OUTLOOK 2027

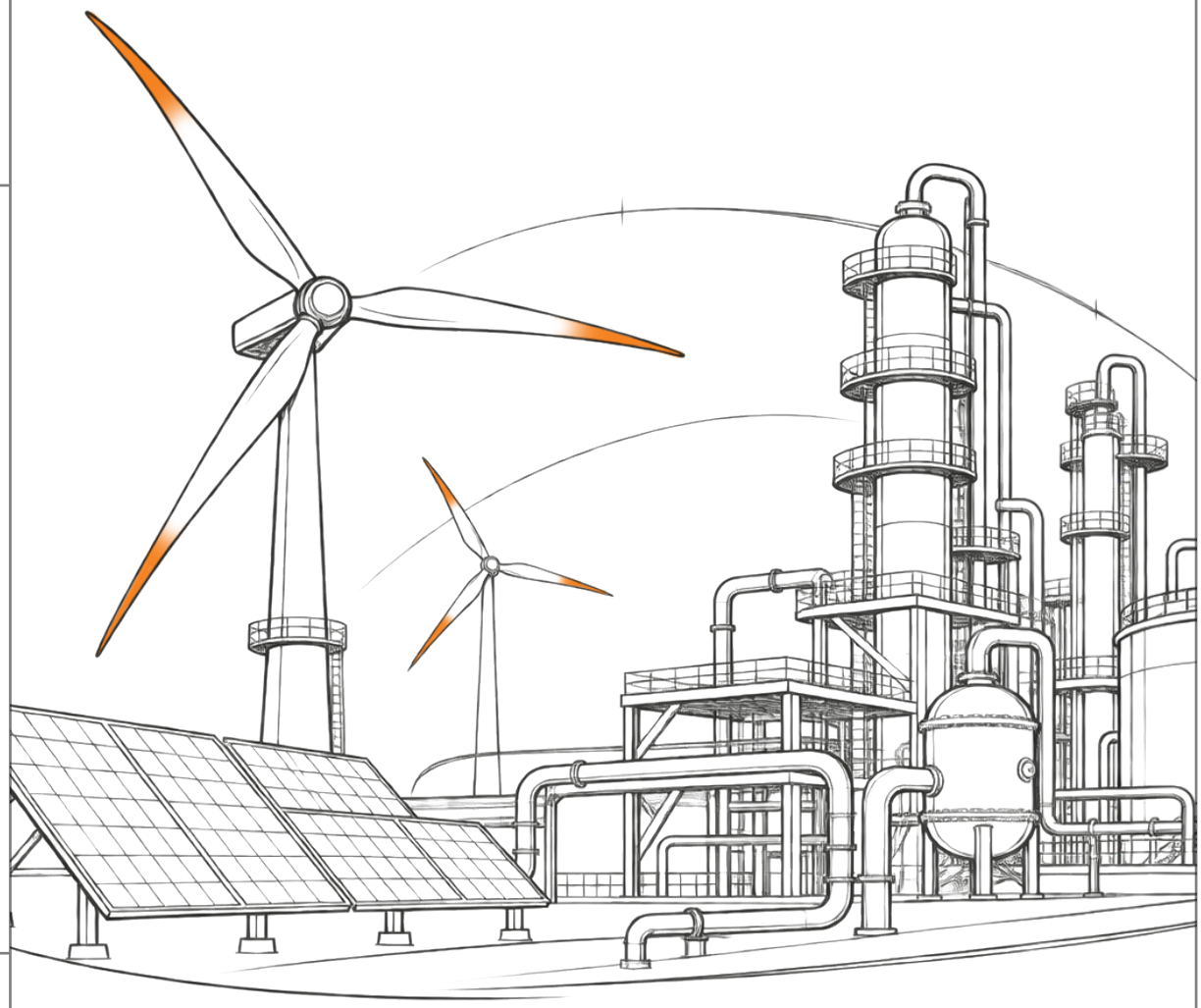
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026. 11. 19

Energy Transition

(비중확대/유지)

저렴했던 에너지 시대의 종말



이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

CONTENTS



요약	2027 Energy Transition Outlook	03p
I.	국제유가	05p
II.	정유/화학	13p
III.	신재생에너지	29p
종목분석	OCI홀딩스 (010060) Top Pick	44p
	HD현대에너지솔루션 (322000) Top Pick	47p
	한화솔루션 (009830)	49p
	S-Oil (010950)	51p
	씨에스윈드 (112610)	53p

[요약] 2027 Energy Transition Outlook

저렴했던 에너지 시대의 종말

01
국제유가
80달러 수렴

- **단기 하락 후 장기 균형유가는 배럴당 80달러에 수렴 전망**
- 단기 하락 요인: 중동 물류 정상화, 전쟁 속도 완화, OPEC+ 증산
- 장기 지지 요인: 생산비용 인플레이션, 재고 비축 수요, 투자 부족
- 미국 에너지 업체 CEO 중장기 유가 전망도 75달러 → 82달러 상향

02
정유 비중확대
화학 중립

- **정유 비중확대: 마진 강세 지속, 최고가격제 해제 시점이 매수 기회**
- 27년 정제설비 순증설 +68만b/d로 제한, 중동 피해 설비 복구가 관건
- 선호주 S-Oil: 강한 등경유 마진과 윤활기유 고수익성이 실적 지지
- 화학 중립: 27년 순증설 2,888만t 집중, 국내 순감축은 약 70만t 그쳐

03
신재생에너지
태양광 〉 풍력

- **태양광 비중확대: 미국 태양광 Section 232로 판가 상승, 국내 기업 실적 개선**
- 금리 3회 인상 부담에도 PPA 및 용량가격 상승이 프로젝트 수익성 방어
- **Top Pick OCI홀딩스·HD현대에너지솔루션**, 선호주 한화솔루션
- 풍력 중립: 27년 글로벌 160GW 반등, 선호주 씨에스윈드는 27년 호실적 전망

커버리지 기업 주요 지표 정리

기업명	단위	시가총액	주가	매출액			영업이익			PER (배)			PBR (배)
				26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F
한화솔루션	십억 원	4,711	20,950	16,803	18,415	20,028	609	1,073	1,434	18.6	9.1	6.0	0.5
OCI홀딩스	십억 원	3,165	169,500	4,030	4,525	4,978	271	463	553	28.8	11.6	9.9	0.8
S-OIL	십억 원	11,844	105,200	43,751	43,240	41,053	4,854	3,706	2,937	3.4	4.5	5.7	1.0
롯데케미칼	십억 원	1,933	45,200	20,984	18,870	19,136	-215	27	324	-	-	-	0.2
금호석유화학	십억 원	2,382	95,600	7,903	7,654	7,617	452	380	443	5.3	6.1	5.3	0.4
LG화학	십억 원	14,683	208,000	56,846	63,829	71,126	1,430	3,612	5,796	-	10.8	5.3	0.5
SK이노베이션	십억 원	17,581	104,000	106,261	93,243	89,757	10,234	5,699	4,830	4.5	4.7	5.9	0.6
SK오션플랜트	십억 원	584	9,350	636	768	1,149	62	70	104	14.6	12.4	8.0	0.7
씨에스윈드	십억 원	1,729	41,000	2,776	3,046	3,096	308	304	235	9.7	8.7	12.0	1.3
HD현대에너지솔루션	십억 원	840	75,000	630	655	844	111	133	175	9.5	7.3	5.5	1.7
통위	백만 위안	50,602	11.24	82,808	98,707	110,281	-9,309	495	5,110	-	-	25.3	1.6
아이쉬신에너지	백만 위안	23,688	11.20	20,162	27,585	33,457	-596	1,531	2,740	-	17.9	9.8	5.1
융기실리콘자재	백만 위안	82,980	10.95	64,967	78,712	91,976	-4,533	1,349	4,560	-	67.6	19.3	1.6
코노코필립스	백만 달러	164,912	139.48	75,318	69,999	66,988	22,681	20,250	18,021	11.7	12.3	13.6	2.5
다코 뉴 에너지(ADR)	백만 달러	639	9.45	423	670	861	-486	-313	-123	-	-	-	0.1
퍼스트 솔라	백만 달러	16,441	152.97	4,775	5,761	6,518	1,902	2,530	3,131	8.6	6.6	5.4	1.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I

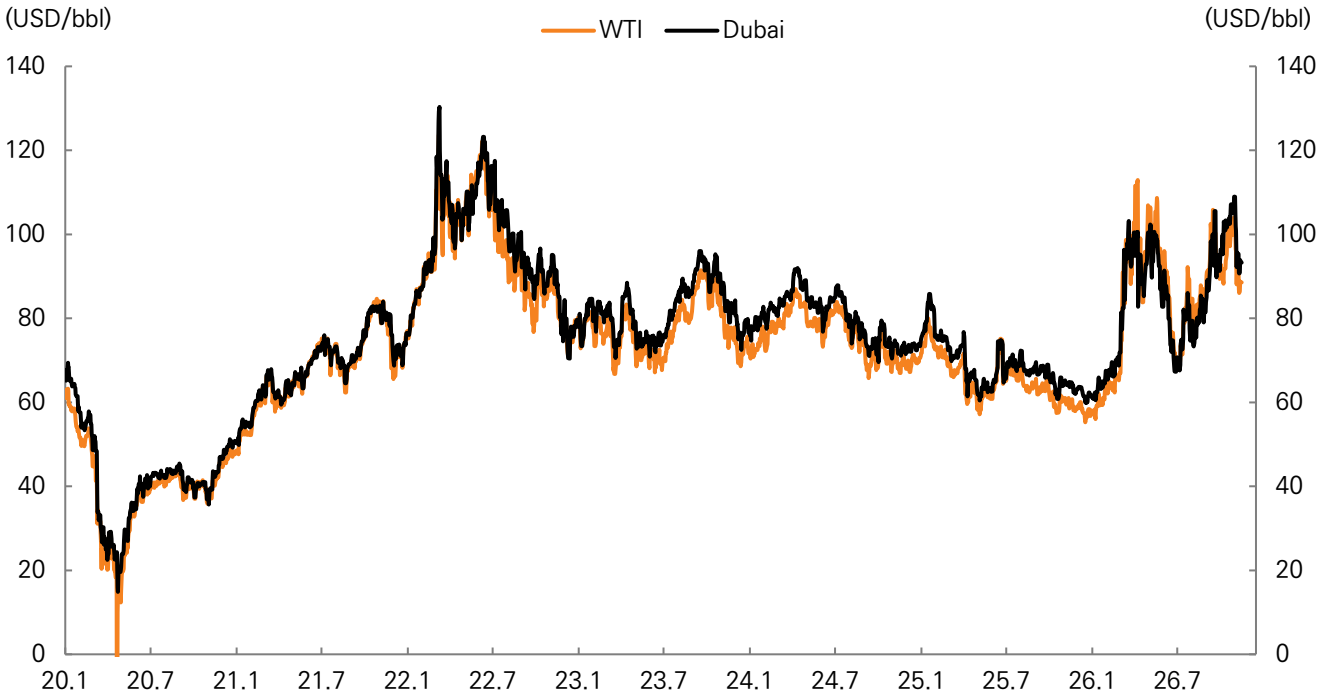
국제유가

I. 국제유가

새로운 균형점, 80달러

- **결론: 단기적으로는 유가 하락 예상하나, 장기 균형유가는 배럴당 80달러에 수렴할 전망**
- 단기 하락세는 1) 중동 물류 정상화, 2) 전쟁 속도 완화, 3) OPEC+의 생산량 증가에 기인
- 하지만 장기 균형유가가 과거보다 높아진 이유는 1) 생산 비용 인플레이션, 2) 소진한 재고 비축 수요, 3) 고질적인 투자 부족 및 여유 생산능력 손상 때문

국제유가 추이(WTI, Dubai)



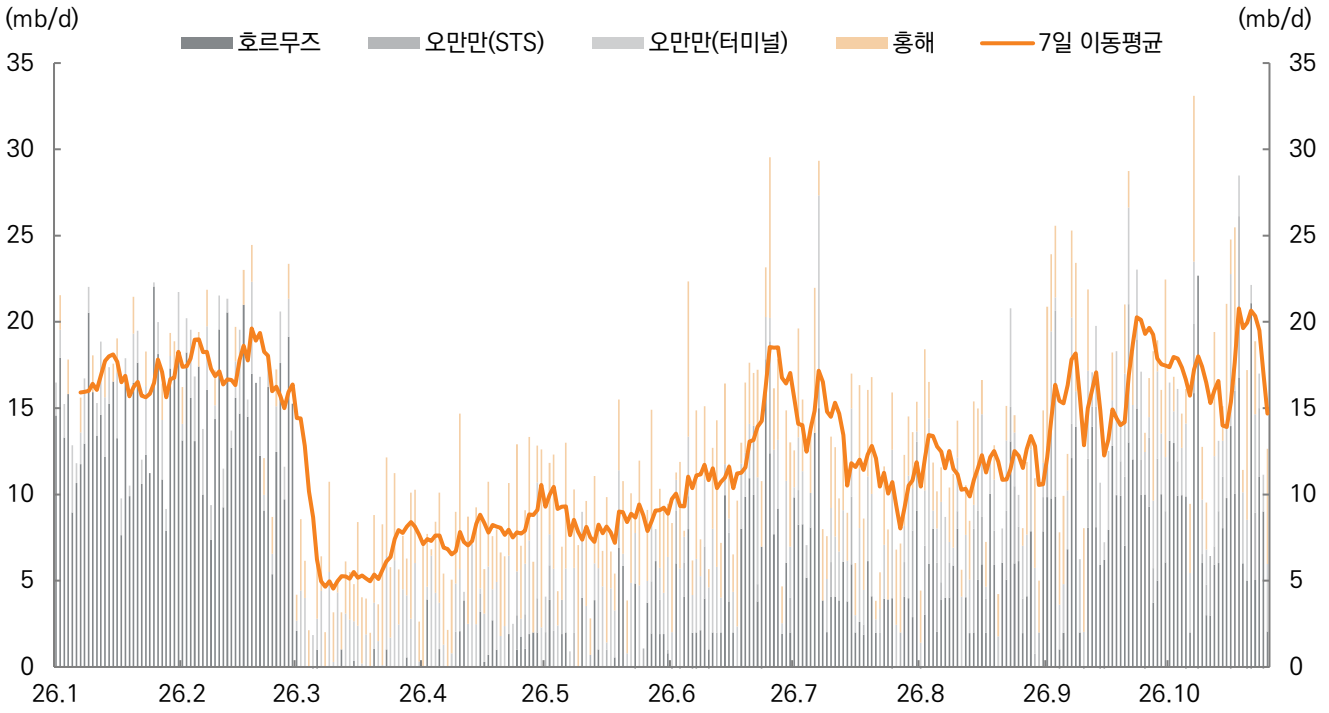
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

단기 하락 이유
1) 중동 물류 정상화

- 이란을 제외한 중동 수출량은 전쟁 전의 약 95%까지 회복. 온전한 종전이 아니더라도 점차 유가가 안정화될 수 있는 가장 큰 요인으로 판단
- 1) 호르무즈 우회 물량: 호르무즈 통과량은 여전히 전쟁 전 대비 -30%. 하지만 이를 거치지 않는 비중이 17% → 40%로 증가. 파이프라인(사우디 얀부/UAE 후자이라)이 큰 영향
- 2) 선박간 환적(STS; Ship-to-Ship), 오만만 내 미 해군 호위 효과로 판단. STS은 이란 공격에 면역은 아니지만, 소형 셔틀을 통해 공격을 분산

중동 수출량 추이(호르무즈+오만만+홍해, 이란 제외)

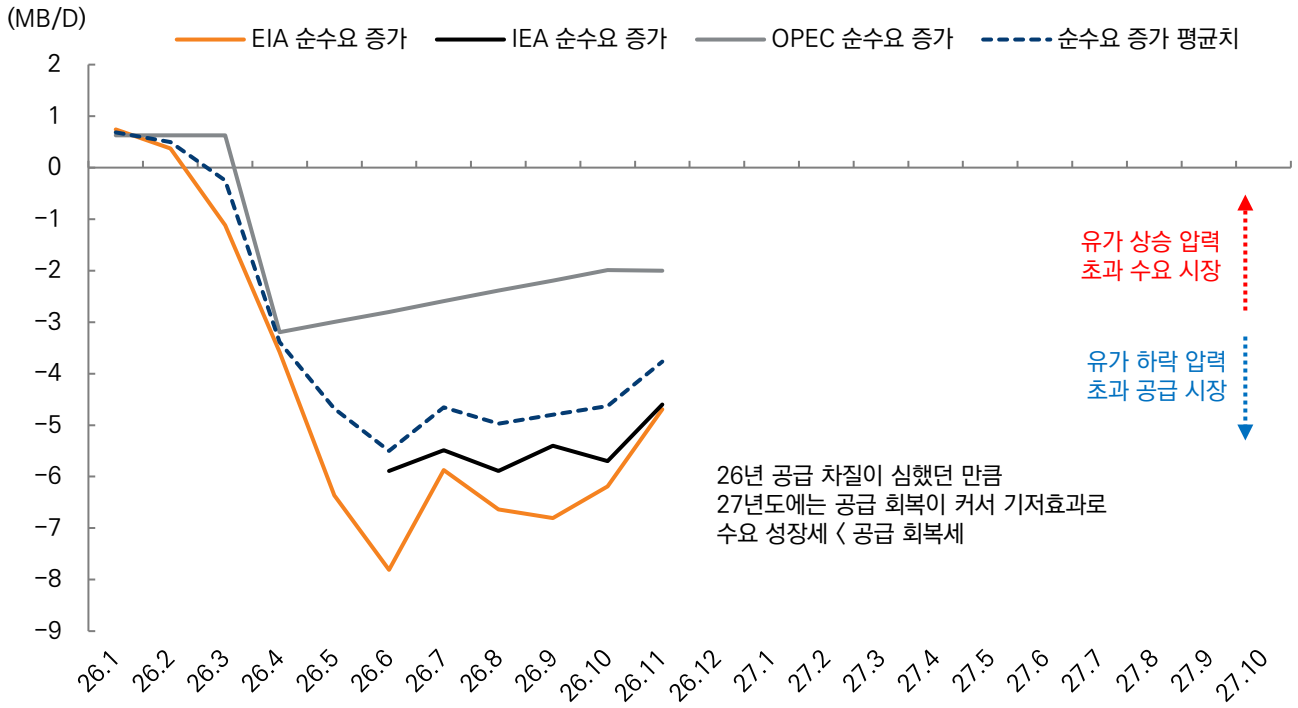


주: 데이터(주로 최근 1~2주)는 향후 관측되는 선박들이 운항에 추가되면서 수정될 수 있음
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

단기 하락 이유
2) 미국 중간선거 결과 등

- 2026년: 공급 차질(-463만 b/d)로 인한 수요 역시 감소(-151만 b/d)
- 2027년: 이제는 다시 공급 차질로부터 회복(+594만 b/d)과 수요도 비교적 개선(+217만 b/d) 예상
- 중동 물류의 정상화로 인해 원유생산량도 회복 예상되며, OPEC+를 탈퇴한 UAE와 미국의 소폭 생산량 증가분도 영향 미칠 것
- 미국 중간선거 결과로 인해 이란 전쟁에 대해 이전만큼 적극적이지 않을 가능성도 높을 것으로 판단

27년 글로벌 원유 순수요(수요 – 공급) 성장 전망치 변화



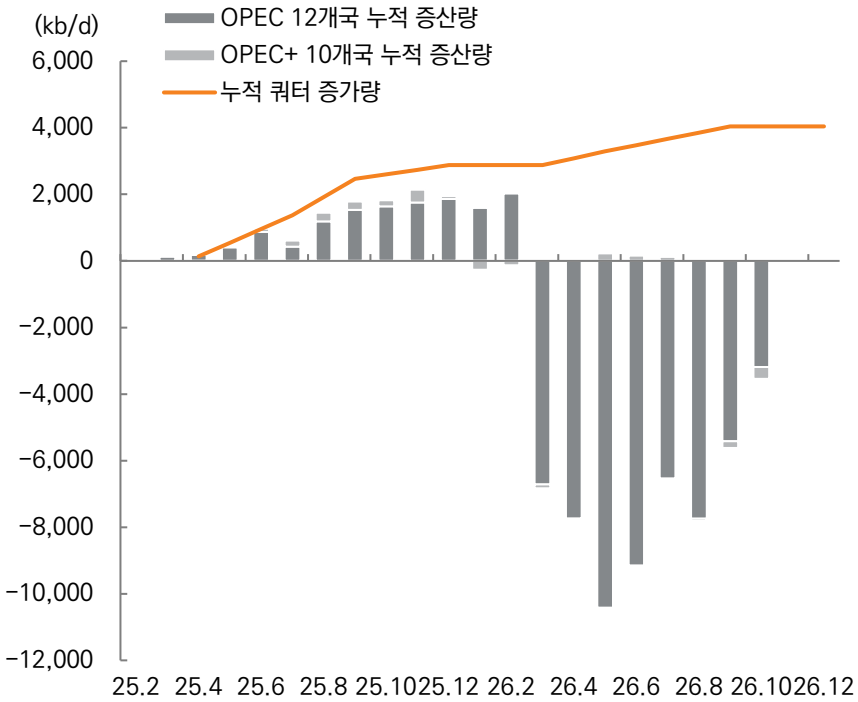
주: OPEC 보고서 내 OPEC의 27년 생산 증가량 전망은 +381만 b/d로 고정
자료: EIA, IEA, OPEC, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

단기 하락 이유
3) OPEC+ 생산량 회복

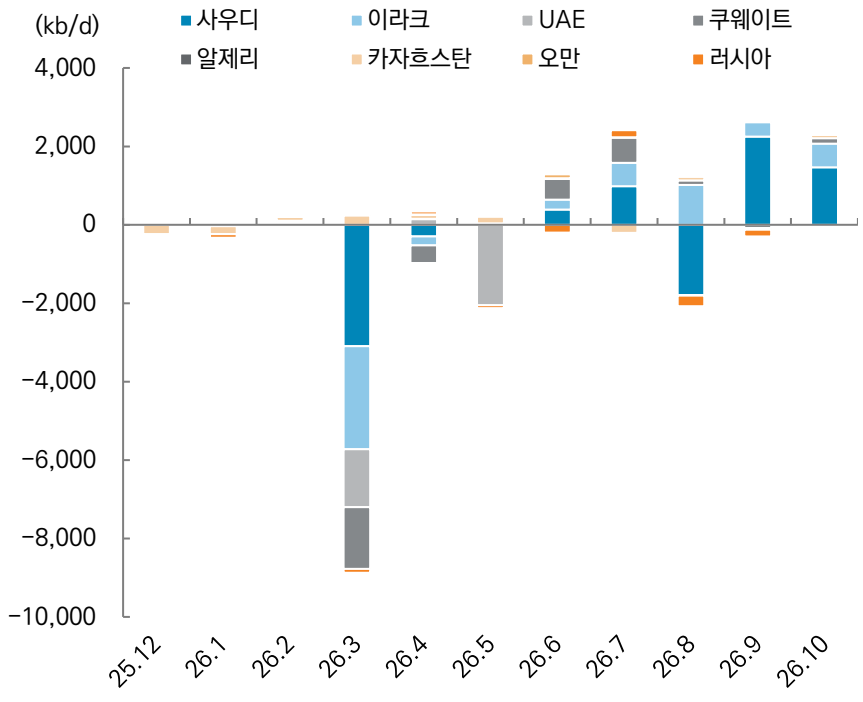
- OPEC+의 생산량은 2월 28.5mb/d → 5월 16.1mb/d → 10월 23.3mb/d로 회복 중
- 그동안 4~5월 각 20.6만 b/d, 6~9월 각 18.8만 b/d 증산했으며, 10~12월은 생산량 유지
- 따라서 감산 쿼터보다는 실제로 생산량을 회복할 수 있느냐가 관건
- OPEC+를 탈퇴한 UAE의 생산량은 이미 캐파에 근접해, 시장 우려만큼의 공격적 증산은 어려울 전망. 2027년 생산능력 확충과 우회 파이프라인 완공에 맞춰 +73만 b/d 수준의 점진적 증산 전망(IEA)

