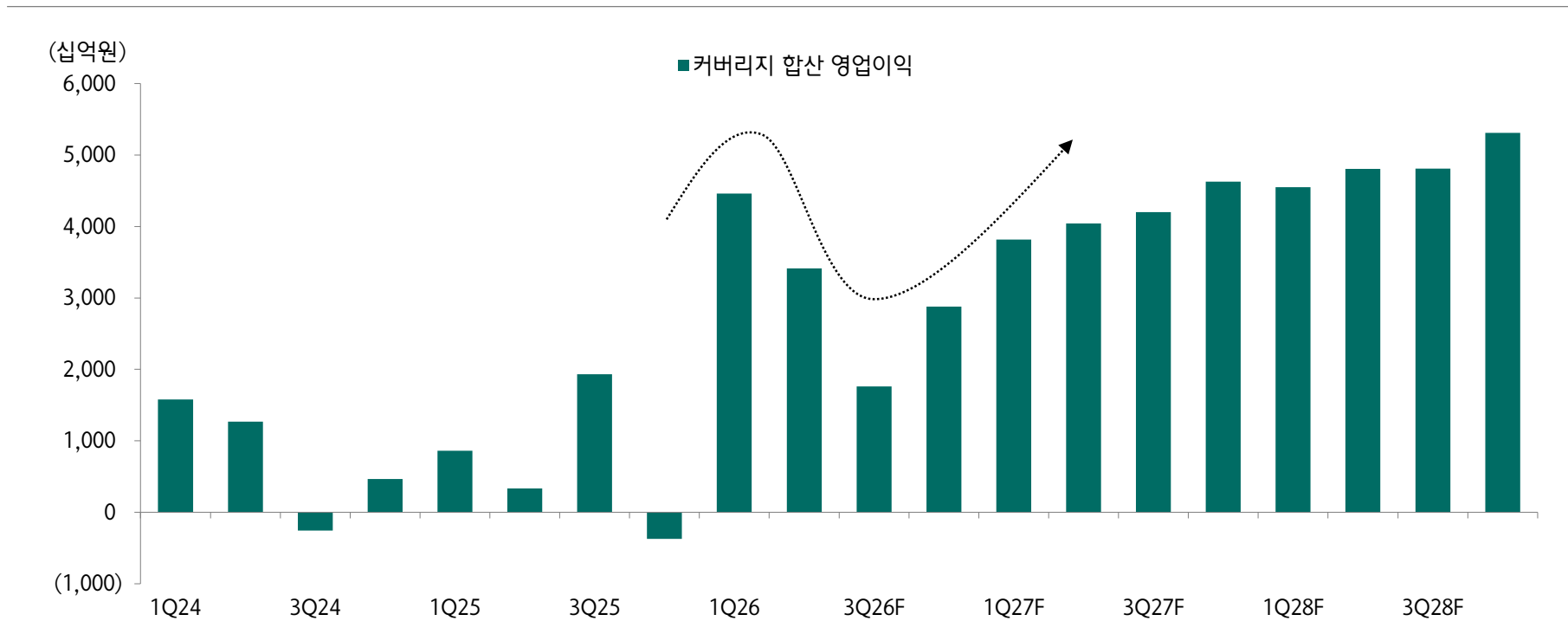


에너지/화학 Overweight | Analyst 윤재성

# K-Energy, 재평가의 서막

# K-Energy, 재평가의 서막

- [정유] 중동 원유의 가격 결정력 약화와 글로벌 정제설비 부족은 한국 정유사의 안보 가치 재평가 계기. Top Pick S-Oil
- [석유화학] 중동 설비 타격으로 전쟁 전보다 영업 환경 개선. 2027년 구조적 턴어라운드 기대되는 제품 선별. Top Pick 금호석유화학
- [태양광] 본격적인 중국산 모듈 배제 정책 시행으로 Non-PFE 모듈에 대한 프리미엄 확대 중. Top Pick 한화솔루션



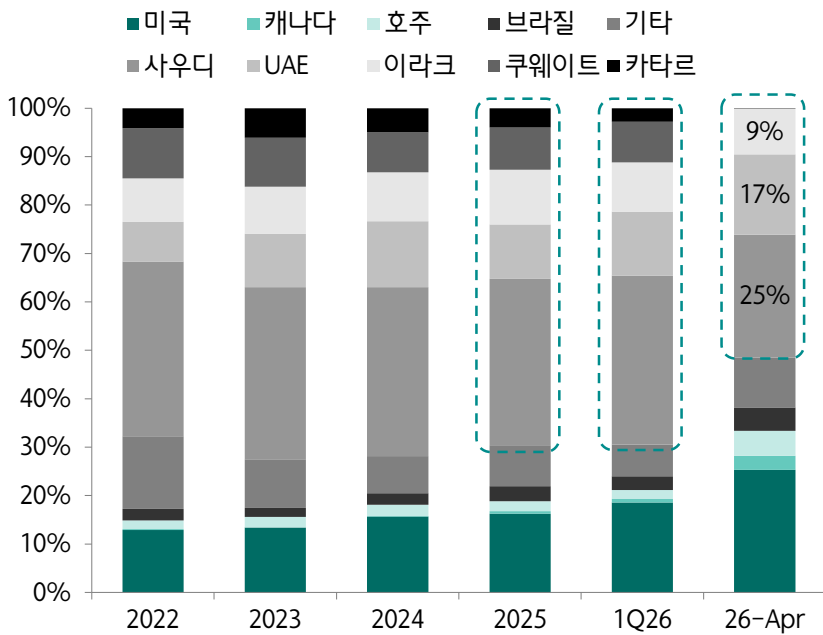
자료: 하나증권

# 1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적인 변화

## 한국의 중동 의존도 축소와 OPEC의 균열

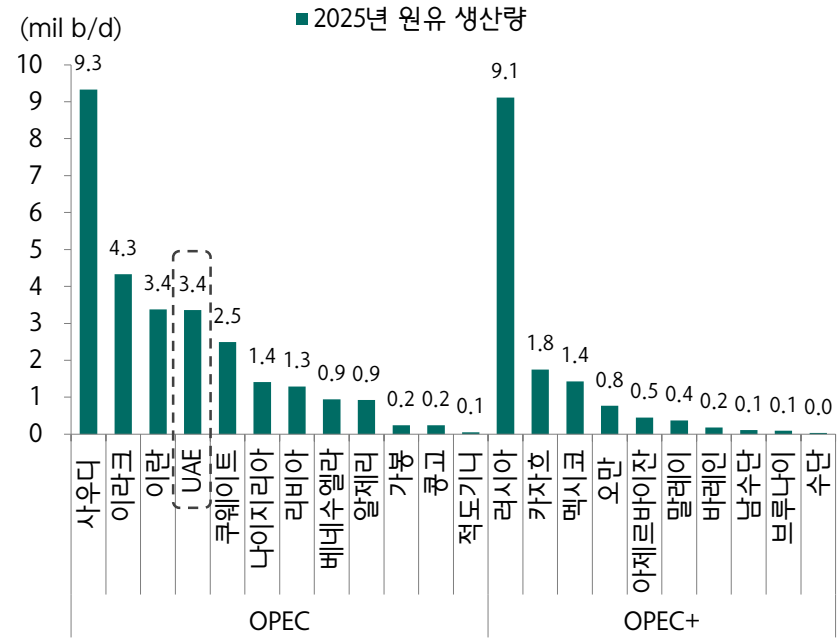
- 2022~25년 한국의 중동 원유 의존도는 약 70% 내외. 호르무즈 사태로 이는 2026년 4월 기준 52%로 급감
- 미국(15% → 25%), 호주(2% → 5%), 브라질(2% → 5%), 캐나다(0% → 3%) 등의 비중이 급증하며 다변화를 주도
- 한국의 중동 의존도 축소와 중동 내 실질적 3위 생산국 UAE(340만b/d)의 OPEC 탈퇴는 중동의 구조적 가격 결정력 약화의 계기

한국 중동 원유 의존도 약 18%p 급락. 미국/호주/브라질/캐나다 확대



자료: TRASS, 하나증권

UAE는 OPEC 이란을 제외한 실질 감산 협의 대상 기준 실질적 3위 생산국



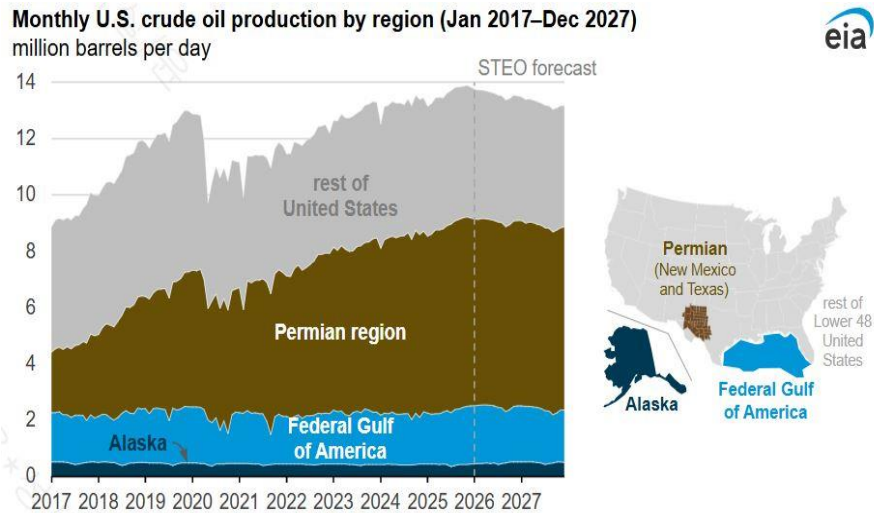
자료: IEA, 하나증권

# 1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적인 변화

## 미국, Non-OPEC 중심의 시장 재편(베네수엘라를 51번째 주로?)

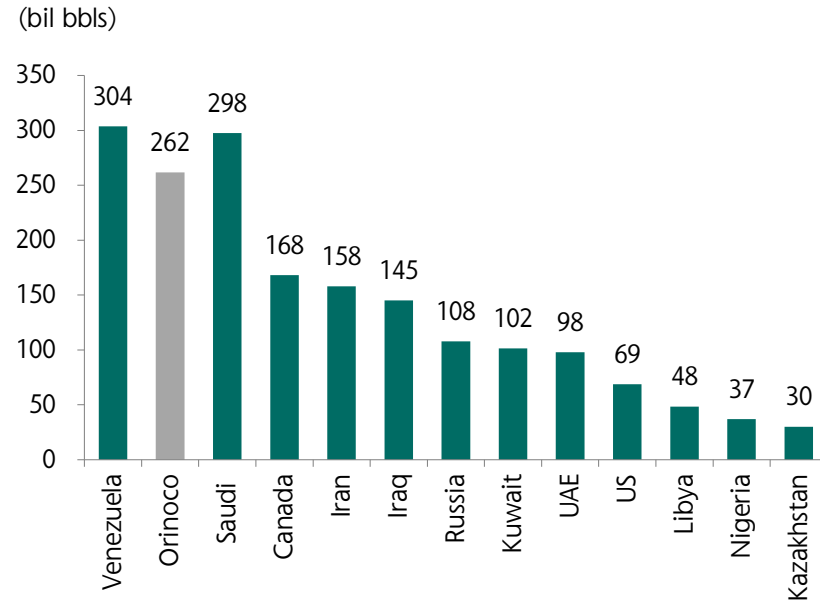
- 미국의 Energy Dominance에 있어 가장 큰 위협은 Shale Boom 종료에 따른 원유 생산량 감소와 물가 부담 증가
- 베네수엘라, 정권교체 및 트럼프의 '51번째 주' 편입 발언 등 감안 시 OPEC 탈퇴의 잠재적 후보(WTI+Merex16 혼합 관점)
- 매장량/생산량 No.8 UAE의 OPEC 탈퇴, 매장량/생산량 No.4~5위 이란 침공 등 미국 중심의 원유 공급망 재편이 나타나는 중

미국 Shale Boom은 Peak Out을 향해 가는 중



자료: EIA, 하나증권

베네수엘라는 글로벌 No.1 원유 매장지 vs. 생산량 21위(90만b/d)



