

한국과 일본 NCC 구조조정 업데이트

에너지/화학 Weekly Monitor | 2025.12.22

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com

RA 김형준 do200508@hanafn.com



Weekly Issue: 한국과 일본 NCC 구조조정 업데이트

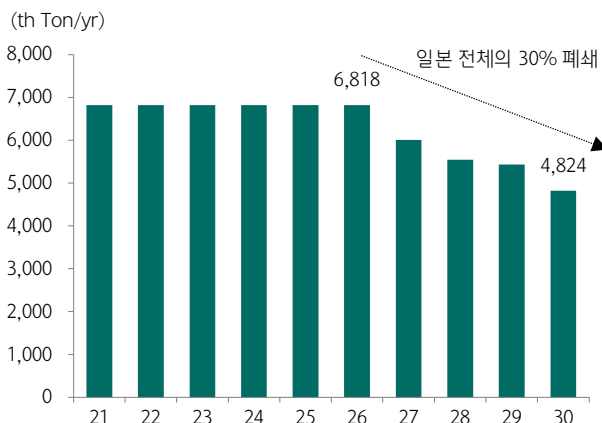
• 총평

- 정제마진 12.5\$/bbl(WoW -1.1\$), 석유화학 혼조. Top Picks S-Oil, KCC, 금호석유화학, 롯데케미칼, 대한유화

• 한국과 일본 NCC 구조조정 업데이트

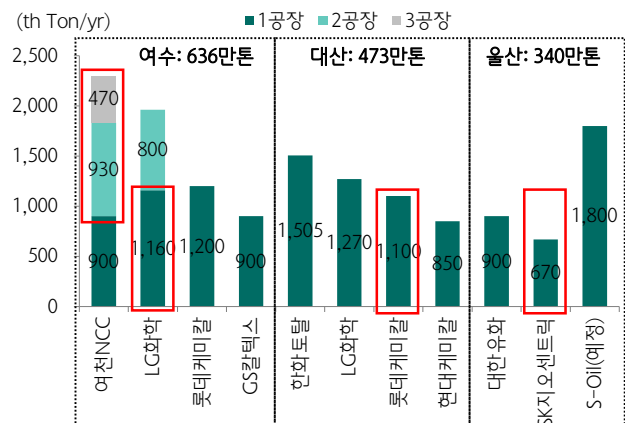
- **일본 전체 NCC의 30% 폐쇄 예정:** 2026~30년 약 200만톤/년 에틸렌 capa 단계적 폐쇄. 이는 일본 전체 생산능력 약 680만톤/년의 30%에 해당하며, 글로벌 Capa의 0.8%에 해당 1) Cosmo Energy는 자회사 Maruzen Petrochemical의 지바현 에틸렌 52.5만톤/년을 2026~27년 폐쇄 결정 2) 정유사 ENEOS는 Kawasaki 44.3만톤/년을 2027~28년 폐쇄 3) Asahi Kasei-Mitsubishi Chemical JV 57만톤/년, Mitsui Chemical 61만톤/년 설비 2개를 하나로 통합하고 둘 중 하나 혹은 모두를 폐쇄 4) Mitsui Chemical와 Idemitsu Kosan의 합의에 따라 Idemitsu Kosan 41.4만톤/년 설비 2027년 중 폐쇄 계획
- **한국 전체 NCC의 34% 폐쇄 예정:** 각 회사별로 자구안을 정부에 제출한 상태. 현재까지 언론을 통해 확인된 2026년 이후 한국의 에틸렌 설비 폐쇄 규모는 433만톤/년으로 한국 전체 생산능력 약 1,266만톤/년의 34%에 해당하며, 글로벌 전체 Capa의 1.8% 수준 1) 롯데케미칼은 대산NCC 110만톤/년을 물적분할 후 HD현대케미칼로 이전하고 폐쇄 계획 2) LG화학은 1공장(116만톤/년)과 2공장(80만톤/년)을 CS칼텍스로 통합하고 JV를 세운 후 노후화된 1공장을 가동중단 할 계획 3) 여천NCC는 2공장(93만톤/년)을 폐쇄를 포함한 사업재편안을 정부에 제출. 3공장(47만톤/년)의 재가동 가능성이 낮은 만큼 실질적인 설비 감축 효과는 약 140만톤/년에 이를 전망 4) 울산에서는 BCG의 컨설팅 결과에 따라 SK지오센트릭 66만톤/년 설비 감축이 유력. 3사가 생산량 분산 감축하는 안도 포함되었으나, 이 안은 비효율적이라는 이유로 SK지오센트릭의 폐쇄 가능성이 높게 점쳐져
- **중국 전체 NCC의 12% 폐쇄 혹은 구조조정 대상:** 중국은 20년 이상된 노후 설비에 대해 개조 혹은 설비 폐쇄 일정을 연말~연초에 발표할 전망. 실제, 공업정보부(MIT)의 7개 부처는 신규 에틸렌/PX 생산능력 규모 및 가동시점 조정 계획을 밝힌 바 있으며, 2026년부터 신규 증설도 불허할 계획. 중국 내 20년 이상된 에틸렌 설비의 비중은 11.7%으로 높은 편. 이는 글로벌 에틸렌 설비의 3%에 해당하는 규모
- **결론:** 1) 2026년부터 한국/중국/일본 에틸렌 구조조정 본격화 2) 자국 전체 설비 대비 구조조정 규모는 한국 34%, 일본 30%, 중국 12%. 이는 글로벌의 5.6% 3) 가스 강세에 따른 경쟁력 약화로 미국 ECC의 아시아에서의 영향력도 축소될 것 4) 아시아 NCC 설비의 가동을 상향 가능성 점중 중 5) NCC 설비 폐쇄에 따라 Pygas 공법으로 생산되는 BTX 생산량 감소 가능성 농후. 향후 외외로 벤젠/PX의 강세가 나타날 가능성 상존 6) Top Pick은 S-Oil. 롯데케미칼/대한유화는 Trading BUY 가능 영역 진입

도표 1. 2026~30년까지 일본 에틸렌 설비 전체의 30% 폐쇄 예정



자료: Platts, 하나증권

도표 2. 한국 에틸렌 구조조정 규모는 전체의 34%에 해당



자료: 하나증권

석유화학(Overweight) : 시황 혼조. PX 마진 강세

납사(↓)	• 531/톤. WoW -3.3%. 3주 하락// US 프로판(↓) : 341\$/톤. WoW -2.4%. 2주 하락. 사우디 12월 CP 495\$/톤(MoM +20\$)
에틸렌(↔)/프로필렌(↓)	• 에틸렌(보합), 프로필렌(-5\$, -0.7%), 벤젠(보합), 톨루엔(-13\$, -2.0%), SM(-6\$, -0.7%)
합성수지(↘)	• HDPE(-30\$, -3.6%), LDPE(-10\$, -1.1%), LLDPE(-15\$, -1.9%), PP(-10\$, -1.3%), PVC(보합), ABS(보합)
고무체인(↑)	• BD(+50\$, +6.0%), SBR(+5\$, +0.3%), 천연고무(+9\$, +0.5%). BD 4주 상승. SBR 2주 상승. 천연고무 2주 상승
화섬체인(↗)	• PX(+36\$, +4.5%), PTA(+15\$, +2.5%), MEG(+2\$, +0.5%), PET Bottle(-4\$, -0.5%), 면화(-0.1\$, -0.1%) - PX/PTA 1주 상승. MEG 1주 상승. 동중국 MEG 재고 WoW +1.9%. 중국 폴리에스터(4/17일 기준)/PTA 가동률 89.4%/73.8%
페놀체인(↗)	• 페놀(보합), 아세톤(보합), BPA(+25\$, +2%). 페놀 1주 보합. 아세톤 3주 보합. BPA 3주 상승
기타(↗)	• 에폭시(+0.2%), BDO(보합)/스판덱스(보합), (中)메탈실리콘(보합)/유기실리콘(보합), ECH(+45\$, +2.8%), 가성소다(-5\$, -1.2%) 염화칼륨(보합)/가성칼륨(-3%), PO(+28\$, +2%), MDI(+2%)/TDI(+3%), PA(보합)/DOP(보합)

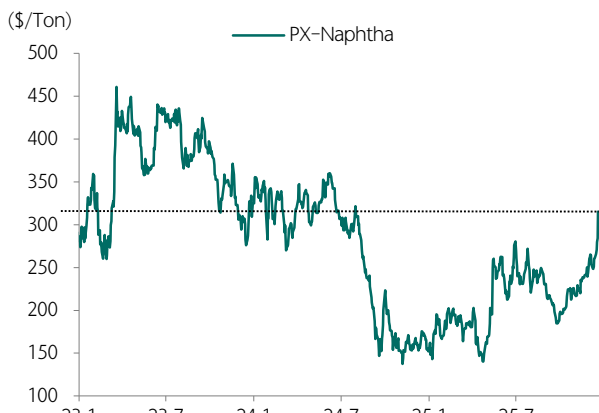
- 시황 혼조. BD +6%, PX +5%, PTA/ECH/TDI +3% VS. HDPE -4% 등이 눈에 띈
- PX 마진 일간 기준 315\$/톤, 주간 평균 기준 283\$/톤으로 약 1년 4개월 래 최대치 기록

도표 3. 중국 대련선물거래소 LLDPE 가격 추이(2026년 5월물)

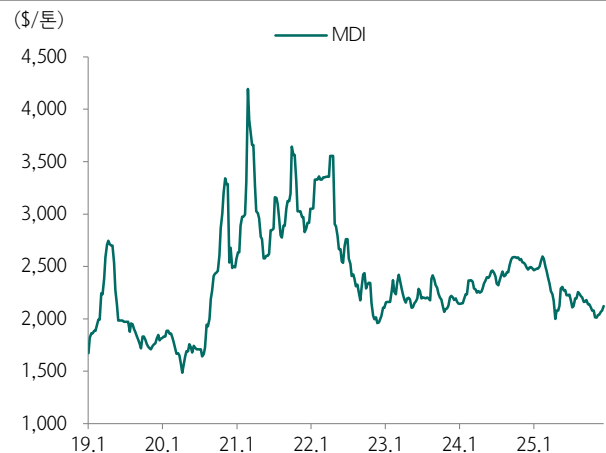
자료: DCE, 하나증권

도표 4. 중국 대련선물거래소 PP 가격 추이(2026년 5월물)

자료: DCE, 하나증권

도표 5. PX 마진 추이(일간 기준)

자료: Platts, 하나증권

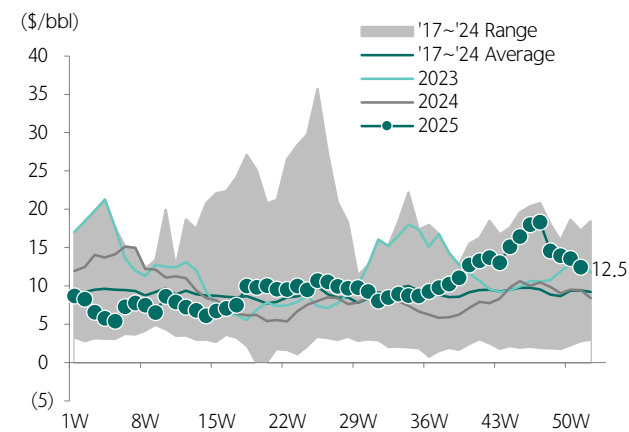
도표 6. MDI 가격 추이(주간 기준)

자료: Ciscem, 하나증권

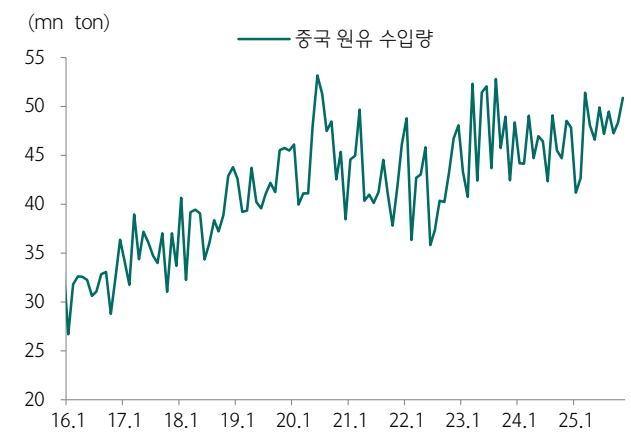
정유(Overweight) : 정제마진 4주 하락. 트럼프 행정부의 베네수엘라 제재

유가(↓)	- WTI 56.66\$/bbl(선/-0.8\$, -1.4%), Dubai 60.03\$/bbl(현/-1.7\$, -2.8%) - 사우디 2026년 1월 OSP(Arab Light) 0.6\$/bbl(MoM -0.4\$/bbl)
정제마진(↓)	평균 복합정제마진 12.5\$/bbl(-1.1\$)

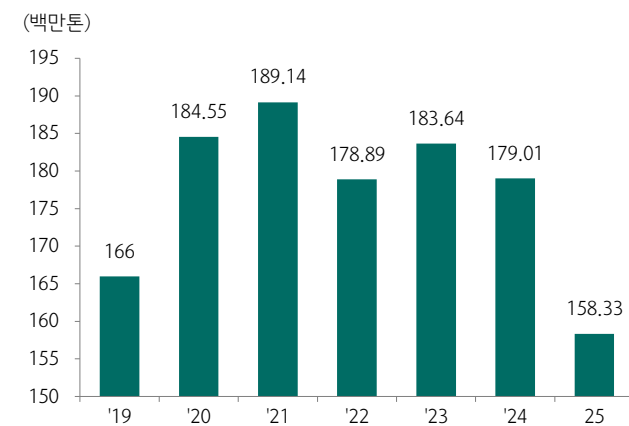
- 정제마진 4주 하락
- 트럼프, 12/16일(현지시간) Truth Social을 통해 니콜라스 마두로 베네수엘라 정권을 외국 테러 조직으로 지정했다고 밝혀
- 또한 제재 대상 유조선의 베네수엘라 입출항을 전면적으로 차단하는 명령을 지시했다고 설명

도표 7. 정제마진 추이

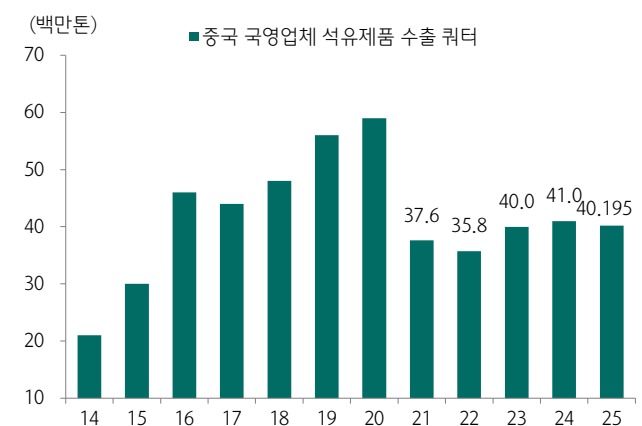
자료: Petronet, 하나증권

도표 8. 중국 원유 수입량 추이

자료: Petronet, 하나증권

도표 9. 중국 원유 수입 쿼터 추이

자료: Petronet, 하나증권

도표 10. 중국 석유제품 수출쿼터 추이

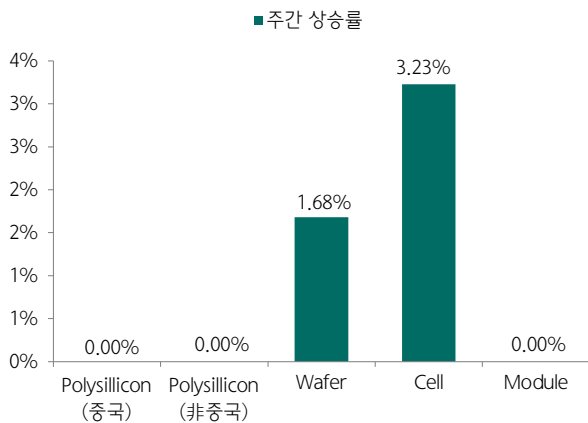
자료: Bloomberg, 하나증권

태양광(Neutral) : 웨이퍼/셀 상승

폴리실리콘(↔, \$/kg)	• Mono 6.500\$(보합) / Non-China 16.810\$(보합) **PV Insight 기준
Wafer(↑, \$/156mm Mono)	• Mono 0.121\$(+0.002\$, +1.68%)
Cell(↑, \$/Watt)	• Mono 0.032\$(+0.001\$, +3.23%)
Module(↔, \$/Watt)	• Multi 0.068\$(보합) * (참고) ThinFilm 0.200\$(보합)

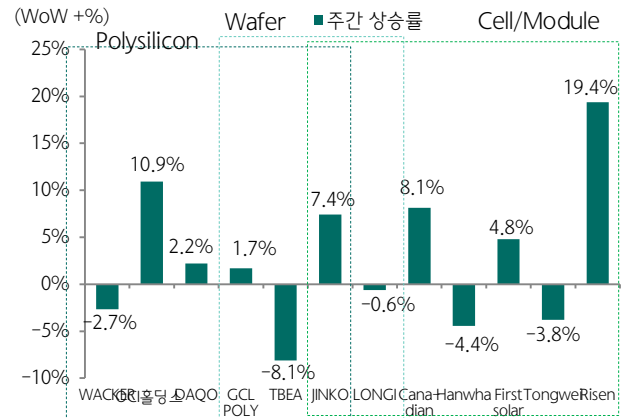
• 폴리실리콘 7주 보합. 웨이퍼/셀 1주 상승. 모듈 4주 보합

도표 11. 태양광 주요 체인별 제품가격 추이(PV Insight 기준)



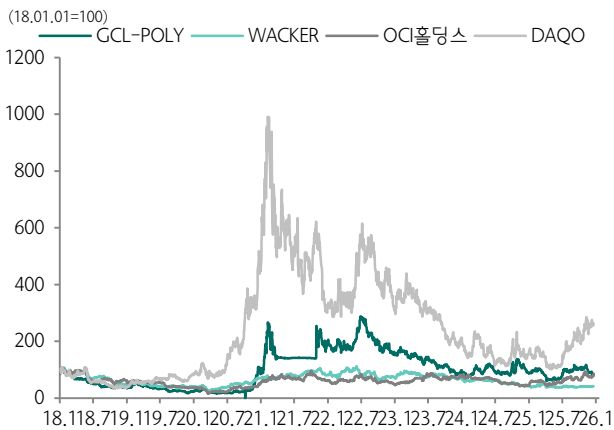
자료: PV Insight, 하나증권

도표 12. 태양광 주요 업체별 주가 상승률



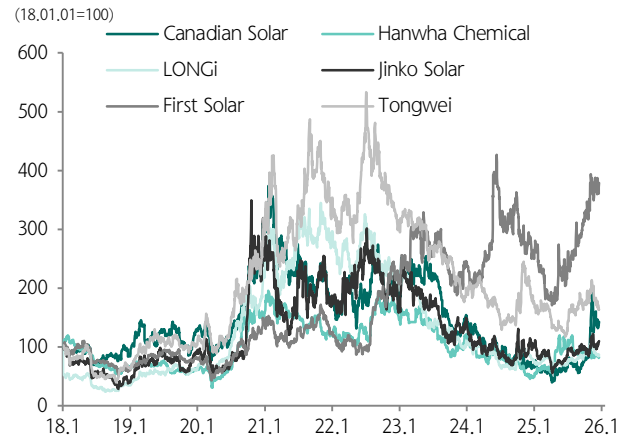
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 폴리실리콘/웨이퍼 업체 주가 추이



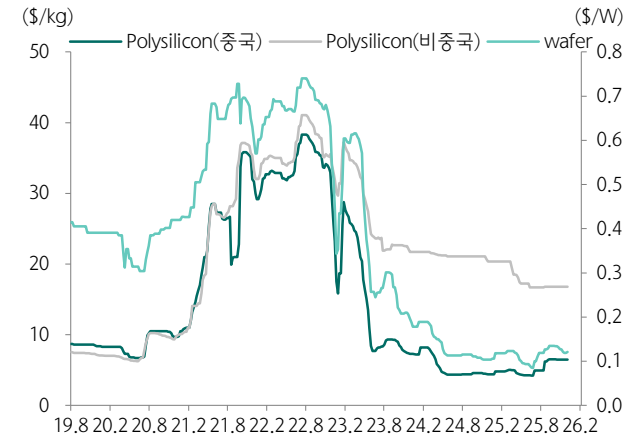
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 글로벌 셀/모듈 업체 주가 추이



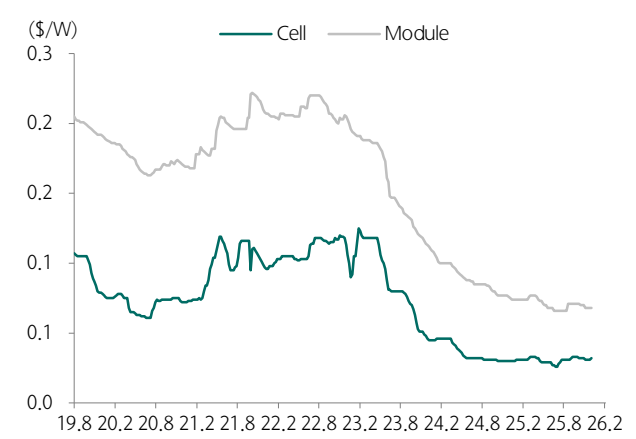
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 폴리실리콘/웨이퍼 가격 추이



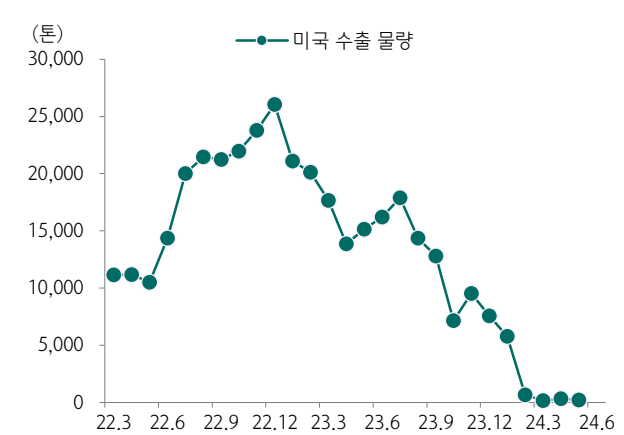
자료: PVinsights, 하나증권

도표 16. 중국 셀/모듈 가격 추이



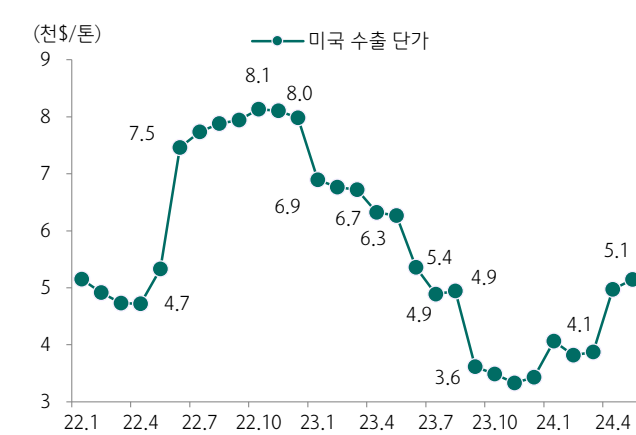
자료: PVinsights, 하나증권

도표 17. 한국 모듈 수출 중 미국향 수출 물량 추이



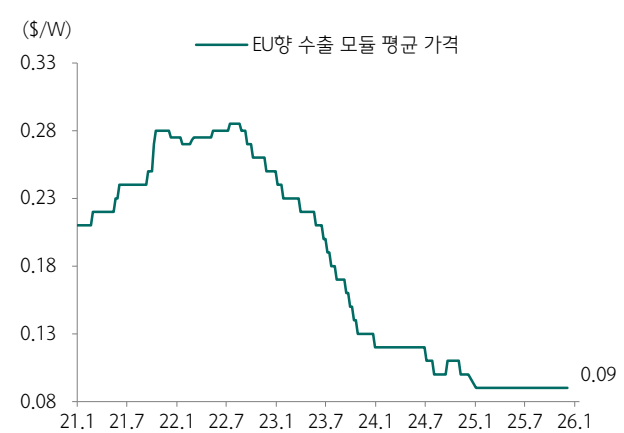
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 한국의 미국향 모듈 수출 평가 추이



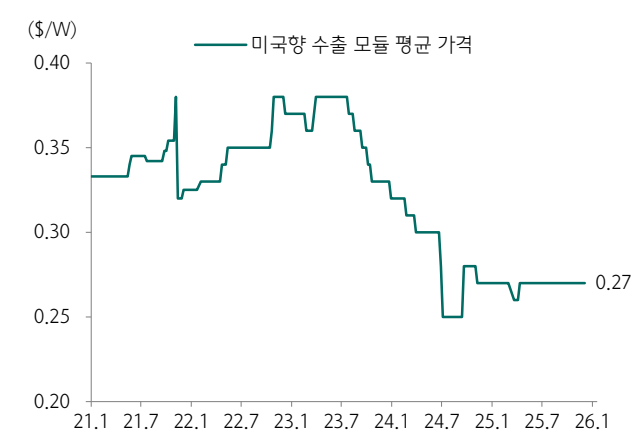
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 중국의 EU향 수출 모듈 평균가격 추이



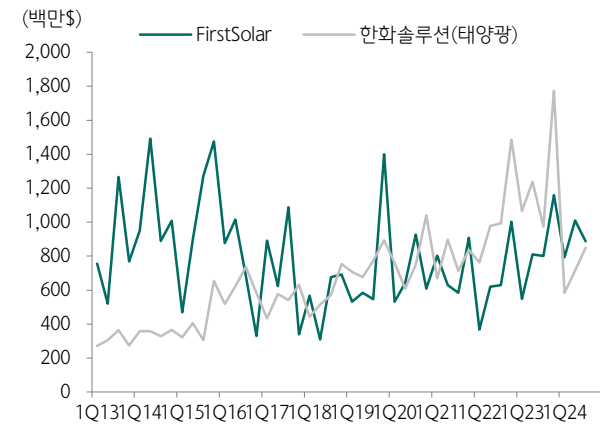
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. 중국의 미국향 수출 모듈 평균가격 추이



