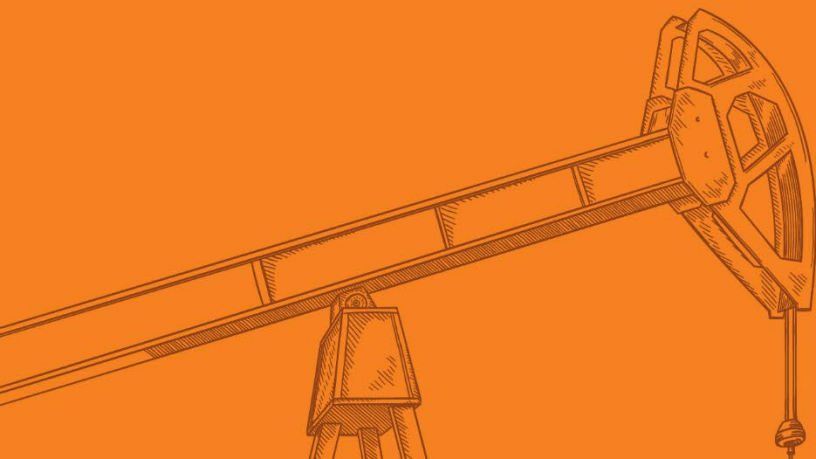


[하반기 전망] 에너지/정유화학

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com



[월간 리서치] 에너지/정유화학

국제유가



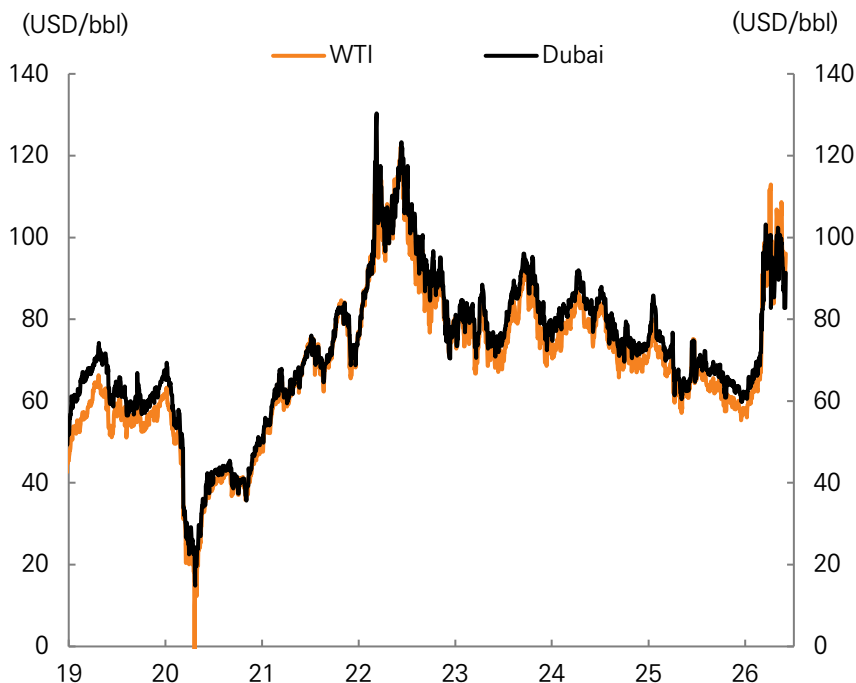
I. 국제유가 – 강세 전망 지속

국제유가:

하반기 밴드 \$65~\$85

- 결론: 하반기 국제유가(WTI) 70달러대에서 머물 전망. 유가 바닥은 중국이 정할 것으로 예상
- 예상보다 많이 소진된 글로벌 재고로 인해서 유가가 60달러대로 하락하면 재고 축적 수요가 강해질 것으로 판단. 특히, 변곡점은 중국이 만들어 줄 것으로 예상.
- 중국은 현재 원유 수입량이 약 60% 수준으로 감소했는데, 다시 소비가 늘며 수입량이 회복된다면 물량 확보 경쟁으로 인한 유가 반등 예상
- 운송 차질 및 재고 재축적, 정유 시설 정상화 되는 내년초 즈음부터는 70달러 이하 하락 가능성도 존재

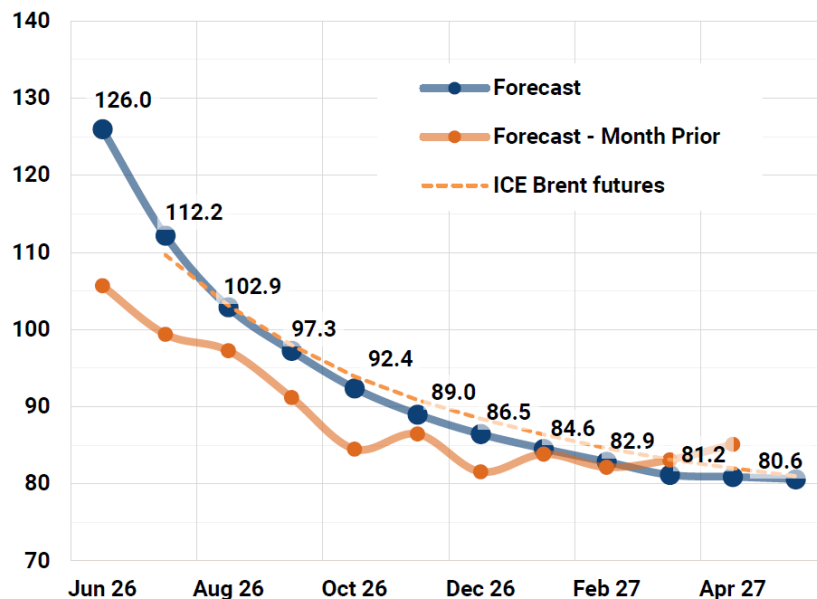
국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Kpler 국제유가 전망

Kpler's Dated Brent pricing forecast, \$/bbl



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

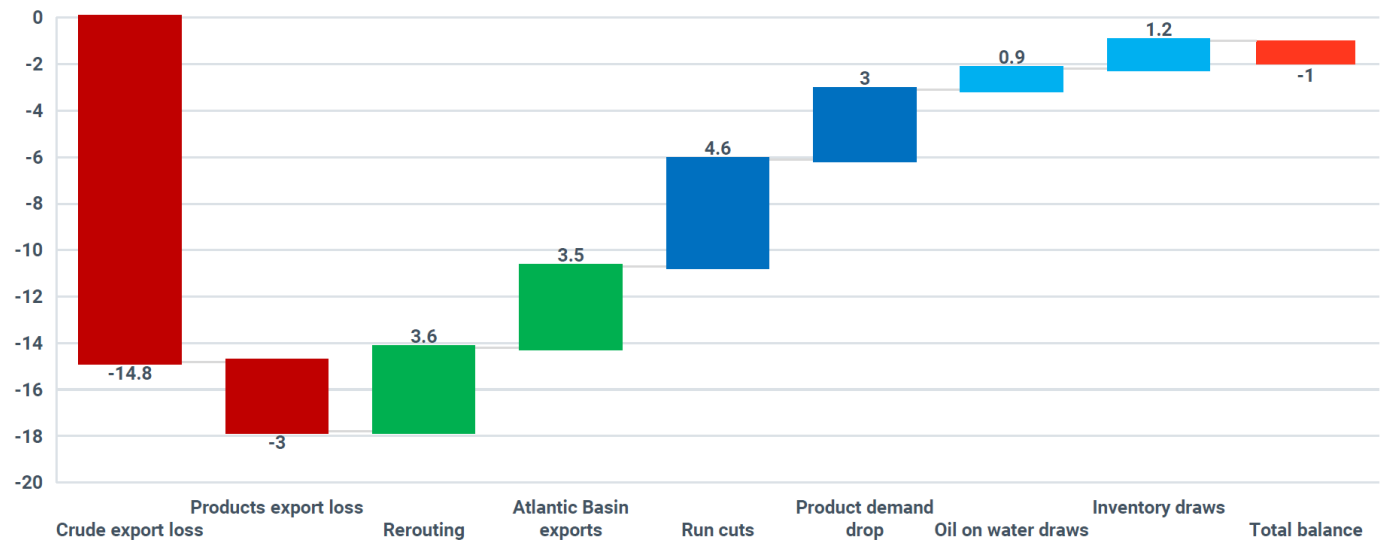
I. 국제유가 – 호르무즈 해협 업데이트

억눌린 수요와 생산량

- 호르무즈 봉쇄 손실 1,780만 b/d은 크게 4가지 부분에서 상쇄됨
- 1) 경로 우회 360만 b/d, 2) 나머지 국가들 수출 증가 350만 b/d, 3) 정제 가동률 감소 460만 b/d, 4) 석유제품 수요 감소 300만 b/d 등
- 특히 중국의 수입량과 수요 감소가 유가 상승을 억제. 하지만 최근 다시 수입량을 늘려야하는 상황
- 1) 상업 재고가 낮아지고 있으며, 2) 납사/LPG 등 화학 피드스탁 부족, 3) 드라이빙 시즌 수요 증가 등
- 글로벌 원유 수입량 1위국인 중국의 수입량 증가는 유가 급등을 불러올 수 있음

호르무즈 해협 공급 감소분 Breakdown

Rebalancing ~20 mbd of lost SoH flows (mbd)



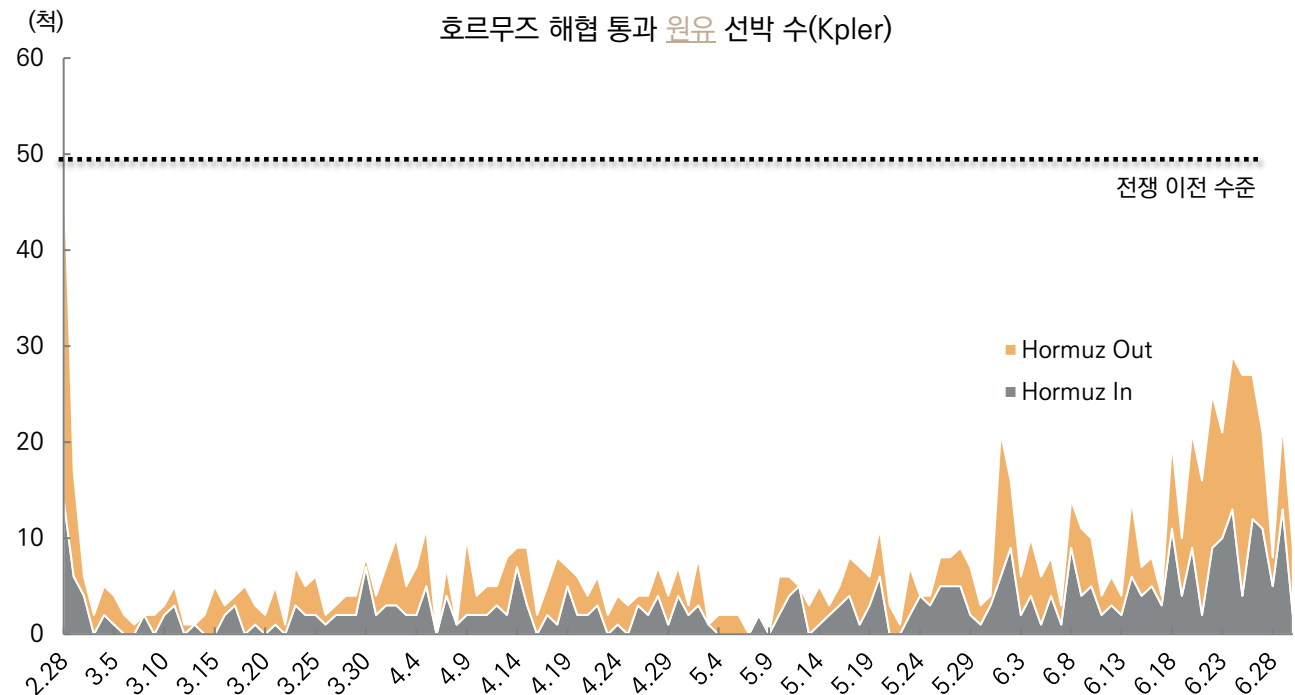
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – 호르무즈 해협 업데이트

