



에너지/화학 Overweight

K-Energy

재평가의 서막



2026.5.26

에너지/화학 윤재성 js.yoon@hanafn.com

RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권

에너지/화학 Overweight

K-Energy, 재평가의 서막

Summary

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

Top-Picks

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월21일)
S-Oil(010950)	BUY	130,000원	107,300원
금호석유화학(011780)	BUY	180,000원	140,500원
한화솔루션(009830)	BUY	60,000원	40,600원

목차

1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적 변화	3
1) 아시아의 중동 원유 의존도 축소 의지	3
2) OPEC의 균열과 Non-OPEC의 부상	4
3) WTI-Dubai의 재역전 예상. 밸류에이션 확대의 근거가 될 것	8
2. [정유] K-Oil, 글로벌 제품 시장의 Swing Producer	9
1) 2H26 이후로도 지속될 정체마진 호황	9
2) 극도로 축소된 글로벌 석유제품 재고	10
3) 글로벌 에너지 안보를 책임지는 한국 정유사	12
4) 다만, 일시적 실적 조정은 불가피	13
3. [석유화학] 구조적 턴어라운드 업체 선별 투자 필요	14
1) 중국 3~4월 석유화학 제품 수출 급증	14
2) 구조적 턴어라운드 가능한 업체를 선별 투자	16
4. [태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안	26
1) 미국 태양광 모듈 평가 상승	26
2) 태양광을 보는 새로운 기준 '수요'. 중국 규제 완화 우려는 과도	28
Top-Picks	30
S-Oil(010950)	31
금호석유화학(011780)	34
한화솔루션(009830)	37

2026년 5월 26일 | 산업분석 Industry In-depth

Overweight

Top Picks

*CP 2026년 5월 21일

S-Oil(010950)

BUY | TP 130,000원 | CP 107,300원

금호석유화학(011780)

BUY | TP 180,000원 | CP 140,500원

한화솔루션(009830)

BUY | TP 60,000원 | CP 40,600원

에너지/화학

K-Energy, 재평가의 서막

[원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적 변화

호르무즈 사태를 계기로 아시아의 중동 원유 의존도 축소가 현실화되고 있으며, 이는 향후 설비 개조 등을 통해 구조적으로 고착화 될 가능성이 높다. 게다가, OPEC은 UAE의 탈퇴를 계기로 균열이 발생하기 시작했으며, 트럼프의 Energy Dominance 강화 의지를 감안하면 베네수엘라의 탈퇴 가능성도 상존한다. 최근 트럼프의 베네수엘라 51번째 주 편입 발언이 'OPEC 균열 가속화 vs. 미국 에너지 패권 강화 전략'의 암시이기도 하기 때문이다. 향후 원유 생산량 확대 지역이 Non-OPEC인 브라질/서아프리카/남미 중심이라는 점도 중장기 중동 산유국의 가격 결정력 약화 요소다. 한국 정유/석유화학 업체는 중동 산유국의 균열 과정에서 다양한 선택지가 생겨나며 과거 대비 저렴한 원유 조달이 가능해질 것이다. 이는 과거 미국의 사례에서 봤던 것과 같은 Valuation Re-rating의 트리거가 될 전망이다.

[정유] K-Oil, 글로벌 제품 시장의 Swing Producer / Top Pick S-Oil

글로벌 No.5 정제설비 규모를 갖춘 한국은 1~4위 국가와는 달리 수출 비중이 50~60%에 달해 이번 공급난의 안정적 조달처이자 핵심 Swing Producer로 자리매김했다. 이는 미국/호주 등 산유국이 원유/가스의 안정적 공급을 조건으로 내세울 수 밖에 없는 협상 카드로 위력을 발휘하고 있다. 중동/러시아의 설비 타격과 재가동 시점의 불확실성을 감안하면 2H26에도 높은 정제마진은 지속될 가능성이 높으며, 이는 2027~28년까지 이어질 것이다. 사한PI 기대감과 높은 이익, 배당 수익률이 가능한 S-Oil을 Top Pick으로 제시한다.

[석유화학] 구조적 턴어라운드 업체 선별 투자 필요 / Top Pick 금호석유화학

중동 설비의 타격에도 불구하고, 중국 석탄화학/ECC의 수익성이 대폭 개선되면서 일부 제품군을 중심으로 중국의 3~4월 수출량이 급증했다. PE, MEG, PVC/가성소다가 대표적이며, 해당 제품군은 전반적으로 마진 압박을 받고 있는 상황이다. 2H26에는 이와 무관한 밸류체인인 합성고무/스판덱스/에폭시/MDI 등을 유망한 제품군으로 평가한다. BD 가격 급락에도 불구하고, 견조한 NBL, SBR/BR 마진을 시현 중인 금호석유화학이 Top Pick이다.

[태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안 / Top Pick 한화솔루션

미국 태양광 모듈 가격이 상승하기 시작했다. 미국 주요 설치업체들이 ITC/PTC 세액공제를 수취하기 위해서는 Non-PFE 규정 및 MACR 비율(40%) 등을 준수해야 하는데, 이 과정에서 리스크를 회피하기 위해 중국산 모듈이 승인 대상 목록에서 제외되었기 때문이다. 이 과정에서 미국 내 공급망을 구축하고 있는 한국 태양광 업체들의 제품이 프리미엄을 받고 있는 것이다. 태양광은 당장 미국의 전력 부족을 해결할 수 있는 현실적 대안이다. 해당 관점에서 향후 가치 재평가가 이뤄질 수 있는 한화솔루션이 Top Pick이다.



Analyst 윤재형 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

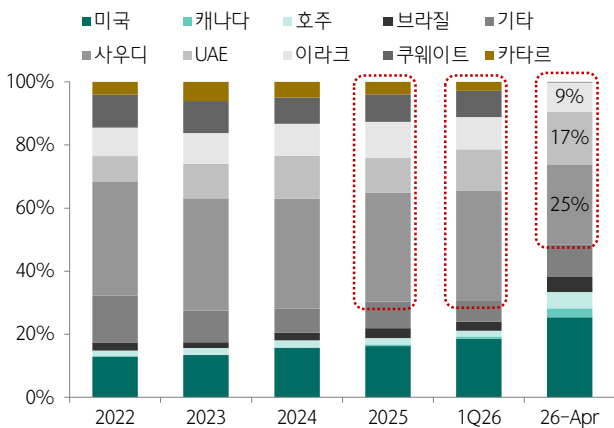
1. [원유] 에너지 패권 재편과 K-Energy의 구조적 변화

1) 아시아의 중동 원유 의존도 축소 의지

아시아 국가의 중동 원유 의존도 축소 움직임 활발

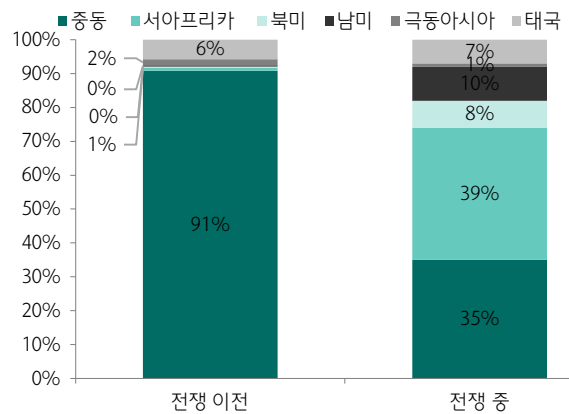
이번 호르무즈 사태에 따른 원료 조달 리스크를 회피하기 위해 아시아 국가들은 빠른 속도로 원유 도입선의 다변화를 추진 중이다. 한국의 중동 원유 수입 비중은 과거 70%에서 현재 50% 수준으로 20%p 하락했다. 반면, 미국(15%→25%), 호주(2%→5%), 브라질(2%→5%), 캐나다(0%→3%) 등으로부터 수입을 늘렸다. 태국 정유업체인 Thai Oil은 전쟁 이전 중동 의존도가 90%를 상회했으나, 전쟁 이후 이를 35%로 낮추는 반면, 서아프리카/남미 비중을 각각 40%/10%까지 확대했다. 즉, 아시아 업체들은 중동 중질/고유황 원유의 직접적인 대체재로 서아프리카산을 쓰는 것은 아니지만, 나이지리아 경질유와 앙골라 및 기타 중질유를 조합해 설비가 감당할 수 있는 근사치의 원유 슬레이트를 만드는 방식으로 대응 중인 것이다. 중장기적으로 아시아 정유업체들은 정부 지원 등에 기반한 설비 개조를 통해 중동산 원유 도입 비축을 축소할 가능성이 높다.

