

에너지/화학
overweight

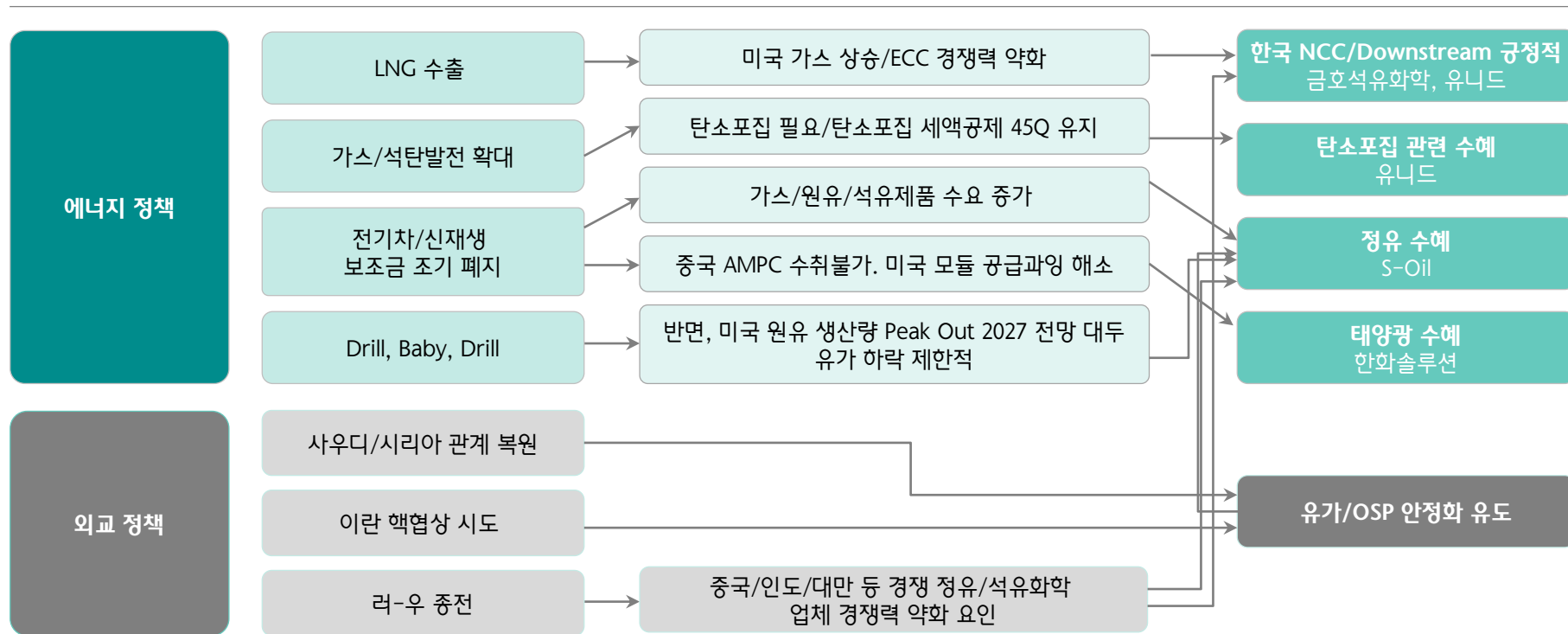
바이든과 트럼프의 차이

✧ Analyst 윤재성 ✧



트럼프의 에너지/외교 정책 변화가 사이클 회복을 견인

- 정유: 트럼프의 전기차 세액공제 조기 폐지로 내연기관 수요 연장. 2025~26년까지 타이트한 정유 업황 전개 가능성. Top Pick S-Oil
- 석유화학: 트럼프의 LNG 수출 확대, 중동과의 관계 회복은 유가 안정/가스 강세 유발. NCC 경쟁력 회복. Top Picks 유니드, 금호석유
- 태양광: 트럼프의 ITC/PTC 조기 폐지는 장기 성장 둔화 요인이거나, 중단기 미국 공급과잉 해소 요인. Top Pick 한화솔루션



자료: 하나증권



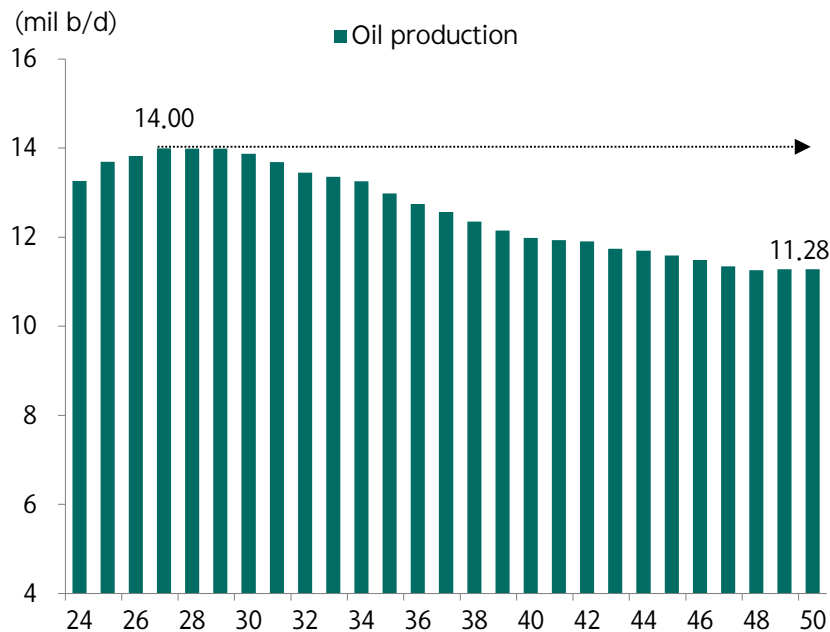


1. 유가 전망: 2H25 WTI는 60~70\$/bbl의 박스권 예상

막혀 있는 유가의 하단(1)

- EIA, 미국의 원유 생산량 Peak Out 시점 2027년 예상. 실제, 원유 생산량 증분 둔화 중
- WTI 60\$/bbl 이하에서 미국 독립계 E&P 업체들의 Capex/생산량 축소 언급 늘어나기 시작
- IEA, 2030년 글로벌 석유수요 감소분을 600만b/d에서 500만b/d로 하향 조정. 전기차 보급률 둔화 등 영향

EIA, 미국 원유 생산량 2027년 정점을 찍고 2030년부터 감소 전망



자료: EIA, 하나증권

미국 E&P/서비스 업체, WTI 60\$ 이하에서 Capex 축소 언급

기업명	Capex 방향성 요약
Liberty Energy	• 변동 없음. 60\$/bbl 초반에서 기존 가이드라인 유지. 다만, 50\$/bbl 진입 시 둔화 가능성 시사
Baker Hughes	• 감소 가능성. 북미 E&P 고객사 Capex가 Mid-single → Low-double-digit 감소할 것
Halliburton	• 감소 리스크 존재. 유가 65\$ 하회 시 고객사 수익성 악화 → 서비스 수요 감소 가능성
SLB (Schlumberger)	• 글로벌 Capex 감소 예상. 글로벌 Upstream 투자 감소 전망 발표
Matador Resources	• 감소. 9개 리그 중 1개 철수 결정 (Capex 조정 시그널)
Devon Energy	• 변동 없음. 자체 기준 BEP 65\$ 근처에서는 Capex 유지 방침
Continental Resources	• 유보적. 관세 불확실성 해소 시 유가 상승 기대 → 현재 Capex 축소 언급은 없음
Diamond Energy	• 감소. 2025년 Capex 10% 축소. 65\$/bbl 이상에서는 Capex 정상화 가능

자료: Industry Data, 하나증권



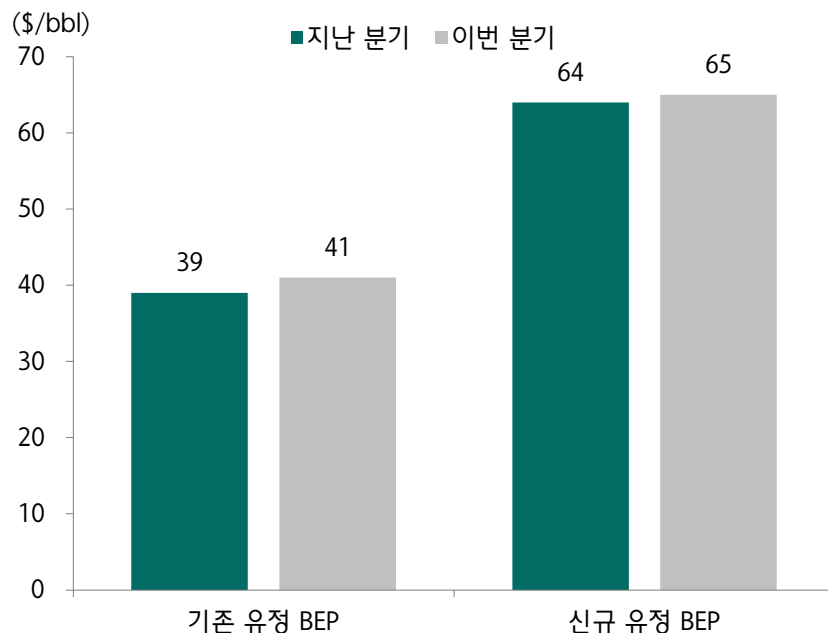


1. 유가 전망: 2H25 WTI는 60~70\$/bbl의 박스권 예상

막혀 있는 유가의 하단(2)

- Dallas Fed의 에너지 서베이에서 업체들은 신규 유정의 BEP를 65\$/bbl로 제시
- 미국 전략비축유(SPR) 규모는 약 4억bbl이며 최대 저장용량 7억bbl의 56% 수준. 트럼프의 SPR 확충 수요도 존재
- 사우디의 재정적자 규모 2021년 이후 최대. 유가 하락은 방어하면서도 M/S 확대를 변경할 가능성 높아

에너지 업체들은 신규 유정의 BEP를 65\$/bbl 수준으로 제시

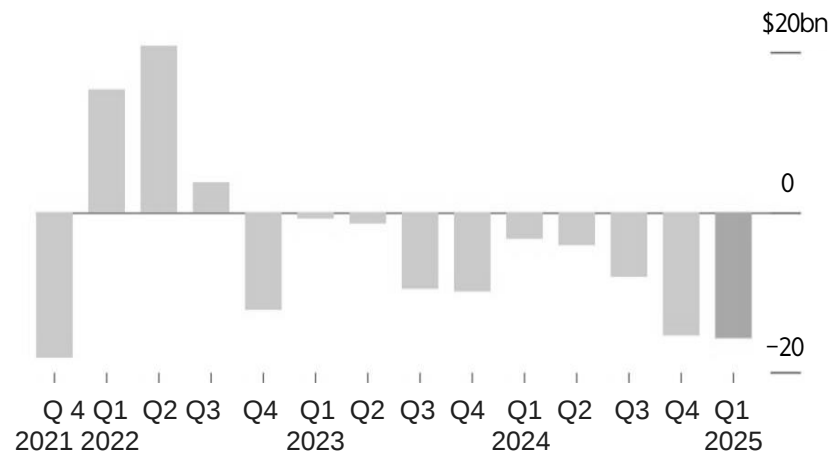


자료: Dallas Fed, 하나증권

2021년 이래 최대로 증가한 사우디의 재정적자

Saudi Arabia Posts Biggest Fiscal Deficit Since 2021

Data excludes recent slump in oil, which has pushed prices to four-year low



자료: Bloomberg, 하나증권





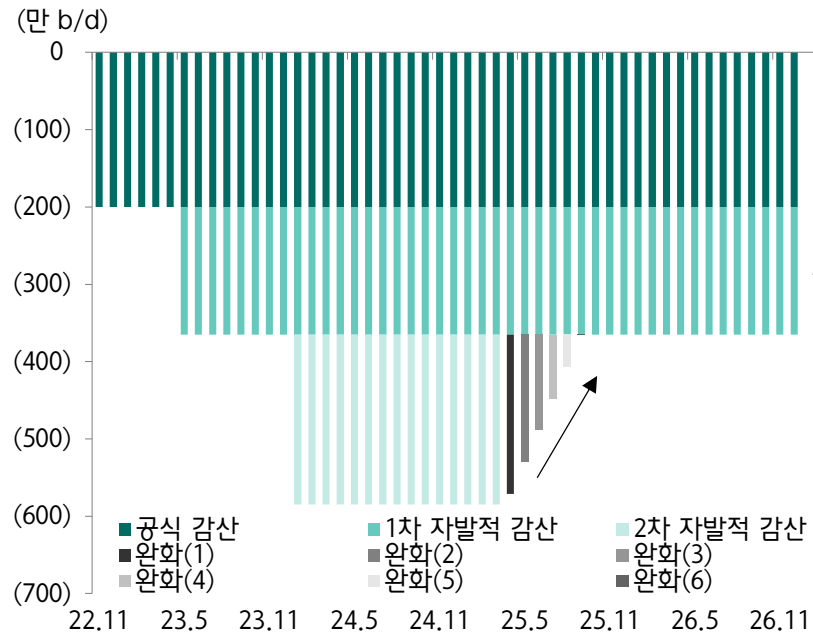
1. 유가 전망: 2H25 WTI는 60~70\$/bbl의 박스권 예상



막혀 있는 유가의 상단

- 미국 원유 생산량 Peak Out을 아는 트럼프, 중동에서의 동맹을 강화 중(with 사우디/카타르/시리아/이란)
- 최근 사우디의 M/S 확대와 가격 전쟁 선언도 미국-사우디의 동맹을 강화하고, 재정적자를 축소하기 위한 전략적 움직임
- 러-우 종전 협상에 대한 트럼프의 강한 의지도 결국은 유가의 상단을 제약하는 요소

OPEC+의 빠른 감산 완화 시작



자료: OPEC, 하나증권

5/15일 트럼프-MBS 간 시리아 제재 해제와 6천억\$ 투자 MOU 체결



자료: Reuters, 하나증권

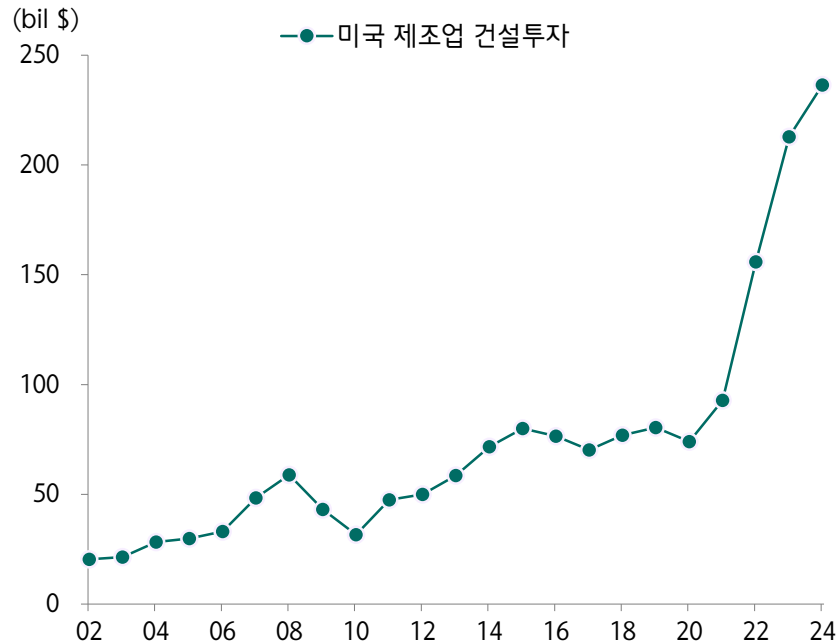


2. 가스 전망: 미국 천연가스는 4\$ 이상에서 안착할 것

미국의 내수 및 수출용 가스 수요 증가 예상

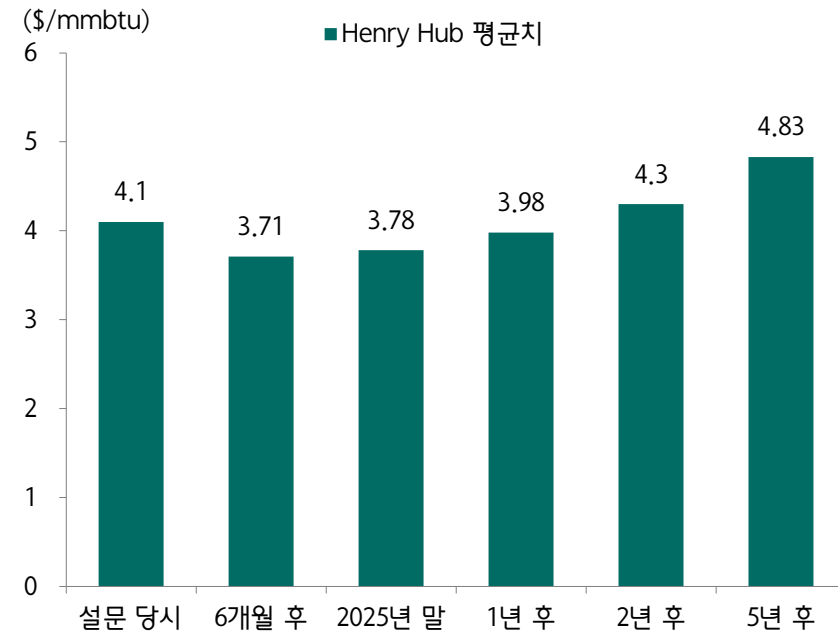
- 미국의 AI/데이터센터 확대, 제조업 건설 투자 영향으로 전력 수요와 천연가스 수요는 대폭 확대 예상
- 2025년 루이지애나 Plaquemines LNG 등의 신규 가동으로 미국 천연가스 수출은 YoY +18% 증가 예상
- Dallas Fed 서베이에서 1년 후 미국 천연가스(HH) 가격을 4\$/mmbtu 수준으로 예측