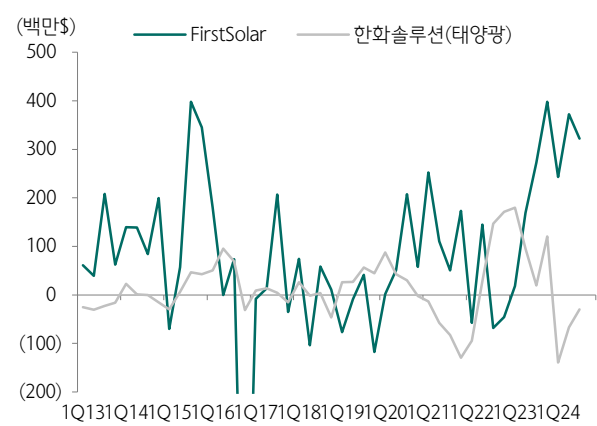
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 한화솔루션(태양광)과 First Solar 매출액 비교



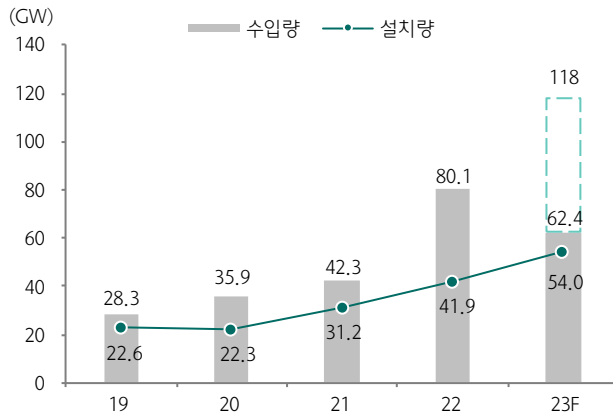
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 한화솔루션(태양광)과 First Solar 영업이익 비교



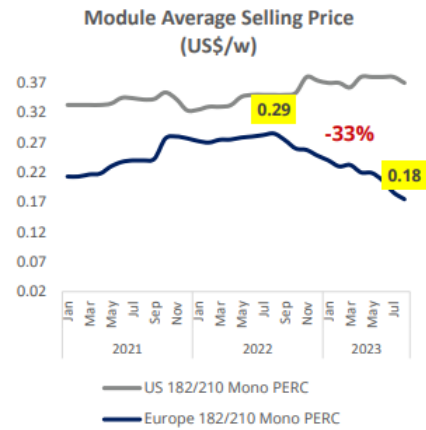
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. 유럽 태양광 설치량과 모듈 수입량 비교



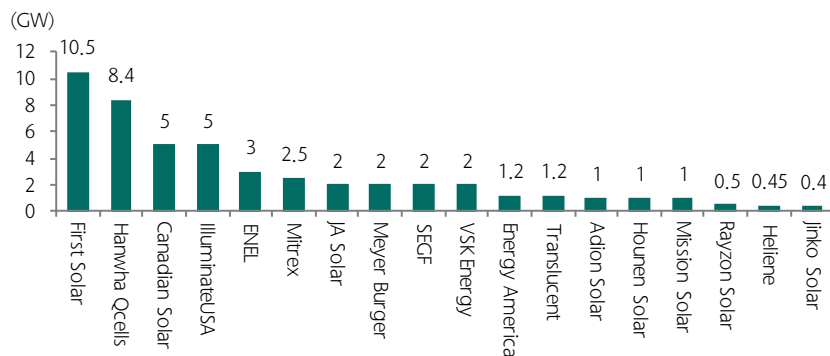
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 24. 미국/유럽 모듈 평균 판매가격 비교



자료: Canadian Solar, 하나증권

도표 25. 2025년 기준 미국 모듈 설비 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

2차전지 News Flow Check

포드, LG엔솔에 9.6조 배터리 계약 해지 통보 (디지털타임스)

- LG에너지솔루션은 포드와 맺었던 전기차 배터리 셀·모듈 장기 공급계약이 거래 상대방의 해지 통보로 종료됐다고 17일 공시. 이번 계약 해지 규모는 약 9조6030억원으로, 이는 최근 매출액의 28.5%에 해당
- 앞서 작년 10월 양사는 2027년부터 2032년까지 6년간 75GWh, 2026년부터 2030년까지 5년간 34GWh 규모의 배터리 장기공급 계약을 맺은 바 있어. 이번 해지 건 2027년부터 2032년까지의 계약에 해당
- 해당 제품은 LG에너지솔루션 폴란드 브로츠와프 공장에서 전량 생산돼 유럽용 전기차에 공급될 예정이었음. 탑재 차량으로는 포드의 차세대 전기 상용차 모델인 E-트랜짓이 거론됨

SK온, 내년 美 블루오벌SK 합작 종결 전 마지막 증자 (연합인포맥스)

- 19일 금융감독원 전자공시시스템에 따르면 블루오벌SK는 전날 이사회를 열어 8억4천100만달러(약 1조2천400억원) 규모의 주주배정 증자를 결정
- 블루오벌SK의 증자대금 사용처는 시설자금 657억원, 운영자금 1조1천778억원으로 공시. 합작 종결 전 마지막 증자일 가능성이 큼. SK온이 부담하는 금액은 약 6천200억원
- SK온은 내년 1분기 중 포드와의 블루오벌SK 합작 운영을 끝낼 예정이라고 지난 11일 발표한 바 있어. 포드는 블루오벌SK 유상감자를 진행하고 그 대가로 켄터키 공장 관련 자산을 가져가며, SK온은 테네시 공장을 단독 운영하게 됨

삼성SDI, 美 스텔란티스 합작 공장서 전기차 배터리 생산 '초읽기' (디일렉)

- 18일 업계에 따르면 삼성SDI는 지난 10월 스타플러스에너지의 인디애나주 1공장에서 ESS용 NCA 배터리 라인 1기를 가동했으며, 내년 1분기에 스텔란티스 전기차용 NCA 배터리 라인 1기를 추가 가동할 예정. 해당 라인은 스텔란티스의 미국과 유럽 시장용 전기차에 배터리를 공급. 참고로, 1공장은 총 4개 생산 라인 중 3개가 ESS용으로 활용되고, 전기차용 배터리는 1개 라인에서만 생산
- 스타플러스에너지 공장은 전기차와 ESS 수요에 모두 대응할 수 있도록 운용되고 있어. 당초 전기차용 배터리 생산을 염두에 둔 공장이었지만, 트럼프 행정부 출범 이후 전기차 보조금 정책을 둘러싼 불확실성이 커진 데 더해 지난 9월 말 전기차 구매자에게 제공되던 최대 7500달러의 세액공제 혜택이 종료되면서 미국 전기차 수요가 둔화됨. 이에 따라 공장 운용의 무게중심을 ESS로 옮기는 전략 조정이 불가피해짐
- 스타플러스에너지 공장의 총 생산능력은 67GWh로 1공장이 33GWh, 2공장이 34GWh. 1공장과 마찬가지로 2공장도 전기차와 ESS 수요에 모두 대응할 것으로 보이며, 재 건물 준공을 앞두고 있는 것으로 알려져

추천종목 수익률 Monitor(2019.5.31일부터~)

▶ 지난 주 Long-Only 편입종목/수익률 Review(비중 배분)

주간 편입종목 및 비중	S-Oil(30%) + KCC(30%) + 금호석유화학(30%) + 롯데케미칼(5%) + 대한유화(5%)
종목별 주간 수익률	S-Oil(-0.1%) + KCC(-5.0%) + 금호석유화학(+2.2%) + 롯데케미칼(-4.3%) + 대한유화(-2.5%)
가중평균 MP 주간수익률(vs. KRX 에너지화학)	MP -1.2%(vs. 벤치마크 -4.8%) = 초과수익 +3.6%p
가중평균 MP 누적수익률(vs. KRX 에너지화학)	MP +1,311.4%(vs. 벤치마크 +24.8%) = 초과수익 +1,286.6%p

▶ 지난 주 Long-Short 편입종목/수익률 Review(비중 없음. 단순 수익률 합산)

Long	S-Oil(-0.1%) + KCC(-5.0%) + 금호석유화학(+2.2%) + 롯데케미칼(-4.3%) + 대한유화(-2.5%)
Short	한화솔루션(-4.4%)
MP 주간수익률(vs. KRX 에너지화학)	MP -0.9%(vs. 벤치마크 -4.8%) = 초과수익 +3.9%p
MP 누적수익률(vs. KRX 에너지화학)	MP +378.3%(vs. 벤치마크 +24.8%) = 초과수익 +353.5%p

▶ 이번 주 Long-Only 편입종목/비중 (특징: 비중 변경)

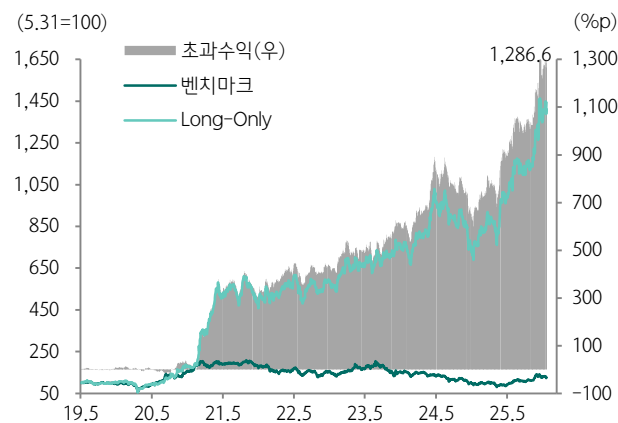
- S-Oil(30%) + KCC(20%) + 금호석유화학(20%) + 롯데케미칼(15%) + 대한유화(15%)

▶ 이번 주 Long-Short 편입종목 (특징: Long - 유지 / Short - 유지)

Long	S-Oil, KCC, 금호석유화학, 롯데케미칼, 대한유화
Short	한화솔루션

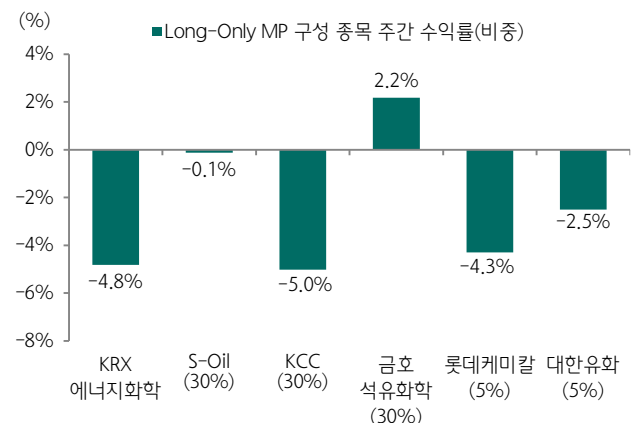
※(주의) 공표된 중장기 투자이견과 단기(주간) 추천종목과의 차이는 항상 발생할 수 있음. 상대수익률 관점에서 접근할 것을 권유

도표 26.가중평균 Long-Only 수익률과 벤치마크 비교(누적)



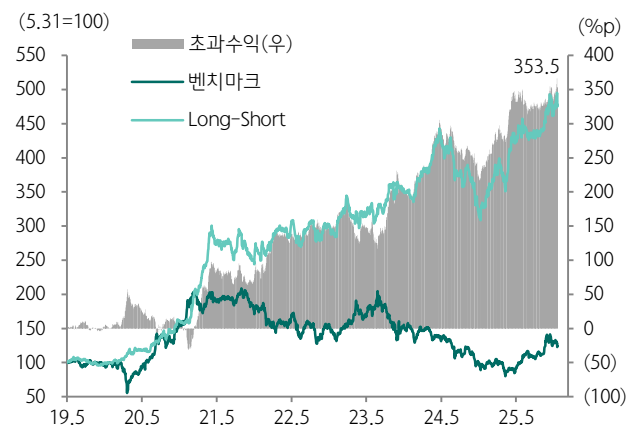
자료: 하나증권

도표 27. Long-Only 편입 종목과 비중, 수익률 비교



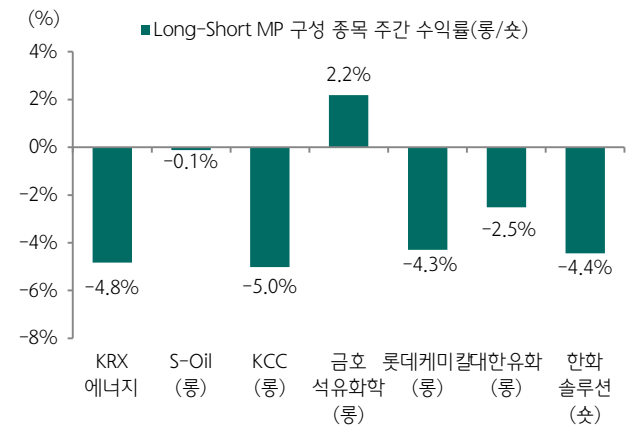
자료: 하나증권

도표 28.Long-Short 수익률과 벤치마크 비교(누적)



자료: 하나증권

도표 29. Long-Short 편입 종목과 수익률 비교



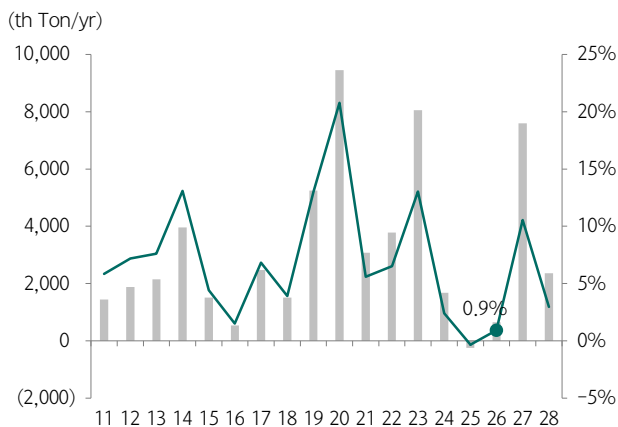
자료: 하나증권

Weekly Issue: 정유사를 사야 할 또 하나의 이유, PX

- 정유사를 사야 할 또 하나의 이유, PX

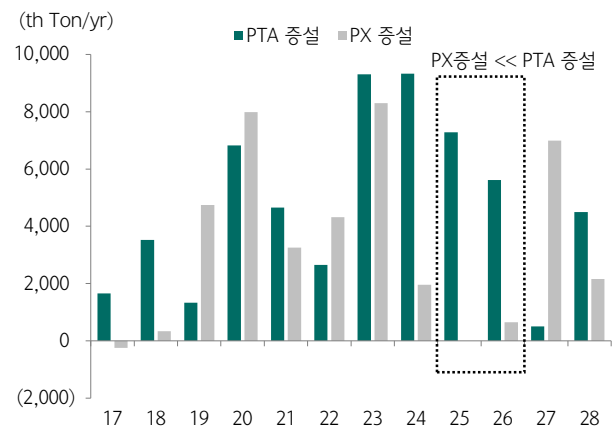
- **PX 마진 뚜렷한 회복:** 정유사의 주요 석유화학 생산 품목 중 하나인 PX의 뚜렷한 마진 개선세 목적. PX-납사 마진은 2025년 평균 211\$/톤에서 현재 254\$/톤으로 +20% 개선. 전년 동기 157\$ 대비 +62% 개선. 흑자 가능 구간 진입. 2026년도 회복 지속 전망
- **PX 회복은 휘발유 마진 강세 영향:** 비수기 진입에도 불구하고 휘발유 마진은 17\$/bbl 수준으로 8년 밴드 상단을 상향 돌파하며 강세 시현. 2025년 평균 11\$/bbl 대비 +53%, 전년 동기 대비 +34% 높아. 낮은 미국 휘발유 수출량의 추세적인 감소 등에 따른 낮은 글로벌 재고 영향. 정유사 입장에서는 PX/BZ 등의 방향족보다 휘발유를 추가 생산하는 것이 유리해 수율 조절이 발생하는 듯. 참고로, 정유사가 주요 사용하는 중질납사는 Reforming(개질) 과정을 통해 Reformate로 만들어짐. Reformate는 높은 옥탄가로 인해 휘발유 블렌딩의 원료로 쓰이거나, 방향족 성분이 풍부해 PX/BZ 등을 만드는 원료로 사용. 즉, 휘발유 마진 강세로 Reformate가 휘발유 블렌딩용으로 사용되며, 일부 업체들이 PX/BZ 생산량을 축소 중인 것으로 추정. 미국의 정제설비 폐쇄 지속 및 연비규제 완화 등을 감안할 때, 글로벌 최대 휘발유 수출국인 미국의 수출량 감소와 휘발유 강세는 2026년에도 유효할 듯
- **PX는 NCC와 증설 사이클이 다르다. 중장기 PX 신증설 제한적:** PX는 주로 정유업체가 글로벌 생산의 60~70% 차지. 글로벌 정제설비 신증설이 제한적이기 때문에 여기서 파생되는 PX 또한 증설 제한적. 즉, NCC와는 증설 사이클이 달라
- **2025~26년 중국 PX 증설은 없지만 PTA 증설은 많다:** 2025~26년 중국의 PTA 신증설은 약 1천만톤/년이나 PX 증설은 없음. PX의 상대적인 공급 우위 발생. 중국은 2026년부터 PX 신증설도 불허. 참고로, 올해 4월 기준 중국 폴리에스터 가동률은 90%로 높은 수준. 폴리에스터와 혼용하는 스판덱스의 재고일수도 연초 55일에서 현재 37일 수준으로 크게 축소. 전방 수요 상황 개선 암시
- **중국은 PX 순수입국. 2025~26년 한국 PX 수출량 증가 예상:** 2025년 중국 PX capa는 4.3천만톤이며, 생산량은 3.8천만톤으로 가동률은 87%. 반면, PX 수요는 4.8천만톤으로 약 1천만톤 순수입. 한국의 PX Capa는 1천만톤이며, 수출량은 500만톤. 수출 중 중국향 비중은 80%로 약 400만톤. 즉, 중국 PX 수입량의 40%를 한국이 충당. 2020~23년까지 4년에 걸친 중국의 대규모 PX 증설로 한국의 중국향 PX 수출량은 2018년 고점 대비 40% 축소되었으나, 2025~26년부터 회복 예상
- **결론: 2025~26년 중국 PX 증설 제한으로 2026년 한국 PX 수출량과 마진 모두 회복 예상.** SK이노베이션과 S-Oil은 PX Capa 각각 290만톤/년, 190만톤/년으로 가동률 90%, 100\$ 마진 개선 시 연간 영업이익 각각 3,700억원/2,400억원 개선 가능

도표 30. 2026년 아시아 PX 증설은 65만톤(YoY +0.9%)에 불과



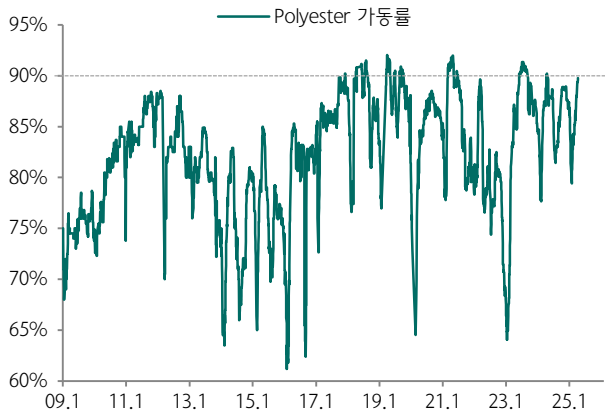
자료: Platts, 하나증권

도표 31. 중국 PTA와 PX 신증설 비교. 2025~26년 PX 증설 제한적



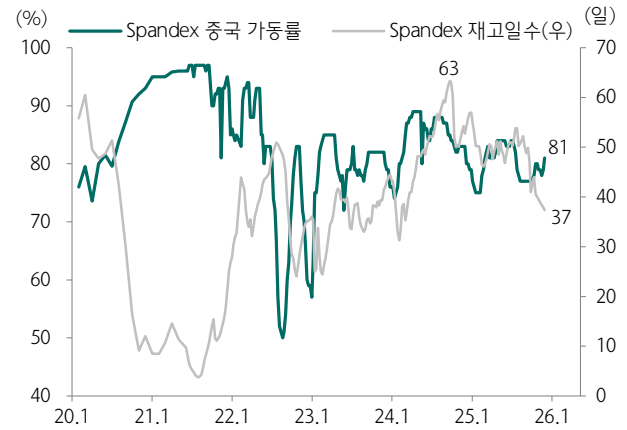
자료: Platts, 하나증권

도표 32. 중국 폴리에스터 가동률 90%(2025년 4월 17일 기준)



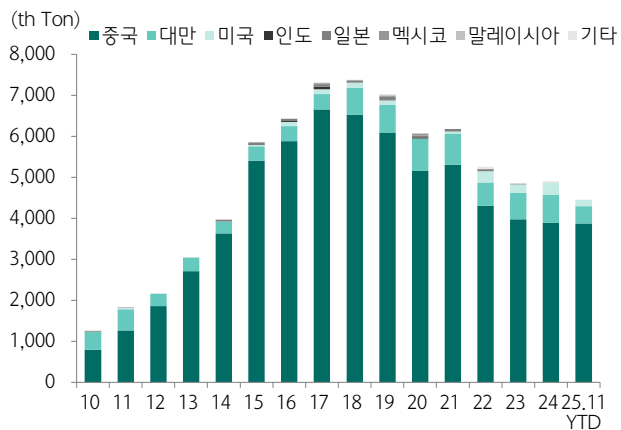
자료: WIND, 하나증권

도표 33. 중국 스판덱스 가동률 81%에 재고일수는 큰 폭 급감



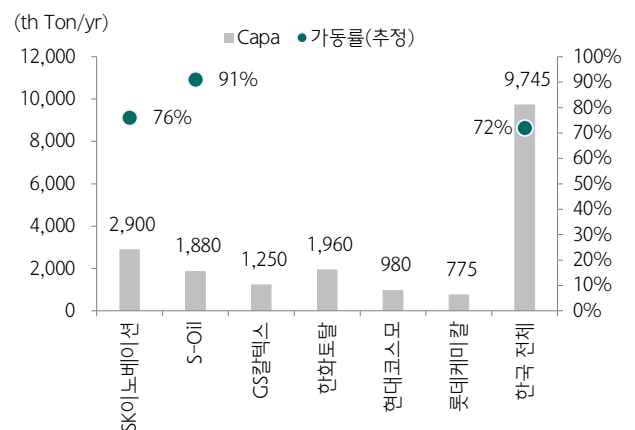
자료: CCF, 하나증권

도표 34. 한국 PX 수출량 2025~26년 확대 예상



자료: KITA, 하나증권

도표 35. 한국 PX 가동률 상향과 수출 확대 예상



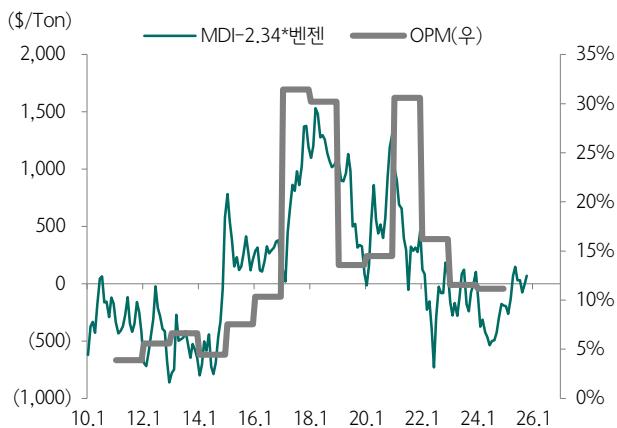
자료: Platts, 하나증권

Weekly Issue: LNG 수혜주가 화학 섹터에 있다 (2025년 12/5일 발간자료 발췌)

- LNG 수혜주가 화학 섹터에 있다

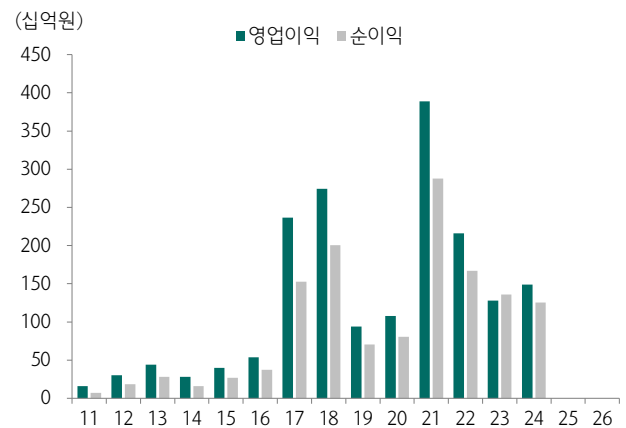
- 미국 천연가스 강세의 배경, LNG 수출: 미국 Henry Hub가 5\$/mmbtu를 돌파하며 3년 래 최대치를 기록. EQT/EXE 등 미국 천연가스 생산업체들의 주가도 역사적 신고가 경신. 이는 미국 LNG 수출량이 2025년 11월 기준 1,070만톤(YoY +40%)으로 사상 최대치를 경신하고, 내부 발전 수요 발생 및 계절적 성수기 등 영향. 2030년까지 미국 LNG 수출량은 75% 증가하면서 Feed Gas 공급량은 현재 19억bcf/d에서 300억bcf/d로 매년 20억 bcf/d 이상 증가 예상. 반면, 2025년 대비 2026년 미국 천연가스 생산량 증분은 3억bcf/d에 불과해 수요 대비 공급 증분 부족 예상. 2026년부터 미국 천연가스 강세 예상
- 미국/카타르 중심의 LNG 수출 확대 사이클. LNG 보냉재 수요 급증 예상: LNG 수출 물량 증가에 따라 2026~30년까지 약 300척 이상의 LNG 운반선 발주가 예상되며, 이 과정에서 LNG 보냉재 수요 급증 전망. LNG 보냉재의 핵심은 -163 °C의 초저온을 유지하기 위해 사용되는 멤브레인 화물창의 단열재(Insulation Panel)이며, 이 단열재의 핵심은 폴리우레탄폼(PUF)
- 폴리우레탄폼(PUF) 원료인 MDI와 PPG/PO: 폴리우레탄폼 제조 시에는 폴리올인 PPG와 이소시아네이트인 MDI가 사용됨. 특히, pMDI는 기계적 강도가 높은 경질 폴리우레탄폼 제조에 유리해 LNG 보냉재에 주로 사용. 참고로, 이소시아네이트의 일종인 TDI와 PPG 결합은 연질폼으로 매트리스, 쿠션, 가구 등에 사용. PPG(Polypropylene Glycol)는 PO(Propylene Oxide)로 제조
- 주요 생산업체: MDI는 글로벌 Top 6가 90%를 점유. Wanhua Chemical(중), Covestro(독), BASF(독), Huntsman(미), Dow(미), 금호미쓰이화학(61만톤). 한국 PPG업체는 금호석유(15.1만톤), KPX케미칼(40만톤), 한국 PO업체는 SKC(31만톤), S-Oil(30만톤)
- 특히, MDI가 높은 수익성을 자랑: MDI 플레이어의 과점적 특성 때문에 MDI의 수익성은 여타 화학제품 대비 견조. 글로벌 최대 MDI업체 Wanhua Chemical의 OPM은 10% 내외이며, 2023~24년 금호미쓰이화학의 OPM은 11~12% 수준
- 2026년 MDI, 2027년 PO 업황 턴어라운드 예상: MDI는 지난 4년 간 매년 8% 내외의 증설 사이클을 겪었으나, 2026년부터 증설이 전무한 구간에 진입. PO도 2026년 증설 이후 2027년부터 증설 제한적 사이클 진입. 금호미쓰이케미칼은 3Q24 MDI 20만톤/년을 증설해 2025년부터 증설 효과 Full 반영. Wanhua와 BASF는 각각 12/1일과 11/20일에 MDI 200\$/톤(+13%) 인상을 발표
- 결론: LNG 수혜 업체 1) 금호석유: MDI(금호미쓰이화학/지분법), PPG 2) PO업체 S-Oil 3) ECC 경쟁력 약화의 반사수혜 NCC

