



2026년 에너지/화학

**Deja
vu**

2015

에너지/화학 Overweight

2025.11.17

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com

RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권

에너지/화학 Overweight

Deja-vu 2015

1. [정유(Overweight)] Deja-vu 2015
2. [석유화학(Overweight)] AI가 아시아 석유화학 회복을 견인
3. [태양광(Neutral)] 전력 부족의 해결사. 하지만, 확인할 것이 있다

4. Top Picks

S-Oil(010950) | BUY | TP 100,000원
대한유화(006650) | BUY | TP 200,000원
금호석유화학(011780) | BUY | TP 160,000원
KCC(002380) | BUY | TP 520,000원

[정유(Overweight): Deja-vu 2015]

- ✓ 2026년 글로벌 정제설비 순증설 +60만b/d vs. 글로벌 수요 +110만b/d. 2030년까지 구조적인 공급 부족 심화 예상
- ✓ No.3 러시아의 공급차질 규모 50~110만b/d로 글로벌의 0.5~1.1%. 부품/기술 수입 차단으로 2026년 중반까지 지속
- ✓ No.2 미국의 폐쇄 사이클 진입과 저위 재고로 인한 수출 감소 사이클 진입
- ✓ No.1 중국의 감유증화 정책에 따른 증설 제한과 수출 쿼터 동결. 중장기 순수출 축소 국면 진입
- ✓ 2026년 정제마진 강세 예상. 특히, 역사적으로 높은 수준의 OSP 인하 사이클 도래. 도입 원가 하락분 실적 추정치에 아직 미반영
- ✓ 2015년 OSP 인하기 이후 3년 간 S-Oil의 주가는 3.6배 상승. 유사한 흐름을 향후 기대
- ✓ Top Pick은 S-Oil. 정제마진 강세 및 석유화학 시황 회복에 따른 샤프인P 가치 반영될 것. 중장기 배당 수익률 상향 전망

[석유화학(Overweight): AI가 아시아 석유화학 회복을 견인]

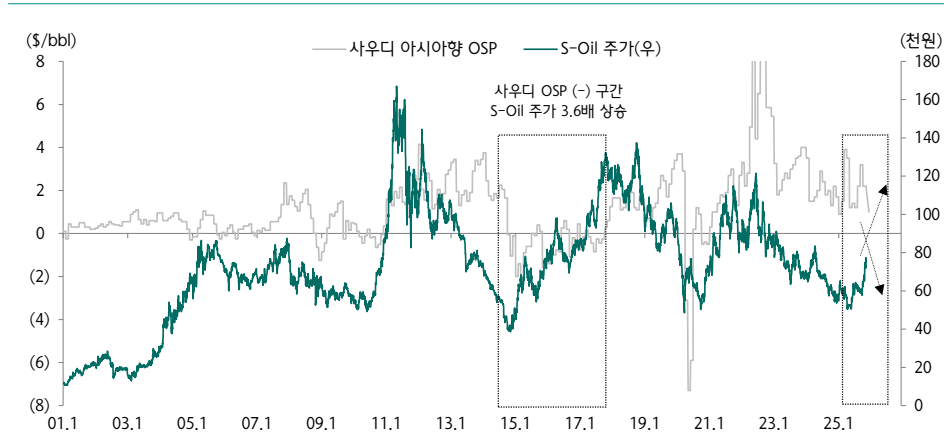
- ✓ Oil/Gas Ratio 13배 수준까지 하락. 향후 추가 하락 전망. 미국 ECC 대비 아시아 NCC의 경쟁력 회복 예상
- ✓ AI/리쇼어링에 따른 전력 수요 급증, LNG 수출 확대 과정에서 미국 천연가스 가격 강세는 불가피하기 때문
- ✓ 유가 약세에 따른 중동의 석유화학 증설 지연, 업황 부진에 따른 중국의 증설 지연 및 구조조정 본격화로 공급 부담 완화 기대
- ✓ 한국의 본격화되는 구조조정까지 감안하면 한국 NCC의 가동률 상향 충분히 가능. 가동률 상승은 적자축소와 흑자전환을 의미
- ✓ 업황의 드라마틱한 개선 여부보다 가동률 상승에 따른 영속 기업으로서의 가정을 할 수 있는지의 여부가 주가관점에서 중요
- ✓ 2026년 회복이 강할 것으로 보이는 합성고무(NBL), ABS, 유기실리콘, ECH 등이 상대적 관점에서 유리
- ✓ Top Pick은 대한유화, 금호석유화학, KCC

[태양광(Neutral): 전력 부족의 해결사. 하지만, 확인할 것이 있다]

- ✓ 미국의 절대적으로 부족한 전력 수요 및 절대적으로 낮은 LCOE, ESS 결합 용이성 등을 감안하면 여전히 태양광 시장 성장성은 유효
- ✓ 미국의 태양광 모듈 재고는 약 1년 치 재고 50GW 내외로 추정 → 재고 소진 여부 확인 필요
- ✓ 동남아 4개국에 대한 AD/CVD로 인해 인니/라오스/인도를 통해 재차 중국 물량이 유입 → 수입 물량 감소 여부 확인 필요
- ✓ 미국의 한국으로부터의 셀 수입량 급감. 원산지 이슈에 따른 통관 강화 영향 → 셀 통관 정상화 여부 확인 필요

Deja-vu 2015

- [정유(Overweight)] 2026년 정제마진 강세 전망. OPEC+ 감산 완화로 OSP 하락하며 원가부담 경감. Top Pick은 S-Oil
- [석유화학(Overweight)] 글로벌 구조조정 사이클 돌입과 저유가 효과로 업황 점진적 회복 예상. Top Pick은 대한유화, 금호석유화학, KCC
- [태양광(Neutral)] 전력 부족을 해결할 에너지원으로서 태양광 부각. 다만, 단기적으로 미국 내 공급과잉 해소 여부 확인 필요



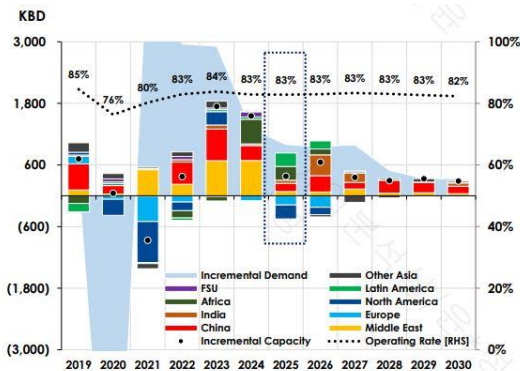
자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

1. [정유(Overweight)] Deja-vu 2015

2026년부터 2030년까지 정제설비 부족

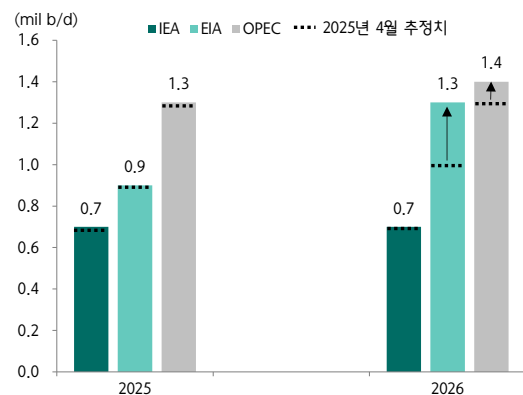
- 2026년 글로벌 정제설비 순증설 +60만b/d vs. 글로벌 수요 +110만b/d
- 2027~30년까지 글로벌 정제설비 순증설은 매년 +20~30만b/d에 불과. 2030년까지 구조적인 공급부족 현상 심화될 전망
- 2026년 수요 전망치는 2025년 초 대비 지속 상향 중. 관세 협상 타결 등에 따른 영향

2026년 글로벌 정제설비 순증설 60만b/d로 수요 증분을 하회



자료: Thai Oil, 하나증권

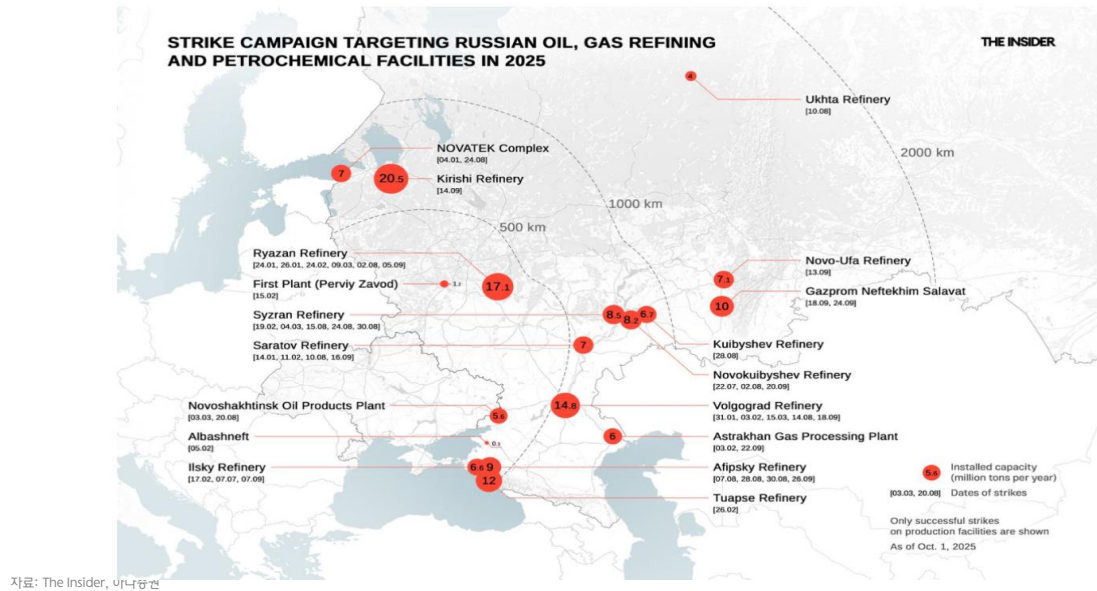
2026년 관세 협상 타결을 이유로 원유 수요 전망치 상향 조정 중



자료: IEA, EIA, OPEC, 하나증권

글로벌 No.3 러시아의 공급 차질은 2026년 중반까지 지속(1)

우크라이나 드론 공격은 1,500~2,000km까지 이뤄져



자료: The Insider, 아나중권

글로벌 No.3 러시아의 공급 차질은 2026년 중반까지 지속(2)

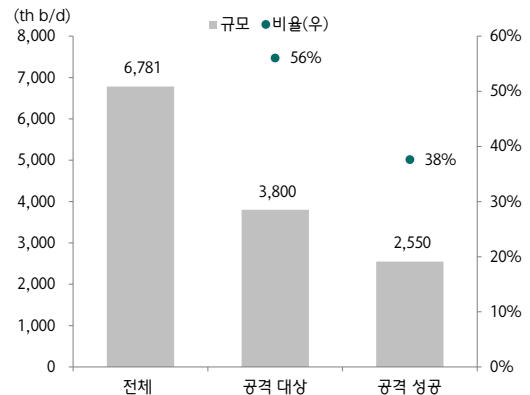
- 유가 안정화 이후 2025년 8월부터 우크라이나의 러시아 정유/가스 설비 공격 본격화. 미국의 정보/항로지원으로 명중률/사거리 향상
- 공격이 성공된 설비 규모는 255만b/d로 러시아의 38%, 글로벌의 2.5%. 실제 가동을 감당한 현실적 차질 규모는 50~110만b/d
- IEA는 2026년 6월 이후 정상화 전망. 제재로 인한 정유 설비 부품/기술 수입 차단으로 교체/수리가 길어질 가능성 때문