미국 제조업 건설투자 2022년부터 급증. 전력 수요 증가의 또 하나의 축



자료: U.S Census Bureau, 하나증권

Dallas Fed의 서베이에서 1년 후 HH 가격을 4\$ 수준으로 예측



자료: Dallas Fed, 하나증권

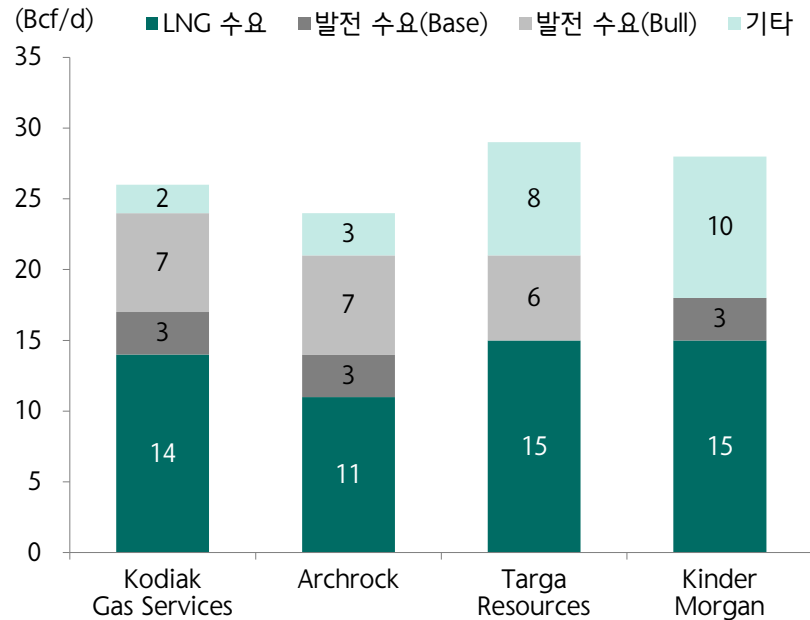


2. 가스 전망: 미국 천연가스는 4\$ 이상에서 안착할 것

2030년까지 미국 천연가스 수요의 절반 이상은 LNG 수출용

- 2030년까지 미국 천연가스 수요 급증의 주 요인은 발전용 수요와 LNG 수출 수요
- 이 중 대부분의 업체들은 미국의 천연가스 수요 증분의 50% 내외가 LNG 수출용 수요에 기인할 것으로 추정
- Shell은 발전용보다 LNG 수출용 수요가 훨씬 더 클 것으로 예측

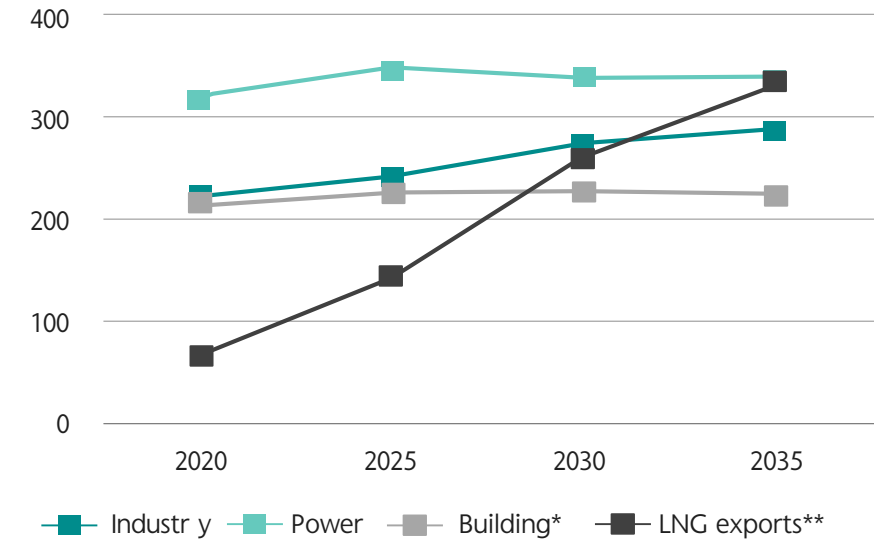
LNG 수출용 천연가스 수요 증분 +11~15bcf/d로 발전용보다 더 클 것



자료: Industry Data, 하나증권

Shell 또한 미국 천연가스 수요의 가장 큰 부분을 LNG 수출로 예상

US gas consumption by sector BCM



자료: Shell, 하나증권

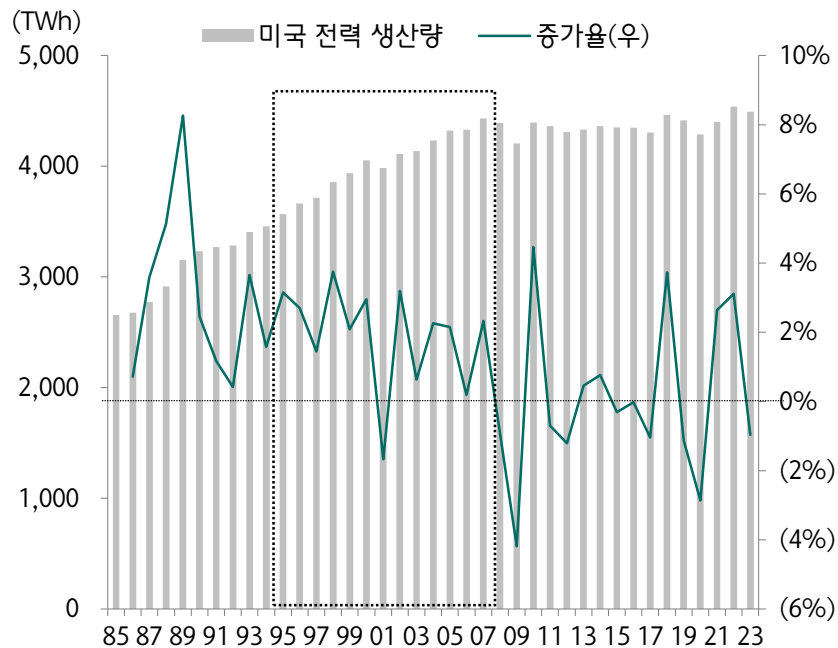


2. 가스 전망: 미국 천연가스는 4\$ 이상에서 안착할 것

미국 천연가스, 2000년 초의 재현일까

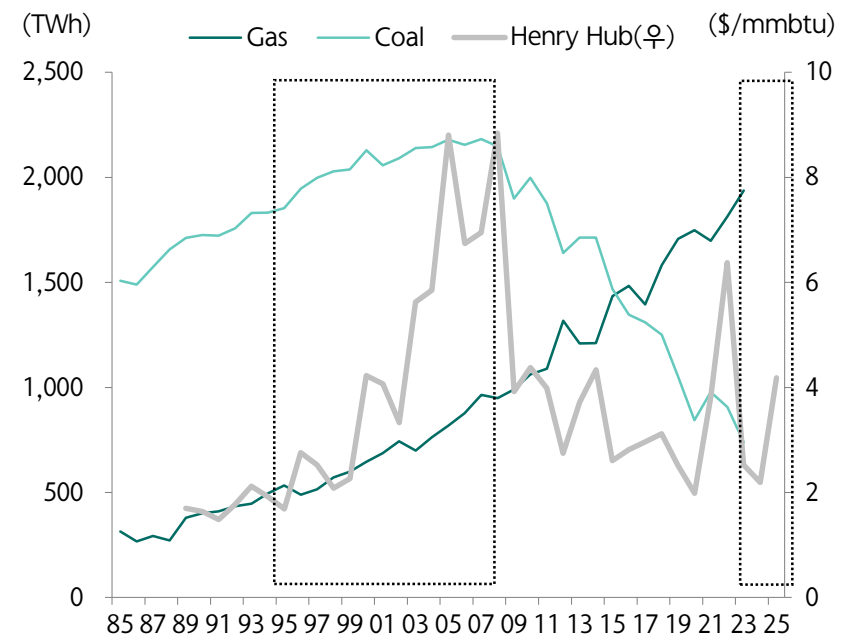
- 1980~2007년 약 25년간 미국 전력수요는 지속 성장했고, 이는 가스 발전 수요 급증의 배경이 된 바 있음
- 2000년 초반 미국 천연가스(Henry Hub)의 급등은 가스발전 수요 급증에 기인
- 현재가 당시와 다른 점은 발전용 수요는 물론 LNG 수출 수요까지 급증한다는 점. 단기는 물론 중장기 미국 천연가스 가격의 강세 전망

1990년 대 중후반 미국의 전력 생산량은 YoY +3% 내외 지속 성장



자료: EIA, 하나증권

1990년 중후반 가스/석탄 발전 동시에 대폭 성장. 가스가격 급등의 배경



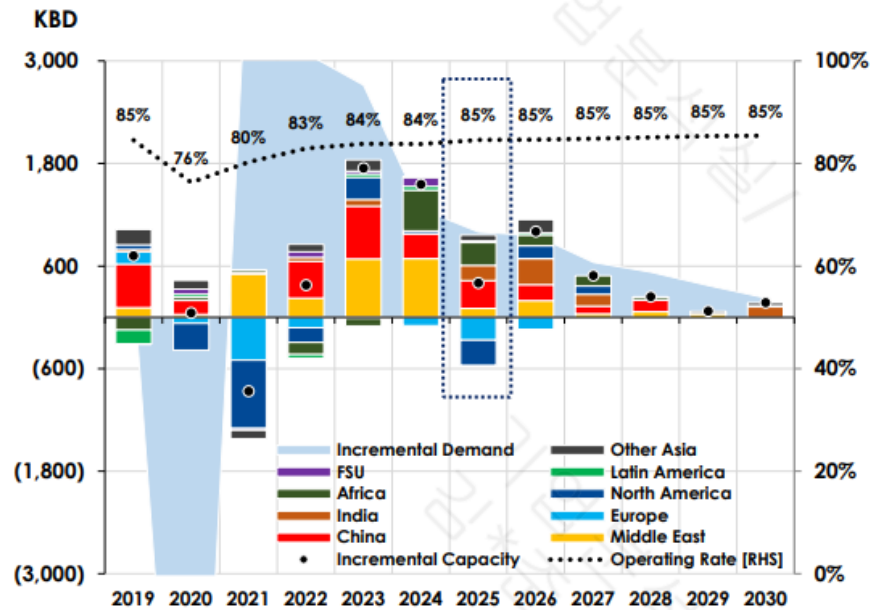
자료: EIA, 하나증권

3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상

증설 부담 크게 완화

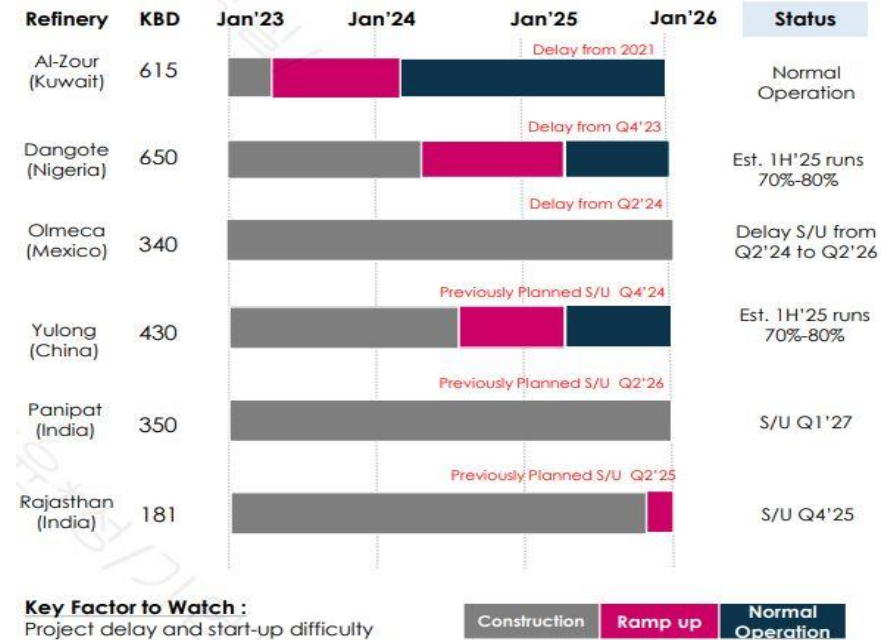
- 2024년 글로벌 CDU 순증설 140만b/d에서 2025년 50만b/d로 YoY -64% 축소
- 특히, 나이지리아 Dangote 65만b/d, 중국 Yulong 43만b/d 모두 2025년 하반기 Full 가동되며 물량 부담 증가세 완화

2025년 글로벌 CDU 증설 부담 완화 국면



자료: Thai Oil, 하나증권

나이지리아/중국의 대규모 설비 대부분 정상 가동 중. 물량 부담 낮아



자료: Thai Oil, 하나증권



3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상

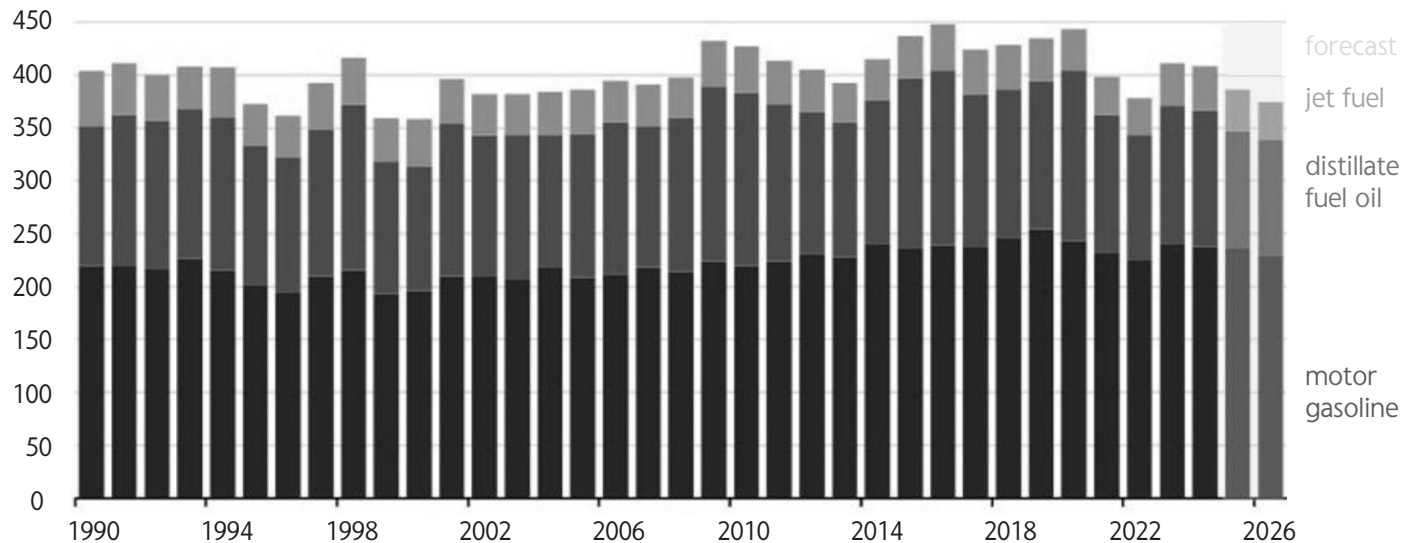
2025~26년 미국 석유제품 재고 25년 래 최저치 예상

- EIA는 2026년 미국 3대 운송 연료(휘발유, 디젤, Jet Fuel) 재고 2000년 이후 최저 수준으로 예측
- 일부 정유소의 폐쇄에도 불구하고, 신규 증설은 없기 때문. 반면, 트럼프 연비규제 완화 등 영향으로 수요는 견조할 것
- 미국 Jet-Fuel 소비는 2026년 사상 최고치 전망. 반면, 정유 공장의 생산 감소에 따라 재고일수는 약 21일로 1963년 이후 최저치 예상