도표 1. 한국의 국가별 원유 도입 지역 변화 추이



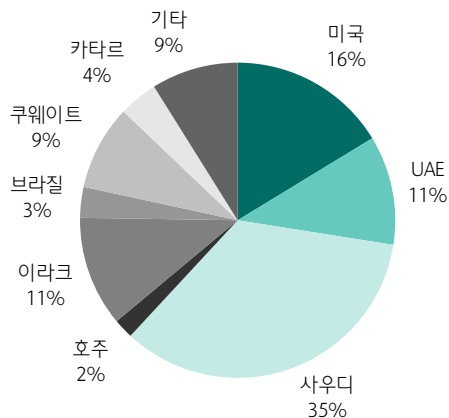
자료: TRASS, 하나증권

도표 2. 태국 Thai Oil의 원유 도입 구성 변화



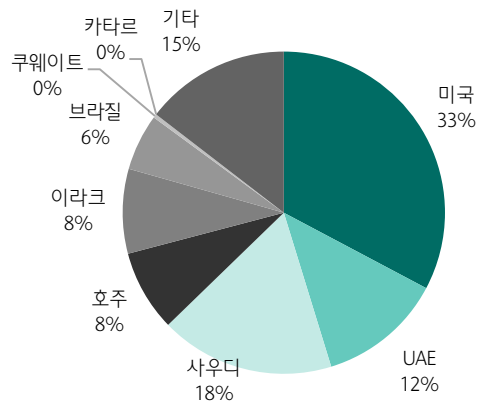
자료: Thai Oil, 하나증권

도표 3. 한국의 국가별 원유 도입 비중(2025년 기준)



자료: TRASS, 하나증권

도표 4. 한국의 국가별 원유 도입 비중(2026년 4월 기준)



자료: TRASS, 하나증권

2) OPEC의 균열과 Non-OPEC의 부상

OPEC의 가격 결정력 약화될 전망

글로벌 원유 시장에서 OPEC의 가격 결정력은 구조적으로 약화되는 국면에 진입할 것으로 판단한다. UAE의 탈퇴 등으로 내부 결속력은 약화되기 시작했고, 신규 투자와 증산의 핵심은 Non-OPEC 국가가 주도하기 때문이다.

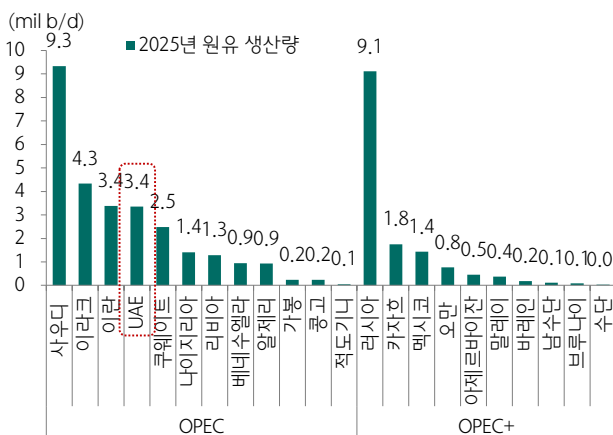
OPEC의 균열은 이미 시작

OPEC 균열은 이미 시작되었다. 앙골라는 생산 쿼터에 대한 불만으로 2024년 OPEC을 떠났고, UAE 역시 2026년 5월 OPEC과 OPEC+에서 탈퇴했다. 중동 내 실질적 3위 생산국인 UAE는 원유 생산능력 확대에 대규모 투자를 해온 걸프 핵심 산유국이기엔 충격은 더 컸다. 향후 미국의 입김으로 베네수엘라의 OPEC 탈퇴까지 현실화될 가능성도 부인할 수 없다. 최근 트럼프가 최근 글로벌 원유 매장량 No.1 베네수엘라를 '51번째 주'로 편입할 계획을 밝히며 원유 시장에서의 입지 강화를 노리고 있기 때문이다. 실제, 경질유인 미국 원유를 초중질유인 베네수엘라/캐나다 원유 등을 블렌딩하면 중동산 대체가 가능하다. 즉, 트럼프의 전통 에너지 중심의 'Energy Dominance' 전략이 원유 시장에서 이미 구체화되기 시작했으며, 이는 결국 OPEC의 균열 가능성을 가속화시키는 요인이 될 가능성이 높다.

향후 글로벌 원유 생산량 확대는 Non-OPEC 중심

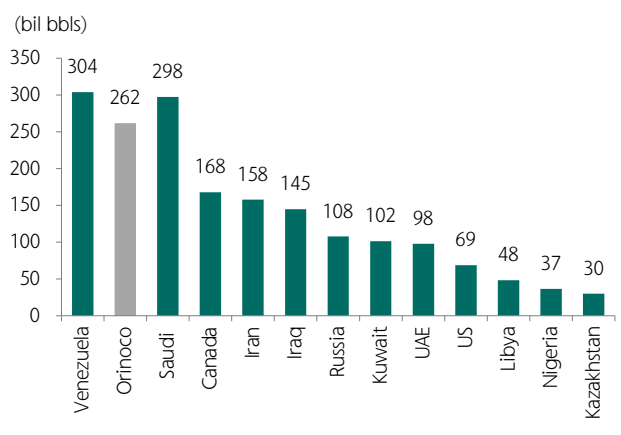
향후 원유 생산량 확대는 Non-OPEC 국가인 브라질 Pre-Salt, 캐나다 Oil Sand, 가이아나의 심해유전, 아르헨티나, 나미비아 해상유전 등이 주도할 전망이다. 미국 Shale Boom 종료에 따라 북미/유럽계 Oil Major 생산 확대의 주요 무대가 앞서 언급한 지역으로 확장되고 있기 때문이다. 즉, 향후 원유 시장 생산량 확대의 핵심 축은 중동에서 남미/아프리카 등으로 이동하고 있다. 특히, 최근 태평양을 통해 10일이면 아시아에 도달할 수 있는 캐나다와 알래스카도 관심 지역이다. 특히, 2024년 5월 가동된 캐나다 TMX(Trans Mountain Expansion) 파이프라인은 앨버타 원유를 밴쿠버 항으로 연결해 아시아 향 수출을 가능하게 했고, 이로 인해 중국은 미국 다음으로 큰 캐나다 원유 수입상대국으로 등극했다. 알래스카 원유도 같은 맥락이다. Alaska North Slope(ANS) 원유도 중동 리스크가 커질수록 아시아 정유사에 더 매력적인 대안이 된다.