자료: E, 하나증권

# 1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적인 변화

## 서방 자본이 필요한 남미/아프리카의 심해 시추와 아시아의 다변화 의지

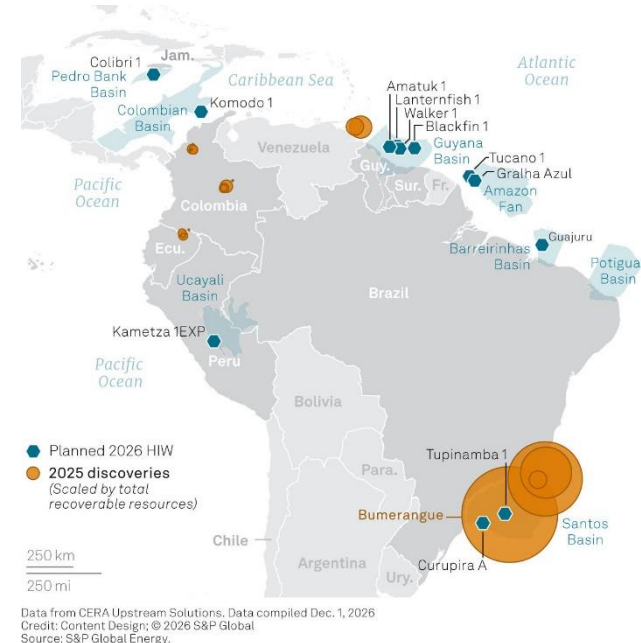
- ExxonMobil, Chevron이 심해 시추 운영/개발권을 가진 가이아나의 원유 생산량 2021년 12만b/d에서 2027년 120만b/d으로 10배 증가
- 국영업체 Petrobras와 유럽/미국계 Oil Major가 주도해 2030년 원유 생산량 4위권을 노리는 브라질. Pre-Salt는 초심해 시추 지역
- 심해 시추로 각광받는 나미비아(2029~30년 본격 생산), 나이지리아/앙골라 등은 미국/유럽계 자본 필요
- 향후 생산량 확대 가능성 높은 지역은 서방의 자본과 기술력 필요. 아시아는 중동 대체로 해당 지역 선호. 중동의 가격 결정력 약화 지속

미국은 베네수엘라 정권 교체로 실질적으로 가이아나까지 확보

라틴아메리카는 2025년 발견 매장량의 38% 차지. 브라질이 그 핵심



자료: Geopolitical Futures, 하나증권



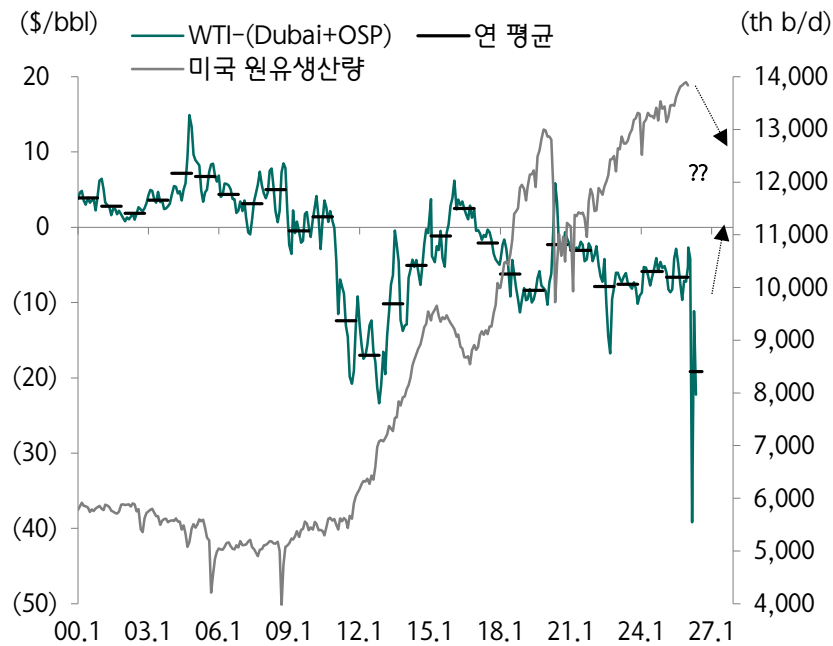
자료: S&P Global, 하나증권

# 1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적인 변화

## 15년 만의 원유 시장 구조 변화는 한국 정유/석유화학 업체의 기회

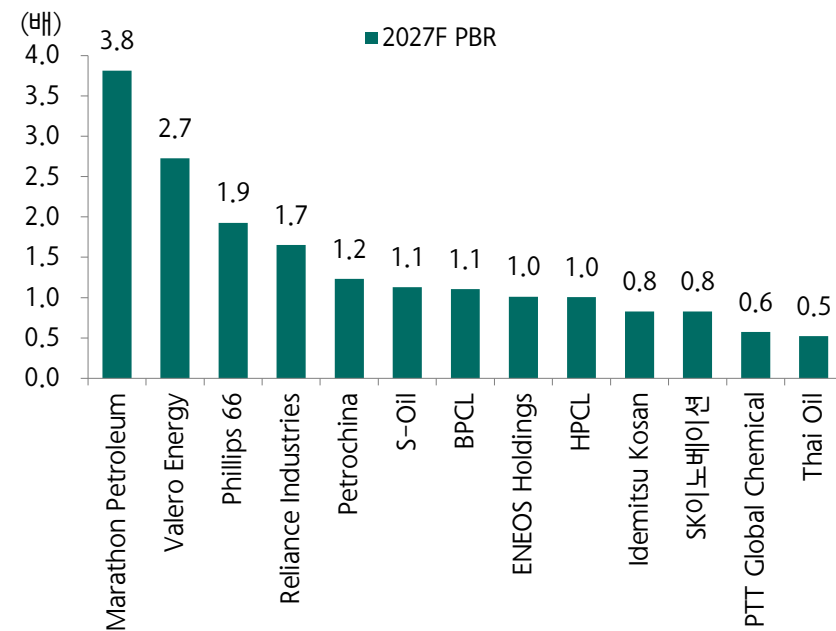
- 지난 15년 간 Shale Boom에 따른 WTI의 상대적 디스카운트는 미국 정유업체의 실적 호조와 리레이팅의 근거
- 중장기적으로 나타날 WTI-Dubai 간의 재역전 현상은 미국 정유사의 경쟁력 약화를 유발할 것
- 반면, 한국 정유업체는 원유 조달처 다변화 및 중동의 가격 결정력 약화 속에서 상대적 원가 경쟁력 회복 국면 진입

WTI의 상대적 디스카운트는 중장기적으로 해소될 전망



자료: Petronet, Bloomberg, 하나증권

글로벌 정유업체 Peer Valuation 비교



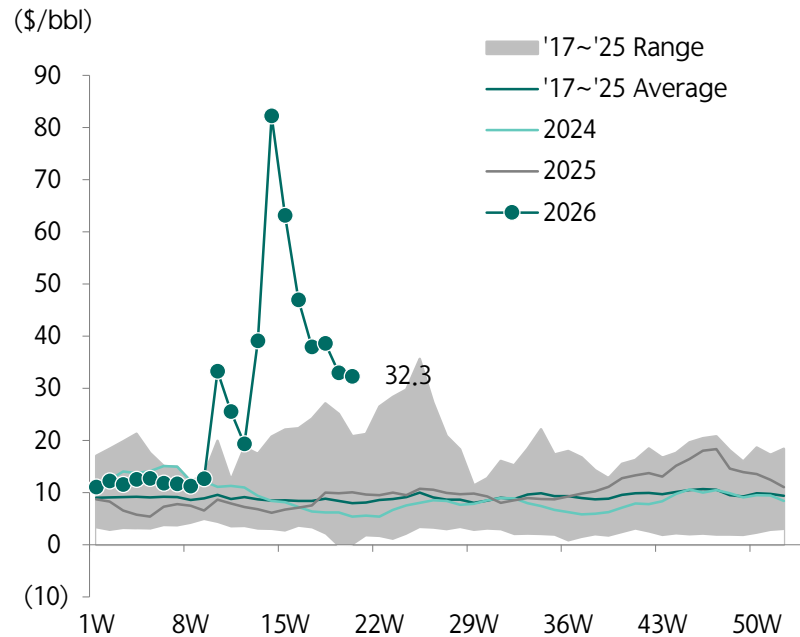
자료: Bloomberg, 하나증권

## 2. [정유] K-Oil, 글로벌 석유제품 시장의 Swing Producer

# 2H26 이후로도 지속될 정제마진 호황

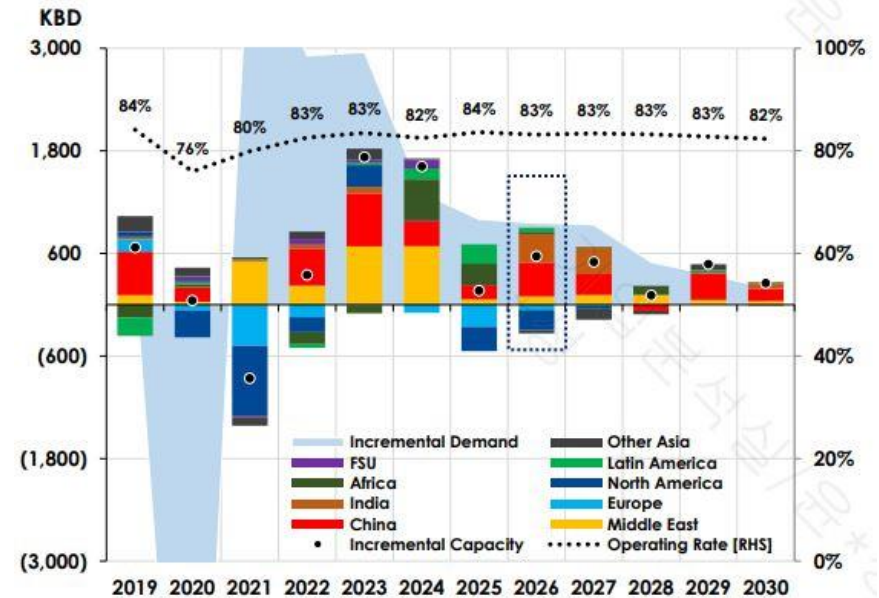
- 정제마진은 2026년 하반기 조정 국면에 진입. 하지만, 여전히 전쟁 이전 대비 높은 수준에서 유지될 전망
- 글로벌 정제설비 증설은 2026~27년 각각 60만b/d에 불과해 공급 부담 적어. 게다가 중동/아시아 공급차질까지 겹쳐 있기 때문
- 낮은 재고 하에서 유가 안정화 이후 발생할 재고 확보 움직임까지 발생할 가능성도 농후