러시아 정제설비 공격에 사용된 우크라이나 Long-Range Drone(FP-1)



자료: militarnyi.com, 아나중권

드론 공격의 타격을 받은 설비는 전체의 38% 이상으로 추정



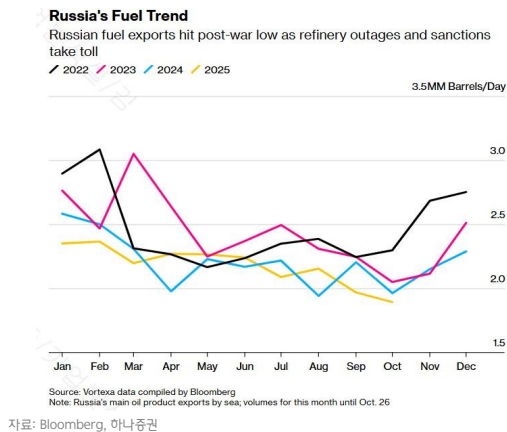
자료: Platts, 아나중권

1. [정유(Overweight)] Deja-vu 2015

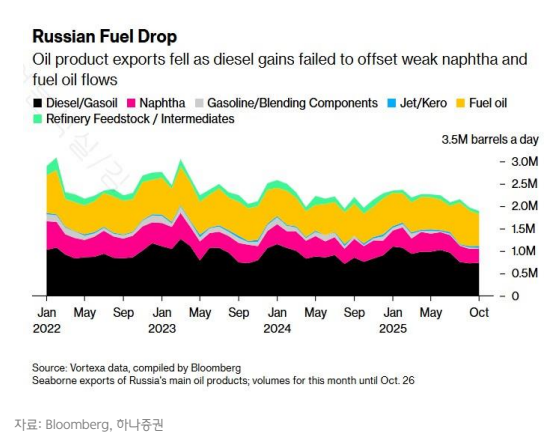
글로벌 No.3 러시아의 석유제품 수출 감소 목적

- 정제설비 타격에 따라 러시아의 정제처리량은 약 3년 래 최저치로 하락
- 자체 수급을 위해 휘발유 수출 금지를 2025년 연말까지 연장하고, 디젤 수출의 일부를 통제하기 시작
- 2025년 하반기부터 러시아의 석유제품 수출은 디젤을 중심으로 급감. 2026년 상반기까지 유사한 흐름 지속될 것

러시아 석유제품 수출 최근 4년 래 가장 낮은 수준



러시아 석유제품 수출 추세적 감소세 시현

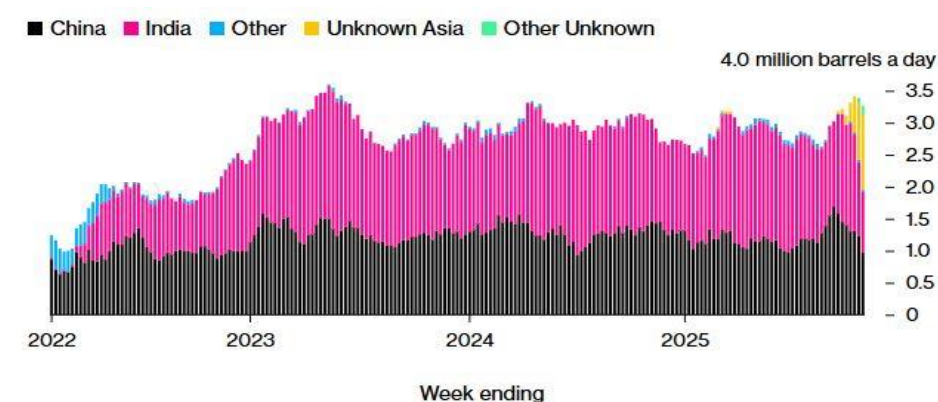


1. [정유(Overweight)] Deja-vu 2015

미국/유럽의 러시아 제재로 중국/인도의 원유 공급차질 발생

- 10/22일 미국은 러시아 Rosneft와 Lukoil에 대한 직접적인 제재는 물론, 이들과 거래하는 외국 기관에 대한 2차 제재도 시행
- 11월 초부터 러시아의 해상 원유 수송량이 급감. 특히, 중국/인도항 수출 급감. 나머지는 행선지를 정하지 못하고 유조선에 저장
- 인도 Reliance, 중국 Sinopec/PetroChina는 일부 러시아산 원유 수입 취소. 터키 정유사도 구매 줄이기 시작

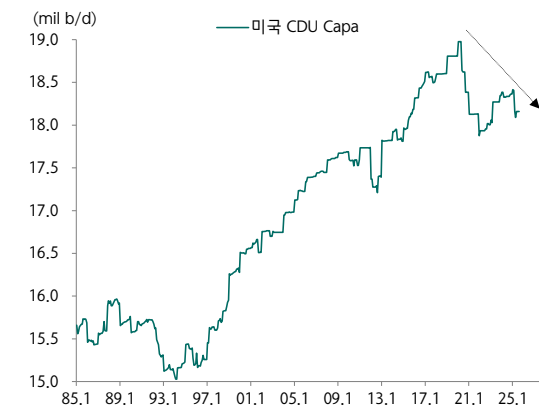
11월 초부터 러시아 해상 원유 수출 중 중국/인도항 수출은 급감



글로벌 No.2 미국의 폐쇄 사이클

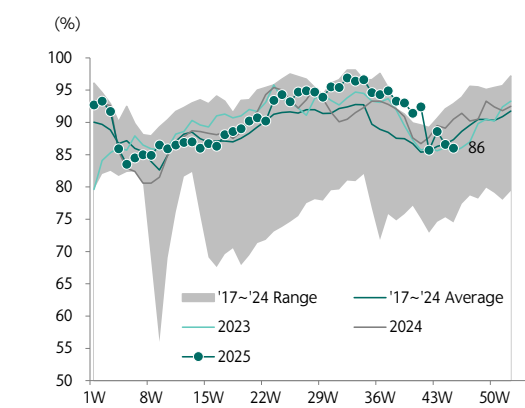
- 미국 정제설비 규모는 2020년 초 1,900만b/d에서 2025년 말 1,816만b/d로 4.3% 감축
- 2026년 추가적으로 20~30만b/d 폐쇄 예정. 트럼프의 전기차 세액공제 축소 등 감안 시 2029년까지 미국의 타이트한 수급 예상
- 견조한 수요 영향으로 미국 정제설비 가동률은 높은 수준에서 지속

미국 정제설비 폐쇄 사이클



자료: EIA, 아나중권

설비 폐쇄로 미국 정제설비 가동률은 높은 수준에서 지속

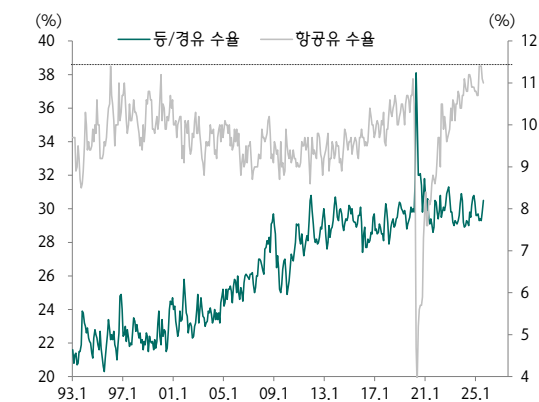


자료: EIA, 아나중권

미국의 항공유 수요 호조는 등/경유 저위 재고의 원인

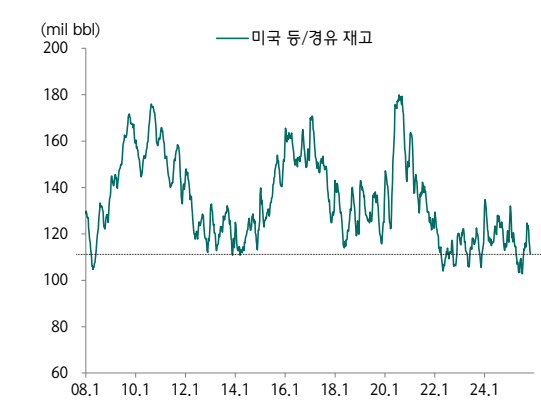
- 미국의 항공유 수요 호조와 높은 가동률 때문에 정유사의 항공유 수출은 30년 래 최대치를 기록
- 이는 상대적으로 등/경유 수출 감소로 이어져. 이는 약 20년 래 최저 수준인 등/경유 재고의 배경

미국 항공유 수요 호조로 항공유 생산 수출 30년 래 최대치



자료: EIA, 아나중권

미국의 등/경유 재고는 약 20년 래 최저 수준

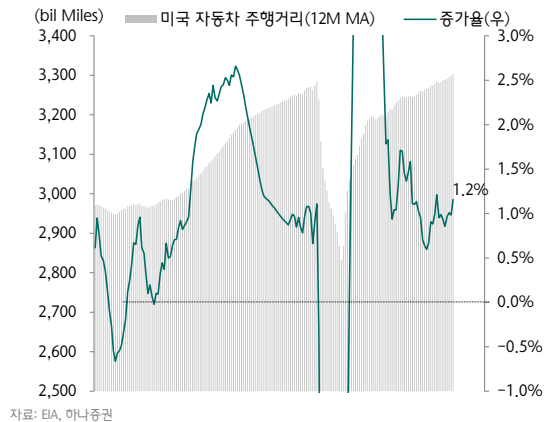


자료: EIA, 아나중권

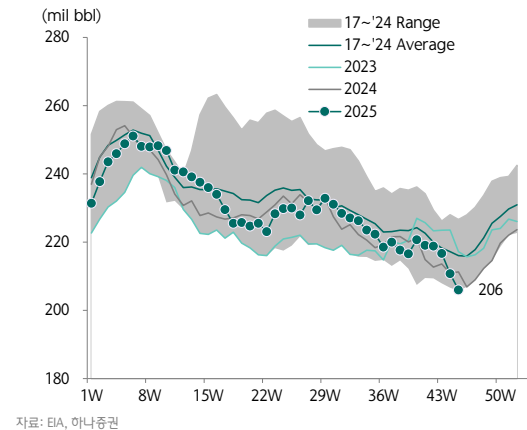
꾸준한 주행거리 증가로 미국 휘발유 재고는 10년 래 최저

- 미국 자동차 주행거리(12M 이동평균)는 YoY +1% 내외에서 지속 성장하며 2020년 코로나 직전 수준을 상회
- 반면, 미국의 정제설비 폐쇄는 이어지고 가동률은 높은 수준에서 유지되면서 휘발유 재고는 추세적으로 감소
- 현재 미국의 휘발유 재고는 약 10년 래 최저치를 기록 중