도표 5. 2025년 기준 국가별 원유 생산량



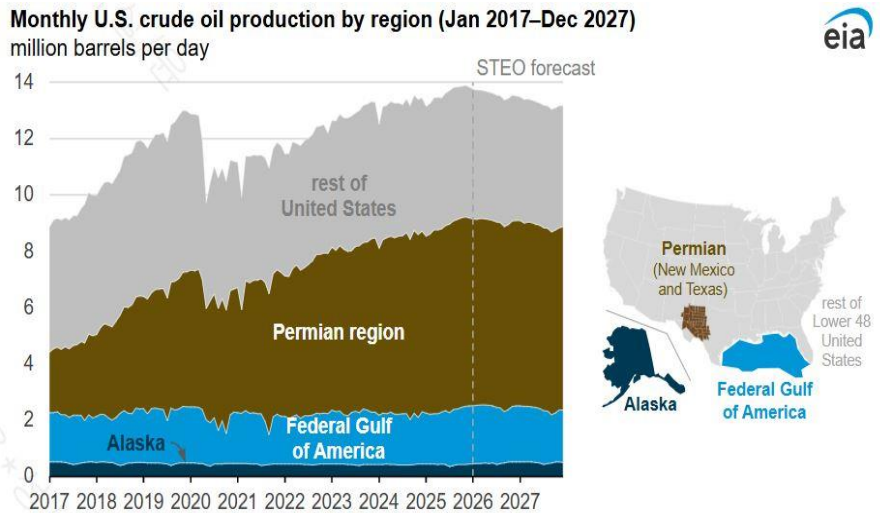
자료: E, 하나증권

도표 6. 국가별 원유 매장량 비교



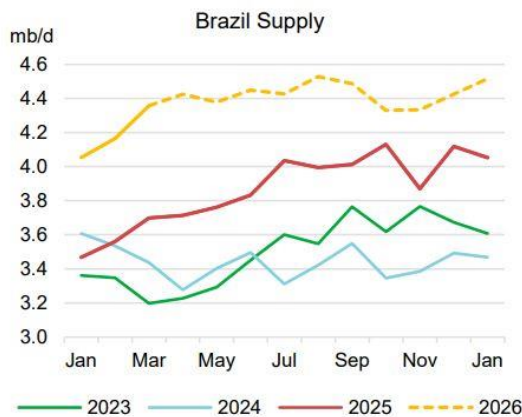
자료: E, 하나증권

도표 7. 미국 Shale Boom은 Peak Out을 향해 가는 중



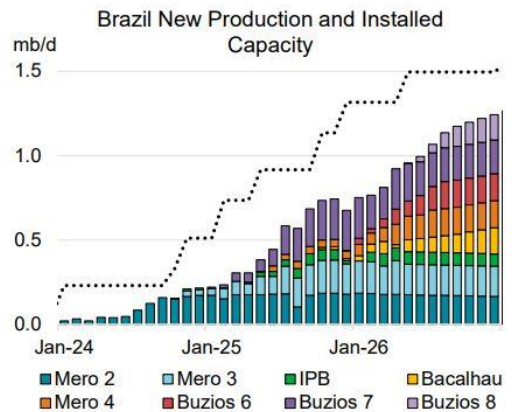
자료: IEA, 하나증권

도표 8. 브라질 원유 생산량 추이



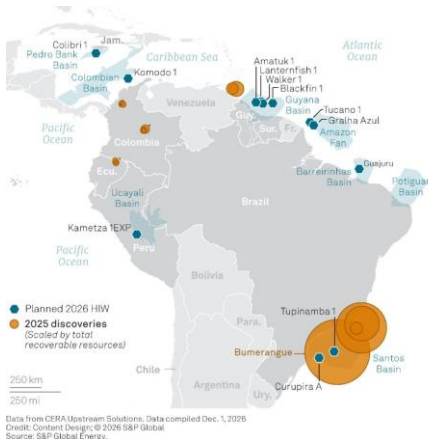
자료: IEA, 하나증권

도표 9. 브라질 원유 생산량과 생산 설비 규모 전망



자료: IEA, 하나증권

도표 10. 라틴아메리카는 2025년 발견 매장량의 38%. 브라질이 핵심



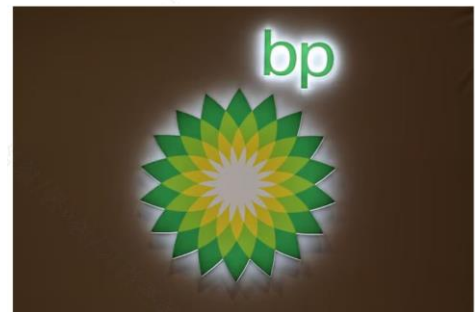
자료: S&P Global, 하나증권

도표 11. BP, 브라질 유전 25년 래 최대 석유/가스 매장지로 평가

BP hails Brazil block as its largest global oil and gas find in 25 years

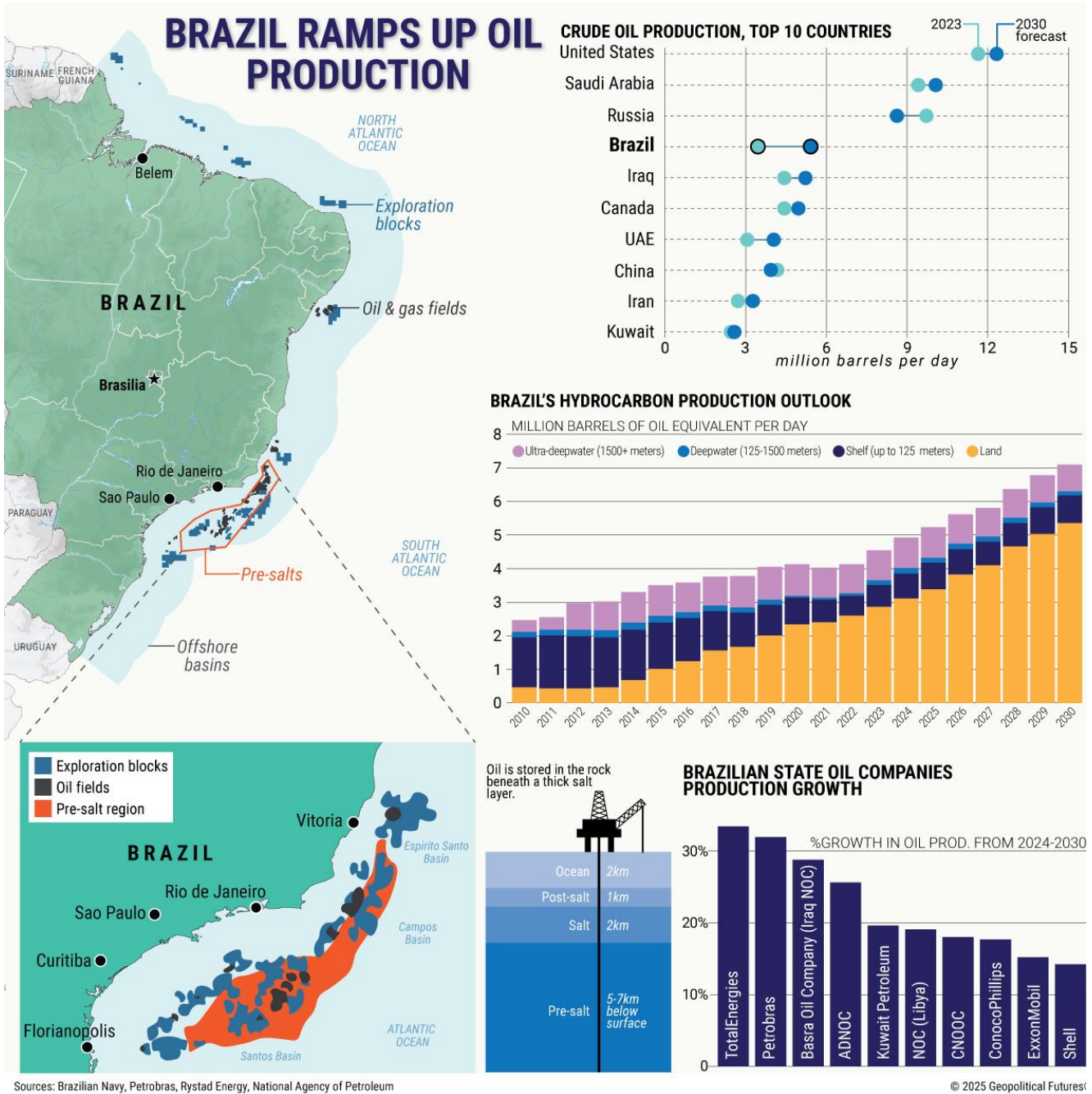
By Shadia Nasralla and Yadarisa Shabong

August 5, 2025 4:57 AM GMT+9 • Updated August 5, 2025



자료: Reuters, 하나증권

도표 12. 브라질 원유 시장 한 눈에 보기



자료: Geopolitical Futures, 하나증권

도표 13. ExxonMobil, 2025~27년 나이지리아 심해 Usan 15억\$ 투자

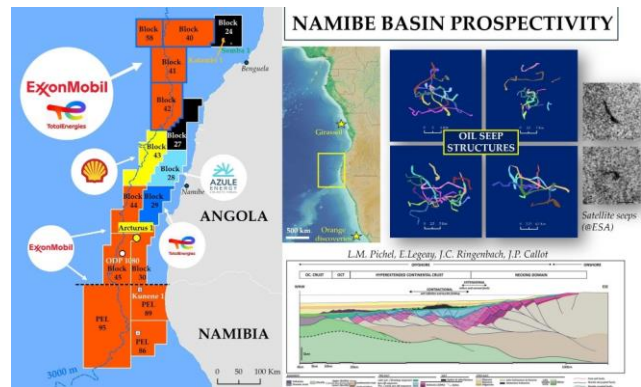
Exxon plans \$1.5 billion investment in Nigerian oilfield