2H26 이후로도 정제마진 호황은 지속될 가능성 높아



자료: Petronet, 하나증권

2026~27년 글로벌 증설 부담 적어. 중동/아시아 등 공급차질까지 겹쳐

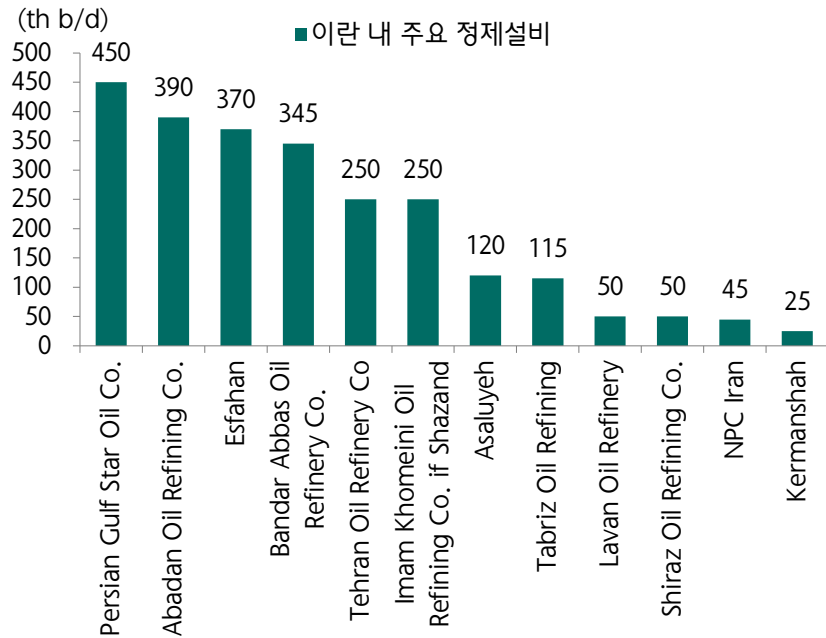


자료: Thai Oil, 하나증권

## 중동의 글로벌 정제설비 비중 12%, 이란은 2.5%. 정상화에 시간 필요

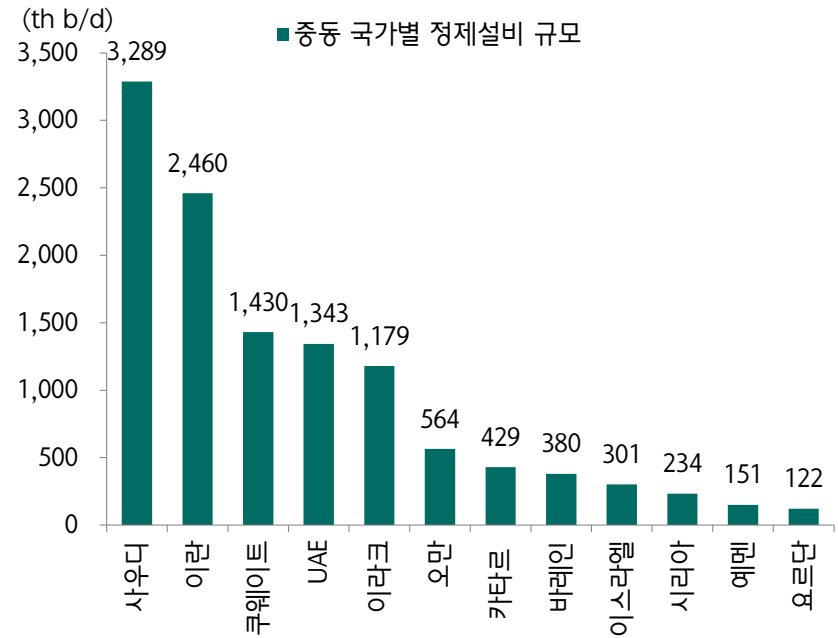
- 중동 정제설비의 글로벌 비중은 12% 수준. 이번 전쟁에 따라 정상 가동에 시간이 필요할 전망
- 이란의 정제설비 Capa는 250만b/d로 글로벌 Capa의 2.5%이며, 중동 내에서 사우디 다음으로 큰 규모를 보유
- 이란 및 중동 내 정제설비 복구에는 꽤 긴 시간이 필요할 것으로 예상

이란 정제설비 규모는 250만b/d로 글로벌 Capa의 2.5%



자료: ICIS, 하나증권

중동의 글로벌 정제설비 비중은 12%. 이란은 중동 내 두 번째로 큰 규모



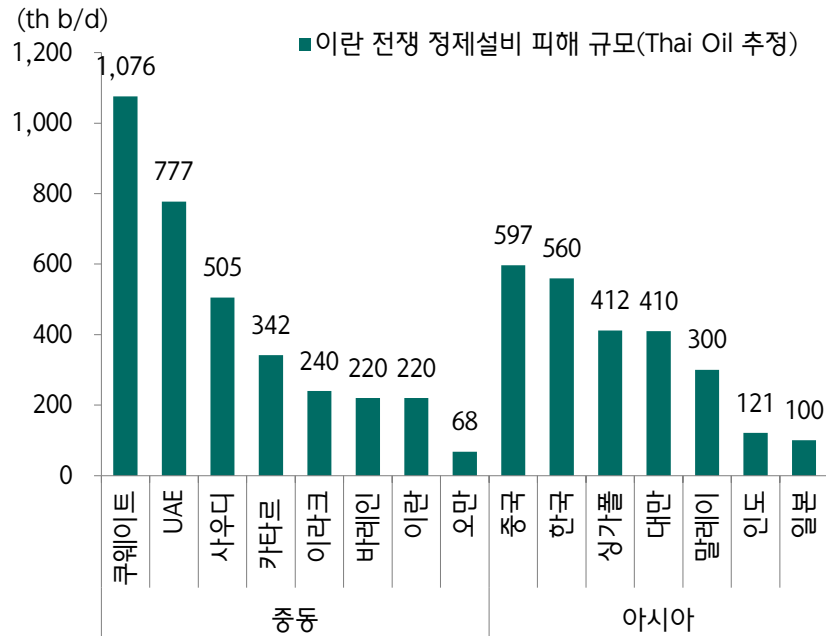
자료: ICIS, 하나증권

## 2. [정유] K-Oil, 글로벌 석유제품 시장의 Swing Producer

### 중동/러시아 정제설비 타격 규모는 글로벌의 약 5%

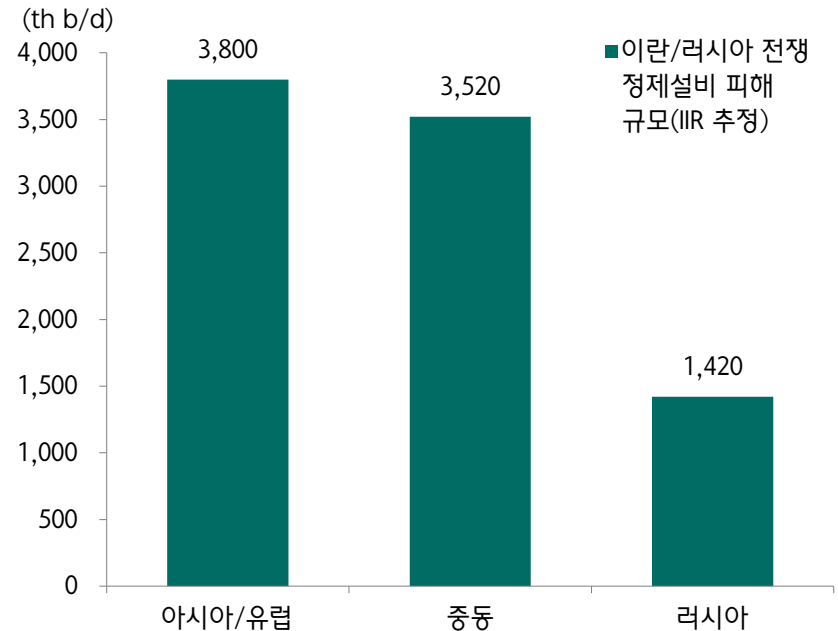
- Thai Oil, 이란 전쟁에 따른 정제설비 피해 규모가 중동 345만b/d, 아시아 250만b/d 추정. 중동 피해 규모는 글로벌의 3.5%
- IIR/JP모건, 이란 전쟁에 따른 중동의 피해 규모 3.8% 추정. 러-우 전쟁의 피해 규모는 1.4%를 추정
- 즉, 이란 전쟁과 러-우 전쟁에 따른 정제설비 피해 규모는 글로벌의 약 5% 내외를 차지하는 것으로 판단

이란 전쟁에 따른 중동 설비 타격 규모 약 345만b/d, 아시아 250만b/d



자료: Thai Oil, 하나증권

이란/러시아 전쟁에 따른 정제설비 피해 규모는 글로벌의 5% 가량

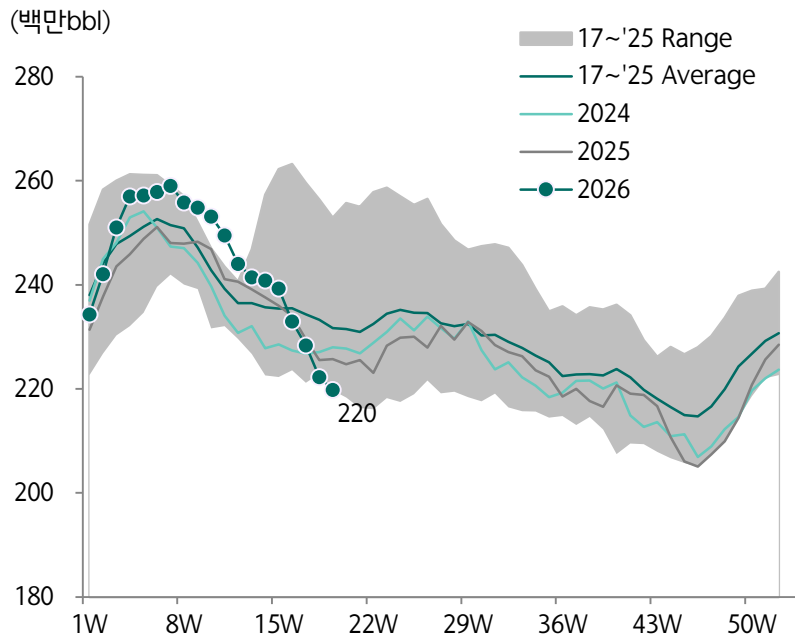


자료: Reuters, 하나증권

# 미국 등/경유 재고는 21년 래 최저

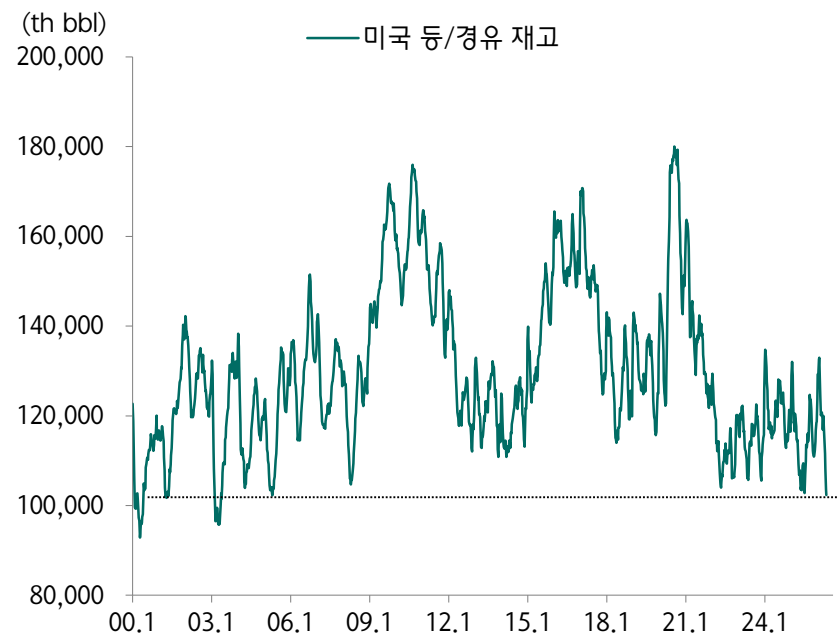
- 글로벌 석유제품 공급 부족 현상이 이어지면서 미국의 수출량 대폭 확대
- 이는 결국, 미국의 재고 감소로 이어져
- 미국 휘발유 재고는 9년 밴드 하단을 하향 돌파. 등/경유 재고는 21년 래 최저까지 하락