여전히 막힌 호르무즈

- 원유 및 석유제품을 운반하는 탱커의 호르무즈 해협 통행량은 절반 정도 회복
- 60일 유예 기간을 둔 MOU 협상 진행 중이나, 이란의 핵 프로그램 및 항행의 자유를 둘러싼 입장 차이로 인해 최종 합의는 여전히 불투명. 시장 분석가들은 이르면 7월 중순부터 점진적인 재개방이 시작되어 10월경에나 정상화될 것으로 전망

호르무즈 해협 통과 원유 탱커 수



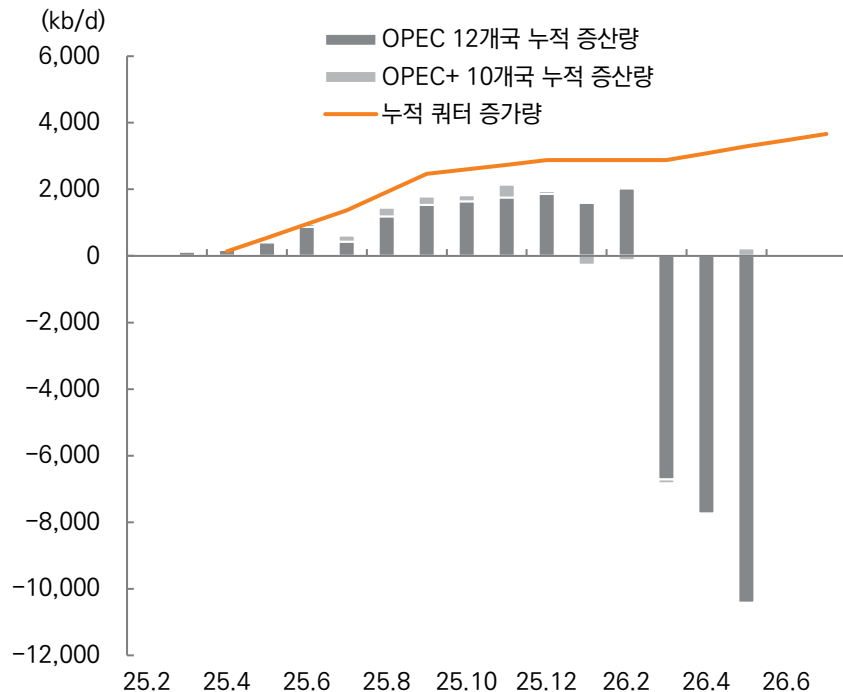
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 – OPEC+ 증산이 아닌 감산

OPEC+, 오히려 감산 중

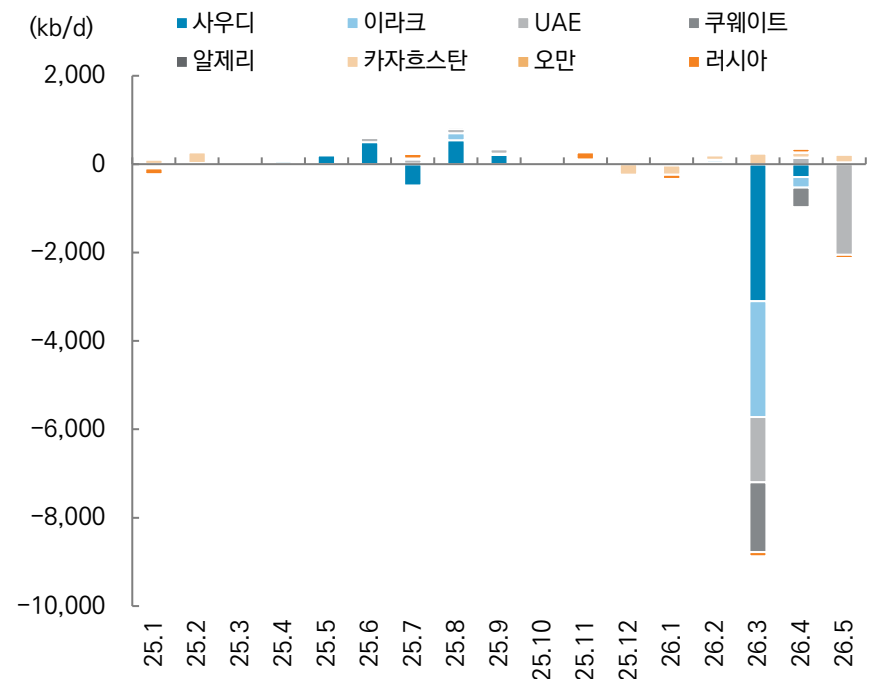
- OPEC+, 4~5월 각 20.6만 b/d, 6~8월 각 18.8만 b/d 증산 결정
- 증산할 수 있는 여력은 늘었으나, OPEC 생산량은 2,855만 b/d (2월) → 1,878만 b/d (4월)로 감소
- OPEC+는 향후 빠르게 생산량을 늘려나갈 전망. 현재 늘어난 호르무즈 통행량 덕분
- 특히 5월부터 OPEC을 탈퇴한 UAE의 생산량 증가폭이 관전 포인트

OPEC+ 감산 쿼터 일정



자료: OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC+ 실제 생산량 변화 추이



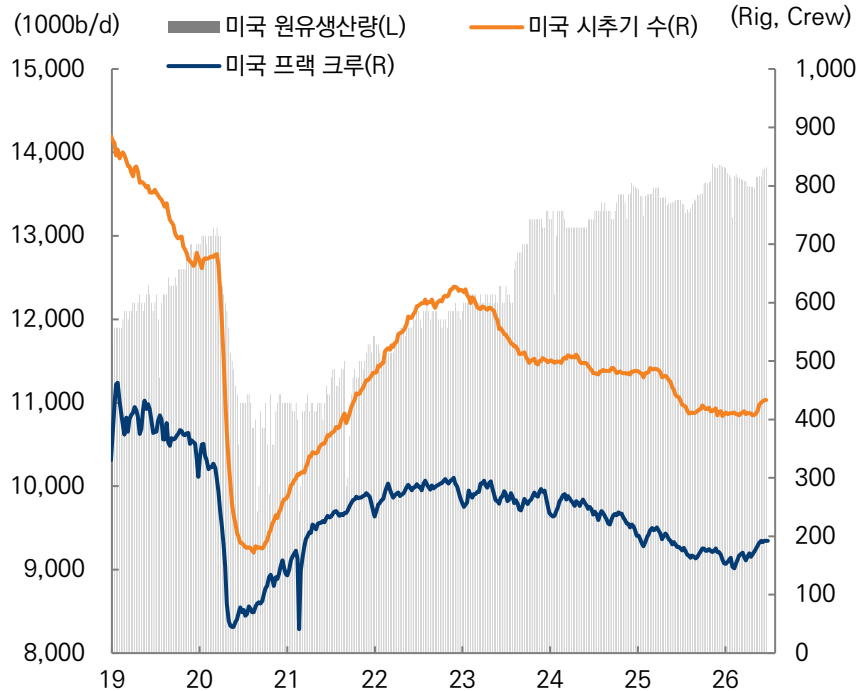
자료: Bloomberg, Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

I. 국제유가 - 미국 원유 생산량

미국, 단기적으로 증산 추세 확인

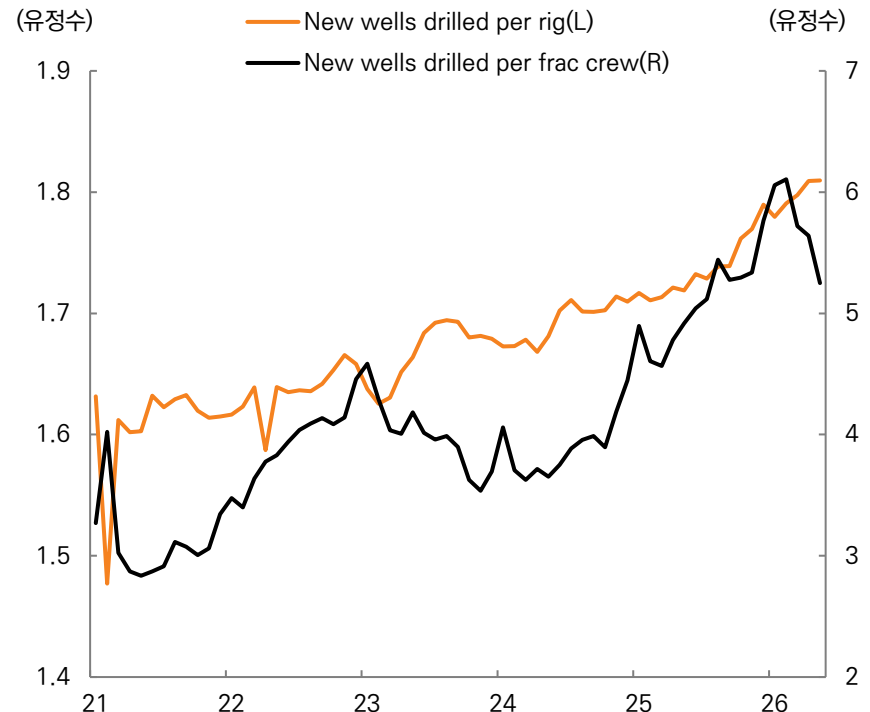
- 미국 원유 생산량은 소폭 증가할 전망. 다만 유가 상승 폭을 감안하면 크게 늘어나지는 않을 예상
- 총 400개 시추기에서 약 10% 정도 증가. 미국 기업들은 미국-이란 전쟁이 일시적으로 판단
- 다만, Diamondback Energy, EOG Resources 등은 단기적으로 원유 생산량을 늘리는 전략적 판단을 내렸기에 생산량은 소폭 늘어날 전망
- 일시적이지만 단기 생산량 증가에 무게. 중장기적으로는 전략적 변화는 크지 않을 것으로 전망

미국 원유생산량과 시추기 수/프랙 크루 수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시추기당/프랙크루당 효율성 지표 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[월간 리서치] 에너지/정유화학

정유/화학

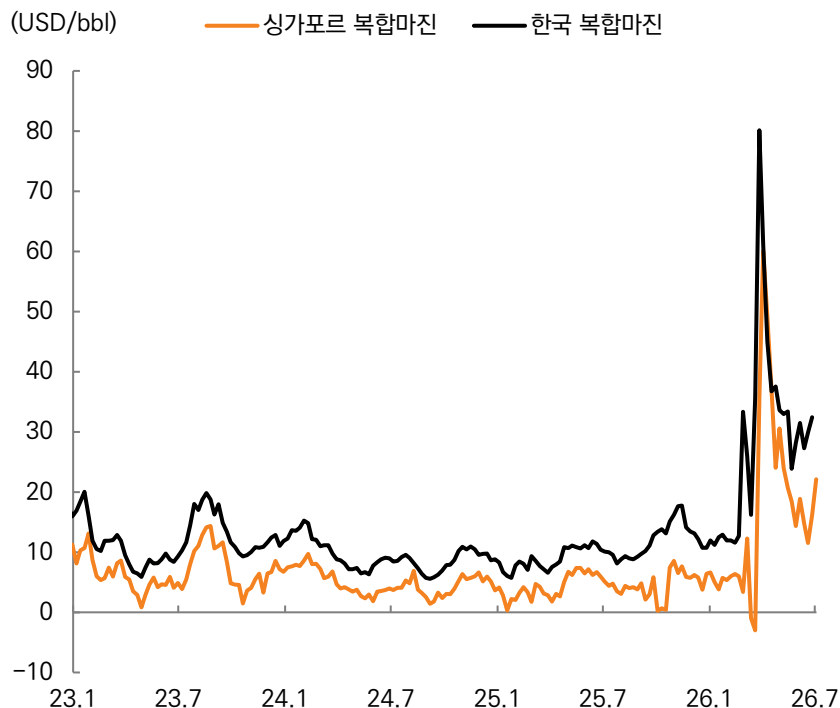


II. 정유 – 정제마진 하락

정유: 중립(유지)