도표 36. MDI 스프레드와 금호미쓰이화학의 OPM 추이 비교



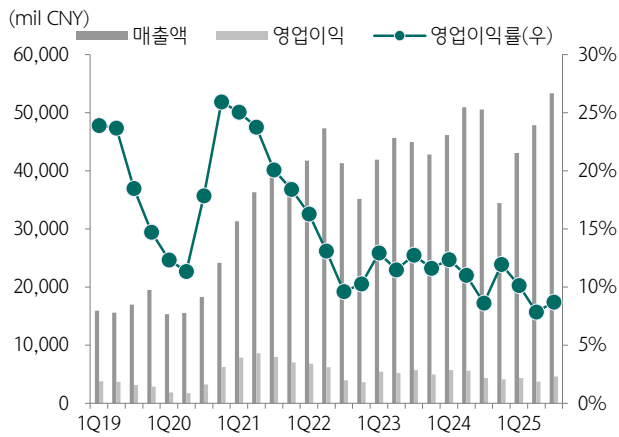
자료: DART, Cischem, 하나증권

도표 37. 금호미쓰이화학 영업이익 1,500억원/순이익 1,300억원



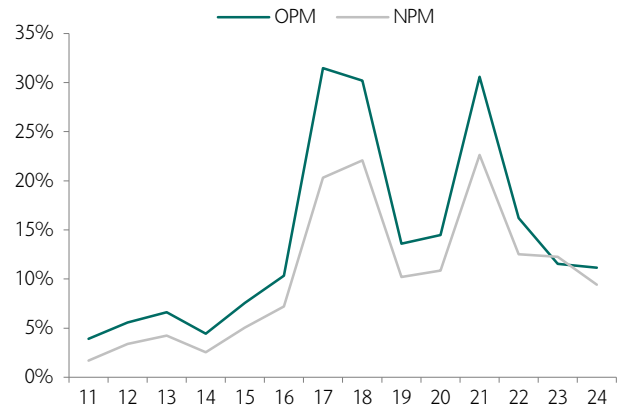
자료: DART, 하나증권

도표 38. 중국 Wanhua Chemical의 OPM은 10% 내외에서 형성



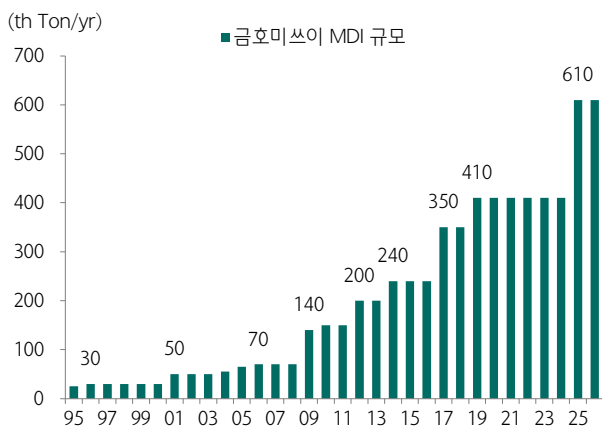
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 39. 금호미쓰이화학의 OPM/NPM. 업황 부진에도 10% 내외



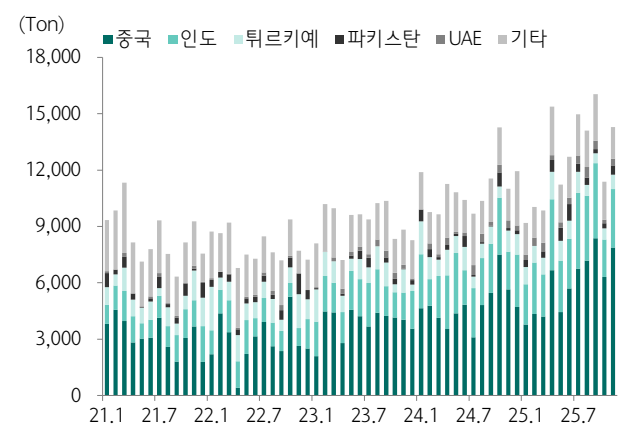
자료: DART, 하나증권

도표 40. 금호미쓰이화학의 MDI Capa 추이



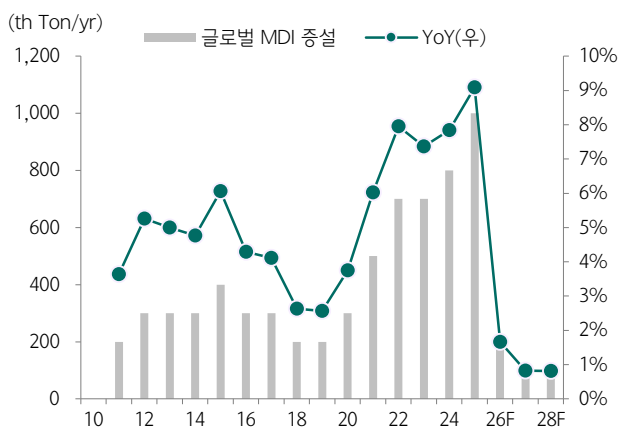
자료: 금호미쓰이화학, 하나증권

도표 41. 한국 MDI 수출은 중국/인도를 중심으로 이뤄져



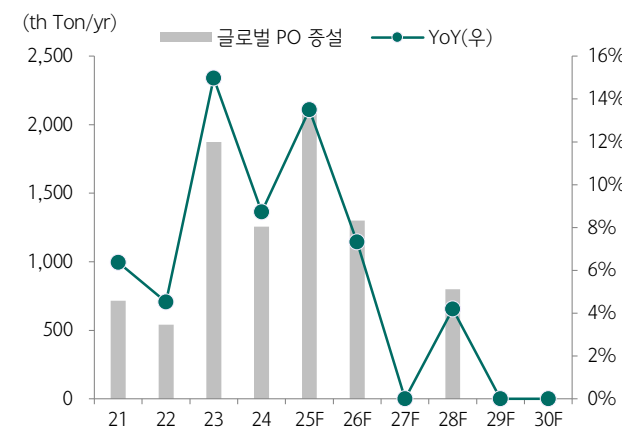
자료: KITA, 하나증권

도표 42. 글로벌 MDI 증설 추이. 향후 증설 제한적



자료: OPIS, 하나증권

도표 43. PO의 증설 부담 2026년이 마지막



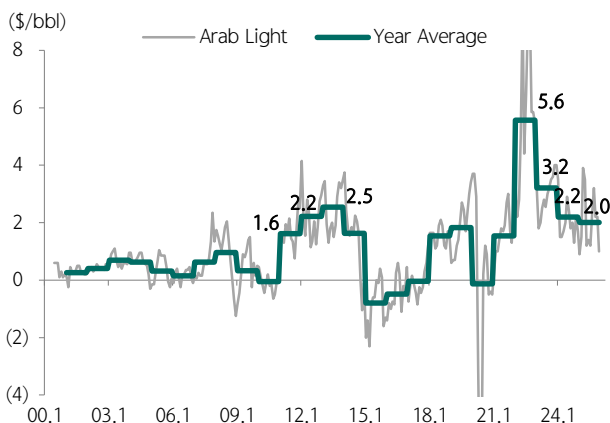
자료: OPIS, 하나증권

Weekly Issue: OSP 인하는 정유 Up-Cycle의 시작점 (2025년 11/10일 발간자료 발췌)

• OSP 인하는 정유 Up-Cycle의 시작점

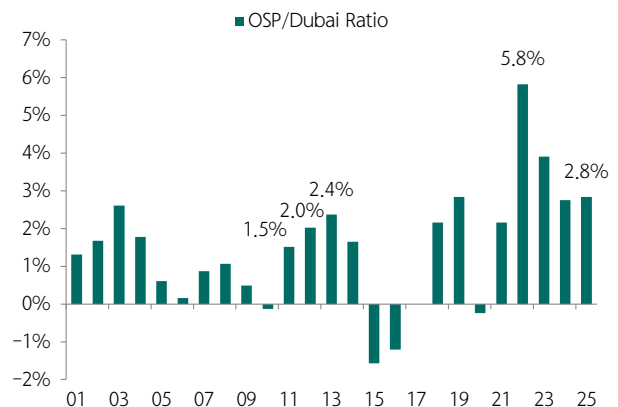
- **유가 대비 사우디아람코의 OSP 프리미엄은 역대급:** 2025년 사우디아람코의 아시아향 OSP는 2\$/bbl. 러우 전쟁 시기인 2022년 5.6\$/bbl에서 크게 인하되었으나, 2012~13년 수준과 비슷해 역사적으로도 높은 편. 특히, 2012~13년 Dubai 유가가 100\$/bbl 이상이었다는 점을 감안하면 현재 Duabi유 약 70\$/bbl 대비 OSP 프리미엄 비율은 당시 대비 더 높은 역대급 수준. 2012~13년 유가 대비 OSP 프리미엄이 약 2.2%였다면 2025년은 2.8%이기 때문
- **왜 OSP의 프리미엄 비율은 역대급이었나:** OSP는 사우디아람코가 원유 시장의 수요-공급 상황을 감안하여 자체적으로 결정. 원유 수급이 타이트한 상황에서는 OSP를 상향 조정하며, 공급과잉이 심각한 상황에서는 OSP를 하향 조정. 원유 시장의 수급이 타이트해 유가가 100\$/bbl 이었던 2010~13년, 경기 회복기 2016~18년, 러우 전쟁기인 2022년이 OSP 상향 조정 사이클. 2023년 이후 높은 OSP의 배경은 OPEC+의 약 600만b/d에 달하는 공급 감축기였기 때문. 즉, 유가 조정은 물론 M/S 잠식으로 재정 적자가 심해지는 사우디 입장에서는 유가 대비 역대급 OSP 프리미엄이라도 받고 싶었던 구간이었던 것
- **OSP의 본격적인 인하 사이클 도래:** 미국 Shale Boom에 따른 미국의 공급 증가 구간인 2014~15년, 코로나 이후 수요 소멸 구간인 2020년은 공급과잉으로 인해 OSP가 인하되었던 사이클. 2026년 또한 OPEC+의 감산 완화(중산)로 인해 원유 시장의 공급과잉이 예상되며 이로 인해 사우디 OSP의 본격 인하를 기대. 특히, 러시아/이란에 대한 미국/EU의 제재가 대폭 강화되며 중동 원유에 대한 대체 수요가 발생하고 있음. 이로 인해 OPEC+는 더욱 자신 있게 감산 완화를 시도할 것. 결국 사우디 입장에서는 OSP 인하가 가격 희생 요인이지만, M/S 확대를 통해 재정적자를 축소할 수 있기에 OSP 인하를 선택할 수 밖에 없다고 판단함. 이를 반영해 12월 사우디의 아시아향 OSP는 1\$/bbl(MoM -1.2\$/bbl)로 11개월 래 최저치
- **2014년 말 OSP 마이너스 전환이 정유주 Up-Cycle의 시작이었다:** S-Oil 주가는 2014년 11월 초 37,500원을 저점으로 2017년 11월 말 13만원으로 3년 간 약 3.6배 상승. 이는 사우디 OSP가 2014년 10월부터 -0.05\$/bbl로 최초로 마이너스 전환된 시점과 일치. 이후 3년 간 OSP는 지속적으로 마이너스권에서 머물러. 2014년 11월 유가는 80\$/bbl에서 2016년 2월 초 26\$까지 약 70% 급락했으나, S-Oil 주가는 해당 기간 2배 가량 상승. 즉, 2014년 말 시작된 정유의 Up-Cycle은 유가 하락의 재고손실 리스크보다 투입가 인하에 따른 정제마진 개선 효과를 반영하면서 시작된 것. 2026년에도 유가 약세 '우려보다 마진 개선에 초점을 뒤야
- **결론: 2026년 OSP 인하 사이클 도래 예상. 이는 한국 정유업체의 원가 절감 요인. 2026년 정유업체 실적 추정치 추가 상향될 것**

도표 44. 사우디의 OSP 인하 사이클 진입 예상



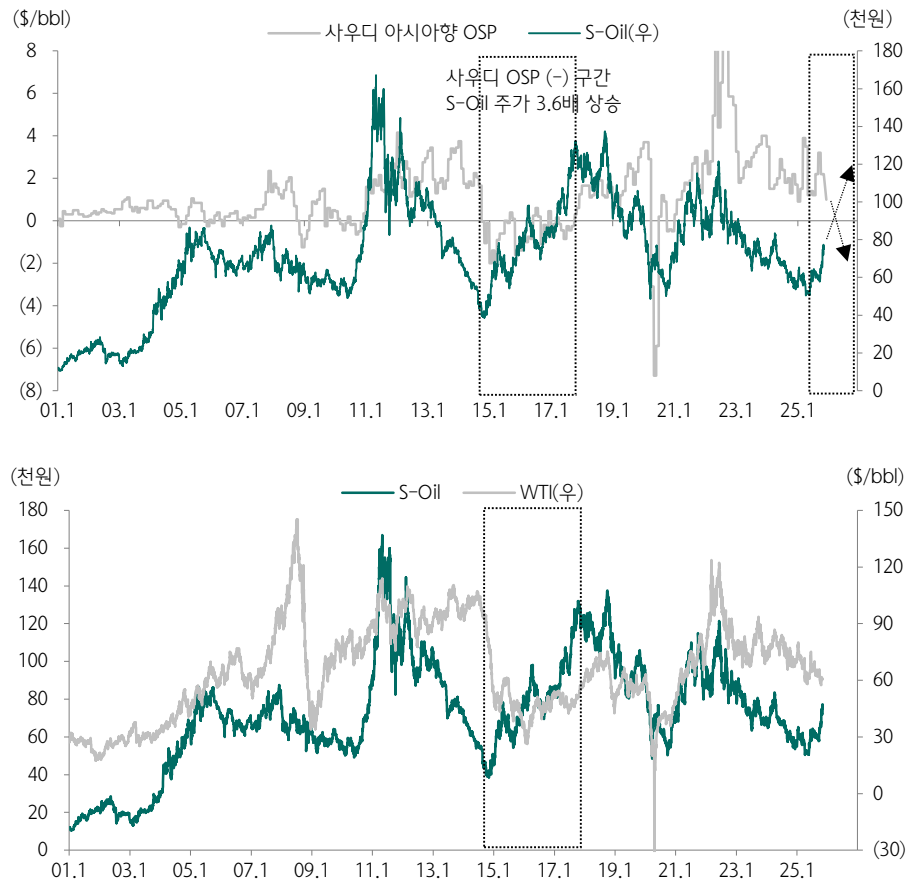
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 45. 유가 대비 OSP의 프리미엄 비율은 역대급으로 높은 편



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 46. 2014년 말부터 S-Oil의 주가는 3년 간 3.6배 상승. 유가 약세 불구, OSP 인하에 따른 구조적 마진 개선이 부각되던 시기였기 때문



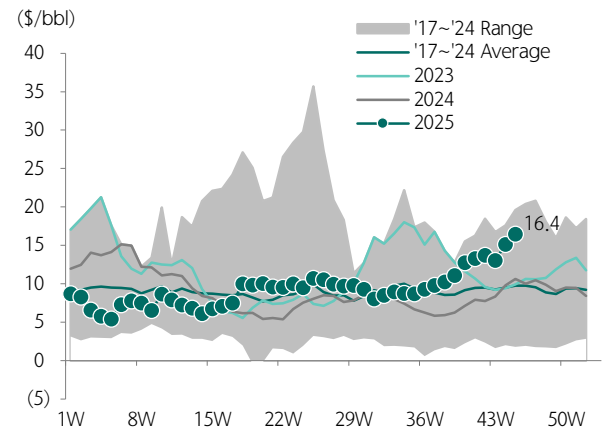
자료: Quantivise, 하나증권

도표 47. 아시아 정제마진, 러우 전쟁 직후 제외 시 약 17년 래 최대



자료: Petronet, 하나증권

도표 48. 아시아 정제마진 밴드 차트(2017년부터~)

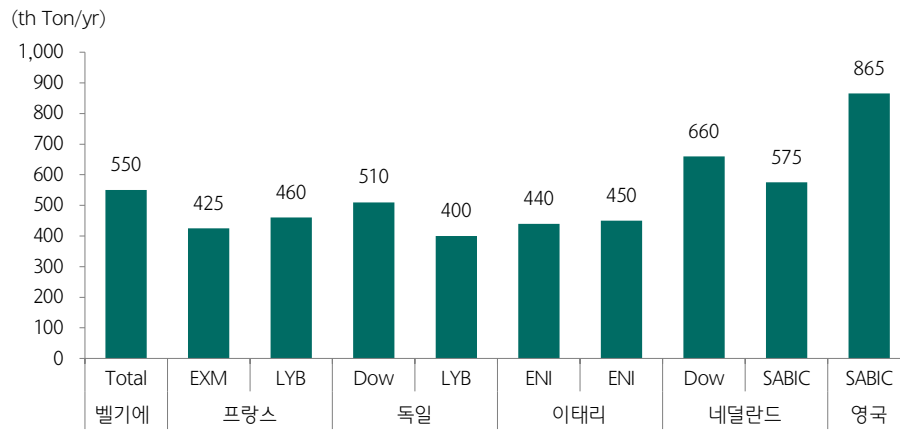


자료: Petronet, 하나증권

Weekly Issue: 구조조정 시대 (2025년 9/8일 발간자료 발췌)

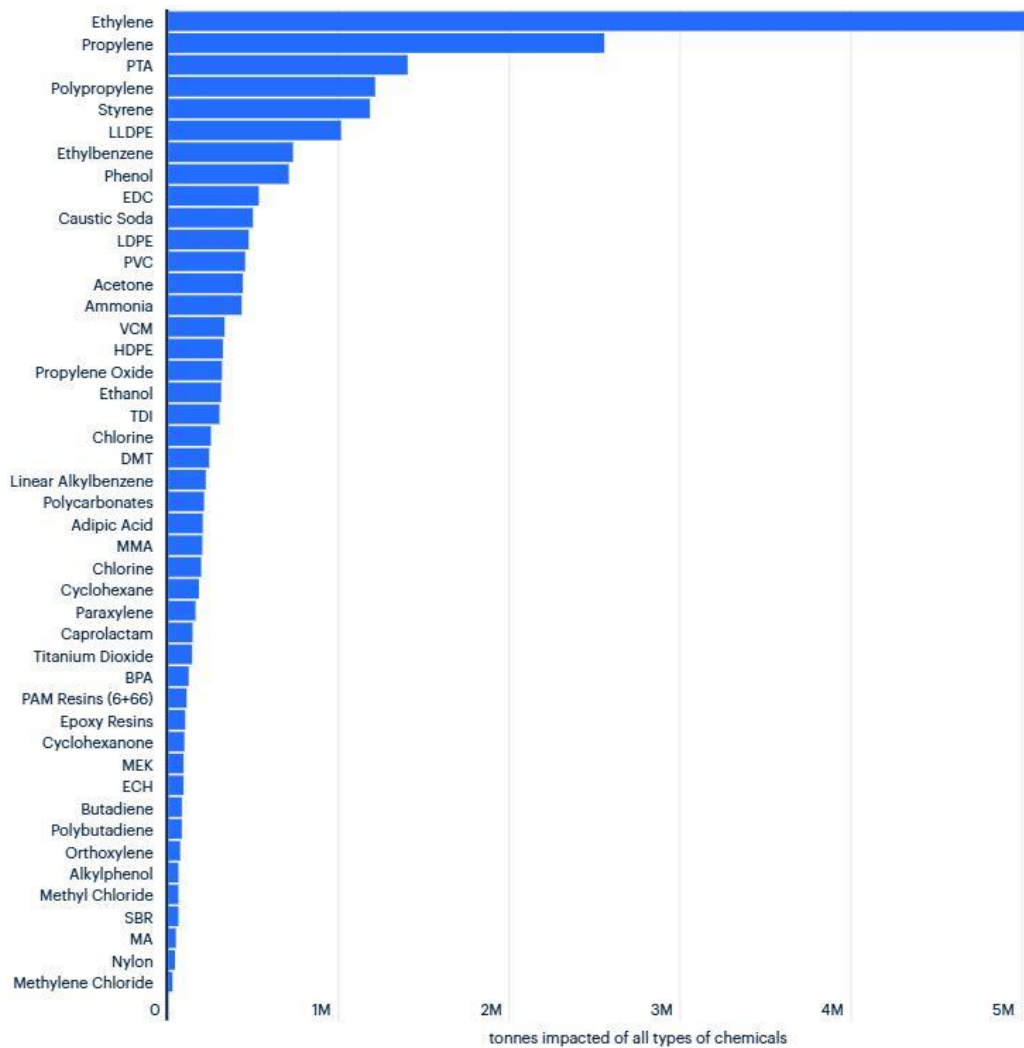
- 구조조정 시대
- 유럽 석유화학 구조조정 가속화 목적: 1) 9/4일 Financial Times는 ExxonMobil Europe이 영국과 벨기에의 석유화학 공장 매각 혹은 폐쇄를 검토 중이라고 보도. 이는 영국 에틸렌 85만톤/년과 벨기에 프로필렌, LDPE, EVA 등이 포함. 에너지 비용 상승에 따른 원가 경쟁력 저하, 중국과의 경쟁 심화, 관세 전쟁에 따른 글로벌 무역 차질 발생 등에 따른 영향 2) 7/7일 Dow는 독일 빌렌 에틸렌 51만톤/년 2027년 4분기 가동중단 발표. 영국 베리의 실록산 2026년 중반 가동중단 예정. 2025년 1월에는 네덜란드 터뇌젠 66만톤/년 설비 무기한 가동중단 3) 2025년 6월 LyondellBasell은 독일 AEQUITA와 올레핀/폴리올레핀 유럽 설비 4곳에 대한 매각 협상 시작. 프랑스 베르르 46만톤/년, 독일 뮌호스윈스터 40만톤/년 등이 대상 3) 6/25일 사우디 SABIC은 영국 윌튼 에틸렌 86.5만톤/년 올레핀6 크래커 영구 폐쇄 결정. 이미 이 설비는 2020년부터 가동 중단된 상태. 2024년 4월 네덜란드 겔린 57.5만톤/년 영구 폐쇄 결정 4) 2025년 4월 TotalEnergies 벨기에 앤트워프의 NCC 55만톤/년 2027년 말까지 폐쇄 예정 5) ENI 이탈리아 브린디시 44만톤/년, 프리올로 45만톤/년 영구 폐쇄 6) 2025년 2월 BP는 독일 겔젠키르헨 에틸렌 54만톤/년 크래커의 매각 대상자 물색 중 7) 2024~27년 유럽 폐쇄 혹은 매각 예정 에틸렌 설비 규모는 약 500만톤/년으로 글로벌 M/S의 2%를 차지
- 중국 정유/석유화학 구조조정 관련 문건 9월 초중순 발표 예상: 1) 발개위(NDRC), 생태환경부(MEE), 중국석화공업연합회(CPCIF), 국가통계국(NBS)+ 에너지국(NEA)가 6~8개 핵심 클러스터 대상 집중 실사 2) 9월 초 1차 결과 국무원 종합보고서 발표 3) 9월 중국무원의 구체적인 과잉생산 축소 방안이 제시되면 즉시 법적/정책적 효력 발생. 산업정보화부(MIIT)는 이후 세부 시행방안 발표 4) 최근의 실태조사 결과는 15차 5개년(2026~30년) 계획의 초안에 반영. 2025년 12월~2026년 1월 정치국/국무원 검토를 거쳐 2026년 3월 전인대에서 15차 5개년 계획 공식 확정 6) Max Capa 60만톤/년에 불과하고 에너지/탄소 강도가 높은 CTO/MTO 설비 폐쇄 가능성 높아. 에틸렌 설비는 2026년부터 신규 허가 제한. 정유 또한 연간 생산량 200만톤/년(4만b/d) 이하 Teapot 설비에 대한 폐쇄 가능성 높음 7) CTO/MTO는 총 770만톤으로 중국의 13%, 전 세계의 3.3%. 중국 4만b/d 이하 정제설비 규모는 약 84만b/d로 중국 전체의 4.3%, 전 세계의 0.8%
- 유럽/중국/한국의 에틸렌 설비 폐쇄 규모는 글로벌 M/S의 5~7% 추정: 구조조정 규모는 유럽은 글로벌의 2%, 중국은 글로벌의 2~3%, 한국은 글로벌의 1~1.6% 수준. 즉, 글로벌 M/S의 5~7%의 폐쇄 가능성 상존
- 중국 폴리실리콘 구조조정 내용 곧 구체화될 것. 업체의 실적 개선도 뚜렷: 1) 8/1일 중국 상위 6개 폴리실리콘 생산업체들이 약 500억RMB(70억\$) 규모의 기금을 조성해 인수 기구 설립 보도. 해당 기구는 3Q25 출범, 4Q25부터 과잉 생산설비/재고 매수해 최소 100만톤/년(31%) 감축 추진 예상 2) 8/19일 공업정보화부(MIIT), 발개위(NDRC), 사회부, 국가시장감독관리총국(SAMR), 국가에너지국(NEA)가 공동으로 태양광 산업 심포지움을 개최하고 산업규제 강화 및 저가 경쟁 억제 관련 의제를 다뤘. Daqo는 '원가 이하 판매 규제'의 필요성이 재차 강조되었다고 전해 3) 7/24일 NDRC는 최저가격법에 대한 개정안 초안을 공개하며 합법적 사유를 제외하고 원가 이하 판매/가격 강요 금지 4) 중국 전체 폴리실리콘 설비의 31% 감축 현실화 시 상위 업체들의 가동을 상향 가능 5) 2Q25 Daqo의 폴리실리콘 판매량은 약 2년 전 고점 대비 -71% 축소되었고, 현재 가동을 34%, OPM -153%로 극도의 부진 중이나 향후 충분히 가동을 상향과 적자폭 축소 가능. 실제, CEO는 3Q25부터 상당한 수준의 이익 개선 가능성 언급. GCL Poly CEO 또한 구조조정과 관련한 추가 정보가 곧 공개되며 8~9월에는 흑자 전환 가능성도 언급
- 중국 유기실리콘 구조조정 기대감도 높아져 관련업체 급등: 9/5일 폴리실리콘 업체 주가 강세로 Hoshine Silicon DoD +8%, Shandong Dongyue +8% 등 주요 메탈/유기실리콘 업체 주가 상승세도 뚜렷. 중국 폴리/유기/메탈 실리콘 전반에 대한 구조조정 기대감이 극대화되는 국면이라 판단
- 결론: 1) 9월부터 연말~연초까지 중국 구조조정 관련 수혜 업체 유심히 관찰 필요 2) 석유화학/정유, 폴리실리콘/유기실리콘 관련 업체가 그 대상 3) Top Picks S-Oil, KCC, 대한유화, 롯데정밀화학, 롯데케미칼. 해외주식은 미국 정유업체와 중국 폴리실리콘 Top-Tier 업체 주목