미국 석유제품 재고 25년 래 최저치까지 하락할 것으로 전망

U.S. transportation fuel ending inventories (1990-2026)

million barrels



자료: EIA, 하나증권





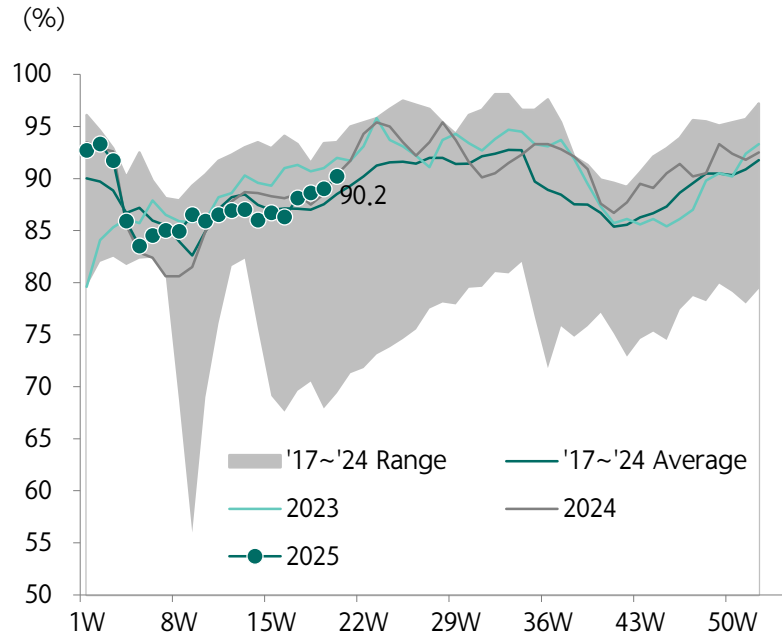
3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상



이미 미국의 석유제품 수출량은 5년 째 정체

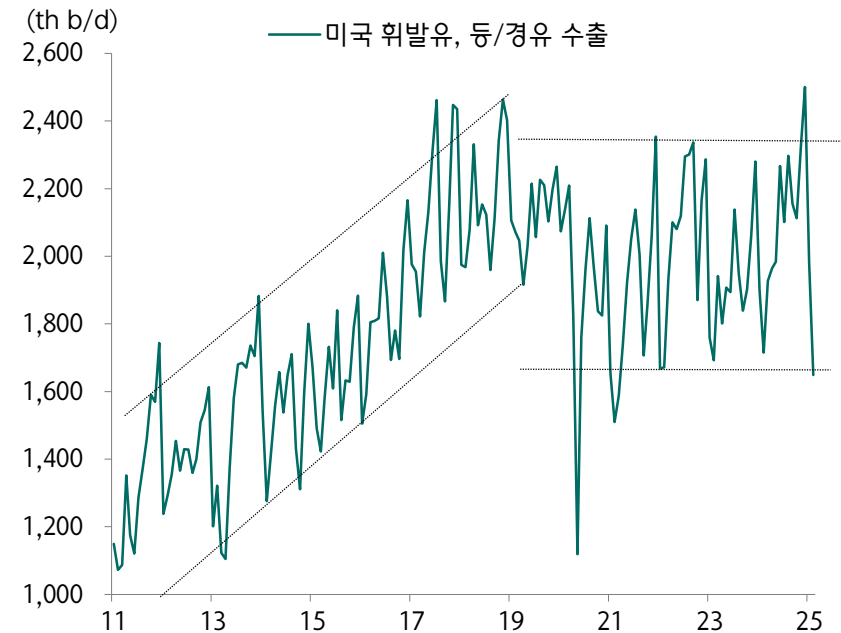
- 미국 정제설비 가동률은 90% 상회. 지난 수 년 간 가동률은 높은 수준에서 유지
- 미국 정제설비 가동률은 Full이나, 재고는 25년 래 최저치가 예상되는 등 향후 석유제품 내수 수요 충당이 어려울 것
- 이는 결국 미국의 석유제품 수출 감소로 이어질 것. 이미 미국 석유제품 수출은 5년 째 정체

미국 정제설비 가동률 90% 상회. 지난 수 년 간 높은 가동률 유지



자료: EIA, 하나증권

미국의 휘발유, 등/경유 수출은 5년 째 정체



자료: EIA, 하나증권



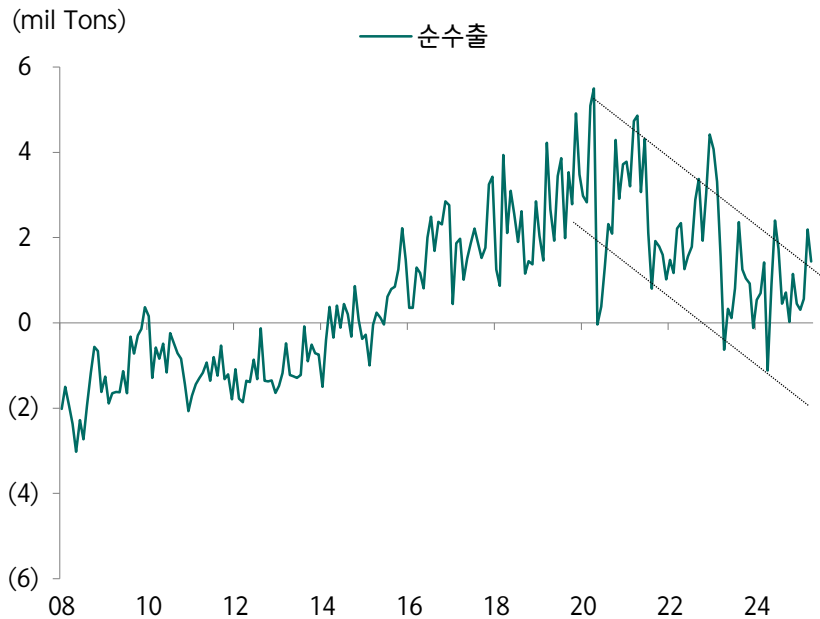
3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상



중국의 석유제품 수출 여력 축소될 전망

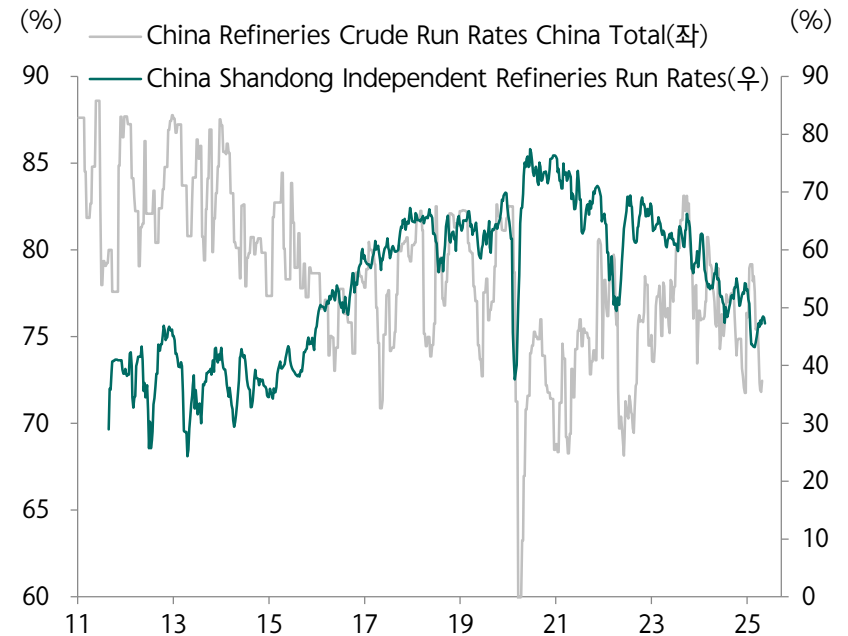
- 중국은 에너지 자급 관점에서 전기차/신재생을 육성하고, 외부 의존도 높은 정제설비 증설을 제한 중
- 러-우 전쟁 이후 러시아/이란 원유를 저렴하게 조달했으나, Dark Fleet 제재 등 영향으로 국영/Teapot 가동률 모두 하향 중
- 중국의 석유제품 순수출은 하락 추세이며, 아시아 석유제품 시장 공급 부담 완화될 전망

중국 석유제품 순수출 하락 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

중국 국영/Teapot 가동률 모두 낮은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상

사우디를 레버리지하는 미국. OSP 안정화를 견인

- 트럼프는 바이든과는 달리 사우디 MBS와의 관계 복원 시도. 시리아 제재 해제를 통해 중동 내 입지 강화 전략 펼쳐
- 미국의 2027년 원유 생산량 Peak Out에 따른 사우디의 지원이 필요. MBS는 선제적인 증산을 통해 트럼프를 지지
- 이란 핵협상, 러-우 종전 등 유가 안정화 가능성 높아지는 국면. 사우디 OSP 또한 하향 안정화 예상

사우디의 증산은 트럼프에게 주는 '무언의 선물' – Reuters 칼럼

Saudi oil price war looks like unspoken gift to Trump

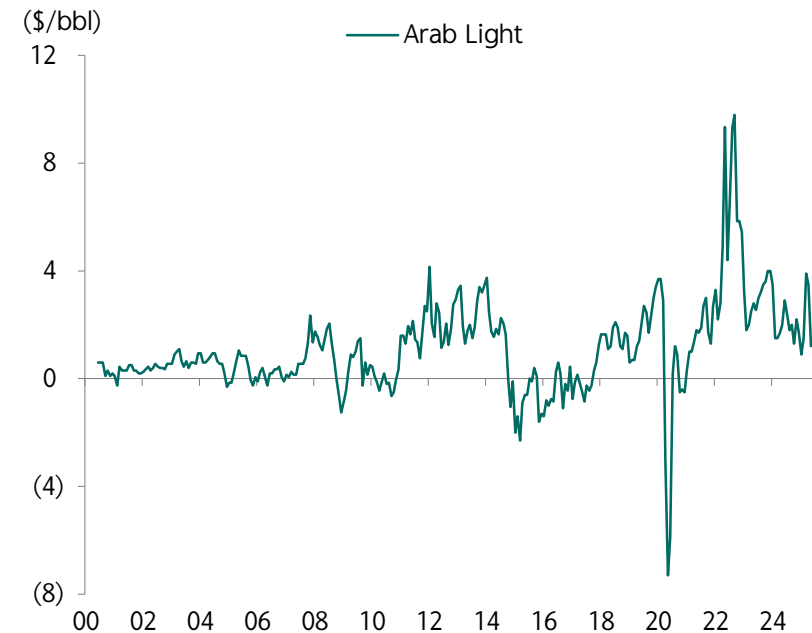
By Ron Bousso
May 15, 2025 7:21 PM GMT+9 · Updated 3 days ago



Saudi Crown Prince Mohammed Bin Salman speaks with U.S. President Donald Trump on the day of the Saudi-U.S. Investment Forum, in Riyadh, Saudi Arabia, May 13, 2025. REUTERS/Brian Snyder/File Photo [Purchase Licensing Rights](#)

자료: Reuters, 하나증권

2025년 하반기 사우디 OSP(Arab Light 기준) 하향 안정화 예상



자료: Bloomberg, 하나증권



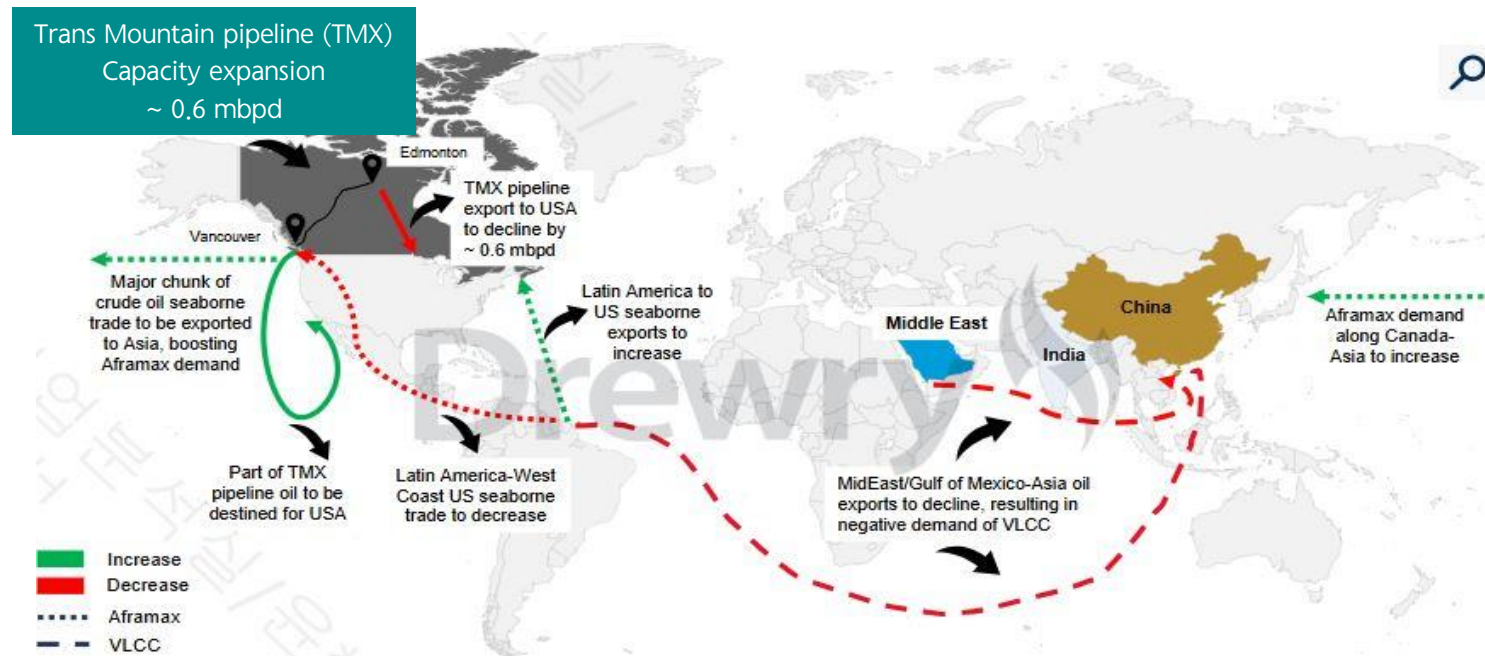
3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상



캐나다 해상 원유의 최대 고객이 된 중국. OSP 하향 안정화를 견인

- TMX 파이프라인 가동으로 캐나다 앨버타 원유의 아시아향 수출 확대. 특히, 중국은 캐나다 해상 원유의 최대 고객으로 등극
- TMX의 Capa는 현재 89만b/d이며 최근 수출량은 40만b/d 이하. 2027년 Full 가동 전망. 향후 20~30만b/d 증설도 계획
- 캐나다 원유의 아시아 유입 확대는 중동의 아시아 내 M/S 상실을 의미. OSP 하향 안정화 불가피