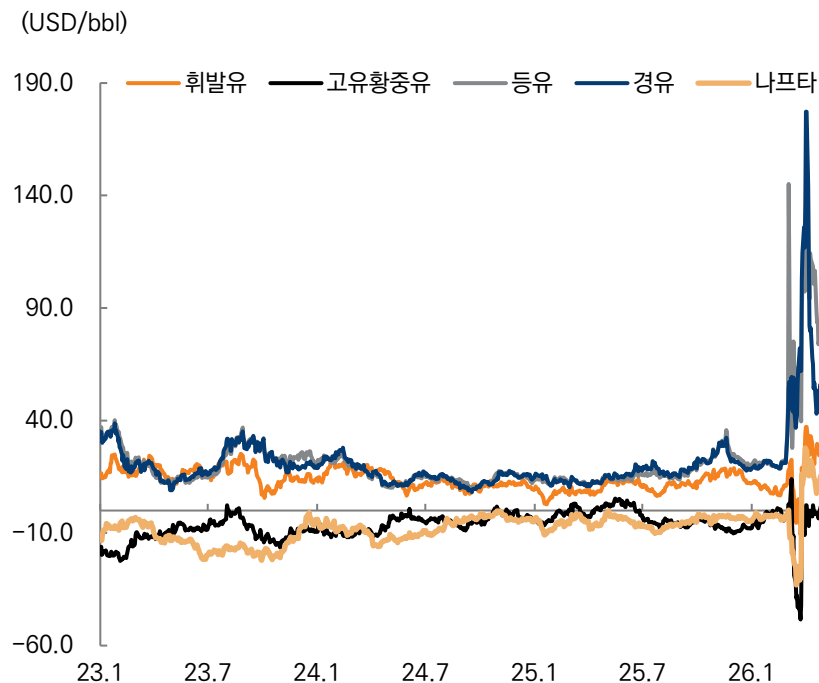
- 결론: 호르무즈 봉쇄 풀려도 강한 정제마진 지속 전망. 원유는 빠른 회복, 정제설비는 느린 회복
- 싱가포르 복합정제마진, 배럴당 22.13 달러 기록 (+3.3 달러 MoM)
- 휘발유 마진, 배럴당 32.7 달러(+20.1 달러 MoM)
- 경유 마진, 배럴당 44.1 달러 (+13.3 달러 MoM)
- 나프타 마진, 배럴당 1.9 달러 (+20.0 달러 MoM)

싱가포르 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

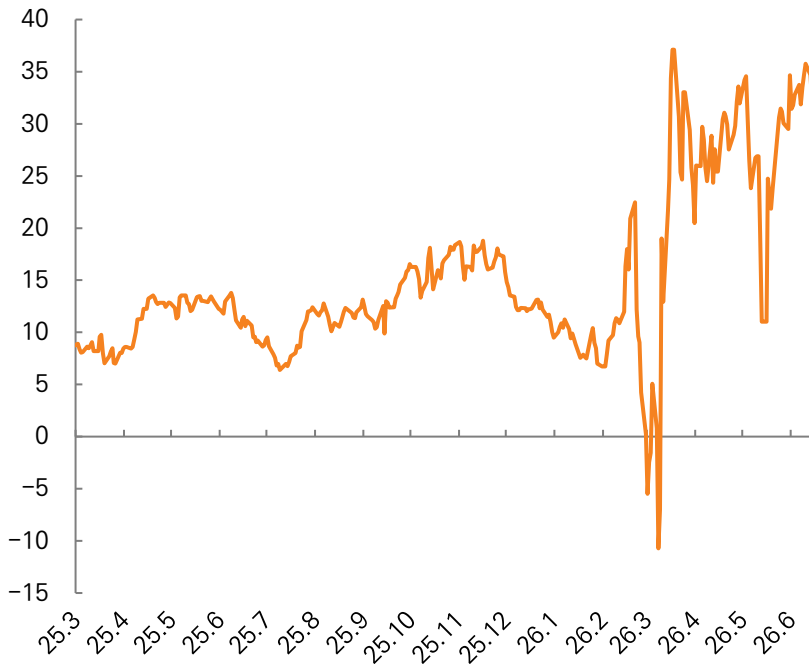
II. 정유 - 휘발유 마진 상승

미국 휘발유
재고 감소 지속,
아시아 공급 제한

- 휘발유 마진, 전월대비 배럴당 20달러 상승한 32.7 달러 기록
- 미국-이란 전쟁으로 휘발유 공급 우려 지속
- 미국, 휘발유 재고 12주 연속 하락. 외국 국적 선박의 미국 항구 간 석유 및 연료 운송 허용 조치 영향 미미.
- 여름 드라이빙 시즌 도래에 따른 수요 기대는 마진의 하방 압력으로 작용

한국 휘발유 마진 추이

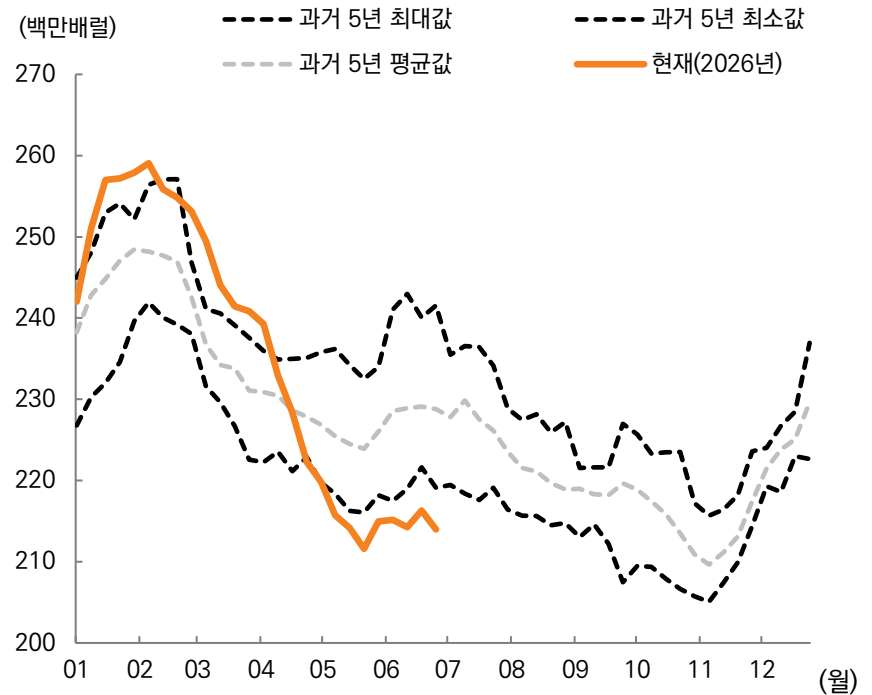
(USD/bbl)



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이

(백만배럴)



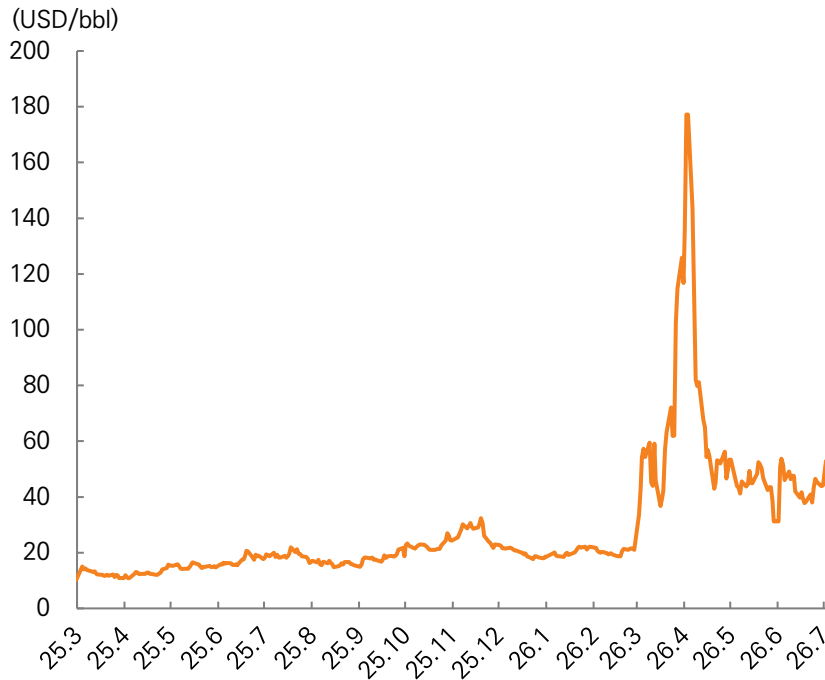
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 경유 마진 상승

미국의 경유 재고 감소,
유럽 항공유의
공급 리스크 일부 해소

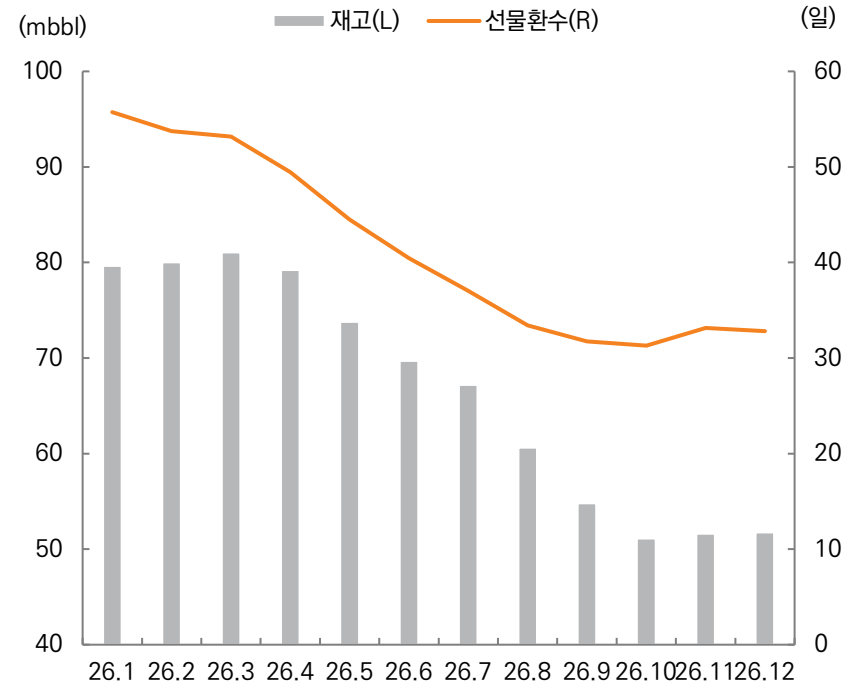
- 경유 마진, 배럴당 53 달러 (+20 달러 MoM)
- 아시아, 중국 수출 당분간 일부 제한 지속 예상
- 미국, 휘발유와 마찬가지로 디젤 재고 역시 감소 중. 총합 전주 대비 500만 배럴 감소
- 유럽 항공유, 단고테로부터의 공급, 미국으로부터의 추가 물량 수입, 역내 정유시설 수율 증가 등을 통해 항공유 수급 위기 해결. 단, 현재로서는 10~11월 까지의 재고량만 보유