By Isaac Anyaogu
May 8, 2025 12:12 AM GMT+9 · Updated May 8, 2025



자료: Reuters, 하나증권

도표 14. 앙골라/나미비아에 진출한 Exxon, Total, Shell



자료: Satellite Oil Seeps, 하나증권

도표 15. Trans Mountain 규모 확장을 위한 입찰 시작

Trans Mountain launches bidding process to add capacity

By Reuters
March 26, 2026 12:00 AM GMT+9 · Updated March 26, 2026



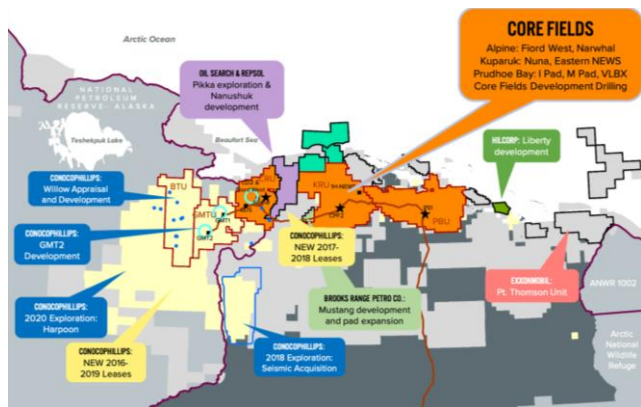
자료: Reuters, 하나증권

도표 16. 베네수엘라 여권 주자인 마차도의 베네수엘라 자원 개발 독려



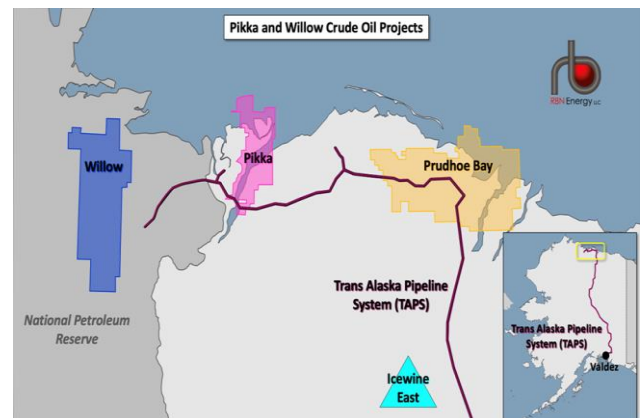
자료: S&P Global, 하나증권

도표 17. 알래스카 내 주요 프로젝트 현황



자료: Alaska Oil&Gas Association, 하나증권

도표 18. 알래스카 Pikka 프로젝트, 5/17일 최초 생산 시작



자료: RBN, 하나증권

3) WTI-Dubai의 재역전 예상. 밸류에이션 확대의 근거가 될 것

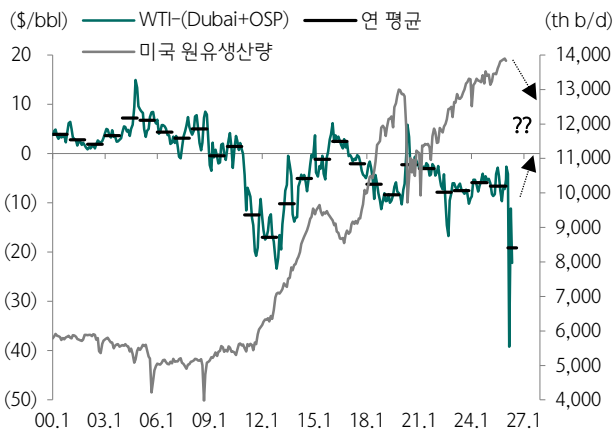
WTI-Dubai의 역전,
미국 정유/화학업체
Re-rating의 근거

미국 Shale Boom이 지배한 지난 15년 간 WTI는 Dubai 대비 약 6\$ 가량 저렴하게 거래되면서, 미국 정유/석유화학 업체의 원가 경쟁력 및 밸류에이션 확대의 근거가 된 바 있다. 2027년 기준 PBR은 Marathon Petroleum 3.8배, Valero 2.7배, Phillips 66 1.9배 등으로 2~4배 사이에서 거래 중이다. 반면, 아시아 정유사는 대부분 PBR 0.5~1배에서 거래되고 있다. 이러한 밸류에이션 차이의 근본 원인은 미국의 Shale Boom에 따른 저렴한 원유 사용에 따른 원가 경쟁력에 기인한다.

WTI-Dubai 재역전 전망
한국 정유/화학의
Re-rating 근거

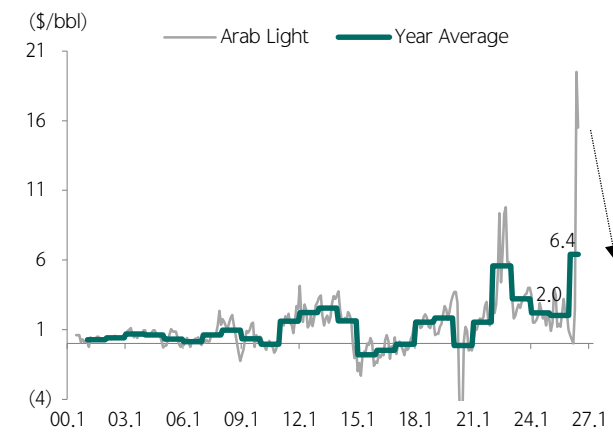
하지만, 호르무즈 정상화 이후에는 WTI-Dubai 간의 재역전이 약 15~16년 만에 나타날 가능성이 높다. 우선, 경제성 높은 유전들은 이미 개발되면서 Shale Boom이 종료되는 국면에 들어갔다. 게다가 OPEC의 균열과 Non-OPEC의 부상, 아시아 정유사의 원유 도입처 다변화 의지가 결합되면서 중동의 가격 결정력이 약해질 것이기 때문이다. 이는 결국 사우디가 결정하는 OSP의 약세를 유발할 것이고, 결국 아시아 정유사는 벤치마크보다 저렴한 가격으로 원유를 조달할 수 있게 된다. 한국(아시아) 정유사의 원유 선택지 확대는 원가 조달 상의 구조적 이점으로 귀결될 것이고, 이는 결국 과거 Shale Boom에 따른 미국 정유/석유화학 업체의 구조적인 Re-rating 사례가 한국에서도 재현될 수 있는 근거가 될 것이다.

도표 19. WTI-Dubai의 가격 재역전 현상 발생할 것



자료: Reuters, 하나증권

도표 20. 중장기적으로 아시아 OSP는 하향 안정화 될 것



자료: S&P Global, 하나증권

도표 21. 글로벌 정유사 간 PBR 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

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

1) 2H26 이후로도 지속될 정제마진 호황

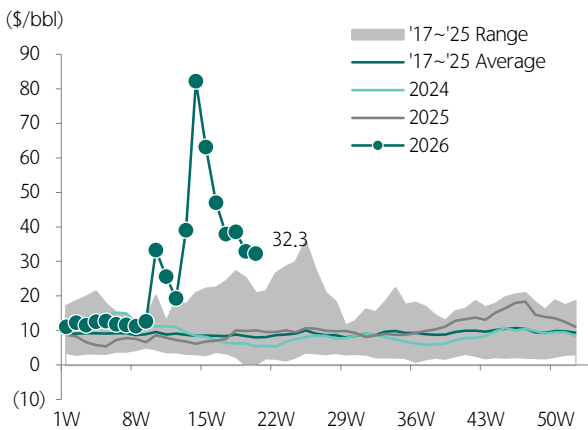
정제마진 15~20\$ 예상

10~11\$/bbl을 기록했던 아시아 정제마진은 전쟁 직후 역사적 최고 수준인 90\$/bbl까지 일시적으로 급등하면서 극도의 공급 부족 현상을 반증했다. 단기에 발생했던 급박한 구매 수요가 높은 가격에 따른 구매 저항으로 반전되면서 정제마진은 조정 국면에 진입했으나, 구조적으로 제한된 증설과 중동/러시아의 정제설비 타격 등을 감안하면 2H26 이후로도 높은 수준에서 유지될 가능성이 높다. 하나증권은 호르무즈 재개방 이후 정제마진을 전쟁 이전 10~11\$/bbl보다 높은 15~20\$/bbl 수준으로 추정한다.

증설 제한적이며
중동/러시아 설비
타격 5% 해당

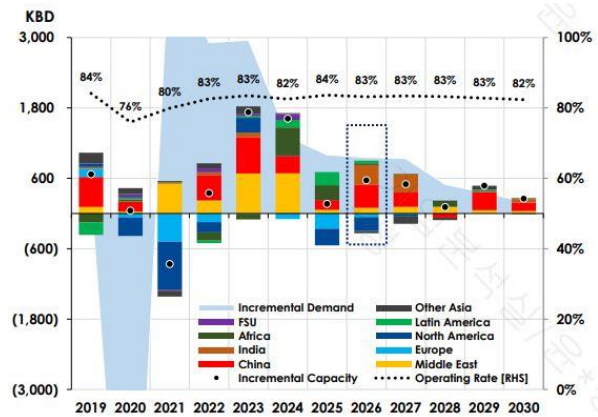
2026~27년 글로벌 정제설비 순증설은 각각 60만b/d 수준으로 연간 약 0.6% 수준에 불과하다. 반면, 이란 전쟁에 따른 정제설비 피해 규모는 아시아/유럽(380만b/d), 중동(352만b/d), 러시아(142만b/d)로 글로벌 Capa의 9% 수준이다. 이 중 실질적 피해를 입은 것으로 추정되는 중동/러시아의 비중은 5% 수준으로 향후 누적 순증설 규모보다 훨씬 커 단기/중기 모두 글로벌 석유제품 수급 밸런스는 타이트한 상황이 지속될 수 밖에 없다.