캐나다 원유의 아시아 유입 확대 예상. 특히, 중국은 최대 고객으로 등극



자료: Drewry, 하나증권



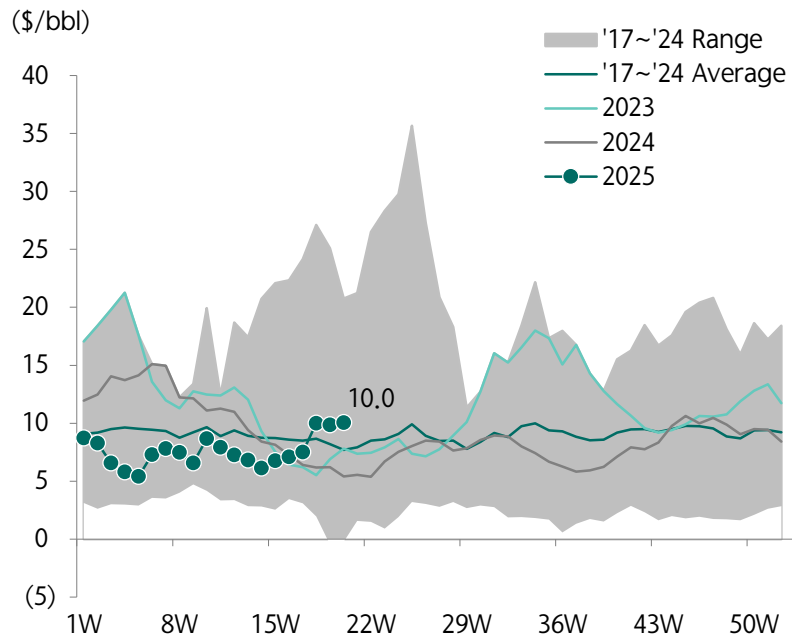


3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상

이미 10\$/bbl 대에 진입한 정제마진. 2H25 강세 예상

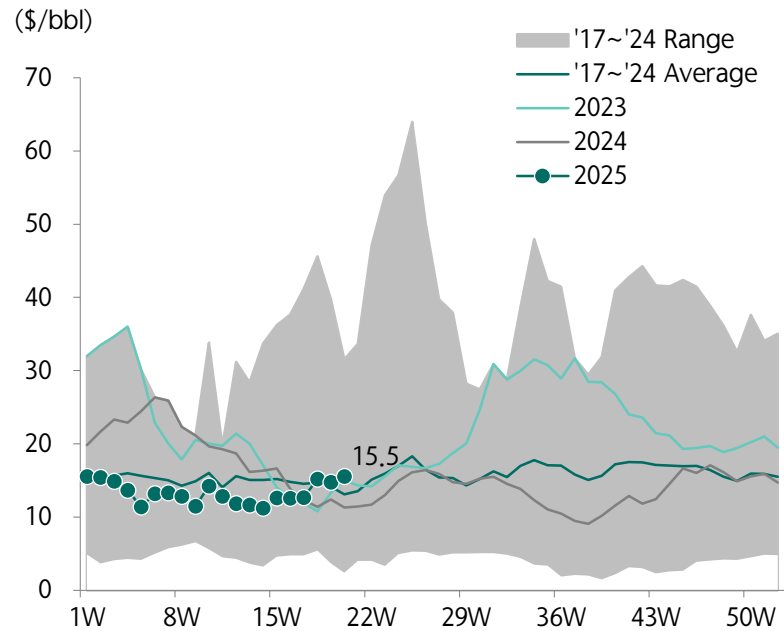
- 2024년 하반기 가동된 설비가 Full 가동에 들어가며 물량 부담이 줄어들고 성수기에 진입하며 정제마진 10\$/bbl 대 진입
- 미국/중국의 석유제품 수출 축소 가능성 및 제한된 글로벌 증설 부담을 감안하면 2H25 정제마진 강세 예상
- OSP의 하향 안정화도 정유업체의 실적 개선 요인으로 작용할 전망

정제마진 10\$ 수준으로 과거 평균을 상회



자료: Petronet, 하나증권

경유 마진 15\$ 대 진입하며 과거 평균을 상회하기 시작



자료: Petronet, 하나증권

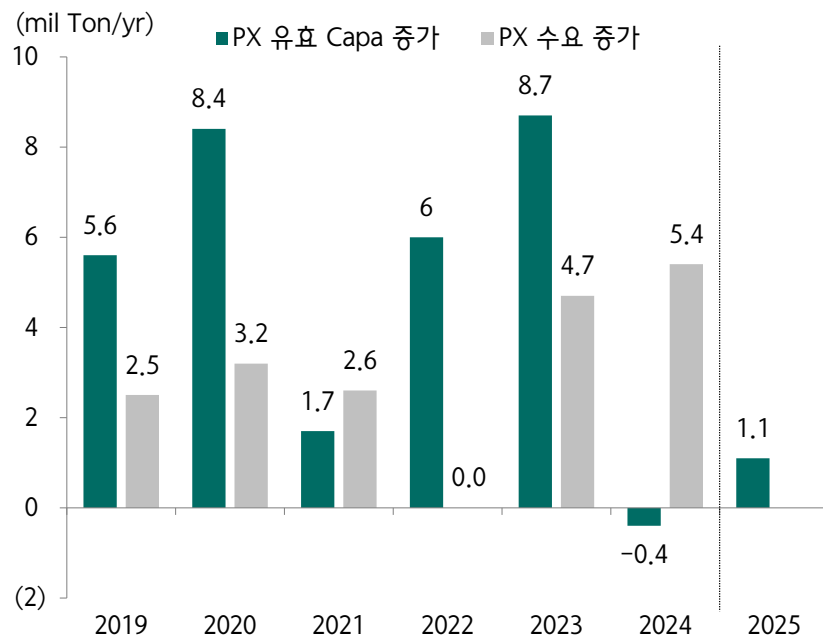


3. 정유(Overweight): 정제마진 강세 예상

PX, 점진적 회복 예상

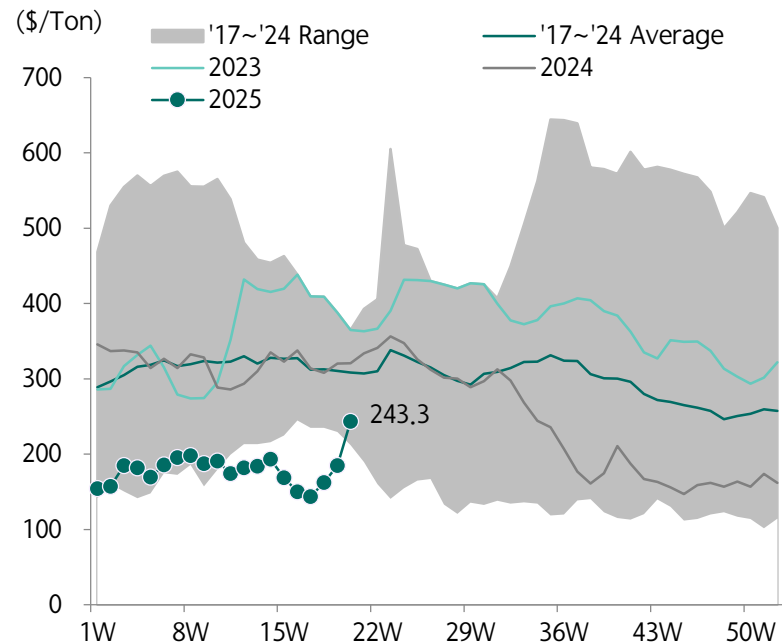
- 2025년 하반기 인도 IOC 80만톤, 사우디 Aramco Jizan 80만톤, 중국 Shandong Yulong 150만톤 가동은 단기 부담
- 하지만, 글로벌 PX 증설은 2023년을 기점으로 Peak Out. 2024~26년 공급 부담 적은 국면
- 휘발유 마진 개선 시 블렌딩용 수요 증가로 PX/BTX 또한 개선 가능성 높아질 것

과거 대비 PX 증설 부담 적어



자료: Thai Oil, 하나증권

PX 마진 점진적 회복 전망



자료: Platts, 하나증권

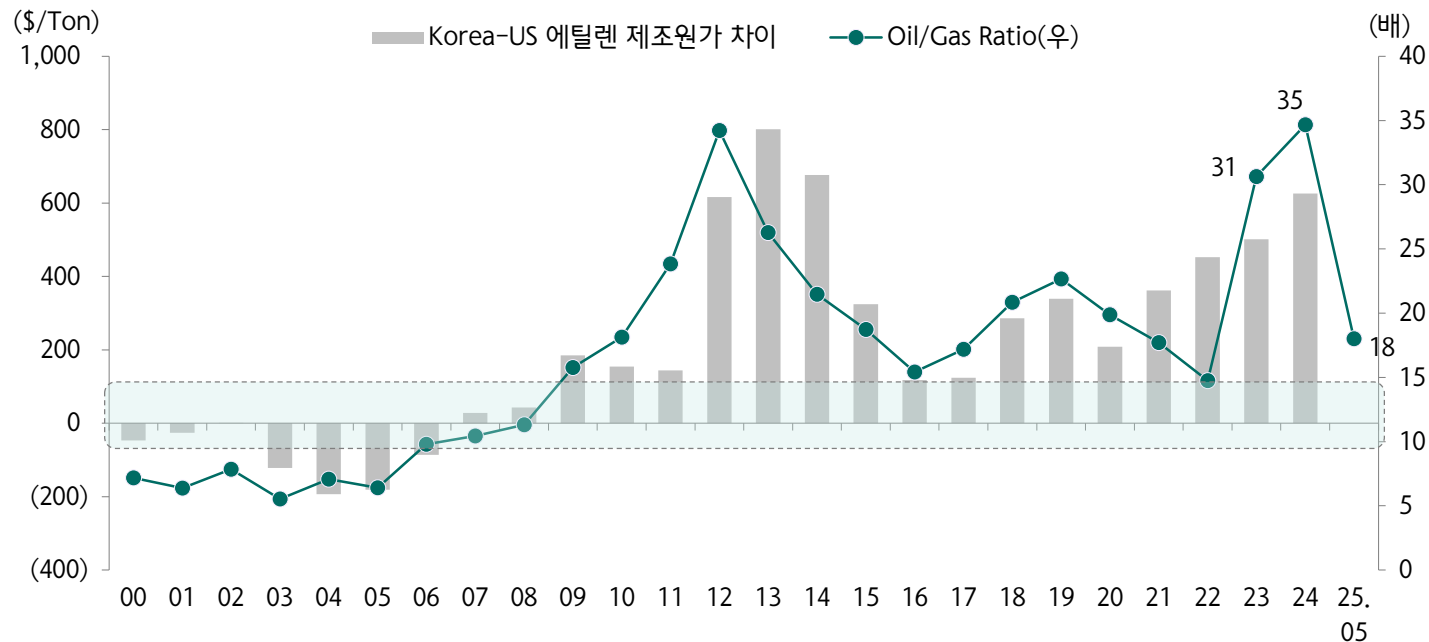


4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

ECC 대비 NCC의 경쟁력 회복 국면

- 2025년 하반기부터 유가(WTI) 대비 미국 천연가스(Henry Hub)의 강세를 전망. 미국 내부 발전 및 LNG 수출 수요 때문
- 2012~24년까지 이어진 미국 ECC의 압도적인 원가 우위 국면이 종료될 전망
- 2000년 초 미국 전력수요 급증 국면에서 Henry Hub가 급등하며 ECC의 경쟁력 열위 국면이 펼쳐진 바 있음. 향후 유사한 흐름 예상

Oil/Gas Ratio 10~15배에서는 NCC와 ECC의 경쟁력 유사



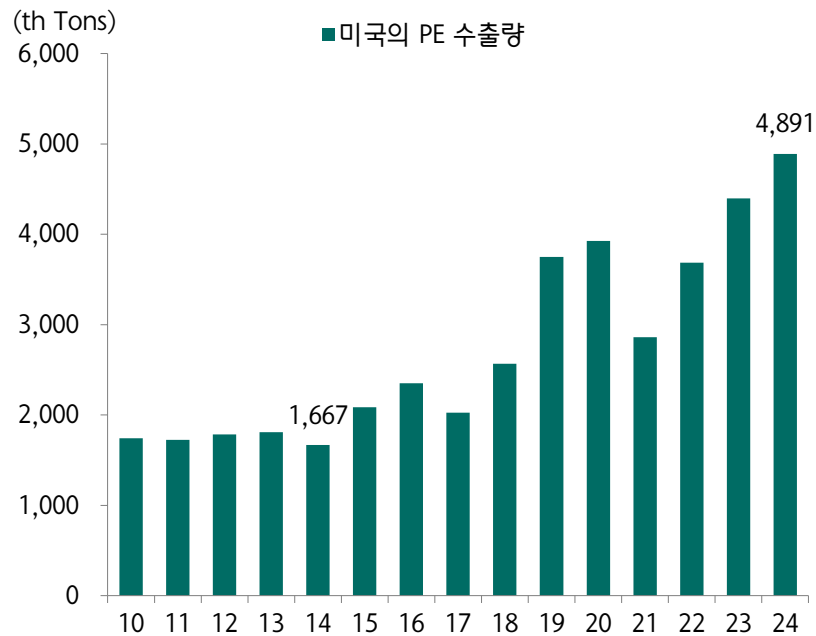
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

미국의 아시아 석유화학 시장에서의 영향 축소 전망

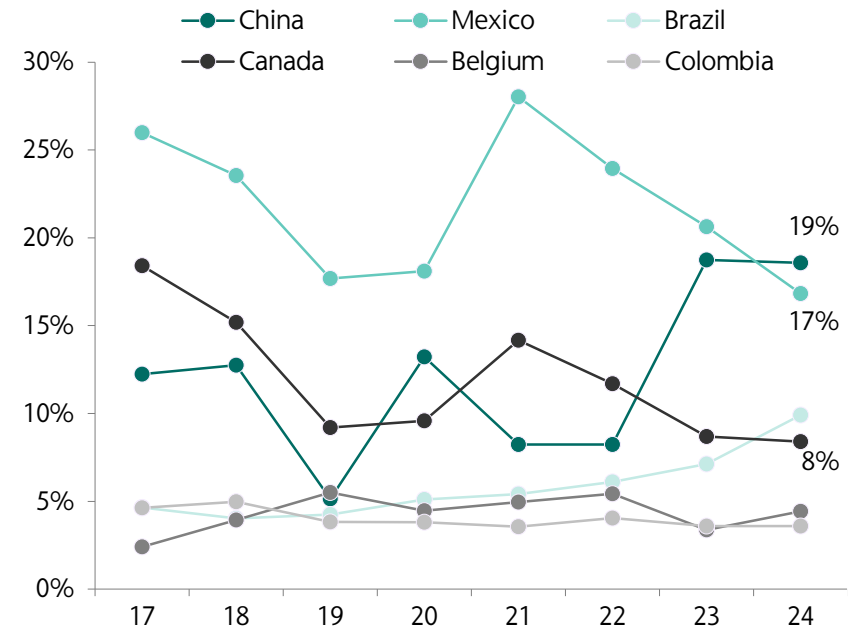
- 미국은 Shale Boom에 기반한 ECC 증설을 통해 2015년부터 10년 간 PE 수출을 확대
- 미국 ECC 증설 종료, 천연가스 가격 강세 가능성과 각종 관세 전쟁 등을 감안하면 미국의 수출 추가 확대는 어려울 전망
- 미국의 중국향 수출이 최근 2~3년 간 급증했으나, 이 또한 Peak Out 전망

10년 째 늘어난 미국의 PE 수출량. 이제 Peak Out 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