한국 경유 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

유럽 항공유/등유 재고량 및 선물환수일



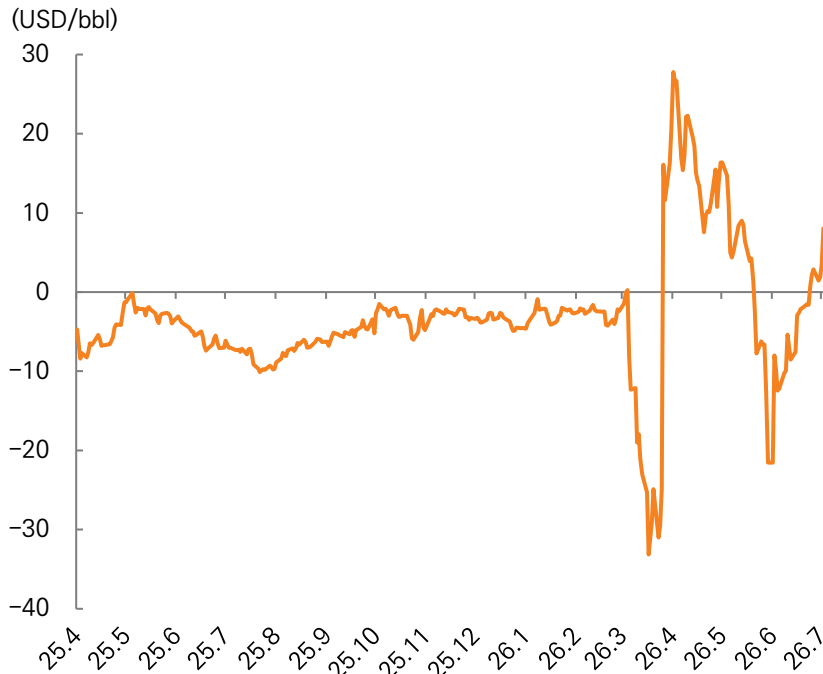
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 나프타 마진 +로 양전

납사 마진, 유가 하락폭 대비 상대적인 선방

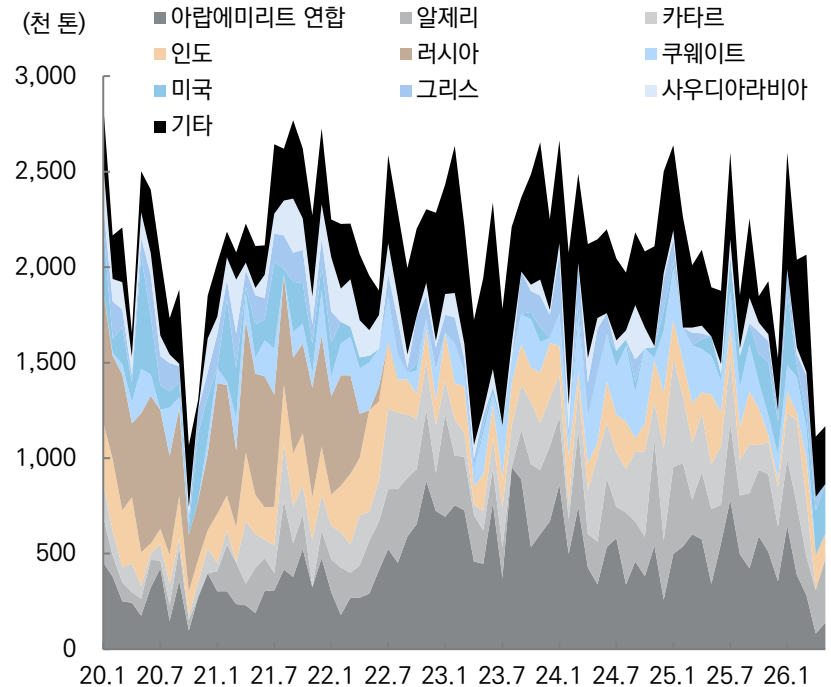
- 나프타 마진, 전월대비 배럴당 28 달러 상승한 8 달러 기록
- 수에즈 서쪽 지역, ARA 재고 감소에 힘입어 6월까지 나프타 가격 상승세 전망. 계절적으로 증가하는 블렌딩 수요 역시 마진의 상승 압력으로 작용
- 아시아 지역, 다운스트림 수요 부진이 공급 부족 현상을 상쇄하며 나프타 마진 마이너스 기록
- 한국 석화기업들, 미국/알제리/오만 등 대체 나프타 물량 확보하며 가동률 끌어올리는 중

한국 나프타 마진 추이



자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

국내 나프타 수입 구조



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – 정제시설 복구 지연 전망

6개월 이상 소요될 정제시설 복구

- 결론: 호르무즈 정상화가 곧 공급 정상화를 의미하지 않음. 카타르 회복 진척이 향후 6~12개월 글로벌 가스/디젤 시장의 핵심 변수로 부각 전망
- 국가별 정제시설 복구 타임라인: 오만 2~3주, UAE 2~3개월, 이라크 3~4개월, 사우디 4~6개월, 쿠웨이트 4~6개월, 바레인 5~7개월, 카타르 최대 12개월 수준
- 카타르의 경우 Ras Laffan과 Pearl GRL 손상이 결정적. 이에 따른 LNG 회복 지연이 중장기 가스 및 디젤 시장 공급에 구조적 영향 미칠 것으로 전망

Country	Timeline	Damage	Hormuz Dep.	Recovery Progress	Primary Constraint
Oman	2-3 wks	Minimal	Low	95%	Feedstock logistics
UAE	2-3 mths	Low	High	72%	Product export normalization
Iraq	3-4 mths	Low	Moderate	60%	Fuel oil export constraints
Saudi Arabia	4-6 mths	Moderate	Moderate	50%	SATORP repairs + export routes
Kuwait	4-6 mths	Severe	High	38%	Refinery damage + export bottleneck
Bahrain	5-7 mths	Severe	High	28%	Hydrogen system + infrastructure
Qatar	Up to 12 mths	High	High	15%	Ras Laffan + Pearl GTL damage

자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

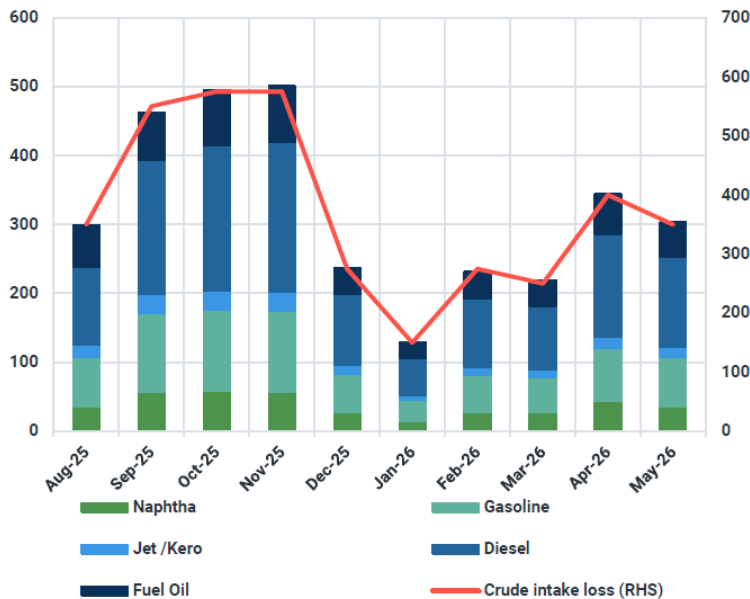
II. 정유 – 러시아 정제시설 운영 차질 지속

드론 공격으로 인한 러시아 정제설비 차질 지속

- 우크라이나 드론 공격, 러시아의 부가가치가 높은 후단 설비(Secondary Unit) 집중 타격. 원유 처리는 가능해도 정유제품 생산 능력 약화
- 정제설비 타격으로 손실이 연초 이후 지속 확대 흐름(1월 130 kbd → 5월 약 300 kbd)
- 가동률이 평년 대비 약 300kbd 부족한 상태가 장기화될 것으로 전망. 호르무즈 봉쇄와 겹치며 글로벌 석유제품 시장 타이트 지속

러시아 정제설비의 드론 공격으로 인한 손실 규모

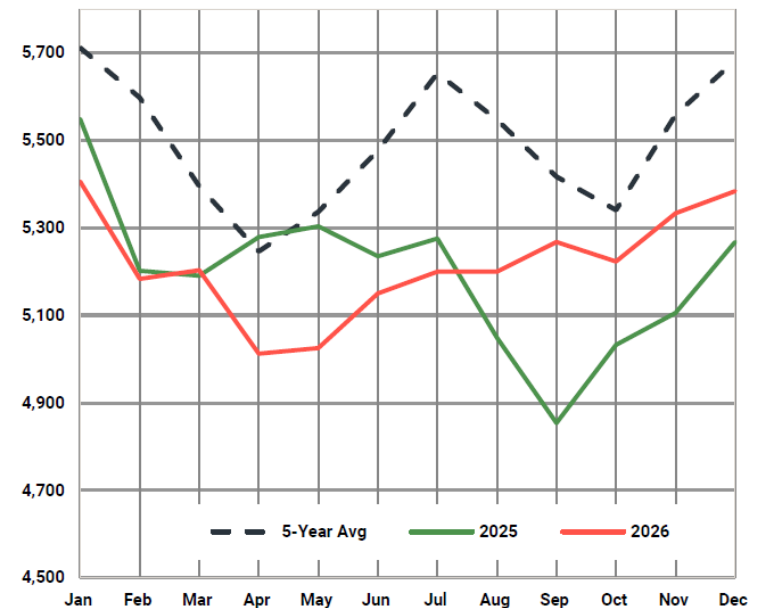
Russian refinery output loss from drone strikes (kbd)



자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 정제설비 생산량 전망

Russia Refinery Runs (kbd)



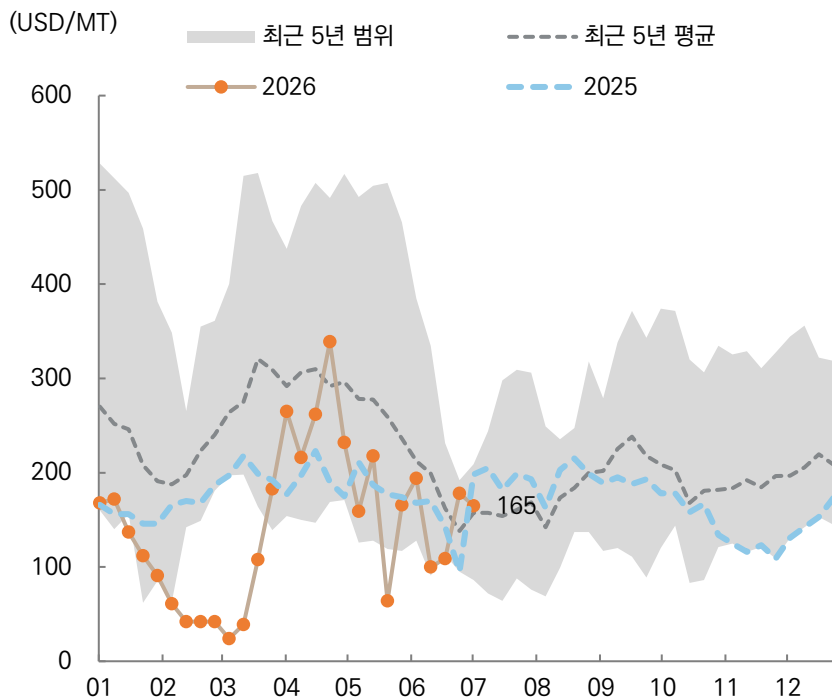
자료: Kpler, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 - 에틸렌

화학: 중립(유지)