OPEC+ 감산 쿼터 일정 및 실증산량 (~26년 10월)



자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC 실제 생산량 변화 추이(~26년 10월)



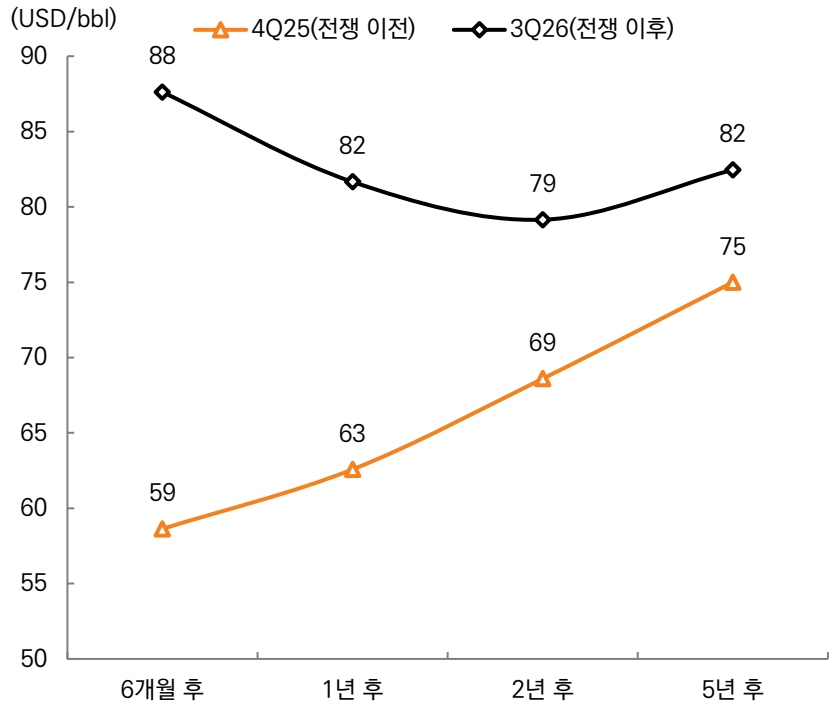
자료: Bloomberg, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

장기균형유가 80달러
1) 비용 인플레이션

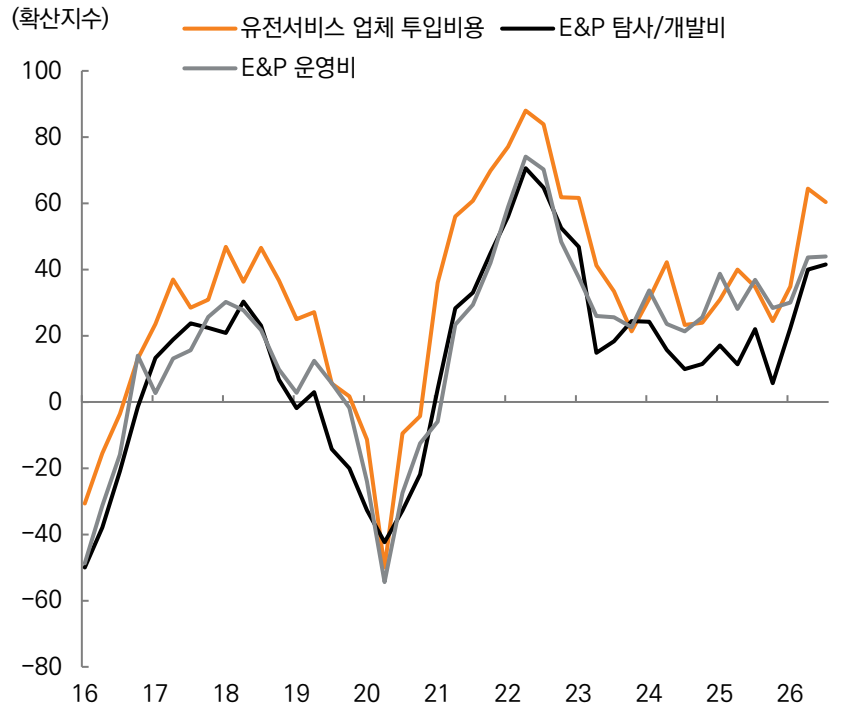
- 단기적으로 유가 하락 가능성이 높으나, 중장기적으로는 80달러 수준에 수렴할 것으로 예상
- 미국 에너지 업체 CEO들의 중장기 국제유가 전망도 전쟁 이전 75달러 수준 대비 82달러로 상승
- 첫째, 비용 인플레이션. 유전서비스 업체 투입비용(Input) 지수, E&P 업체 탐사/개발비 및 운영비 지수가 모두 22년 이후 최고치를 기록하는 중
- 전쟁 이후 디젤 가격 상승, 자재 납기 지연, 운임 상승 등이 부정적인 영향을 미치는 상황

미국 에너지 업체 CEO들의 국제유가 전망(전쟁 이전 vs. 전쟁 이후)



자료: Dallas Fed Survey, 미래에셋증권 리서치센터

미국 생산 비용 인플레이션 지속



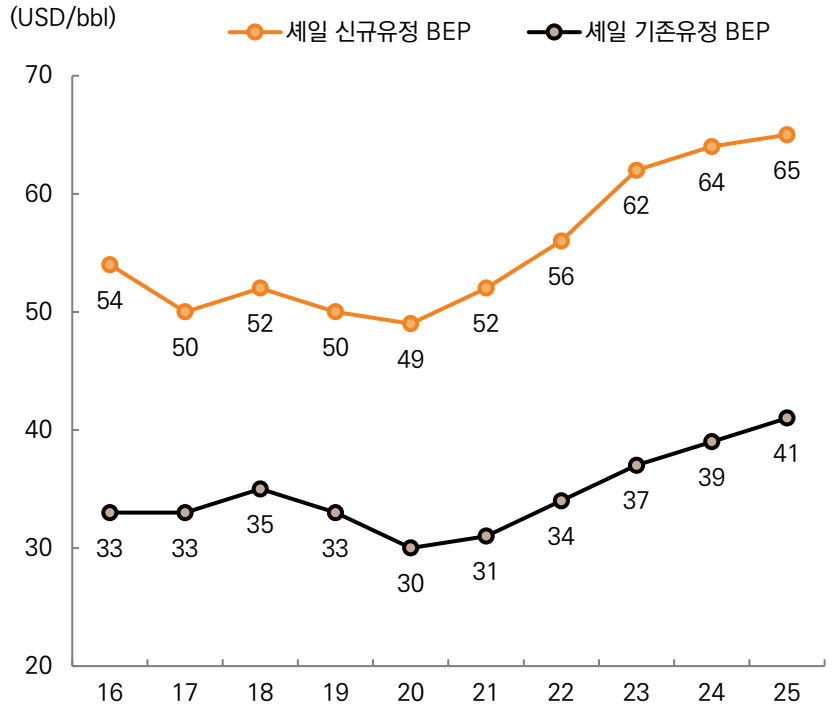
자료: Dallas Fed Survey, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

장기균형유가 80달러
2) 신규 투자 부족

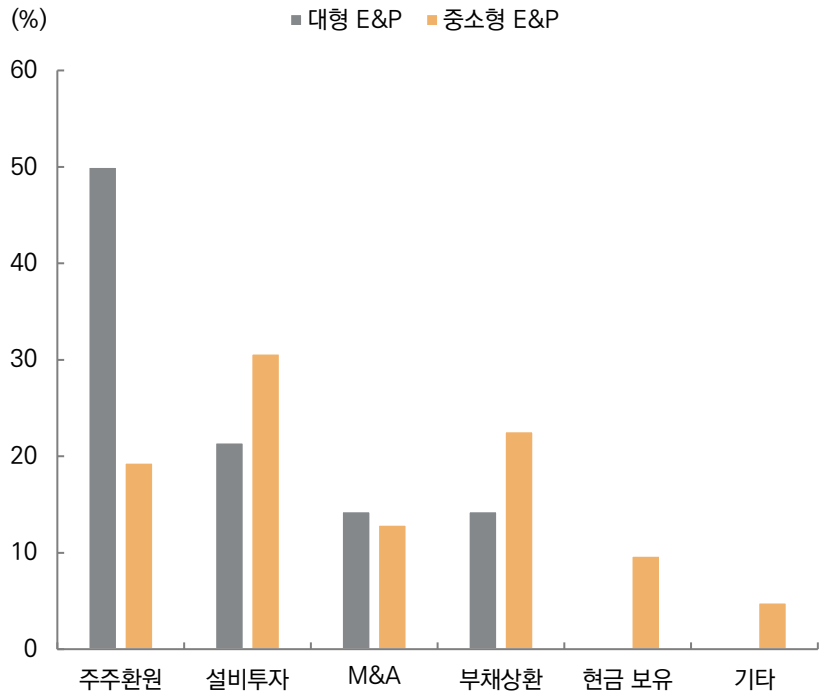
- 세계 원유 생산량 1위 국가인 미국은 생산량이 크게 늘어나지 않을 전망
- 1) 손익분기점이 높아 신규 투자 매력도가 떨어지고, 2) 투자자들의 주주환원을 선호하기 때문
- 미국 셰일의 손익분기점은 26년을 기점으로 더 상승(약 67~70달러)할 것으로 예상
- 시장점유율의 80%를 차지하는 대형 E&P 기업들 중 잉여현금흐름(FCF) 주요 사용처가 주주환원이 될 것이라고 대답한 응답률이 50%
- 중소형 E&P들은 신규 설비투자하겠다고 대답한 비중이 가장 높았으나(30%), 영향은 제한적일 전망

미국 신규 및 기존 유정의 손익분기점 유가



자료: Dallas Fed Survey, 미래에셋증권 리서치센터

높아진 잉여현금흐름의 사용처 설문조사



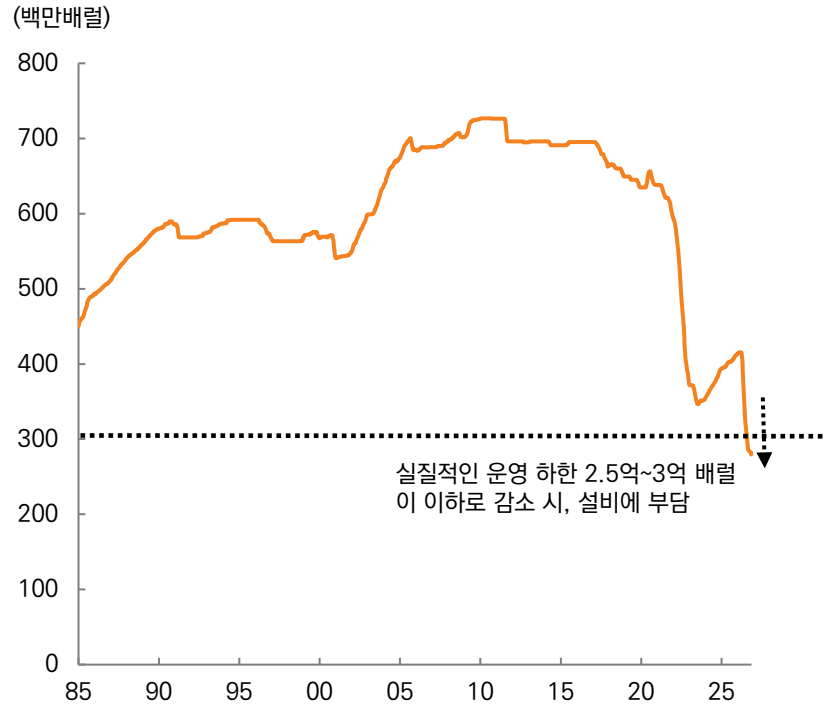
주: 대형 E&P는 1만 b/d 이상 생산하는 기업들로서, 전체 생산량의 80% 이상을 담당하는 기업들
자료: Dallas Fed Survey, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가

장기균형유가 80달러
3) 재고 재비축 수요

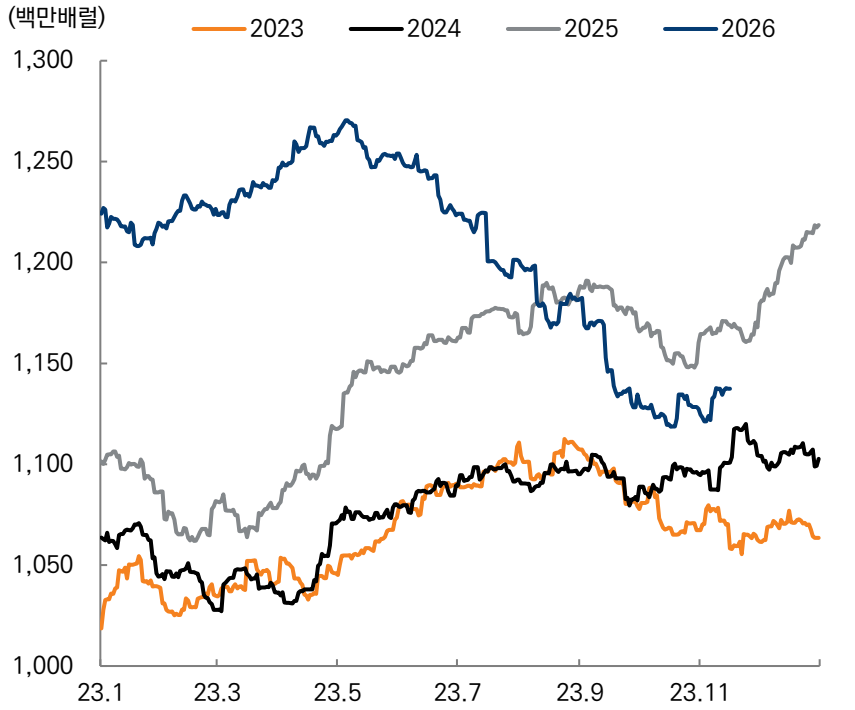
- 미국과 중국, 전쟁 종료 후 공급이 정상화된다면 재비축 수요가 유가 하단을 뒷받침할 전망
- 미국: SPR이 약 2.8억 배럴로 1982년 이후 최저. 실질 운영 하한(2.5~3억 배럴)에 근접해 설비 운영에 부담을 줄 수준이라, 상업 재고와 함께 재비축이 불가피
- 중국: 육상 재고 5월 12.7억 배럴 → 10월 11.3억 배럴로 약 1.4억 배럴 감소. 이유는 원유 수입량이 2025년 월평균 약 10.4mb/d → 2026년 6월 6.0mb/d까지 급감했기 때문
- 중국 10월 원유 수입량은 8.9mb/d로 전월 대비 14.8% 증가. 이미 중국은 수입량을 늘리는 중

미국 전략비축유(SPR) 추이



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

중국 육상 원유재고 추이



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II

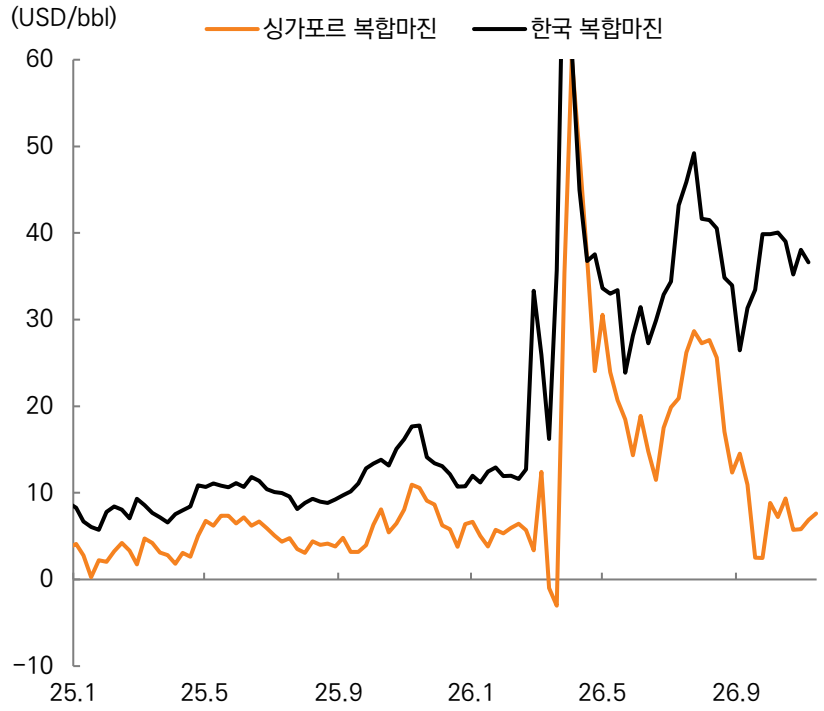
정유/화학

II. 정유

정유: 비중확대(유지)

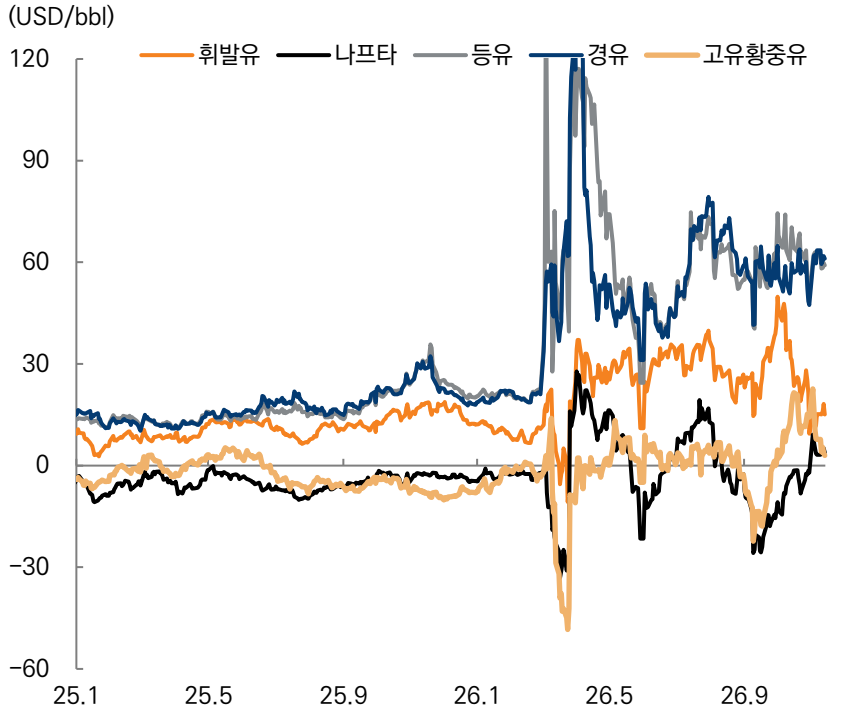
- **27년 정유: 정제마진 강세 지속되나, 최고가격제로 이익 상방 제한. 종전으로 최고가격제 종료시 매수**
- 섹터 선호 종목: S-Oil. 강한 등경유 마진이 실적을 지탱할 것으로 전망
- 27년 글로벌 정제설비 순증설은 +68만 b/d 수준으로 전년(+77만 b/d) 수준보다도 낮은 상황. 여전히 수급의 핵심은 중단된 정제설비의 복구. 다만 중국 정제설비의 가동률 상승은 변수
- 다만, 국내 업체들은 최고가격제가 유지되고 있어 상방에는 한계가 존재. 종전 후 최고가격제가 종료되는 시점이 매수 타이밍이 될 것

싱가포르 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이



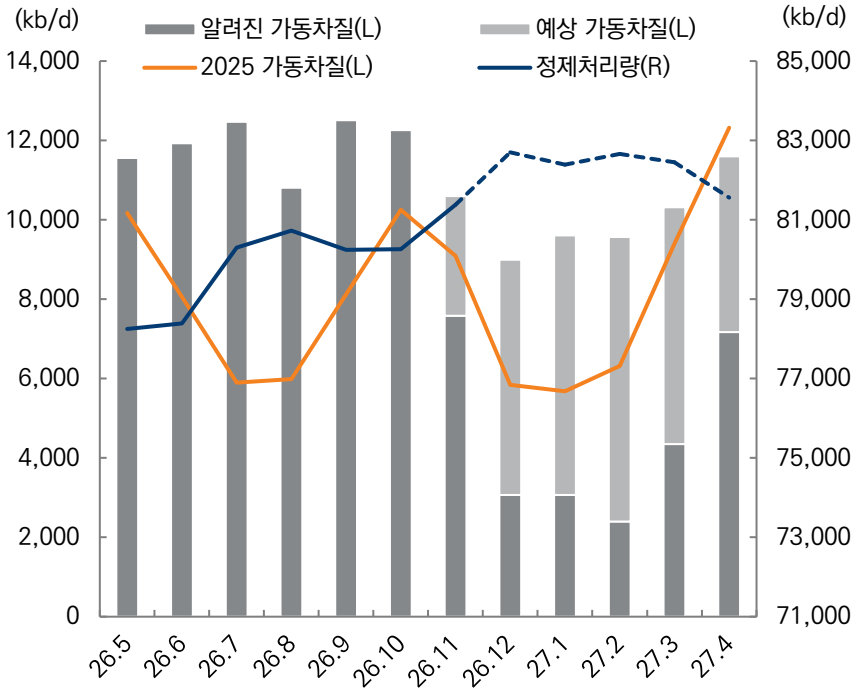
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

길어지는 설비 복구, 지속되는 지정학적 리스크

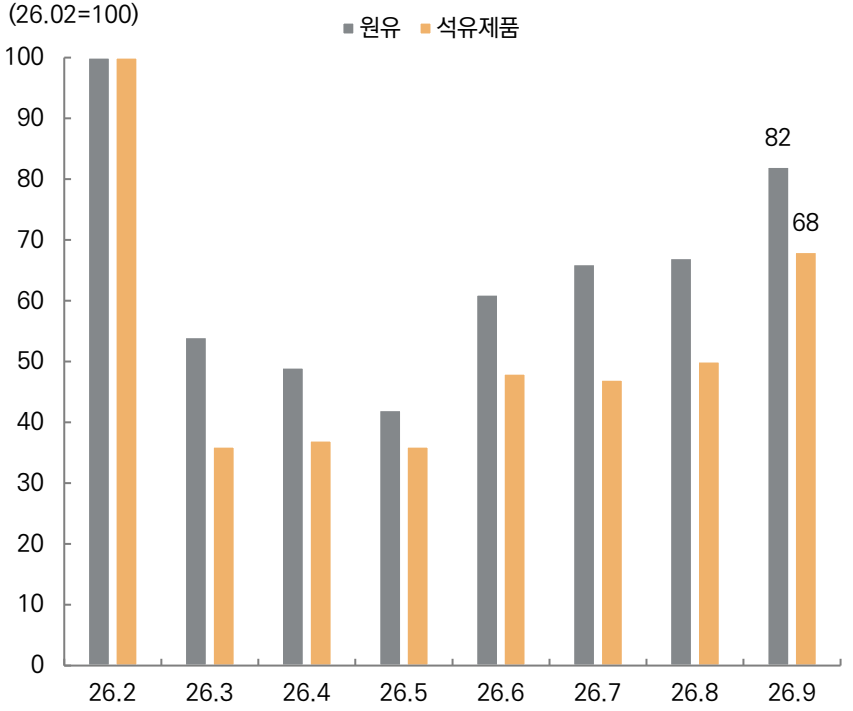
- **27년 수급의 핵심은 중동 피해 설비 복구이나, 복구에는 여전히 리스크가 잔존하는 상황**
- 10월 글로벌 정제설비 중 가동 중단된 설비는 약 1,220만 b/d(+200만 b/d YoY). 중동은 그 중 약 260만 b/d를 차지
- 걸프 지역의 원유 수출은 정상화되는 추세이나, 정제제품 수출은 여전히 그에 못 미치는 수준
- 후티 반군의 공격이 이어지며 사우디 Jizan 정유소는 7월 피격 이후 복구가 지연되는 상황. 10월에도 리야드 아람코 시설 화재, 라스타누라 정유소 공격 주장 등 추가적인 복구 차질 리스크 상존