미국의 중국향 PE 수출 급증 또한 이제 Peak Out 예상



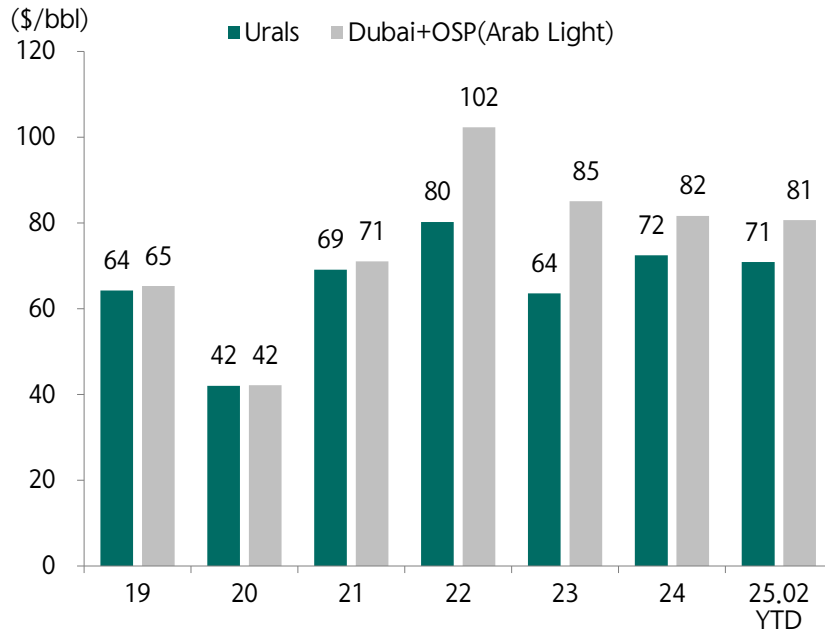
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

아시아 내에서의 원가 경쟁력도 회복될 것

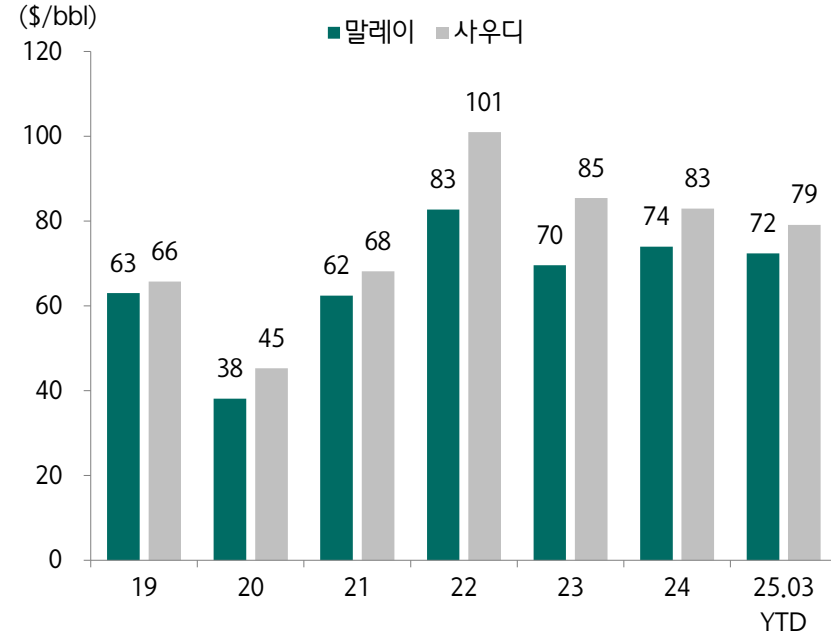
- 러-우 전쟁 이후 중국/인도는 러시아/이란 원유를 10~20\$/bbl 저렴하게 도입. 이는 한국 정유-석유화학 업체의 경쟁력 약화 배경
- 최근 Dark Fleet 제재 등 영향으로 중국의 저렴한 원유 조달 어려워질 듯. 러-우 종전 시 한국은 저렴한 납사 도입 가능
- 실제, 2025년 중국의 저가 원유 도입 우위 사라지기 시작. 한국 NCC의 아시아 내 경쟁력 회복 전망

상대적으로 저렴한 러시아 원유를 받아 쓴 중국 정유/화학업체



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 중국 원유 수입 중 이란(말레이)과 사우디산 가격 차이 축소



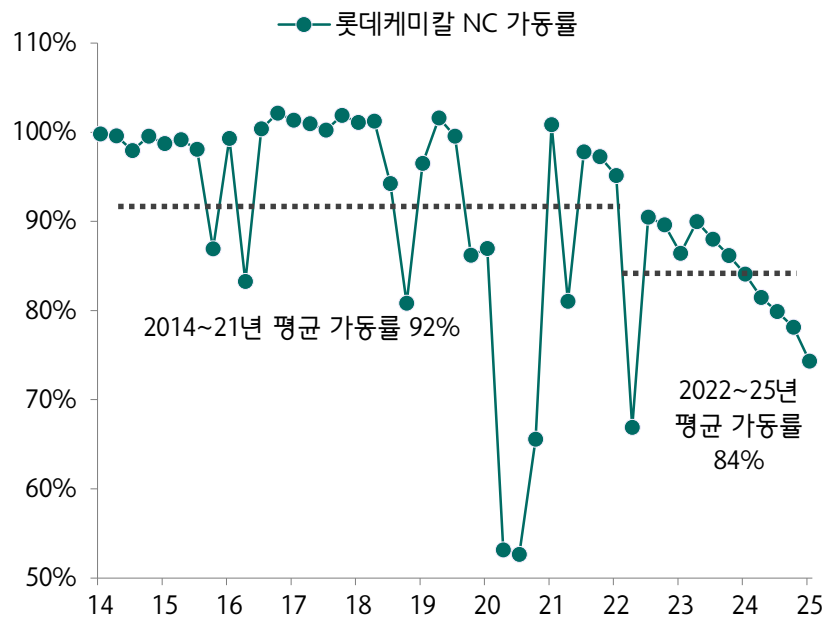
자료: CEIC, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

한국 NCC의 가동률 상향 가능성

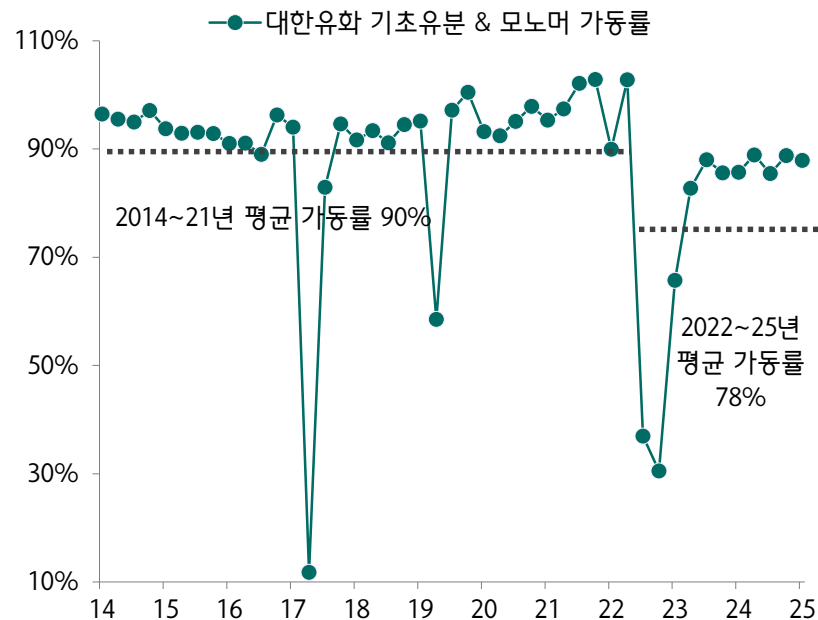
- 미국 ECC의 경쟁력 약화와 공급 폭탄 완화, 중국/대만의 원가 우위 소멸 등은 한국 NCC 가동률 상향의 배경이 될 것
- 업황 둔화와 낮은 원가 경쟁력 때문에 동북아 경쟁사 대비 낮아졌던 한국 NCC의 가동률 상향 가능성 높아져
- NCC 가동률 상향만으로도 고정비 절감 효과가 발생하며 대규모 적자폭 축소가 가능해질 전망

롯데케미칼 NCC 가동률 추이



자료: DART, 하나증권

대한유화 NCC 가동률 추이



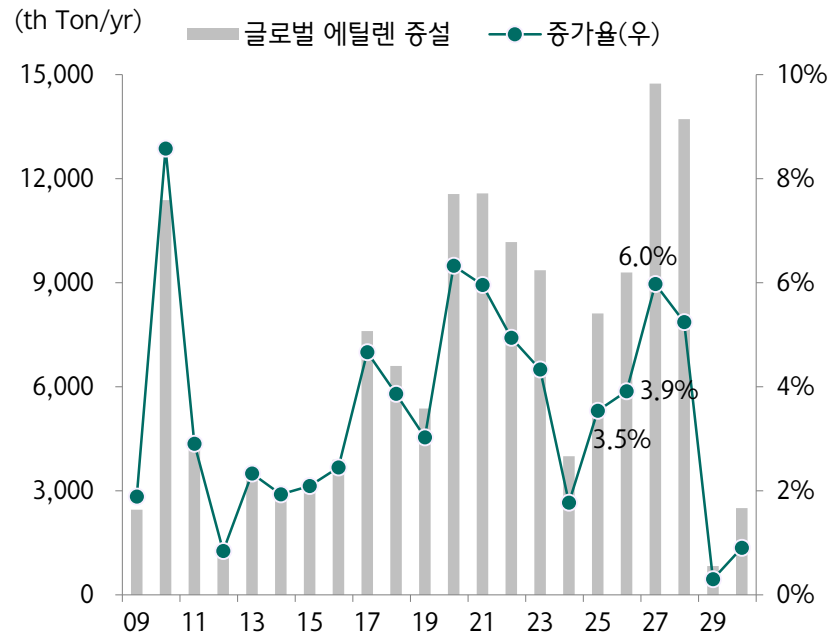
자료: DART, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

다만, 여전한 공급과잉의 그림자

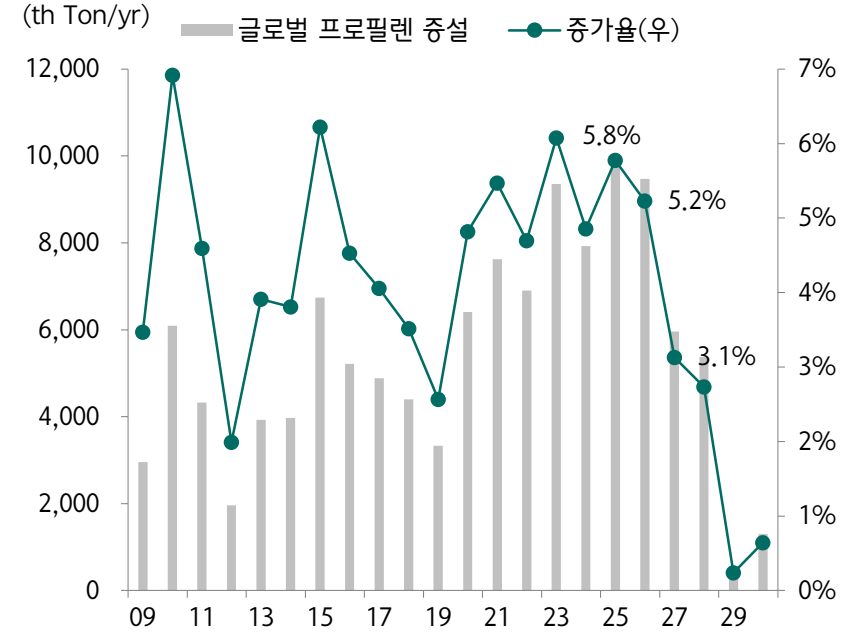
- 글로벌 에틸렌 중설 추이: 2024년 +1.8% → 2025년 +3.5% → 2026년 +3.9% → 2027년 +6%
- 글로벌 프로필렌 중설 추이: 2024년 +4.9% → 2025년 +5.8% → 2026년 +5.2% → 2027년 +3.1%
- 향후 중설 취소 및 중설 딜레이 가능성 상존하나, 현재로서는 2026~27년까지 공급과잉 지속될 전망

글로벌 에틸렌 중설 재차 증가 국면 진입 예상



자료: Industry Data, 하나증권

글로벌 프로필렌 대규모 중설 2026년까지 지속



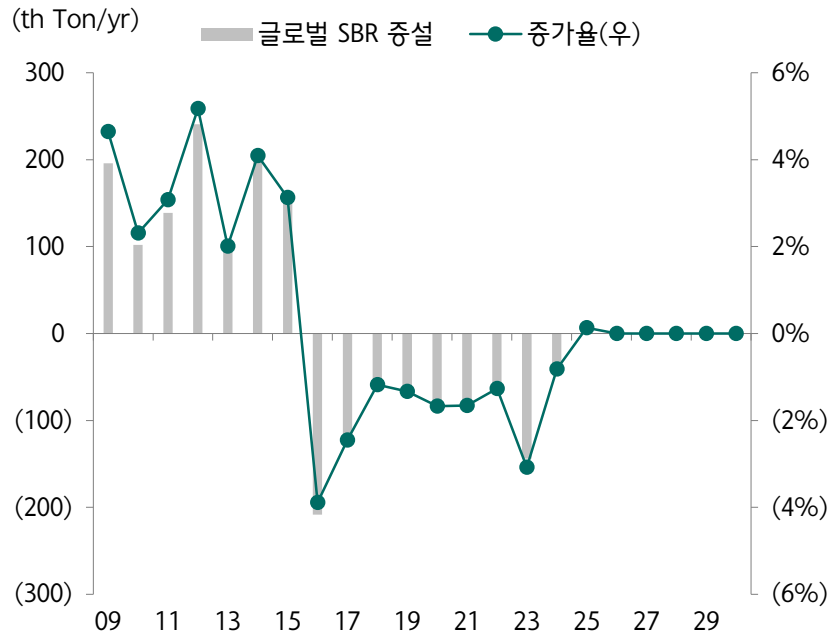
자료: Industry Data, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

다운스트림 업체와 S-Oil의 사힌PJ가 상대적으로 유리

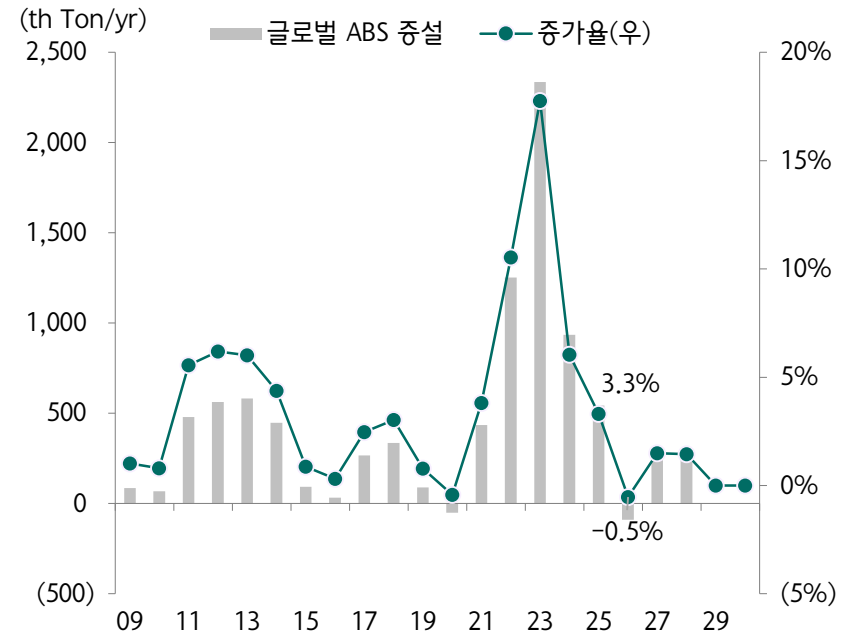
- 중국 이구환신의 수혜를 누릴 수 있는 BR/SBR, ABS 등은 증설 부담 제한적인 반면, 원재료의 공급과잉에 따른 수혜 기대할 수 있어
- 합성고무 및 ABS의 턴어라운드를 기대할 수 있는 금호석유화학이 유리
- 수직계열화와 연료비 절감 등을 통해 기존 NCC 대비 원가 경쟁력을 발휘할 수 있는 S-Oil의 사힌PJ도 상대적으로 유리할 것