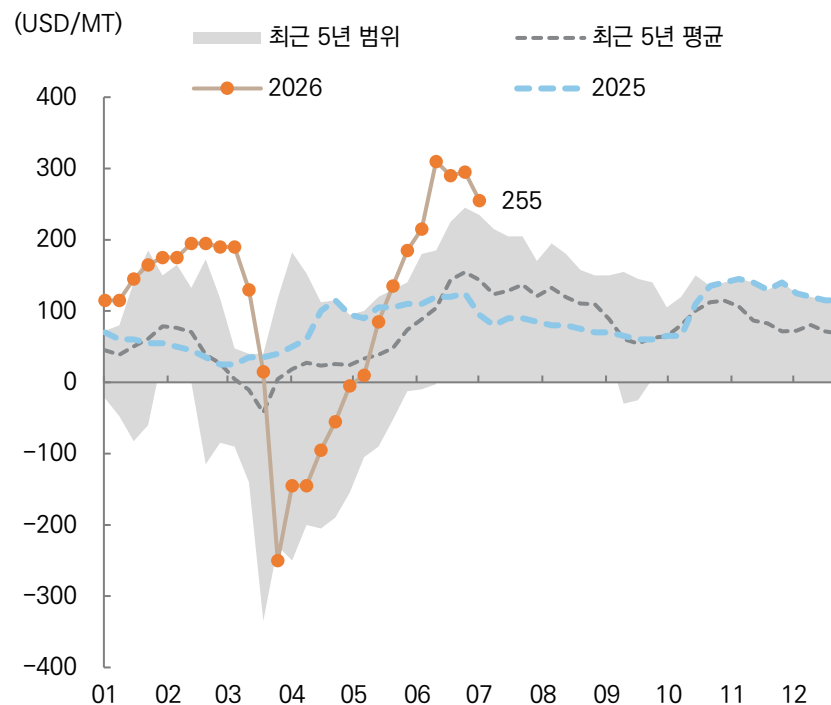
- 결론: 중립 의견 유지. 중동산 원료 대체 물량 확보중이나, 불확실성 여전
- 에틸렌 스프레드, 전월대비 유사한 톤당 166 달러 기록
- 원료인 나프타가 높은 가격 수준 유지하고 있지만 에틸렌 가격 상승세 꺾임. 이는 중동발 공급 충격에 대한 업계 불안감이 일부 완화된 영향
- 다운스트림(HDPE, LDPE 등)은 반대로 에틸렌 가격 하락에 따른 스프레드 확대 기회
- 향후 단기 가동률은 결국 원료 가용성에 따라 결정, 글로벌 낮은 재고 수준에 따른 가동 불확실성 지속

한국 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한국 HDPE 스프레드 추이



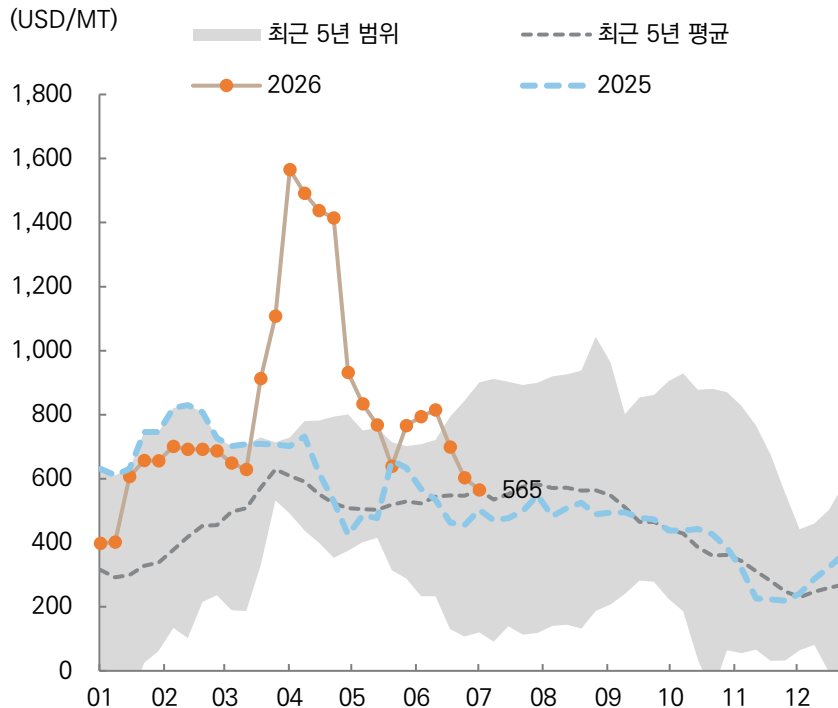
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 - 부타디엔

부타디엔, 수요와 공급 관망 상태 지속

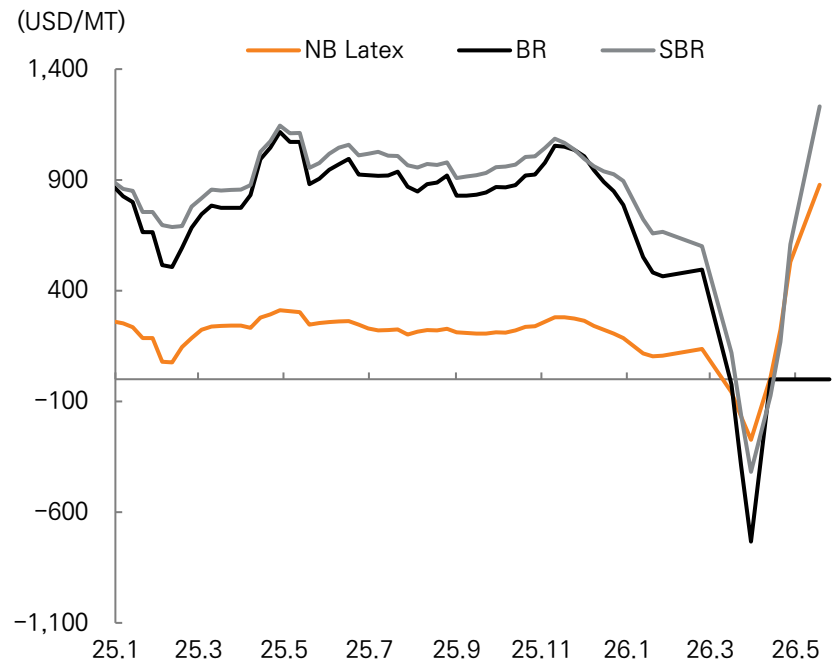
- 부타디엔 스프레드, 전월대비 30% 하락한 톤당 565 달러 기록
- 수요와 공급 모두 관망 상태의 5월 아시아 부타디엔 현물 시장
(수요) 선물 약세 상황에 관망 분위기 지속
(공급) 향후 중국 내 NCC 가동률 인하 가능성이 있어 낮은 가격에 판매할 요인 부족
- 4월부터 이어진 부타디엔 가격 하락에 따라 다운스트림(NB Latex, BR, SBR 등) 스프레드 확대

한국 부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한국 합성고무 스프레드 추이



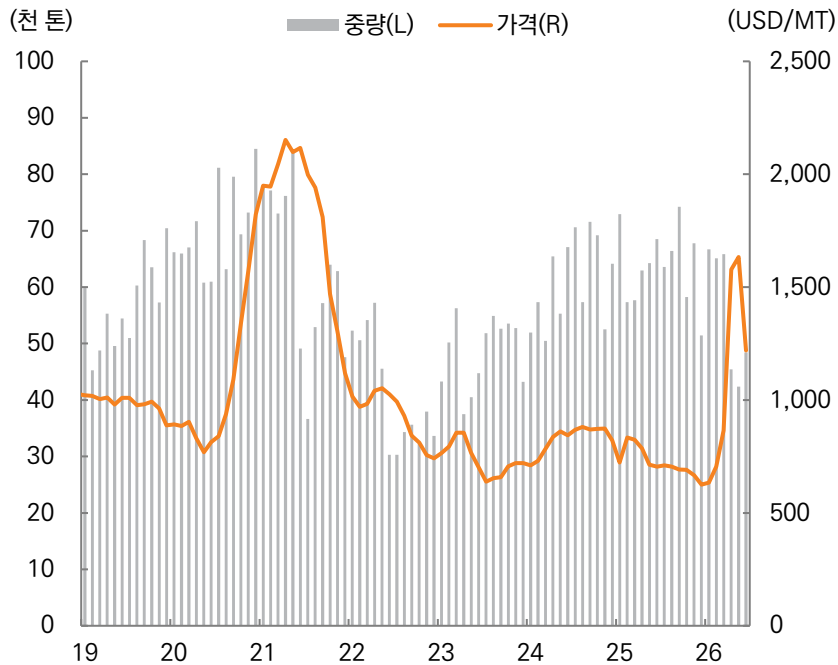
자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – NB Latex

부타디엔 가격 하락, NB Latex 스프레드 확대

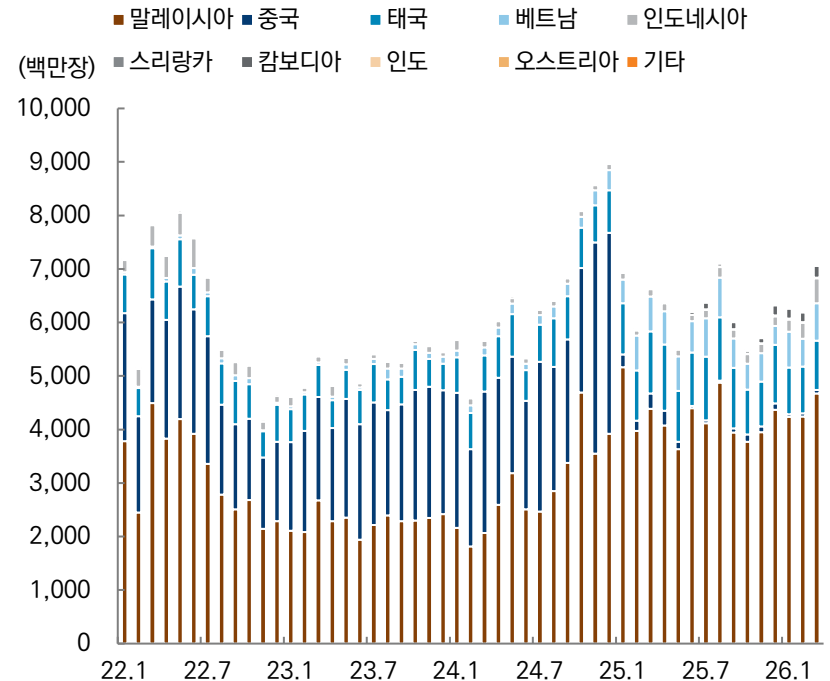
- NB Latex 스프레드, 부타디엔 가격 하락으로 스프레드 톤당 877 달러 기록 (전월대비 +292%)
- 국내 수출 물량의 6/1~6/30 잠정치 기준, 판매 단가 톤당 1,219 달러 기록 (5월 대비 -25%)
- NB Latex 가격 상승이 전방산업 내 자연스런 구조조정 촉진: 말레이시아 고무장갑 제조업체 중 공장 폐쇄 사례 발생. MS 1위 업체(TopGlove) 고무 라텍스 장갑 가격 인상 발표
- 수요 증가 주요 원인: 코로나19 이후 쌓였던 라텍스 장갑 유통기한 지남에 따라 대거 폐기
- 미국의 중국산 라텍스 장갑에 대한 100% 관세 조치 역시 비중국 기업에게 유리하게 작용