글로벌 정제 설비 가동 차질 전망치



자료: IIR Energy, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

전쟁 이후 걸프 지역 원유 및 석유제품 수출량 추이

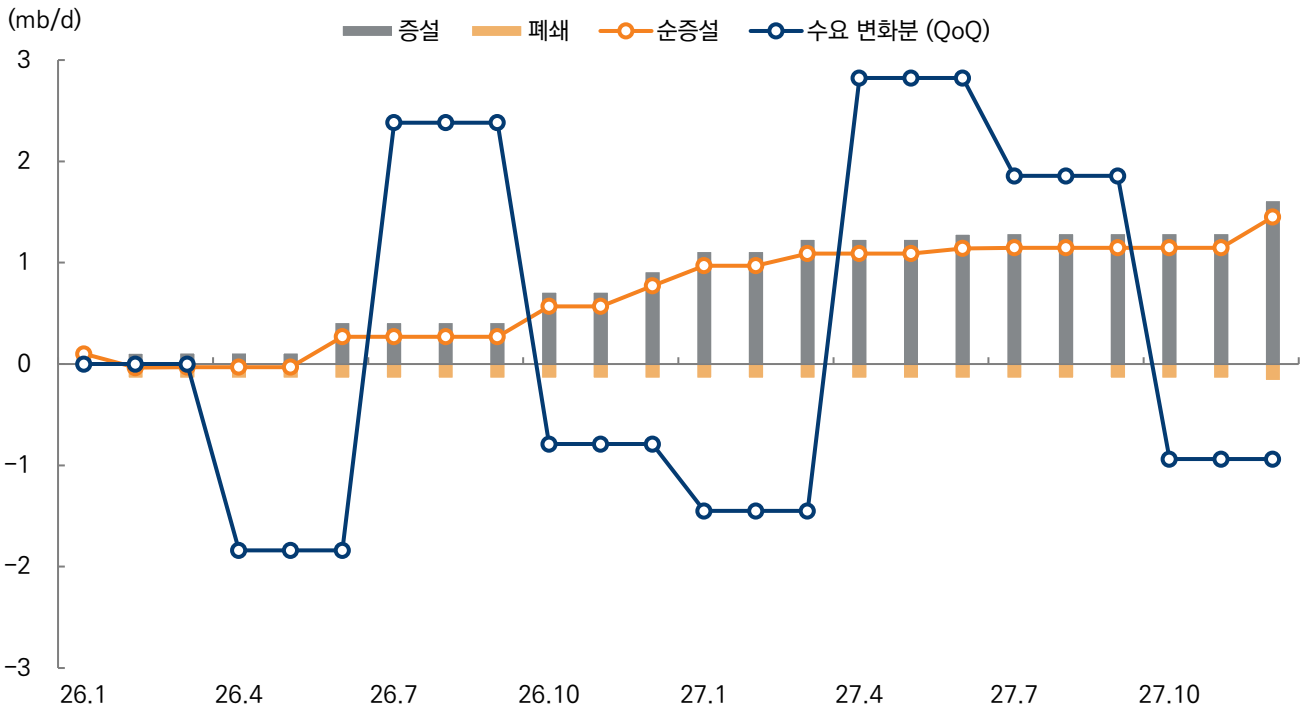


자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

순증설은 부족하나, 공급 회복 속도가 관건

- **글로벌 정제설비 순증설은 수요증가분 대비 부족하지만, 기존 설비 회복 속도가 관건**
- 27년 글로벌 정제설비 순증설은 +68만 b/d vs. 수요 증가분은 전년 대비 +151만 b/d (BNEF)
- 반면 IEA는 중단 설비 복구에 따른 공급 회복은 +250만 b/d로 전망. 마진의 방향은 복구 속도가 결정
- 복구는 2Q27 이후 본격화될 전망이며, 증설 역시 하반기 집중 및 추가 지연 가능성 존재
- 27년 주요 증설은 1Q27 인도 파니팟(+20만 b/d), NRL(+12만 b/d), 4Q27 중국 Qilu(+20만 b/d)

글로벌 정제설비 순증설 vs. 수요 추이(2026~27)



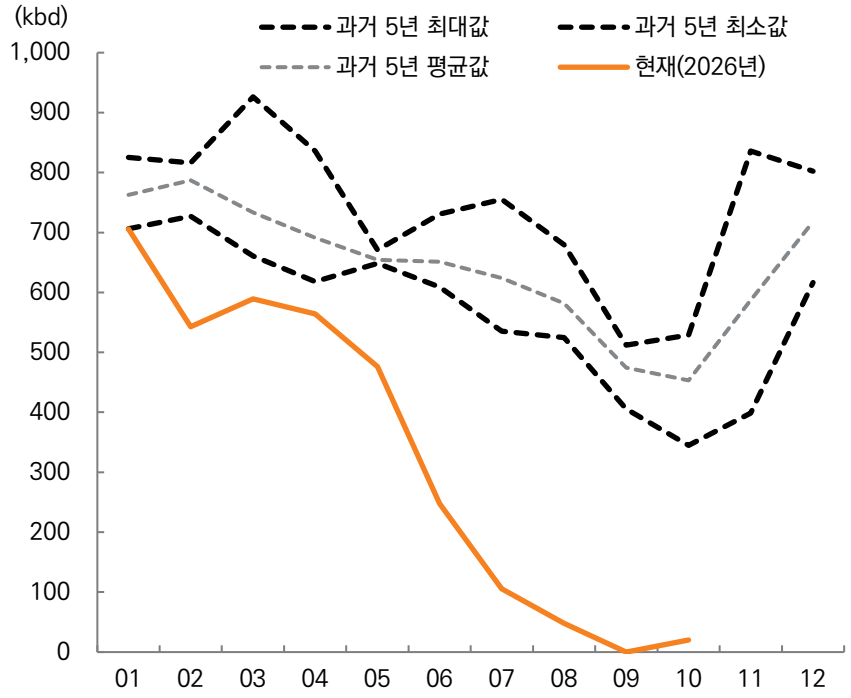
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

재점화되는 러시아 정제설비 타격

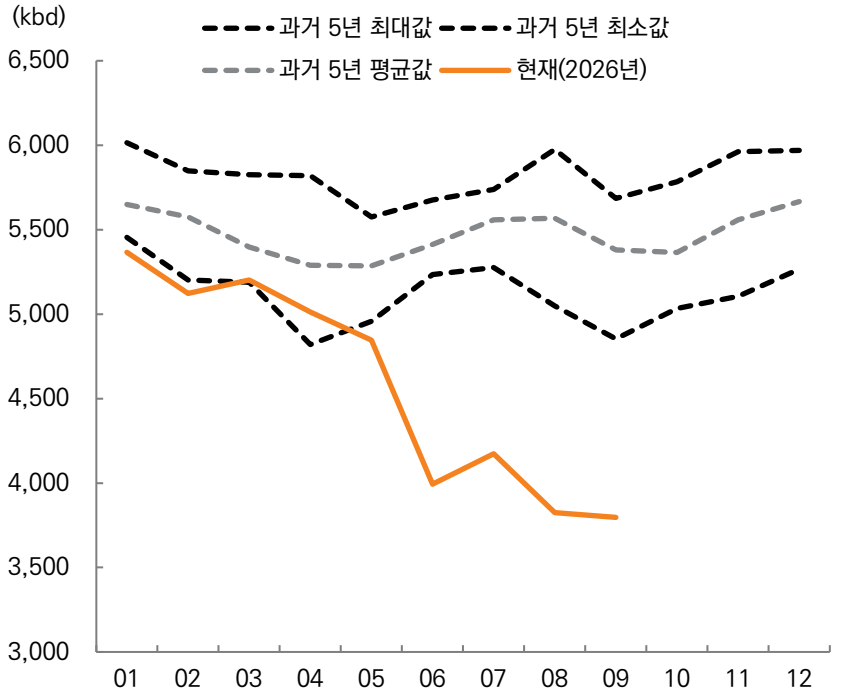
- 우크라이나는 손상된 정제설비를 반복 타격하는 전략으로 설비 복구의 지연을 유도. 고부가 후단 설비(Secondary Unit)에 대한 집중 타격으로 인해 장비 교체에는 긴 리드타임이 필요
- 9월 러시아 내 정유소의 처리량은 약 3.8mb/d 수준으로 여전히 최근 5년 최소값을 크게 하회
- 10월 하순 우크라이나의 타격 소강으로 약 5.0mbd까지 회복했으나, 10/30 이후 주요 정유소에 대한 타격이 재개되며 정제 설비의 가동률 회복은 재차 불투명해진 상황
- 미국이 러시아 디젤 수출 금지를 완화했으나, 정제설비 가동률 감소로 추가 물량 확대는 제한적 예상

러시아 월별 디젤 수출량 추이



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 정제설비 생산량 추이



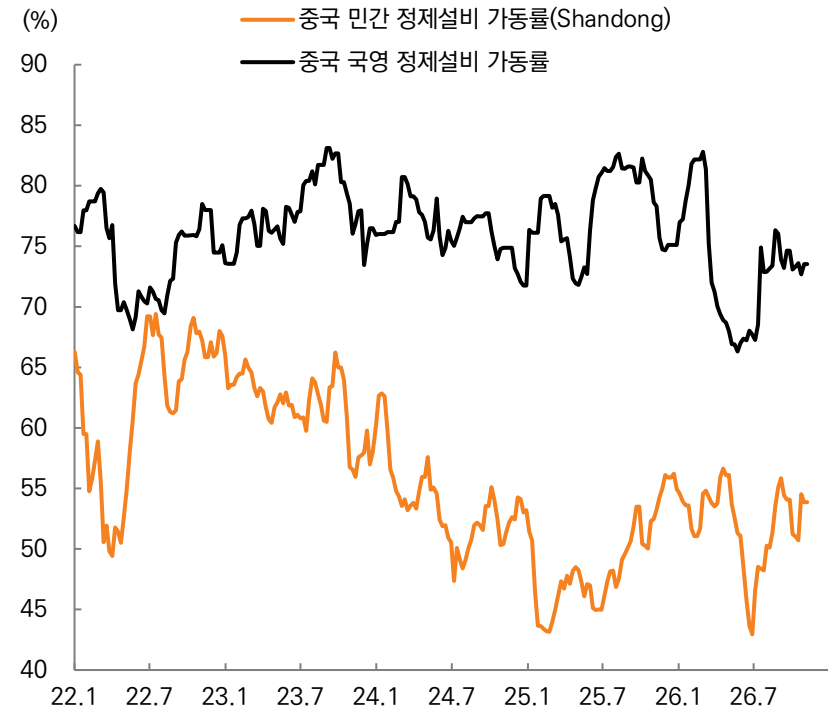
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

글로벌 공급 능력의 변수로 떠오른 중국

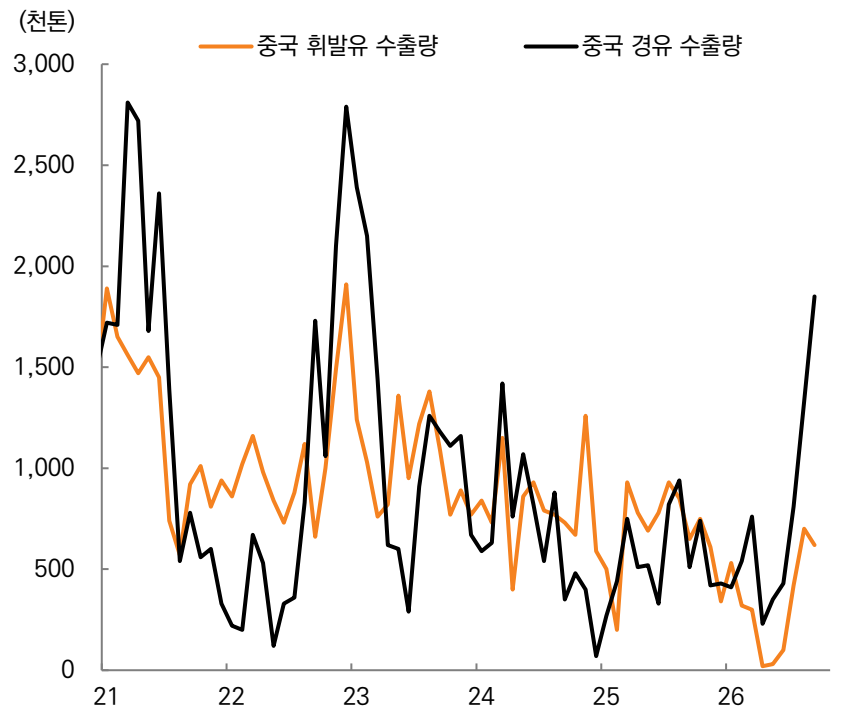
- **중국은 사실상 유일한 정제설비의 추가 가동여력이 존재하는 국가**
- 나머지 국가들은 피해를 입고 가동률을 어려운 상황이거나, 이미 가동률이 최고 수준에 이른 상황
- 중국 민간 정제설비(teapot)의 가동률 하락 주요 요인은 이란을 포함한 전반적인 원유 수입량 감소
- 최근 원유 수입량 증가 및 수출 제한 해제 이후 중국의 9월 디젤 수출은 185만 톤으로 급격히 상승
- 4분기 수출 가능 쿼터는 충분(전년 동기 대비 +40%). 내수 재고가 부족하기에 아직은 수출량이 크게 늘어나기 어려우나, 향후 원유 수입량 늘어난다면 수출량도 추가 확대 예상

중국 정유소 가동률 현황 및 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 정유제품 수출량 추이



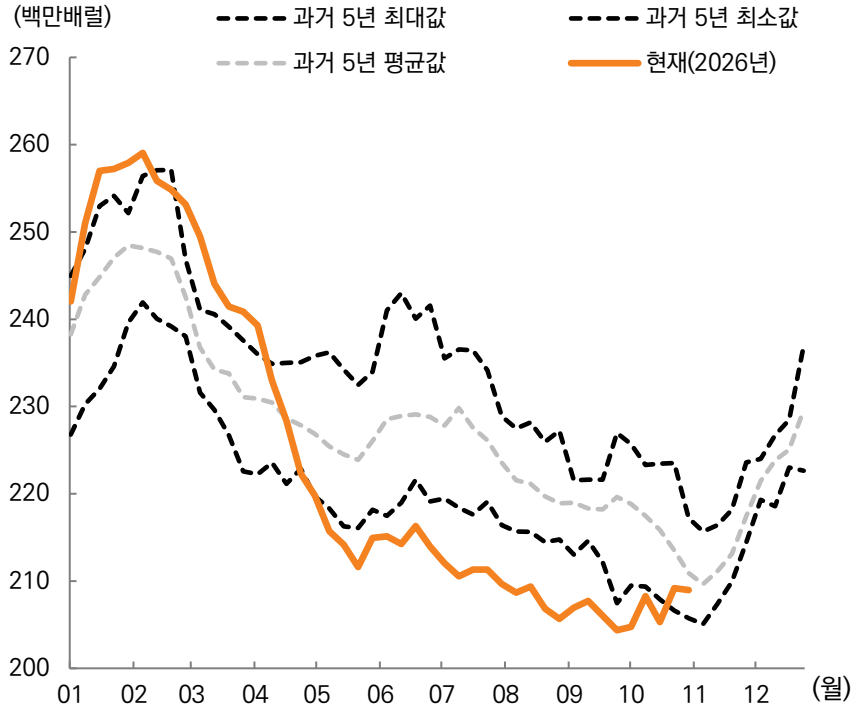
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

중간유분 비중 확대로 휘발유 및 경유 스프레드 확대 전망

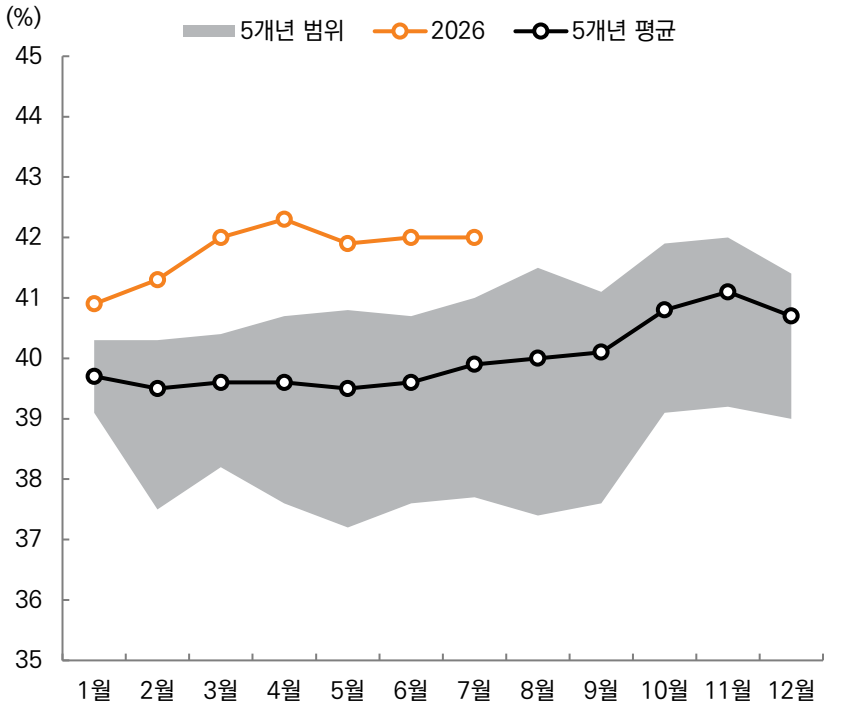
- **결국 등경유(중간유분) 마진의 초강세가 전반적인 정제마진 강세를 이끌 전망**
- 러시아와 중동 공급 차질로 중간유분 크랙이 급등하며 수율을 조금만 옮겨도 이익이 크게 늘어나는 구조. 실제 엑손모빌은 경유 수율 3.5%p 상향만으로 분기당 15억 달러의 추가 마진 확보한 상황
- 이에 미국 정유사의 중간유분 수율은 매월 5년 최고치를 상회한 반면, 휘발유 수율은 5년 최저치를 하회
- 휘발유 생산 축소로 미국 휘발유 재고도 5년 최저치를 하회하며 휘발유 및 경유 마진의 동반 지지를 전망

미국 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 중간유분 수율 추이



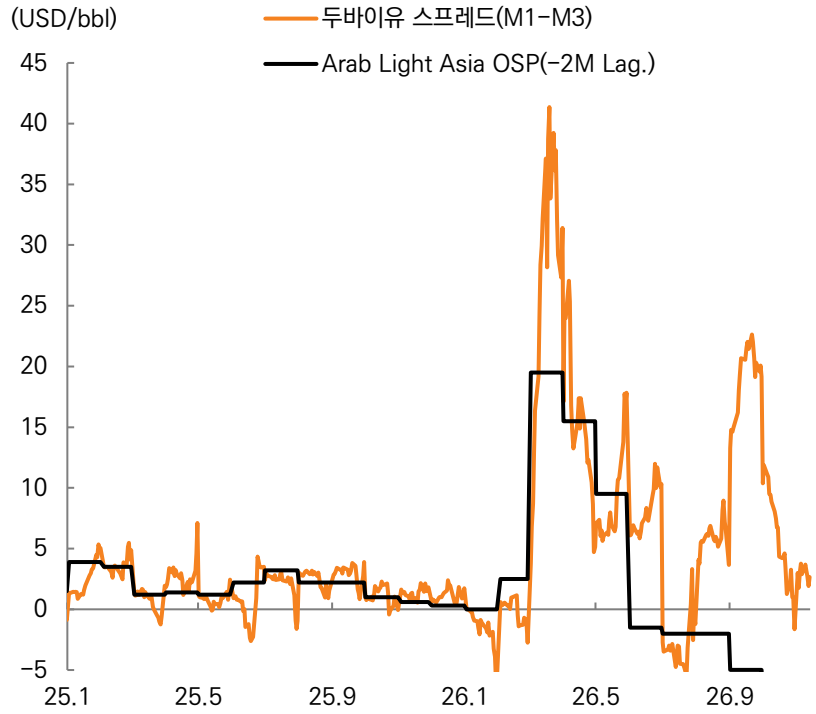
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

낮아지는 OSP vs. 여전히 높은 운임

- 당사는 운임의 정상화가 정유사 실적에 가장 중요한 변수일 것으로 전망
- 낮아진 OSP와 높아진 운임은 당장 4분기부터 반영. 전분기 대비 운임은 약 +$7/bbl(스팟 비중 30% 가정), OSP는 약 -$10/bbl 가정.
- 27년에는 OSP의 반등, 운임의 반락을 전망. 다만, 운임의 하락폭이 더 클 것으로 예상
- 아무리 탱커 운임의 스팟 비중이 낮아도 기간이 길어질수록 비용 부담 확대될 전망. 따라서 운임이 빠르게 추가 하락 해주는 것이 정유사 실적에 가장 중요한 변수

사우디 Aramco OSP 추이(Arab Light to Asia 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중동 → 중국(TD3C) 운임 및 VLCC 선복 수급 비율

