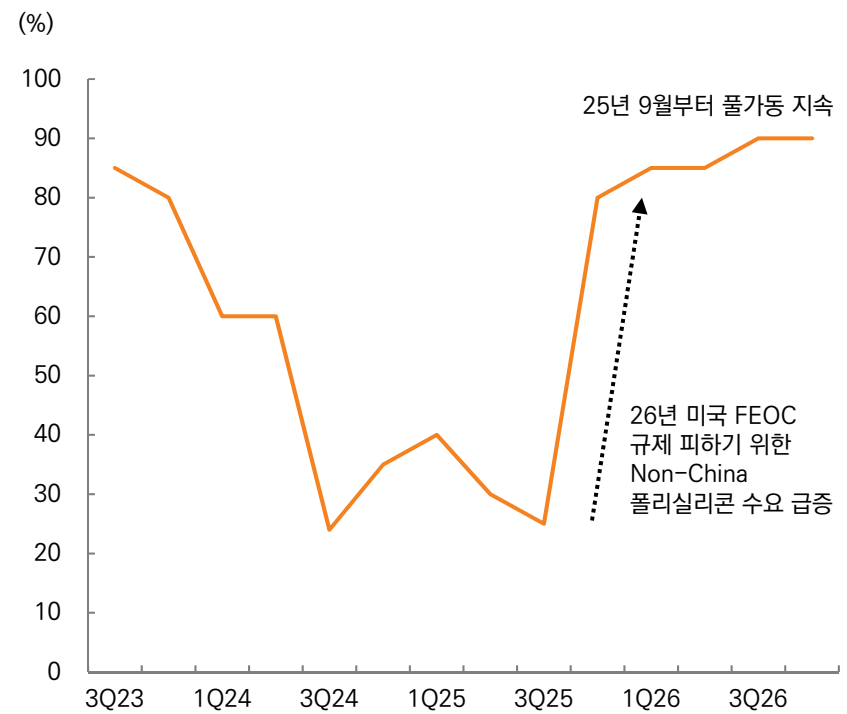
- OCI홀딩스의 분기별 영업이익은 2Q25 -739억원 → 3Q25 -649억원 → 4Q25 +361억원 전망
- Non-China 폴리실리콘이 필요한 이유는 1) 미국의 중국 폴리실리콘 수입 규제(UFLPA, Section 232), 2) 26년부터 FEOC 규제를 피해야만 보조금(ITC/PTC, AMPC)을 받을 수 있기 때문
- 26년 1분기부터 예정된 베트남 웨이퍼 공장 가동 역시 Non-China 웨이퍼로서 의의 존재
- 이에 따라 가동률은 25년 9월부터 26년까지 풀가동 지속될 전망. 실적 빠르게 회복될 예상

OCI홀딩스 태양광 부문 분기별 영업이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

OCITS(폴리실리콘) 가동률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,577	3,409	4,314	5,268
매출원가	3,116	3,059	3,375	4,027
매출총이익	461	350	939	1,241
판매비와관리비	360	398	398	398
조정영업이익	102	-48	540	842
영업이익	102	-48	540	842
비영업손익	74	-95	-33	-15
금융손익	32	-16	-33	-15
관계기업등 투자손익	20	-39	0	0
세전계속사업손익	176	-143	507	827
계속사업법인세비용	62	4	76	124
계속사업이익	114	-147	431	703
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	114	-147	431	703
지배주주	98	-128	422	689
비지배주주	16	-20	9	14
총포괄이익	404	-232	431	703
지배주주	381	-205	402	657
비지배주주	23	-27	28	46
EBITDA	296	200	830	1,131
FCF	-240	-311	487	879
EBITDA 마진율 (%)	8.3	5.9	19.2	21.5
영업이익률 (%)	2.9	-1.4	12.5	16.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-3.8	9.8	13.1