미국 자동차 주행거리는 YoY +1% 내외에서 지속 성장



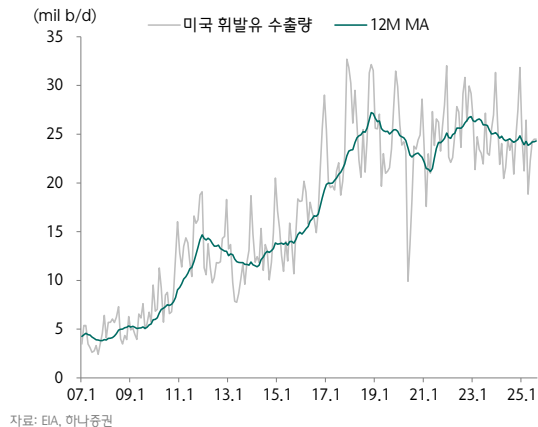
반면, 설비 폐쇄는 이어지며 미국 휘발유 재고 약 10년 래 최저



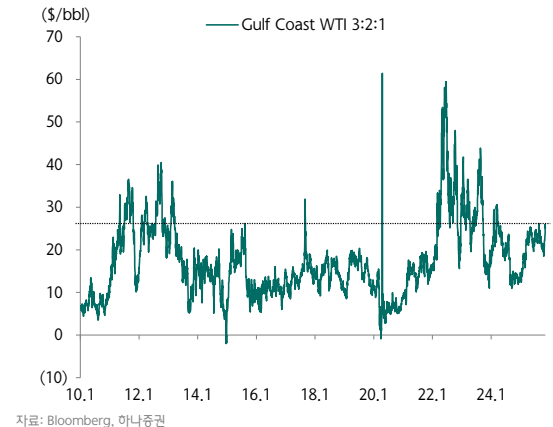
미국의 수출 감소와 3-2-1 정제마진 강세

- 미국의 설비 폐쇄 사이클 진입과 이에 따른 낮은 재고 영향으로 미국 3-2-1 정제마진은 약 1년 래 최대 수준
- 자국 내 수급을 우선 충족하기 위해 미국의 휘발유 수출은 추세적으로 감소 중
- 미국은 글로벌 최대 휘발유 수출국. 미국의 수출량 감소는 아시아 및 기타 지역의 수급 타이트 요인

글로벌 최대 휘발유 수출국 미국의 수출량은 추세적으로 감소할 전망



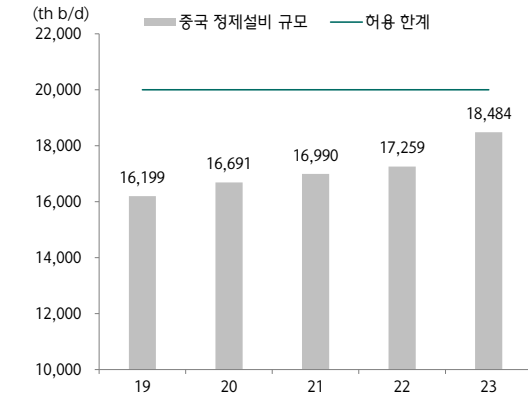
미국 3-2-1 정제마진 약 1년 래 최대



글로벌 No.1 중국의 증설 제한과 수출 쿼터 동결

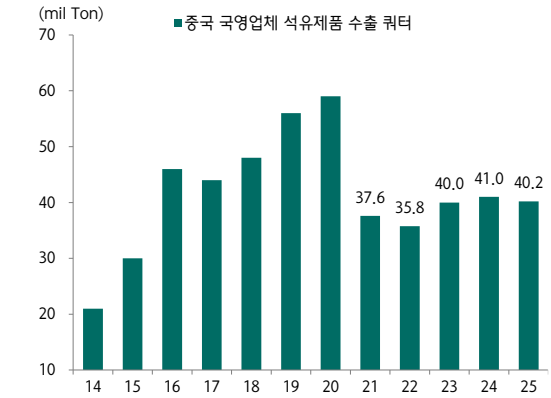
- 중국은 전기화 시대를 대비하기 위해 15차 5개년 계획을 통해 감유증화 정책을 시행할 계획
- 허용된 총 정제설비 규모는 2천만b/d가 최대 vs. 현재 Capa는 약 1.9천만b/d. 4만b/d 이하 Teapot에 대한 폐쇄 가능성도 대두
- 석유제품 수출 쿼터 또한 5년 째 동결해 감유증화 정책을 뒷받침. 중장기적으로 중국의 석유제품 순수출 축소 전망

중국은 정제설비 총 규모를 2천만b/d로 제한



자료: CEIC, 아나중권

중국 석유제품 수출 쿼터는 5년 째 동결

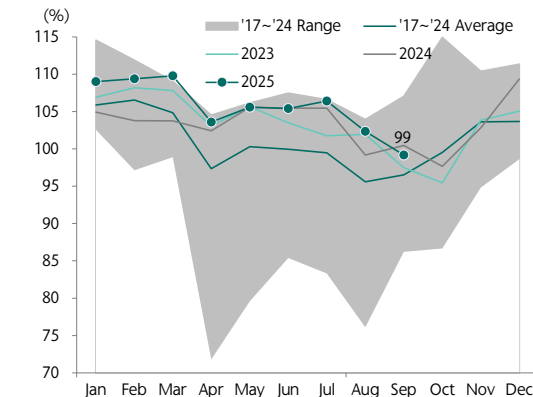


자료: Bloomberg, 아나중권

글로벌 No.4 인도의 구조적인 순수출 축소 전망

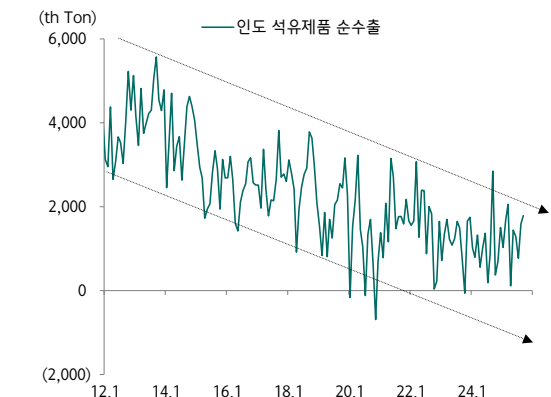
- 인도의 구조적인 경기 성장 및 자동차 보급 확대는 석유제품 수요 증대 및 순수출 감소의 근본 배경
- 단기적으로는 러시아 원유 도입 차질 발생에 따른 정제설비 가동 차질 발생 가능성 상존
- 지난 4년 간 러시아 원유 도입에 따른 상대적 원가 우위도 2026년부터는 소멸 국면 진입

인도 정제설비 가동률 과거 대비 높은 수준에서 지속



자료: CEIC, 아나중권

인도 석유제품 순수출 추이

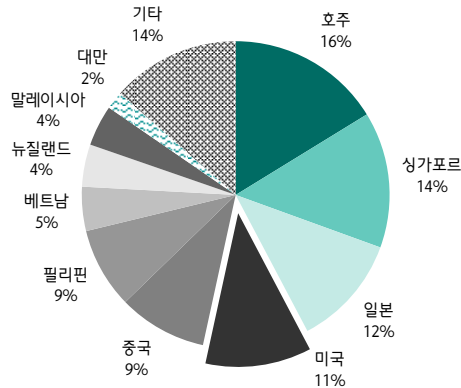


자료: CEIC, 아나중권

2026년 글로벌 No.5 한국은 석유제품 Swing Producer

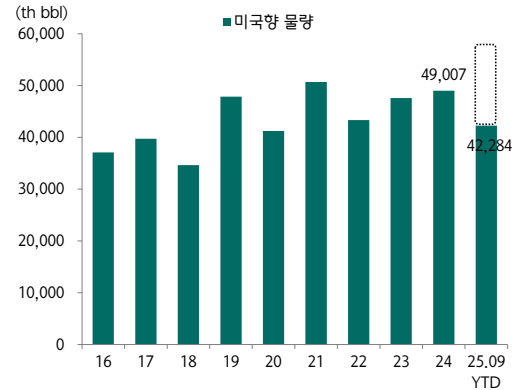
- 한국은 글로벌 No.5 정제설비 보유국이며 생산의 절반을 수출하고 가동률 상승 여력도 보유해 석유제품 시장의 Swing Producer
- 2025년 한국의 미국향 석유제품 수출량은 사상 최대치를 기록할 전망. 공급이 부족한 항공유/휘발유 중심으로 수출이 확대된 영향
- 즉, 한국은 미국의 석유제품 공급 부족을 해결해 주고 있음. 이는 주식 관점에서 긍정적인 외국인 수급을 기대할 수 있는 요인

한국의 미국향 수출 비중 '25.09 YTD 11%로 2024년 대비 2%p 상승



자료: KITA, 아나중권

한국의 미국향 수출 물량은 2025년 사상 최대치를 기록할 전망

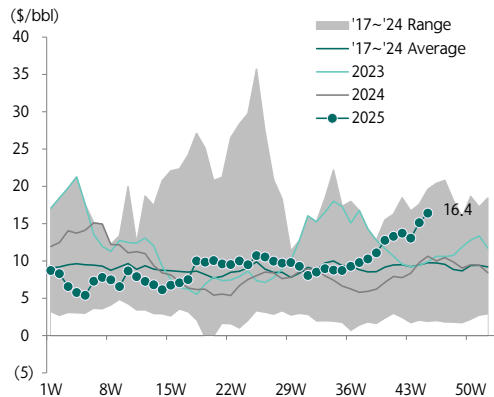


자료: KITA, 아나중권

정제마진, 러-우 전쟁 직후를 제외하면 약 17년 래 최대

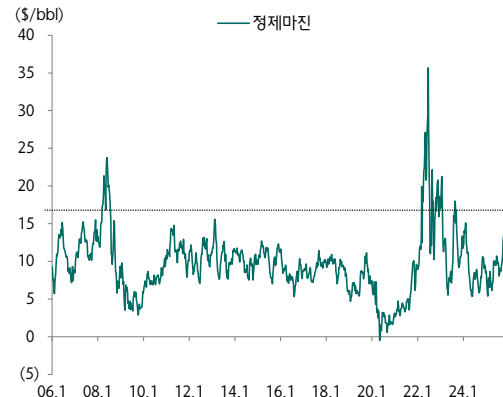
- 수 년간 제한적인 정제설비 증설에 더해 단기적으로 러시아 관련 이슈와 미국의 에너지 정책 변화 등으로 아시아 정제마진 강세
- 아시아 정제마진은 약 2년 래 최대. 러-우 전쟁 직후인 2022~23년을 제외하면 17년 래 최대
- 제한적인 증설을 감안하면 마진 조정도 제한적인 수준에 그칠 전망. 평균 정제마진은 2030년까지 우상향 예상

아시아 정제마진 초강세. 3Q25 평균 대비 현재 약 +7\$/bbl 개선



자료: Petronet, 아나중권

정제마진, 러-우 전쟁 직후를 제외하면 약 17년 래 최대치

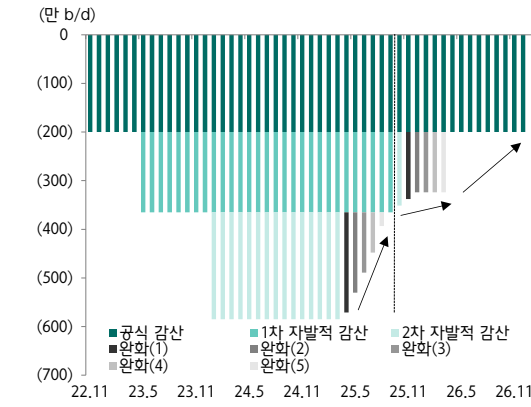


자료: Petronet, 아나중권

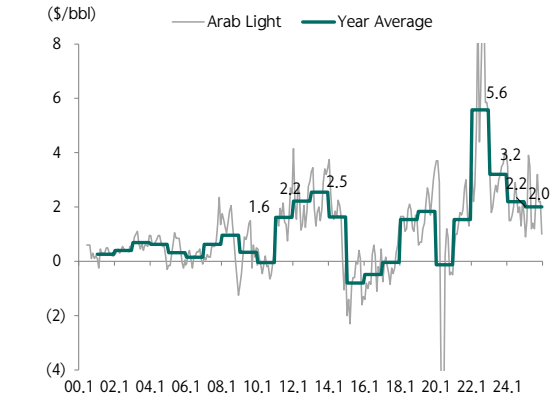
2026년 OSP 인하 사이클 도래로 원가 절감효과 극대화

- 2025년 Saudi Aramco의 아시아향 OSP는 2\$/bbl로 역사적으로 높은 편. 유가 100\$ 시대의 OSP와 유사. 역대급 프리미엄
- 수요 요인보다 OPEC+의 감산이라는 공급 요인에 기인. 유가 하락과 M/S 축소 속에서 프리미엄을 극대화하고 싶었던 사우디의 의지
- 러시아/이란 제재로 인한 중동산 원유 수요 확대 등으로 사우디는 M/S 확대 가능. 2026년부터 OSP 하향 사이클 진입