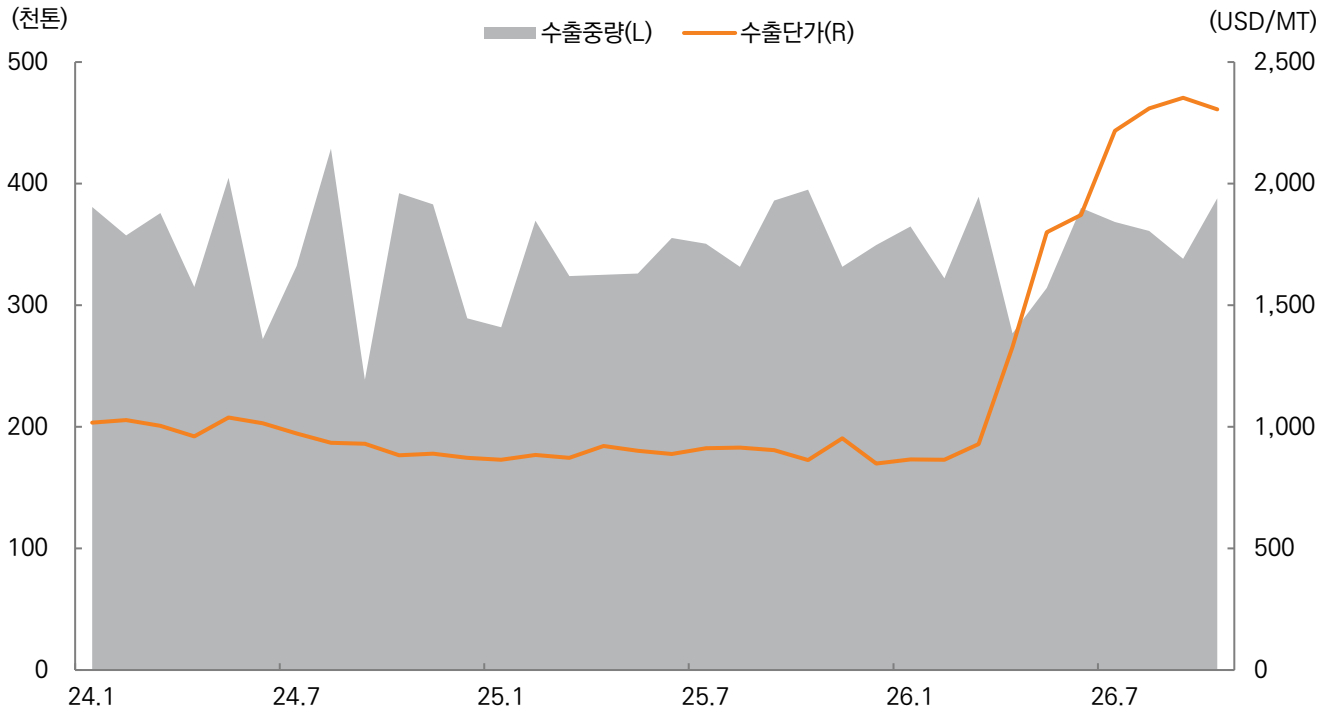


자료: Baltic Exchange, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

윤활기유,
27년 점진적 정상화 전망

- **윤활기유는 Group III 공급 부족으로 26년 사상 최대 호황을 누렸으며, 27년은 중동 설비 복구 속도에 따른 점진적 정상화를 전망**
- 중동 설비 피격으로 전 세계 Group III 공급의 약 20% 이탈. Group I, II는 5월 고점 이후 하락했으나 Group III는 사상 최고 수준 유지 중
- 국내 윤활기유 수출단가는 전쟁 전 톤당 865달러에서 10월 2,306달러로 약 2.7배 상승. 물량은 평년 수준으로 이익 개선은 대부분 가격 효과. 단가 하락 전환 시점이 정상화 신호

한국 윤활기유 수출 데이터



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

최고가격제 해제는 곧 실적 업사이드

- **최고가격제 해제 시, 내수 마진의 정상화가 국내 정유사 실적의 추가 업사이드로 작용할 것**
- 정부가 제시한 종료 조건은 1) 중동 전쟁 종료, 2) 호르무즈 정상 통항, 3) 국제유가 안정. 최근 유가 하락세에도, 호르무즈 불확실성으로 정부는 당분간 정책을 유지하겠다는 입장
- 정부는 원가+적정 마진을 기준으로 보상할 계획. 당초 업계가 요구한 싱가포르 제품가격 기준보다 보전액은 작을 전망. 11월 말, 1~2분기 보상금 규모에 대한 정산 결과 통보 예정
- 11/17 기준, 휘발유 가격은 상한($110) 미만이지만, 경유 가격은 상한($135)보다 $20 높아

최고가격제 관련 고시 및 진행상황 타임라인

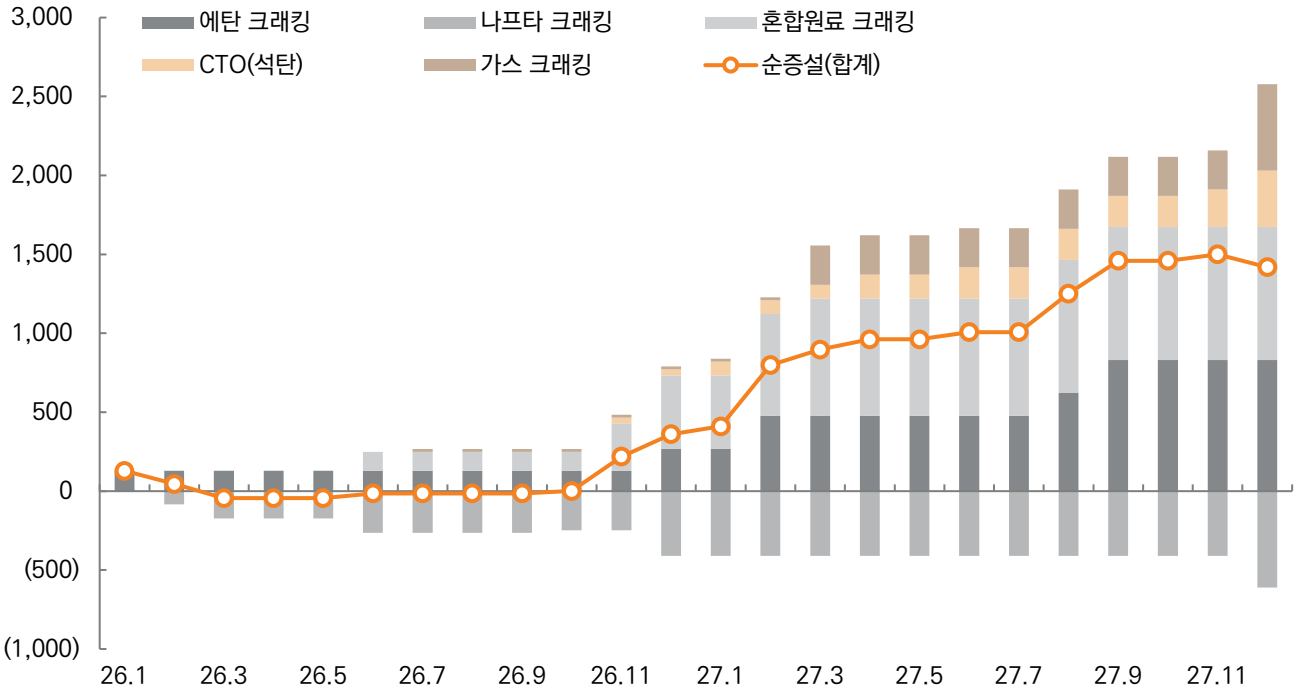
일자	구분	주요 내용	휘발유	경유	등유
26.03.13	시행 (1차)	정유사 공급가 상한 지정, 2주 단위 조정. 손실보전용 목적예비비 4.2조 원 편성	1,724	1,713	1,320
26.03.27	상한 인상	국제유가 급등 반영해 상한 인상	1,934	1,923	1,530
26.05.21	6차 고시	동결. 고시 주기 2주→4주로 변경	1,934	1,923	1,530
26.05.27	종료 조건 제시	1) 중동 전쟁 종료 2) 호르무즈 정상 통항 3) 국제유가 90달러대 (산업부 장관 간담회)	-	-	-
26.06.18	보상 기준 마련	손실보전 재정지원 규정안 행정예고: 원가+적정 마진 기준(MOPS 미반영) 최고액정산위원회(20인 이내) 설치, 분기 단위 정산	-	-	-
26.06.27	7차 고시	150원 인하	1,784	1,773	1,380
26.09.18	10차 고시	동결(3연속), 9/19부터 4주 적용	1,784	1,773	1,380
26.09.30	정산 자료 제출	정유 4사, 1차 정산 대상(3/13~6/30) 원가 자료 제출	-	-	-
26.10.16	11차 고시	동결(4연속)	1,784	1,773	1,380
26.11.09	장관 국회 발언	"쉽게 중단할 수 없다". 호르무즈 불확실성으로 당분간 유지 입장	-	-	-
26.11.13	12차 고시	동결(5연속), 최고가격제 종료 조건은 여전히 유효하나 민생 안정을 위한 결정이라는 입장	1,784	1,773	1,380
26.11.20 경	1차 정산 통보 (예정)	3/13~6/30 보상액 통보 → 30일 이의신청 → 연내 지급 목표	-	-	-

자료: 산업통상부, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

화학: 중립(유지)

- **27년 화학: 제한적인 실적 개선 예상. 역래깅 이후 원가 부담은 완화되나, 여전한 신증설로 수급 상황 개선은 어려워. 국내 기업의 실적 개선세는 증설이 감소할 것으로 예상되는 28년 이후 판단 가능할 것**
- 27년 글로벌 에틸렌 신증설은 약 2,100만 톤으로 여전히 대규모의 증설이 예정되어 있는 상황
- 국내 NCC는 249만 톤 규모의 감축이 확정됐으나, 샤힌 프로젝트(180만 톤)의 가동으로 순감축은 약 70만 톤 수준에 그칠 전망
- 구조적인 원가 격차와 중국의 수출국 전환으로 인해 국내 기업의 마진 경쟁력은 여전히 어려운 상황

글로벌 에틸렌 원료별 증설 전망 추이(2026~27)

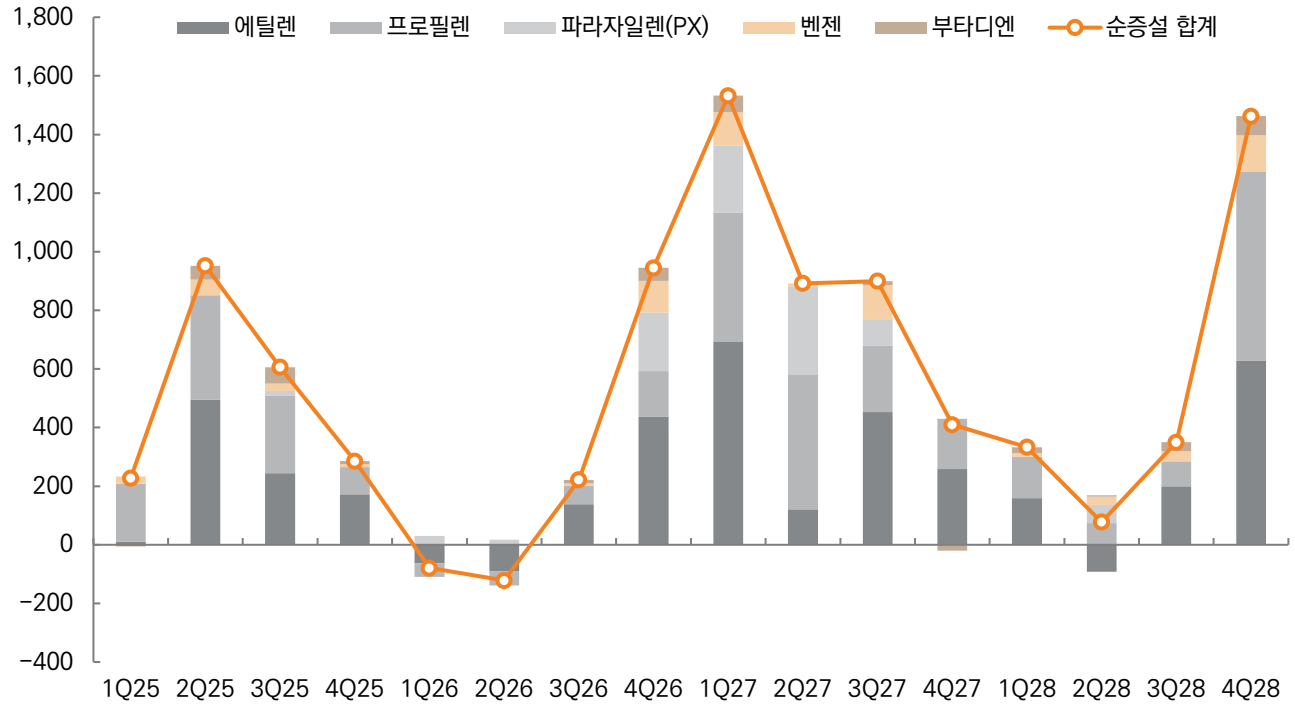


자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

급증하는 27년 순증설, 회복은 여전히 제한적

- **27년 글로벌 에틸렌/프로필렌 순증설은 2,888만 톤으로, 21~26년 평균치인 1,394만 톤을 크게 상회**
- 26년 하반기 증설 예정이었던 물량의 이연으로 신규 증설분은 27년 상반기에 집중될 전망
- 특히, 27년 1분기에는 대형 크래커 3기가 동시에 가동을 시작. 시부르 아무르(에틸렌 230만 톤), 샤힌(180만 톤), HPCL 라자스탄(89만 톤)으로, 프로필렌도 215만 톤이 함께 증가하는 상황
- 26년 4분기 가동을 시작하는 대형 설비(합계 563만 톤)들도 27년 상반기에 가동률을 끌어올리는 구간이기 때문에, 실제 공급 부담은 27년에 집중될 전망

글로벌 품목별 증설 전망치 추이

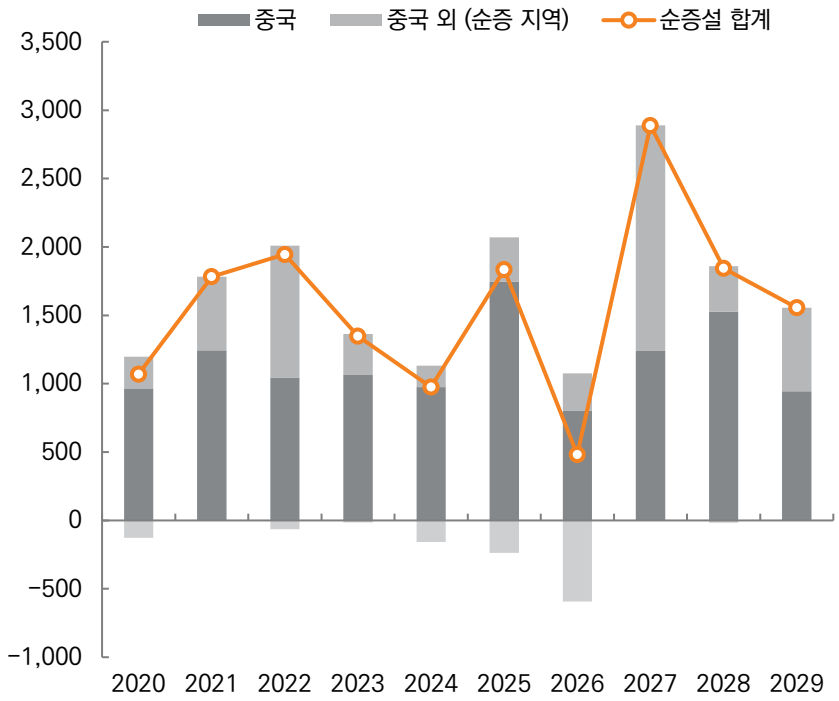


자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

상승하는 중국의 자급률, 악화되는 수출 경쟁력

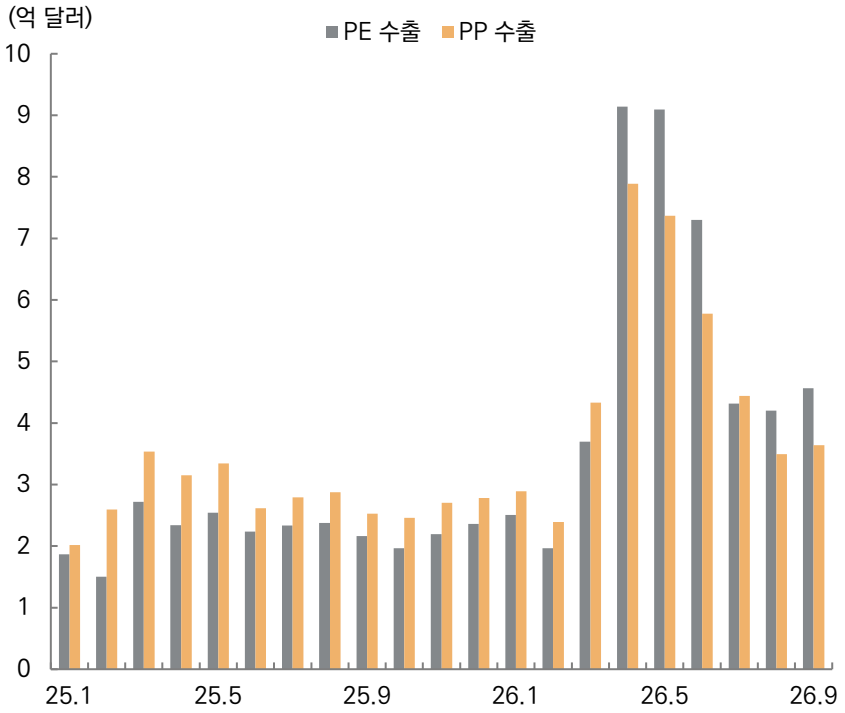
- **27년 증설은 중국이 주도할 전망. 27년 에틸렌/프로필렌 순증설 2,888만 톤 중 1,240만 톤이 중국**
- 향후 증설에서는 중국 비중이 더욱 커질 예정. 중국 비중은 28년 83%, 27~29년 3년간 59% 가량을 차지할 것으로 예상되는 상황
- 증설로 자급률이 오르면서 중국의 수입 수요는 27년에도 줄어들 전망. 26년 상반기 중국 PE 수입은 28% 감소(692만 → 500만 톤), 자급률은 72%에서 84%로 상승
- 동시에 1H26 중국의 PE 수출은 258% 증가하는 등, 국내 기업의 수출 경쟁력 개선이 어려울 전망

중국 석유화학 설비 증설 비중 추이



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국 PE/PP 수출 금액 추이

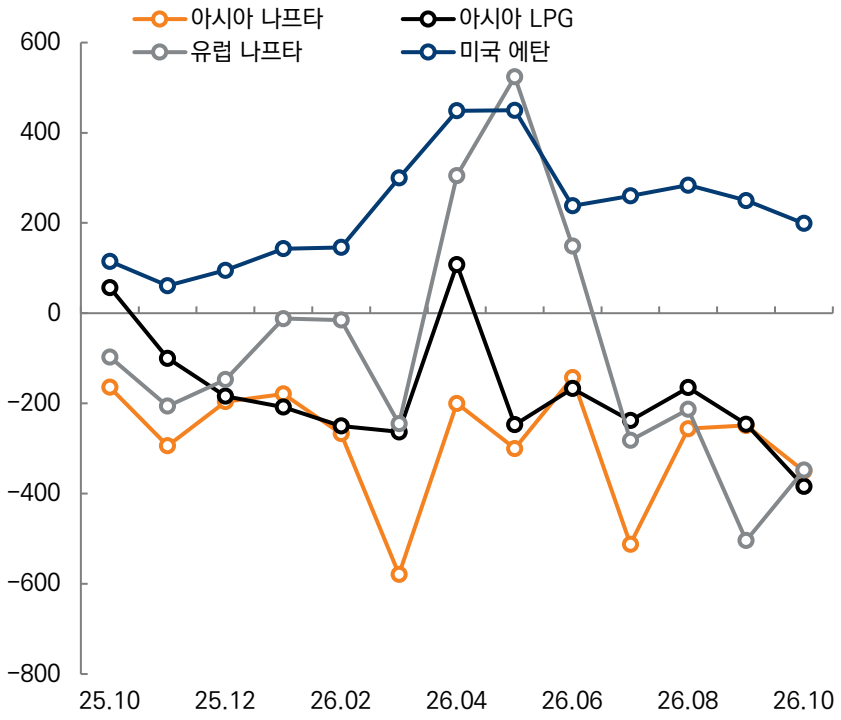


자료: 중국 해관총서, 미래에셋증권 리서치센터

원료가 가른 크래커 수익성 차이

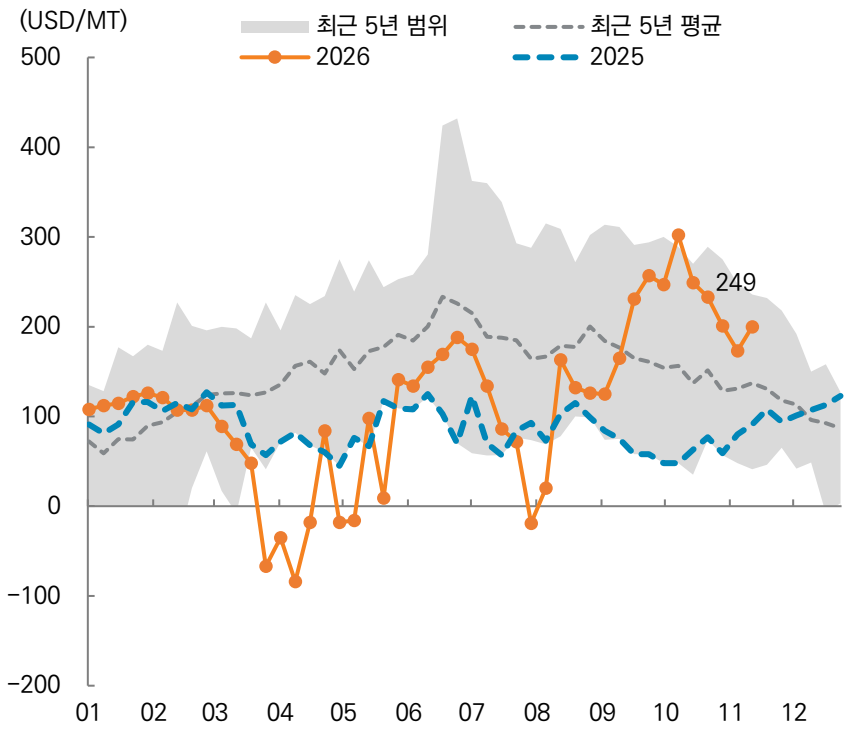
- **미국 ECC 수익성 강세 및 NCC 부진 지속 전망**
- 나프타는 가격 변동성이 커진 반면, 미국 에탄은 공급 증가로 가격이 안정화되는 상황. 1H26 미국 에탄 생산은 전년 대비 10% 늘었고, 나프타 가격은 에탄의 4배 이상으로 격차가 벌어진 상황
- 따라서 수급이 타이트한 아로마틱 제품 수익성은 상대적으로 선방할 전망. 1) 높은 가동률이 유지될 ECC는 특성상 아로마틱 생산량이 적고, 2) NCC 가동률 하락, 3) 휘발유 혼합 수요 증가 때문
- 국내 나프타 크래커는 27년에도 낮은 가동률을 전망. 나프타 가격 안정화가 회복의 핵심 변수

원료별 에틸렌 수익성 추이



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

한국 톨루엔(아로마틱) 스프레드 추이



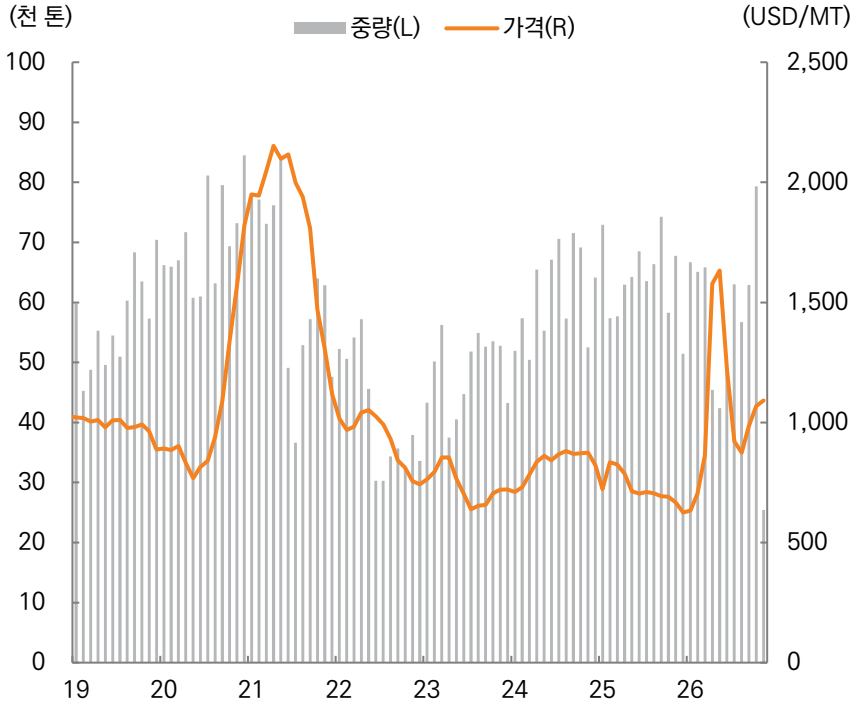
자료: 씨스켐닷컴, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