도표 49. 2024~27년 유럽에서 예정된 석유화학 설비 폐쇄 혹은 매각 예정 규모 비교(에틸렌 기준)



자료: 하나증권

도표 50. 유럽 석유화학 설비 구조조정 규모



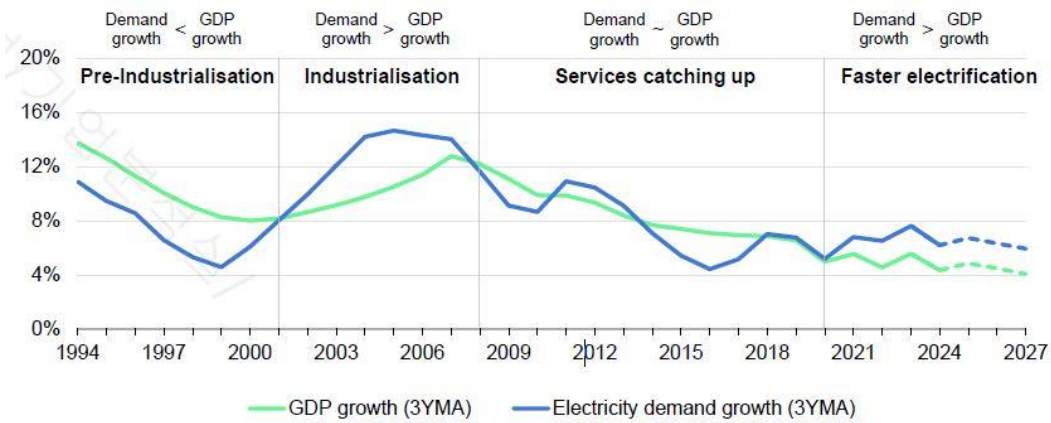
자료: ICS, 하나증권

Weekly Issue: 중국 태양광을 보자 (2025년 9/1일 발간자료 발췌)

• 중국 태양광을 보자

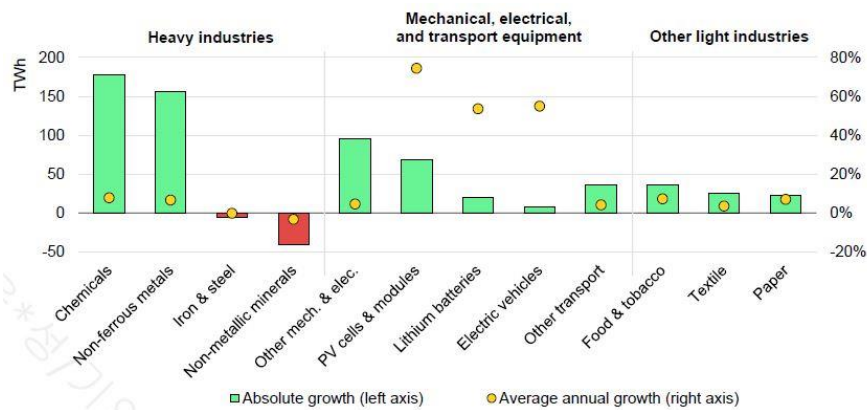
- **중국의 전기화 시대:** 중국의 2023~24년 전력 수요 성장률은 YoY +7~8% 성장하며 GDP 증가율 YoY +5%를 상회. 동 추세는 향후에도 지속될 전망. 에어컨 보급 증가와 데이터센터/5G 확대, EV 충전 수요, 전력소비량이 높은 태양광/EV/배터리 공장 확대 때문. 또한 일부 산업에서의 가열 방식 변경(전기가열), 경공업 분야에서의 히트펌프 설치 확대 계획, 로봇 도입에 따른 자동화 등도 영향을 미치고 있음. 중국에서는 산업 부문이 전체 전력 소비의 약 60%를 차지하며, 이는 전 세계에 최고 수준(OECD 평균 32%). 특히, 2024년에는 태양광/배터리/EV 제조에서 약 320TWh의 전력 소비 추정. 이는 이탈리아가 1년 동안 사용하는 전력량과 비슷. 해당 분야의 전력 소비량은 2022~24년 3년 간 230TWh 이상 증가한 것. 해당 기간 동안 신에너지 산업에서의 전력 소비량은 전체 산업 전력 수요 증가분의 약 35%, 중국 전체 전력 소비 증가의 16% 차지. 2025~27년 신에너지 산업부문은 전체 추가 전력 수요 증가분의 50%를 차지하며 더 큰 폭의 수요를 창출할 것
- **늘어나는 전력 수요와 기후 목표 사이에서 선택지는 신재생 확대:** 중국의 2030년 탄소배출 정점 도달, 2060년 탄소중립 목표 달성을 위해서는 태양광/풍력 발전 비중이 현재 18%에서 2030년 40%, 2035년 50%를 달성해야 할 전망. 반면, 화석연료 발전 비중은 현재 64%에서 2030년 35%, 2035년 25%로 축소되어야. 즉, 현재 발전 비중의 대부분을 차지하는 석탄(M/S 61%)이 태양광/풍력으로 전환되어야 하는 숙제를 안고 있음. 에너지 안보 관점에서도 자급이 어려운 원유/가스 대비 태양광/풍력을 육성하는 것이 바람직한 방향. 신재생 발전 확대의 기본 전제이자 전력 거래 및 전력망 안정성을 위해 중국은 2030년까지 최소 225GW의 새로운 성 간 송전 용량이 필요. 이를 위해 이미 초고압 (UHV) 송전망을 급속도로 확장하고 있음. 2024년 말 기준, 42개의 UHV 프로젝트가 운영 중이며, 총 용량은 300GW를 초과
- **무너지는 태양광 시장을 일으켜 세우기 위한 중국의 구조조정 본격화:** 밸류체인 급격한 확장으로 중국은 태양광 공급망을 공고하게 확보했고, 가격 하락으로 태양광 발전 LCOE는 압도적 경쟁력 확보. 하지만, 과도한 경쟁에 따른 공급과잉 심화로 태양광 산업의 기반 자체가 흔들리고, 국가 차원의 전력 수급에도 차질이 발생할 가능성. 이에 따라, 중국은 본격적으로 태양광 구조조정을 시작. 중국의 폴리실리콘 생산능력은 약 325만톤/년으로 Tongwei 90만톤(M/S 28%), GCL 48만톤(15%), Daqo 30.5만톤(9%), Xinte 30만톤(9%), East Hope 20만톤(6%) 등이 상위 업체. 반면, 수요는 200만톤/년 미만으로 심각한 공급과잉 상황이 지속. 실제, 업계 Top-Tier인 Tongwei, Daqo의 2Q25 OPM은 각각 -11%, -153%로 극도로 부진
- **중국의 폴리실리콘 구조조정 계획:** 8/1일 중국 상위 6개 폴리실리콘 생산업체들이 약 500억RMB(70억\$) 규모의 기금을 조성해 인수 기구 설립 보도. 해당 기구는 3Q25 출범, 4Q25부터 과잉 생산설비/재고 매수해 최소 100만톤/년(31%) 감축 추진 예상. 8/19일 공업정보화부(MIT), 발개위(NDRC), 사회부, 국가지장감독관리총국(SAMR), 국가에너지국(NEA)가 공동으로 태양광 산업 심포지움을 개최하고 산업규제 강화 및 저가 경쟁 억제 관련 의제를 다뤘. Daqo는 '원가 이하 판매 규제'의 필요성이 재차 강조되었다고 전해. 참고로, 7/24일 NDRC는 최저가격법에 대한 개정안 초안을 공개하며 합법적 사유를 제외하고는 원가 이하 판매/가격 강요 금지, 가격 표시 위반 시 벌금 상향 등 처벌 강화 등 제도적 규제도 마련. 중국 전체 폴리실리콘 설비의 31% 감축 현실화 시 상위 업체들의 가동을 상향 가능. 참고로, 2Q25 Daqo의 폴리실리콘 판매량은 약 2년 전 고점 대비 -71% 축소되었고, 현재 가동률 34%, OPM -153%로 극도의 부진 중이나 향후 충분히 가동률 상향과 적자폭 축소 가능
- **중국 폴리실리콘 가격 급등:** 업계 전반의 폴리실리콘 Cash Cost는 40RMB/kg 중반(약 6~6.5\$). 따라서, 중국 정부의 정책 등을 감안할 때, 이는 업계에 요구되는 최소 가격. 참고로, Daqo의 2Q25 Cash Cost는 5.12\$/kg이었고, ASP는 4.19\$/kg에 불과. 8/29일 중국 폴리실리콘 가격은 WoW +26% 급등하며 6.2\$/kg를 기록했는데, 이는 정부의 정책을 감안할 때 유지 가능한 수준
- **결론:** 1) 에너지 안보 관점에서 중국은 태양광 산업 살리기와 구조조정에 진심일 가능성 높음 2) 전력 수요 급증 대응과 탄소배출 목표 달성 관점에서도 중국 태양광 수요 성장은 필연적 3) Top-Tier 폴리실리콘 업체를 중심으로 구조조정이 이뤄진 이후 가격 상승은 물론 해당 업체들의 뚜렷한 가동률 상승 기대 4) 2026년을 대비한 중국 Top-Tier 폴리실리콘 업체 관심 유도

도표 51. 중국은 전기화 시대의 도래로 2027년까지 GDP 성장률보다 높은 전력 수요 성장률을 시험할 전망



자료: IEA(2025.02), 하나증권

도표 52. 태양광, 배터리, EV 산업에서의 전력 소비량이 여타 산업군에서의 사용량 증가분을 크게 상회

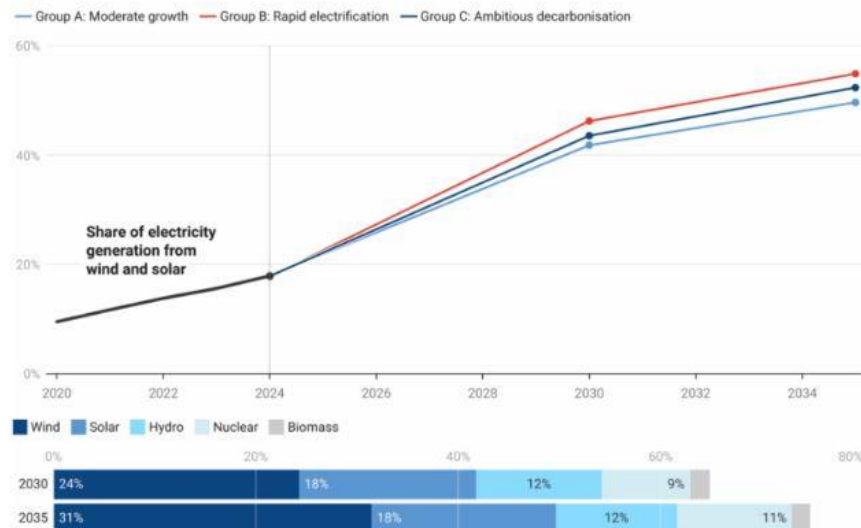


자료: IEA(2025.02), 하나증권

도표 53. 중국의 기후목표를 달성하기 위해서는 풍력/태양광 비중이 2030년 40%, 2035년 50%를 달성해야 할 전망

Wind and solar reach 50% of China's power by 2035 in below-2C scenarios

Top: Minimum wind and solar share of electricity generation, %, in different scenarios. Bottom: Clean-energy shares by source, %, in scenario A1.

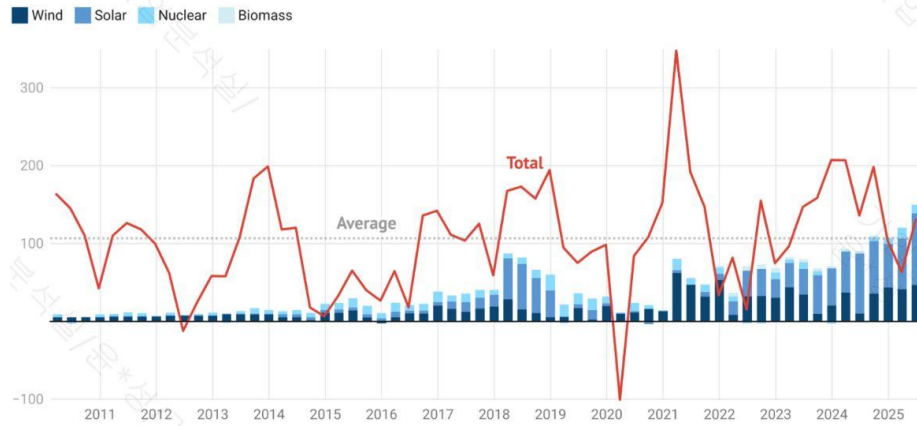


자료: CarbonBrief, 하나증권

도표 54. 중국의 신규 발전수요 증분의 대부분은 태양광 발전 증분으로 커버가 가능할 정도

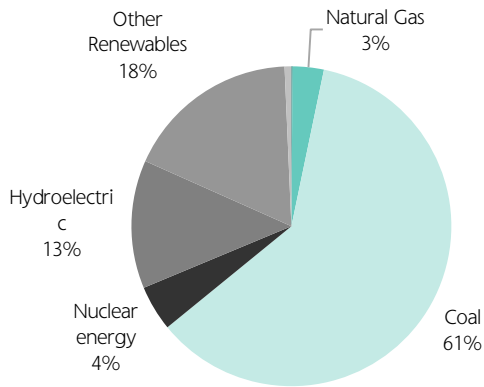
Clean-power sources are now covering all of China's demand growth

Quarterly growth in electricity generation overall and from clean power, TWh



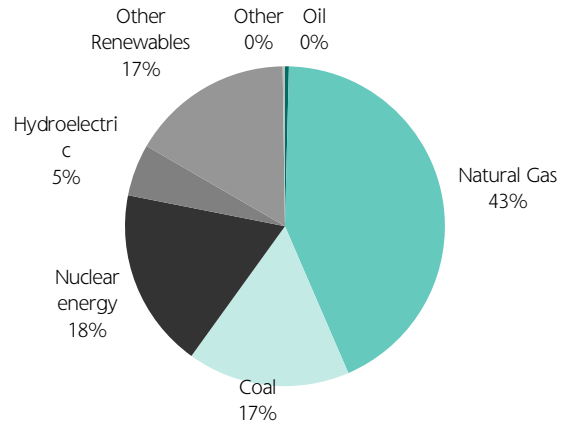
자료: CarbonBrief, 하나증권

도표 55. 중국 발전원별 발전 비중



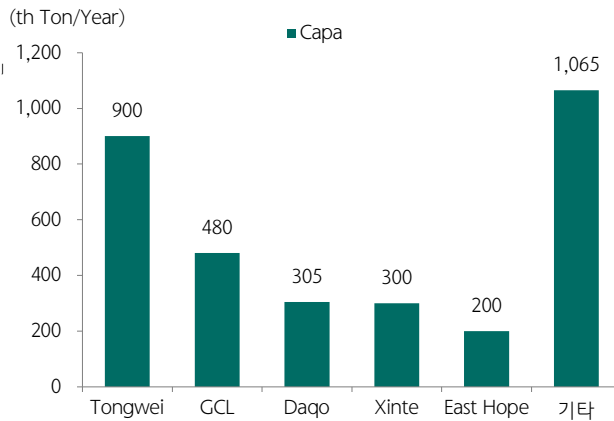
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 56. 미국 발전원별 발전 비중



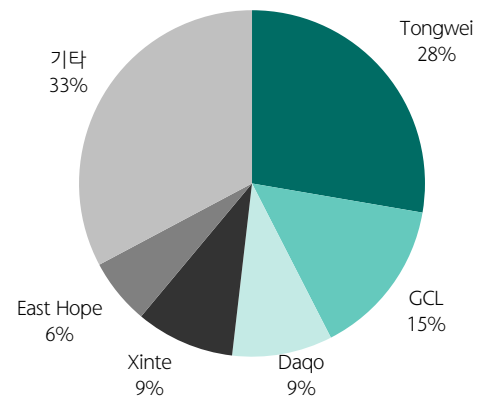
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 57. 중국 주요 태양광 폴리실리콘 업체의 Capa



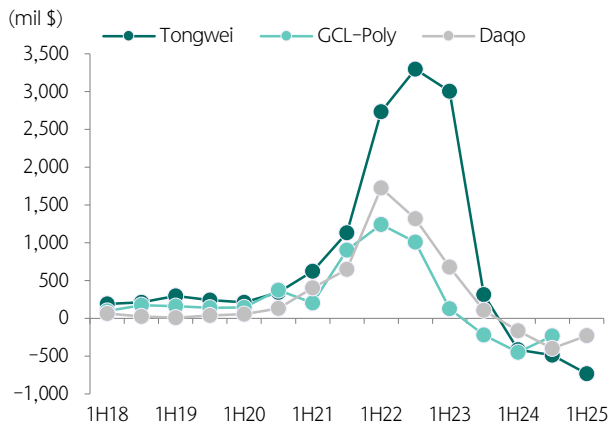
자료: Bernreuter, 하나증권

도표 58. 중국 주요 태양광 폴리실리콘 업체의 Capa 기준 M/S



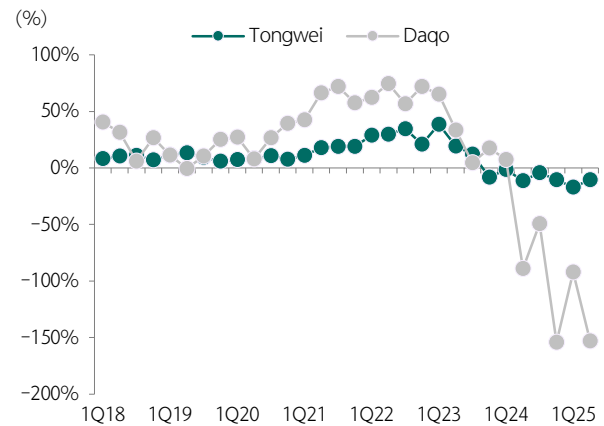
자료: Bernreuter, 하나증권

도표 59. 중국 주요 태양광 폴리실리콘 업체의 영업이익 적자 행진 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

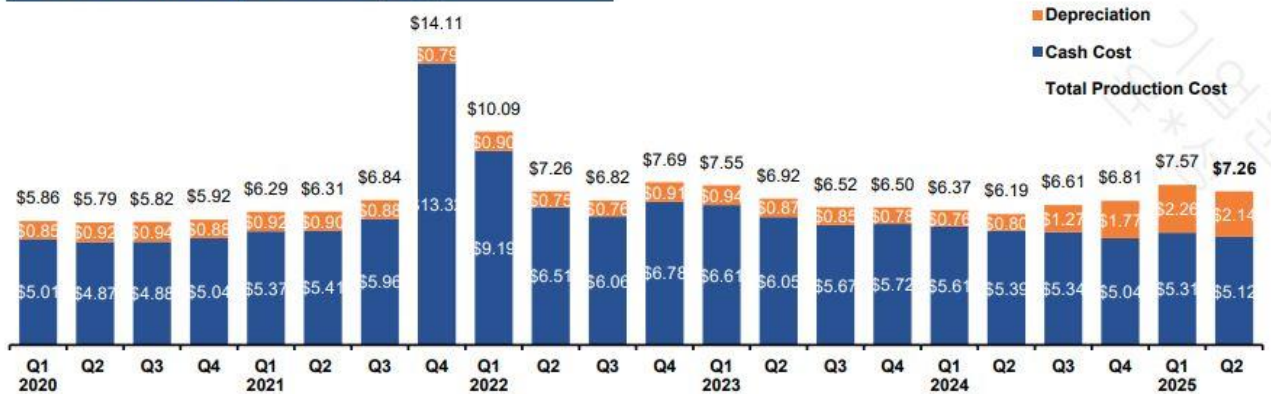
도표 60. Tongwei/Daquo 가동률 부진으로 OPM 대폭 적자



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 61. Daqo의 2Q25 Cash Cost는 5.12\$/kg

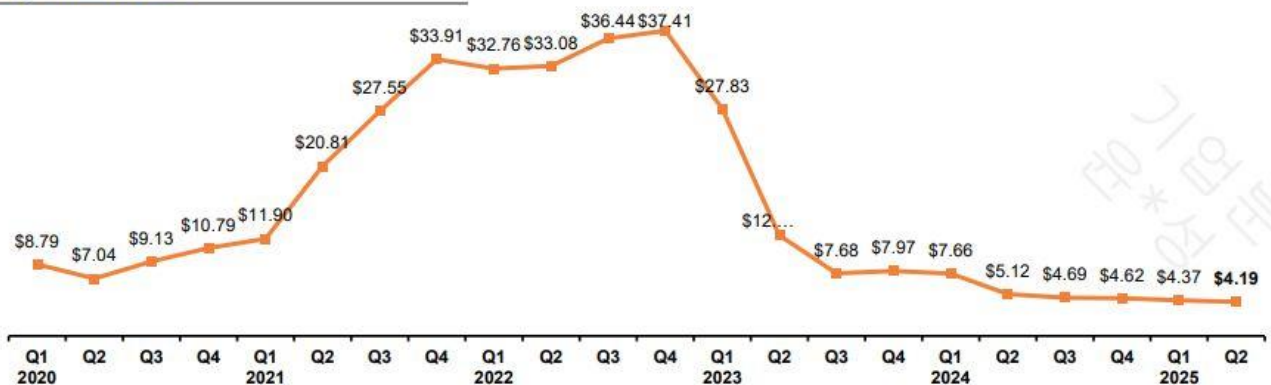
Cash Cost and Depreciation (\$/kg)*



자료: Daqo, 하나증권

도표 62. Daqo의 2Q25 폴리실리콘 판매 가격은 4.19\$/kg

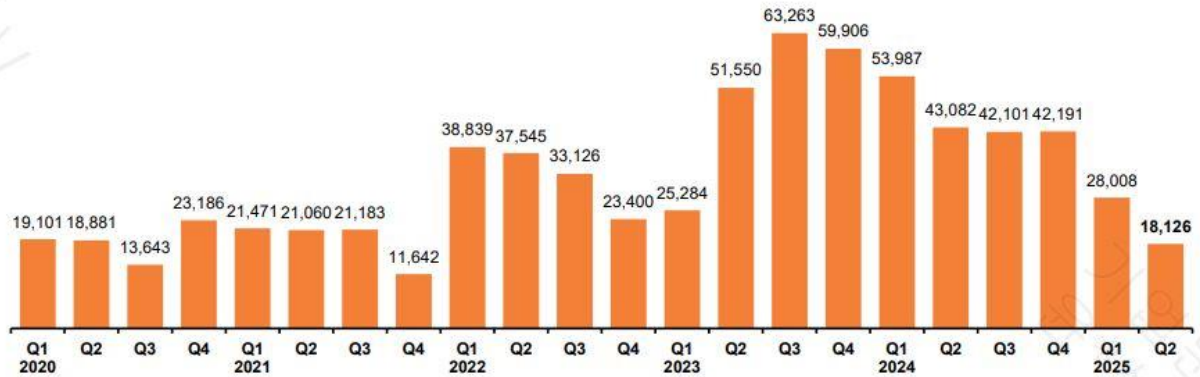
Polysilicon ASPs



자료: Daqo, 하나증권

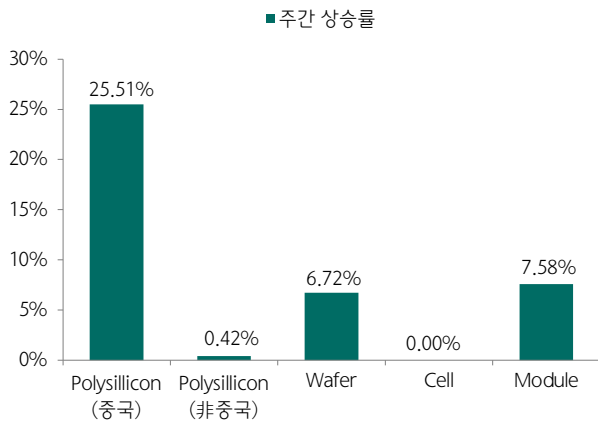
도표 63. Daqo의 2Q25 폴리실리콘 판매량은 고점 대비 -71% 축소. 가동률은 33%에 불과