글로벌 SBR 증설 부담 제한적



자료: Industry Data, 하나증권

글로벌 ABS 증설 또한 2025년부터 제한적



자료: Industry Data, 하나증권

4. 석유화학(Overweight): 회복 전망의 이유

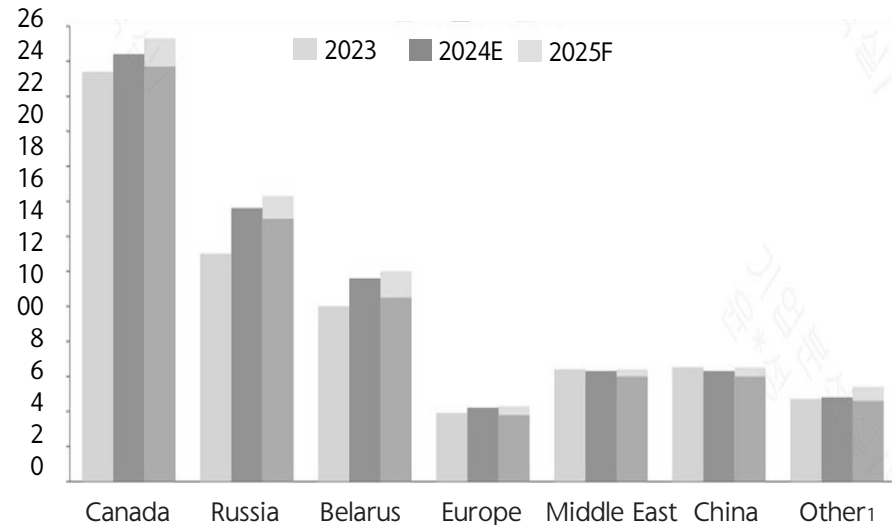
칼륨, 사이클 턴어라운드와 정책적 수혜 기대

- 칼륨계 비료(염화칼륨) 수요는 미국/남미의 옥수수, 브라질의 대두, 인도의 쌀 생산량 증가 등 영향으로 증가 예상
- 반면, 캐나다/러시아/벨라루스 등 Top 3 국가를 중심으로 생산량은 크게 늘어나지 않아 2025년 타이트한 염화칼륨 수급 예상
- 탄소포집 45Q 세액공제 유지 결정. 트럼프 에너지 정책 상 중요한 기술이기 때문. CO2 흡착제로 사용되는 칼륨계 제품의 수혜 예상

2025년 염화칼륨 공급 증가폭 크지 않을 전망

Potash Production in Selected Regions

(millions tonnes KCl)

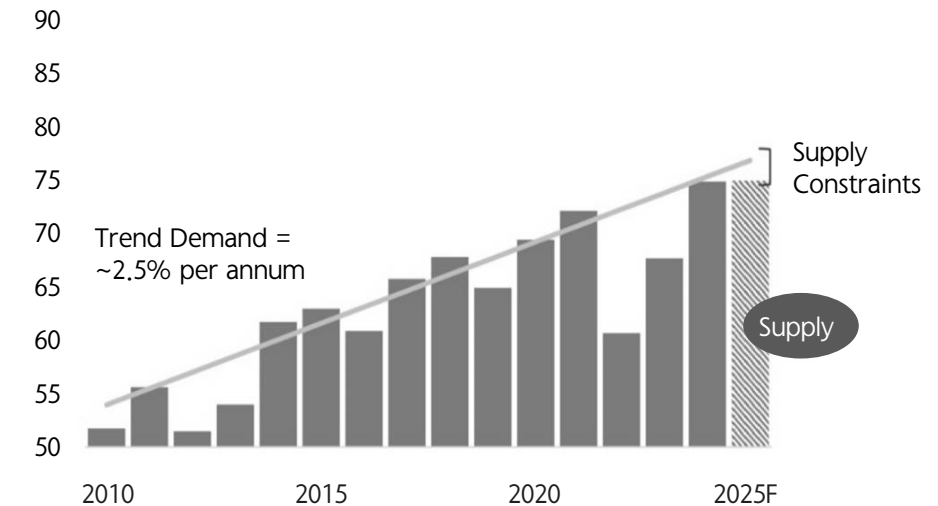


자료: Nutrien, 하나증권

이로 인해 글로벌 염화칼륨 수급은 타이트한 흐름 예상

World Potash Supply and Trend Demand

(millions tonnes)



자료: Mosaic, 하나증권



5. 태양광(Overweight): 미국 내 확고한 입지 확보

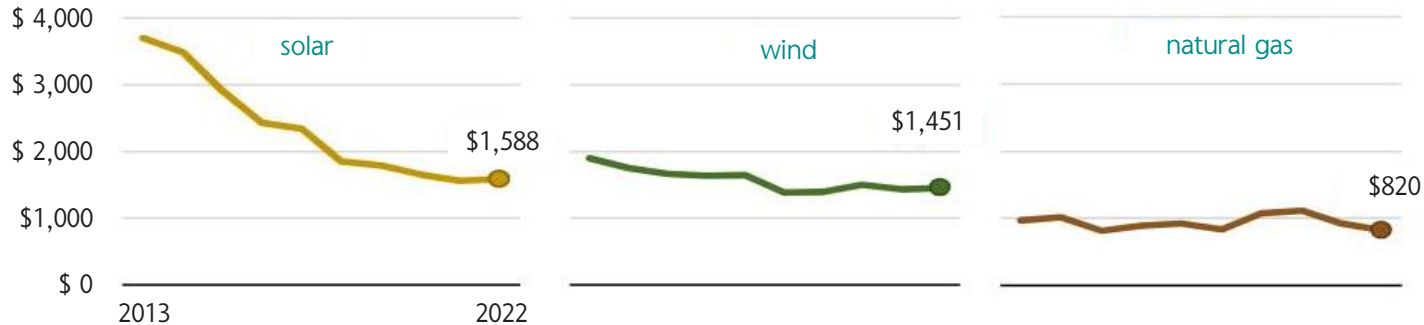
가스발전소 건설 비용 3배 급증과 가스터빈 병목 현상

- NextEra Energy CEO, “가스복합화력 발전소 건설 비용이 2022년 785\$/kW에서 현재 2,400\$/kW로 3배 이상 상승”
- 가스터빈 수요 급증과 EPC 인력 부족, 가스 인프라 구축 지연 등의 이유
- Siemens Energy CEO, “가스터빈 생산능력 한계로 인한 병목 발생. 가스터빈 블레이드는 세계적으로 2~3개 주조 공장만 생산 가능”

2022년 기준 미국 가스발전소 건설 비용은 820\$/kW. 현재는 3배 이상 급등한 것으로 추정

U.S. capacity-weighted average utility-scale construction cost by technology (2013-2022)

dollars per kilowatt



U.S. utility-scale capacity additions by technology (2013-2022)



자료: EIA, 하나증권





5. 태양광(Overweight): 미국 내 확고한 입지 확보



태양광이 당장의 수요를 충족할 수 있다

- NextEra Energy CEO, 향후 20년 간 전력 수요 +55% 증가 전망. 이를 충족하기 위해 모든 것이 필요(all of the above energy solution)
- NextEra Energy는 5년 간 재생에너지 175GW, 가스발전소 13GW, 원전 3GW를 설치
- 재생에너지(특히, 태양광)는 당장 가동 가능하나, 가스발전소는 2030년 이후, 원전/SMR은 2035년 이후 예상

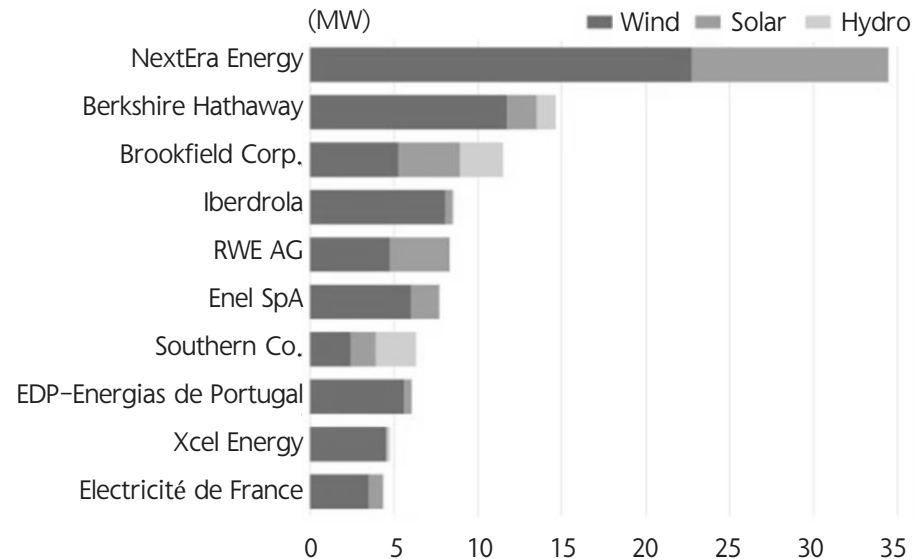
NextEra Energy CEO, 태양광이 가장 빠른 대안이 될 수 있다고 주장



자료: S&P Global, 하나증권

NextEra Energy는 최대 유틸리티 스케일 신재생 업체 중 하나

Top 10 operating utility-scale renewable capacity

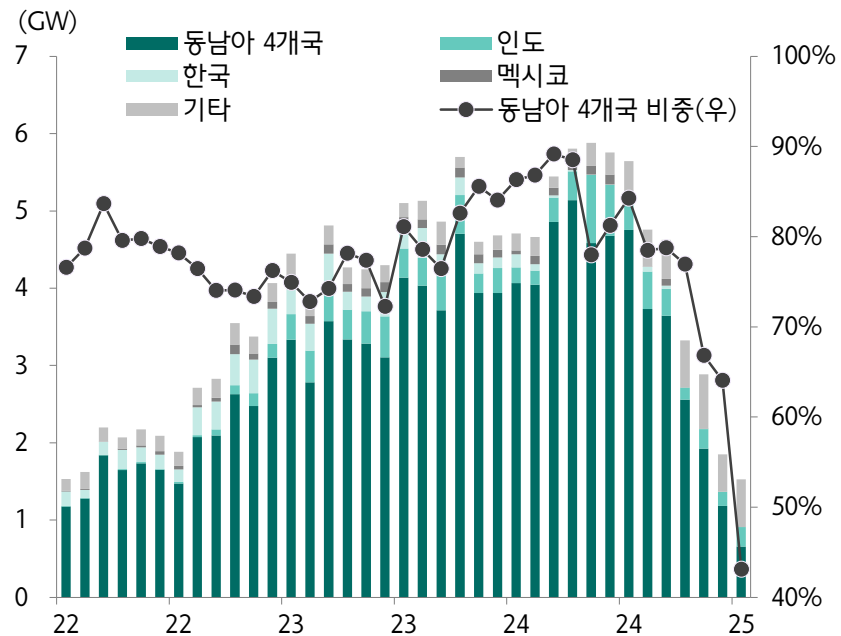


자료: S&P Global, 하나증권

중국의 미국 태양광 시장 침투는 AD/CVD로 막혀

- 2025년 4월, 동남아 4개국을 우회해 수입되는 중국 태양광 모듈/셀에 대한 AD/CVD 최종 판정
- 동남아 4개국으로부터 수입되는 태양광 모듈은 급감. 반면, 셀 수입량은 급증. 셀 수입을 통해 모듈을 제조해야 하기 때문
- 미국 내 셀 공급 부족을 감안 시 Value Chain 내 수직 계열화가 완성된 First Solar, 한화솔루션이 유리

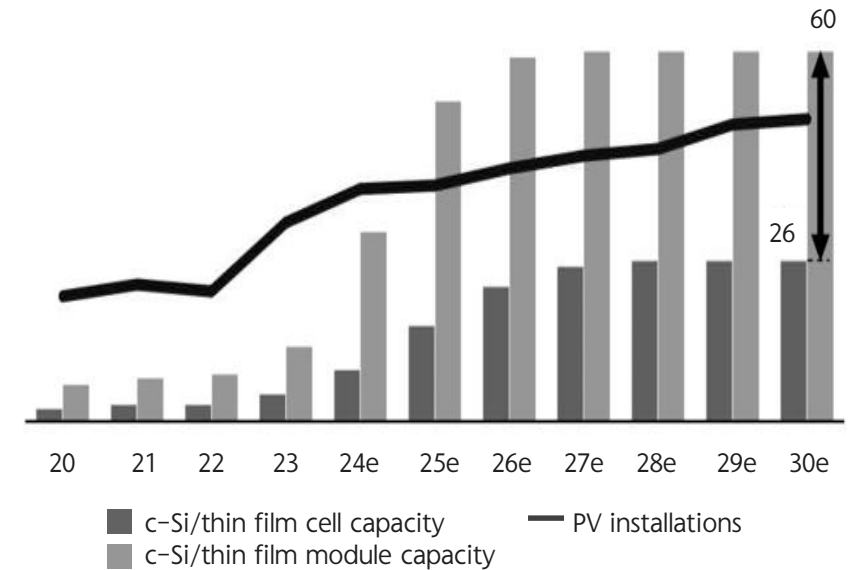
AD/CVD로 인해 미국 내 동남아 4개국으로부터 수입되는 물량 급감



자료: Bloomberg, 하나증권

2030년까지 미국 모듈 대비 셀 Capa가 부족할 전망

Thin film & c-Si cell/module capacity vs. PV installs (GW)



자료: CEA, 하나증권



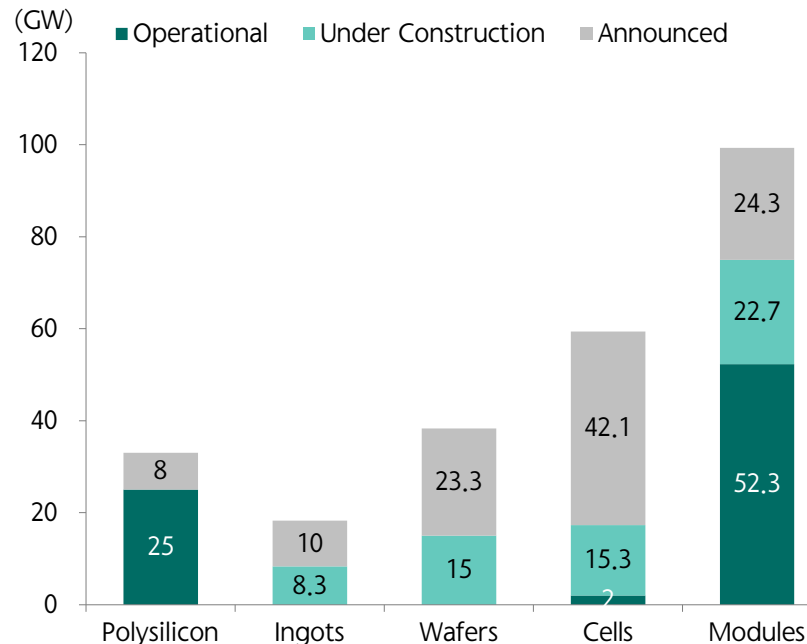
5. 태양광(Overweight): 미국 내 확고한 입지 확보



중국 업체에 대한 AMPC 지급 중단 가능성 높아져

- IRA 세제 개편안에서 AMPC(45X) 조기 일몰(2033년→2032년)과 FEOC 규정 신설 제시
- 미국 태양광 모듈 총 52GW 중 중국 설비는 Illuminate 5GW, Trina Solar 5GW, Jinko Solar 1GW 등 총 21GW로 40% 비중
- FEOC 규정에 따라 중국 지분이 들어간 설비 중 일부는 AMPC 수취 불가할 전망. 빠른 공급과잉 해소 가능성 높아져

미국 모듈 설비 52GW 중 중국 지분이 포함된 설비는 21GW에 달해



자료: SEIA, 하나증권

Jinko Solar, 컨콜에서 AMPC(45X) 수취를 언급

Q - Alan Lau [{BIO 22422761 <GO>}](#)

Okay. Okay. Thank you. And my next question is about -- so did the company receive IRA credits for -- for the production last year at this point in time, or -- or if the company has sold any of the IRA45X credits already?