OPEC+의 감산 완화(증산) 생각보다 빠르게 이뤄지는 중



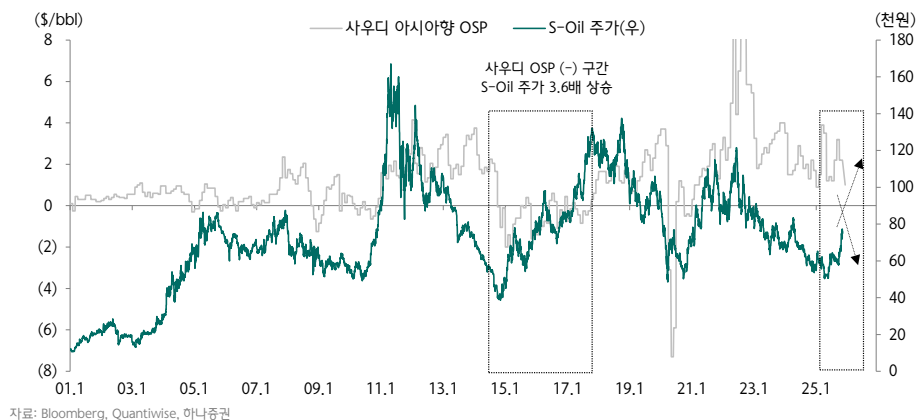
역사적으로 높은 사우디의 아시아향 OSP. 향후 인하 사이클 진입 예상



Deja-vu 2015

- 유가 약세 우려보다 OSP 인하 사이클 진입에 따른 구조적인 마진 개선 사이클 진입에 초점을 맞출 필요
- 실제, 2014년 말부터 OSP가 마이너스 전환하는 강한 인하 사이클에서 S-Oil의 주가는 3년 간 3.6배 상승
- 2026년 OSP 인하 사이클로 원가 절감 효과 추가 반영될 것. 정유업체 실적 추정치 지속 상향 예상. Top Pick은 S-Oil

Deja-vu 2015: 사우디의 아시아향 OSP (-) 구간에 S-Oil 주가는 3.6배 상승

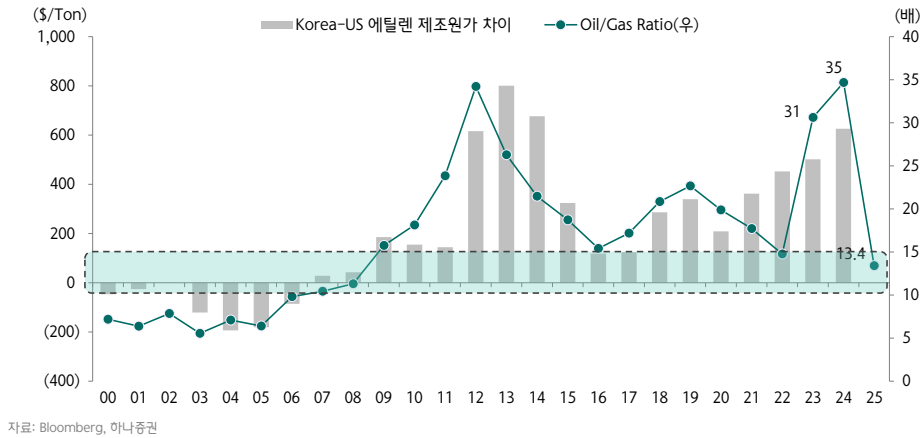


2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

2026년 Oil/Gas Ratio 급락 예상

- 미국 ECC와 한국 NCC의 원가 경쟁력 차이는 Oil/Gas Ratio로 대변
- 2012~24년 약 12년 간 미국 ECC의 압도적인 원가 경쟁력 우위는 2026년부터 비로소 종료될 전망
- 2000~08년 ECC는 원가 경쟁력 열위로 설비 폐쇄를 겪은 바 있음. 2026년부터 당시의 상황이 재연될 것

2025년 11월 중순 Oil/Gas Ratio 13배. 미국 ECC와 한국 NCC의 원가 경쟁력 유사해 지기 시작

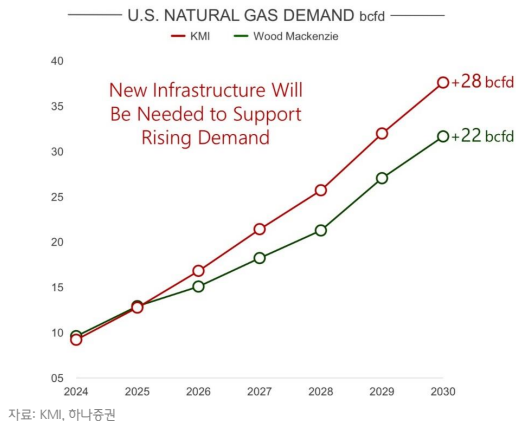


2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

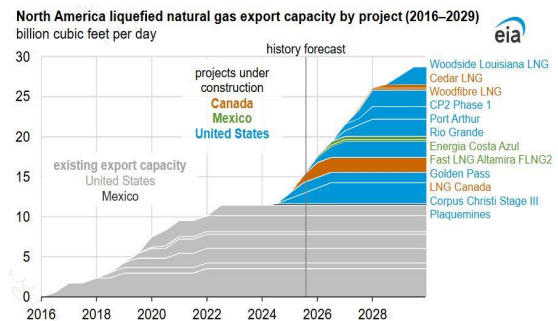
미국 천연가스 가격 급등을 견인할 AI와 LNG 수출

- 미국 천연가스 파이프라인 업체 KMI에 따르면, 미국 천연가스 수요는 2024년 10 Bcf/d에서 2030년 28 Bcf/d까지 약 3배 가량 증가 전망
- 이는 미국의 AI 및 리쇼어링에 따른 전력 수요 급증과 LNG 수출 확대 때문
- 미국 LNG 수출 용량은 2024년 초 11.4 Bcf/d에서 2029년 28.7 Bcf/d로 2배 이상 대폭 증가. 특히 2026~28년에 약 3년 간 집중

AI발 전력수요와 LNG 수출로 미국 천연가스 수요 2030년까지 3배 증가



북미 LNG 수출 Capa는 향후 2~3년 간 대폭 증가. 2029년까지 2배 이상

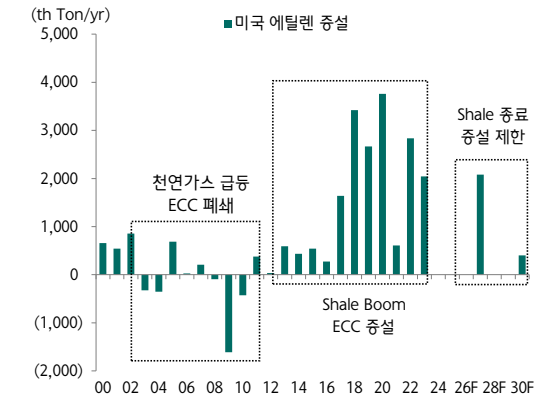


2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

미국 ECC의 경쟁력 약화는 아시아 공급과잉 경감 요인

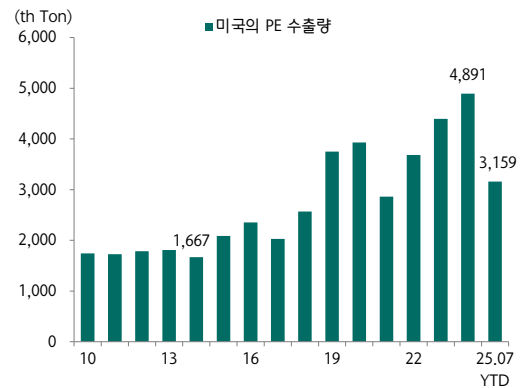
- 미국 ECC는 2000~08년 Henry Hub(천연가스) 10배 가량 급등기에 경쟁력을 잃고 폐쇄의 과정을 겪은 바 있어
- 향후 미국 천연가스 가격 급등으로 미국 ECC의 원가 경쟁력 상실. 실질적인 증설 사이클도 이미 종료
- 2025년을 정점으로 미국의 PE 수출량은 감소할 것. 특히, 운송비 감안 시 중국을 비롯한 아시아향 수출 축소될 전망

미국의 에틸렌 신규 증설은 2023년을 마지막으로 사실 상 종료



자료: OPIS, 하나증권

2025년을 정점으로 미국의 PE 수출량은 축소될 전망



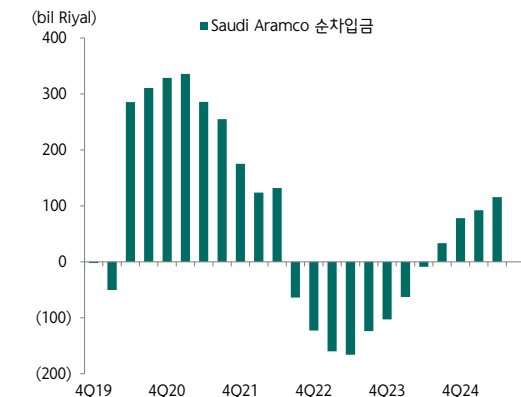
자료: Bloomberg, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

유가 약세는 중동의 석유화학 증설 지연을 유발

- Saudi Aramco, 유가 하락 및 대규모 투자로 순차입금 규모가 확대되면서 장기 프로젝트 관련 지출을 축소
- 특히, 사우디 내 석유화학 확장 프로젝트를 3개를 보류한 것으로 알려져. 엔지니어링 및 설계 작업 시작을 연기
- Yanbu 합작 투자 2건과 Jubail 투자 1건. 2024년 말에는 Ras Al Khair 프로젝트를 취소한 바 있음

최근 사우디 아람코는 순차입금 확대 국면에 진입



자료: Bloomberg, 하나증권

아람코는 국내 3개의 석유화학 확장 프로젝트를 연기

Aramco puts on hold 3 chemicals expansion projects: Report

09/10/2025 Argaam



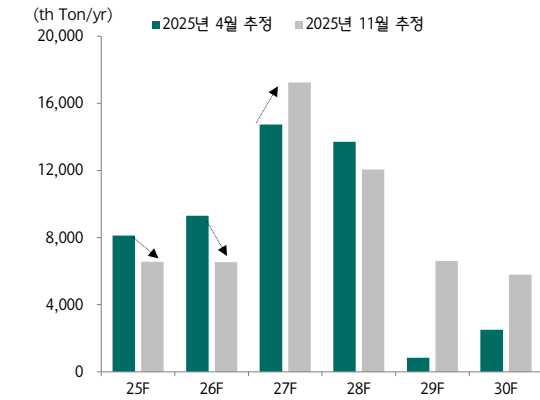
자료: Argaam, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