도표 22. 2H26 이후로도 정제마진 호황은 지속될 전망



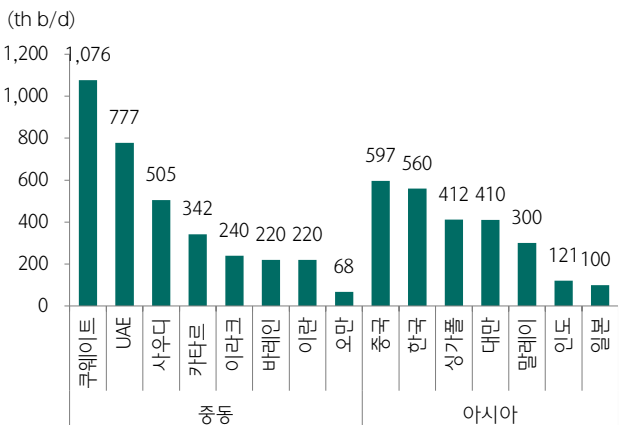
자료: Petronet, 하나증권

도표 23. 2026~27년 글로벌 증설 부담 적어. 중동 등 공급차질도 겹쳐



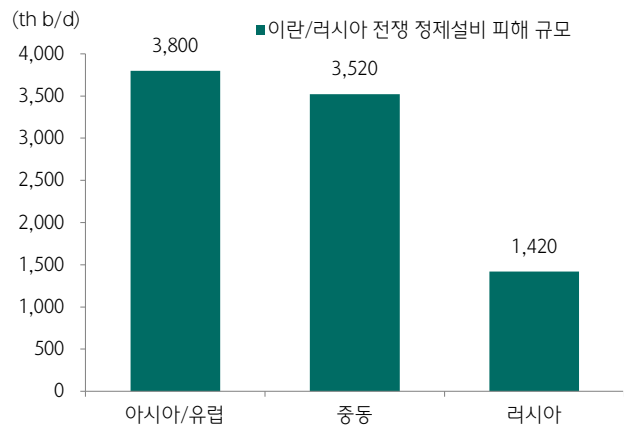
자료: Thai Oil, 하나증권

도표 24. 이란 전쟁에 따른 중동 설비 타격 규모 약 345만b/d



자료: Thai Oil, 하나증권

도표 25. 이란/러시아 전쟁에 따른 정제설비 피해 규모 글로벌의 9%



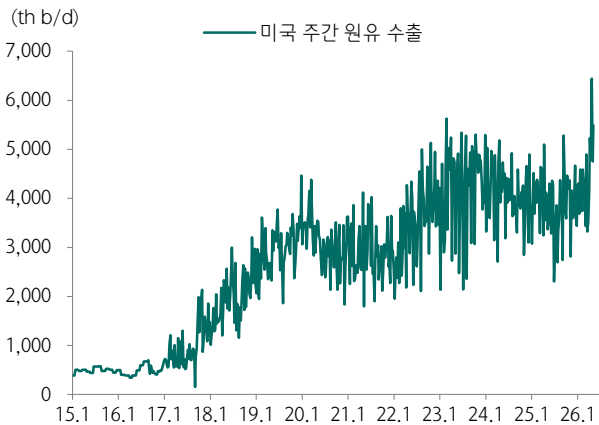
자료: Reuters, 하나증권

2) 극도로 축소된 글로벌 석유제품 재고

글로벌 석유제품 재고 급감

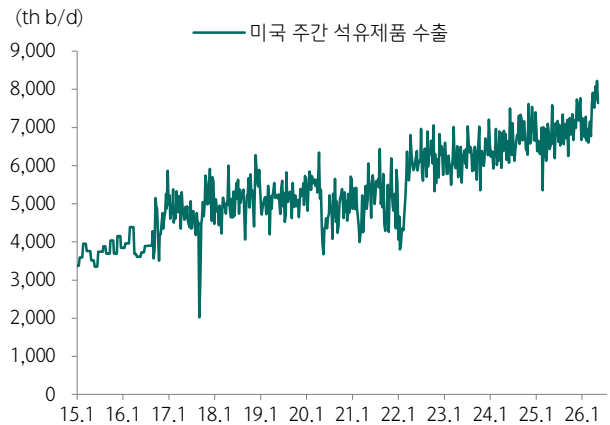
중동 및 아시아의 정제설비 가동을 축소에 따라 글로벌 석유제품 재고는 큰 폭으로 하락했다. 특히, 미국은 석유제품 수출이 사상 최대치를 기록하면서 휘발유 재고는 9년 밴드 하단을 하향 돌파했고, 미국 등/경유 재고는 21년 래 최저치까지 하락했다. 참고로, 미국의 석유제품 수출 중 등/경유는 주로 유럽/중남미, 휘발유는 멕시코/중남미, 항공유는 유럽향을 중심으로 수출량이 급증 중이다. 유럽의 재고 감소는 특히나 눈에 띄는데, 이는 중동산 물량이 부족해진 탓이다. 특히, 4월 유럽의 항공유 수입은 3월의 70% 수준에 그친 것으로 파악된다. 아시아 허브인 싱가포르의 재고는 약 9개월 래 최저치까지 하락했다.