미국 휘발유 재고 9년 밴드 하단을 돌파



자료: EIA, 하나증권

미국 등/경유 재고는 21년 래 최저치



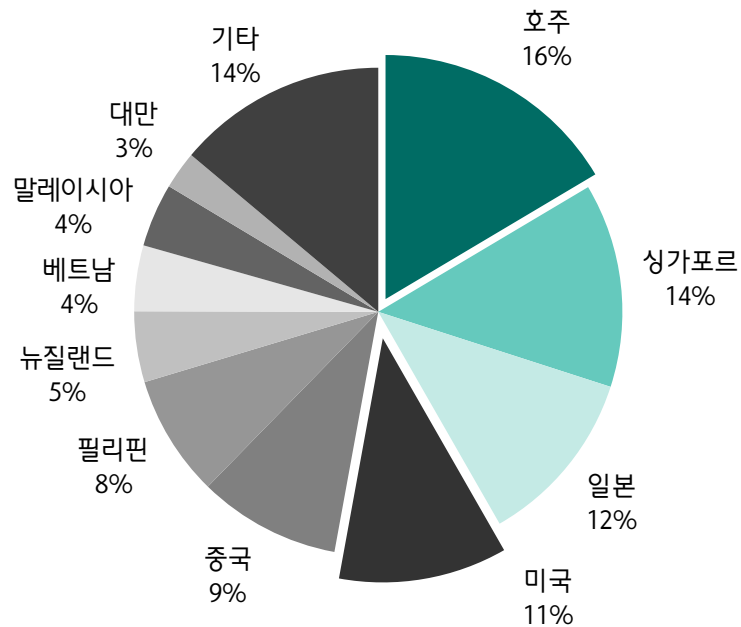
자료: EIA, 하나증권

## 2. [정유] K-Oil, 글로벌 석유제품 시장의 Swing Producer

# 산유국(미국/호주)의 에너지 안보를 해결해주는 한국 정유사

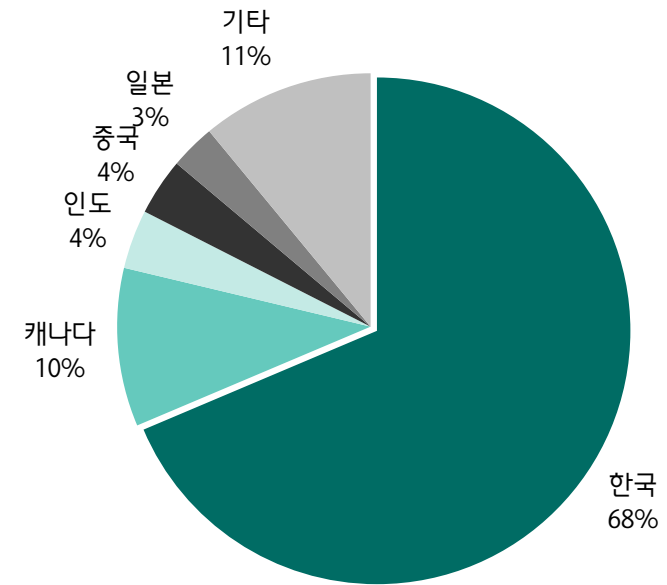
- 호주는 한국의 석유제품 수출 상대국 No.1을 차지. 원유/LNG를 담보로 석유제품 공급을 요청 중
- 미국의 항공유/휘발유 수입 중 한국 비중은 각각 68%/8%. 특히, 캘리포니아 등 서안은 한국 항공유/휘발유 의존도 높아
- 한국은 석유제품 시장에서의 Swing Producer로서 산유국의 에너지 안보를 해결. 원유/가스 등의 우선 조달 협상 카드로도 활용 가능

호주와 미국은 한국의 수출 상대국 No.1/No.4를 차지



자료: Petronet, 하나증권

미국의 한국산 항공유 수입 비중 68%. West Coast 85%



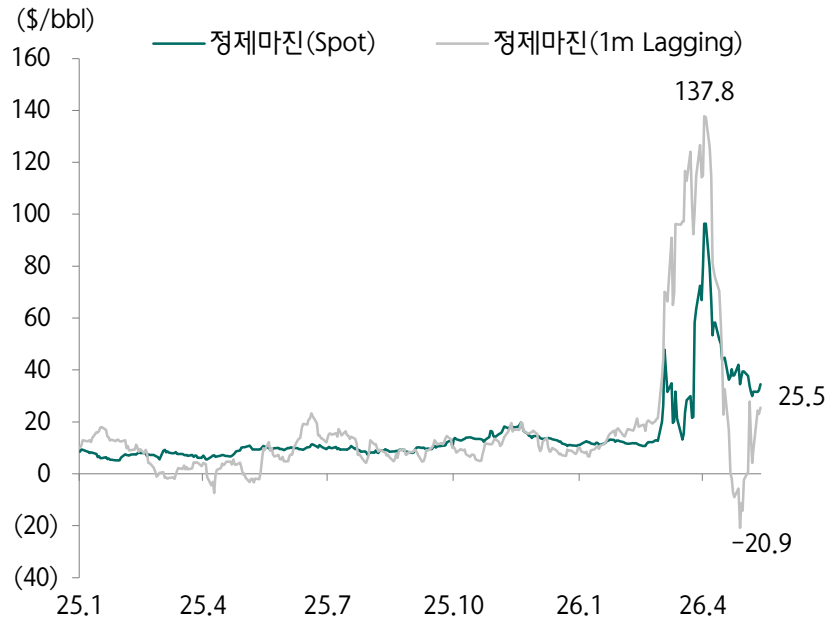
자료: EIA, 하나증권

## 2. [정유] K-Oil, 글로벌 석유제품 시장의 Swing Producer

### 다만, 일시적 실적 조정 국면은 불가피

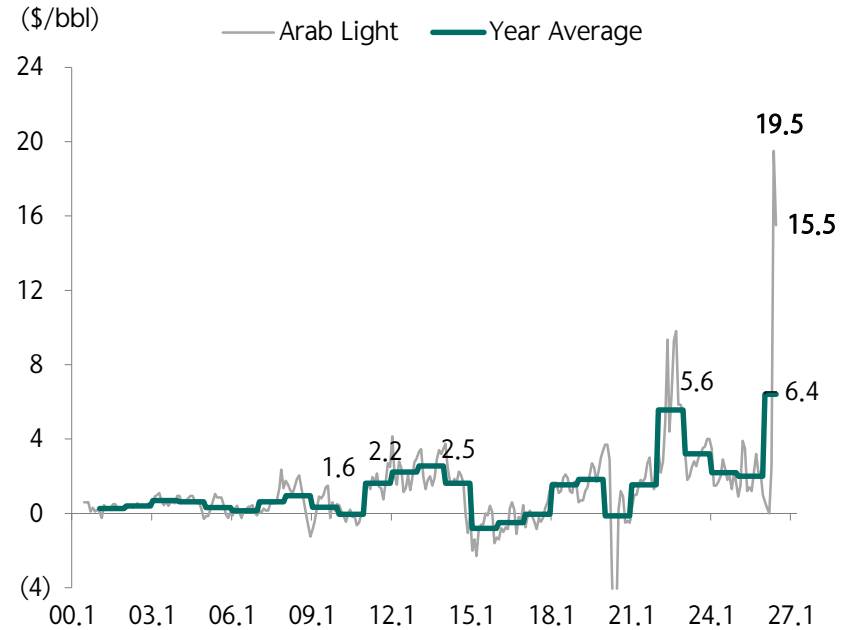
- 6월 중 종전을 가정 시 Dubai유 가격은 90\$/bb까지 하락할 수 있고, 이는 역래깅 효과를 유발
- 특히, 사우디 OSP는 5월 19.5\$, 6월 15.5\$로 상승. 이는 한 달 이연된 6~7월 원가에 본격 반영
- 즉, 6~7월 종전에 따른 유가/제품가 하락 감안 시 일시적으로 높은 OSP가 반영되며 실적 조정 불가피

1m Lagging 기준 정제마진은 급격하게 둔화



자료: Petronet, 하나증권

OSP 5월 19.5\$, 6월 15.5\$는 한 달 이연된 6~7월에 원가에 본격 반영



자료: Bloomberg, 하나증권

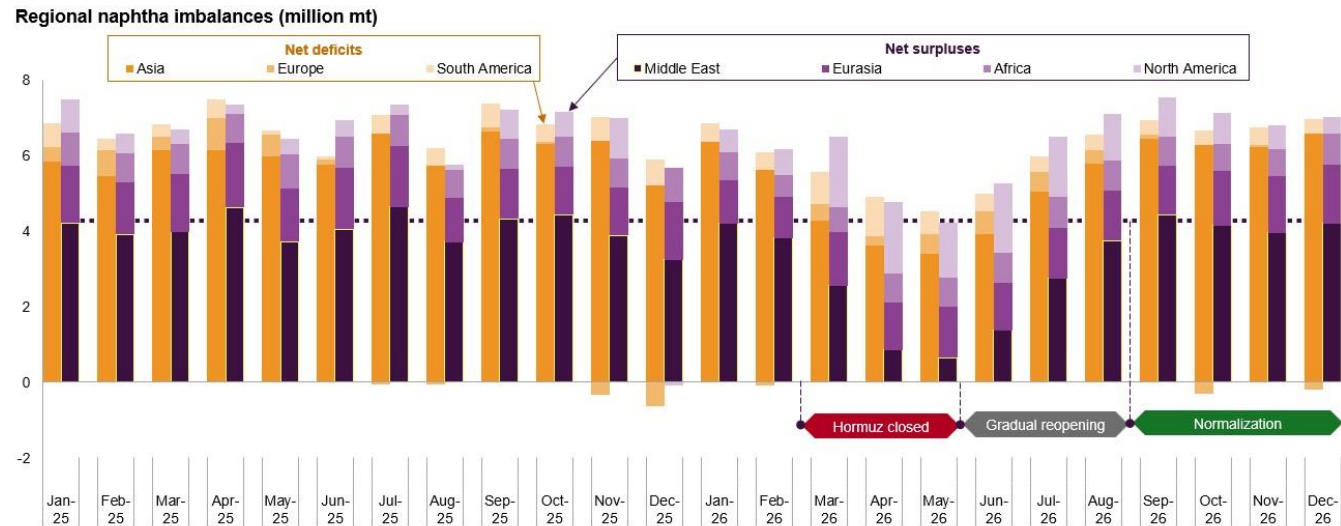
### 3. [석유화학] 구조적 턴어라운드 업체 선별 투자 필요

## 6월 종전 가정 시, 납사 수급은 8~9월 경 정상 회복

- S&P Global은 6월 말 종전을 가정할 경우, 납사 수급은 8~9월부터 정상화될 것으로 추정
- 아시아 NCC 업체들의 가동률은 상승하며 단기 구매 수요 지연을 유발할 전망

### 6월 종전 가정 시, 납사 수급은 8~9월 경 정상 회복

Assuming the Strait of Hormuz can reopen in early June, Middle East naphtha exports could reconnect with their prewar levels towards the end of Q3



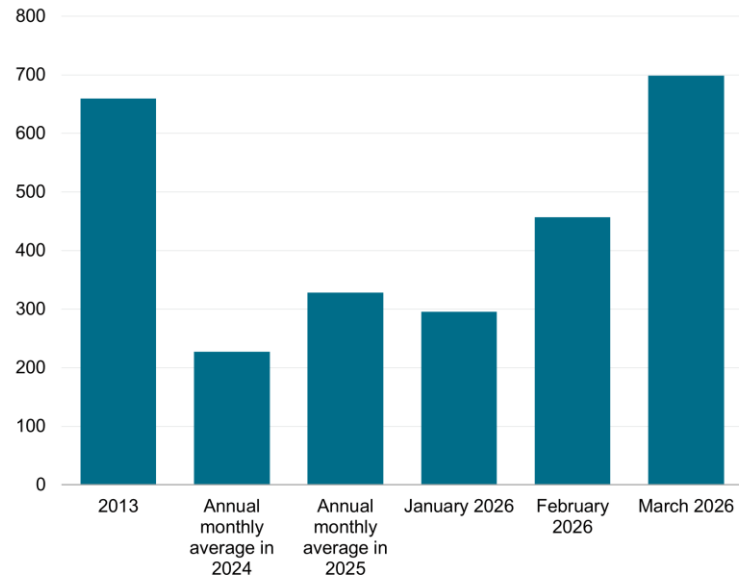
자료: S&P Global, 하나증권

## 중국은 석탄기반 경쟁력 강화로 석유화학 수출량 오히려 증가(1)

- 4/1일 중국 PVC 수출 환급세(13%) 폐지로 인한 판매자/구매자 간의 이해관계가 맞아 떨어지며 3월 중국 PVC 수출량 사상 최대 경신
- 이란 전쟁으로 중국 석탄 기반 PVC(2,430만톤/년, M/S 73%)의 비용 우위 부각되며 생산량/수출량 추가 확대 예상
- 중국의 3월 PE 수출량은 전월 대비 약 2배 가량 급증. 이란 전쟁에 따른 CTO 설비의 원가 우위가 부각된 영향

중국 PVC 수출량 사상 최대치 경신

China PVC exports, thousand mt

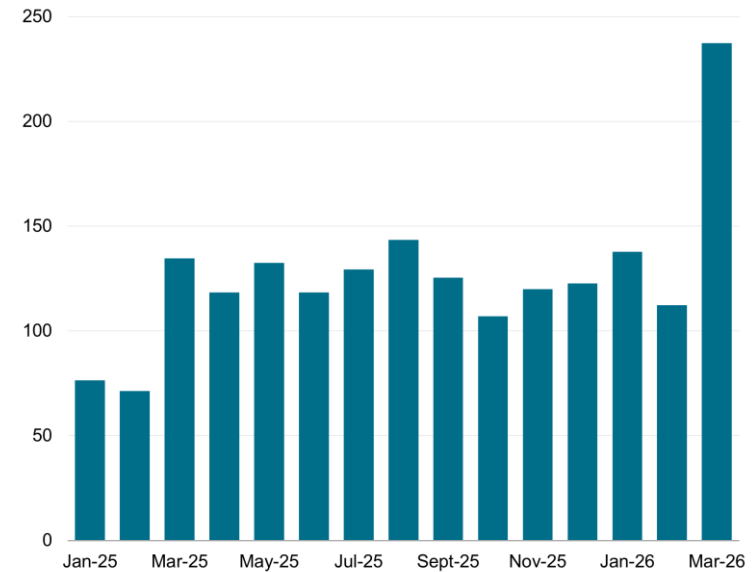


As of Apr. 27, 2026.  
Source: S&P Global Energy.