화학 전반의 부진 속 그나마 나은 NB Latex

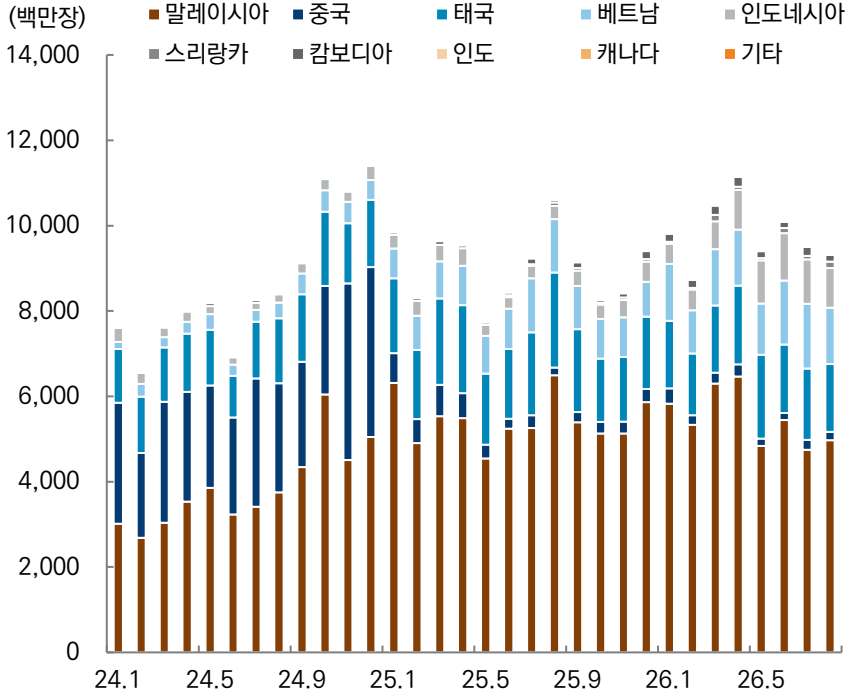
- 화학 전반의 부진 속에서도 NB Latex는 대중국 제재 및 수요 개선으로 수익성 유지를 전망
- 미국의 대중국 관세로 TopGlove 중심의 말레이시아 장갑 수출 비중이 확대되는 양상. TopGlove도 FY27 말까지 캐파를 780억 장으로 늘릴 계획을 발표
- 장갑 가격도 반등 추세. M/S 1위 TopGlove의 장갑 가격은 6월 29달러에서 8월 22달러까지 하락했으나, 최근 약 24달러까지 회복한 상황
- 국내 기업의 수출 단가도 8월 확정치 대비 10월 약 22% 반등하는 등, 향후 판가 개선에 주목할 필요

한국 NB Latex 수출 중량 및 가격



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

미국 라텍스 장갑 국가별 수입량



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학

국내 석화산업 구조 개편 논의 지연

- **국내 석유화학 산업 구조개편 논의는 계속해서 지지부진한 상황**
- 대산 : (8/20) 공정위 기업결합 심사 조건부 승인 완료. 9월 통합 법인 'H&L어드밴스드' 출범 완료
- 여수: (7/22) 여수 1호 프로젝트 사업재편 승인. 여천NCC 2·3호기(139만t) 3년 이상 가동 중단, 7천억원 이상 정부 지원 패키지, 29년 흑자전환 목표
- 울산, S-Oil 샤힌 프로젝트(180만t) 27년 초 가동 예정에 따라 구조개편 효과 미비 논란 지속
- 여수 2호(LG화학-GS칼텍스), 울산(SK-S-Oil-대한유화)는 여전히 합의점에 다다르지 못한 상황

석유화학 산업 구조조정 현황 및 계획 정리

분류	주요 노력	예상 감축 규모	세부 사항
정부 측	구조조정 정책 발표 (2025/8)	목표치 270~370만t	국내 NCC의 4분의 1가량을 감축하는 것이 목표. 정부는 10대 석화기업들에 구체적인 사업 재편 계획을 연말까지 제출하라고 지시. 충분한 사업 재편 계획을 제시한 기업에만 금융·세제·연구개발 지원과 규제 완화를 포함한 혜택 제공하기로 함
	석유화학 경쟁력 특별법 (2025/12)		'석유화학 경쟁력 특별법'(2025/12 국회 통과): 정보교환 허용, 공정위 동의를 거친 공동행위 승인, 기업결합 심사기간 단축(120일 → 90일) 특례. 세제·재정·R&D·인력양성·고용안정 지원, 인허가·환경규제 특례 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, 맞춤형 대책 등을 지원할 예정
기업 측 (업계 예상 재편안)	(대산) 롯데케미칼 · HD현대오일뱅크 (2026)	110만t	**8/20, 공정위 조건부 승인(LDPE 등 5년간 가격 인상 제한). 9/1 합병 법인 'H&L어드밴스드' 출범 완료** 최대 2.1조 원 규모의 정부 지원(고부가 전환 자금 1조원, 대출금 1조원 영구채 전환, 기타 비용 1,000억원) 신설 법인 지분은 5:5, 양사가 별도로 합병 법인에 1.2조 증자를 진행. 28년 흑자전환 목표
	(여수) LG화학 · GS칼텍스 (2026)	120만t	LG화학과 GS칼텍스 합작 법인 설립 후, 노후화/GS칼텍스와 먼 LG화학 1공장 폐쇄하는 방안 지분율 및 통합법인 지배구조를 두고 지속적인 논의 진행 중. 연내 사업재편 관련 의사결정 마무리 목표
	(여수) 롯데케미칼 · 여천NCC (2026)	139만t	**7/22, 7천억원 규모의 지원 패키지가 포함된 프로젝트 사업재편안 확정. 재편은 29년 말까지 진행될 전망** 여천NCC 2, 3호기 가동 중단, 여천 1호기 및 롯데 4호기 중심 운영
	(울산) SK지오센트릭, 대한유화, S-Oil (2026)	-	3사 생산설비의 25% 감산하기로 했으나, 아직 구체적인 계획안 미발표 S-oil은 샤힌 프로젝트가 정부 감산 기조에 충돌하지 않는다는 입장

자료: 미래에셋증권 리서치센터

III

신재생에너지

III. 신재생에너지

미 기준금리,
12월 1회, 27년 2회
총 3회 금리인상 가능성

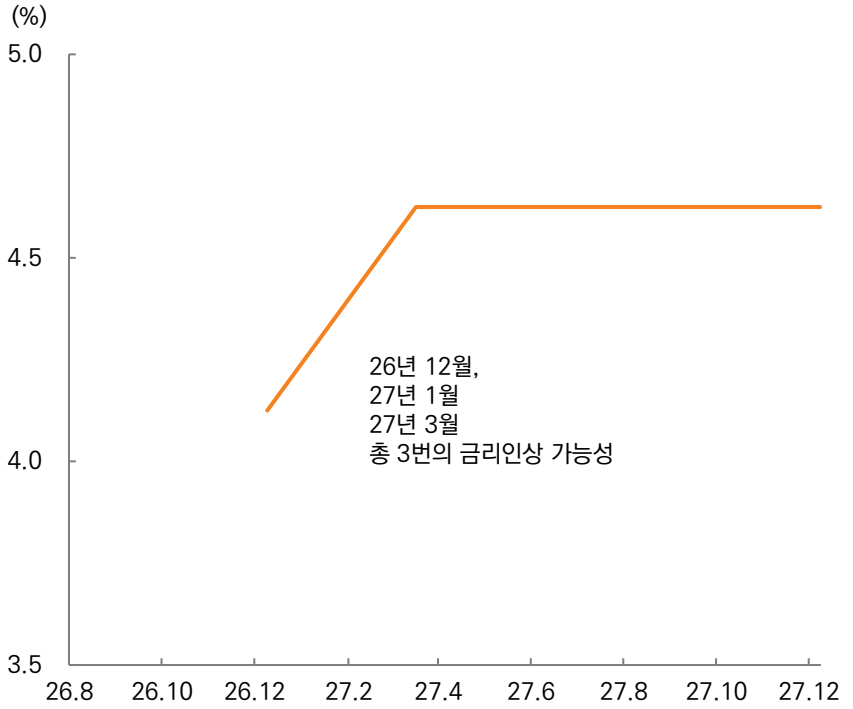
- 미국 2년물 국채금리는 전년 말 대비 136bp 오른 4.84%를 기록. 금리 상승은 프로젝트 파이낸싱 의존도가 높은 신재생에너지 사업의 조달 비용을 높이고 투자수익률을 압박
- 이란 전쟁에 따른 유가 상승과 물가 압력 지속으로 시장의 금리 전망이 인하에서 인상으로 전환. 금리선물에는 12월 25bp 인상이 거의 반영됐으며, 1월과 3월 추가 인상도 우세
- 총 3번의 25bp 인상 시 미국 기준금리는 4.50~4.75%에 도달할 예정

주요국 국채 2년 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로(CME Fed Watch) 전망



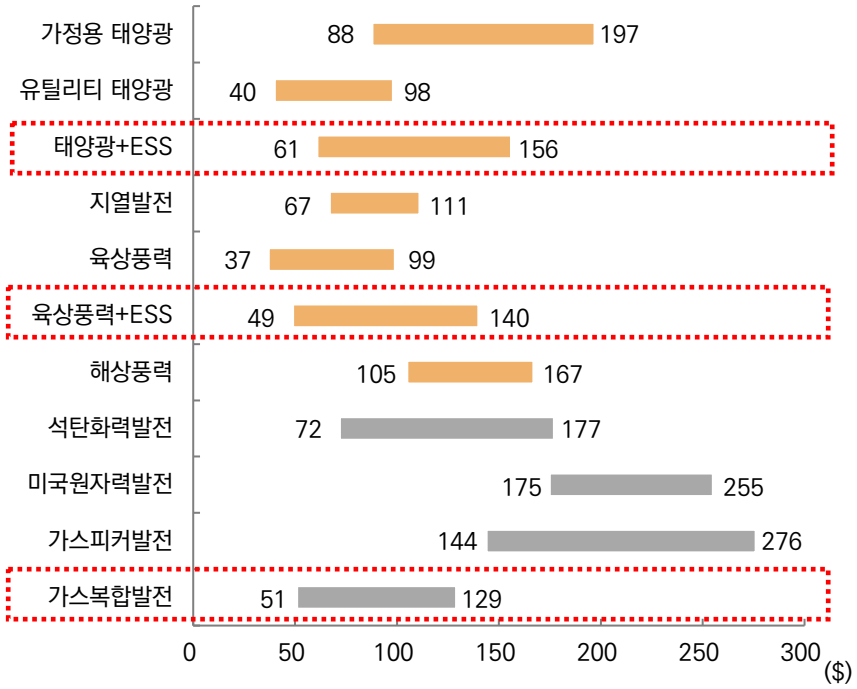
자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지

LCOE 업데이트: 여전한 신재생 우위

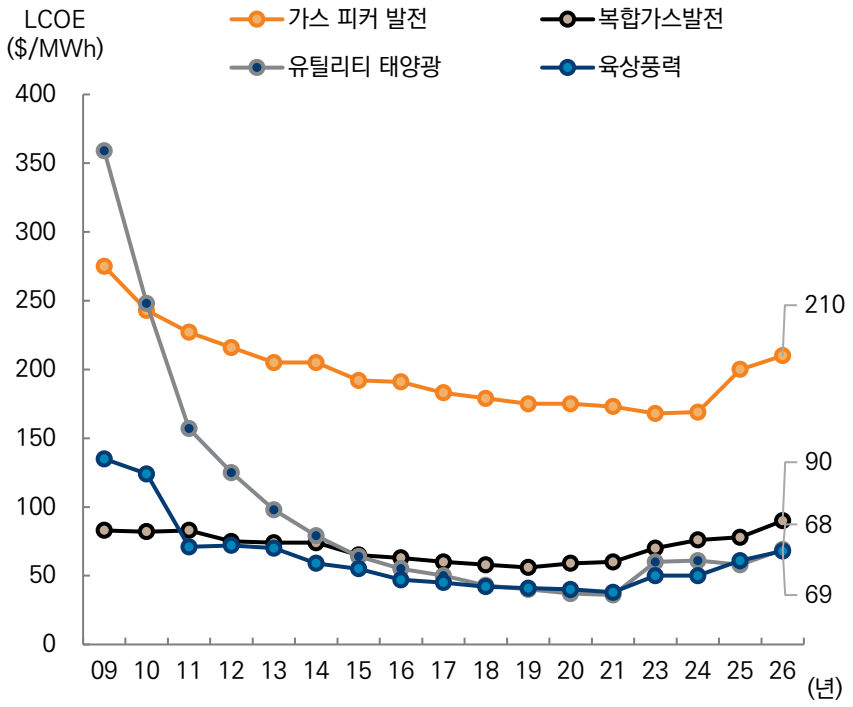
- Lazard LCOE+는 매년 미국 신규 발전원별 균등화발전비용(LCOE)을 기술별로 비교해 발표
- 결론: 1) 모든 신규 에너지원의 비용 인플레이션, 2) 가스 터빈 병목, 3) 관세발 배터리 가격 상승
- 신규 건설보다 기존 설비의 상대 가치가 부각되는 구도
- 재생에너지는 자본비용 상승, 고금리 지속, 관세 전가, 공급망 재가격화로 비용 상승 했으나, 여전히 최저가 신규 전원
- 원전 재가동 비용 $71/MWh로 신규 원전 비용 $175~255이나 SMR $214 대비 압도적으로 저렴

2026 미국 LCOE 업데이트



자료: Lazard, 미래에셋증권 리서치센터

태양광/풍력/가스 LCOE 시계열 비교



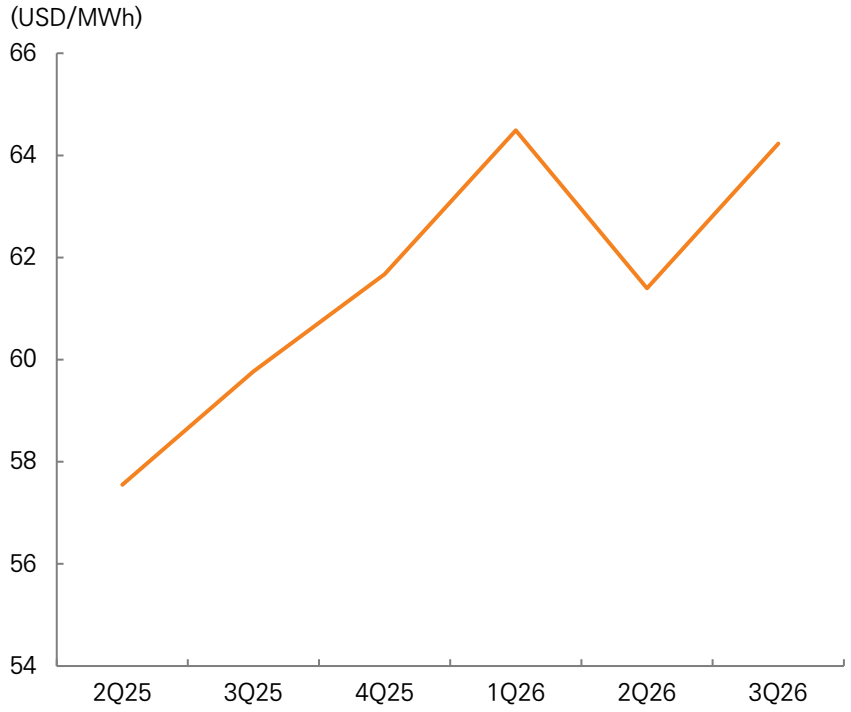
자료: Lazard, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지

전력가격 상승, PPA가 신재생 수익성을 지지할 전망

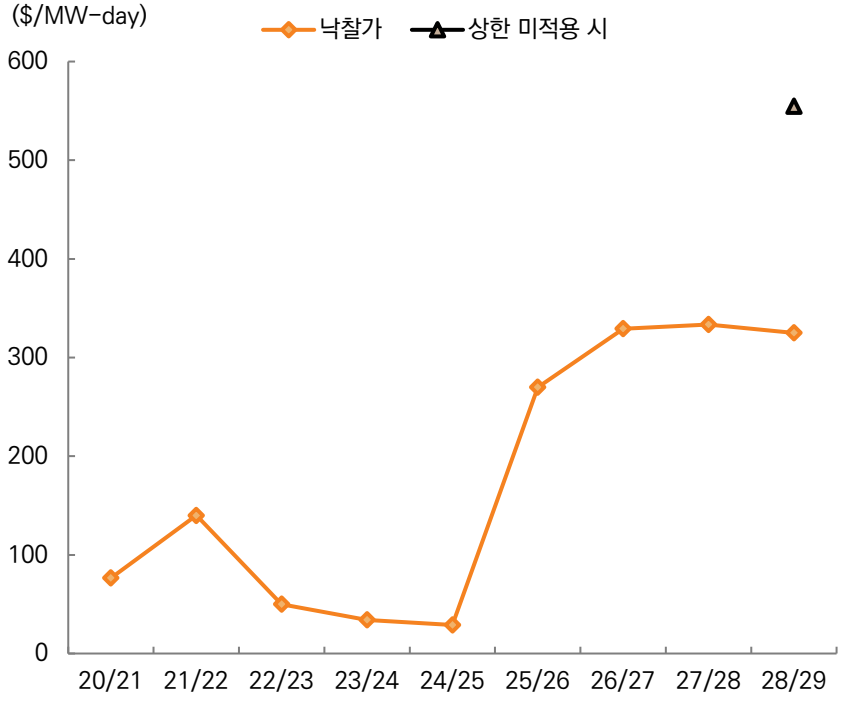
- **미국 PPA 가격 상승 → 인플레이션 및 금리 상승에 따른 자금 조달 비용 상쇄**
- 미국 태양광 PPA 가격은 3Q26 $64/MWh로 전분기 대비 +4.9%, 2년간 +12.7% 상승 (LevelTen). 관세/인허가 비용을 전가해도 빅테크 중심 수요가 높은 가격을 수용 중
- 데이터센터 수요로 2027년 상업용 전력소비가 사상 처음 주택용을 추월할 전망(EIA). 주택용 전기요금은 2026년 약 5% 오른 데 이어 2027년에도 상승 지속 전망
- PJM 용량가격은 3회 연속 상한에서 결정. 상한이 없었다면 $554.72로 높아졌을 것

미국 태양광 PPA 가격 추이



자료: LevelTen Energy, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 경로(CME Fed Watch) 전망

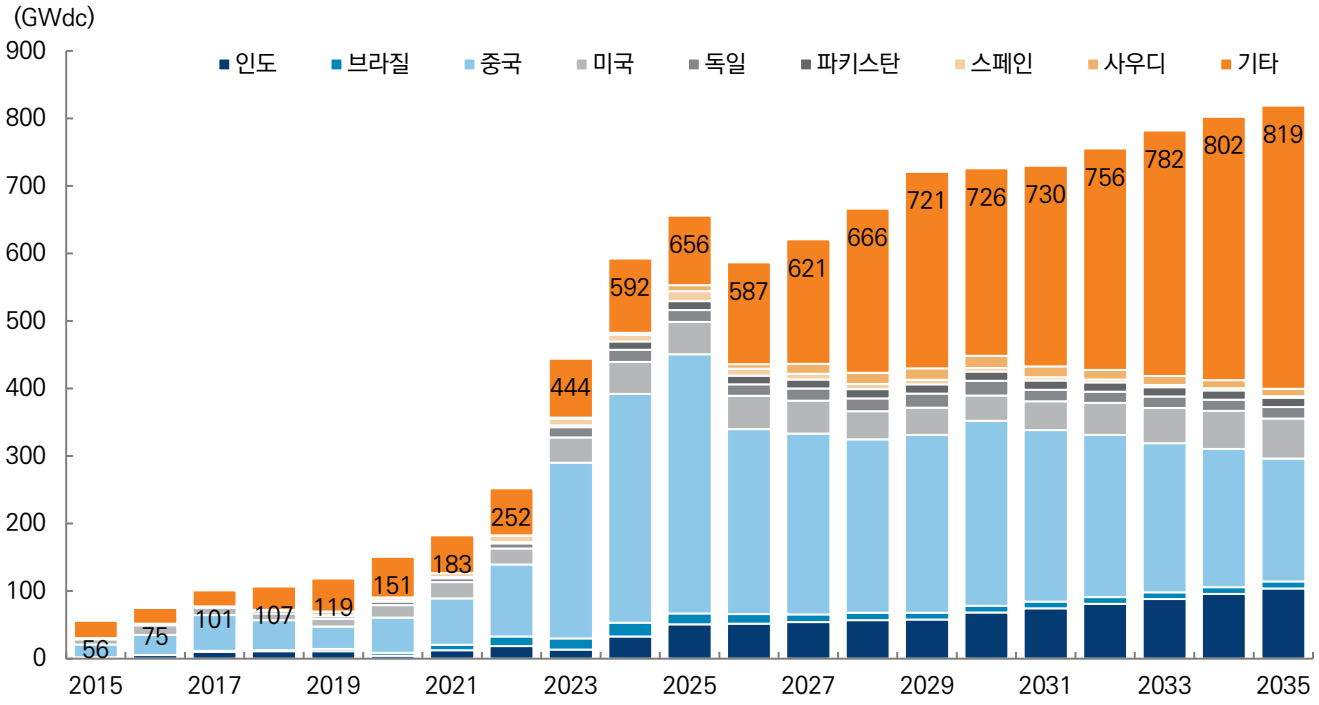


자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

27년부터 다시 성장하는 태양광 시장

- **결론: 여전히 가장 저렴하고, 빠르게 설치 가능한 에너지원으로서 다시 한번 성장할 전망**
- BNEF, 글로벌 태양광 신규 설치량 26년 587GW(-10.5%), 27년 621GW(+5.7%) 전망
- 26년 역성장은 중국 때문. 중국은 25년 384GW → 26년 274GW로 -12.4% 기록할 전망
- 미국은 25년 48GW → 26년 50GW로 +3.4% 예상. 2030년까지 일론 머스크가 미국 태양광 200GW 산업 조성을 공약하며 재성장을 주도할 것으로 예상

글로벌 태양광 신규 설치량 전망



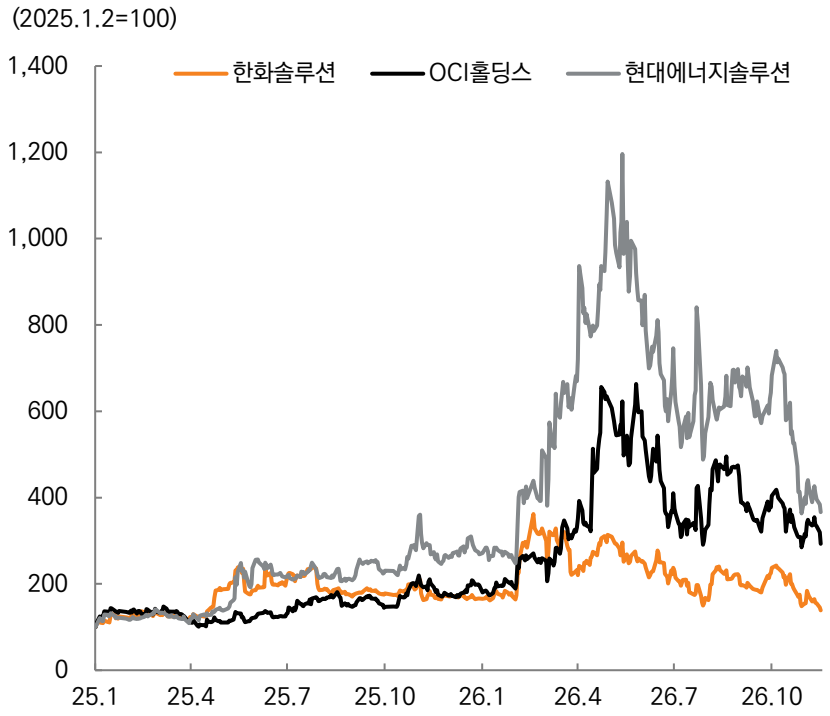
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