도표 26. 미국 원유 수출 사상 최대



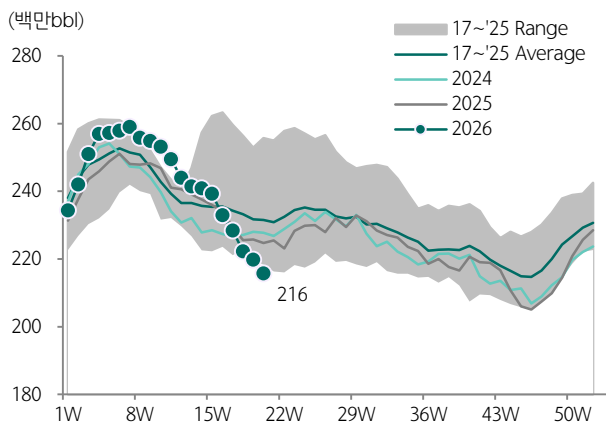
자료: EIA, 하나증권

도표 27. 미국 석유제품 수출 사상 최대



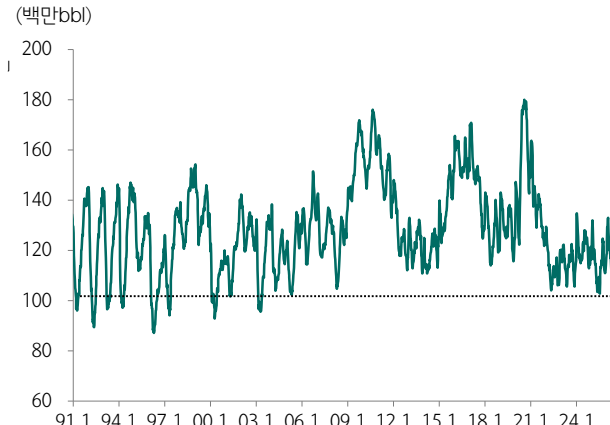
자료: EIA, 하나증권

도표 28. 미국 휘발유 재고 9년 밴드 하단을 돌파



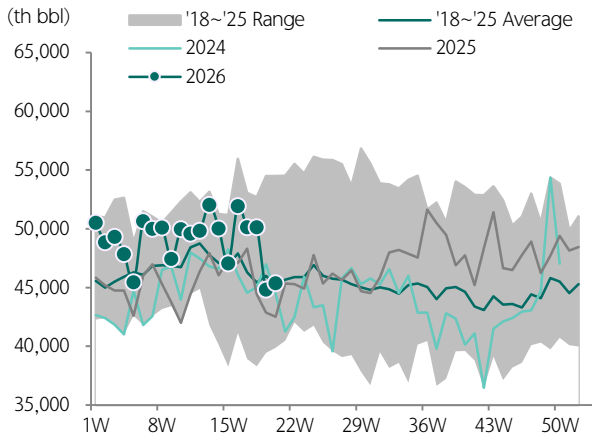
자료: EIA, 하나증권

도표 29. 미국 등/경유 재고는 21년 래 최저치



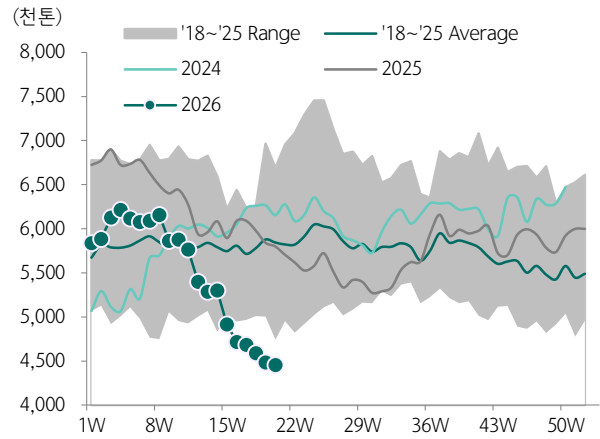
자료: EIA, 하나증권

도표 30. 싱가포르 총 석유제품 재고 추이



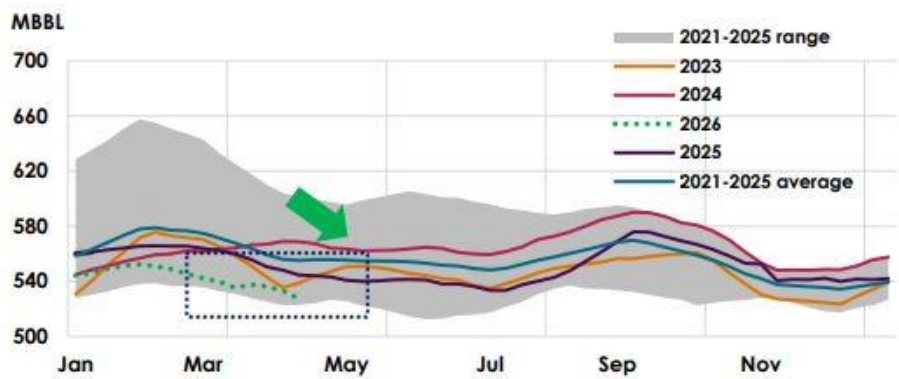
자료: EIA, 하나증권

도표 31. 유럽 총 석유제품 재고 추이



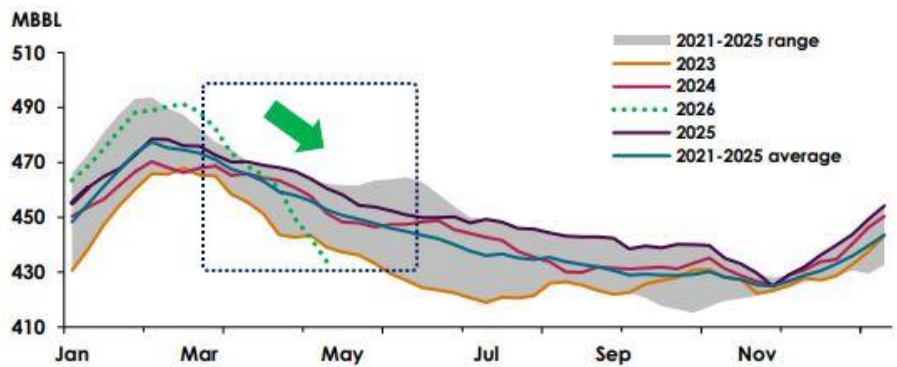
자료: EIA, 하나증권

도표 32. 글로벌 등/경유 재고 추이



자료: Thai Oil, 하나증권

도표 33. 글로벌 휘발유 재고 추이



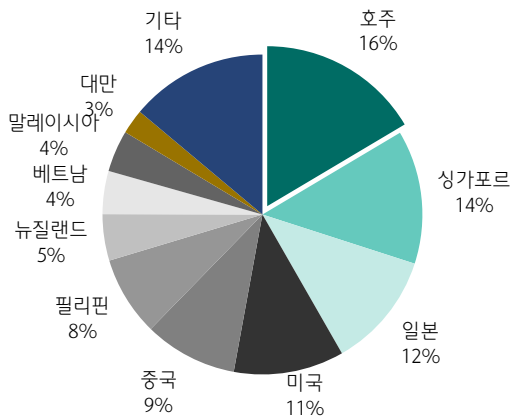
자료: Thai Oil, 하나증권

3) 글로벌 에너지 안보를 책임지는 한국 정유사

한국은 글로벌 석유제품 Swing Producer

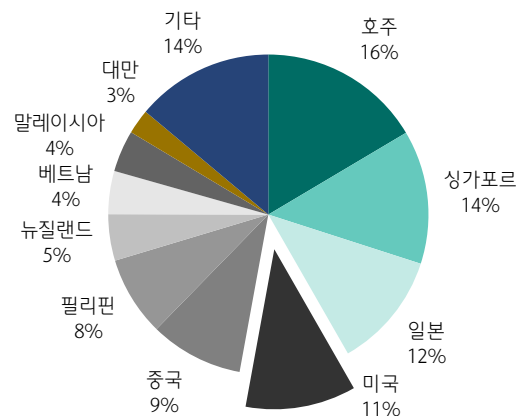
한국은 글로벌 No.5 정유설비 보유국으로 최근 정유설비 부족 국면에서 주요 국가들의 석유제품 공급원으로서 에너지 안보를 책임지고 있다. No.1 중국은 자체 수출을 통제 중이며, No.2 미국은 재고 급감으로 수출 여력이 제한적이고, No.3 러시아는 지속되는 드론 공격의 피해로 오히려 수출량이 줄었고, No.4 인도는 자체 수급도 빠듯하기 때문이다. 반면, 한국은 No.5로 설비 규모는 크지만 내수 비중은 40%에 불과해 생산량의 60%를 수출하는 석유제품 시장의 Swing Producer다. 이러한 특수한 구조가 각국의 에너지 안보를 해결할 수 있는 기본 바탕이 된다. 특히, 호주와 뉴질랜드는 한국이 석유제품 수출 상대국 각각 1위/7위로 부족한 석유제품 부족을 메우기 위한 긴밀한 협력을 요청 중에 있다. 미국은 중국을 제치고 2025년 기준 한국의 석유제품 수출 상대국 4위로 올라섰다. 2025년 한국의 대미 석유제품 수출량은 YoY +15% 증가하며 사상 최대치를 기록했고, 미국의 정제설비 폐쇄 사이클 진입을 감안하면 이러한 추세는 향후에도 지속될 가능성이 높다. 미국/호주 등 산유국의 한국 정유사에 대한 의존도를 감안하면 한국의 석유제품은 향후 원유/가스의 우선 공급 협상 카드로 충분히 활용될 수도 있어, 이는 주가 측면에서 밸류에이션 확장 요소가 될 수 있다.

도표 34. 호주는 한국의 석유제품 수출 상대국 1위



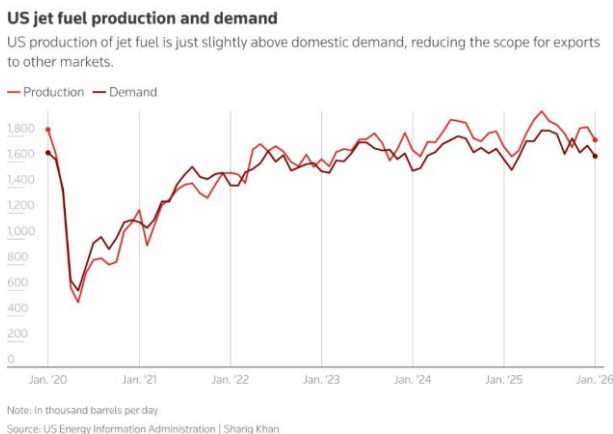
자료: TRASS, 하나증권

도표 35. 미국은 한국의 석유제품 수출 상대국 4위



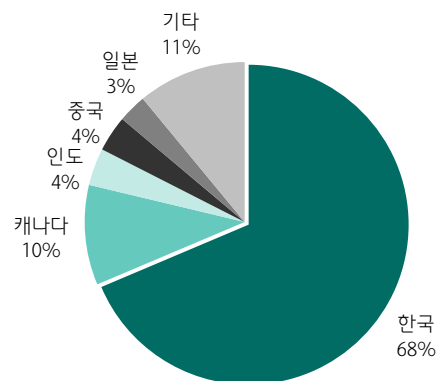
자료: TRASS, 하나증권

도표 36. 미국 내 생산된 항공유 대부분은 내수용으로 소비



자료: EIA, 하나증권

도표 37. 미국의 한국산 항공유 수입 비중 68%. West Coast 85%



자료: TRASS, 하나증권

4) 다만, 일시적 실적 조정은 불가피

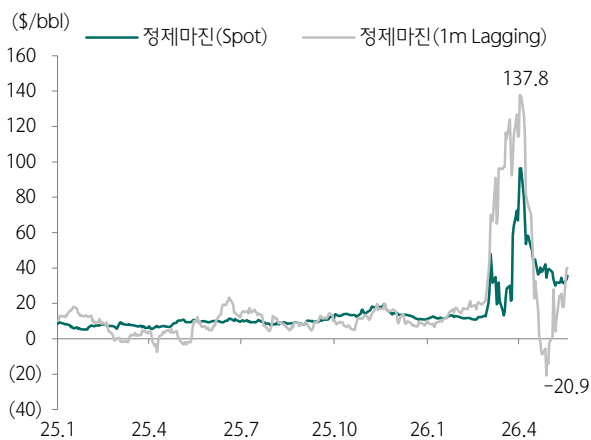
6~7월 실적 조정 불가피

하나증권은 6월 말 이란 전쟁의 종전을 가정하고, 유가는 7월 중 80~90\$/bbl을 트라이 할 것으로 전망한다. 유가 하락 가정에 따라, 6~7월경 일시적으로 급등한 석유제품 가격 또한 하락을 예상한다. 이 경우, 사우디 Arab Light에 부여된 OSP 5월 19.5\$, 6월 15.5\$는 한 달 이연된 6~7월에 반영되면서 1m Lagging 마진의 급격한 위축을 유발할 것으로 전망한다. 재고관련손실이 발생하는 것도 물론이다. 즉, 하나증권은 3Q26의 실적을 전분기 대비 대폭 감익으로 전망하며, 이후 유가가 안정화 되었을 때 적극 매수를 권한다.