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,763	3,872	4,311	5,389
현금 및 현금성자산	1,143	100	382	1,227
매출채권 및 기타채권	812	798	928	1,138
재고자산	2,345	2,306	2,306	2,306
기타유동자산	463	668	695	718
비유동자산	3,330	3,709	4,019	4,095
관계기업투자등	378	371	490	601
유형자산	2,374	2,751	2,962	2,942
무형자산	155	176	150	131
자산총계	8,094	7,581	8,329	9,484
유동부채	1,901	1,675	1,935	2,177
매입채무 및 기타채무	596	586	774	949
단기금융부채	1,083	871	873	875
기타유동부채	222	218	288	353
비유동부채	1,357	1,401	1,540	1,671
장기금융부채	913	965	965	965
기타비유동부채	444	436	575	706
부채총계	3,258	3,076	3,475	3,848
지배주주지분	3,980	3,685	4,025	4,793
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,322	3,663	4,432
비지배주주지분	856	820	829	843
자본총계	4,836	4,505	4,854	5,636

예상 주당가치 및 valuation (요약)

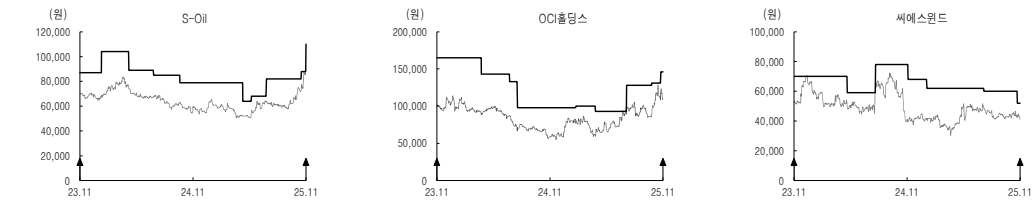
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	-	4.8	2.9
P/CF (x)	3.2	13.4	2.5	1.8
P/B (x)	0.3	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	8.7	20.0	4.5	2.6
EPS (원)	5,005	-6,772	22,814	37,821
CFPS (원)	18,154	8,130	44,221	61,496
BPS (원)	209,224	196,363	221,538	263,724
DPS (원)	2,200	2,800	-4,400	-4,400
배당성향 (%)	36.3	-34.9	-18.5	-11.3
배당수익률 (%)	3.7	3.2	-5.1	-5.1
매출액증가율 (%)	35.0	-4.7	26.5	22.1
EBITDA증가율 (%)	-53.8	-32.2	313.8	36.4
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	적전	흑전	56.0
EPS증가율 (%)	-86.1	적전	흑전	65.8
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.3	9.2	8.8
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.5	1.9	2.3
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.5	7.2	6.8
ROA (%)	1.6	-1.9	5.4	7.9
ROE (%)	2.5	-3.3	11.0	15.6
ROIC (%)	1.6	-0.2	9.3	13.9
부채비율 (%)	67.4	68.3	71.6	68.3
유동비율 (%)	250.5	231.1	222.8	247.5
순차입금/자기자본 (%)	12.5	25.5	17.8	0.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	-0.9	9.0	14.0

Compliance

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
S-Oil (010950)					2025.04.15	매수	93,000	-19.02	3.33
2025.11.19	매수	110,000	-	-	2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80
2025.11.04	매수	88,000	-6.82	0.00	2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29
2025.07.14	매수	82,000	-23.08	-8.66	2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29	2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25	2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34	씨에스윈드 (112610)				
2024.07.15	매수	85,000	-25.12	-19.06	2025.11.10	매수	52,000	-	-
2024.04.26	매수	89,000	-23.31	-17.75	2025.07.25	매수	60,000	-26.48	-20.75
2024.01.29	매수	104,000	-27.27	-19.71	2025.01.22	매수	62,000	-31.68	-16.61
2023.10.30	매수	87,000	-21.92	-18.85	2024.11.22	매수	68,000	-39.04	-34.04
OCI홀딩스 (010060)					2024.08.09	매수	78,000	-23.52	-7.31
2025.11.12	매수	146,000	-	-	2024.05.10	매수	59,000	-16.99	5.93
2025.10.14	매수	131,000	-15.84	-1.83	2023.10.18	매수	70,000	-21.80	0.71
2025.07.25	매수	128,000	-26.20	-17.42					

* 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
- 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(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.