자료: S&P Global, 하나증권

중국 3월 PE 수출량 급증. 석탄 기반 설비의 비용 우위 때문

China PE exports, thousand mt



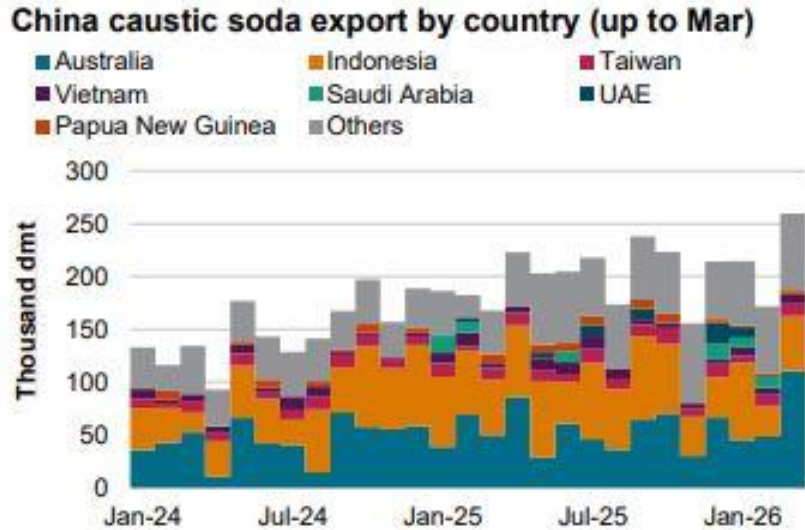
As of Apr. 28, 2026.  
Source: S&P Global Energy.

자료: S&P Global, 하나증권

## 중국은 석탄기반 경쟁력 강화로 석유화학 수출량 오히려 증가(2)

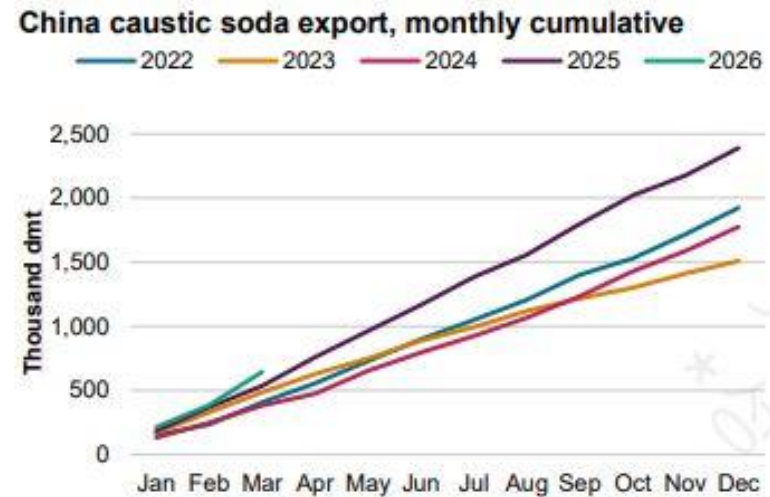
- 중국 3월 가성소다 수출량은 사상 최대치를 기록(MoM +51%, YoY +55%)
- 중국 석탄 기반 PVC 가동률 상승에 동반한 CA 공정 가동률 상승 때문
- 최근 패닉 바잉 수요 줄어들며 가격 조정 중

중국 3월 가성소다 수출량 사상 최대치



자료: S&P Global, 하나증권

2026년 중국의 가성소다 수출량 확대 규모는 역대급



자료: S&P Global, 하나증권

### 3. [석유화학] 구조적 턴어라운드 업체 선별 투자 필요

## 중국 ECC는 에탄 수입 확대로 Full 가동 중

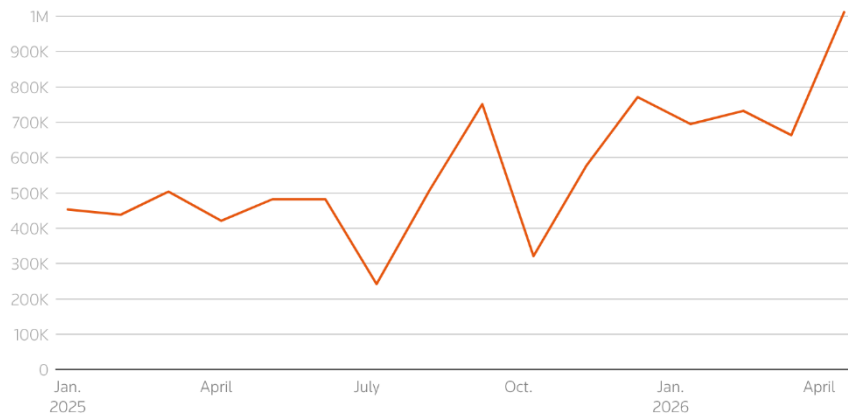
- 중국 4월 에탄 수입량은 약 100만톤(58.2만b/d)으로 사상 최대치를 기록
- 2026년 누적 에탄 수입량은 346.2만톤으로, 2025년 전체 수입량의 절반을 이미 넘어서
- 다만, 5월 에탄 수입량은 41.4만톤으로 MoM -41% 축소 전망. 에틸렌 다운스트림 마진 악화 때문

중국 4월 에탄 수입량은 사상 최대치를 기록

#### China's April ethane imports hit a record high

Unit: metric tons

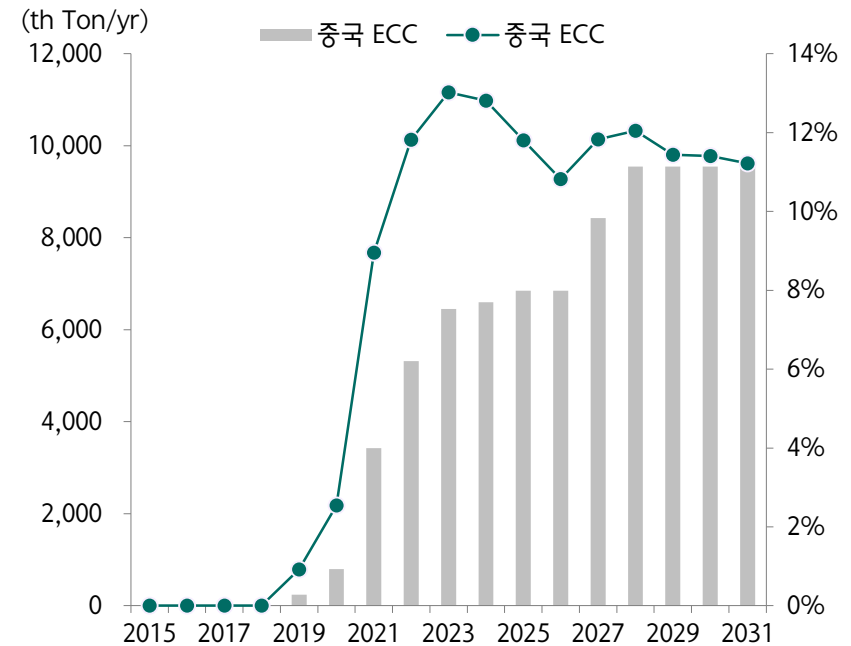
— China's ethane imports



Source: January 2025 to March 2026 data are based on China customs data; April import data is an estimate from Sublime China Information

자료: Reuters, 하나증권

2026년 중국의 ECC는 전체의 10%를 차지

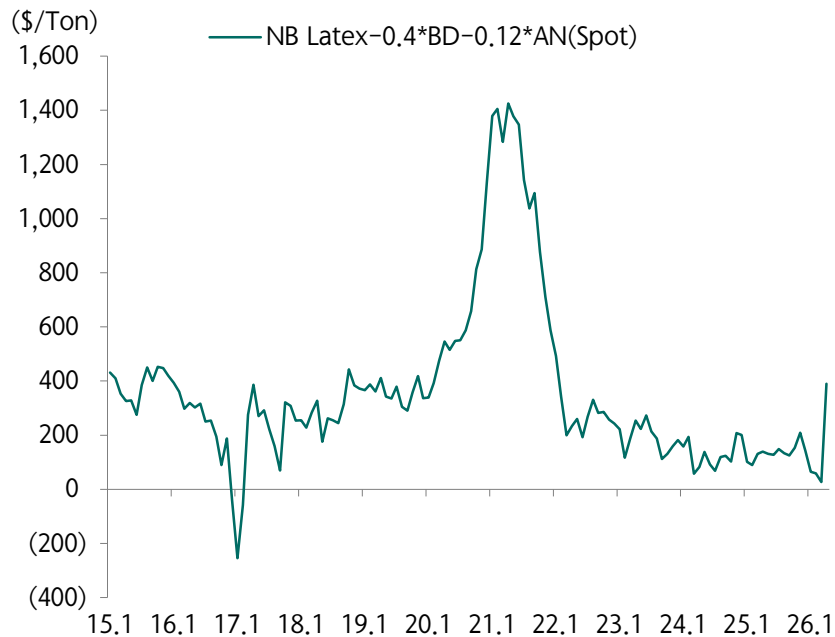


자료: S&P Global, 하나증권

# 2027년 구조적 턴어라운드 기대(1): 합성고무

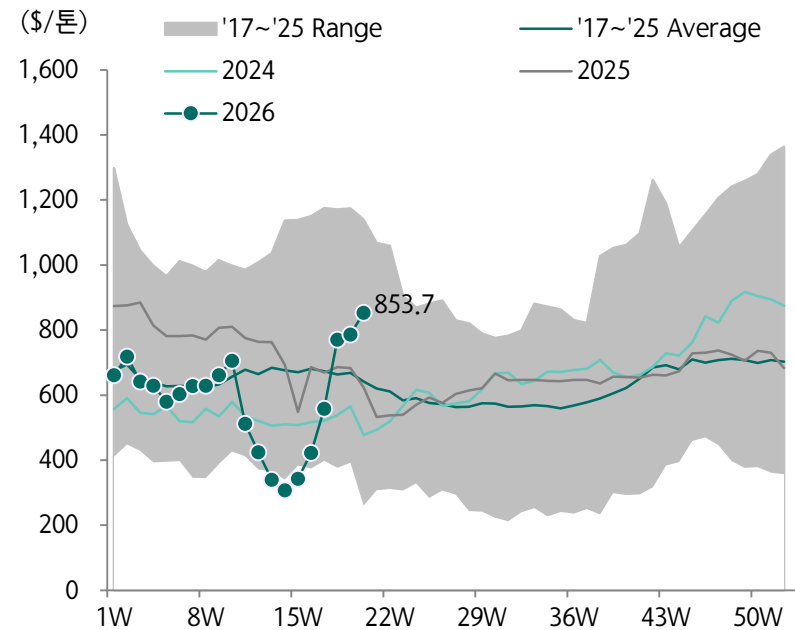
- 글로벌 장갑재고 대거 소진. Top Glove 가동률 1년 전 58%에서 현재 89%로 약 30%p 급등. 중국 업체 또한 Full 생산/판매 중
- 의료계 등에 필수재인 위생 장갑 vs. 원료 부족에 따른 타이트한 장갑 수급 상황. NB Latex 마진 대폭 개선의 촉매
- 천연고무 10년 래 최대치 & 수 년에 걸친 SBR 공급 감소로 SBR 마진 전쟁 이전보다 확대