유가 안정화 이후에나 구조적인 주가 상승 기대 가능

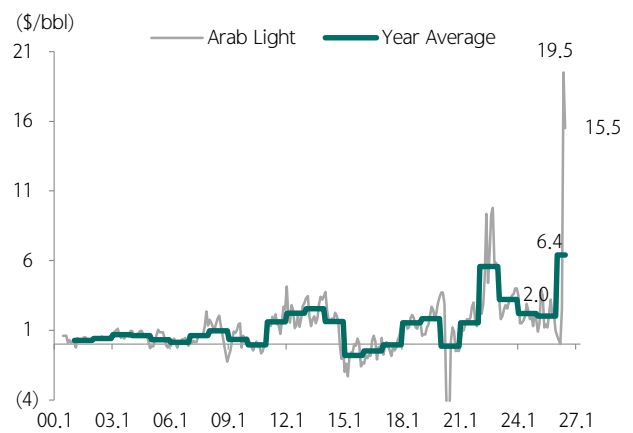
하나증권의 기본 가정이 빛나기 호르무즈의 봉쇄가 6월 이후에도 지속될 경우, 글로벌 유가는 물론 OSP가 재급등할 것이다. 이 경우, 글로벌 금리 급등 및 수요 파괴 등 매크로 리스크가 대두될 가능성이 높다. 일시적으로 유가 급등에 따른 실적의 추가 개선은 가능하겠으나, 글로벌 매크로가 불안해지고 수요가 급락하면서 주가는 단기간에 급락세로 돌아설 가능성을 배제할 수 없다. 즉, 6월 이후 유가는 급등하거나 급락하거나 양 쪽 극단의 케이스가 발생할 가능성이 높는데, 두 경우 모두 이익 가시성이 떨어질 수 밖에 없으므로 현재에서의 주가 업사이드는 크지 않다고 판단하는 것이다. 유가 안정화 이후에 중장기 좋은 그림을 보고 재접근 하기를 추천한다.

도표 38. 1m Lagging 기준 정제마진은 급격 둔화



자료: EIA, 하나증권

도표 39. OSP 5월 19.5\$, 6월 15.5\$는 한 달 이연된 6~7월에 반영



자료: TRASS, 하나증권

3. [석유화학] 구조적 턴어라운드 업체 선별 투자 필요

1) 중국 3~4월 석유화학 제품 수출 급증

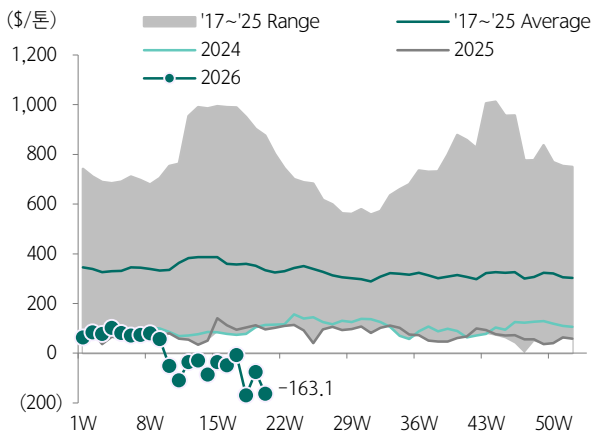
중국의 석유화학 제품
수출 대폭 확대

중등 정유/석유화학 설비의 타격에도 불구하고, PE-납사, MEG-납사, PVC-납사 마진은 여전히 전쟁 이전 대비 비슷하거나 부진하다. 이는 곧 유가 상승분을 석유화학 제품 가격에 전가하기 어려운 환경이라는 의미다. 이는 최근 급증한 중국의 석유화학 제품 수출 확대에서 그 원인을 찾을 수 있다.

석탄/에탄 기반 대체 설비의
마진 확대 등 영향

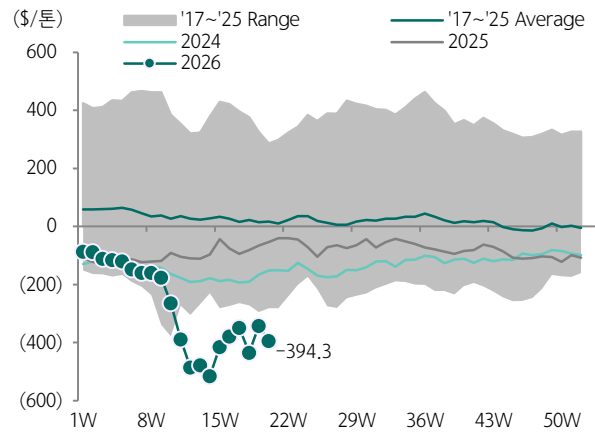
중국의 3월 PVC/가성소다 수출량은 사상 최대치를 기록했고, PE 수출량은 전월 대비 2배 가량 늘었다. 게다가, 4월 중국 MEG 수출량은 전월 대비 5배 이상 급증했다. 이는 중국 내 석탄화학/ECC 설비의 상대적인 경제성이 부각되며 가동률을 크게 끌어 올린 영향이다. 참고로, 중국 PVC/MEG 석탄기반 비중은 각각 70%/40%로 높으며, PE는 석탄 기반 10%, 에탄 기반 10%다. 즉, 최근 납사 가격 급등에도 불구하고 제품 가격이 이를 전가하지 못해 Spot 마진이 축소되는 제품군은 주로 석탄/에탄 기반의 대체 생산 루트가 있는 경우라 판단된다.