업황 부진에 따라 중국 중심으로 증설 지연 중

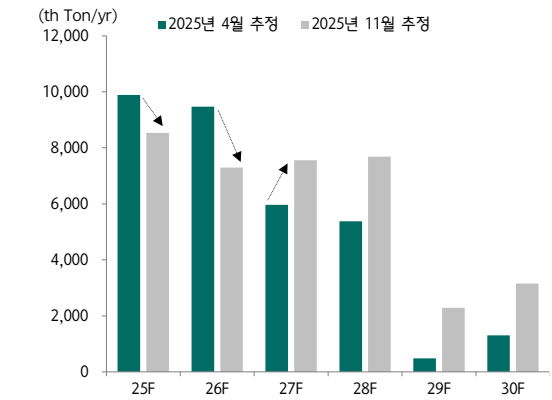
- 2025~26년 글로벌 에틸렌/프로필렌 증설은 7개월 전 예상 대비 축소
- 이는 중국을 중심으로 신증설이 지연된 영향
- 중국도 업황 부진으로 전반적으로 신증설 계획을 지연하고 있는 것으로 추정

글로벌 2025~26년 에틸렌 증설은 7개월 전 예상 대비 지연되는 모습



자료: OPIS, 하나증권

글로벌 2025~26년 프로필렌 증설은 7개월 전 예상 대비 지연되는 모습



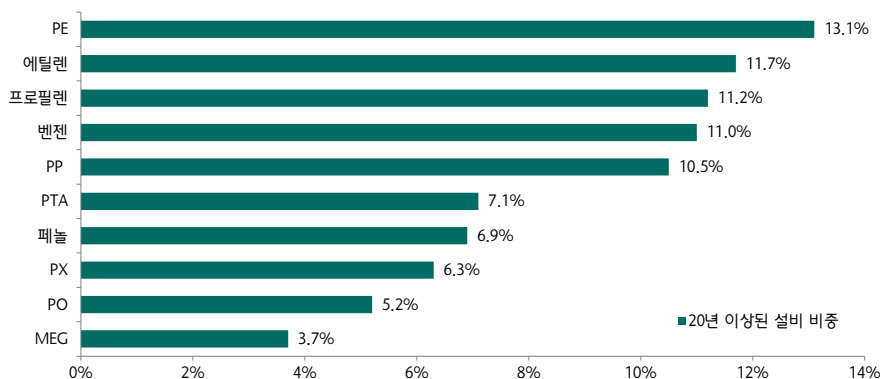
자료: OPIS, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

중국의 본격적인 구조조정 또한 기대

- 중국은 20년 이상된 설비에 대한 개조 혹은 설비 폐쇄를 계획 중. 구체적인 규모 및 대상 설비 등은 연말~연초 확인될 것
- 구조조정의 일환으로 공업정보화부(MIIT)와 7개 부처는 신규 에틸렌 및 PX의 생산능력 규모 및 가동시점을 조정할 계획을 밝혀
- ‘석유화학 노후설비 업데이트 및 개조 강력 추진 실행 방안’ 제정 및 시행. 프로젝트 목록도 구축할 전망

중국 내 20년 이상된 설비의 비중은 약 10% 내외

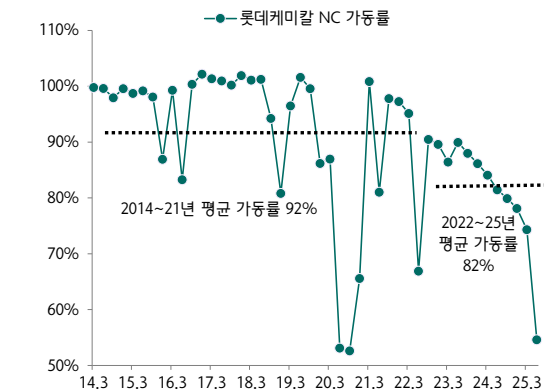


자료: PTTGC, 하나증권

한국 NCC의 가동률 상승 기대

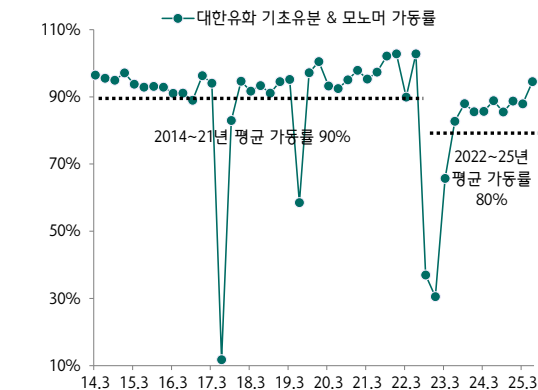
- 미국 ECC의 경쟁력 약화에 따른 아시아향 수출 감소, 중국과 한국의 구조조정 등을 거치면 한국 NCC 가동률 상향 가능
- 아시아 내에서 러시아/이란산 원유를 사용하며 높았던 중국/인도의 원가 경쟁력 약화도 긍정적 요인
- 가동률이 높은 대한유화는 이미 흑자 전환을 시현. 가동률 상향 시 한국 NCC 업체의 적자폭 축소 가능

롯데케미칼 가동률 70~80% 수준으로 추정



자료: DART, 하나증권

대한유화 가동률 95% 육박



자료: DART, 하나증권

2026년 회복이 예상되는 제품군(1) – ECH, 합성고무

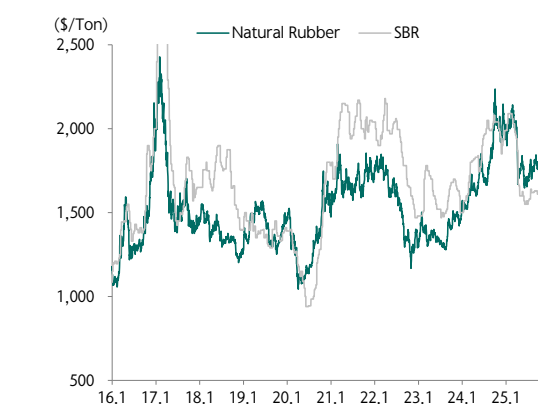
- 2025년 11월 10일 현재, EU에서는 2025년 말 EUDR 시행과 관련한 논의가 진행 중. 일부가 준비 부족을 이유로 6~7개월 유예를 제안
- 2026년 EUDR 시행으로 확정된다면 팜유, 천연고무 등 Soft Commodity는 강세 가능성 농후
- 팜유 강세는 글리세린 및 ECH 강세를 유발. 천연고무 강세는 합성고무(NBL, SSRB, SBR/BR) 강세를 유발할 가능성 높아

EUDR 시행 시 팜유-글리세린-ECH 모두 강세 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

천연고무 가격 강세는 합성고무 강세를 유발



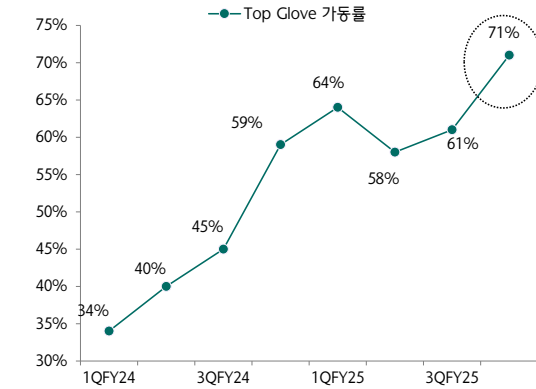
자료: Platts, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] AI가 아시아 석유화학 회복을 견인

2026년 회복이 예상되는 제품군(2) – NB Latex

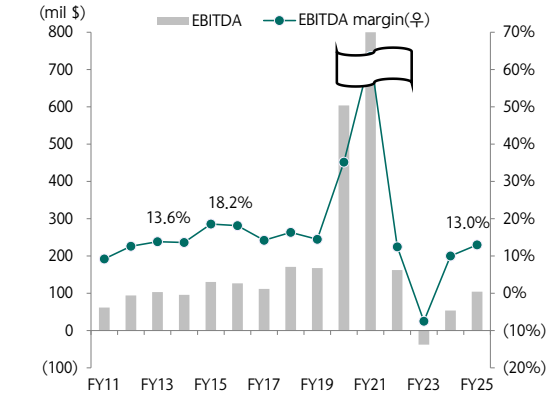
- 글로벌 No.1 장갑업체인 Top Glove의 가동률은 2년 전 30%대에서 현재 70%대로 대폭 상승
- 이로 인해, Top Glove의 EBITDA margin은 13% 수준으로 과거 정상적인 수준으로 복귀 성공
- 2026년 NB Latex의 물량 증가와 판가 상승 및 실적 턴어라운드 기대. EUDR 시행 시 추가 수혜 기대

글로벌 No.1 장갑업체 말레이 Top Glove 가동률 크게 상승



자료: Top Glove, 하나증권

Top Glove의 EBITDA margin은 정상 수준으로 복귀



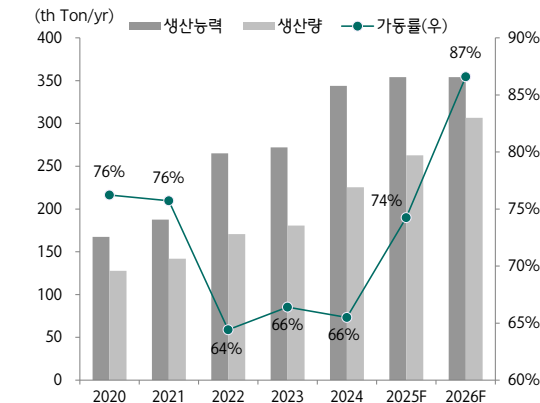
자료: Top Glove, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] AI가 아시아 석유화학 회복을 견인

2026년 회복이 예상되는 제품군(3) – 유기실리콘

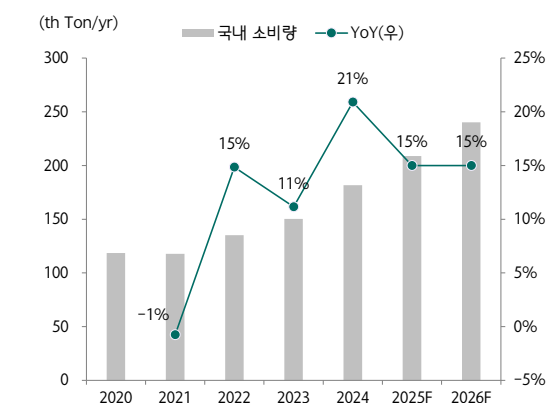
- 중국의 전기화가 가파르게 진행되면서 전기차/ESS/태양광/송전망/데이터센터 등에 유기실리콘 적용이 확대되는 중
- 중국 유기실리콘 수요는 2021~25년 CAGR +15% 성장. 향후에도 유사한 성장률 전망
- 반면, 2025~26년 증설은 제한적. 2025~26년부터 가동률 대폭 상향되며 업황 개선 전망