미국 태양광: 비중확대(유지)

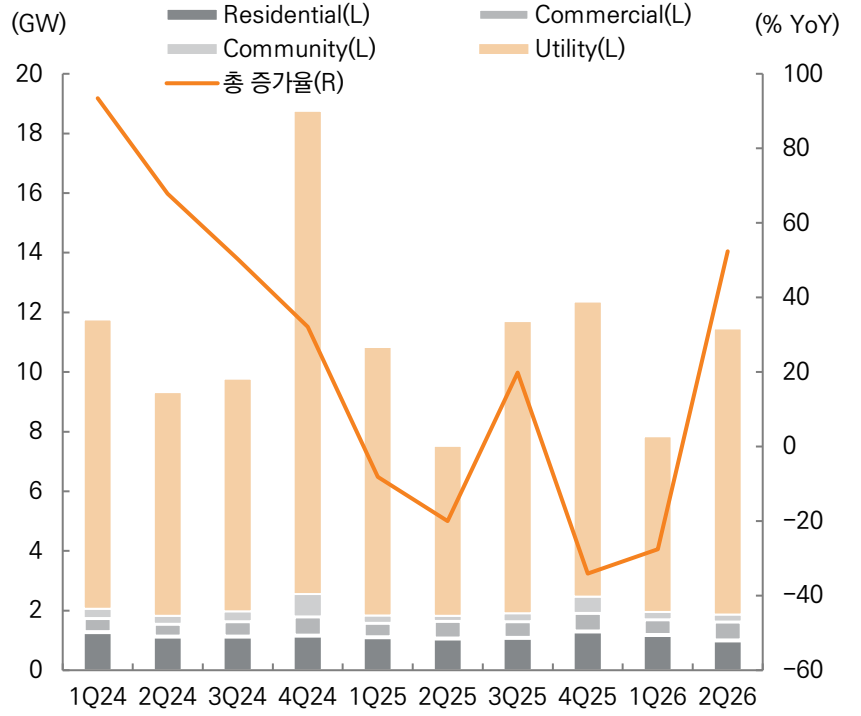
- **결론: Section 232로 인한 미국 태양광 가격 상승으로 국내 태양광 기업들의 실적 개선 전망**
- **Top Pick: OCI홀딩스**. 미국 셀 공장 확장 및 미국 태양광 제품 가격 상승의 수혜주
- 선호 종목: 한화솔루션. 미국 수직계열화 공장 및 국내 태양광 공장 가동률 회복 통한 실적 개선
- 미국 태양광 시장에서 가장 중요한 두가지 이슈는 1) Section 232, 2) PFE(FEOC) 최종 가이던스
- 이를 통해 Non-China 제품들의 선호도 및 수익성이 크게 개선되며 실적 개선될 전망
- 추가적으로 기대할 수 있는 모멘텀은 민주당 의석 수 증가로 인한 긍정적인 정책 방향성

국내 태양광 기업들 상대주가 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

미국 섹터별 태양광 설치량 추이



자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

블루웨이브로 기대할 수 있는 것은?

- **여전히 트럼프 대통령이 거부권(Veto)을 행사할 수 있어, 법안 수정 가능성은 제한적**
- 하지만 민주당이 최소 상원 56석(과반 51석), 하원 257석(과반 218석)을 차지. 예상보다 의회를 강하게 장악해 의회 내 협상력이 커진 상황. 재생에너지에 대해 유리한 정책 방향성 수립될 전망
- 민주당 스윕의 정책적인 수혜는 ① 행정부의 인허가 지연 견제, ② 예산 협상 레버리지 등
- 단기적으로는 초당파가 발의한 BAAJA 법안이 중요. 이는 행정부 단독으로 풍력/태양광 인허가 보류할 수 있었던 권한을 제한(대통령 권한 축소). 재생에너지 착공 가속과 정책 리스크 프리미엄 축소 기대

중간선거 이후 미국 재생에너지 정책 환경: 수혜 및 리스크

구분	항목	시사점
수혜	태양광 인허가 지연 견제	세이프하버 216~240GW 소화 기간 동안 인허가 병목 해소. 가장 실질적인 효과
	예산 협상 레버리지	세액공제 일정 완화 등 부분 양보 여지(당사 판단)
	세액공제 복원 법안 발의	복원되더라도 FEOC 유지로 중국산 배제는 지속(법안에 명시된 사항)
	투자심리	2028년 이후 정책 복원 기대로 밸류에이션 디스카운트 축소
리스크	트럼프 거부권(Veto)	법 개정은 사실상 2029년 이후
	행정부 권한 유지	의회 권력과 무관하게 통상, 세제 집행 구조 유지
	레임덕 기간 예산 처리	레임덕 회기 우선순위가 예산안에 밀려 BAAJA 처리가 지연될 가능성

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

BAAJA(초당적 미국 경제성·일자리법) 주요 내용

구분	내용	투자 포인트
무엇인가	연방 인허가 절차를 빠르고 예측 가능하게 바꾸는 초당적 개혁안	재생에너지 최대 병목인 인허가 문제 해소
어디까지 왔나	상원 절차 표결 통과(73-25) → 상원 최종 표결 → 하원 → 대통령 서명	레임덕 회기 내 통과 여부가 관건
소송 리스크	환경평가 소송 기한 6년 → 150일, 공사 중단 판결 원칙적 제한	착공 지연·취소 리스크 축소
정책 리스크	확정된 인허가는 정부가 임의로 번복 불가	행정부의 풍력·태양광 인허가 보류 차단
송전망	송전선 건설·계통연계 절차 간소화	발전소 계통 접속 대기 단축
누가 수혜인가	풍력·태양광·송전 + 가스·파이프라인	재생에너지만의 법안이 아닌 에너지 전반 수혜

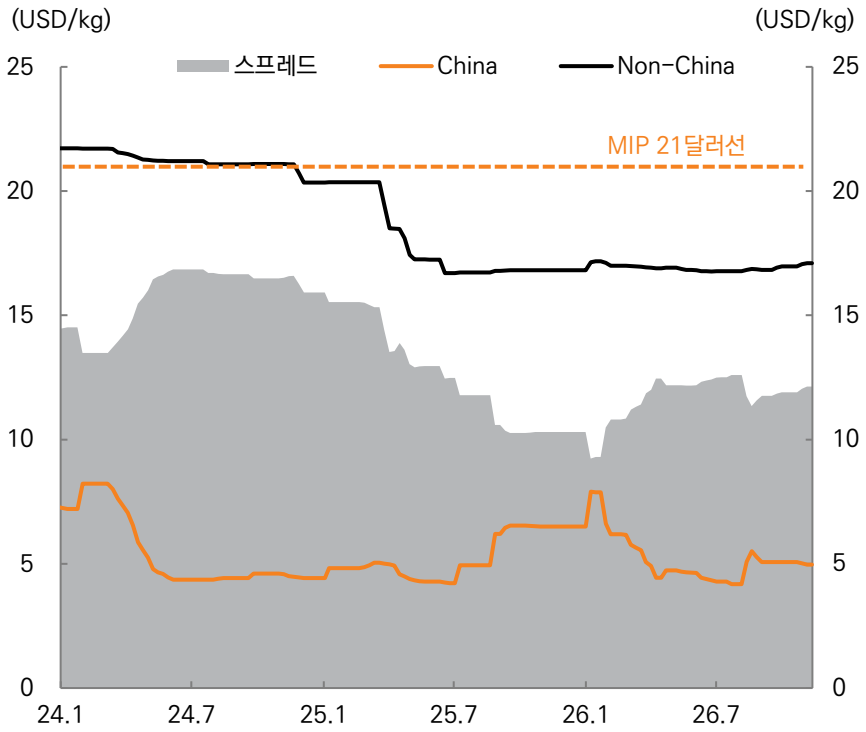
자료: 미국 의회조사국(CRS), Bipartisan Policy Center, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

미국 태양광 가격 상승은 이제 시작

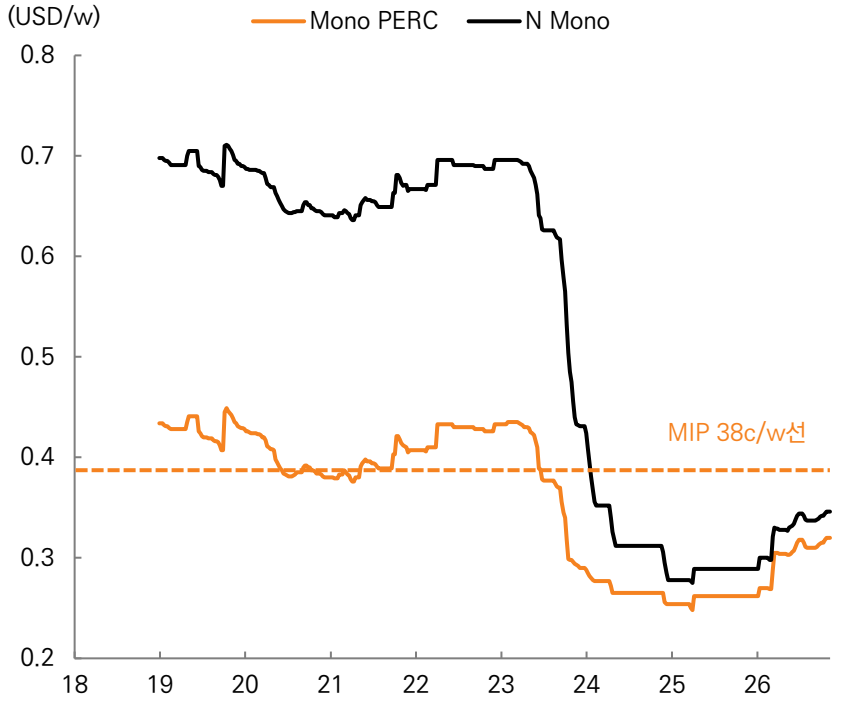
- 미국 태양광 가격은 26년 말부터 상승세가 가팔라질 전망
- 1) Section 232로 인해 일부 고정가격계약을 제외하면 모든 제품들의 수입 가격이 13%~100%까지 상승할 것으로 전망. 포고령 시행일 12/4에 가까워질수록 상승세는 커질 전망
- 2) PFE 최종 가이던스는 미국 내 세액공제를 받기 위해 비중국 밸류체인을 활용하도록 하게할 전망. 비중국 제품들의 선호도가 더 높아질 수 밖에 없는 상황. 가이던스 발표는 26년 말 또는 27년 초 예정
- Non-China 태양광 제품 가격들은 Section 232 세부규칙이 발표되며, 가격이 상승하기 시작한 상황

폴리실리콘 가격 비교(China vs. Non-China)



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 모듈 가격 추이



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

III. 태양광

Section 232, 추가 세부사항 발표 기대

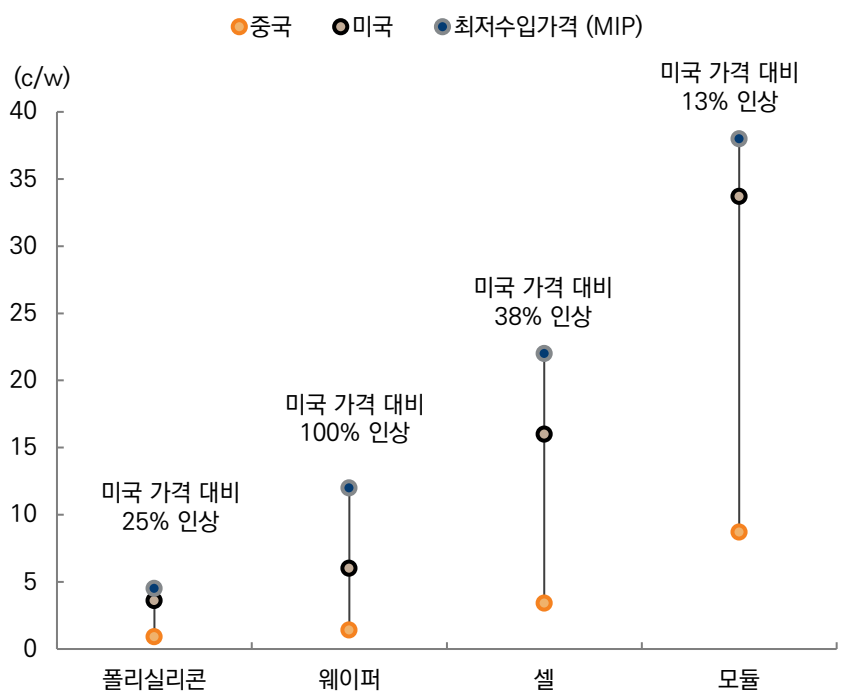
- Section 232 시행일인 12/4를 앞두고 세부수칙들이 차례차례 발표 예정
- **재고 밀어넣기 차단 세부사항 발표(9.22)**. 과거 평균보다 상당히 많은(Significantly more) 물량을 들여오면 12/3까지 추가 통관 금지. 기준은 25년과 26년 평균 수입량 vs. 8/6 이후 수입량
- 1) **온쇼어링 지원책**(연내 예정). 미국 증설 기업들 대상으로 MIP 관세 상쇄 예정. 특히, 웨이퍼 및 셀 공장이 미국 정부의 최우선 순위가 될 전망. 기존 공장 보유 기업들은 판가 상승에 대한 혜택만 가능
- 이 외에도 2) MIP 집행 규칙, 3) 교역국 관세 적용 차등 여부 등 발표를 모니터링할 필요

Section 232 세부사항

구분	HTS	MIP	15% 종가세
폴리실리콘	2804.61.0000	$21/kg	-
웨이퍼	3818.00.0020/ 0040/0045/0050/0091	$100/kg	적용
셀	8541.42.0010 /0080	$0.22/W	적용
모듈	8541.43.0010 /0080	$0.38/W	적용

자료: White House, 미래에셋증권 리서치센터

태양광 밸류체인별 중국/미국/최저수입가격 비교



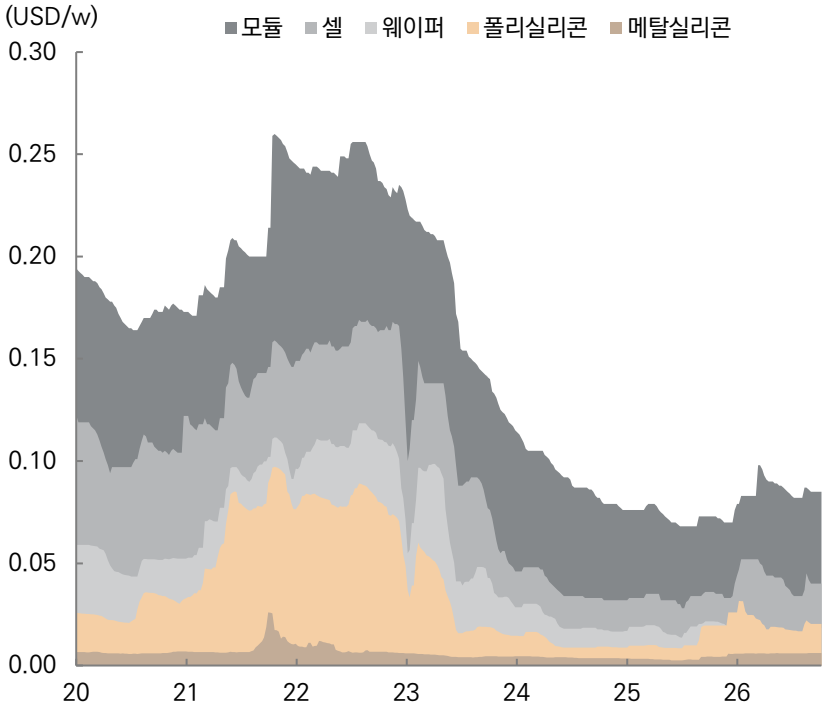
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

중국 태양광:
상반기 바닥 다지기,
하반기 감산 및 수요 회복

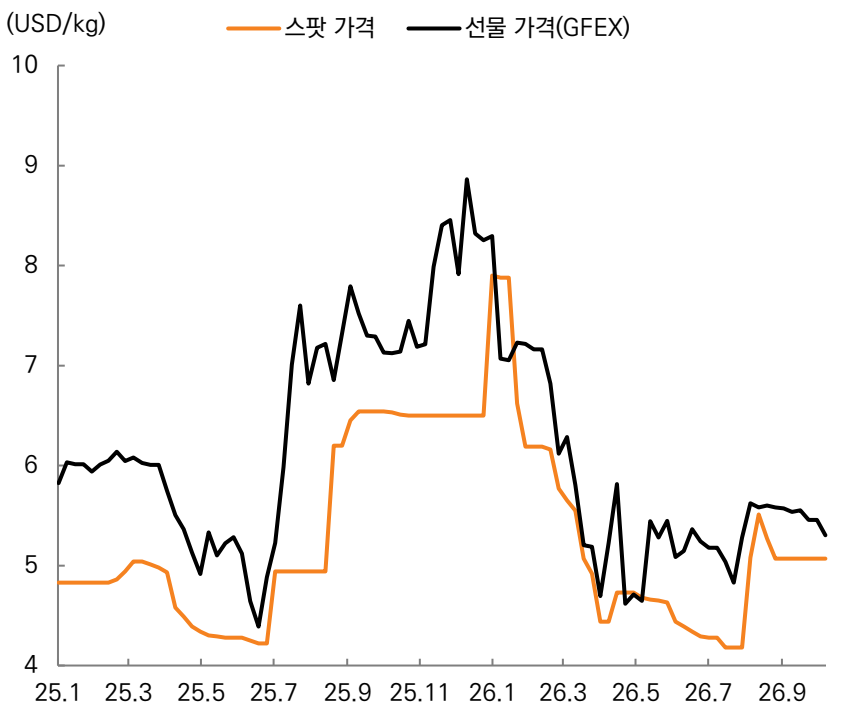
- 중국 태양광 가격은 1H27까지 바닥 다지기, 2H27부터 완만한 반등 전망
- 반등 조건 ① 공급: 2027년 초 시행되는 효율/에너지소비 국가표준(GB)으로 노후 설비 퇴출 가속. 폴리 생산능력이 수요의 약 3배인 만큼 실제 감산 이행이 가격 반등의 전제
- 반등 조건 ② 수요: 중국 설치량은 2026년 급감 후 2027년부터 재성장 전망. 4월 수출 증치세 환급 폐지로 수출 원가 하단이 이미 높아진 상황이라 수요 회복 시 가격 탄력이 커질 것

중국 태양광 모듈 가격 구성 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 가격 추이(스팟 & 선물)



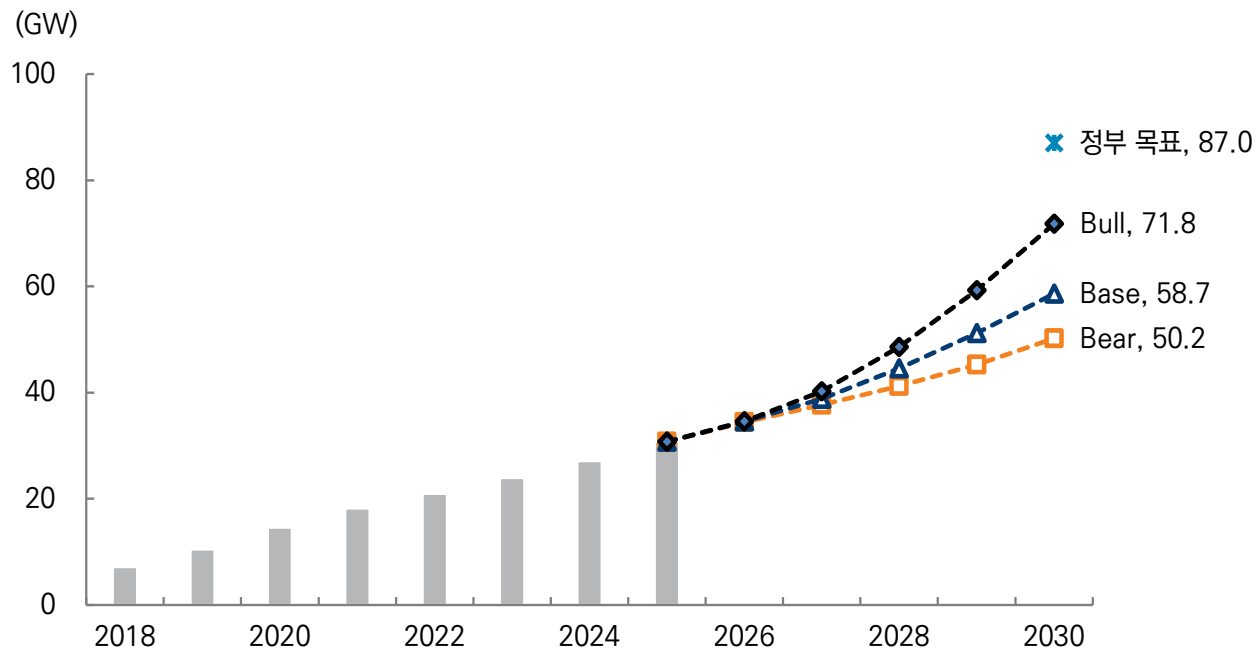
자료: PV Insights, GFEX, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광

한국 태양광, 목표 50% 달성 전망

- 국내 태양광, 87GW 목표 대비 현실적 전망은 59GW
- 입지/계통/경제성 순으로 걸러낸 Base 시나리오는 2030년 누적 59GW로, 신규 설치 기준 정부 목표의 약 50% 달성. 정책이 더 강화되면 72GW(Bull)까지 상향 가능
- 핵심 정책은 국내생산세액공제와 탄소검증제
- Top Pick: HD현대에너지솔루션(국내 점유율 1위, 자금력 기반 증설),
  선호종목: 한화솔루션(기존 공장 가동률 상승으로 수익성 개선)

한국 태양광 시장 전망



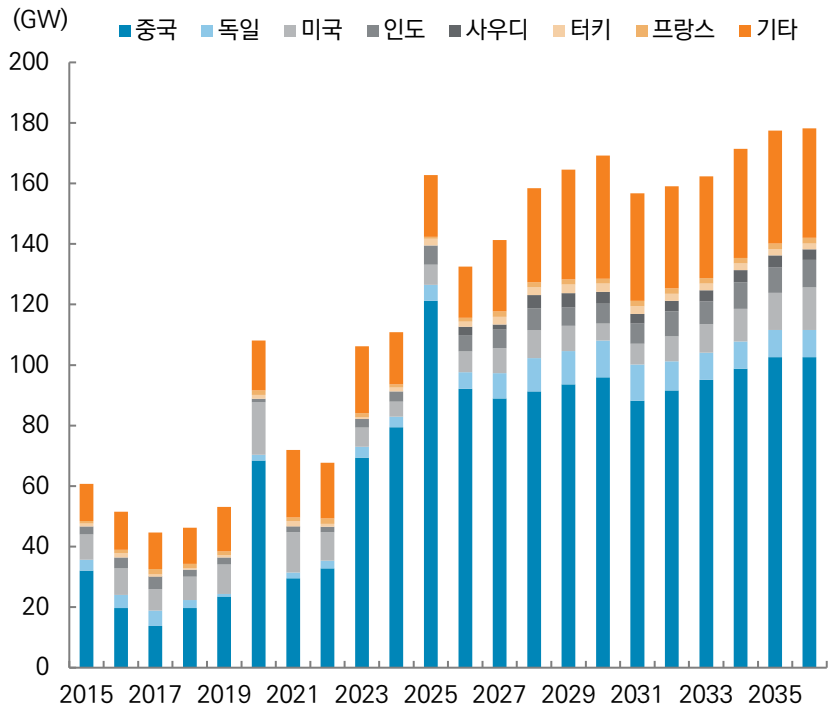
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력