Polysilicon External Sales Volume



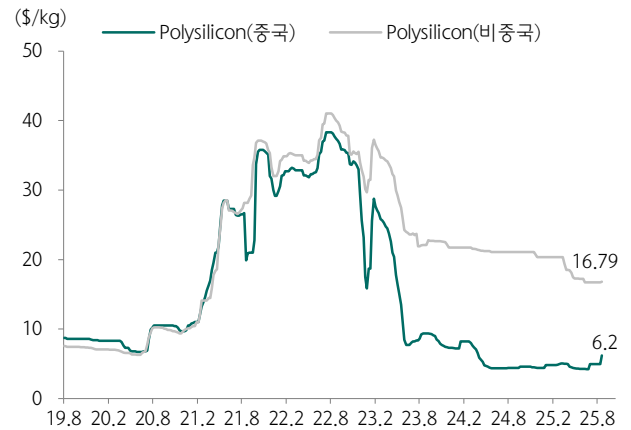
자료: Daqo, 하나증권

도표 64. 중국 주요 태양광 밸류체인 가격 변화. 폴리실리콘 급등



자료: PV Insight, 하나증권

도표 65. 폴리실리콘 가격 (중국 vs. 비중국)



자료: PV Insight, 하나증권

Weekly Issue: 석유화학, 변곡점 도래 (2025년 8/25일 발간자료 발췌)

- 석유화학, 변곡점 도래
- 아시아 석유화학 주가 급등: 최근 한 달간 말레이 Petronas Chemicals +45%, 태국 PTTGC +26%, 대만 Nan Ya Plastics +43%/Formosa C&F +22%/Formosa PC +22%, 중국 Hengli PC +8%/Zhejiang Satellite +8% 등. 한국은 최근 구조조정 뉴스 이후 상승 시작. 글로벌 에틸렌 Capa No.1 중국(6천만톤, M/S 25%)과 No.4 한국(1,270만톤, 5.3%)의 구조조정 일정 구체화로 해당 업체는 물론 태국(540만톤, M/S 2.3%), 대만(400만톤, 1.7%), 말레이(310만톤, 1.3%) 주요 업체까지도 주가 반등이 나타나기 시작한 것
- 중국 정유/석유화학 구조조정 절차: 1) 현재 발개위(NDRC), 생태환경부(MEE), 중국석화학공업연합회(CPCIF), 국가통계국(NBS)+에너지국(NEA)가 6~8개 핵심 클러스터를 대상으로 집중 실사 중 2) 9월 초 1차 결과 국무원 차원 종합보고서 발표 3) 9월 중국무원의 구체적인 과잉생산 축소 방안이 제시되면 즉시 법적/정책적 효력 발생. 산업정보화부(MIIT)는 이후 세부 시행방안 발표 4) 9월 국무원 보고서 발표 이후 기업은 이후 120일 내로 폐쇄 일정 확정 혹은 설비 개조에 착수, 180일 내 공정 50% 달성 보고서 제출 의무. 2026년 1~2월에는 폐쇄 일정이 확정되고 상반기 중 실제 설비 폐쇄 과정이 진행될 것 5) 최근의 실태조사 결과는 15차 5개년(2026~30년) 계획의 초안에 반영. 2025년 12월~2026년 1월 정치국/국무원 검토를 거쳐 2026년 3월 전인대에서 15차 5개년 계획 공식 확정
- 중국 정유/석유화학 구조조정의 특징: 석유화학 폐기 대상의 판정 기준은 1) 20년 가동 기준과 2) 3대 정량+2대 정성 기준으로 결정. 노후 설비의 기준을 기존 30년 이상에서 20년 이상 설비(전체의 약 40%)로 변경해 해당 설비의 규모가 2배로 늘어났음. 20년 이상 설비 중 3대 정량 요인인 에틸렌 80만톤/년 이상, 에너지소비강도, 탄소강도 세 가지 정량 기준 중 하나라도 미달할 경우 폐기 권고 혹은 개보수 대상이 됨. 이에 따라, 현재 Max 60만톤/년에 불과하고 에너지/탄소 강도가 높은 CTO/MTO 설비는 폐쇄 대상 가능성이 높아. 폐쇄 대상에 해당하지 않더라도 개보수 과정에서 GTO(Gas-To-Olefin) 병설이나 CCUS를 연계해야 해 원가 경쟁력도 크게 떨어질 것. 에틸렌 설비는 2026년부터 신규 허가가 제한될 수 있음. 이는 3월에 발표될 15차 5개년 계획의 우선순위가 될 가능성. 정유 또한 연간 생산량 200만톤/년(4만b/d) 이하 Teapot 설비에 대한 폐쇄 가능성 높음
- 중국 정유/석유화학 구조조정 대상 규모: 2025년 기준 20년 이상 설비 규모는 약 740만톤으로 중국 전체 Capa 6천만톤의 12%이며 전 세계의 3%. 에틸렌 80만톤 이하 설비 규모는 약 2,600만톤으로 중국 전체의 44%, 전 세계의 11%에 해당. CTO/MTO 설비는 대부분 Max 60만톤 이하이며 총 770만톤으로 중국의 13%, 전 세계의 3.3%에 해당. 중국 4만b/d 이하 정제설비 규모는 약 84만b/d로 중국 전체의 4.3%, 전 세계의 0.8%에 해당. 해당 설비 중 일부는 폐쇄 가능성 상존. 이 경우 글로벌 중장기 수급에 긍정적 요소. 개보수 해당되는 설비는 2026년 상반기 중 개보수 과정에서 생산 차질 및 탄소배출 기준 충족 등을 위한 제조원가 상승 불가피
- 한국 석유화학 구조조정 절차: 1) 8/20일 정부 주도로 NCC 270~370만톤 자율 감축에 합의. 이는 한국 전체의 19~26%이며, 전 세계의 1~1.6%에 해당 2) 연말까지 사업 재편 계획을 제출하고 정부는 지원 패키지를 마련. 정부는 강력한 자구 노력이 포함된 사업 재편안을 마련해야 금융/규제 완화를 지원하겠다는 선별적 지원 방침을 고수 3) 울산/여수/대산 각 단지별 감축 규모와 배분은 기업 스스로 결정 4) 수평 통합은 물론 석유화학-정유업체 간 수직통합에 대한 가능성도 열려 있는 것으로 판단
- 한국 석유화학 구조조정 시나리오: 모회사 한화솔루션 부채비율 180%, 자회사 YNCC 338%, 한화토탈에너지스 133% 감안 시 해당 업체들의 구조조정 가능성 높음. LG화학/SK이노베이션 또한 높은 부채비율 감안 시 구조조정 의지 높을 듯. 롯데케미칼은 대산공장에 대한 HD현대오일뱅크에 매각 논의 중인 듯. 지역경제 타격 최소화 등을 감안한 최적 감축 물량은 여수 120~150만 + 대산 150 + 울산 67만 수준으로 예상. 구체적인 감축 규모 및 일정 등은 연말~연초 뉴스로 확인될 것
- 결론: 1) 중국/한국 연말~연초 구조조정 관련 뉴스 지속 2) 2026년 초~중반 중국 폐쇄 및 개보수 본격 진행 3) 중국 구조조정 대상 규모 전 세계의 2~3% 예상. 한국 감축 규모도 전 세계의 1~1.6%. 2026~27년 글로벌 수급 밸런스 회복 예상보다 빠를 듯 4) 중국 저원가 혜택 종료 vs. OPEC+ 감산 완화의 반사 수혜 가능 5) 석유화학(NCC+S-Oil) 주가 Upside Risk 대비 필요

도표 66. 한국 업체의 실적 부진 최근 3~4년 간 이어져

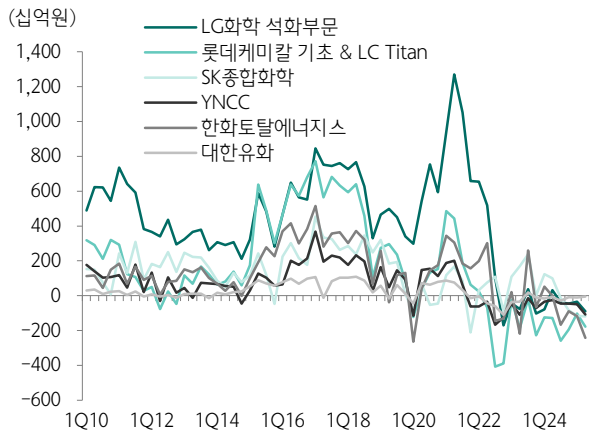


도표 67. 태국/말레이/대만 업체의 실적 부진 최근 3~4년 간 이어져

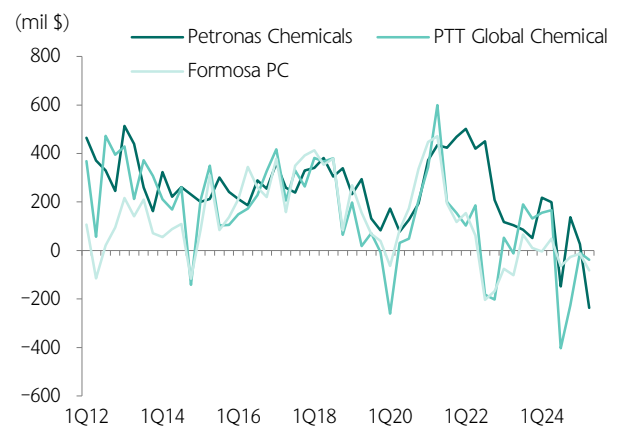


도표 68. 저가 원유 도입으로 여전히 영업이익자를 내는 중국업체

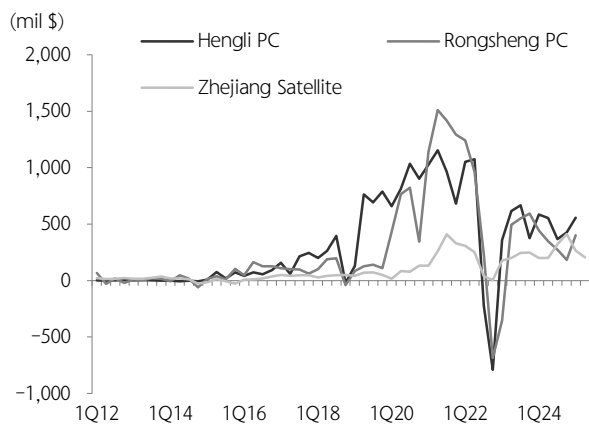


도표 69. 러시아 원유는 Dubai 대비 10~20\$ 저렴하게 중국으로 유입

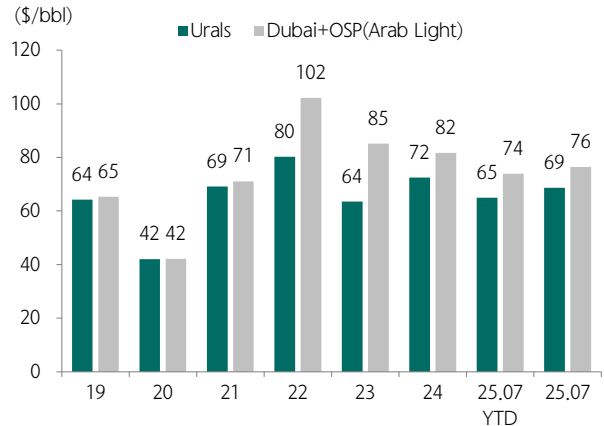


도표 70. 중국의 말레이(이란산) 원유 도입 혜택 축소 중

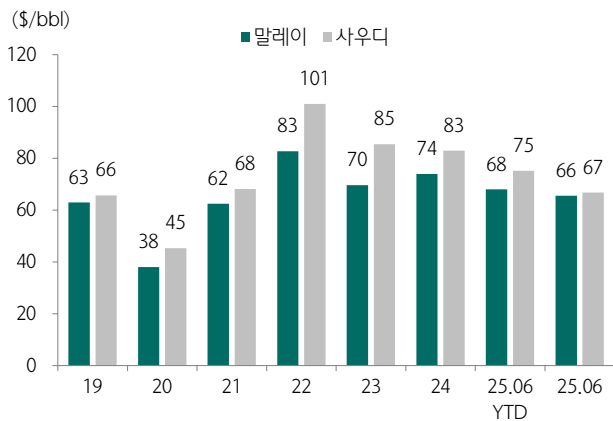


도표 71. 중국 구조조정 대상 설비(폐쇄 혹은 개보수)의 규모

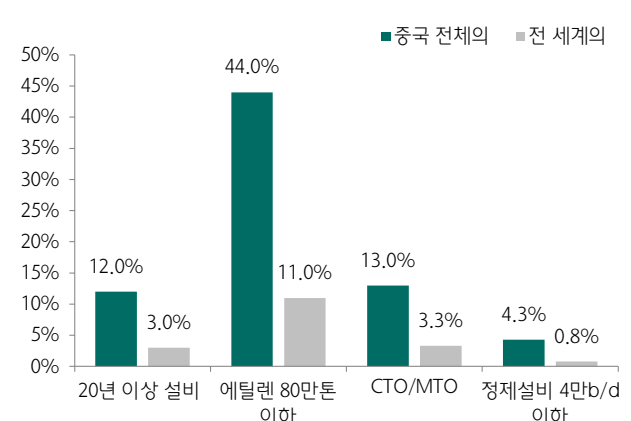
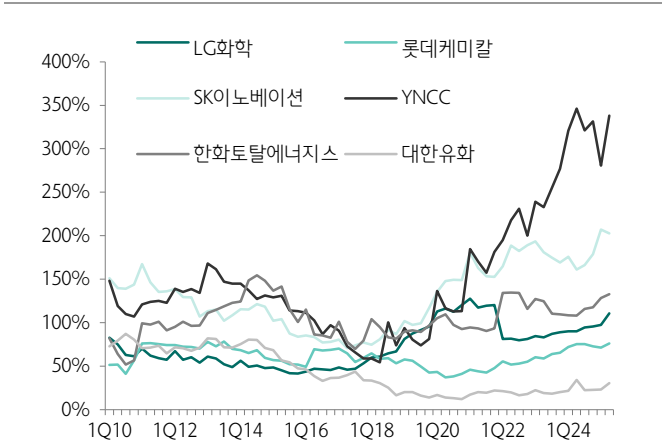
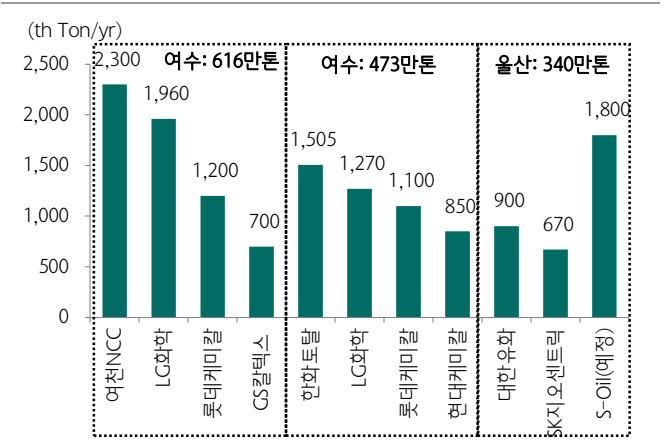


도표 72. 국내 NCC 업체의 부채 비율 추이



자료: Quantivise, 하나증권

도표 73. 국내 NCC 설비 규모 지역별 비교



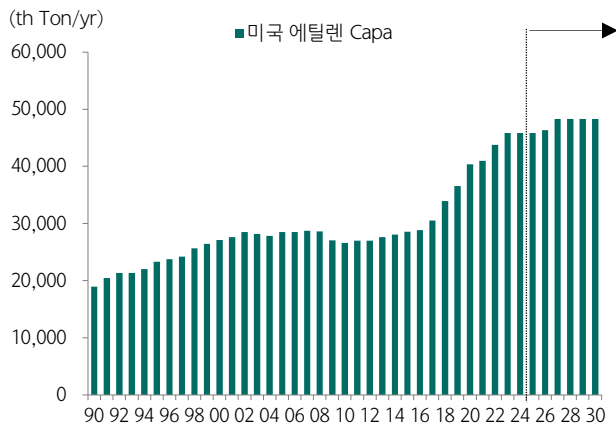
자료: 하나증권

Weekly Issue: 10년 간 이어진 미국 ECC의 공습 완화 예상(2025년 2/24일 발간자료 발췌)

• 10년 간 이어진 미국 ECC의 공습 완화 예상

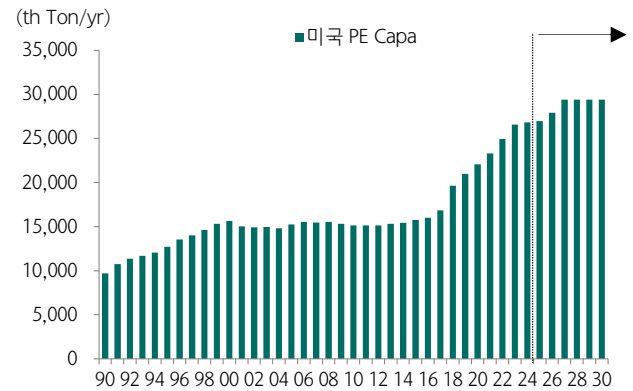
- **한국 NCC의 절대 원가 경쟁력 열위 국면 종료 예상:** 한국 NCC의 원가 경쟁력은 지난 10년 간 지속적으로 악화되어 왔음. Shale Boom에 따른 저렴한 천연가스로 촉발된 미국 ECC 대비 원가 열위 스토리는 이미 10년되었고, 최근 3년은 러시아/이란 원유와 납사를 조달한 중국/대만 등 역내 경쟁사 대비로도 열위였음. Cost Curve 상의 불리함은 업황 악화 시 가장 먼저 가동률을 낮춰야 한다는 점을 의미. 실제, 한국 NCC는 동북아 경쟁사 대비 낮은 가동률을 시현했고, 이는 대규모 적자의 원인으로 작용. 다행히 최근 트럼프2.0에서의 이란/러시아에 대한 외교정책 방향성이 최근 3년 간 나타난 중국/대만 경쟁사 대비 원가 열위 국면을 탈피할 근거가 되고 있음. 이에 더해, 최근 미국의 내수 전력수요 급증, LNG 수출 허용 등은 미국 ECC 대비 열위 국면 탈피의 근거가 될 것으로 판단. 이제는 한국 NCC에 대해 영속 기업으로서의 가정을 할 수 있는 시점이 되었다고 판단함
- **지난 10년 간 이어진 미국 ECC의 대규모 증설과 수출:** 미국 에틸렌 Capa는 2014년 2.8천만톤에서 2024년 기준 4.5천만톤으로 10년 간 +63% 증가. 미국 PE Capa는 2014년 1.5천만톤에서 2024년 2.68천만톤으로 10년 간 +74% 증가. 이로 인해, 미국의 PE 수출은 2014년 170만톤에서 2024년 490만톤으로 약 +200% 증가. 참고로, 2024년 미국의 PE 수출량 490만톤은 한국의 현재 PE Capa 800만톤의 약 62%에 해당
- **미국의 실질적 위협은 지난 3년 간 더욱 거세:** 미국의 PE 수출은 코로나 이후 수요 부진 등 영향으로 2021년 다소 주춤했으나, 2022년부터 재차 급격히 증가하기 시작해 2024년 사상 최대치를 기록. 지난 3년 간 미국 PE의 수출 지역의 다변화도 동시에 목격됨. 과거 미국 PE의 주요 수출국은 멕시코/캐나다/브라질로 약 40~50%를 차지했으나, 최근 3년 간은 30%대로 축소. 대신 중국을 비롯한 아시아향 수출 비중이 늘어. 실제, 중국향 수출 비중은 과거 10% 내외에 불과했으나, 2023~24년에는 20% 육박
- **2023~24년 미국 PE의 수출이 사상 최대치를 기록한 것은 원가 경쟁력 때문:** 미국-아시아 컨테이너 운임이 2023년 말 대비 2024년 약 2배 이상 급증하고, 미국과 아시아의 PE 가격 차이가 크지 않았던 2023~24년 미국의 PE 수출량이 아시아를 중심으로 사상 최대치를 기록한 점은 매우 특이한 포인트. 이는 Oil/Gas Ratio가 31~35배까지 급등하며 2012년 이후 11~12년 만에 사상 최대치를 기록해 미국 ECC의 원가 경쟁력이 급격히 높아졌기 때문
- **2025년부터 미국 ECC의 공습이 완화될 전망:** 1) 미국 에틸렌/PE 증설은 2025년 이후 마무리 단계에 돌입 2) 미국의 LNG 수출 허용과 내부 발전 수요 급증을 감안하면 미국 천연가스 Henry Hub 가격 상승 가능성 높음. EIA 등 전망 기관 또한 최근 천연가스 가격 전망치를 상향 중. 이는 ECC의 원재료인 에탄 가격 상승의 직접적인 원인이 될 수 있음. 과거 데이터 기반 시, ECC/NCC 간의 제조원가는 Oil/Gas Ratio 기준으로 10~15배 수준이면 거의 비슷. 현재 Oil/Gas Ratio는 17배 수준으로 2023~24년 대비 크게 떨어져 3) 2024년 기준 미국 PE 수출 대상국 1위 중국(M/S 19%), 2위 멕시코(17%), 3위 브라질(10%), 4위 캐나다(8%). 미국은 PE 수출 대상국 중국/멕시코/캐나다와 관세 전쟁을 벌이고 있음. 이는 전체 미국 PE 수출 비중의 절반 가량인 44%를 차지. 특히, USMCA 덕분에 멕시코/캐나다는 미국산 PE/EG/PVC에 관세를 부과하지 않고 있으나, 향후 관세 전쟁의 향방에 따라 보복관세 가능성을 배제할 수 없음. 중국 또한 이미 미국 화학제품에 관세를 부과 중이지만, 추가 보복관세 가능성도 남아 4) 즉, 미국의 증설 마무리와 원재료 가격 급등, 최대 수출처와의 관세 전쟁에 따른 물량 감소와 수익성 저하, 가동률 하락 가능성 등으로 이제 미국의 대규모 물량 공급이 막을 내릴 가능성 높아져
- **결론:** 최근 3년 간 한국 NCC는 전 세계에서 압도적인 원가 열위 국면을 경험. 미국의 대규모 물량 공세, 중국/대만 대비 상대적 원가 열위, 이에 더해진 2024년 운임비 급등은 더욱 큰 부담 요인. 최근 매크로 환경 변화를 감안 시, 한국 NCC는 지난 3년 간 이어져 온 최악의 국면을 탈피 중. 이제는 영속 기업으로서의 가정을 해 볼 수 있는 시점이 되었다고 판단함

도표 74. 미국 대규모 에틸렌 증설은 마무리 단계에 돌입



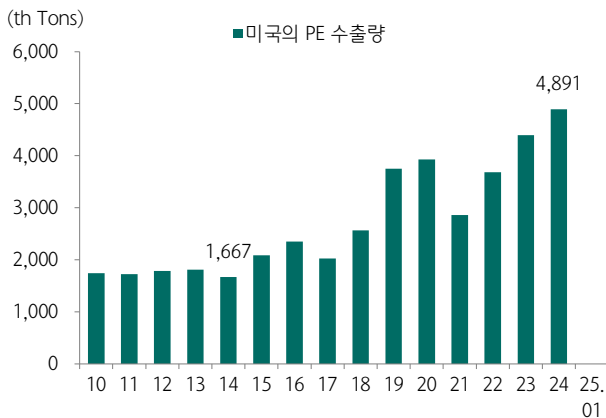
자료: Industry Data, 하나증권

도표 75. 미국 대규모 PE 증설은 마무리 단계에 돌입



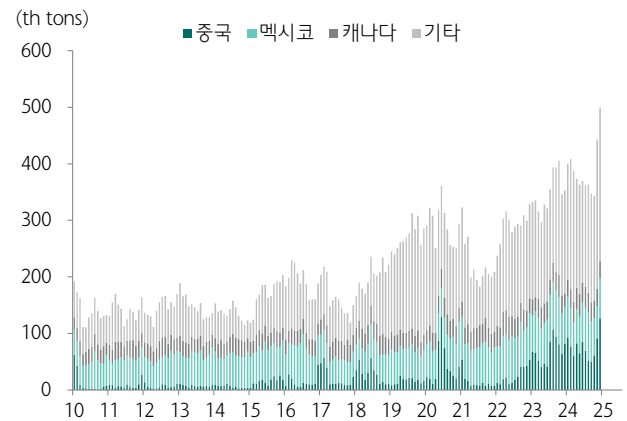
자료: Industry Data, 하나증권

도표 76. 미국의 PE 수출량은 10년 간 약 +200% 증가



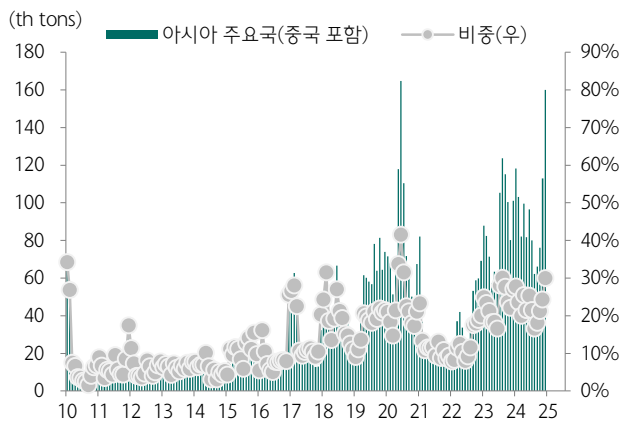
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 77. 미국의 PE 수출 국가별 추이



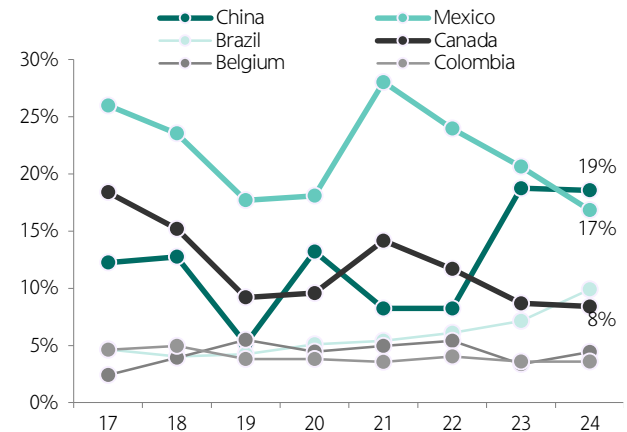
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 78. 미국 PE 수출 중 아시아 주요국(중국 포함)향 수출 추이