한국 NB Latex 수출 중량 및 가격



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

미국 NB Latex 국가별 수입량



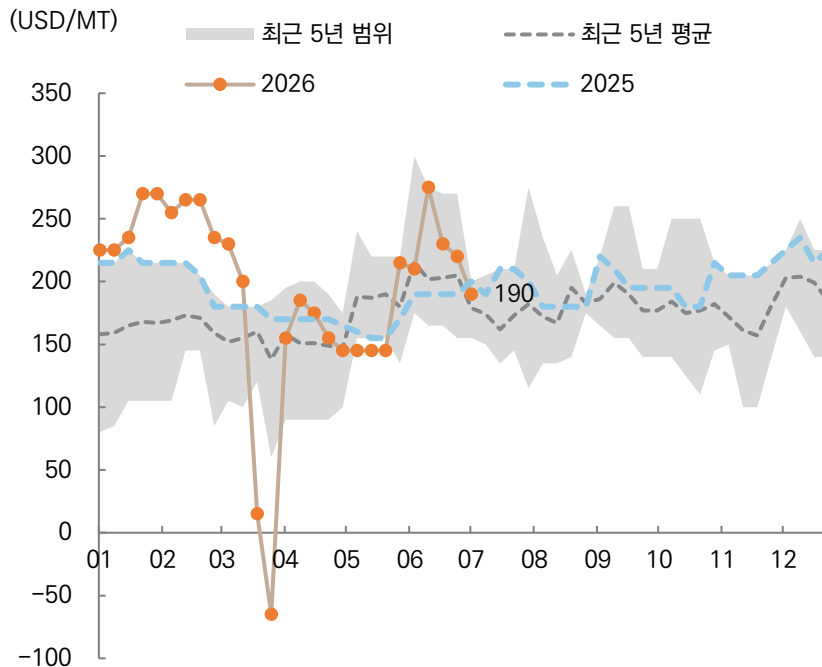
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – PVC

여전히 반등하지 못하는 PVC 수요

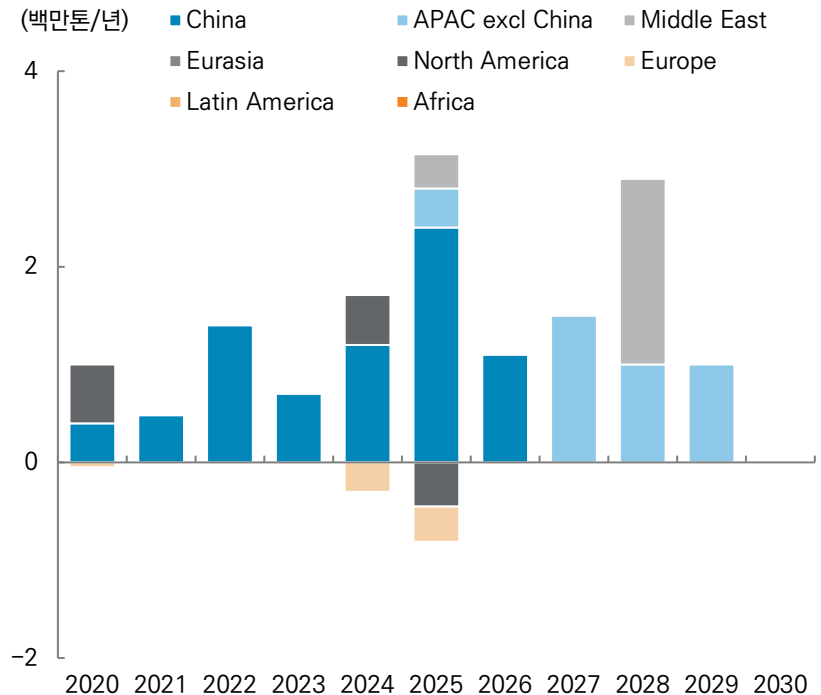
- PVC 스프레드, 전월대비 15% 하락한 190 달러 기록
- 글로벌 가동 차질 및 원재료(에틸렌) 가격의 하락이 단기간 스프레드 확대에 기여
- 중국 에틸렌계 PVC, 가동률 48%까지 떨어지고 에너지 가격 상승에 따라 저가동률 지속 전망
- 특히 여전히 부진한 중국 부동산 경기가 PVC 수요에 직접적으로 타격 중. 현재로서 공급이 줄어도 재고가 가격 반등을 막는 구조

한국 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 PVC 증설 전망



자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

II. 화학 – 제동 걸린 석화 구조조정

국내 석화산업 구조 개편 논의 제동

- 나프타 수급이 시급한 과제로 떠오르며 국내 석유화학 산업 구조개편 논의 우선순위 밀림
- (2/25) 대산 1호 프로젝트 사업재편 승인, (3/20) 여수 롯데케미칼 · 여천NCC 사업재편안 최종 제출
- 여수: 롯데케미칼 물적 분할 후 한화솔루션/DL케미칼과 신설법인. 향후 3사 각 지분 33.3% 보유.
- 전체 예상 감축 규모는 기존 정부 목표치였던 370만t를 상회할 것으로 업계 전망
- 울산, S-Oil 사한 프로젝트 가동 예정에 따라 구조개편 효과 미비 논란 지속
- 중국, 3월 양회에서 구조조정 언급했으나 관련 구체 계획안 발표 부재, 스페셜티 분야 집중 전망

분류	주요 노력	예상 감축 규모	세부 사항
정부 측	8월 구조조정 정책 발표	목표치 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 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 (업계 예상 재편안)	(대산) 롯데케미칼 · HD현대오일뱅크	110만t	최대 2.1조 원 규모 금융 패키지(고부가 전환 자금 1조원, 대출금 1조원 영구채 전환), 신설법인 지분 5:5,
	(여수) LG화학 · GS칼텍스	120만t	LG화학과 GS칼텍스 합작 법인 설립 후, 노후화/GS칼텍스와 먼 LG화학 1공장 폐쇄하는 방안
	(여수) 롯데케미칼 · 여천NCC	137만t	3/20, 사업재편 계획서 최종안 제출. 롯데케미칼이 여수 공장 NCC와 일부 생산시설 물적 분할 후, 여천NCC와 통합하는 방식으로 신설 법인 세울 계획. 한화와 DL 현물출자. 3사가 각 1/3씩 지분 보유
	(울산) SK지오센트릭, 대한유화, S-Oil	-	3사 생산설비의 25% 감산하기로 했으나, 아직 구체적인 계획안 미발표 S-oil은 사한 프로젝트가 정부 감산 기조에 충돌하지 않는다는 입장
중국	3월 양회에서 구조조정 언급	-	최고급 석유화학 제품, 스페셜티에 대한 생산 기반 강화. 비효율적 생산 설비 줄여나갈 것이라 발표
	시노펙 · CNAF(China National Aviation Fuel Group) 합병	-	1월 8일, 두 국영 기업의 사업 통합 절차에 들어간 것으로 확인, 중국 내 정제 및 항공유 공급망 재조정 전망

자료: 언론 취합, 미래에셋증권 리서치센터

확정

[월간 리서치] 에너지/정유화학

태양광/풍력

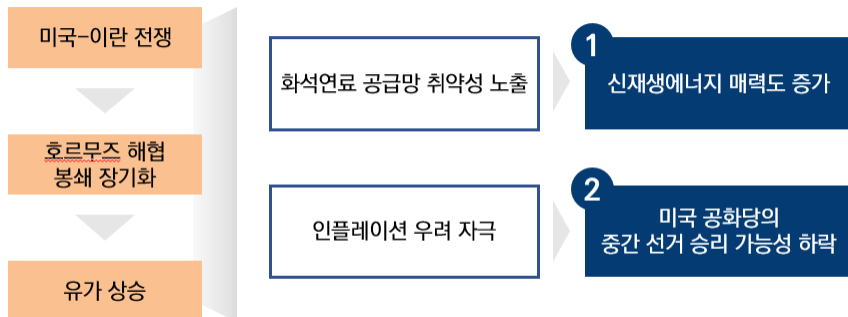


III. 신재생에너지 – 최근 매력도가 높아진 이유

태양광: 비중확대(유지)

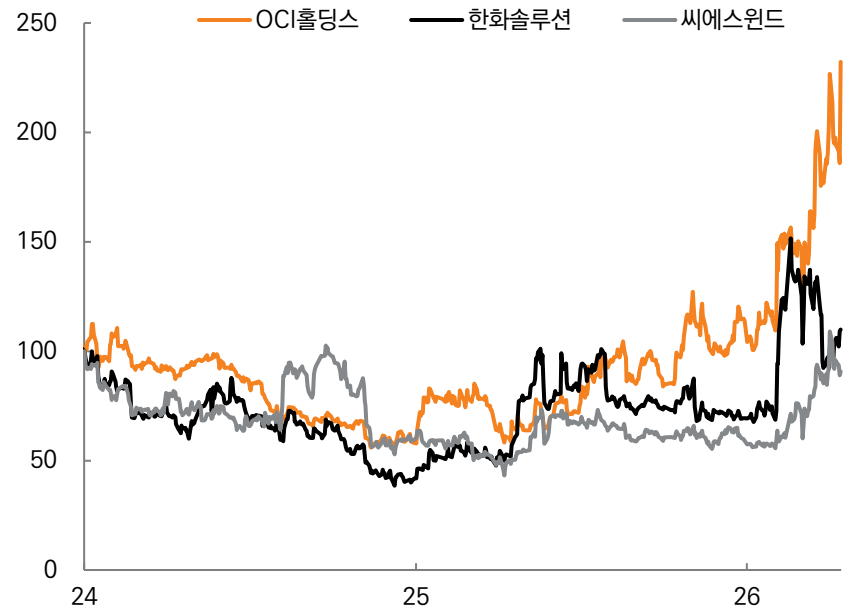
- 앞으로 에너지는 1) 자급력과 2) 안정성이 중요
- 이번 전쟁으로 인해 에너지 안보에 대한 패러다임은 영구적으로 변화.
- 그러한 측면에서 호르무즈 해협의 봉쇄는 화석연료가 안정적이지 않다는 점을 일깨웠으며, 추가적인 연료 비용이 없는 태양광/풍력/원자력의 매력도가 영구적으로 높아졌다고 생각
- 특히, 원유나 가스의 불모지인 한국은 더욱이 신재생에너지로의 전환을 앞당겨야하는 시점

에너지 안보 패러다임의 변화 – 미국-이란 전쟁의 영향



국내 재생에너지 기업 주가 추이

(2020.1.1=100)