풍력: 중립(유지)

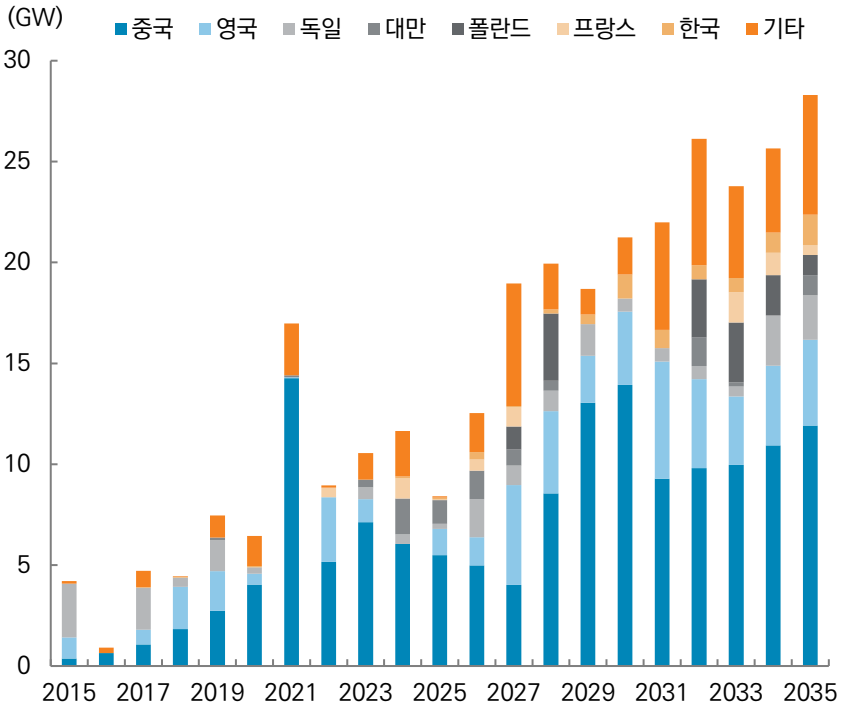
- **결론: 풍력 섹터 중립 의견 유지. 하지만 단기적인 트럼프 행정부 약화에 대한 베팅은 가능할 것**
- 2026년 글로벌 풍력 설치량은 145GW(-15% YoY)로 감소하나, 중국 제외 설치량은 48GW로 사상 최대. 2027년 글로벌 설치량은 160GW로 반등 전망
- 중국 제외 육상풍력은 2026년 41GW → 2027년 52GW → 2028년 67GW로 확대 전망
- 해상풍력은 2026년 12.5GW(+49%)에 이어 2027년 19.0GW로 급증. 영국, 독일, 폴란드의 GW급 프로젝트가 주도하며, 하부구조물 수주 재개 환경 조성

글로벌 신규 육상풍력 설치량 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 신규 해상풍력 설치량 전망



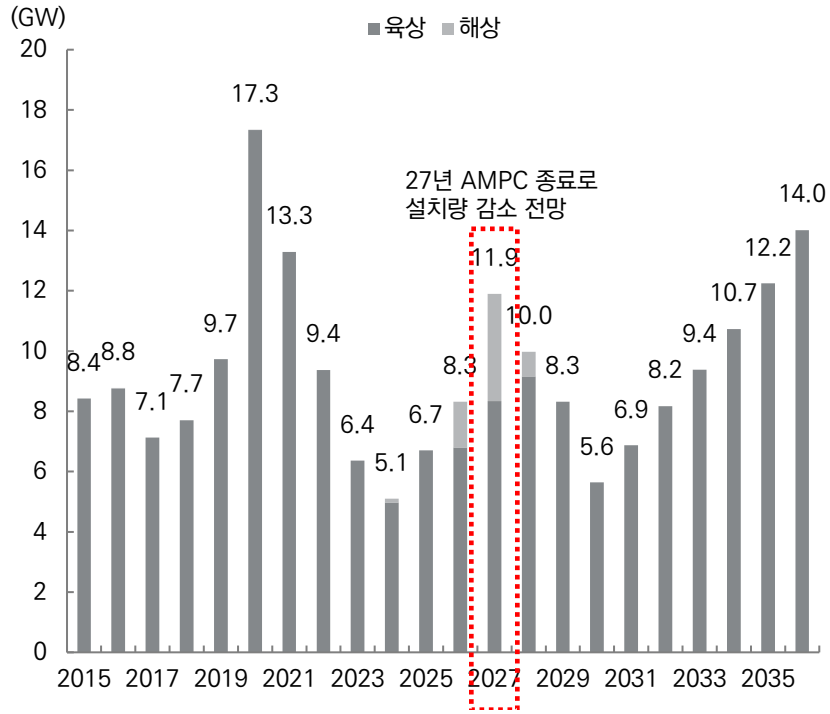
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력

미국 시장 전망
BNEF vs. WoodMac

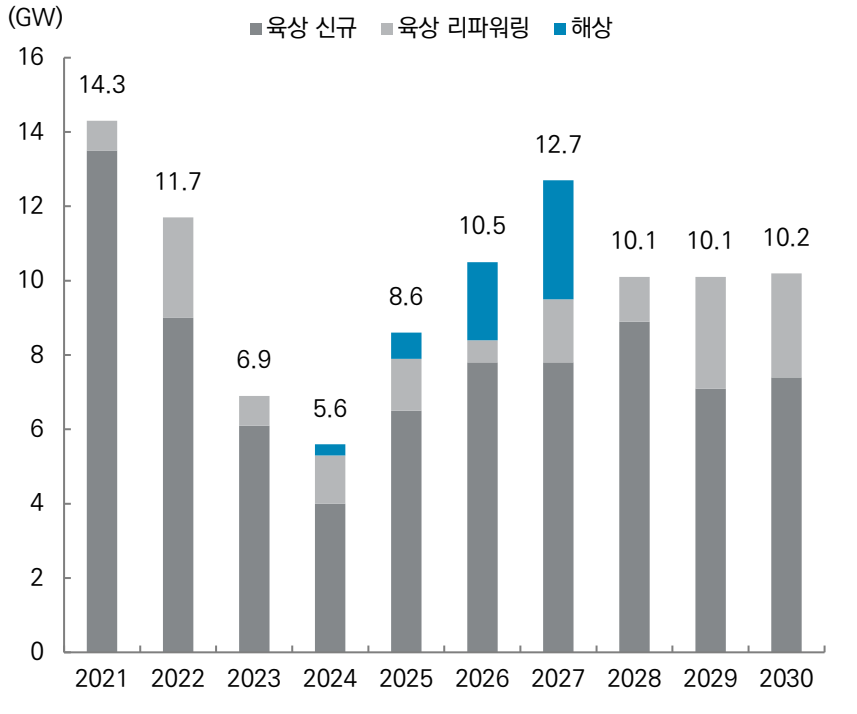
- 미국 풍력은 AMPC가 27년 종료됨에 따라 일부 업체들 사업 종료. 따라서 3년 간의 수요가 중요
- 두 기관 전망의 차이점은 **리파워링 수요**. WoodMac은 26~30년 리파워링을 9.3GW로 전망
- BNEF는 WoodMac보다는 보수적인 전망치이나, 역시 미국 육상풍력 전망치를 +14% 상향(~30년)
- 상향 요인 ① 세이프하버: 예상보다 많은 프로젝트가 세이프하버 요건을 충족해 세액공제 자격 확보
- 상향 요인 ② 데이터센터: 2031~2036년 전망도 15% 상향
- 이에 따라 최근 줄어든 2~3GW의 공급 대비 28~30년 공급 부족 상황 발생 가능

BNEF – 미국 육상/해상 풍력 설치량 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

WoodMac – 미국 육상/해상풍력 설치량 전망



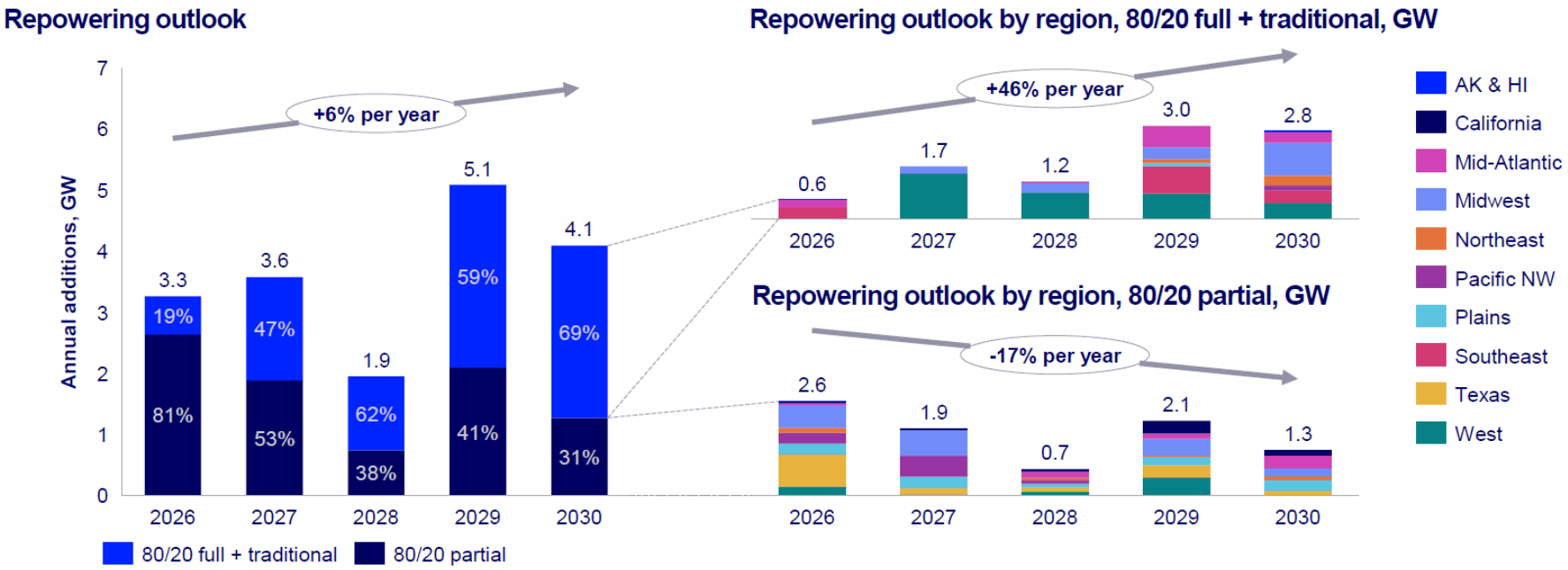
자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

III. 풍력

부분 리파워링에서 완전 리파워링으로

- 리파워링(Repowering)은 노후 풍력단지의 터빈 및 부품을 교체해 발전량을 다시 높이는 방식
- 부분 교체(로터/블레이드 등)와 완전 교체(나셀/로터 전면 또는 타워/기초까지 교체)로 구분
- WoodMac은 26~30년 리파워링 전망을 5.9GW → 9.3GW로 직전 분기 대비 57.7% 상향
- 근거 1) 3년 전망치의 45%가 이미 착공/개발 단계 진입, 2) 기존 부지/계통연결/인허가가 이미 되어있어 신규 개발 대비 소요 기간과 비용이 낮음
- 세액 공제 종료로 부분 교체는 실익이 없어 완전 교체 수요 확대 예상. 기존 풍력 타워는 작기 때문

미국 리파워링 전망(WoodMac)



자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

—

종목 분석

OCI홀딩스 (010060)

Top Pick

판가 상승은 이제 시작

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**400,000원**
현재주가(26/11/18)	169,500원
상승여력	136.0%

영업이익(26F,십억원)	285
Consensus 영업이익(26F,십억원)	272
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	275.0
P/E(26F,x)	31.6
MKT P/E(26F,x)	4.8
KOSPI	5,067.44
시가총액(십억원)	3,165
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	69.9
외국인 보유비중(%)	12.8
베타(12M) 일간수익률	0.03
52주 최저가(원)	99,000
52주 최고가(원)	388,000

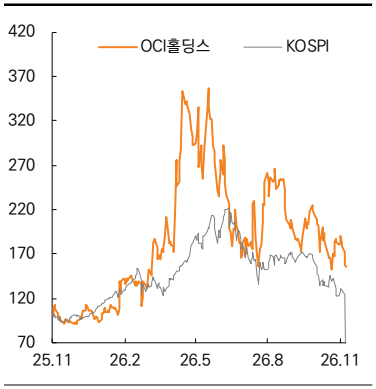
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.7	-46.7	55.8
상대주가	-4.6	-20.9	21.5

투자포인트

- 기확보된 장기공급계약 물량에 Section 232로 인한 가격 상승이 향후 3년 간의 실적을 비약적으로 증가시켜줄 전망
- 27년에는 웨이퍼 증설로 인한 외형 증가와 동시에 미국 내 셀 증설 발표 가능성이 모멘텀으로 작용
- 테슬라 및 SpaceX의 공격적인 태양광 공장 투자와 함께 미국 태양광 시장의 리더로 발돋움할 전망

Risk 요인

- 금리 상승으로 인한 미국 내 태양광 산업 부진 가능성



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,577	3,380	4,117	4,816	5,140
영업이익 (십억원)	102	-58	285	533	627
영업이익률 (%)	2.9	-1.7	6.9	11.1	12.2
순이익 (십억원)	98	-90	100	422	494
EPS (원)	5,005	-4,772	5,359	22,952	26,876
ROE (%)	2.5	-2.3	2.5	9.8	10.4
P/E (배)	11.7	-	31.6	7.4	6.3
P/B (배)	0.3	0.5	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.7	0.9	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

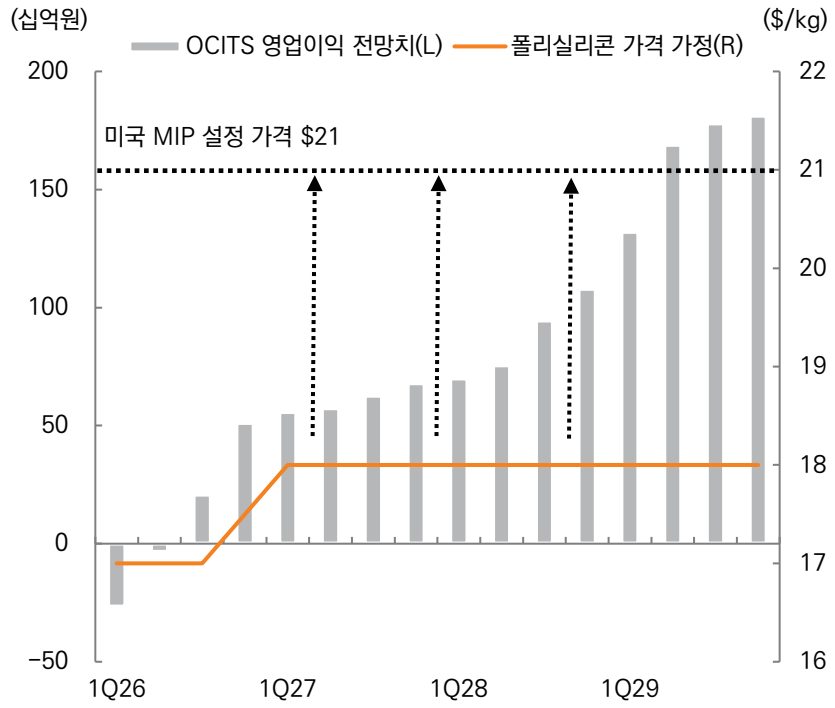
OCI홀딩스 (010060)

Top Pick

판가 상승은 이제 시작

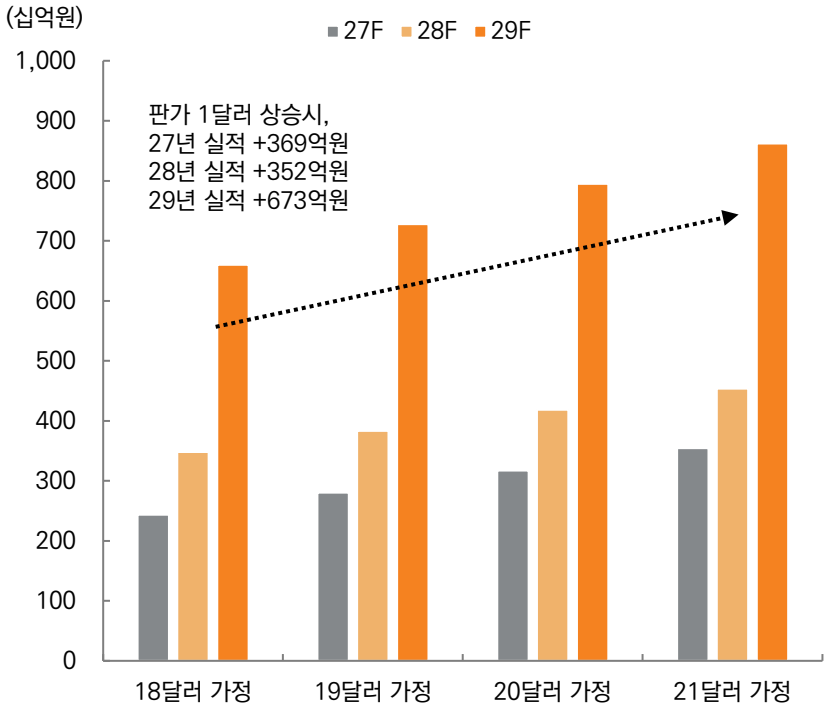
- 기존 폴리실리콘 생산 물량 3.5만톤 + 29년 증설 물량 3.5만톤 + 웨이퍼 28년 물량까지 완판 전망
- 미국 MIP로 인한 가격 상승이 나타난다면 향후 2027~2029년에 대한 실적 추정치 상승 필요
- 폴리실리콘 1달러 상승 시, 영업이익 개선폭 27년 +369억원, 28년 +352억원, 29년 +673억원

보수적인 판가 가정에도 개선되는 폴리실리콘 실적



자료: 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 폴리실리콘 판가 1달러 상승시 영업이익 민감도 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,380**	**4,117**	**4,816**	**5,140**
매출원가	**3,041**	**3,400**	**3,851**	**4,081**
매출총이익	**339**	**717**	**965**	**1,059**
판매비와관리비	**397**	**432**	**432**	**432**
조정영업이익	**-58**	**285**	**533**	**627**
영업이익	**-58**	**285**	**533**	**627**
비영업손익	**-82**	**-82**	**-27**	**-34**
금융손익	-22	-19	-27	-35
관계기업등 투자손익	-2	-24	0	0
세전계속사업손익	-140	203	506	593
계속사업법인세비용	7	82	76	89
계속사업이익	-146	121	430	504
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-146**	**121**	**430**	**504**
지배주주	-90	100	422	494
비지배주주	-56	21	9	10
총포괄이익	**-54**	**277**	**430**	**504**
지배주주	1	235	359	420
비지배주주	-56	41	71	83
EBITDA	186	572	901	1,077
FCF	183	212	-171	-210
EBITDA 마진율 (%)	5.5	13.9	18.7	21.0
영업이익률 (%)	-1.7	6.9	11.1	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.7	2.4	8.8	9.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**4,041**	**4,298**	**4,306**	**4,545**
현금 및 현금성자산	1,035	1,003	982	843
매출채권 및 기타채권	457	627	653	732
재고자산	2,295	2,295	2,295	2,571
기타유동자산	254	373	376	399
비유동자산	**3,830**	**4,507**	**5,182**	**5,841**
관계기업투자등	553	777	810	908
유형자산	2,653	3,162	3,828	4,405
무형자산	164	139	116	98
자산총계	**7,871**	**8,806**	**9,489**	**10,386**
유동부채	**1,376**	**1,490**	**1,526**	**1,631**
매입채무 및 기타채무	382	536	559	626
단기금융부채	786	661	661	663
기타유동부채	208	293	306	342
비유동부채	**1,763**	**2,328**	**2,563**	**2,870**
장기금융부채	1,159	1,479	1,679	1,879
기타비유동부채	604	849	884	991
부채총계	**3,139**	**3,818**	**4,089**	**4,501**
지배주주지분	**3,932**	**4,107**	**4,510**	**4,985**
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	909	909	909
이익잉여금	3,378	3,429	3,832	4,308
비지배주주지분	**800**	**881**	**890**	**900**
자본총계	**4,732**	**4,988**	**5,400**	**5,885**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	31.6	7.4	6.3
P/CF (x)	8.4	5.7	3.5	2.9
P/B (x)	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	20.2	8.5	5.7	5.1
EPS (원)	-4,772	5,359	22,952	26,876
CFPS (원)	13,676	29,673	48,610	58,187
BPS (원)	210,598	220,725	246,286	272,166
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	-12.8	15.1	4.3	3.6
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	-5.5	21.8	17.0	6.7
EBITDA증가율 (%)	-37.1	207.3	57.6	19.5
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	87.1	17.6
EPS증가율 (%)	적전	흑전	328.3	17.1
매출채권 회전율 (회)	8.1	8.2	8.0	7.9
재고자산 회전율 (회)	1.5	1.8	2.1	2.1
매입채무 회전율 (회)	9.4	12.1	11.5	11.3
ROA (%)	-1.8	1.5	4.7	5.1
ROE (%)	-2.3	2.5	9.8	10.4
ROIC (%)	-1.2	4.1	7.9	8.5
부채비율 (%)	66.3	76.5	75.7	76.5
유동비율 (%)	293.6	288.4	282.3	278.6
순차입금/자기자본 (%)	16.9	16.9	19.7	23.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	5.1	8.5	9.2

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 (322000)

Top Pick

국내 태양광 시장의 최대 수혜주

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**142,000원**
현재주가(26/11/18)	75,000원
상승여력	89.3%

영업이익(26F,십억원)	111
Consensus 영업이익(26F,십억원)	118
EPS 성장률(26F,%)	112.2
MKT EPS 성장률(26F,%)	275.0
P/E(26F,x)	9.5
MKT P/E(26F,x)	4.8
KOSPI	.00
시가총액(십억원)	840
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	8.1
베타(12M) 일간수익률	-0.34
52주 최저가(원)	50,200
52주 최고가(원)	244,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-36.8	-64.6	40.7
상대주가	0.0	0.0	0.0

투자포인트

- 국내 점유율 1위 기업으로 국내 신규 설치량 2배 확대의 최대 수혜주가 될 전망
- 탄탄한 자금력을 바탕으로 셀과 모듈을 증설해 국내 영업이익 26년 495억원 → 29년 1,086억원 증가 전망
- 640W 이상 고출력 탄소검증 1등급 모듈을 유일하게 공급해, 중국산 무등급 대비 W당 약 70~80원의 판가 프리미엄 확보