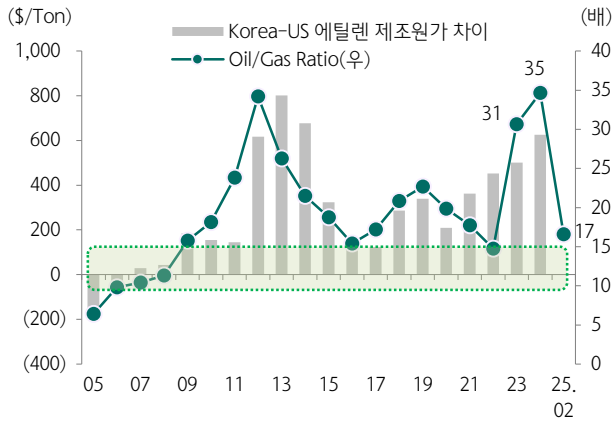
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 79. 미국 PE의 수출 상대국은 중국/멕시코/캐나다 순



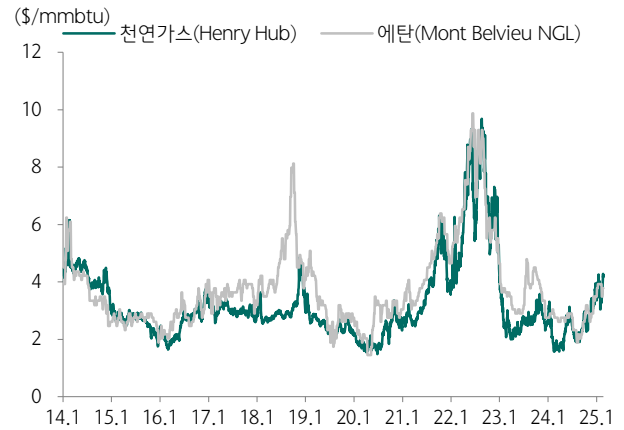
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 80. Oil/Gas Ratio 17배까지 하락하며 NCC 경쟁력 회복



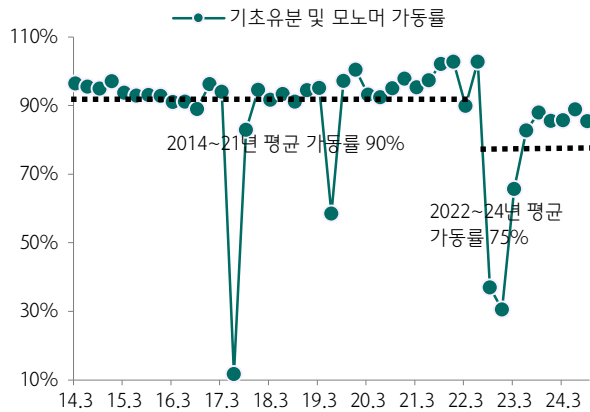
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 81. 천연가스 가격 상승은 에탄 가격 상승으로 귀결



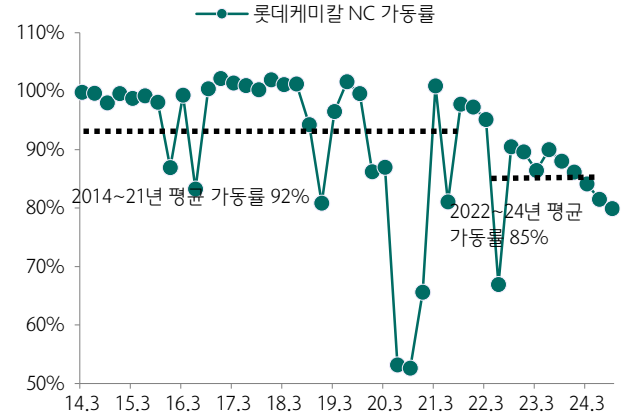
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 82. 대한유화 NCC 가동률 과거 대비 최근 -12%p



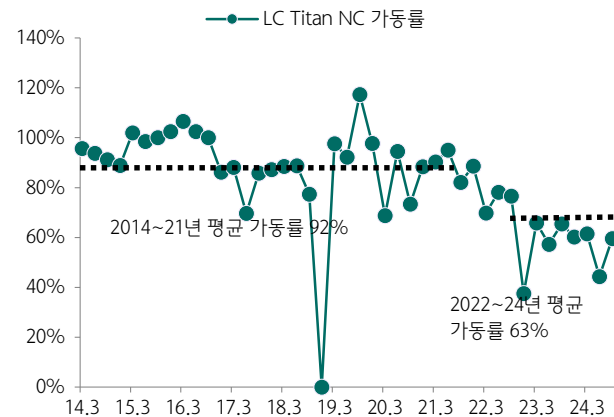
자료: Dart, 하나증권

도표 83. 롯데케미칼 NCC 가동률 과거 대비 최근 -7%p



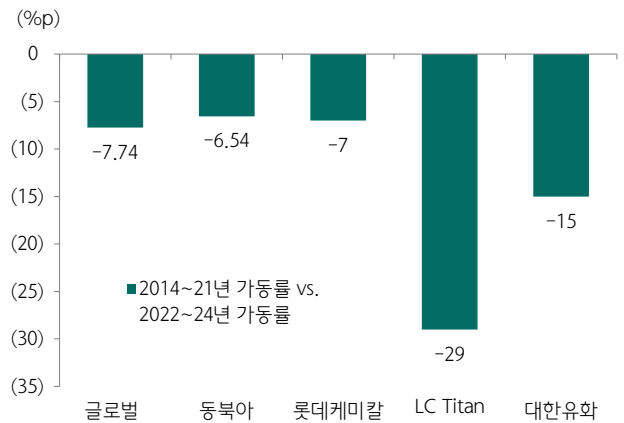
자료: Dart, 하나증권

도표 84. LC Titan NCC 가동률 과거 대비 최근 -29%p



자료: Dart, 하나증권

도표 85. 한국 NCC 업체들의 가동률은 동북아 대비 더 큰 폭의 조정



자료: Dart, 하나증권

도표 86. 중국 대련선물거래소 LLDPE 가격 추이(2026년 5월물)



자료: 하나증권

도표 87. 중국 대련선물거래소 PP 가격 추이(2026년 5월물)



자료: 하나증권

도표 88. 중국 대련선물거래소 PVC 가격 추이(2026년 5월물)



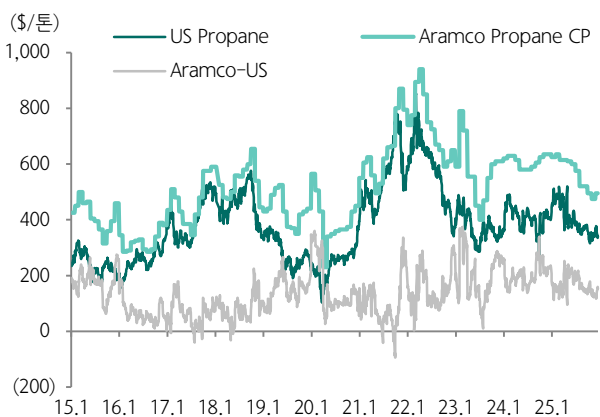
자료: 하나증권

도표 89. 중국 대련선물거래소 EG 가격 추이(2026년 5월물)



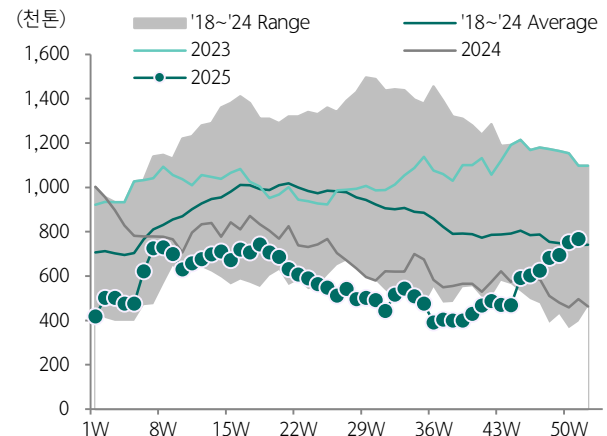
자료: 하나증권

도표 90. 프로판 가격 추이



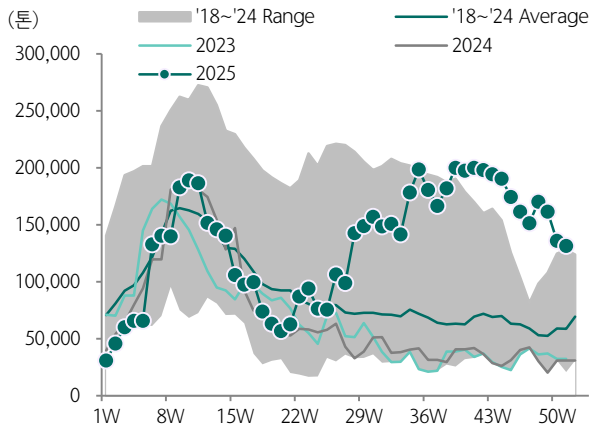
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 91. 중국 동부 MEG 재고 추이



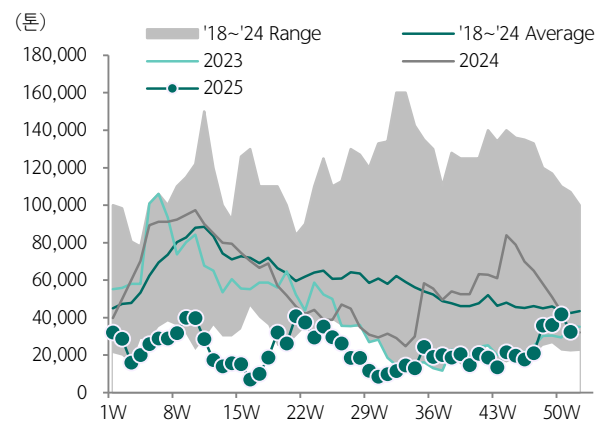
자료: Platts, 하나증권

도표 92. 중국 동부 SM 재고 추이



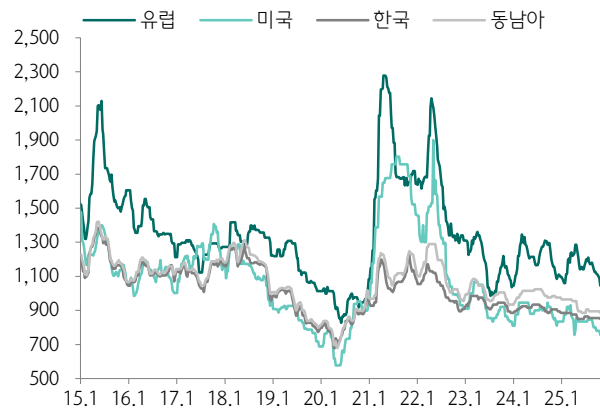
자료: Platts, 하나증권

도표 93. 중국 동부 자일렌 재고 추이



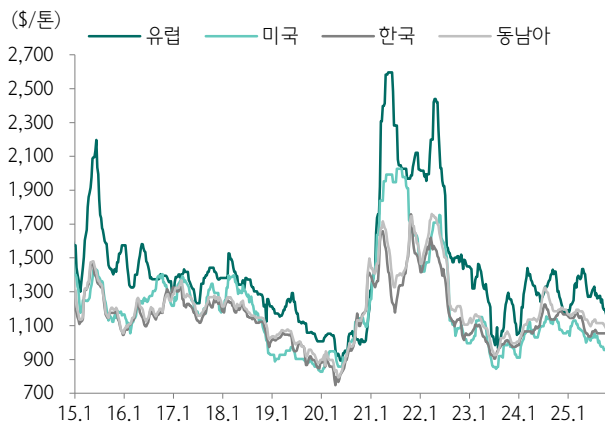
자료: Platts, 하나증권

도표 94.글로벌 HDPE가격 비교



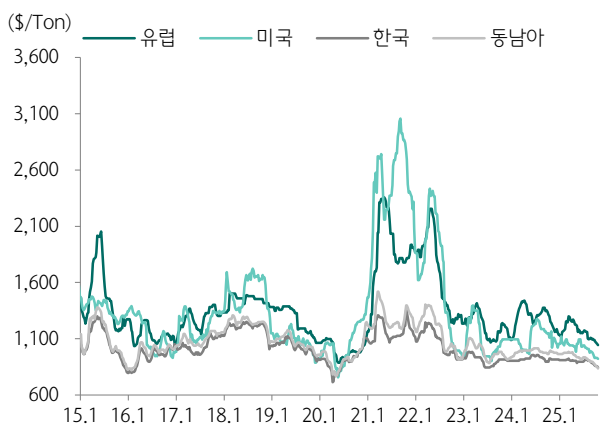
자료: Ciscem, 하나증권

도표 95. 글로벌 LDPE 가격 비교



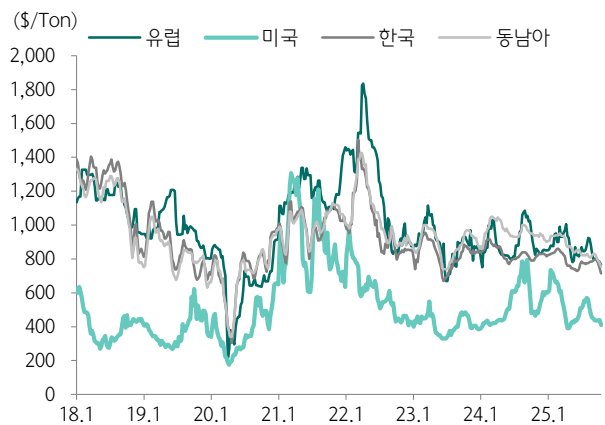
자료: Ciscem, 하나증권

도표 96. 글로벌 PP 가격 비교



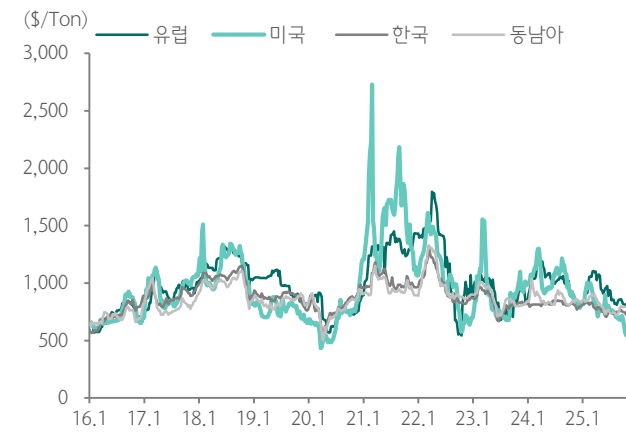
자료: Ciscem, 하나증권

도표 97.글로벌 에틸렌 가격 비교



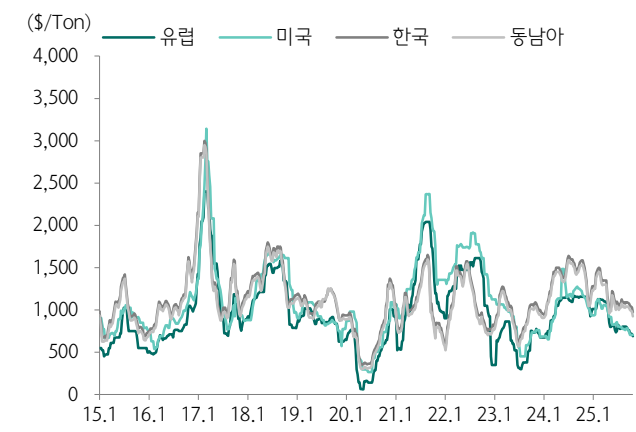
자료: Ciscem, 하나증권

도표 98.글로벌 프로필렌 가격 비교



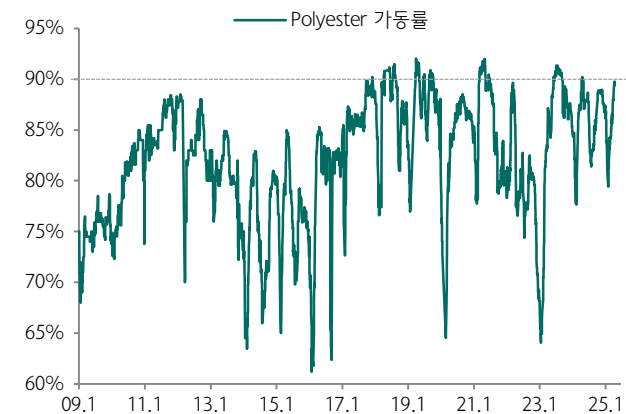
자료: Ciscem, 하나증권

도표 99.글로벌 부타디엔 가격 비교



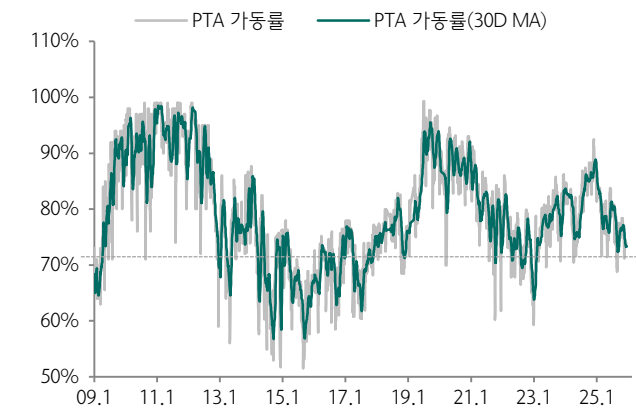
자료: Ciscem, 하나증권

도표 100.중국 폴리에스터 가동률 추이



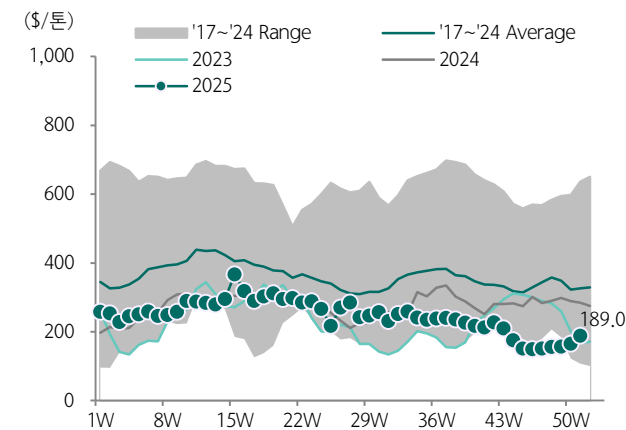
자료: Wind, 하나증권

도표 101.중국 PTA 가동률 추이



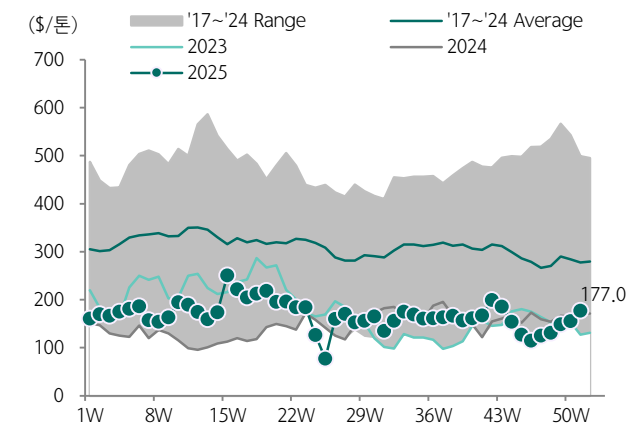
자료: Wind, 하나증권

도표 102.에틸렌 마진 추이



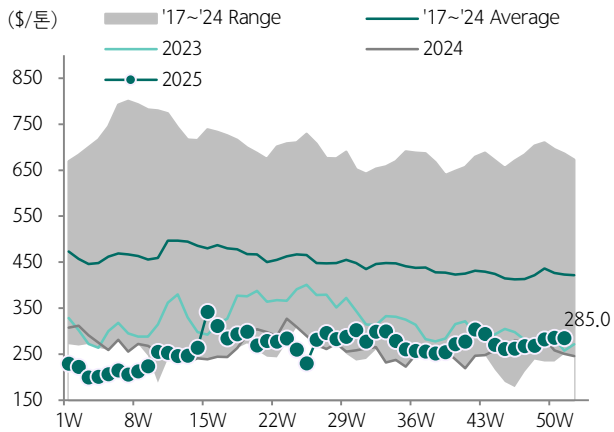
자료: Platts, 하나증권

도표 103.프로필렌 마진 추이



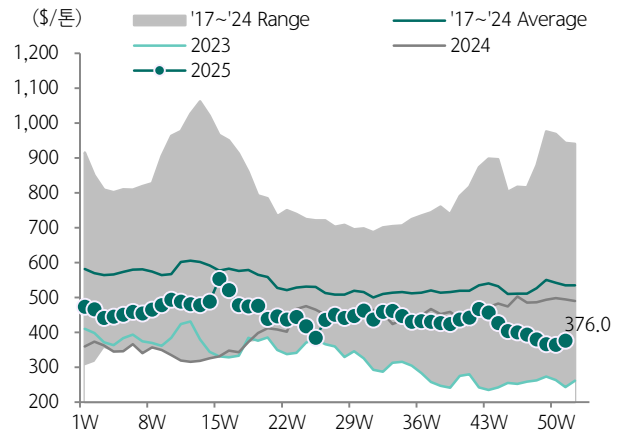
자료: Platts, 하나증권

도표 104.HDPE 마진 추이



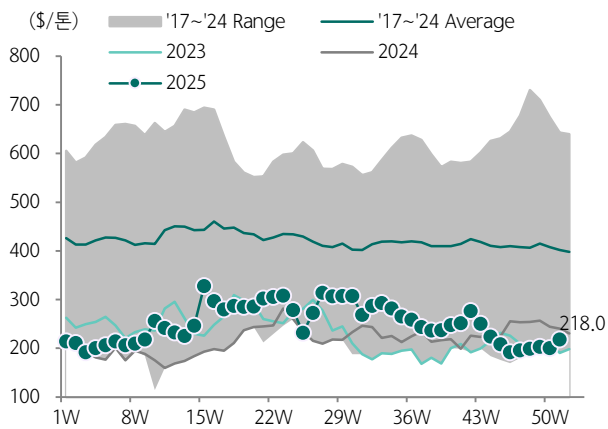
자료: Platts, 하나증권

도표 105.LDPE 마진 추이



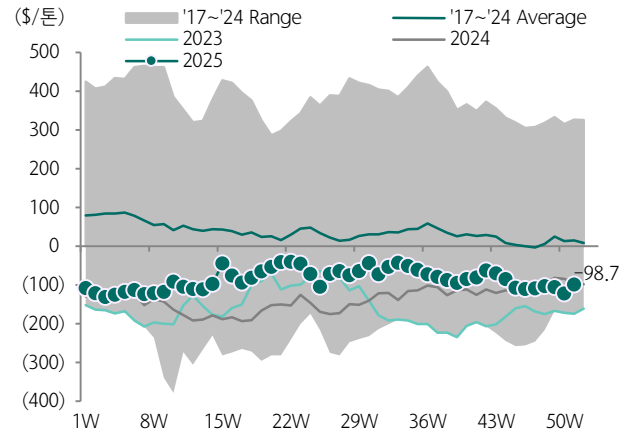
자료: Platts, 하나증권

도표 106.PP 마진 추이



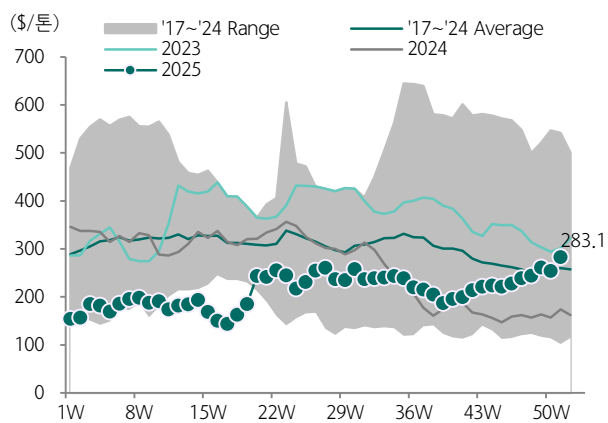
자료: Platts, 하나증권

도표 107.MEG 마진 추이



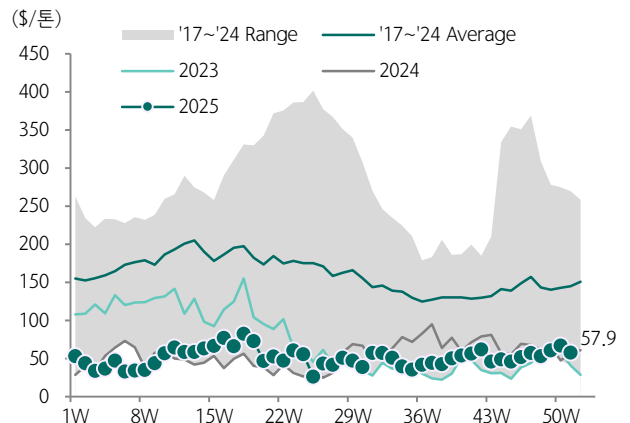
자료: Platts, 하나증권

도표 108.PX 마진 추이



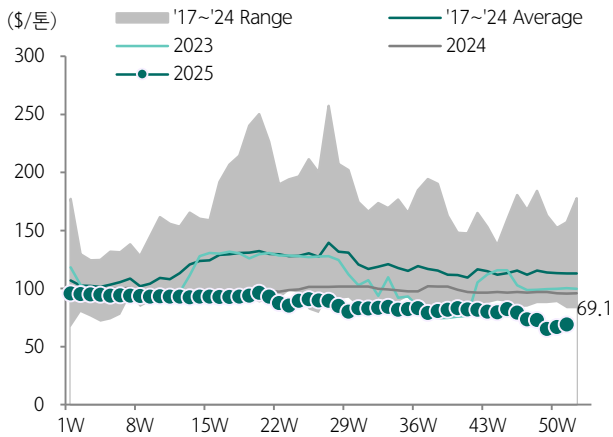
자료: Platts, 하나증권

도표 109.PET마진 추이(MEG/PTA 차감 기준)