중국 유기실리콘(DMC) 증설 제한적. 가동률 대폭 상승 전망



자료: Baichuan Yingfu, 하나증권

중국 유기실리콘 수요는 두 자릿수 성장 중



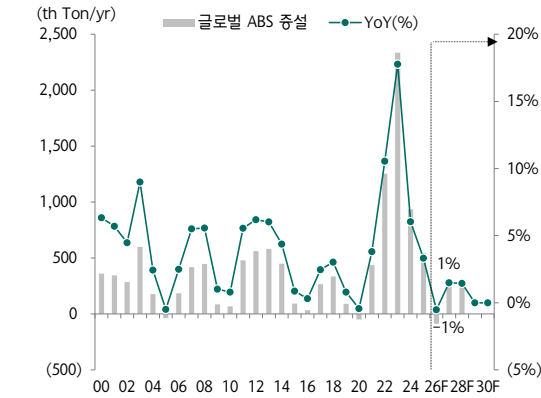
자료: Baichuan Yingfu, 하나증권

2. [석유화학(Overweight)] AI가 아시아 석유화학 회복을 견인

2026년 회복이 예상되는 제품군(4) – ABS/SBR

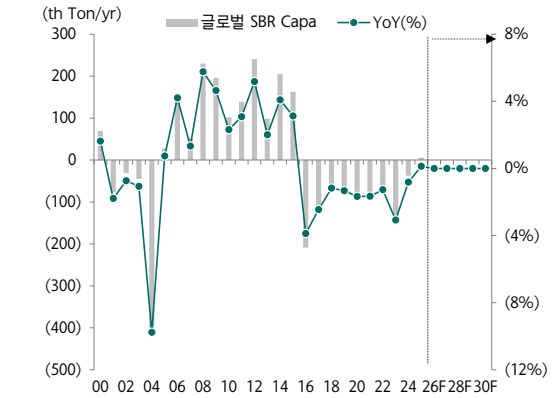
- ABS는 2022~24년 대규모 신증설 이후 2025년부터 신증설 종료 사이클에 진입
- 특히, 2026년에는 글로벌 신증설이 YoY -1%로 오히려 감소 예상
- SBR은 수 년간 폐쇄 사이클 진행. 2025년 이후 신증설 없음

글로벌 ABS 증설 제한적. 2026년 회복 가능성 높아



자료: OPIs, 아나중권

SBR 증설 전무. 건조한 마진 지속될 전망



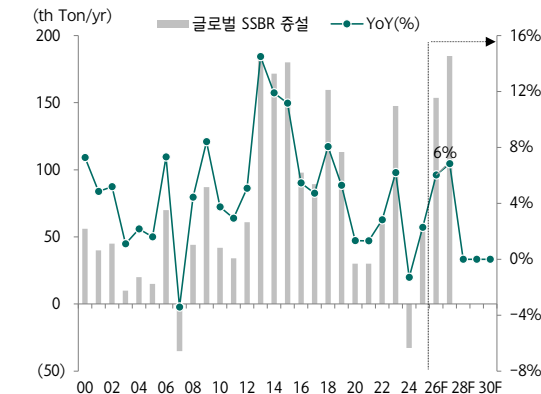
자료: OPIs, 아나중권

2. [석유화학(Overweight)] AI가 아시아 석유화학 회복을 견인

2026년 회복이 예상되는 제품군(5) – SSBR

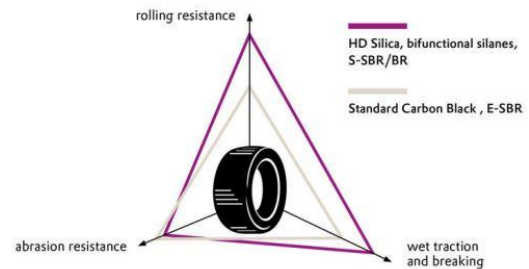
- CO2 저감을 위한 연비 개선 및 전기차용 타이어 확대로 SSBR의 수요도 증가. SSBR은 석유화학 제품 중 기술 발전이 빠른 편
- SSBR과 실리카의 결합은 타이어의 Rolling Resistance(구름저항)를 줄여 연비 개선에 일조. 내마모성과 노면 접지력도 향상 가능
- 즉, 타이어 원료 시장은 기존 ESR+카본블랙에서 SSBR+실리카 결합으로 빠르게 전환 중

글로벌 SSBR 증설 2026~27년 집중되나, 수요 증가가 상쇄할 전망



자료: OPIs, 아나중권

SSBR/BR+실리카 결합이 구름저항/노면 접지력 측면에서 유리



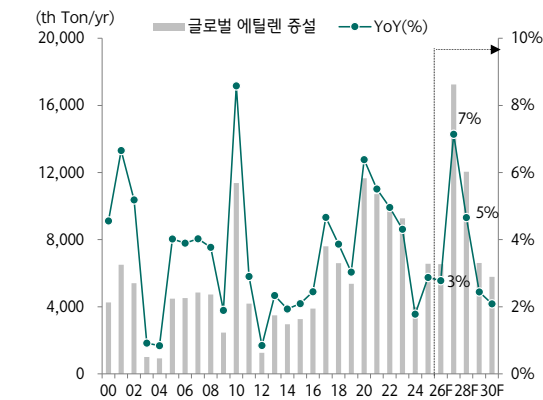
자료: Asahi Kasei, 아나중권

2. [석유화학(Overweight)] 시가 아시아 석유화학 회복을 견인

(참고) 글로벌 에틸렌/프로필렌 신증설 추이

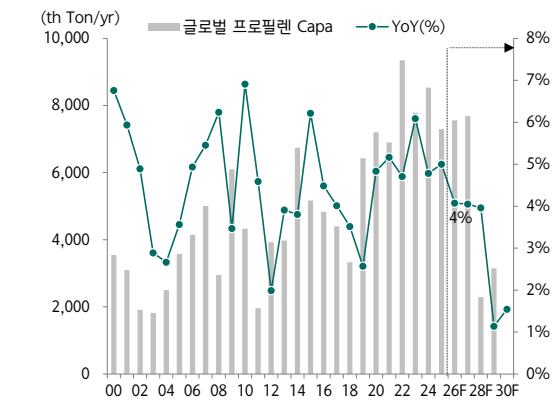
- 2026년 에틸렌/프로필렌 신증설은 일부 연기되며 최근 3~4년 래 낮은 수준으로 감소
- 다만, 여전히 2027~28년 중국 및 중동 중심의 대규모 증설이 예정되어 있어 회복은 제한적
- 향후 중국 구조조정과 유가 약세에 따른 중국/중동의 신증설 이행 여부가 관건. 현재로서는 다운스트림이 상대적으로 유리한 국면

2026년 글로벌 에틸렌 증설 YoY +3%. 과거 대비 부담 감소



자료: OPIs, 아나중권

글로벌 프로필렌 증설 YoY +4%. 과거 대비 공급 부담 감소



자료: OPIs, 아나중권

3. [태양광(Neutral)] 전력 부족의 해결사. 하지만, 확인할 것이 있다

태양광 산업의 중장기 성장성은 여전히 유효

- 미국의 절대적으로 부족한 전력 수요 및 절대적으로 낮은 LCOE, ESS 결합 용이성 등을 감안하면 여전히 미국 태양광 시장 성장성은 유효
- Sunrun은 3Q25 기준 태양광+ESS 결합비율(신규 고객 중 ESS 함께 설치한 비중)이 70%(YoY +10%p)로 역대 최대치라 언급

미국 발전원별 LCOE 비교. 태양광 or 태양광+ESS가 상대적으로 저렴



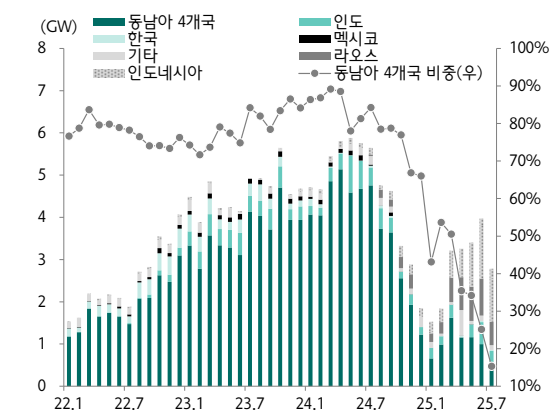
자료: Lazard, 아나중권

3. [태양광(Neutral)] 전력 부족의 해결사. 하지만, 확인할 것이 있다

미국 내 공급과잉 해소 여부와 셀 공급 이슈 해소 필요

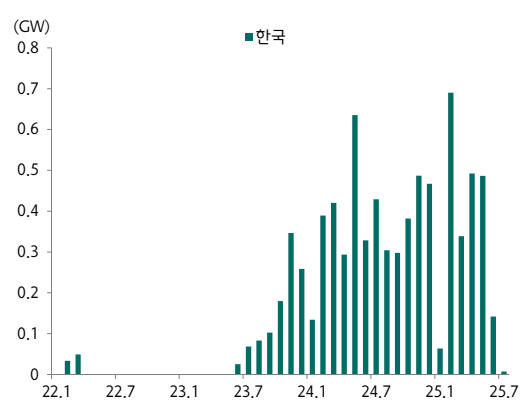
- 미국의 태양광 모듈 재고는 약 1년 치 재고 50GW 내외로 추정 → 재고 소진 여부 확인 필요
- 동남아 4개국에 대한 AD/CVD로 인해 인니/라오스/인도를 통해 재차 중국 물량이 유입 → 수입 물량 감소 여부 확인 필요
- 미국의 한국으로부터의 셀 수입량 급감. 원산지 이슈에 따른 통관 강화 영향 → 셀 통관 정상화 여부 확인 필요

미국의 모듈 수입량 재차 증가. 인니/라오스/인도를 통한 수입 때문



자료: Bloomberg, 하나증권

미국의 한국으로부터의 셀 수입량 추이. 최근 통관 이슈로 급감



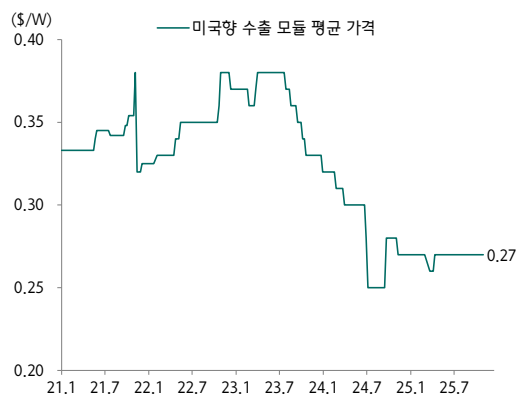
자료: Bloomberg, 하나증권

3. [태양광(Neutral)] 전력 부족의 해결사. 하지만, 확인할 것이 있다

원가 상승분을 전가할 수 있을지가 관건

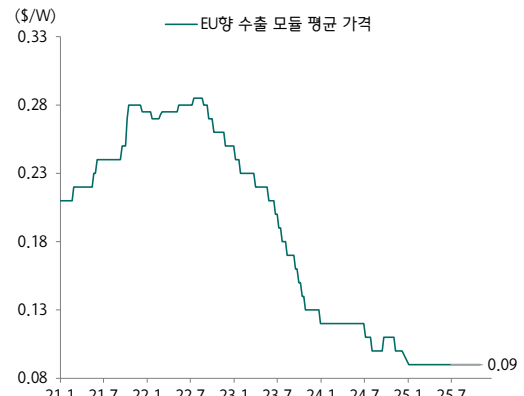
- 미국 태양광 모듈 업체는 원산지 이슈 및 관세 영향으로 인한 원가 상승분을 판가에 전가 필요
- 이를 확인하는 시점에 매수 가능
- 다만, 현 시점에서 EU와 미국의 태양광 모듈 가격의 변화는 없어. 2026년 상반기 중 업황 변화 확인 필요