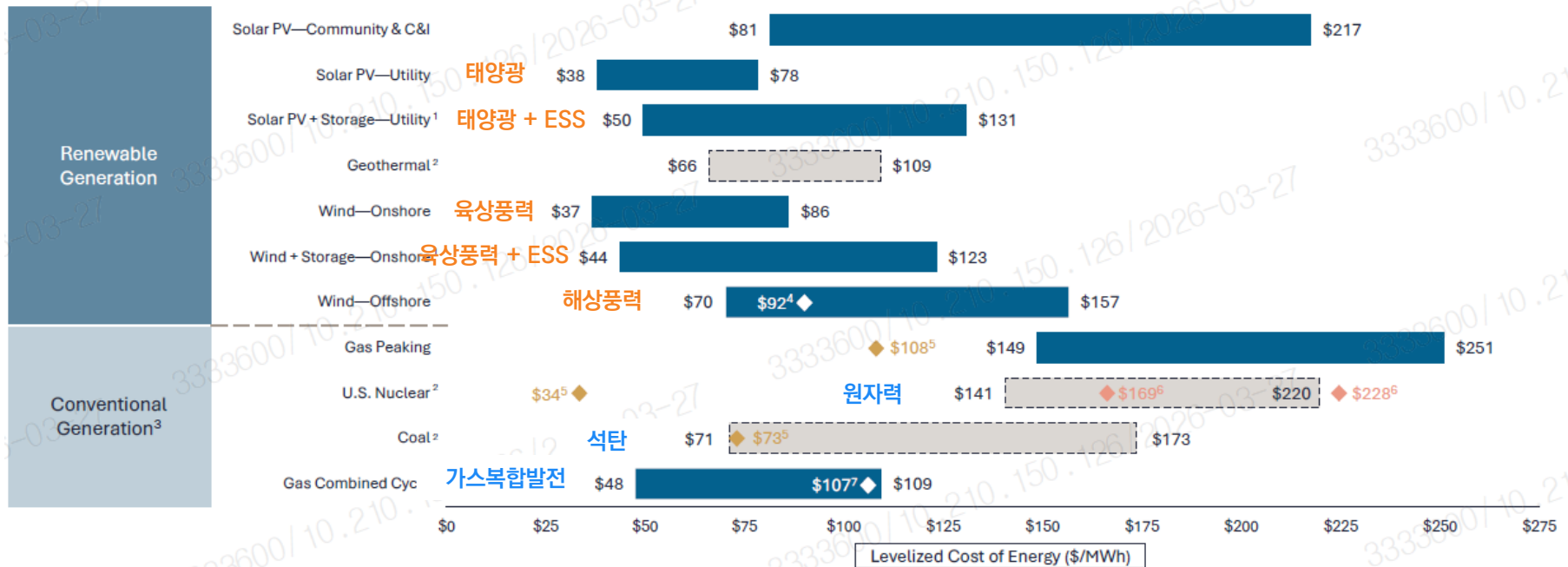


III. 신재생에너지 – 어떤 에너지원이 더 저렴한가?

미국 재생에너지는
보조금이 없어도 비용
경쟁력이 있다

- 미국은 배터리를 더해도 육상풍력과 태양광 발전이 가스복합발전과 유사한 수준의 비용 기록
- 육상풍력+ESS \$44~123, 태양광+ESS \$50~\$131, 가스복합발전 \$48~\$109
- 미국 내에서는 앞으로 재생에너지가 계속 성장할 가능성이 높음
- 반면 한국은 가스복합발전(\$85~101) 대비 태양광+ESS(\$132~202)나 풍력+ESS(\$138~188)가 비용이 높은 편
- 에너지 안보를 위해서는 보조금 필요

미국 에너지원별 균등화발전비용(LCOE) 비교 (2025)



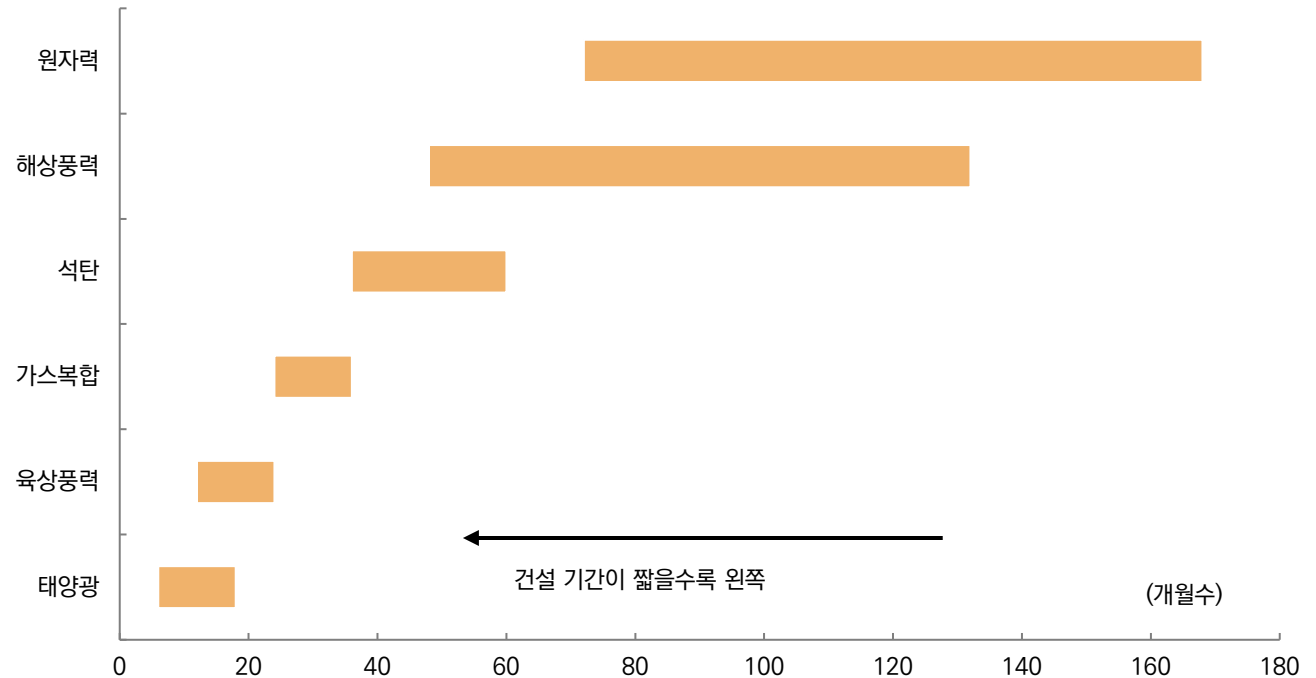
자료: Lazard, 미래에셋증권 리서치센터

III. 신재생에너지 – 에너지원별 건설 속도 비교

데이터센터 시대에
병목인 전력에 있어,
빠른 건설 속도는 중요

- 데이터센터로 인한 전력 부족에 대응하기 위해서는 재생에너지가 유리
- 태양광은 6~18개월. 모듈 조립식으로 대규모 프로젝트도 1년 이내 완공 가능
- 육상풍력은 12~24개월. 터빈 설치와 기반 공사가 중요한데, 날씨 영향 존재
- 가스복합발전(CCGT)은 2~3년. 비교적 빠른 화석연료 옵션이나, 터빈 공급이 병목일 수 있음
- 원자력발전(대형 원전)은 평균 6~8년. 규제 심사, 안전 인증, 대규모 토목·기계 작업 때문. 계획·허가 단계 포함 시 10~15년

에너지원별 발전소 건설 속도 비교



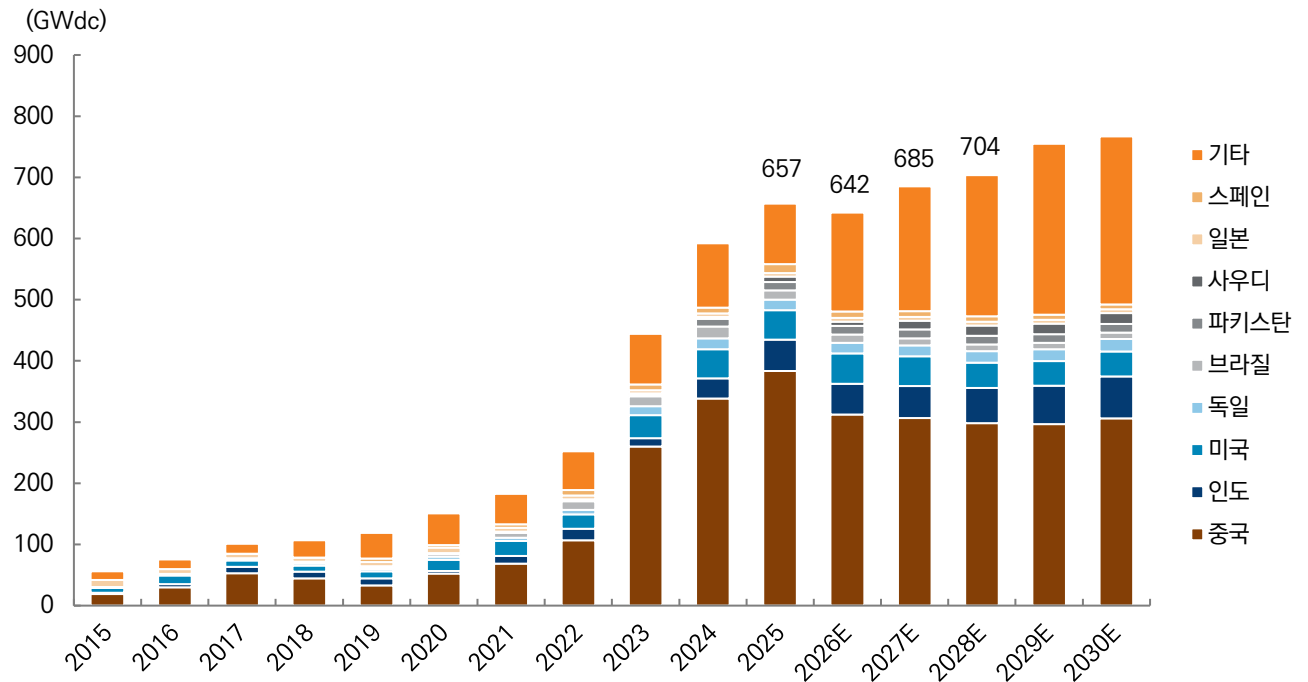
자료: Novogradac, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 예상보다 높아질 성장 곡선

27년부터 다시 성장하는 태양광 시장

- 일론 머스크가 태양광 산업의 재성장을 주도할 것으로 예상. 1) 미국 200GW의 시장 조성 및 2) 미국-이란 전쟁 이후 신재생 수요 확대는 아직 전망치에 반영되지 않은 수준
- BNEF, 글로벌 태양광 신규 설치량 26년 642GW, 27년 685GW으로 다시 재성장을 전망
- 중국(-1.8%)과 미국(-1.8%)은 소폭 역성장 예상. 아직은 정책에 따른 변화 적응기간
- 하지만 사우디(+120%), 독일(+4.6%), 인도(+4.2%) 등이 성장하며 전반적인 성장을 견인할 것

글로벌 태양광 신규 설치량 전망



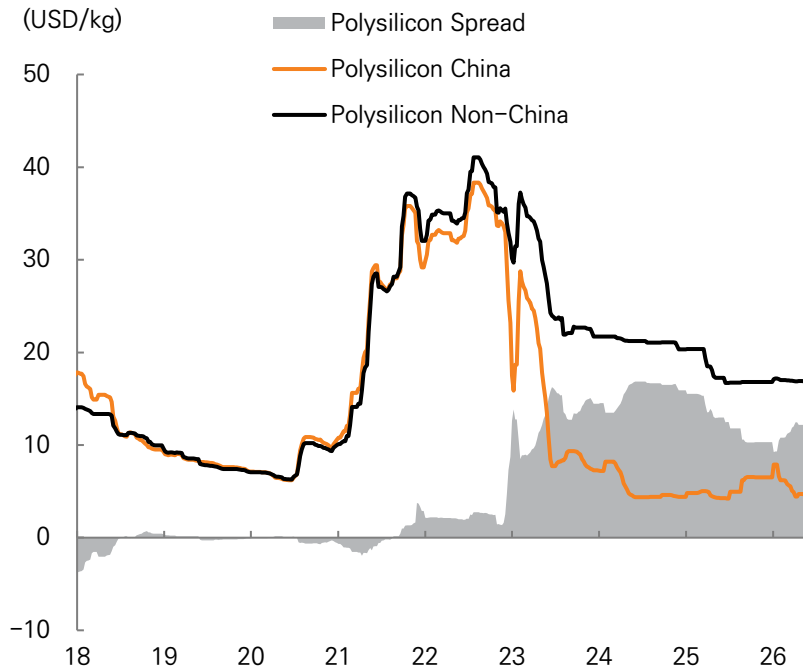
자료: BloombergNEF, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 미국 태양광 가격

태양광: 비중확대(유지)