자료: Platts, 하나증권

도표 110. PTA마진 추이(PX 차감 기준)



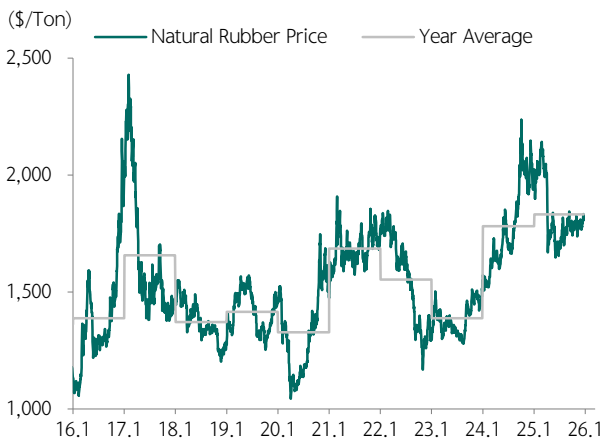
자료: Platts, 하나증권

도표 111. 면화 가격 추이



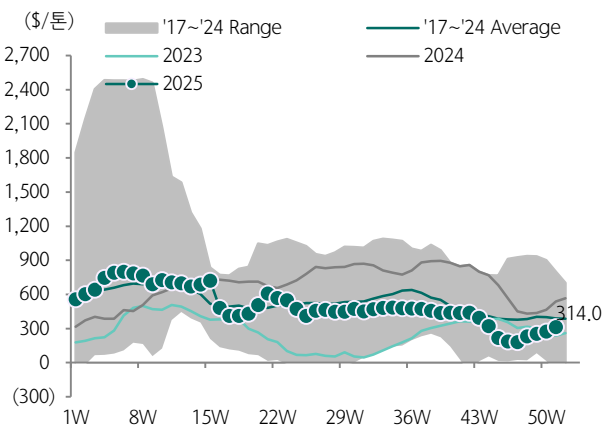
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 112. 천연고무 가격 추이



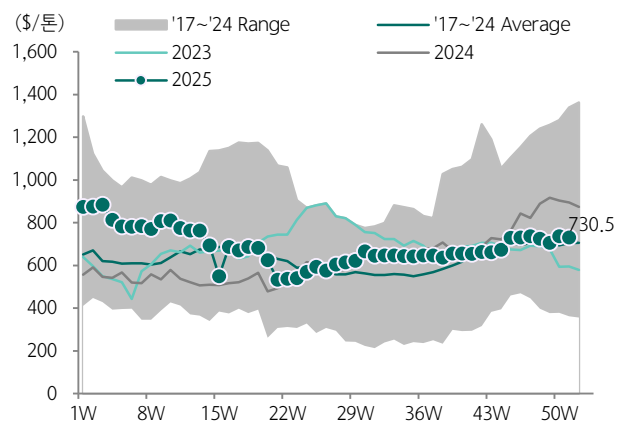
자료: MRE, 하나증권

도표 113. BD 마진 추이



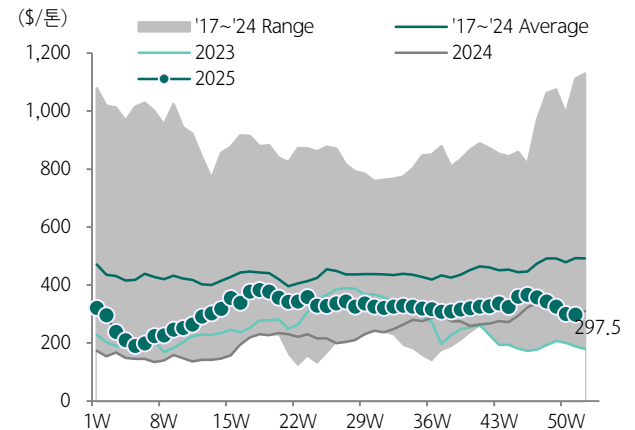
자료: Platts, 하나증권

도표 114.SBR마진 추이



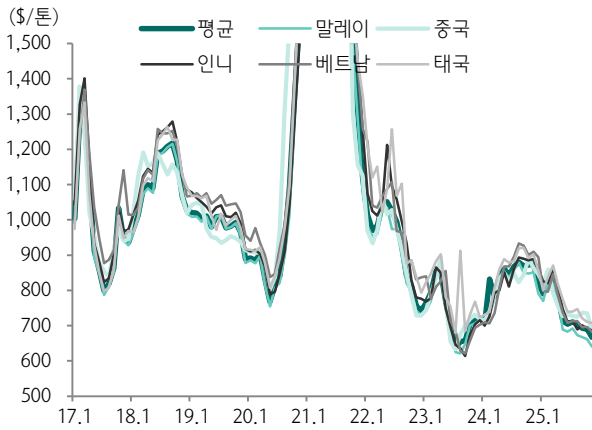
자료: Platts, 하나증권

도표 115.ABS 마진 추이



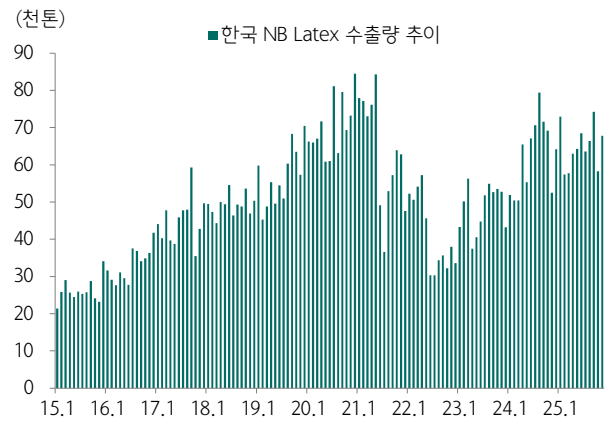
자료: Platts, 하나증권

도표 116.한국 NBL 11월 수출단가 MoM -3.5%



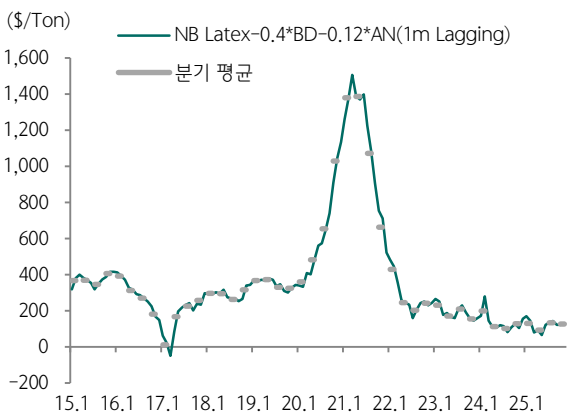
자료: KITA, 하나증권

도표 117.한국 11월 NB Latex 수출물량 MoM +16.3%



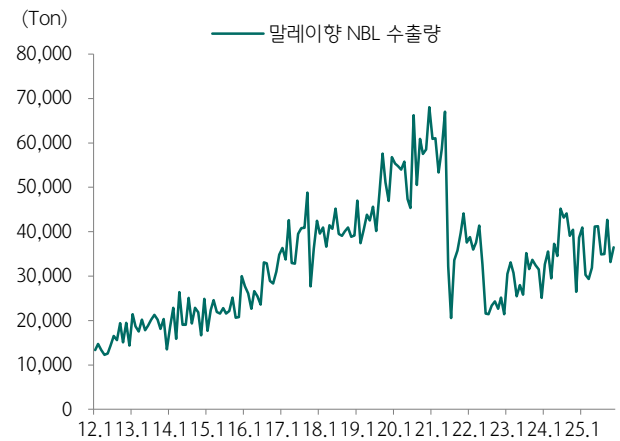
자료: KITA, 하나증권

도표 118.NB Latex 마진 추이(1m lagging)



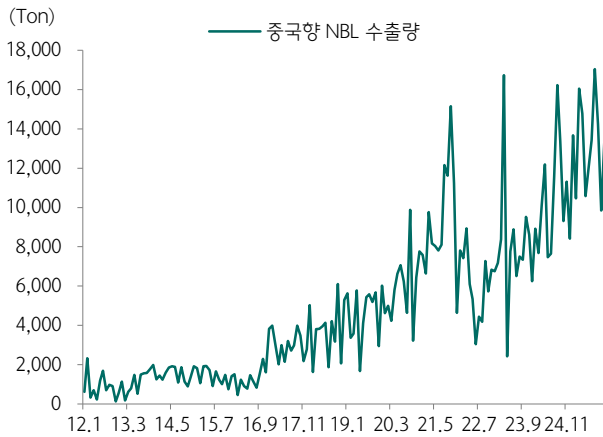
자료: KITA, 하나증권

도표 119.NBL 말레이향 수출량 추이



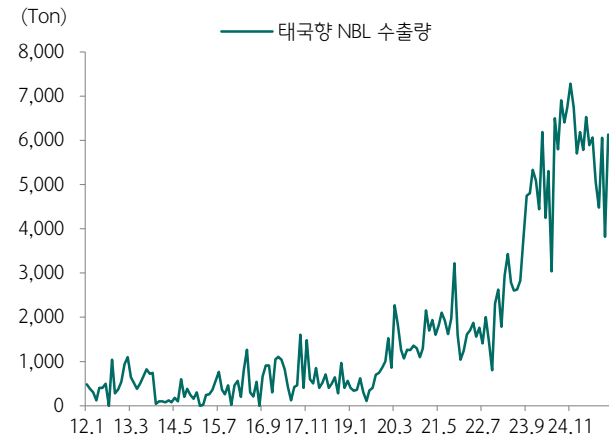
자료: KITA, 하나증권

도표 120.NBL 중국향 수출량 추이



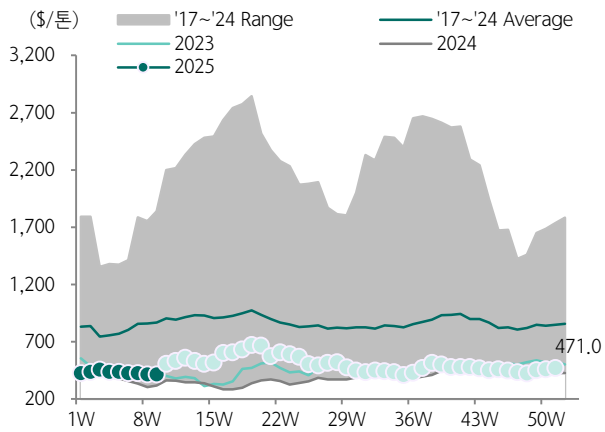
자료: KITA, 하나증권

도표 121.NBL 태국향 수출량 추이



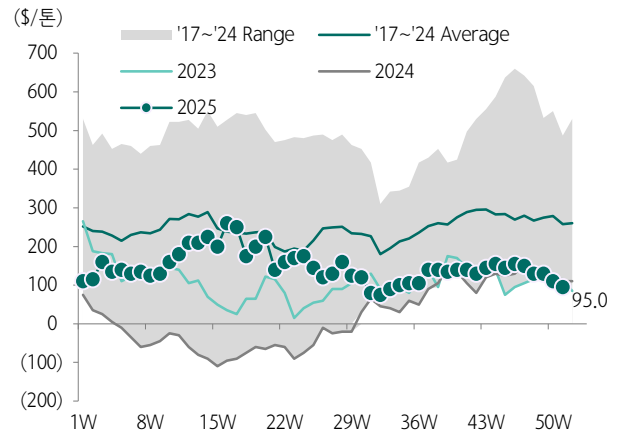
자료: KITA, 하나증권

도표 122.BPA 마진 추이



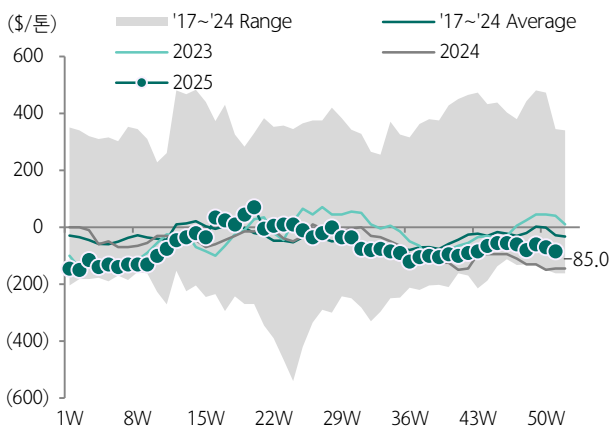
주: C&F Korea Data Sourcing 문제로 3/17일부터 Huadong Region 가격 적용
자료: Platts, 하나증권

도표 123.페놀 마진 추이



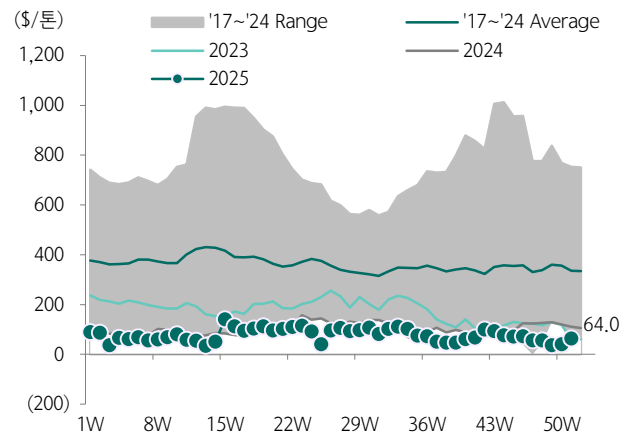
자료: Platts, 하나증권

도표 124.아세톤 마진(아세톤-벤젠) 추이



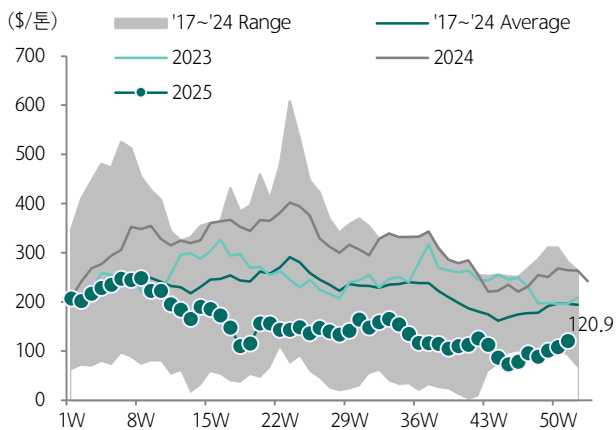
자료: Platts, 하나증권

도표 125.PVC 마진 추이(납사 차감기준)



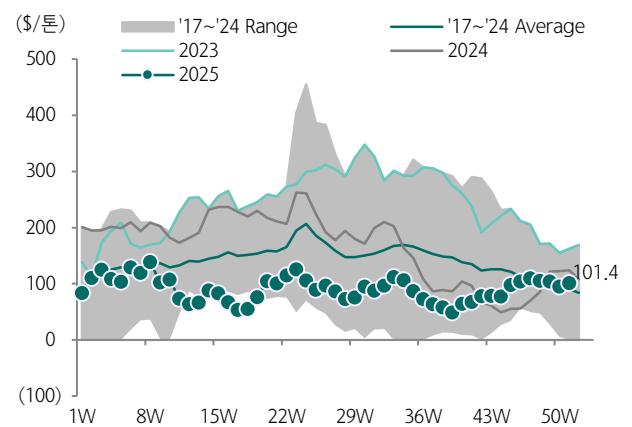
자료: Platts, 하나증권

도표 126.벤젠 마진 추이



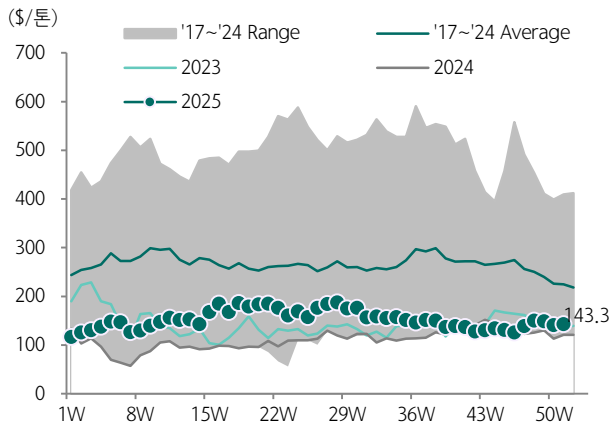
자료: ICIS, 하나증권

도표 127.톨루엔 마진 추이



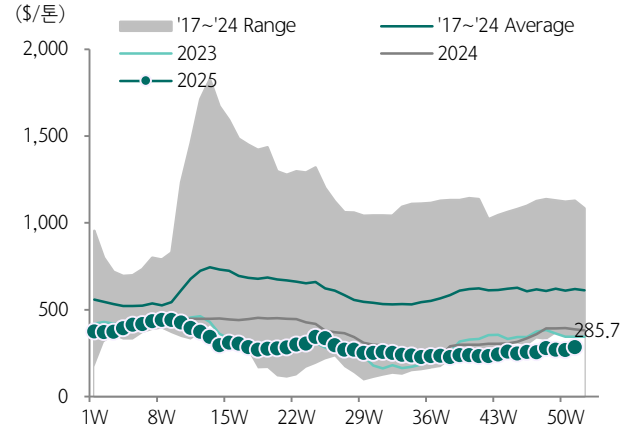
자료: Ciscchem, 하나증권

도표 128.SM 마진 추이



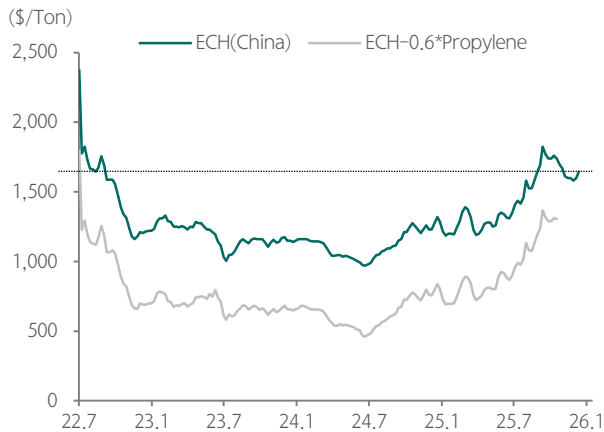
자료: Platts, 하나증권

도표 129.AN 마진 추이



자료: Platts, 하나증권

도표 130. 중국 ECH 가격/마진 추이



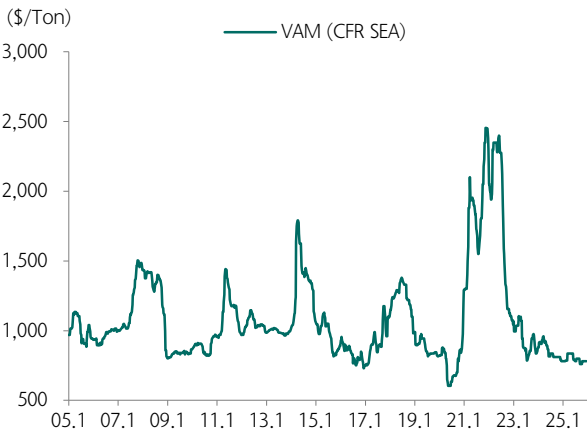
자료: Ciscchem, 하나증권

도표 131.가성소다 가격 추이



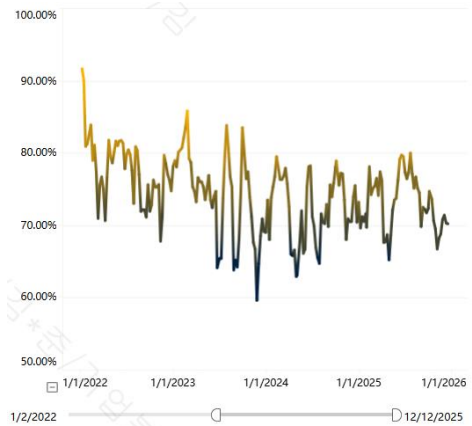
자료: Platts, 하나증권

도표 132. VAM 가격 추이



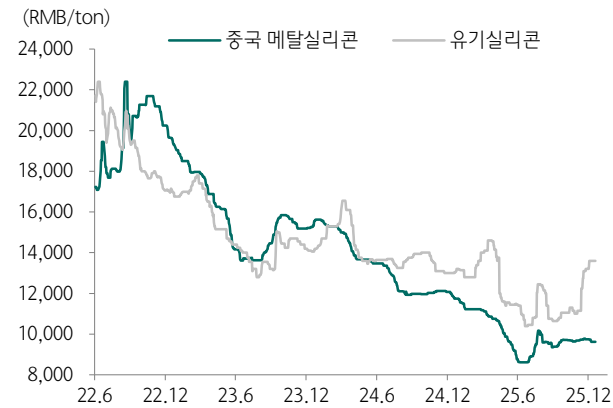
자료: Ciscchem, 하나증권

도표 133.중국 BPA 가동률 추이



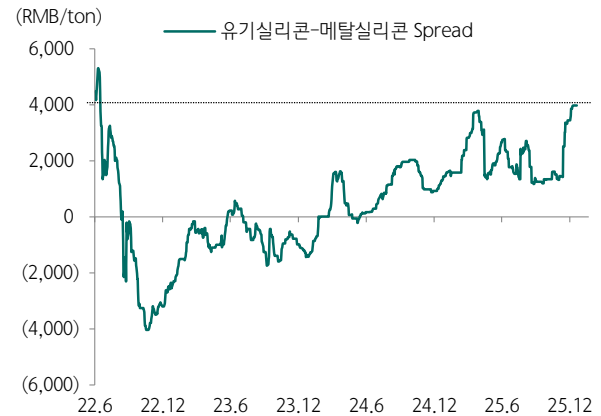
자료: ICIS, 하나증권

도표 134. 중국 메탈실리콘과 유기실리콘 가격 추이(2022.6월~)



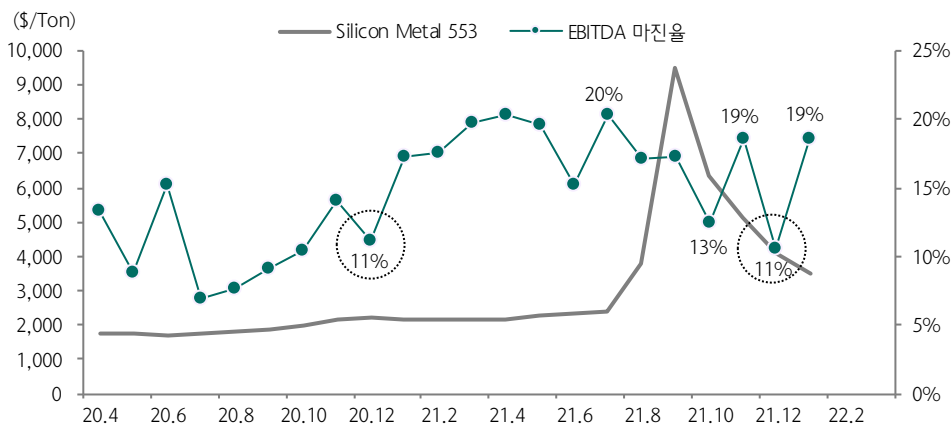
자료: SMM, 하나증권

도표 135. 중국 메탈실리콘과 유기실리콘 스프레드



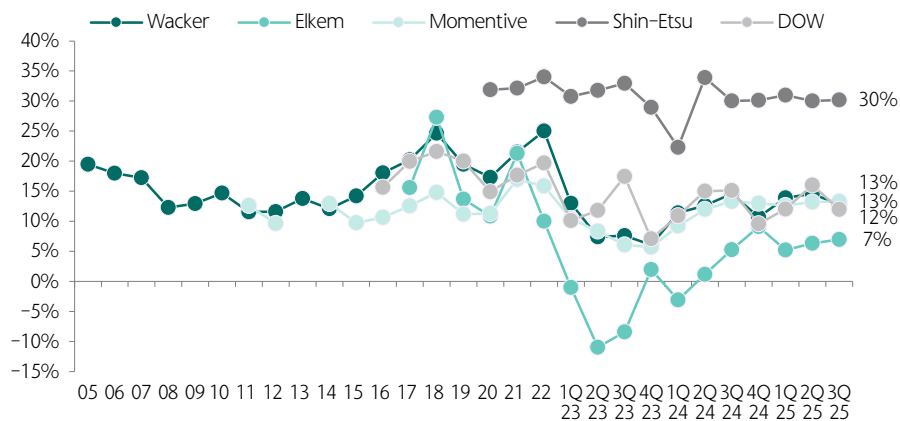
자료: SMM, 하나증권

도표 136. 메탈실리콘 가격과 모멘티브(KCC)의 EBITDA 마진을 추이 비교



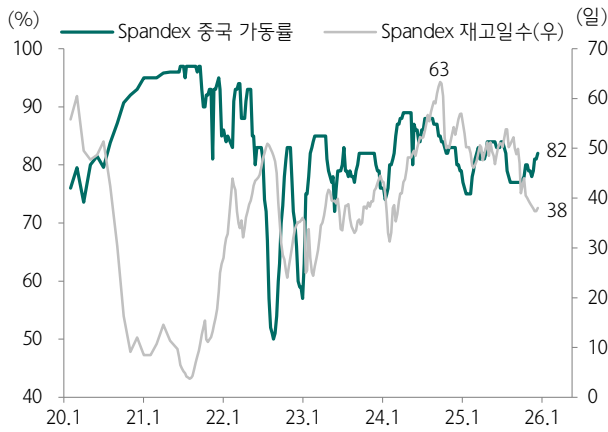
자료: 하나증권

도표 137. 주요 고부가 실리콘 업체의 EBITDA 마진을 비교. Dow, Wacker, Shin-Etsu 모두 턴어라운드. 다음은 KCC(모멘티브) 차례