글로벌 장갑 부족 현상에 따라 NB Latex 스팟 마진 대폭 상승



자료: TRASS, 하나증권

SBR 마진, 전쟁 이전보다 확대되는 중

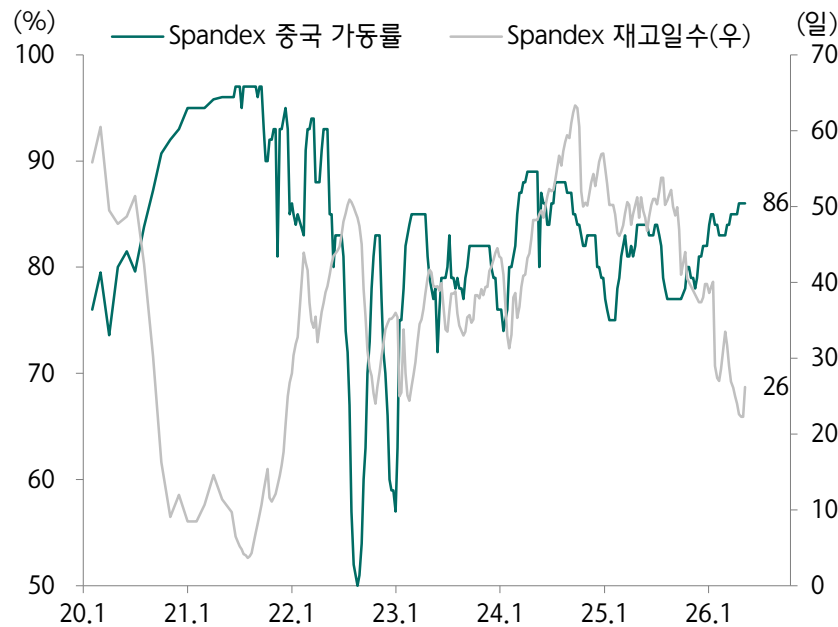


자료: Platts, 하나증권

## 2027년 구조적 턴어라운드 기대(2): 스판덱스

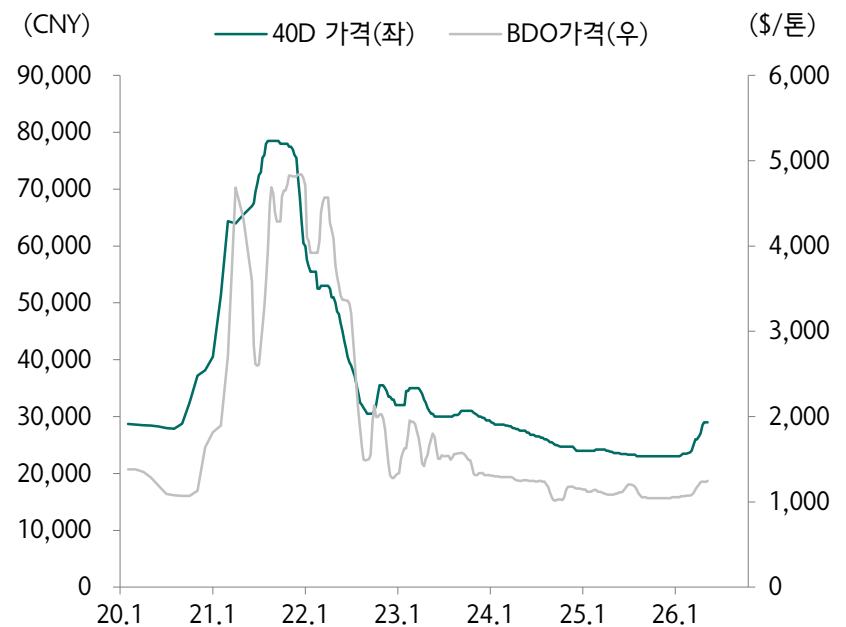
- 지난 4~5년 간에 걸친 중국 중심의 스판덱스 증설 종료 사이클 도래 vs. 수요는 매년 9~10% 증가
- 중국 스판덱스 재고 감소 뚜렷하며, 가동률은 90% 육박. 가격은 4년 만에 턴어라운드. 일부 경쟁사의 파산 등 공급 조절까지 확인
- 중장기 사이클 회복 예상. 또한, 스판덱스 원료는 석탄기반 BDO로 이란 전쟁 관련 수혜/피해에서 중립적

중국 스판덱스 재고는 대폭 감소 vs. 가동률은 86%까지 상향



자료: CCF, 하나증권

스판덱스 가격, 4년 만에 턴어라운드 시현 중



자료: CCF, Cischem, 하나증권

#### 4. [태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안

## OBBBA 법안 실시로 미국 태양광 모듈 가격 상승 중(1)

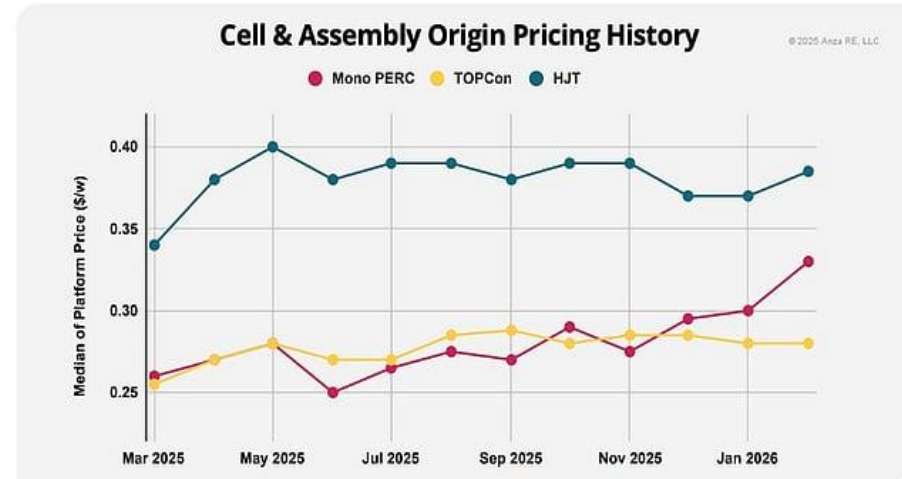
- 2월 미국 태양광 모듈 가격(중간가격)은 0.285\$/W로 YoY +10% 상승
- Mono PERC 모듈 가격은 2월 0.33\$/W로 YoY +20% 상승. 2026년 7/3일 ITC Safe Harbor 마감일 이전 공급 확보 수요 확대 영향
- 2026년 2/24일 First Solar의 TOPCon 특허 침해 주장에 따른 Section 337 조사 개시. TOPCon 수요 감소와 Mono PERC 가격 상승 기여

미국 태양광 모듈 가격은 상승 추세 진입



자료: ANZA, 하나증권

특히, Mono PERC 모듈 가격 YoY +20% 상승



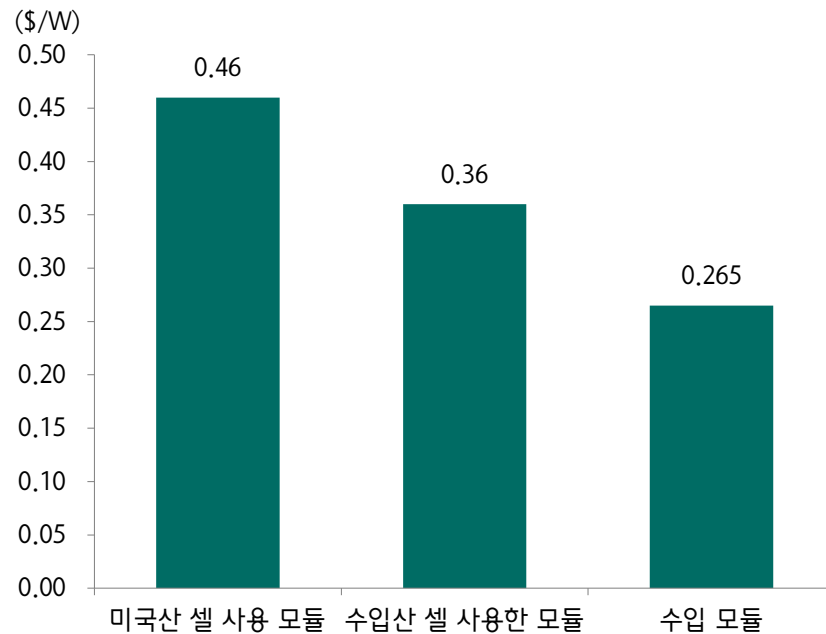
자료: ANZA, 하나증권

#### 4. [태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안

## OBBBA 법안 실시로 미국 태양광 모듈 가격 상승 중(2)

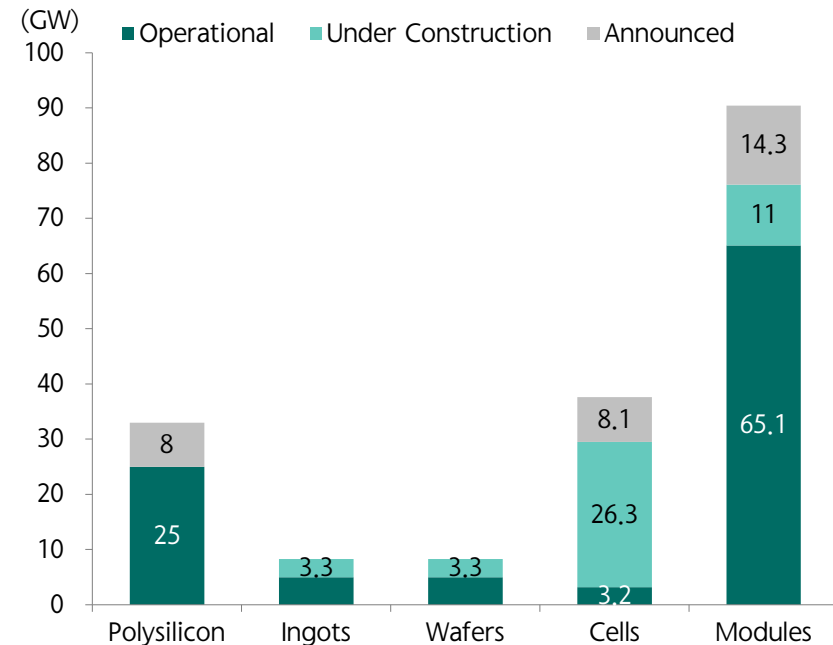
- 2026년 착공 기준 Non-PFE 원자재 사용 비율(MACR)은 태양광 기준 40%. 매년 5%씩 인상
- 즉, Non-FEOC/PFE 규정 강화에 따른 ITC/PTC 보조금 지급 제외 리스크 제거 및 DCA Adder 10% 수취를 위한 중국산 배제 가속화
- Sunrun은 1월 고객사에게 중국산 태양광 모듈 승인 배제 정책을 이미 통지한 바 있음. 이로 인해, 미국산 모듈 가격 프리미엄 확대 중

미국산 태양광 모듈의 상대적 프리미엄 확대 중



자료: ANZA, 하나증권

미국 내 태양광 잉곳/웨이퍼/셀 모두 부족. 공급망 구축된 업체 유리



자료: SEIA, 하나증권

#### 4. [태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안

## 이란 전쟁과 우주 태양광 전쟁으로 수요의 Upside가 열렸다

- 이란 전쟁에 따른 중동 데이터센터 설립 계획 무산 중. 급격히 미국으로 유턴 중. 우주 태양광 전쟁도 수요의 Upside Potential
- NextEra Energy CEO, “태양광+ESS+Gas Generation은 12~18개월이면 설치 가능”  
“초기에는 태양광+ESS로 시작, 후속으로 Gas Generator를 붙여 최종적으로 4~5GW 급으로 확장 가능”

이란 전쟁으로 중동 데이터센터 설립 계획 무산. 미국으로 유턴

### Major data center company pauses investment decisions in Middle East amid Iran war, CEO tells CNBC

PUBLISHED WED, APR 29 2026-1:00 AM EDT | UPDATED WED, APR 29 2026-3:04 AM EDT



Kai Nicol-Schwarz  
@INIKAINS



Sawdah Bhaimiya

SHARE

Listen 3min | 15 | 00:00 03:42

#### KEY POINTS

- Pure Data Center Group has paused investment decisions in data center projects in the Middle East amid the Iran war, CEO Gary Wojtaszek told CNBC.