미국 태양광 모듈 가격 변화 없어



자료: Bloomberg, 하나증권

EU 태양광 모듈 가격 변화 없어



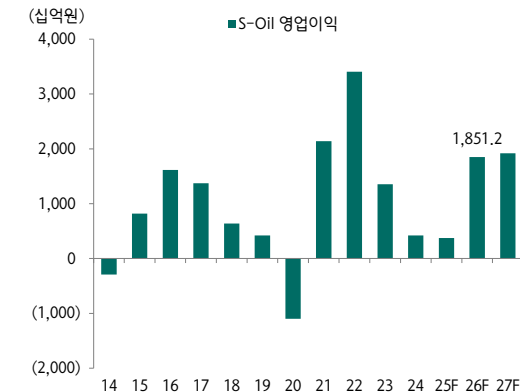
자료: Bloomberg, 하나증권

4. Top Picks

S-Oil(010950) | BUY | TP 100,000원 | CP(11월13일) 86,300원

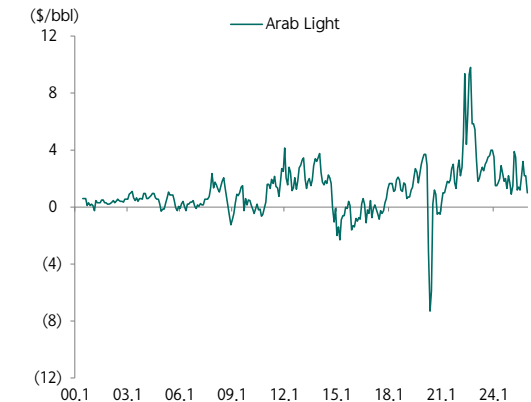
- 2026년 타이트한 수급 영향으로 정제마진 강세 지속 예상. 2026년 이익 추정치 지속 상향 전망
- 2025년 사우디의 아시아향 OSP는 2\$/bbl 이나, 2026년에는 최소 1\$/bbl 이상 축소 예상. 도입 원가 안정화로 이익 추가 개선 전망
- 2027년 예정된 샤힌PJ에 대한 기대감도 2026년 중 주가에 반영될 전망

2026년 S-Oil 영업이익 대폭 개선 전망



자료: Quantivise, 하나증권

사우디의 아시아향 OSP는 2026년에 추가적으로 하향될 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

4. Top Picks

S-Oil(010950) | BUY | TP 100,000원 | CP(11월13일) 86,300원

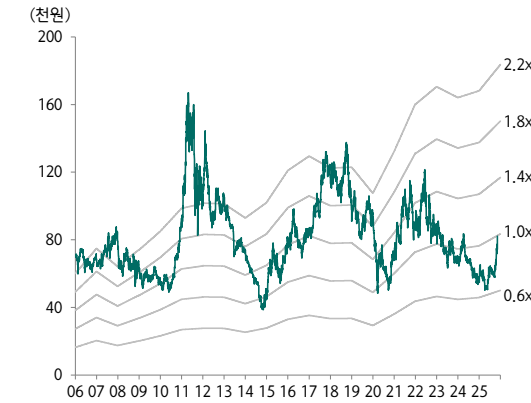
- 2026년 S-Oil 영업이익은 1.85조원으로 YoY +396% 개선을 전망. 정제마진 강세와 OSP 하락을 가정
- 샤힌PJ에 대한 실적 추정치는 2027년 영업이익에 반영하지 않아. 2026년 중 업황 개선 시 추가 반영 예정
- 현 주가는 2026년 기준 PBR 0.98배. 과거 사이클 평균 1.4~1.5배 크게 하회. 2026~27년 Valuation 정상화 국면 진입 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	36,637.0	33,970.8	33,718.4	34,586.9
영업이익	422.2	373.8	1,851.2	1,917.8
순이익	(193.0)	244.2	1,026.0	1,099.6
증감률	적전	흑전	320.2	7.2
PER	(33.09)	39.26	9.34	8.72
PBR	0.73	1.08	0.98	0.92
ROE	(2.18)	2.77	11.01	10.91
DPS	125	1,750	2,250	3,500

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



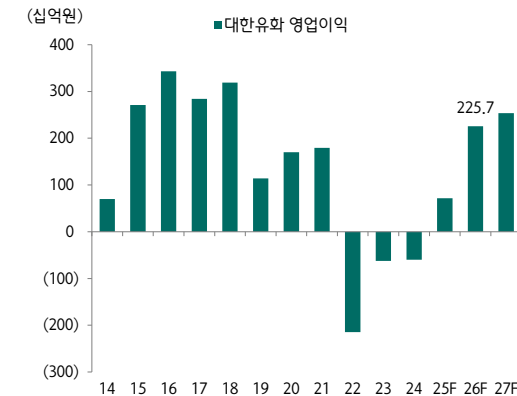
자료: 하나증권

4. Top Picks

대한유화(006650) | BUY | TP 200,000원 | CP(11월13일) 154,500원

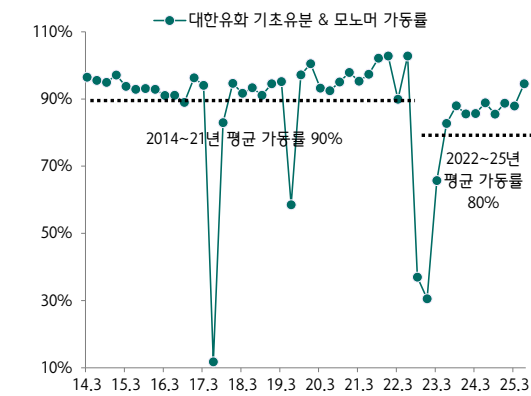
- 2026년 유가 안정화에 따른 투입가 부담 완화, 중국/한국의 구조조정 등 영향으로 실적 턴어라운드 전망
- 2026년 미국의 천연가스 가격 강세 가능성 또한 아시아의 공급과잉 완화를 견인할 요소
- 고부가 다운스트림을 보유하고 감가상각비 부담이 적어 현재의 높은 가동률(95% 육박)은 2026년에도 지속될 것

2026년 대한유화 영업이익 대폭 개선 전망



자료: Quantivise, 하나증권

높은 가동률은 2026년에도 유지될 전망



자료: DART, 하나증권

4. Top Picks

대한유화(006650) | BUY | TP 200,000원 | CP(11월13일) 154,500원

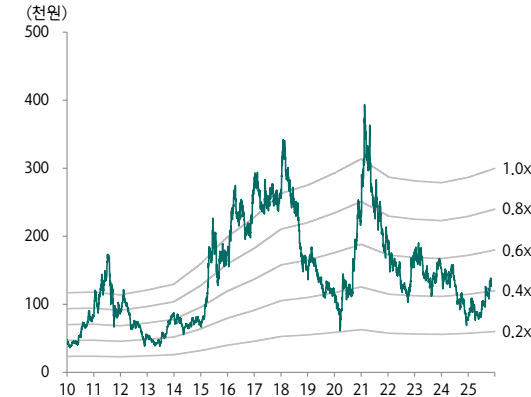
- 2026년 영업이익 2.3천억원으로 YoY +215% 개선 전망. 높은 가동률 유지와 투입가 안정화를 가정
- 2026년 순현금 전환 가능성 높아. 신규 투자 혹은 주주환원 강화 모두가 선택지가 될 것
- 현 주가는 2026년 기준 PBR 0.46배에 불과. 지난 10년 평균 0.7배 수준까지 도달 가능할 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,800.1	3,431.8	3,797.2	3,855.5
영업이익	(59.9)	71.7	225.7	253.6
순이익	(8.5)	56.8	92.1	119.6
증감률	적지	흑전	62.2	29.9
PER	(59.22)	15.67	9.67	7.45
PBR	0.28	0.48	0.46	0.43
ROE	(0.47)	3.10	4.84	5.98
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



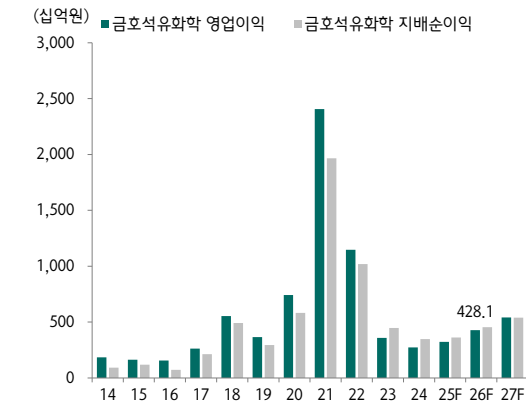
자료: 하나증권

4. Top Picks

금호석유화학(011780) | BUY | TP 160,000원 | CP(11월13일) 121,000원

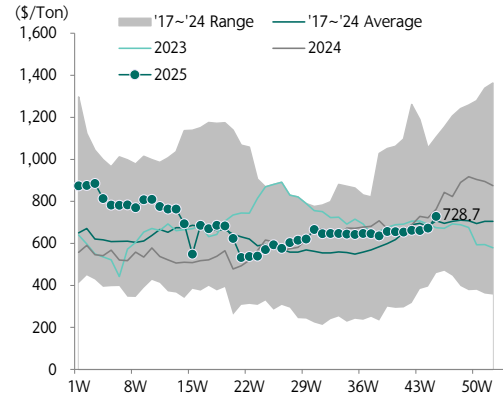
- 2026년 금호석유화학 영업이익 개선 예상. SSBR과 NBL을 중심으로 한 합성고무 실적 개선 가정. ABS 또한 회복 사이클 진입
- 금호석유화학의 지배순이익은 2023~25년 3년 간 영업이익을 상회. 안정적 재무구조와 지분법 자회사 호조 덕분
- 2026년 순현금 전환 가능성을 감안할 때, 영업이익을 상회하는 순이익이 2026년에도 창출될 전망

2026년 금호석화 이익 개선 전망. 2026년도 지배순이익이 영업이익 상회



자료: Quantilise, 하나증권

SBR 마진 견조한 흐름 지속 중



자료: Platts, 하나증권

4. Top Picks

금호석유화학(011780) | BUY | TP 160,000원 | CP(11월13일) 121,000원

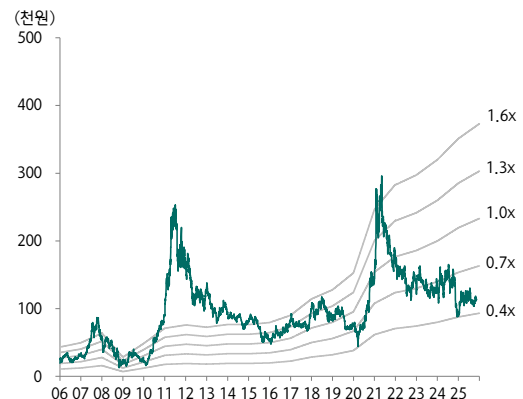
- 2026년 금호석유화학 영업이익 4.3천억원으로 YoY +32% 개선 전망. 합성고무 중심의 실적 개선 가정
- 자사주 약 13.4% 보유. 상법 개정 관련 자사주 소각 시 주주가치 상승. 별도 당기순이익의 30~40% 주주환원 중. 향후 추가 개선 기대
- 현 주가는 2026년 기준 PBR 0.48배에 불과. 과거 10년 평균 PBR 1배를 크게 하회. 2026년 ROE 7% 감안 시 절대 저평가