A - Charlie Cao [{BIO 18875264 <GO>}](#)

You know, last year, I think we -- we filed, you know, the filings, and -- and you know, it's a kind of the -- the deduction of the, you know, tax payable, you know, for the -- our facilities. And this year, we are exploring the opportunities -- and to sell credit to the outside investors, and it's in the process.

Q - Alan Lau [{BIO 22422761 <GO>}](#)

So you managed to get the credits already, just managing to sell it to financial institutions, right? For this year?

A - Charlie Cao [{BIO 18875264 <GO>}](#)

Yeah. This year where we plan, you know, it's because, you know, we have 2 gigawatts in -- for operations and -- and yeah, there's a lot of, you know -- you know, potential investors who are interested to, you know, to -- to procure the credit from the facilities. And so, we are in the process of the communication and negotiation.

Q - Alan Lau [{BIO 22422761 <GO>}](#)

자료: Bloomberg, 하나증권

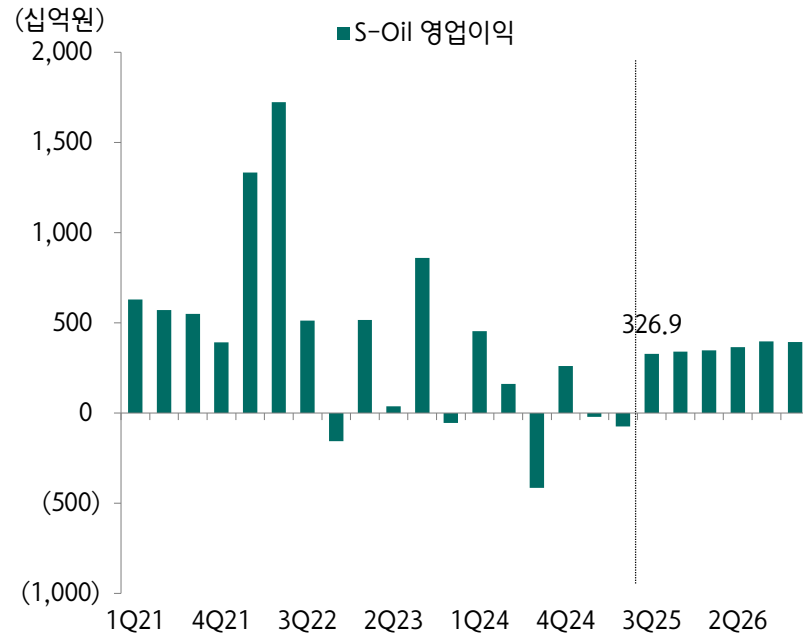


5. Top Picks

S-Oil(010950) | BUY | TP 80,000원 | CP(5월22일) 50,600원

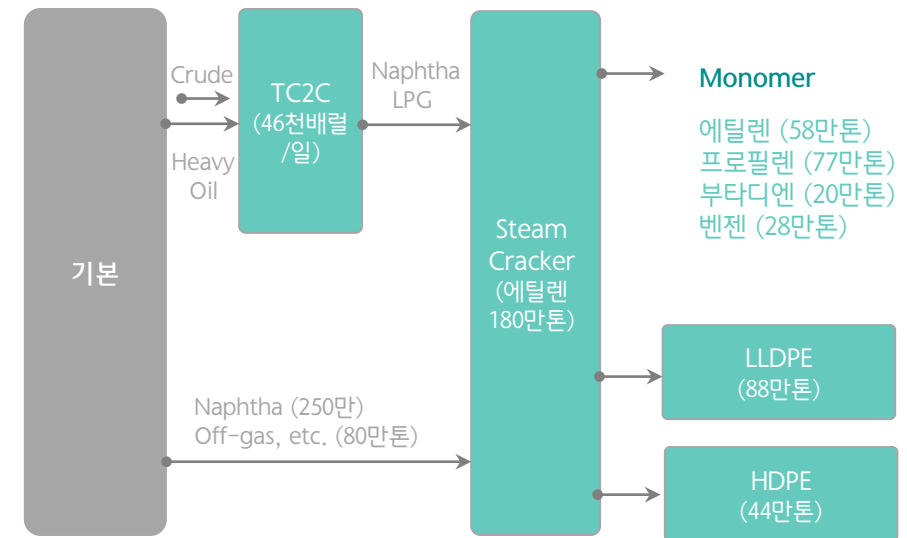
- 트럼프의 전기차 세액공제 조기 폐지로 인해 내연기관의 수요는 견조하게 유지될 전망
- 2025~26년 미국의 석유제품 재고는 25년 래 최저치를 기록할 전망. 중국 순수출 감소 가능성도 상존. 정제마진 강세 예상
- 트럼프의 중동 전략 변화, OPEC+의 빠른 감산 완화, 캐나다 해상 원유의 아시아 유입으로 인해 OSP 안정화 가능성 높아

2H25 영업이익 뚜렷한 개선 예상



자료: S-Oil, 하나증권

샤힌 PJ 2026년 상반기 기계적 준공, 하반기 상업 가동 예정



자료: S-Oil, 하나증권



5. Top Picks



S-Oil(010950) | BUY | TP 80,000원 | CP(5월22일) 50,600원

- 영업이익 2024년 4.2천억원 → 2025년 5.7천억원(YoY +35%) → 2026년 1.5조원(YoY +163%) 으로 드라마틱한 개선 전망
- 사인 PJ 2026년 상반기 기계적 준공, 하반기 상업 가동 예정. 기존 설비 대비 원가경쟁력 높을 것으로 예상
- 2025년 기준 12M Fwd PBR 0.68배로 역사적 최하단. 전기차 세액공제 조기 폐지 및 사인PJ 가동 이후 배당 상향 등 감안 시 절대 저평가

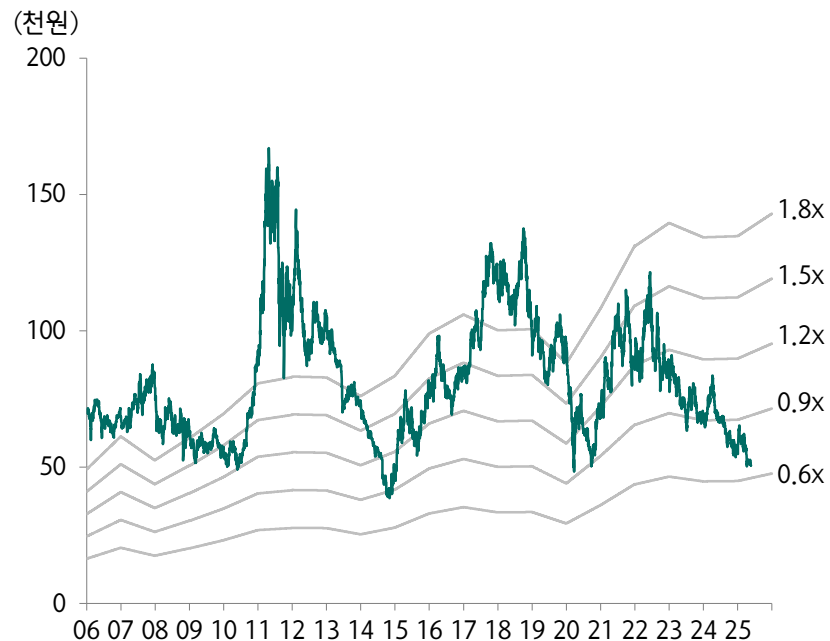
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	35,726.7	36,637.0	35,835.6	36,216.3
영업이익	1,354.6	422.2	570.0	1,500.5
순이익	948.8	(193.0)	58.4	739.5
증감률	(54.9)	적전	흑전	1,166.3
PER	8.55	(33.09)	101.60	8.03
PBR	0.90	0.73	0.68	0.64
ROE	10.83	(2.18)	0.67	8.22
DPS	1,700	125	1,750	2,250

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나증권





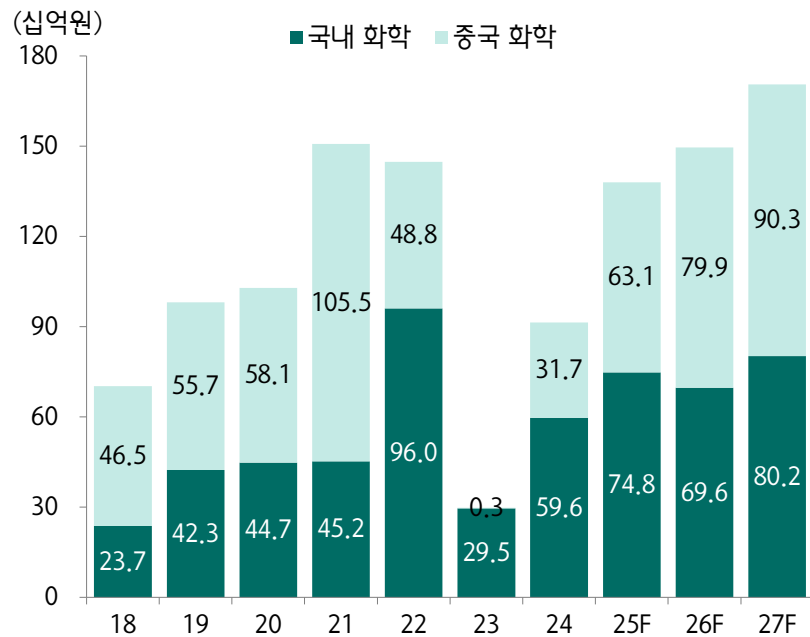
5. Top Picks



유니드(014830) | BUY | TP 130,000원 | CP(5월22일) 93,700원

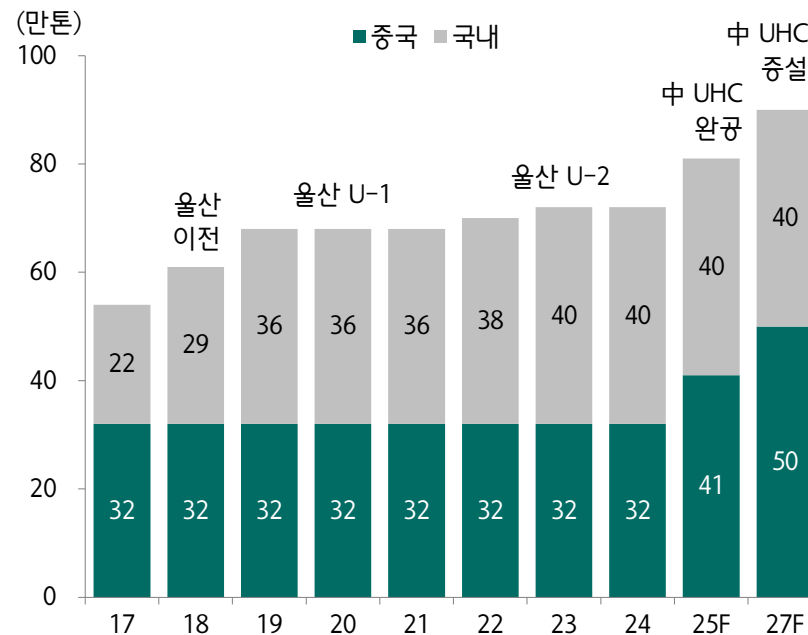
- 2025년 염화칼륨 시장의 사이클 턴어라운드 전망. 비료 수요 호조와 캐나다/러시아/벨라루스의 공급제한 때문
- 탄소포집 45Q 세액공제가 미국 내 주요 에너지 업체들의 로비 등 영향으로 유지됨에 따라 탄소포집 시장의 성장 기대
- 울산, 중국 UHC 증설을 통해 2020년 대비 전체 Capa가 +32% 증가해 외형 성장 지속

염화칼륨 시장 사이클 턴어라운드로 2025년 영업이익 대폭 개선 전망



자료: 유니드, 하나증권

유니드의 Capa 증설 추이. 2020년 대비 Capa +32% 증가



자료: 유니드, 하나증권





5. Top Picks



유니드(014830) | BUY | TP 130,000원 | CP(5월22일) 93,700원

- 영업이익 2024년 954억원 → 2025년 1,398억원(YoY +46%) → 2026년 1,518억원(+9%)으로 개선 예상. 2026년 사상 최대 이익 예상
- 염화칼륨 시장의 턴어라운드와 증설에 따른 외형성장 효과가 동시에 나타나기 때문. 중국 CPs 증설에 따른 염소 적자 축소도 가능
- 2025년 추정 ROE 9.8% 대비 PBR 0.57배, PER 6.09배로 절대 저평가 상태. 탄소포집 시장 개화에 따른 밸류에이션 재평가 기대

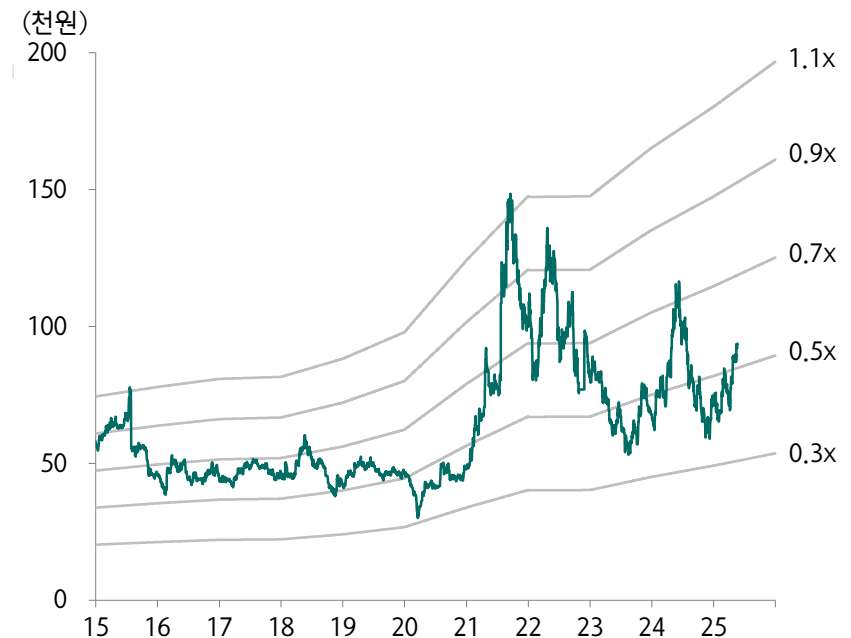
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,133.7	1,111.6	1,401.2	1,511.6
영업이익	32.1	95.4	139.8	151.8
순이익	16.3	76.2	103.9	113.2
증감률	(86.9)	367.5	36.4	9.0
PER	28.21	6.42	6.09	5.59
PBR	0.51	0.48	0.57	0.52
ROE	1.80	7.96	9.82	9.80
DPS	1,600	1,800	1,800	1,800