자료: CNBC, 하나증권

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

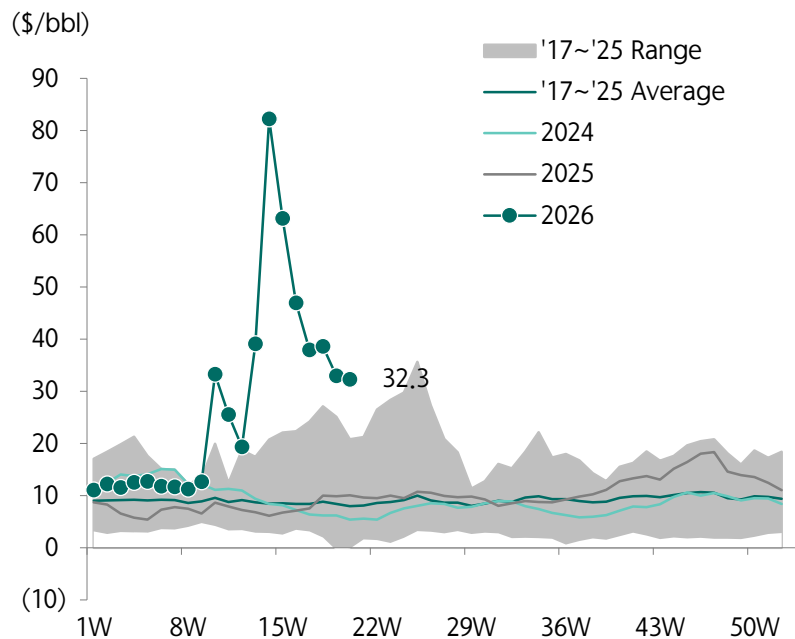


자료: S&P Global, 하나증권

# S-Oil(010950) | BUY | TP 130,000원 | CP(5월21일) 107,300원

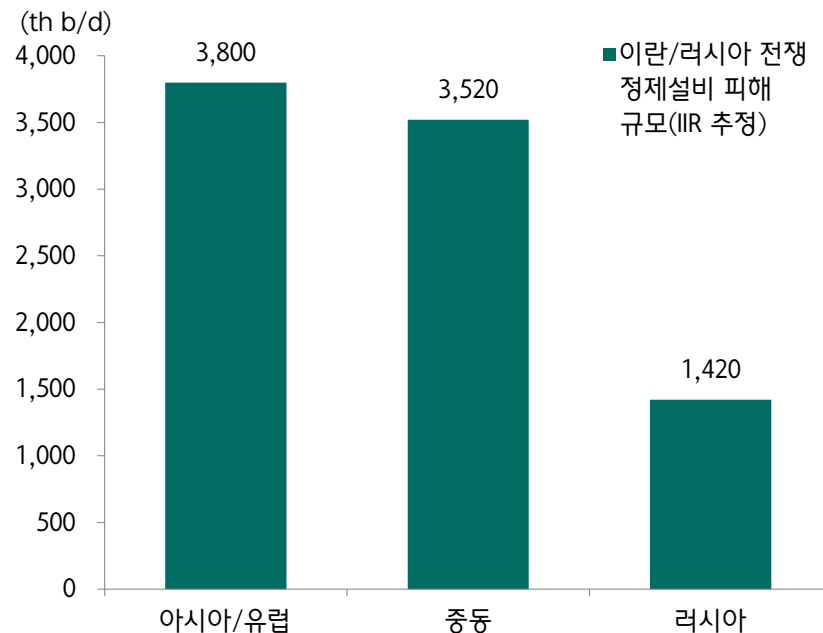
- 단기 유가 변동성 이후, 중장기 호황기 진입 전망. 글로벌 정제설비 부족 현상과 한국 정유사의 에너지 안보 가치 부각 때문
- 아시아의 원유 조달처 다변화 및 UAE의 OPEC 탈퇴 및 미국의 원유 시장 재편 의지 등 감안 시 중동의 가격 결정력 약화 구간 진입
- 중동의 설비 타격 및 일부 아시아 NCC의 구조조정 가속화로 샤토티의 가치 또한 부각될 전망

단기 정제마진 조정 이후 중장기 강세 지속 전망



자료: Petronet, 하나증권

중동/러시아 정제설비 타격 규모 글로벌의 약 5%에 해당



자료: Reuters, 하나증권

# S-Oil(010950) | BUY | TP 130,000원 | CP(5월21일) 107,300원

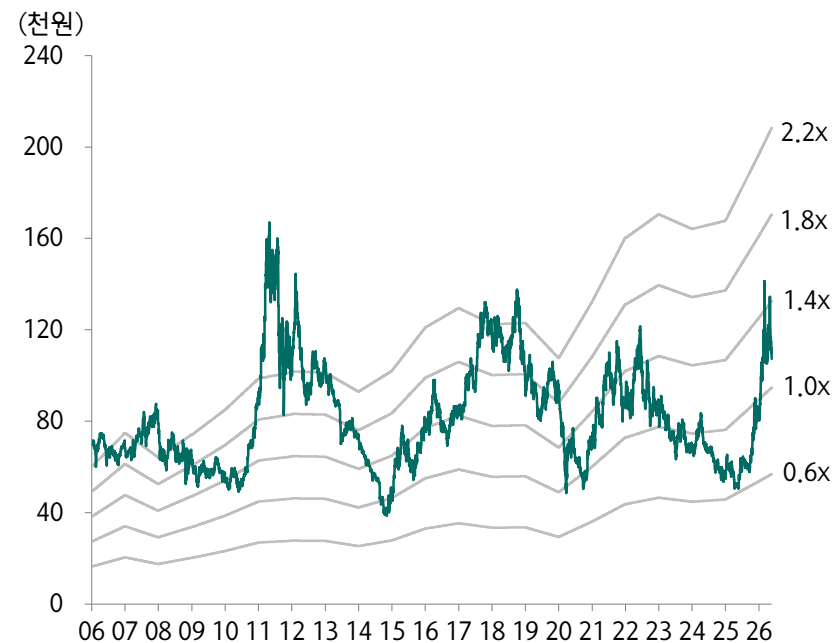
- 영업이익 2026년 2.7조원(YoY +1,046%) → 2027년 2.9조원(YoY +8%)으로 개선 전망. 샤프인 P의 추정치 미반영
- 2026년 유가/OSP 급변동 효과 및 내수 가격 상한제 등 부정적 요인 제거. OSP 안정화 등으로 2027년 더욱 높은 이익 창출할 전망
- 현 주가는 2027년 기준 PER 6.3배에 불과해 절대 저평가. 2027년부터 배당 매력도 또한 대폭 상향될 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024     | 2025     | 2026F    | 2027F    |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액  | 36,637.0 | 34,247.0 | 40,139.7 | 32,051.2 |
| 영업이익 | 422.2    | 235.6    | 2,700.3  | 2,916.1  |
| 순이익  | (193.0)  | 177.0    | 1,636.1  | 2,030.7  |
| 증감률  | 적전       | 흑전       | 824.3    | 24.1     |
| PER  | (33.09)  | 54.68    | 7.90     | 6.36     |
| PBR  | 0.73     | 1.09     | 1.24     | 1.07     |
| ROE  | (2.18)   | 2.01     | 16.94    | 18.10    |
| DPS  | 125      | 330      | 2,750    | 4,500    |

자료: 하나증권

S-Oil 12M Fwd PBR 밴드 차트



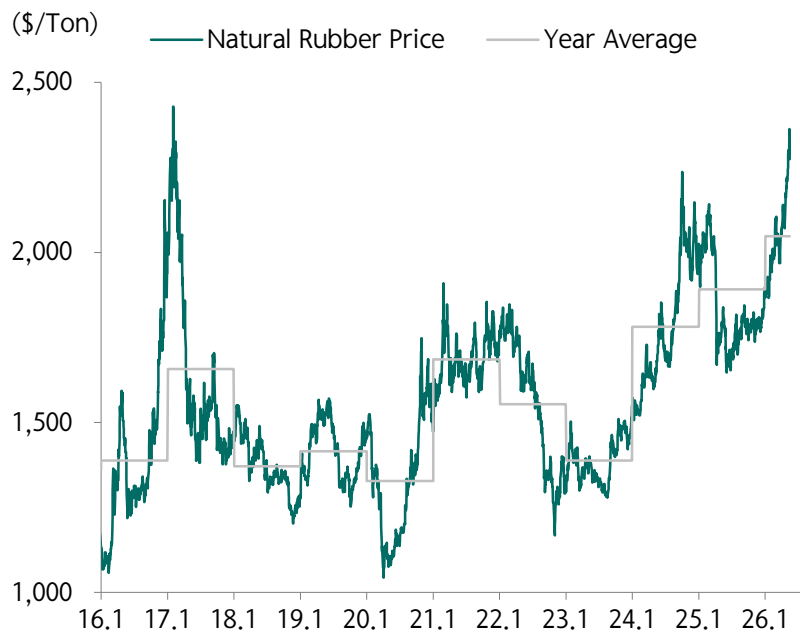
자료: 하나증권

## 5. Top Picks

# 금호석유화학(011780) | BUY | TP 180,000원 | CP(5월21일) 140,500원

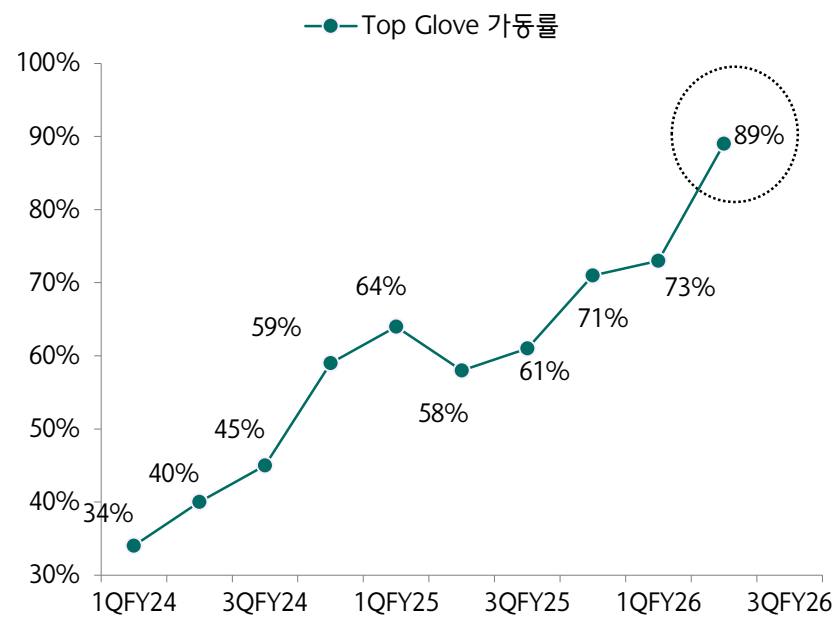
- 2026~27년 합성고무 사이클 본격 턴어라운드 전망. 천연고무 10년 래 최대 & 글로벌 장갑 재고 소진에 따른 전방 가동률 상향 덕분
- 글로벌 장갑 재고 소진에 따라 NB Latex는 부타디엔 조정에도 가격 초강세. Spot 마진 또한 대폭 개선
- 지분법이익 또한 사상 최대치 도전. 글로벌 LNG 보냉재 사이클 도래로 금호미쓰이화학의 MDI의 이익 기여도 확대 예상되기 때문