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 138. 중국 Spandex 가동률과 재고일수



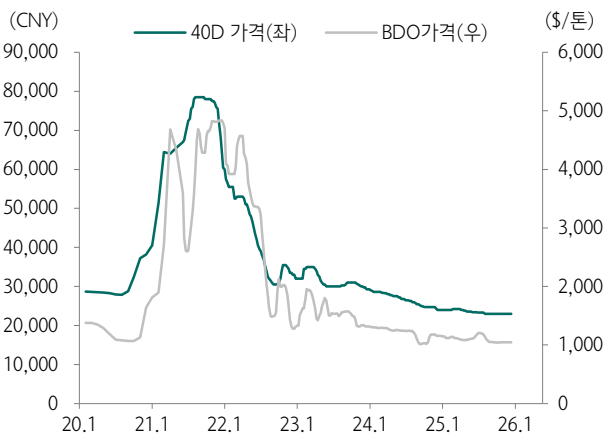
자료: CCF, 하나증권

도표 139. Spandex 원재료 BDO 가격 추이



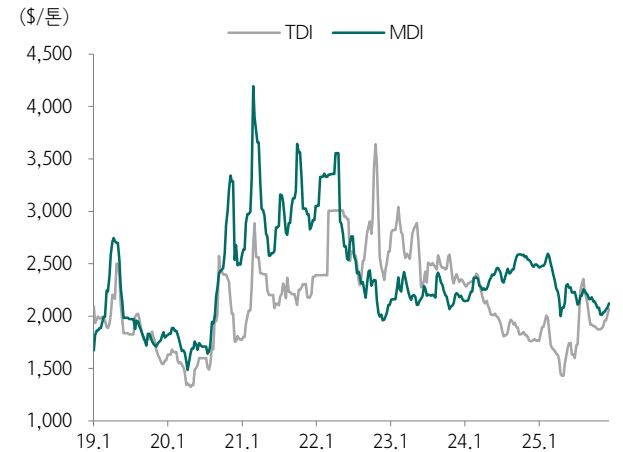
자료: Ciscem, 하나증권

도표 140. 중국 스판덱스/BDO 가격 추이



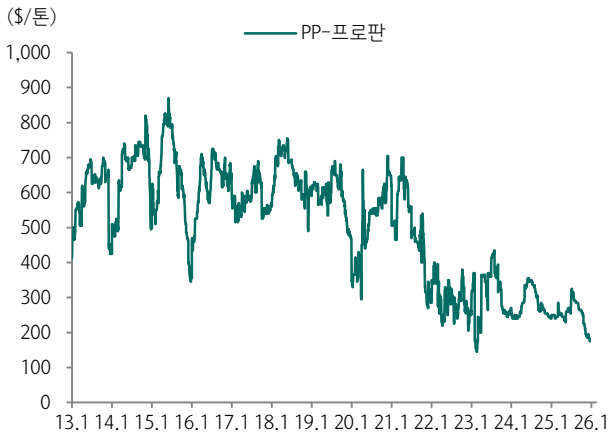
자료: CCF, 하나증권

도표 141. MDI/TDI 가격 추이



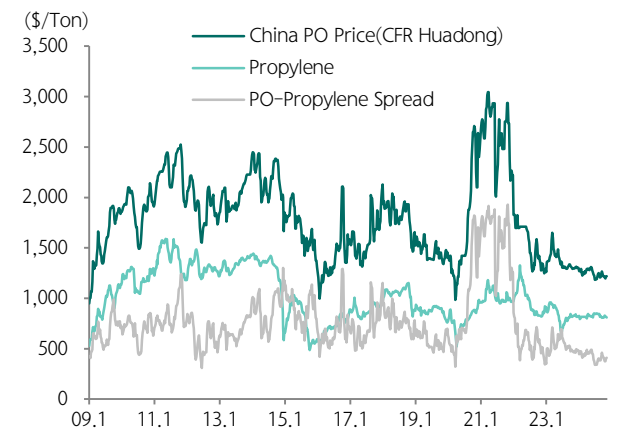
자료: Platts, 하나증권

도표 142. PP-프로판 마진 추이



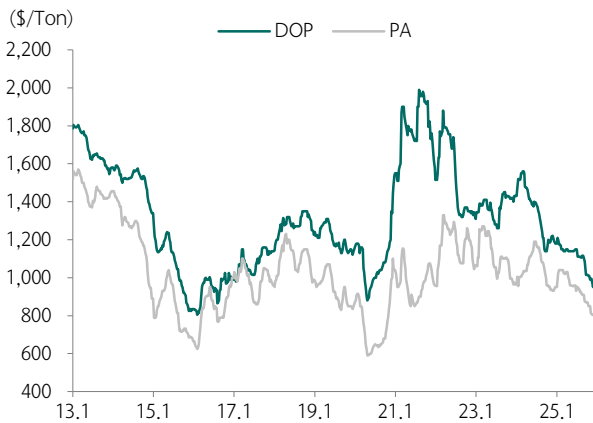
자료: Ciscem, 하나증권

도표 143. 중국 PO 가격/마진 추이



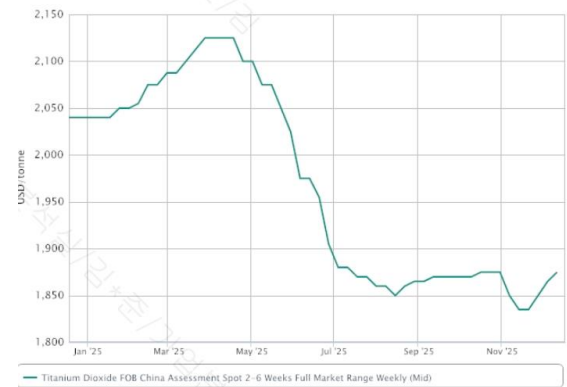
자료: Ciscem, 하나증권

도표 144. DOP/PA 가격 추이



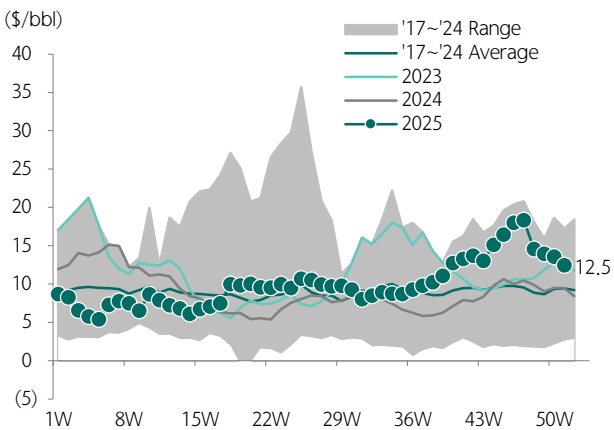
자료: Platts, 하나증권

도표 145. 중국 TiO2 가격 추이



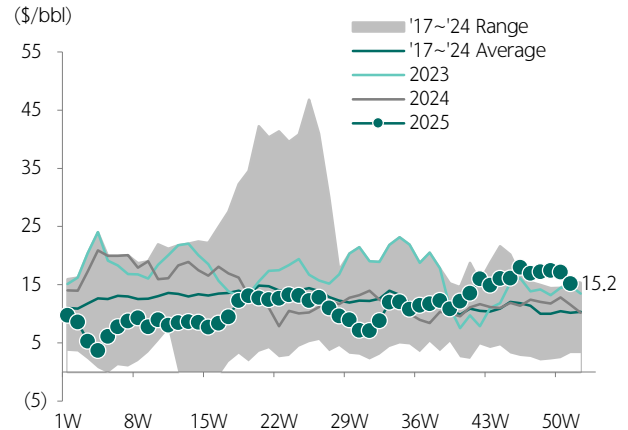
자료: ICS, 하나증권

도표 146. 정제마진 추이



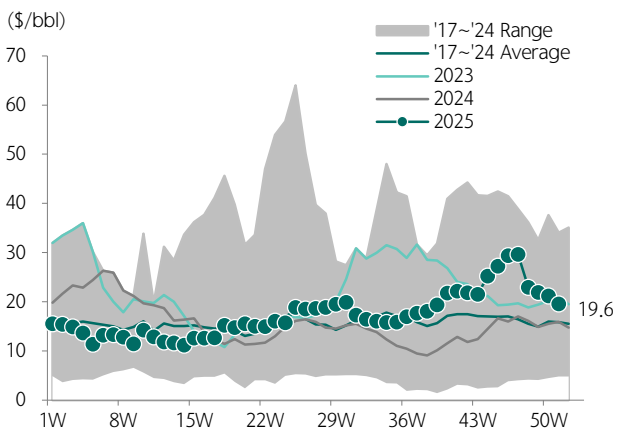
자료: Petronet, 하나증권

도표 147. 휘발유 마진 추이



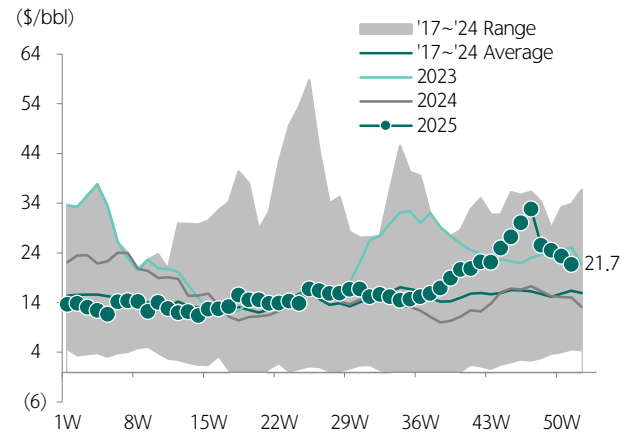
자료: Petronet, 하나증권

도표 148. 경유 마진 추이



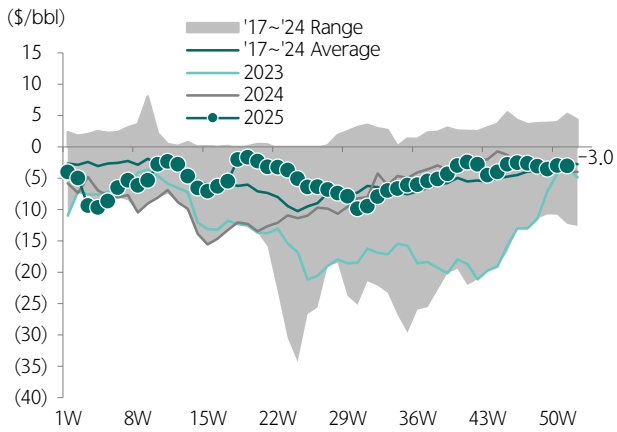
자료: Petronet, 하나증권

도표 149. 등유 마진 추이



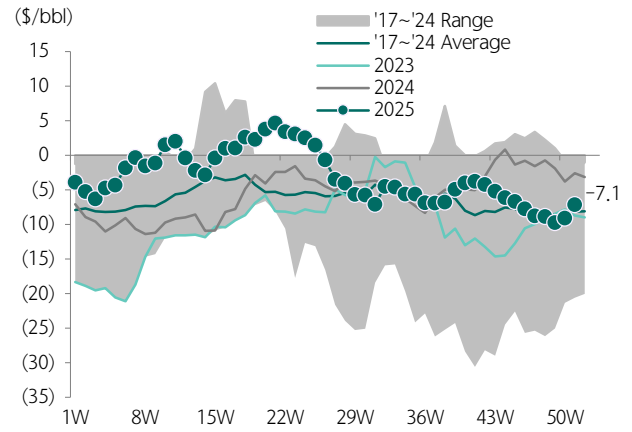
자료: Petronet, 하나증권

도표 150. 납사 마진 추이



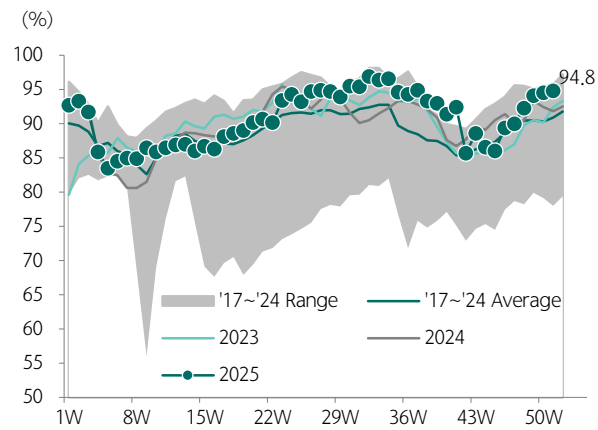
자료: Petronet, 하나증권

도표 151.B-C 마진 추이



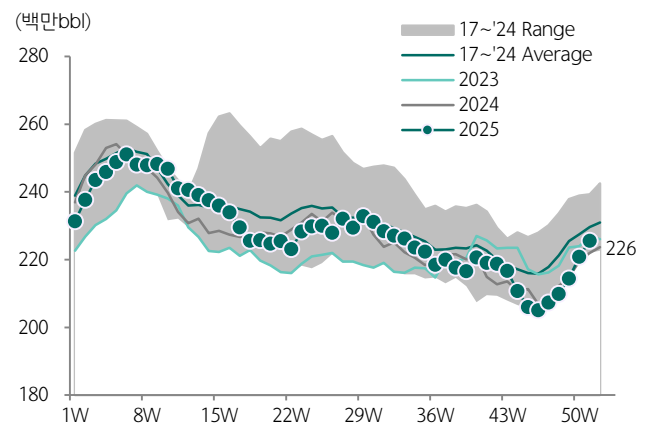
자료: Petronet, 하나증권

도표 152.미국 정유사 가동률 추이



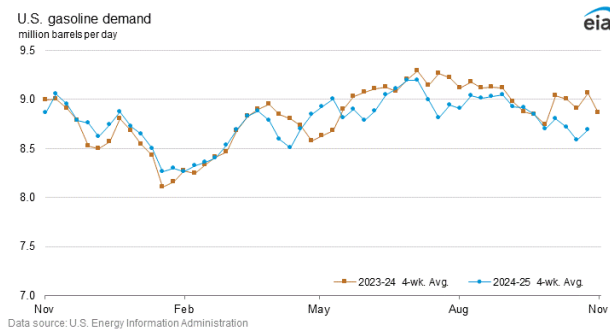
자료: EIA, 하나증권

도표 153. 미국 휘발유 재고 추이



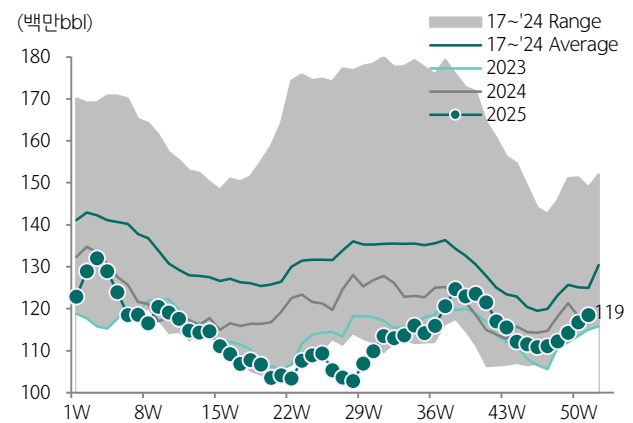
자료: EIA, 하나증권

도표 154.미국 휘발유 수요 추이



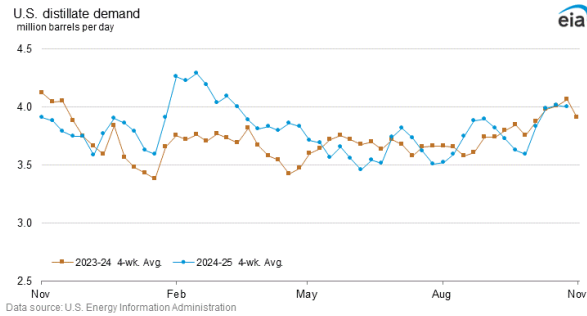
자료: EIA, 하나증권

도표 155. 미국 등/경유 재고 추이



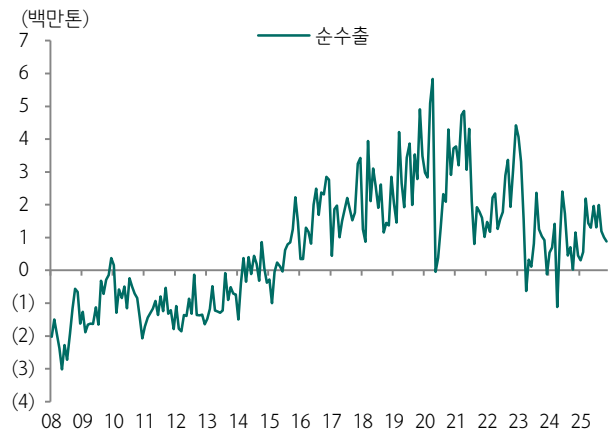
자료: EIA, 하나증권

도표 156. 미국 등/경유 수요 추이



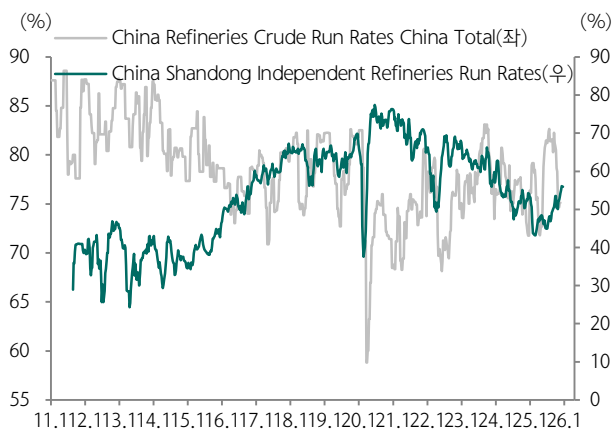
자료: EIA, 하나증권

도표 157. 중국 11월 석유제품 순수출 MoM -13%



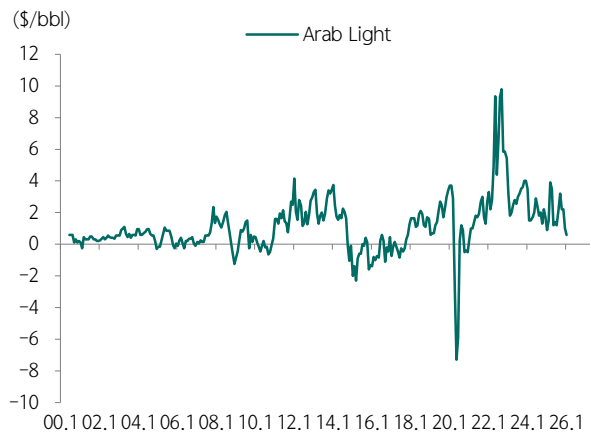
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 158. 중국 국영/Teapot 가동률 추이



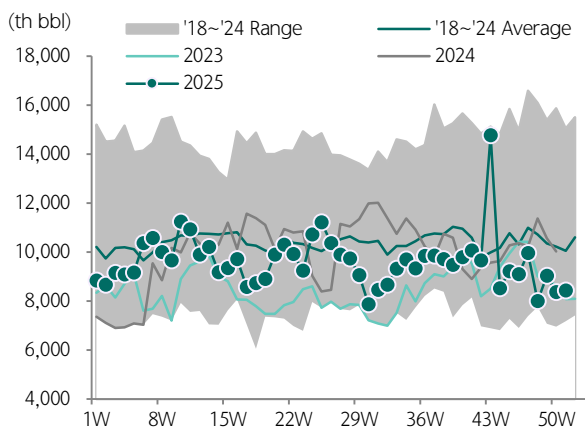
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 159. 사우디 OSP 추이(Arab Light)



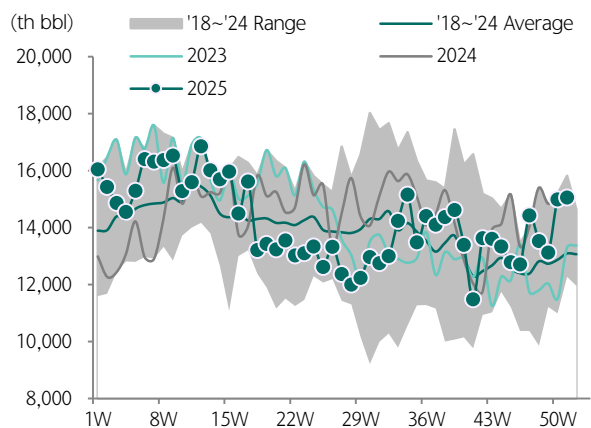
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 160. 싱가포르 Mid Distillate 재고



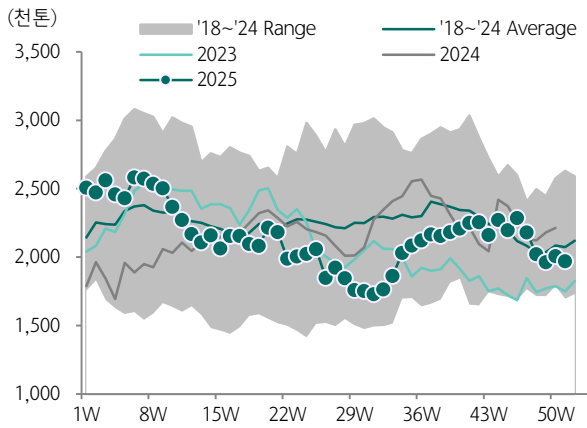
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 161. 싱가포르 Lt. Distillate 재고



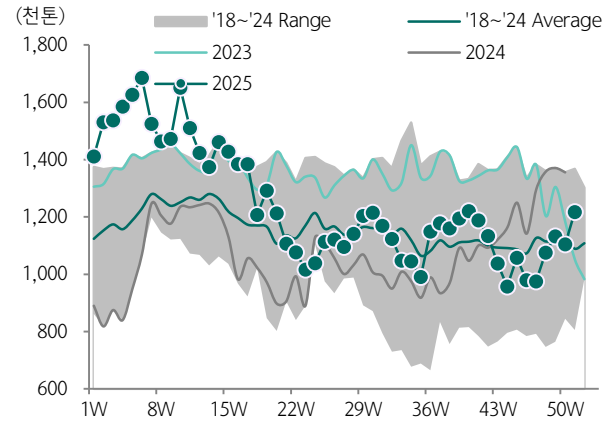
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 162. 유럽 등/경유 재고



자료: Bloomberg, 하나증권

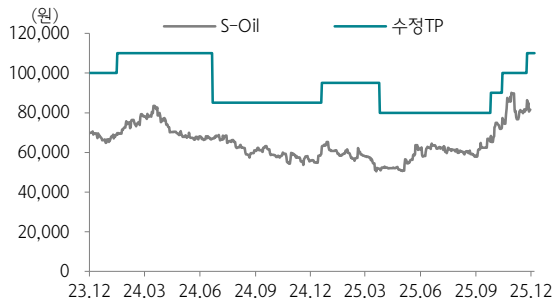
도표 163. 유럽 휘발유 재고



자료: Bloomberg, 하나증권

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

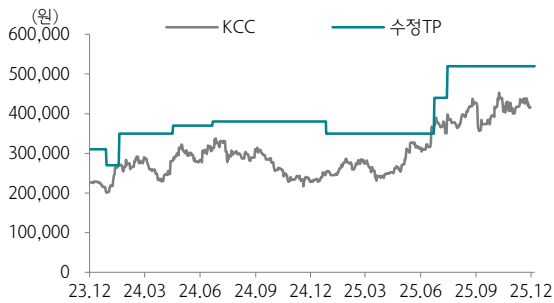
S-Oil



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.15	BUY	110,000		
25.11.4	BUY	100,000	-18.14%	-10.00%
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%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

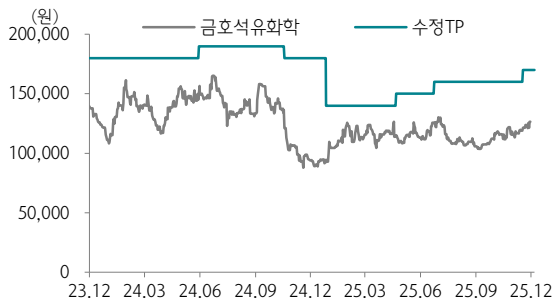
KCC



날짜	투자 의견	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%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

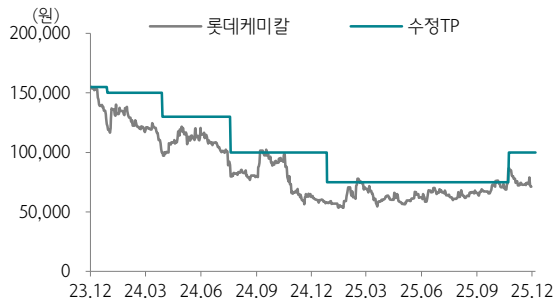
금호석유화학



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.8	BUY	170,000		
25.7.14	BUY	160,000	-28.90%	-18.56%
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%
23.12.26	1년 경과		-	-
22.12.26	BUY	180,000	-25.65%	-9.50%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

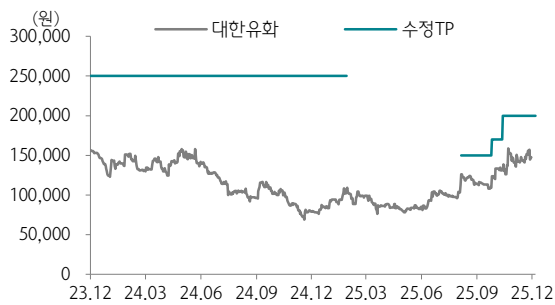
롯데케미칼



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.13	BUY	100,000		
25.1.16	Neutral	75,000	-13.86%	13.07%
24.8.9	Neutral	100,000	-22.25%	2.40%
24.4.18	Neutral	130,000	-16.59%	-6.38%
24.1.18	Neutral	150,000	-17.08%	-6.60%
23.10.16	Neutral	155,000	-4.06%	4.90%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

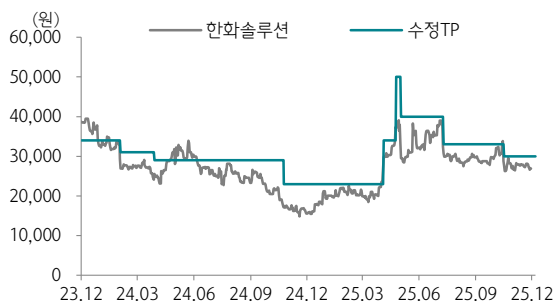
대한유화



날짜	투자 의견	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	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.6	Neutral	30,000		
25.7.31	Neutral	33,000	-10.23%	2.42%
25.5.23	BUY	40,000	-15.20%	-2.50%
25.5.15	BUY	50,000	-25.96%	-21.90%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 22일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 12월 22일 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 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	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 12월 19일