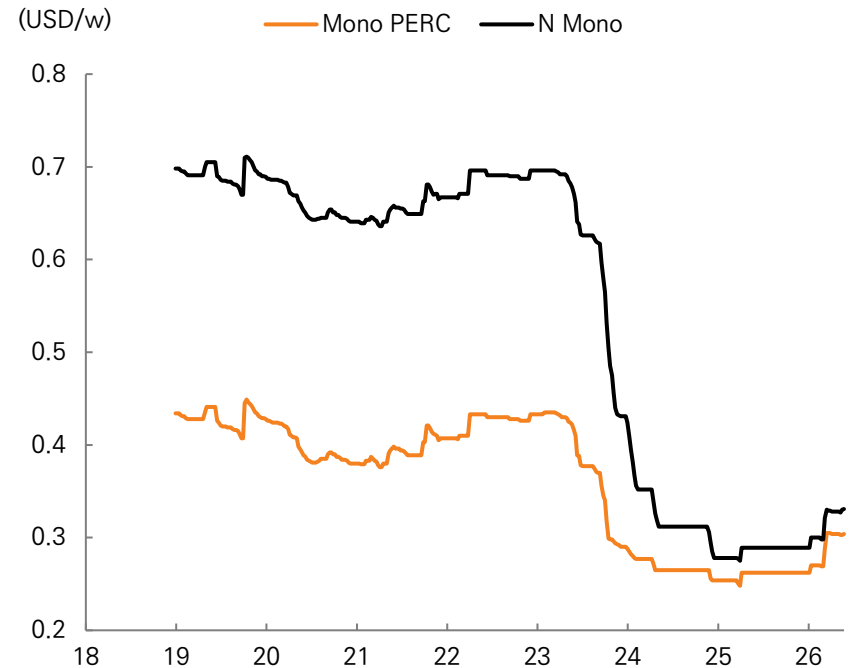
- 결론: 미국 태양광 가격 상승을 근거로 태양광 투자 의견을 비중확대 유지
- 미국 태양광 모듈(N Mono) 가격 33c/w 기록(+15% YTD). 중국 규제 강화로 인해 가격 상승 예상
- 추가 발표 예정: 1) 중국 폴리실리콘 규제 Section 232 발표(6월 내 발표 예상),
2) 인도, 인도네시아, 라오스에 대한 AD/CVD 최종 발표(7월 발표 예상)
3) FEOC 규제 강화 예정 등

폴리실리콘 가격 비교(China vs. Non-China)



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 모듈 가격 추이



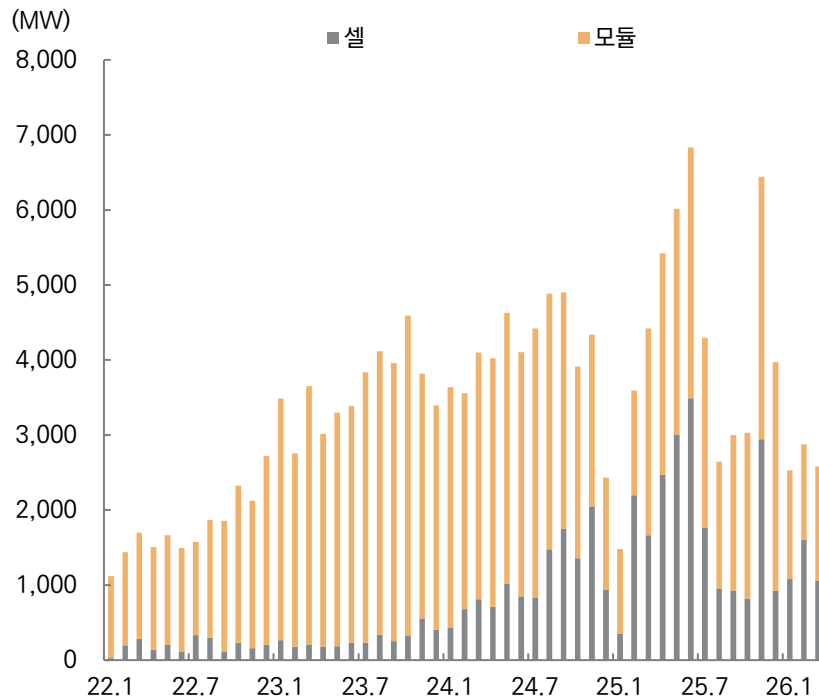
주: DDP(Delivered Duty Paid) 기준. 관세 납부 후 인도 조건. 판매자가 관세 비용 부담
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 미국 태양광 수입량 추이

미국 태양광 수입량, 지속 감소 중

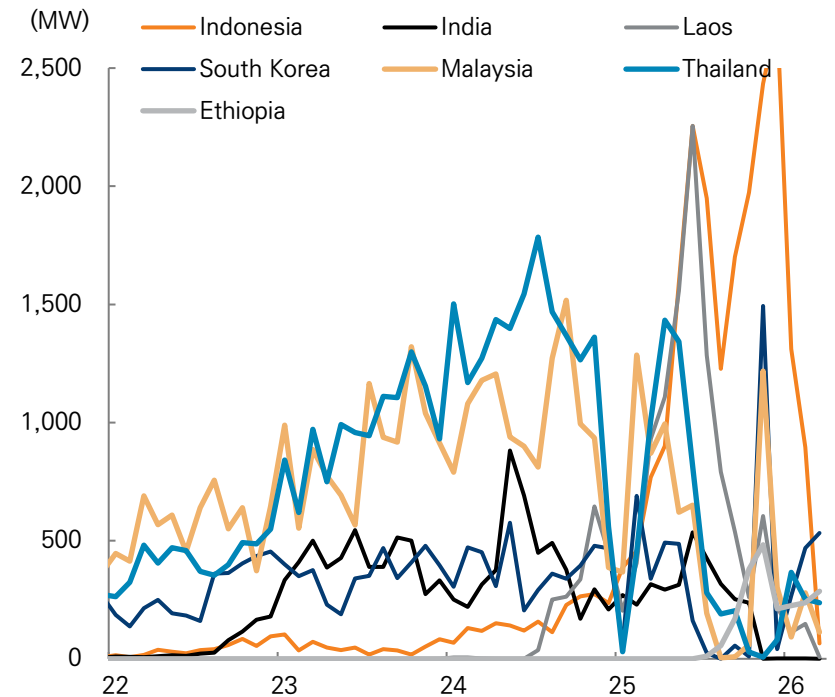
- 미국 태양광 셀/모듈 3월 수입량 2.6GW 기록(전월 대비 -10%)
- 필리핀(0.9GW), 한국(0.5GW), 에티오피아(0.3GW), 태국(0.2GW)
- 인도네시아/인도/라오스는 합산 72MW 수준으로 거의 사라진 수준(AD/CVD 예비판정 이후 급감)

미국 태양광 셀/모듈 수입량 및 변화 추이



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 셀/모듈 국가별 수입량 추이



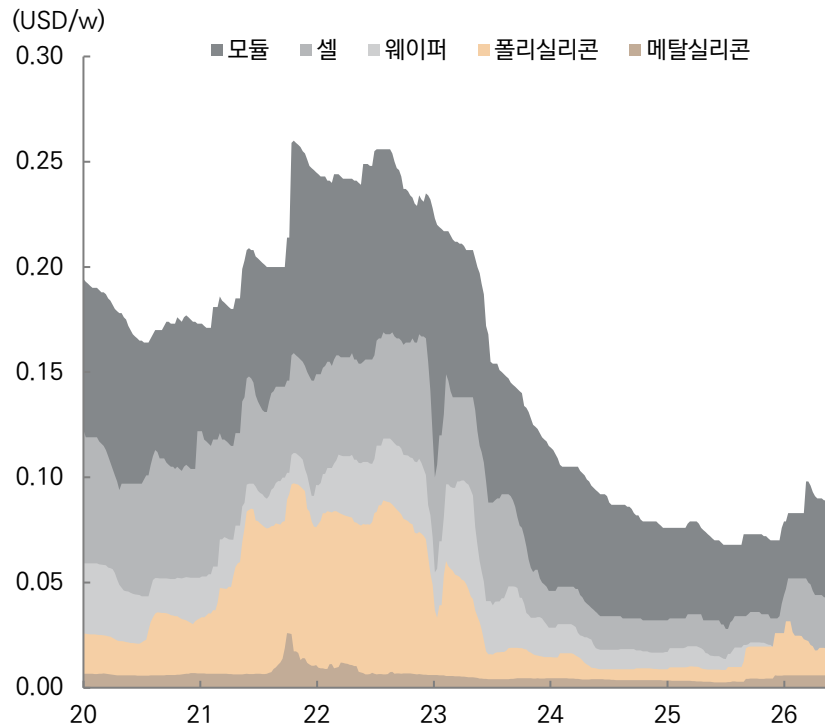
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 중국 태양광

중국 폴리실리콘 가격 변동성 확대 구간

- 중국 태양광 제품들 모두 약세. 과잉 재고 및 수요 부진 지속
- 4월 수출 환급세 종료로 인해 수출량 감소 → 국내 공급량 증가도 부정적인 영향
- 메탈실리콘 -1.3%, 폴리실리콘 -21.4%, 웨이퍼 -11.2%, 셀 -15.4%, 모듈 -7.1% MoM

중국 태양광 모듈 가격 구성 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

중국 폴리실리콘 가격 추이(스팟 & 선물)



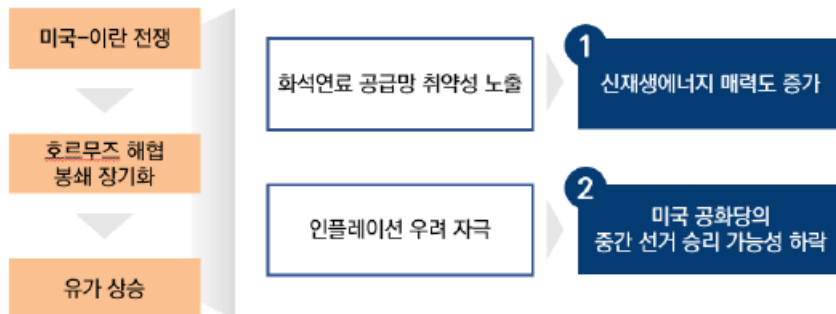
자료: PV Insights, GFEX, 미래에셋증권 리서치센터

☀ 투자포인트

- 목표주가 40만원 제시하며, 섹터 내 Top Pick 유지. 최근 주가 퍼포먼스가 좋았으나, 추가 상승 가능성에 무게
- 26F 영업이익 5,380억원 vs 컨센서스 3,850억원 (+40%). 시장 예상보다 호실적을 기록할 것으로 예상
- 투자포인트 ① 머스크의 미국 태양광 공장 건설 위한 비중국 폴리실리콘 공급 확대, ② 중국 폴리실리콘 규제로 인한 P 상승(Section 232), ③ 에너지 안보 패러다임의 변화로 인한 영구적인 신재생에너지의 매력도 증가, ④ 텍사스 태양광&ESS 부지의 재평가
- 26년 하반기 기대 가능한 모멘텀은 Section 232 구체화, 말레이시아 공장 증설 계획 구체화, 웨이퍼 공장 확대, 미국 정책 방향성 변화

📊 Key Charts

에너지 안보 패러다임의 변화 - 미국-이란 전쟁의 영향



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미국 태양광 규제 정리

규제 종류	적용 지역	관세 또는 규제	상태	타겟 품목
AD/CVD (2025)	인도네시아, 인도, 라오스	미확정, 94~190% 가능성	조사 중 (7월 내 최종결과 발표 예상)	셀, 모듈
Section 232	중국	중국산 폴리실리콘 포함 제품 수입 제한 또는 관세 부과 예정	조사 중 (6월 내 발표 기대)	폴리실리콘 및 파생 제품
PFE (FEOC)	중국, 이란, 러시아, 북한	FEOC 비중이 50%를 상회할 시, 미국 내 세액공제 수령 불가	26년부터 적용 중	태양광/ 풍력/ 배터리

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션, OCI홀딩스 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.