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,155.0	6,930.9	6,867.5	6,997.4
영업이익	272.8	323.7	428.1	541.4
순이익	348.6	363.0	454.4	540.2
증감률	(22.0)	4.1	25.2	18.9
PER	8.00	9.20	7.23	6.08
PBR	0.45	0.52	0.48	0.45
ROE	5.88	5.86	6.95	7.74
DPS	2,200	2,200	2,200	2,200

자료: 하나증권

12M Fwd PBR 밴드 차트



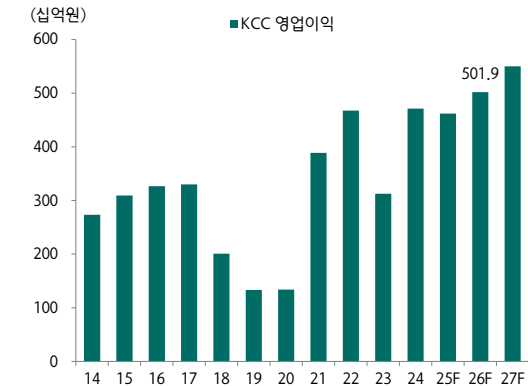
자료: 하나증권

4. Top Picks

KCC(002380) | BUY | TP 520,000원 | CP(11월13일) 420,000원

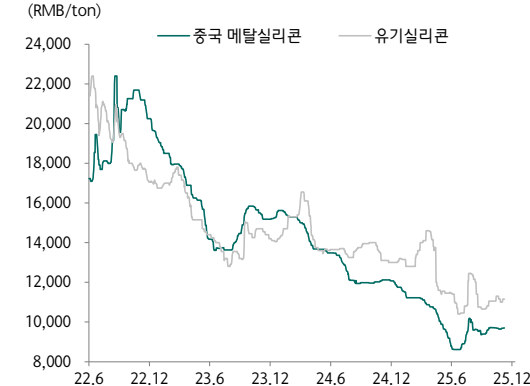
- 2026년 KCC 영업이익 사상 최대치 경신 예상. 유기실리콘의 실적 개선을 가정. 도로 또한 견조한 실적 지속 전망
- 중국 유기실리콘(DMC) 업황은 20년 래 최저 수준에서 반등 예상. 2026년 전무한 증설과 전기화 시대의 가파른 수요 성장 덕분
- 한국 조선업 호황에 따른 조선용 제품을 중심으로 2026년에도 견조한 도로 실적 시현할 전망

2026년 KCC 영업이익 사상 최대치 경신 전망



자료: Quantwise, 아나중권

중국 유기실리콘 업황 반등 예상



자료: Sunsirs, 아나중권

하나중권

에너지/화학 • 39

4. Top Picks

KCC(002380) | BUY | TP 520,000원 | CP(11월13일) 420,000원

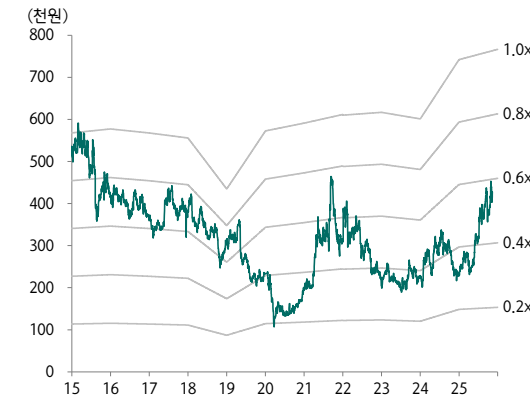
- 2026년 KCC 영업이익은 5천억원으로 YoY +8% 개선되며 사상 최대치를 경신할 전망. 유기실리콘 업황 개선을 가정
- 자사주 17% 보유. 상법 개정 관련 자사주 소각 시 주주가치 상승. 유기실리콘 정상화 시 장기적으로 미국 시장 기대 가능
- 현 주가는 2026년 기준 PBR 0.54배에 불과. 보유 투자유가증권 지분가치 상승 및 회사의 밸류업 의지 등 감안 시 Re-Rating 예상

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,658.8	6,567.1	6,718.8	7,017.9
영업이익	471.1	462.0	501.9	550.1
순이익	310.6	1,317.3	284.5	330.0
증감률	46.0	324.1	(78.4)	16.0
PER	6.74	2.80	12.95	11.16
PBR	0.39	0.56	0.54	0.52
ROE	6.08	23.25	4.45	4.97
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000

자료: 아나중권

12M Fwd PBR 밴드 차트



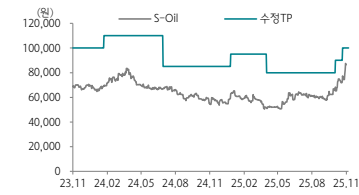
자료: 아나중권

하나중권

에너지/화학 • 40

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

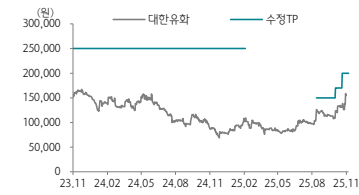
S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	100,000		
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

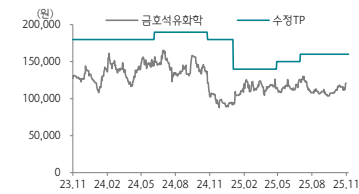
대한유화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.3	BUY	200,000		
25.10.16	BUY	170,000	-23.66%	-20.88%
25.8.26	BUY	150,000	-22.09%	-15.93%
25.2.18	Not Rated	-	-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

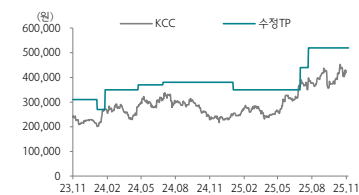
금호석유화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	160,000		
25.5.12	BUY	150,000	-23.25%	-16.00%
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%
23.11.14	1년 경과	-	-	-
22.11.14	BUY	180,000	-24.73%	-9.50%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KCC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.5	BUY	520,000		
25.7.14	BUY	440,000	-15.08%	-11.36%
25.1.16	BUY	350,000	-20.74%	4.86%
24.7.12	BUY	380,000	-28.34%	-11.18%
24.5.7	BUY	370,000	-19.29%	-12.97%
24.2.8	BUY	350,000	-24.83%	-16.71%
24.1.18	BUY	270,000	-11.80%	0.56%
23.9.14	BUY	310,000	-25.47%	-14.19%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경 우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사 용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- 기업의 분류**
Bull(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	Bull(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 11일

Analyst

	성명	직책	담당분야	사내번호	E-mail
센터장	황승택	센터장/전무	리서치센터 총괄	7519	sthwang
글로벌투자분석실	이재만	실장	글로벌투자분석실 총괄, 국내/선진국투자전략	7547	duke7594
글로벌 매크로/투자전략	김경환	팀장	중국/신 홍콩 전략	7616	khstyle11
	이경수	수석연구위원	Quant	7518	gang
	김두언	수석연구위원	국내외 주식시황	7509	kimdooun
	전규연	연구위원	경제/원자재	8196	kychun
	임승미	연구위원	포트폴리오	7786	seungmi_lim
	김근아	선임연구위원	신 홍콩 전략	7698	geunak
	강효영	선임연구위원	포트폴리오	8024	kangyh
	이철연	선임연구위원	Quant RA	7723	ldh2678
	김성은	선임연구위원	중국/신 홍콩 전략 RA	7520	seongeunk
	김영규	선임연구위원	경제/원자재 RA	7574	hyungkyunkim
	박성제	연구위원	국내/선진국투자전략 RA	8576	parksungjae
	박준우	연구위원	시장대리인/포트폴리오 RA	8116	junwoo
	안범수	연구위원	국내외 주식시황 RA	3224	beomsooahn
글로벌 채권/크레딧	김상만	팀장	국내 Credit	7508	credinal
	이영주	수석연구위원	자산배분/해외 크레딧	7788	leeyoungju
	박준우	연구위원	채권전략	7262	junoopark
	허성우	선임연구위원	해외채권	8037	deanhno
	하영민	선임연구위원	해외 크레딧	7720	hyeongmin_ha
	김기범	연구위원	국내 Credit RA	3624	kbkim1
해외주식분석실	박승진	실장	해외주식분석실 총괄, 글로벌ETF	7761	sj81.park
	김재임	수석연구위원	선진국기업분석	7793	jamie
	강재구	연구위원	선진국기업분석	3386	jaekoo.kang
	백송예	연구위원	중국/신 홍콩기업분석	7521	sh_baek
	송예지	선임연구위원	중국기업분석	8143	yeajisong
	김시연	선임연구위원	미국/선진국기업분석	7513	sihyun_kim
	황수미	선임연구위원	글로벌ETF	7721	shwang
	안기량	연구위원	중국기업분석 RA	7736	girangan
	송종원	연구위원	선진국기업분석 RA	7261	1223sjw
	전종훈	연구위원	글로벌ETF RA	3857	jonghoonjeon
	이재은	연구위원	선진국기업분석 RA	3743	jaeeunlee
기업분석실	최정옥	실장/상무	기업분석실 총괄, 은행/카드/지주	3643	cuchoi
IT플랫폼	김록호	수석연구위원	반도체/소재/부품/장비	7523	roko.kim
	김홍식	업무상무	통신서비스/장비	7505	pro11
	김연수	연구위원	2차전지	7503	hyunsoo
	이준호	선임연구위원	인터넷/게임	8049	junholee95
	김민경	선임연구위원	전기전자	7594	minkyung.kim
	고연수	선임연구위원	증권/보험	8047	yeonsookoh
	이상훈	연구위원	통신서비스/장비 RA	7522	sanghunlee0121
	김영규	연구위원	반도체/소재/부품/장비 RA	3811	kyg1019
	홍지원	연구위원	2차전지 RA	3707	jiwonhong
	정소영	연구위원	은행/카드/지주 RA	7260	soyoungjung
글로벌소비	송선재	팀장	자동차/부품/타이어	7512	sunjae.song
	심은주	수석연구위원	음식료/담배	8538	yesej01
	이기훈	수석연구위원	엔터/레저/미디어	7722	sacredkh
	김선아	수석연구위원	제약/바이오	8533	seona.kim
	안도연	선임연구위원	운송/모빌리티	7776	dohyunahn
	김다예	선임연구위원	화장품 RA	8035	kim.dahae
	강민아	연구위원	자동차/부품/타이어 RA	3797	minahkang
	유창근	연구위원	제약/바이오 RA	7794	changkeunyo
	고찬결	연구위원	음식료/담배 RA	7082	cgko
	김연수	연구위원	엔터/레저/미디어 RA	7545	hyunsookim
첨단소재	박성룡	팀장	철강/비철금속	7774	sbpark
	윤재성	수석연구위원	에너지/화학	7567	js.yoon
	유재선	수석연구위원	유틸리티/상사/조선	8011	jaeseon.yoo
	김승준	연구위원	건설/건자재	8018	sjunkim
	하민호	선임연구위원	상업용 부동산/REITs	8014	minhoha
	채운생	선임연구위원	방산/우주/기계	7724	unsam1
	김영준	연구위원	에너지/화학 RA	7790	do200508
	김승규	연구위원	철강/비철금속 RA	7517	sgkim
	성무규	연구위원	유틸리티/상사/조선 RA	8587	Mukyu.sung
미래산업	한유건	팀장	미래산업 총괄	7504	Hyg0619
	권태우	연구위원	미래산업	7507	tkwon
	박찬솔	연구위원	미래산업	7719	chansolpark
	손호성	연구위원	미래산업 RA	8184	hss93
	신민건	연구위원	미래산업 RA	3269	mingun.shin
	윤채리	연구위원	미래산업 RA	3243	yooncherry