Risk 요인

- 2028년 이후 국내 셀 증설이 늘어나면서 탄소검증 1등급 판가 프리미엄이 줄어들 가능성



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	422	493	630	655	844
영업이익 (십억원)	4	41	111	133	175
영업이익률 (%)	0.9	8.3	17.6	20.3	20.7
순이익 (십억원)	0	42	88	115	152
EPS (원)	10	3,721	7,896	10,286	13,547
ROE (%)	0.0	10.6	19.1	20.4	21.7
P/E (배)	1,980.6	14.7	9.5	7.3	5.5
P/B (배)	0.6	1.5	1.7	1.3	1.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 (322000)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**493**	**630**	**655**	**844**
매출원가	**386**	**444**	**442**	**564**
매출총이익	**107**	**186**	**213**	**280**
판매비와관리비	**65**	**76**	**80**	**104**
조정영업이익	**41**	**111**	**133**	**175**
영업이익	**41**	**111**	**133**	**175**
비영업손익	**3**	**-2**	**7**	**9**
금융손익	3	5	7	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	109	140	184
계속사업법인세비용	2	21	25	32
계속사업이익	42	88	115	152
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**42**	**88**	**115**	**152**
지배주주	42	88	115	152
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**48**	**89**	**115**	**152**
지배주주	48	89	115	152
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	54	123	154	206
FCF	5	102	29	89
EBITDA 마진율 (%)	11.0	19.5	23.5	24.4
영업이익률 (%)	8.3	17.6	20.3	20.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.5	14.0	17.6	18.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**386**	**489**	**539**	**717**
현금 및 현금성자산	37	135	155	203
매출채권 및 기타채권	129	131	142	190
재고자산	95	97	105	140
기타유동자산	125	126	137	184
비유동자산	**144**	**130**	**205**	**214**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	98	93	168	179
무형자산	10	9	8	7
자산총계	**530**	**620**	**743**	**930**
유동부채	**96**	**95**	**103**	**138**
매입채무 및 기타채무	79	80	86	115
단기금융부채	3	2	2	2
기타유동부채	14	13	15	21
비유동부채	**17**	**17**	**17**	**18**
장기금융부채	15	15	15	15
기타비유동부채	2	2	2	3
부채총계	**113**	**113**	**121**	**156**
지배주주지분	**418**	**507**	**622**	**774**
자본금	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106
이익잉여금	247	335	451	602
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**418**	**507**	**622**	**774**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	14.7	9.5	7.3	5.5
P/CF (x)	10.6	7.1	5.5	4.1
P/B (x)	1.5	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	9.0	4.9	3.8	2.4
EPS (원)	3,721	7,896	10,286	13,547
CFPS (원)	5,166	10,618	13,726	18,396
BPS (원)	37,302	45,289	55,576	69,123
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	16.6	28.0	3.9	28.9
EBITDA증가율 (%)	269.1	129.9	24.5	34.0
조정영업이익증가율 (%)	1,076.9	168.1	20.2	32.0
EPS증가율 (%)	36,385.4	112.2	30.3	31.7
매출채권 회전율 (회)	4.8	4.9	4.8	5.1
재고자산 회전율 (회)	5.5	6.6	6.5	6.9
매입채무 회전율 (회)	6.2	6.1	5.8	6.1
ROA (%)	8.5	15.4	16.9	18.1
ROE (%)	10.6	19.1	20.4	21.7
ROIC (%)	16.6	37.7	36.7	38.8
부채비율 (%)	27.0	22.2	19.4	20.2
유동비율 (%)	404.1	512.8	521.4	519.1
순차입금/자기자본 (%)	-30.8	-45.4	-41.6	-44.9
조정영업이익/금융비용 (x)	114.5	410.5	509.1	660.7

자료: HD현대에너지솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

한국 공장 가동률 상승으로 수익성 개선 전망

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**35,000원**
현재주가(26/11/18)	20,950원
상승여력	67.1%

영업이익(26F,십억원)	608
Consensus 영업이익(26F,십억원)	603
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	16.1
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	5,067.44
시가총액(십억원)	4,711
발행주식수(백만주)	225
유동주식비율(%)	59.1
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	20,950
52주 최고가(원)	55,180

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-33.4	-48.8	-17.9
상대주가	-25.5	-24.0	-35.9

투자포인트

- 카터스빌 웨이퍼~셀 수직계열화로 AMPC 증가 및 DCA 모듈 판매 확대
- Section 232 최저가격(모듈 38센트) 시행으로 미국 모듈 판가 하단 상승. 현재 33센트 수준 추정 (ASP 1센트당 연간 이익 효과는 약 1,000억원 전망)
- 국내 판매량이 2026년 1.0GW에서 2028년 2.0GW로 늘면서 한국 공장 가동률이 올라가, 국내 모듈 영업이익이 2026년 92억원에서 2028년 1,030억원으로 개선될 전망

Risk 요인

- 케미칼 부문 적자 지속으로 전사 실적 부담



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,394	13,333	16,683	18,763	19,412
영업이익 (십억원)	-300	-365	608	1,340	1,587
영업이익률 (%)	-2.4	-2.7	3.6	7.1	8.2
순이익 (십억원)	-1,404	-650	268	532	739
EPS (원)	-7,292	-3,377	1,299	2,338	3,248
ROE (%)	-16.0	-7.0	2.9	5.3	7.0
P/E (배)	-	-	16.1	9.0	6.5
P/B (배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**13,333**	**16,683**	**18,763**	**19,412**
매출원가	**11,845**	**14,098**	**15,445**	**15,847**
매출총이익	**1,488**	**2,585**	**3,318**	**3,565**
판매비와관리비	**1,853**	**1,978**	**1,978**	**1,978**
조정영업이익	**-365**	**608**	**1,340**	**1,587**
영업이익	**-365**	**608**	**1,340**	**1,587**
비영업손익	**-473**	**-410**	**-648**	**-626**
금융손익	-443	-300	-619	-595
관계기업등 투자손익	34	116	-29	-31
세전계속사업손익	-838	198	692	961
계속사업법인세비용	-225	-89	152	212
계속사업이익	-613	287	540	750
중단사업이익	-2	4	0	0
당기순이익	**-615**	**291**	**540**	**750**
지배주주	-650	268	532	739
비지배주주	35	23	8	11
총포괄이익	**-415**	**686**	**540**	**750**
지배주주	-483	616	427	594
비지배주주	68	69	112	156
EBITDA	419	1,481	2,220	2,433
FCF	-2,665	328	1,093	1,683
EBITDA 마진율 (%)	3.1	8.9	11.8	12.5
영업이익률 (%)	-2.7	3.6	7.1	8.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.9	1.6	2.8	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**12,637**	**13,140**	**13,327**	**14,046**
현금 및 현금성자산	2,470	2,099	1,256	1,572
매출채권 및 기타채권	2,339	2,602	2,944	3,059
재고자산	5,680	6,248	6,873	7,140
기타유동자산	2,148	2,191	2,254	2,275
비유동자산	**20,507**	**22,171**	**22,877**	**22,693**
관계기업투자등	5,037	5,725	6,478	6,730
유형자산	11,182	11,774	11,748	11,350
무형자산	1,846	1,887	1,834	1,785
자산총계	**33,144**	**35,311**	**36,204**	**36,739**
유동부채	**12,736**	**14,313**	**14,533**	**14,273**
매입채무 및 기타채무	3,165	3,147	3,501	3,620
단기금융부채	7,288	8,571	8,095	7,603
기타유동부채	2,283	2,595	2,937	3,050
비유동부채	**9,223**	**8,539**	**8,673**	**8,718**
장기금융부채	8,325	7,518	7,518	7,518
기타비유동부채	898	1,021	1,155	1,200
부채총계	**21,959**	**22,852**	**23,206**	**22,991**
지배주주지분	**9,101**	**9,697**	**10,229**	**10,968**
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,771	1,808	1,808	1,808
이익잉여금	3,443	3,698	4,229	4,968
비지배주주지분	**2,084**	**2,761**	**2,769**	**2,780**
자본총계	**11,185**	**12,458**	**12,998**	**13,748**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	16.1	9.0	6.5
P/CF (x)	6.0	2.4	2.2	2.0
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	46.4	14.2	9.6	8.4
EPS (원)	-3,377	1,299	2,338	3,248
CFPS (원)	4,241	8,609	9,686	10,625
BPS (원)	47,828	43,106	45,444	48,692
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.6	25.1	12.5	3.5
EBITDA증가율 (%)	1.0	252.9	49.9	9.6
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	120.4	18.4
EPS증가율 (%)	적지	흑전	80.0	38.9
매출채권 회전율 (회)	6.9	10.3	10.4	9.9
재고자산 회전율 (회)	2.7	2.8	2.9	2.8
매입채무 회전율 (회)	4.5	5.2	5.4	5.1
ROA (%)	-1.9	0.9	1.5	2.1
ROE (%)	-7.0	2.9	5.3	7.0
ROIC (%)	-1.5	4.1	5.5	6.4
부채비율 (%)	196.3	183.4	178.5	167.2
유동비율 (%)	99.2	91.8	91.7	98.4
순차입금/자기자본 (%)	113.6	108.4	106.3	94.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.7	1.7	1.9	2.4

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

호황은 이어지지만, 이익 상방은 제한적

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	156,000원
현재주가(26/11/18)	105,200원
상승여력	48.3%

영업이익(26F,십억원)	4,514
Consensus 영업이익(26F,십억원)	4,844
EPS 성장률(26F,%)	1,995.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	3.3
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	5,067.44
시가총액(십억원)	11,844
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	80.8
베타(12M) 일간수익률	-0.02
52주 최저가(원)	76,700
52주 최고가(원)	170,600

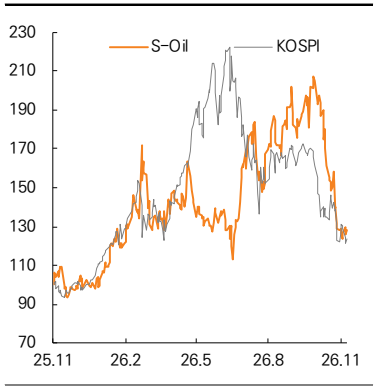
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-31.6	-5.7	22.8
상대주가	-23.4	39.9	-4.2

투자포인트

- 중동 및 러시아발 제품 공급 차질과 낮은 재고로 2027년까지 타이트한 수급과 정제마진 강세 지속
- 고급 윤활기유 증설이 제한적이라 높은 스프레드가 이어지며 윤활기유 수익성 유지
- OSP 인하와 원유 조달 정상화로 가동률이 올라가며 정유 실적 지지

Risk 요인

- 최고가격제로 내수 이익의 상방이 제한되고, 손실 보전 규모와 시점이 불확실
- 예상보다 빠른 정제마진 조정과 운임 상승에 따른 정유 수익성 둔화



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	36,637	34,247	42,827	39,906	39,093
영업이익 (십억원)	422	236	4,514	3,853	2,844
영업이익률 (%)	1.2	0.7	10.5	9.7	7.3
순이익 (십억원)	-193	177	3,709	2,692	1,953
EPS (원)	-1,656	1,518	31,804	23,083	16,747
ROE (%)	-2.2	2.0	34.7	20.1	13.0
P/E (배)	-	54.7	3.3	4.6	6.3
P/B (배)	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.2	0.4	6.1	4.4	4.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**34,247**	**42,827**	**39,906**	**39,093**
매출원가	**33,204**	**37,460**	**35,200**	**35,396**
매출총이익	**1,043**	**5,367**	**4,706**	**3,697**
판매비와관리비	**808**	**853**	**853**	**853**
조정영업이익	**236**	**4,514**	**3,853**	**2,844**
영업이익	**236**	**4,514**	**3,853**	**2,844**
비영업손익	**-63**	**493**	**-380**	**-324**
금융손익	-236	-124	-224	-168
관계기업등 투자손익	4	155	0	0
세전계속사업손익	173	5,007	3,473	2,520
계속사업법인세비용	-4	1,299	781	567
계속사업이익	177	3,709	2,692	1,953
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**177**	**3,709**	**2,692**	**1,953**
지배주주	177	3,709	2,692	1,953
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**192**	**3,710**	**2,692**	**1,953**
지배주주	192	3,710	2,692	1,953
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,043	5,374	4,725	3,702
FCF	36	-1,173	2,978	2,214
EBITDA 마진율 (%)	3.0	12.5	11.8	9.5
영업이익률 (%)	0.7	10.5	9.7	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	8.7	6.7	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**8,616**	**11,534**	**13,137**	**14,712**
현금 및 현금성자산	1,835	2,638	4,743	6,421
매출채권 및 기타채권	2,553	3,147	2,969	2,933
재고자산	4,164	5,673	5,353	5,287
기타유동자산	64	76	72	71
비유동자산	**17,941**	**19,266**	**18,988**	**18,728**
관계기업투자등	41	49	46	46
유형자산	16,990	18,431	18,176	17,933
무형자산	150	146	129	113
자산총계	**26,557**	**30,799**	**32,124**	**33,440**
유동부채	**12,211**	**12,632**	**12,149**	**12,050**
매입채무 및 기타채무	8,413	7,012	6,616	6,535
단기금융부채	2,635	4,226	4,217	4,215
기타유동부채	1,163	1,394	1,316	1,300
비유동부채	**5,459**	**5,702**	**5,691**	**5,689**
장기금융부채	5,303	5,514	5,514	5,514
기타비유동부채	156	188	177	175
부채총계	**17,670**	**18,334**	**17,841**	**17,739**
지배주주지분	**8,887**	**12,465**	**14,284**	**15,701**
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	379	379	379
이익잉여금	7,222	11,797	13,615	15,032
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**8,887**	**12,465**	**14,284**	**15,701**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	54.7	3.3	4.6	6.3
P/CF (x)	7.9	1.8	2.7	3.5
P/B (x)	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	15.0	3.6	3.6	4.2
EPS (원)	1,518	31,804	23,083	16,747
CFPS (원)	10,555	57,694	38,907	30,135
BPS (원)	76,234	106,919	122,514	134,667
DPS (원)	330	6,400	4,600	4,600
배당성향 (%)	21.0	19.4	19.2	26.5
배당수익률 (%)	0.4	4.0	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	-6.5	25.1	-6.8	-2.0
EBITDA증가율 (%)	-11.2	415.4	-12.1	-21.6
조정영업이익증가율 (%)	-44.2	1,815.6	-14.6	-26.2
EPS증가율 (%)	흑전	1,995.8	-27.4	-27.5
매출채권 회전율 (회)	16.4	19.1	16.5	16.8
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.7	7.2	7.3
매입채무 회전율 (회)	5.6	5.4	5.2	5.4
ROA (%)	0.7	12.9	8.6	6.0
ROE (%)	2.0	34.7	20.1	13.0
ROIC (%)	1.6	19.7	15.4	11.6
부채비율 (%)	198.8	147.1	124.9	113.0
유동비율 (%)	70.6	91.3	108.1	122.1
순차입금/자기자본 (%)	68.2	56.6	34.6	20.8
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	28.6	11.1	8.2

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

2028년의 우려보다 2027년의 개선에 주목

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	74,000원
현재주가(26/11/18)	41,000원
상승여력	80.5%

영업이익(26F,십억원)	315
Consensus 영업이익(26F,십억원)	308
EPS 성장률(26F,%)	495.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	8.4
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	5,067.44
시가총액(십억원)	1,729
발행주식수(백만주)	42
유동주식비율(%)	59.7
외국인 보유비중(%)	15.5
베타(12M) 일간수익률	-0.05
52주 최저가(원)	35,050
52주 최고가(원)	76,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-19.0	-22.2	-1.0
상대주가	-9.4	15.4	-22.7

투자포인트

- 2027년 미국법인 생산물량을 선제 확보해 AMPC 마지막 해의 실적 가시성이 높은 상황. 인력 재배치 및 자동화로 타워 수익성 개선 중
- 미국 육상풍력 설치 정점은 2028년으로, AMPC가 끝나도 타워 수요는 견조할 전망. 경쟁사의 타워 사업 철수로 판가 협상력 확보
- 중간선거 이후 의회 구성 변화와 BAAJA 통과 시 인허가 지연 리스크가 줄고 발주 환경이 개선됨. 향후 AMPC 일몰 연장이나 복원 가능성은 추가 상승 요인

Risk 요인

- 2028년 AMPC 종료로 이익 감소 불가피(영업이익 2027F 3,130억원 → 2028F 2,040억원). 판가로 공백을 메우지 못하면 실적 하향 위험
- 해상풍력 하부구조물은 수주 공백이 지속 중. 유럽 프로젝트의 최종투자결정(FID)이 늦어지면 실적 반영 시점도 늦어짐



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,073	2,932	2,741	3,103	3,175
영업이익 (십억원)	255	320	315	313	204
영업이익률 (%)	8.3	10.9	11.5	10.1	6.4
순이익 (십억원)	142	35	206	232	145
EPS (원)	3,374	823	4,896	5,505	3,439
ROE (%)	13.9	3.0	16.2	15.6	8.9
P/E (배)	12.4	50.6	8.4	7.4	11.9
P/B (배)	1.5	1.5	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

씨에스윈드 (112610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,932**	**2,741**	**3,103**	**3,175**
매출원가	**2,463**	**2,274**	**2,637**	**2,819**
매출총이익	**469**	**467**	**466**	**356**
판매비와관리비	**148**	**152**	**152**	**152**
조정영업이익	**320**	**315**	**313**	**204**
영업이익	**320**	**315**	**313**	**204**
비영업손익	**-266**	**-67**	**-36**	**-31**
금융손익	-59	-47	-36	-31
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	54	248	277	173
계속사업법인세비용	14	37	40	24
계속사업이익	40	211	238	149
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**40**	**211**	**238**	**149**
지배주주	35	206	232	145
비지배주주	5	5	6	4
총포괄이익	**55**	**288**	**238**	**149**
지배주주	51	280	231	144
비지배주주	3	8	7	4
EBITDA	488	444	426	303
FCF	435	386	224	262
EBITDA 마진율 (%)	16.6	16.2	13.7	9.5
영업이익률 (%)	10.9	11.5	10.1	6.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.2	7.5	7.5	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,641**	**1,778**	**2,191**	**2,366**
현금 및 현금성자산	479	788	963	1,185
매출채권 및 기타채권	413	351	436	420
재고자산	502	427	530	510
기타유동자산	247	212	262	251
비유동자산	**1,575**	**1,561**	**1,508**	**1,408**
관계기업투자등	14	12	15	15
유형자산	1,021	1,022	968	871
무형자산	178	173	167	165
자산총계	**3,217**	**3,339**	**3,699**	**3,774**
유동부채	**1,128**	**1,015**	**1,158**	**1,130**
매입채무 및 기타채무	457	389	483	465
단기금융부채	455	442	447	447
기타유동부채	216	184	228	218
비유동부채	**887**	**878**	**899**	**895**
장기금융부채	783	789	789	789
기타비유동부채	104	89	110	106
부채총계	**2,015**	**1,893**	**2,057**	**2,025**
지배주주지분	**1,153**	**1,390**	**1,580**	**1,683**
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	450	438	438	438
이익잉여금	555	720	910	1,014
비지배주주지분	**49**	**56**	**62**	**66**
자본총계	**1,202**	**1,446**	**1,642**	**1,749**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	50.6	8.4	7.4	11.9
P/CF (x)	3.1	4.0	4.1	5.7
P/B (x)	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	5.2	5.0	4.8	6.0
EPS (원)	823	4,896	5,505	3,439
CFPS (원)	13,323	10,291	10,113	7,177
BPS (원)	28,341	33,722	38,240	40,692
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	103.3	19.7	17.5	28.0
배당수익률 (%)	2.4	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	-4.6	-6.5	13.2	2.3
EBITDA증가율 (%)	16.2	-9.1	-3.9	-29.0
조정영업이익증가율 (%)	25.4	-1.7	-0.5	-35.0
EPS증가율 (%)	-75.6	495.0	12.4	-37.5
매출채권 회전율 (회)	7.6	7.2	8.0	7.5
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.9	6.5	6.1
매입채무 회전율 (회)	5.7	6.0	6.8	6.6
ROA (%)	1.2	6.4	6.8	4.0
ROE (%)	3.0	16.2	15.6	8.9
ROIC (%)	11.5	15.1	14.4	9.6
부채비율 (%)	167.7	130.9	125.3	115.8
유동비율 (%)	145.5	175.2	189.2	209.4
순차입금/자기자본 (%)	60.8	29.0	14.8	1.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	5.2	5.6	3.6

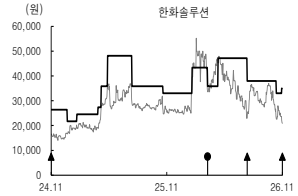
자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

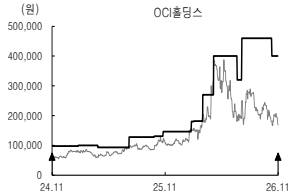
Compliance

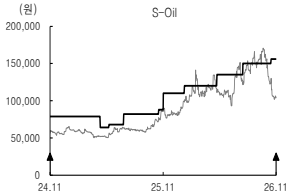
투자의견 및 목표주가 변동추이

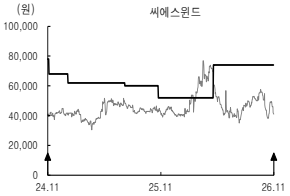
제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.11.16	매수	35,000	-	-
2026.10.30	매수	33,000	-24.39	-15.15
2026.07.30	매수	38,000	-17.48	-2.63
2026.04.29	중립	47,162	-24.24	1.40
2026.03.27	중립	35,843	10.84	32.11
2026.02.06	매수	43,389	6.14	27.17
2025.11.06	매수	33,014	-20.24	4.14
2025.07.31	매수	35,843	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	48,105	-33.07	-23.43
2025.04.25	매수	35,843	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	27,354	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	24,524	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	21,695	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	26,411	-38.39	-20.89
OCI홀딩스 (010060)				
2026.10.29	매수	400,000	-	-
2026.07.24	매수	460,000	-50.42	-36.96
2026.07.09	매수	320,000	-36.95	-22.81
2026.04.24	매수	400,000	-27.34	-3.00
2026.03.20	매수	270,000	-17.87	19.26
2026.02.19	매수	182,000	-15.33	8.90
2026.02.11	매수	180,000	-14.94	-13.56
2025.11.12	매수	146,000	-22.70	6.16
2025.10.14	매수	131,000	-15.84	-1.83
2025.07.25	매수	128,000	-26.20	-17.42
2025.04.15	매수	93,000	-19.02	3.33
2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80
2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29
S-Oil (010950)				
2026.11.02	매수	156,000	-	-
2026.08.03	매수	150,000	-1.57	13.73
2026.05.11	매수	135,000	-12.62	12.00
2026.01.26	매수	120,000	-5.21	17.75
2025.11.19	매수	110,000	-23.40	-9.55
2025.11.04	매수	88,000	-6.82	0.00
2025.07.14	매수	82,000	-23.08	-8.66
2025.05.27	매수	68,000	-11.62	-5.29
2025.04.29	매수	64,000	-19.04	-16.25
2024.10.08	매수	79,000	-26.95	-17.34
씨에스윈드 (112610)				
2026.05.07	매수	74,000	-	-
2025.11.10	매수	52,000	-2.85	47.88
2025.07.25	매수	60,000	-26.48	-20.75
2025.01.22	매수	62,000	-31.68	-16.61
2024.11.22	매수	68,000	-39.04	-34.04
2024.08.09	매수	78,000	-23.52	-7.31
HD현대에너지솔루션 (322000)				
2026.11.16	매수	142,000	-	-

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











Compliance

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션, S-Oil 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.