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나증권





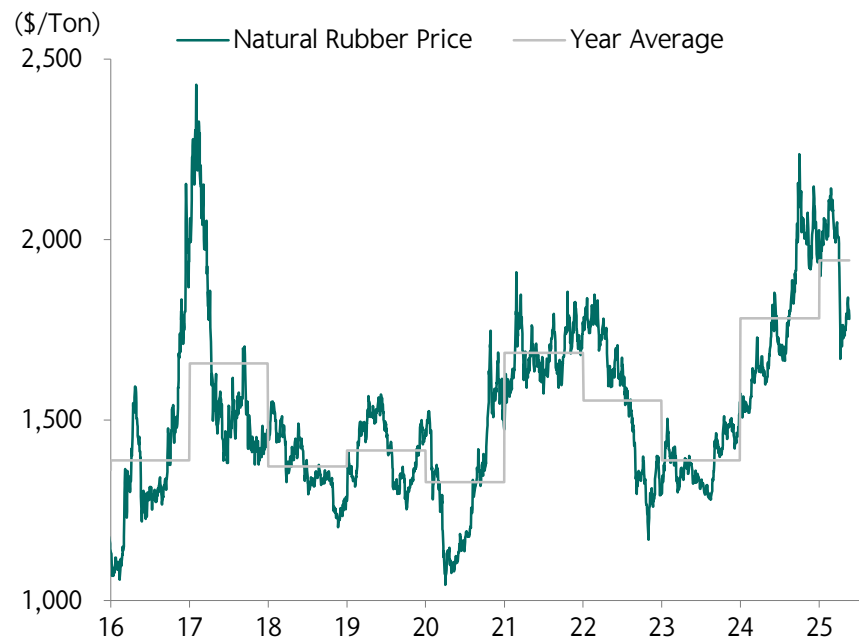
5. Top Picks



금호석유화학(011780) | BUY | TP 150,000원 | CP(5월22일) 108,100원

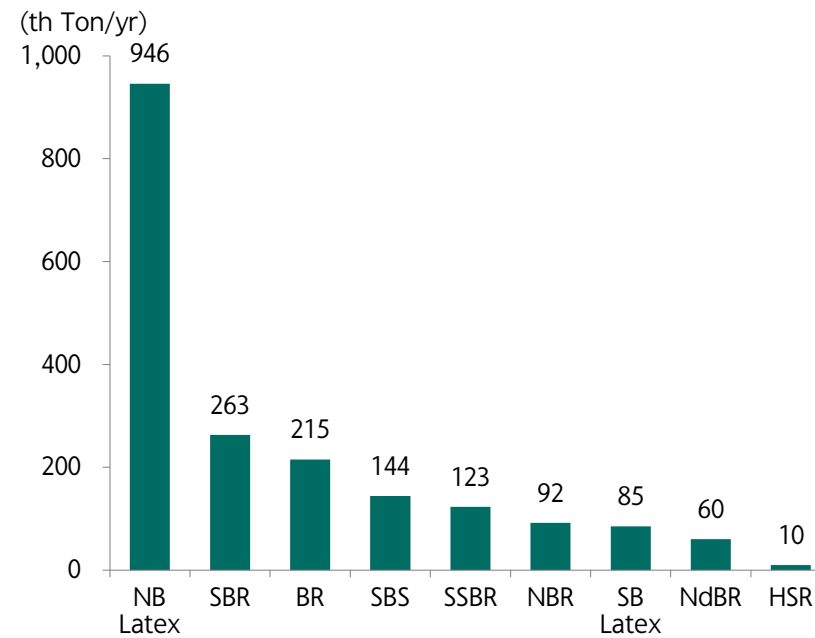
- 2026년 EUDR 시행, 구조적인 공급 부족 등 영향으로 2025년 하반기부터 재차 천연고무/합성고무 강세 전망
- 중국에 대한 미국의 관세 50% 부과로 말레이/태국 장갑 업체의 미국 내 M/S 확대 중. 2025년 하반기부터 NB Latex 턴어라운드 가능
- ABS, 페놀유도체 공급과잉도 중국 이구환신에 따라 해소될 가능. 국내 기초유분 공급과잉도 원료 조달 측면에서 유리한 포인트

천연고무 강세 2025년 하반기부터 재차 나타날 전망



자료: MRE, 하나증권

금호석유 주요 합성고무 설비 Capa 비교



자료: 금호석유화학, 하나증권





5. Top Picks



금호석유화학(011780) | BUY | TP 150,000원 | CP(5월22일) 108,100원

- 영업이익 2024년 2.7천억원 → 2025년 4.3천억원(YoY +59%) → 2026년 5.3천억원(YoY +22%)으로 개선 예상
- 2025년 하반기 이후 NB Latex의 턴어라운드가 시현될 경우, 실적의 추가 상향 가능성도 열려 있어
- 순현금 상태의 탄탄한 재무구조와 별도 기준 주주환원율 30~40% 감안 시, 2025년 기준 ROE 7.2%, PBR 0.5배로 절대 저평가

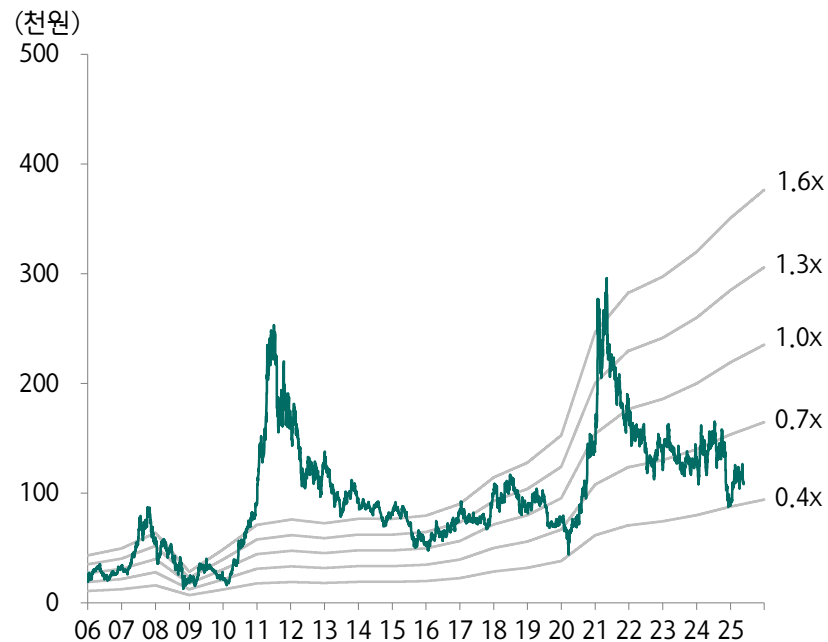
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,322.5	7,155.0	7,732.9	7,755.6
영업이익	359.0	272.8	434.9	529.5
순이익	446.8	348.6	450.8	531.7
증감률	(56.2)	(22.0)	29.3	18.0
PER	9.57	8.00	7.19	6.06
PBR	0.72	0.45	0.50	0.46
ROE	7.77	5.88	7.23	7.97
DPS	2,900	2,200	2,200	2,200

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나증권





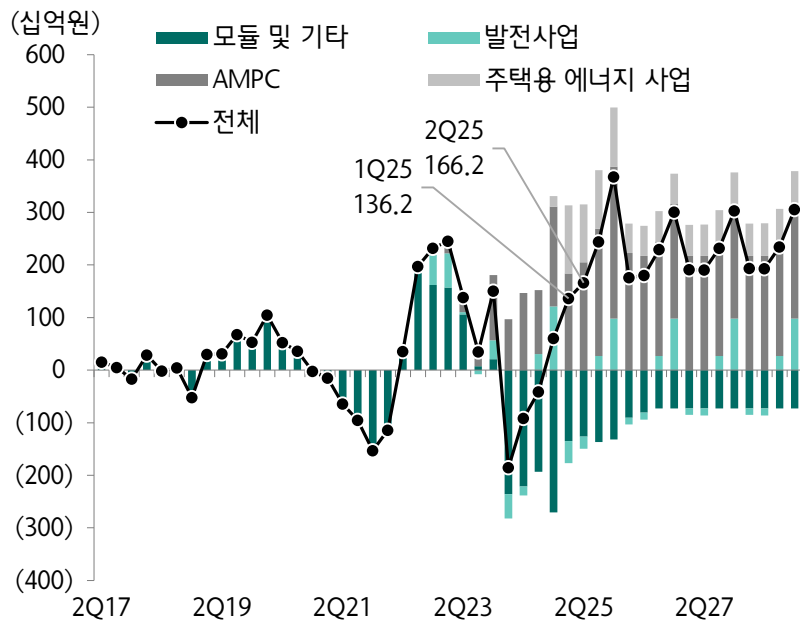
6. Top Picks



한화솔루션(009830) | BUY | TP 40,000원 | CP(5월22일) 33,300원

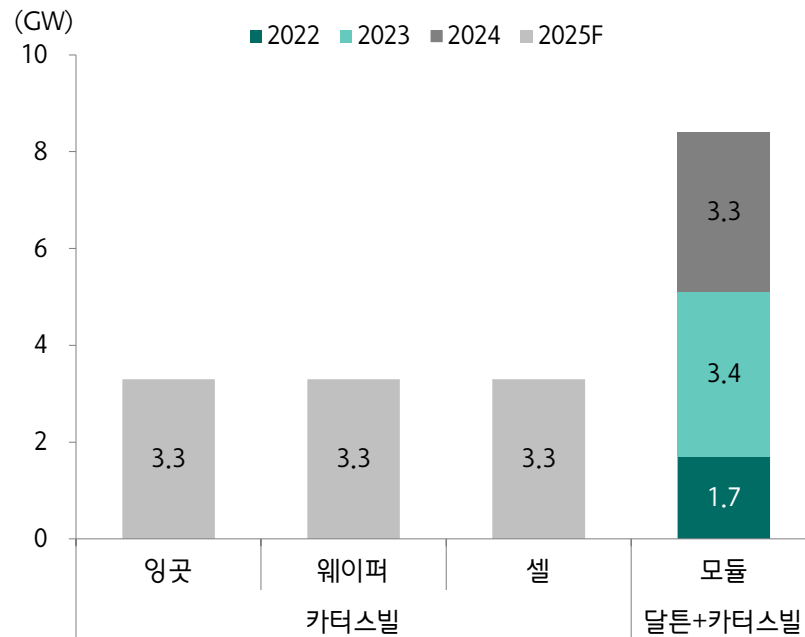
- 주택용 에너지 사업의 실적 개선, 모듈 사업의 적자폭 축소, 추가 AMPC 반영 등으로 2025~26년 태양광 실적은 뚜렷한 개선 예상
- 모듈 사업은 AMPC(45X)의 FEOC에 따른 중국 업체의 보조금 수취 제한의 반사 수혜
- 2025년 말 카터스빌 완공에 따른 미국 내 수직계열화 완성도 긍정적

한화솔루션 태양광 실적 Break Down과 전망



자료: 한화솔루션, 하나증권

한화솔루션, 2025년 말 수직계열화 완성(자급률 40% 달성)



자료: 한화솔루션, 하나증권





5. Top Picks



한화솔루션(009830) | BUY | TP 40,000원 | CP(5월22일) 33,300원

- 전사 영업이익 2024년 -3천억원 → 2025년 7.5천억원(YoY +1조원) → 2026년 0.9조원(YoY +20%)으로 뚜렷한 개선 예상
- 45X의 FEOC 규정에 따른 모듈 공급과잉의 빠른 해소 시 추정치 추가 상향 가능성 상존. 케미칼 사업의 턴어라운드 가능성도 열려 있어
- 순차입금 축소를 위한 보유 자산매각 등의 이벤트 발생 시 주가의 추가 상승 동력이 될 수 있을 것

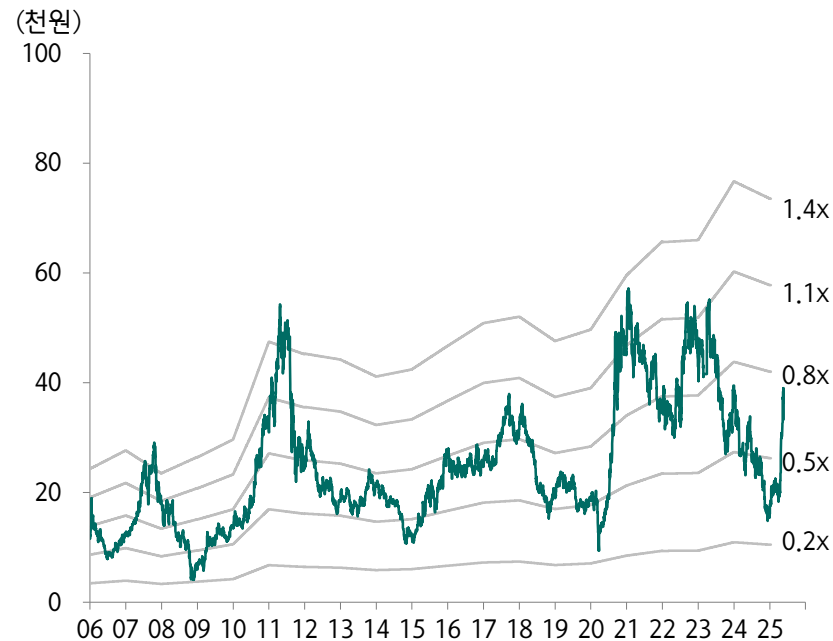
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,078.5	12,394.0	14,990.3	13,986.0
영업이익	579.2	(300.2)	749.5	898.3
순이익	(141.0)	(1,404.4)	247.9	402.9
증감률	적전	적지	흑전	62.5
PER	(49.69)	(2.00)	23.43	14.42
PBR	0.84	0.29	0.60	0.57
ROE	(1.66)	(15.99)	2.60	4.10
DPS	300	300	300	300

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



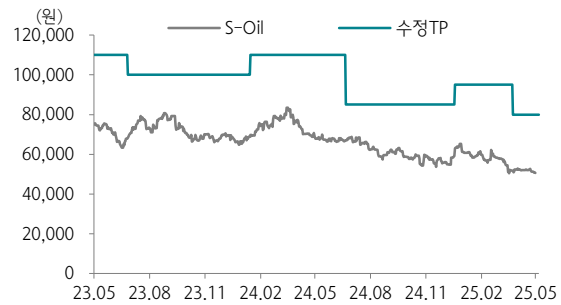
자료: 하나증권





투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

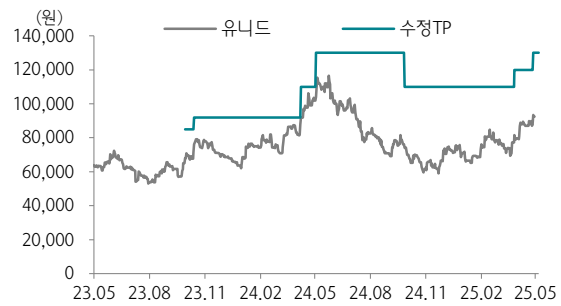
S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.15	BUY	80,000		
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%
23.2.2	BUY	110,000	-30.56%	-20.82%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유니드



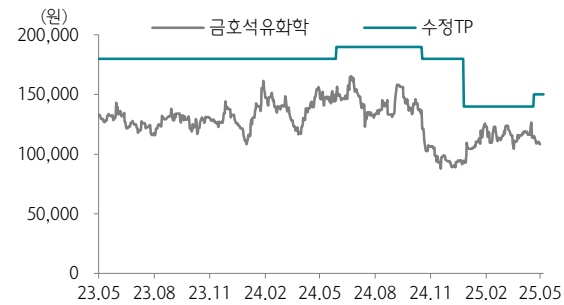
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	130,000		
25.4.14	BUY	120,000	-28.74%	-25.17%
24.10.14	BUY	110,000	-35.62%	-23.00%
24.5.20	BUY	130,000	-30.14%	-10.38%
24.4.25	BUY	110,000	-9.04%	-3.36%
23.10.31	BUY	92,000	-18.52%	-4.46%
23.10.16	BUY	85,000	-18.74%	-15.88%
23.10.13	Not Rated	-	-	-





투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

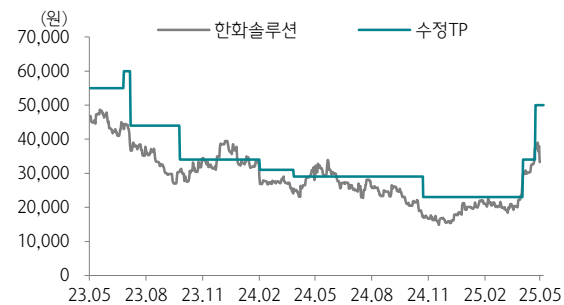
금호석유화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.12	BUY	150,000		
25.1.16	BUY	140,000	-18.04%	-9.64%
24.11.8	BUY	180,000	-45.59%	-37.22%
24.6.19	BUY	190,000	-24.47%	-13.05%
23.10.17	1년 경과		-	-
22.10.17	BUY	180,000	-24.15%	-9.50%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	50,000		
25.4.25	BUY	34,000	-5.81%	9.85%
24.11.14	Neutral	23,000	-16.31%	17.83%
24.4.18	Neutral	29,000	-10.63%	16.90%
24.2.23	Neutral	31,000	-12.62%	-6.29%
23.10.16	Neutral	34,000	-2.52%	16.18%
23.7.28	Neutral	44,000	-22.61%	-11.25%
23.7.17	BUY	60,000	-28.47%	-25.92%
23.1.9	BUY	55,000	-16.74%	0.18%



Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 5월 19일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.98%	5.02%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 16일