천연고무 가격 10년 래 최대치



자료: MRE, 하나증권

글로벌 No.1 장갑업체 Top Glove 가동률 90% 육박



자료: Top Glove, 하나증권

## 5. Top Picks

# 금호석유화학(011780) | BUY | TP 180,000원 | CP(5월21일) 140,500원

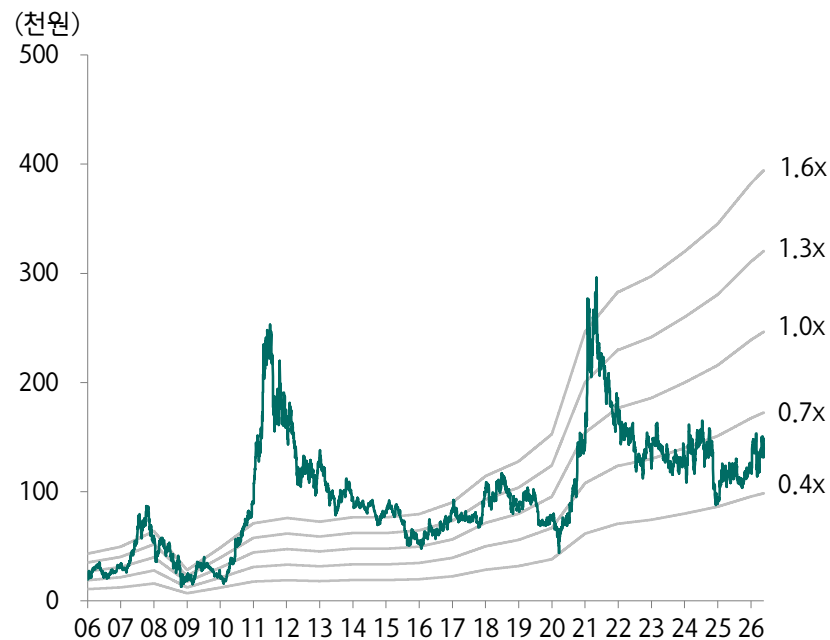
- 영업이익 2026년 4.7천억원(YoY +71%) → 2027년 5.7천억원(YoY +21%) 개선 전망. 합성고무 사이클 턴어라운드 영향
- 2026~27년 지배순익은 영업이익보다 높을 것. 지분법이익 호조와 순현금 전환 덕분
- 현 주가는 2027년 기준 PER 6.6배에 불과. 순현금 전환에 따른 배당 확대 가능성과 자사주 소각 가능성 감안 시 절대 저평가

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 7,155.0 | 6,915.1 | 7,507.5 | 6,500.0 |
| 영업이익 | 272.8   | 271.8   | 465.9   | 565.3   |
| 순이익  | 348.6   | 290.9   | 506.3   | 590.7   |
| 증감률  | (22.0)  | (16.6)  | 74.1    | 16.7    |
| PER  | 8.00    | 12.26   | 7.36    | 6.27    |
| PBR  | 0.45    | 0.56    | 0.55    | 0.51    |
| ROE  | 5.88    | 4.74    | 7.82    | 8.46    |
| DPS  | 2,200   | 1,700   | 1,700   | 1,700   |

자료: 하나증권

금호석유화학 12M Fwd PBR 밴드 차트



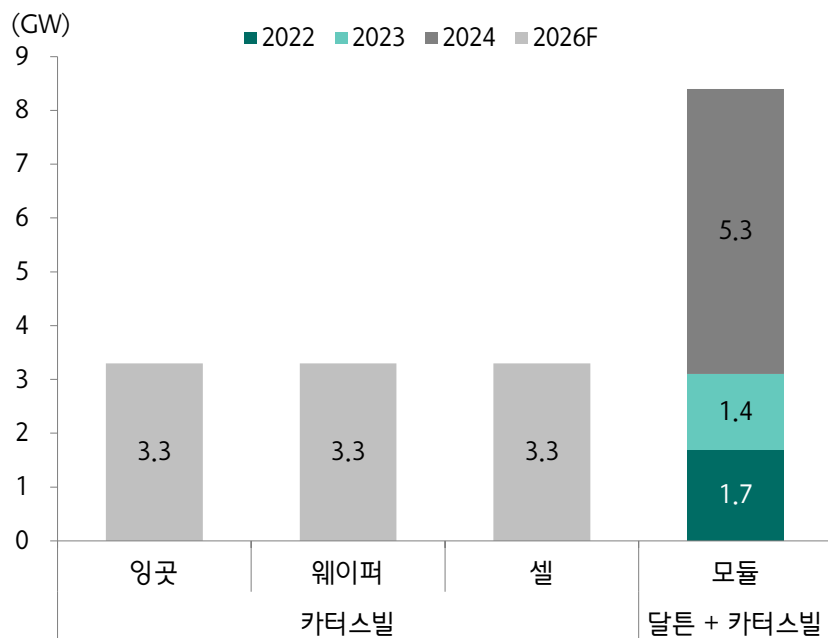
자료: 하나증권

## 5. Top Picks

# 한화솔루션(009830) | BUY | TP 60,000원 | CP(5월21일) 40,600원

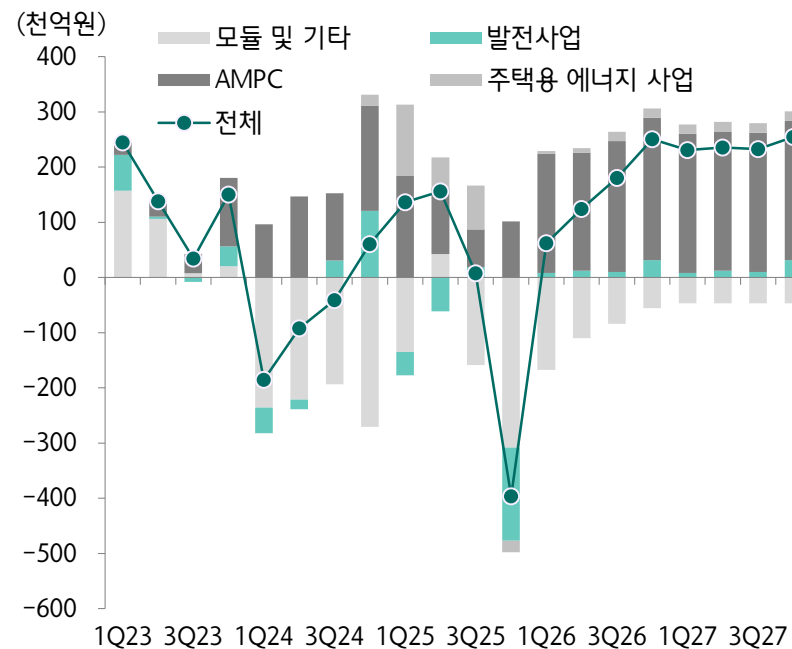
- 2026년부터 본격 시행된 Non-PFE 규정 및 DCA Adder 10% 규정 등에 따라 고객의 중국산 모듈 배제 움직임 본격화
- 실제, 미국 내 모듈 판가 상향이 포착되고 있으며, 미국산 모듈에 대한 상대적 프리미엄도 동반 확인
- 2026년 하반기 카터스빌 3.3GW 수직계열화도 판가 상향 요인. 1Q26부터 신재생 사업의 본격적인 턴어라운드 시작

2026년 하반기 카터스빌 3.3GW 수직계열화 완성



자료: 한화솔루션, 하나증권

1Q26부터 신재생 사업부 실적 본격 턴어라운드 예상



자료: 한화솔루션, 하나증권

## 5. Top Picks

# 한화솔루션(009830) | BUY | TP 60,000원 | CP(5월21일) 40,600원

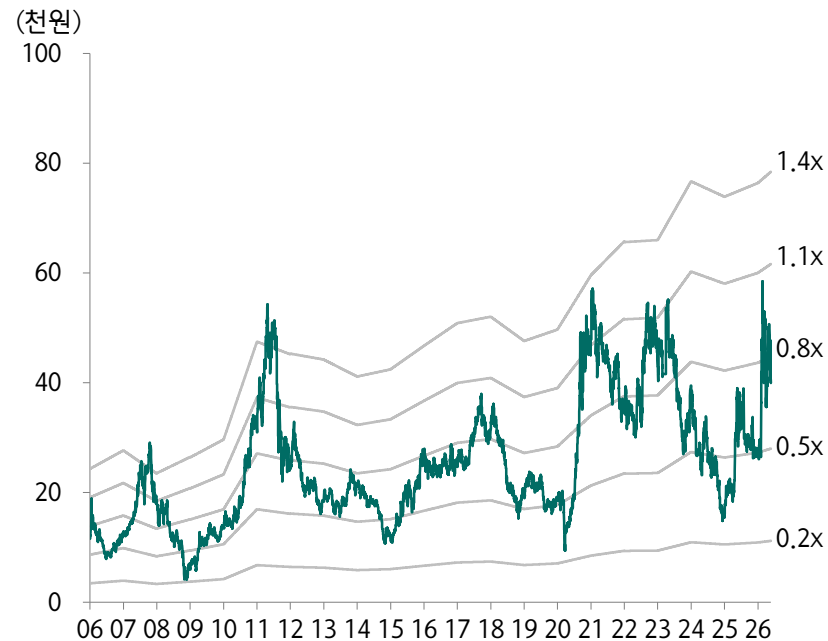
- 영업이익 2026년 7.6천억원(YoY 흑전) → 2027년 1.16조원(YoY +52%)으로 개선 전망
- 태양광 모듈 판가 상향에 따른 신재생 사업부의 영업이익 2026년 6.2천억원 → 2027년 9.5천억원으로 개선되기 때문
- 현 주가는 2027년 기준 EV/EBITDA 11.2배. 미국 에너지 안보 측면에서 중국 태양광 업체(11배) 대비 높은 밸류에이션 정당

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2024      | 2025     | 2026F    | 2027F    |
|------|-----------|----------|----------|----------|
| 매출액  | 12,394.0  | 13,333.1 | 17,277.5 | 17,786.8 |
| 영업이익 | (300.2)   | (364.8)  | 762.7    | 1,161.5  |
| 순이익  | (1,404.4) | (650.4)  | 312.5    | 655.7    |
| 증감률  | 적지        | 적지       | 흑전       | 109.82   |
| PER  | (2.00)    | (7.19)   | 22.31    | 10.63    |
| PBR  | 0.29      | 0.51     | 0.73     | 0.68     |
| ROE  | (15.99)   | (7.01)   | 3.38     | 6.73     |
| DPS  | 300       | 0        | 0        | 0        |

자료: 하나증권

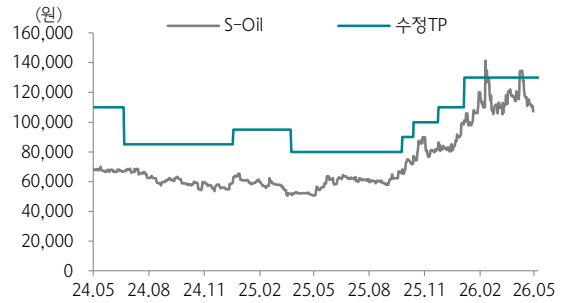
한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

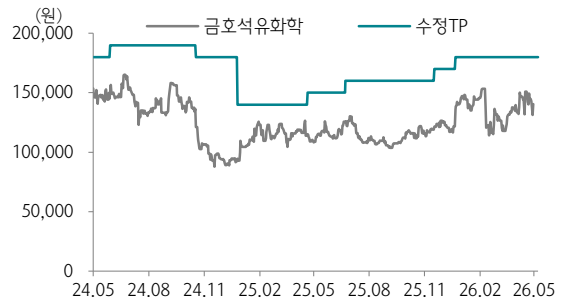
S-Oil



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 26.1.27  | BUY  | 130,000 |         |         |
| 25.12.15 | BUY  | 110,000 | -21.31% | -9.55%  |
| 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% |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

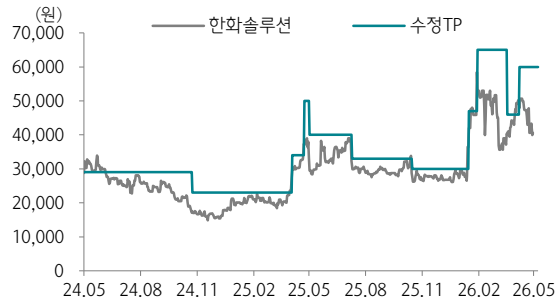
금호석유화학



| 날짜      | 투자의견  | 목표주가    | 괴리율     |         |
|---------|-------|---------|---------|---------|
|         |       |         | 평균      | 최고/최저   |
| 26.1.12 | BUY   | 180,000 |         |         |
| 25.12.8 | BUY   | 170,000 | -28.32% | -25.65% |
| 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% |
| 24.5.22 | 1년 경과 |         | -       | -       |
| 23.5.22 | BUY   | 180,000 | -27.56% | -10.28% |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 한화솔루션



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|---------|--------|---------|---------|
|          |         |        | 평균      | 최고/최저   |
| 26.4.29  | BUY     | 60,000 |         |         |
| 26.4.9   | BUY     | 46,000 | -2.17%  | 9.13%   |
| 26.2.20  | BUY     | 65,000 | -30.06% | -18.46% |
| 26.2.6   | BUY     | 47,000 | 4.34%   | 24.47%  |
| 25.11.6  | Neutral | 30,000 | -6.95%  | 21.50%  |
| 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%  |

## Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 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 2026년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 | 97.25%  | 2.75%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2026년 05월 23일