도표 40. PVC-납사 마진 추이



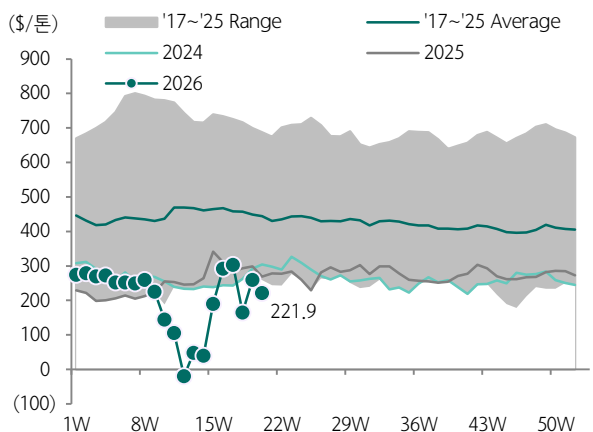
자료: Platts, 하나증권

도표 41. MEG-납사 마진 추이



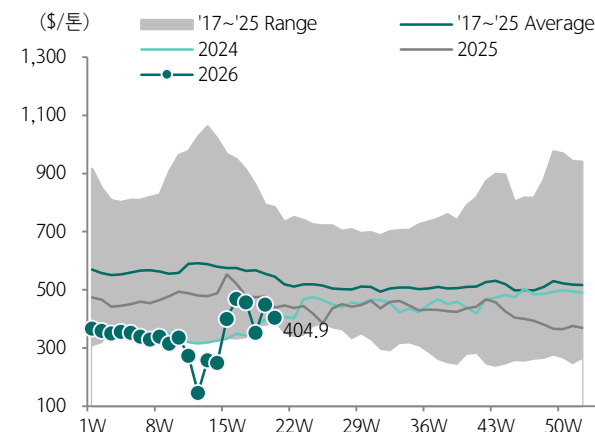
자료: Platts, 하나증권

도표 42. HDPE-납사 마진 추이



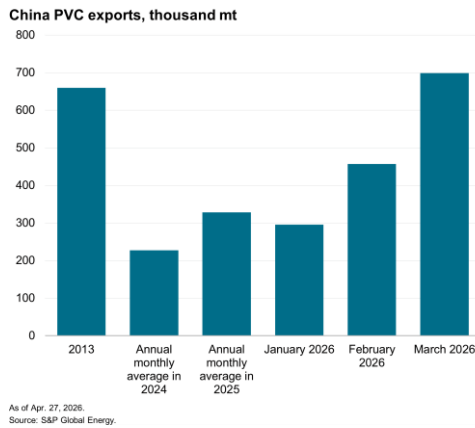
자료: Platts, 하나증권

도표 43. LDPE-납사 마진 추이



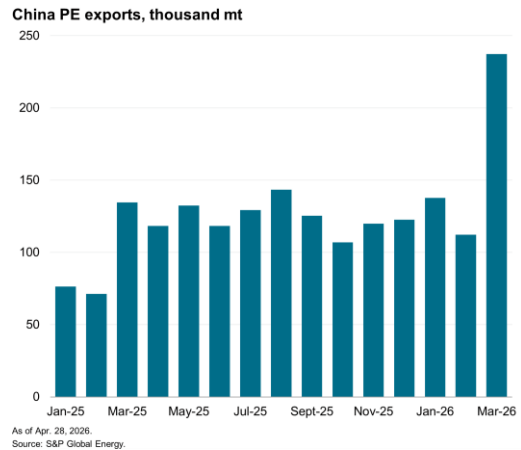
자료: Platts, 하나증권

도표 44. 중국 PVC 수출량 사상 최대치 경신



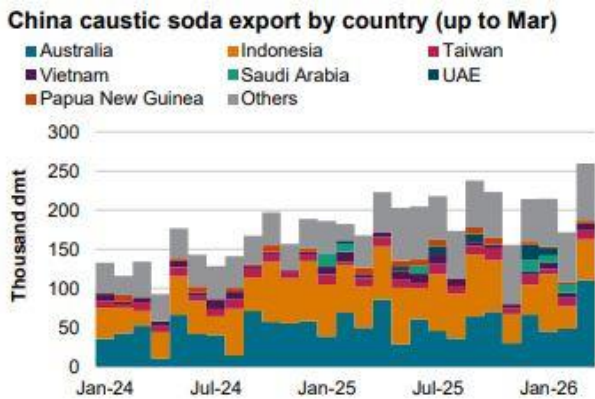
자료: Platts, 하나증권

도표 45. 중국 3월 PE 수출량 급증. 석탄 기반 설비의 비용 우위 때문



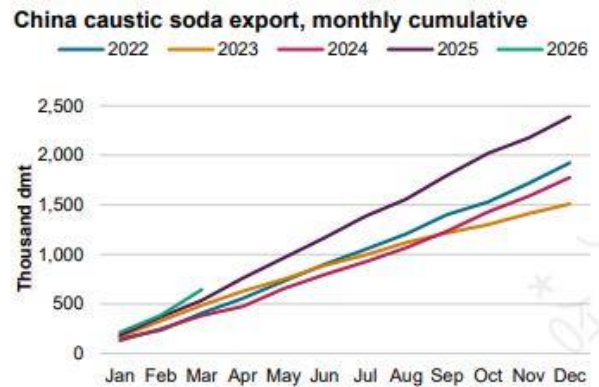
자료: Platts, 하나증권

도표 46. 중국 3월 가성소다 수출량 사상 최대치



자료: Platts, 하나증권

도표 47. 2026년 중국의 가성소다 수출량 확대 규모는 역대급



자료: Platts, 하나증권

2) 구조적 턴어라운드 가능한 업체를 선별 투자

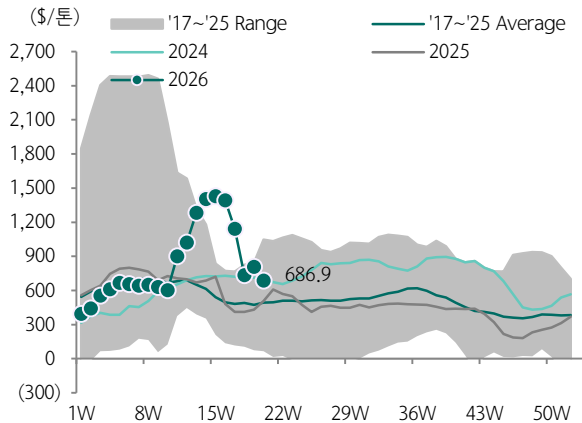
석유화학 투자 전략

앞서 살펴본 이유로, 2026년 하반기 이후의 석유화학 투자 전략은 1) 중국 석탄/에탄 기반 으로 생산되지 않는 제품군에 대한 우선적 접근이 필요하고 2) 그 중에서도 대규모 증설 사 이클이 완료된 제품군이 유리하다. 게다가, 3) 수요 증가율이 높은 제품군은 빠르게 사이클 이 돌아서기 때문에 업황 개선 시점이 상대적으로 빠를 수 있다.

부타디엔-합성고무 주목

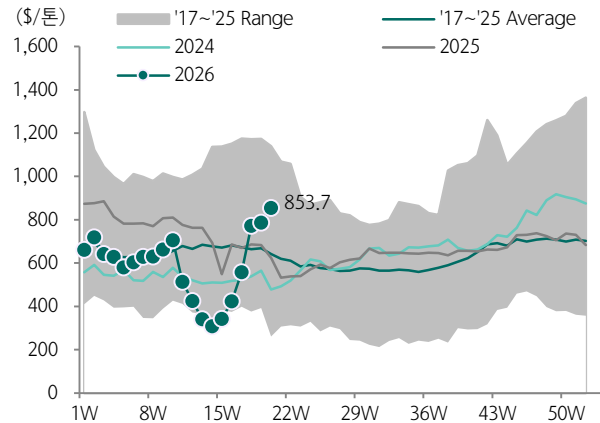
중국 석탄/에탄 기반 설비에서 생산되지 않고, 글로벌 NCC 가동을 축소에 따른 글로벌 공 급 감소가 심각해진 부타디엔-합성고무 체인은 사이클은 이미 돌아섰다. 대체재인 천연고무 도 경작 면적의 감소로 인해 10년 래 최대치다. 특히, NB Latex는 한국 수출 가격이 3월 870\$/톤에서 4월 1,580\$/톤으로 MoM +82% 급등했다. 이는 코로나 이후 심각한 공급과잉 을 겪었던 글로벌 위생용 라텍스 장갑이 4~5년의 유통기한을 넘긴 이후 대량으로 폐기 처 분되고, BD 수급이 어려워지고 NB Latex 공급이 부족해지면서 나타나는 현상이다. 라텍스 장갑이 의료현장에서 필수품이라는 점을 감안할 때, 2026년 하반기 이후 NBL은 견조한 가 격 흐름을 지속할 가능성이 높다. 게다가, 최근 NBL의 마진 확대에 따라 가동률이 상향됨에 따라 오히려 SBR/BR 가동률은 축소되고 있는 것으로 추정된다. 이 또한, SBR/BR 마진 개선 의 원인으로 작용하고 있다.

도표 48. BD 마진 추이



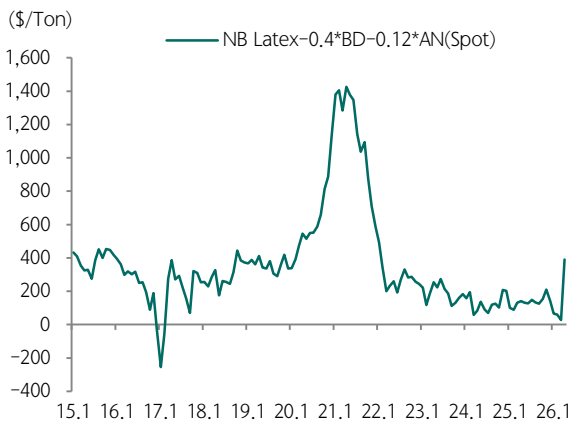
자료: Platts, 하나증권

도표 49. SBR 마진 추이



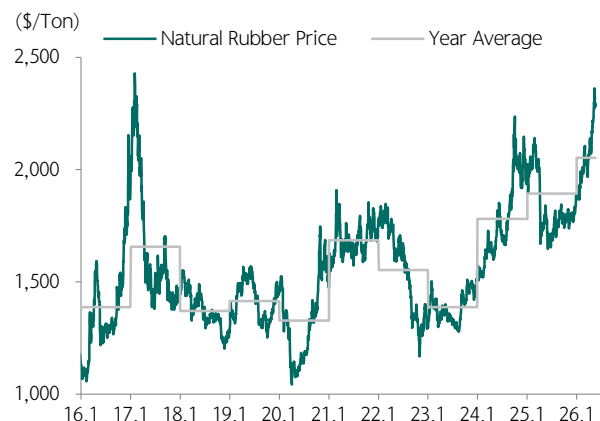
자료: Platts, 하나증권

도표 50. NB Latex 마진 추이



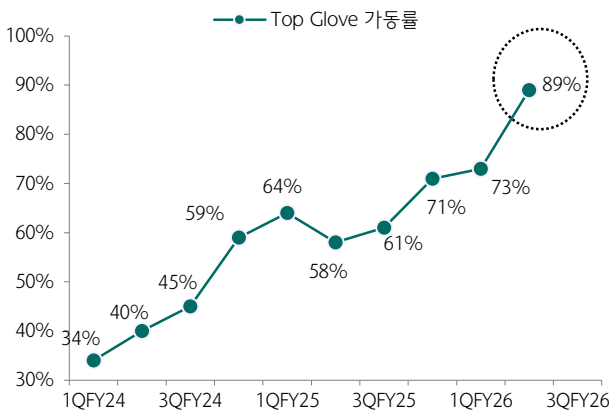
자료: Platts, 하나증권

도표 51. 천연고무 가격 추이



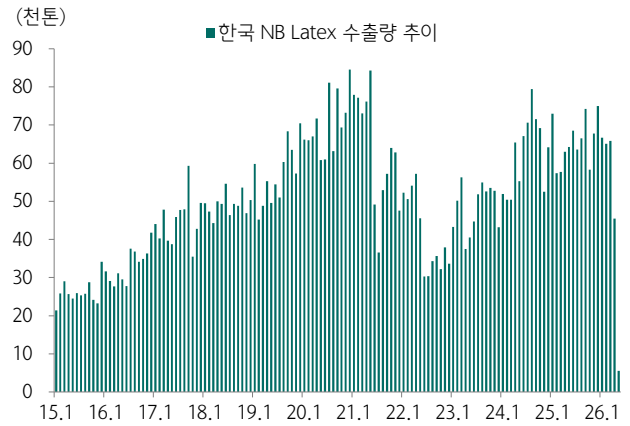
자료: MRE, 하나증권

도표 52. 말레이 Top Glove 가동률 급증



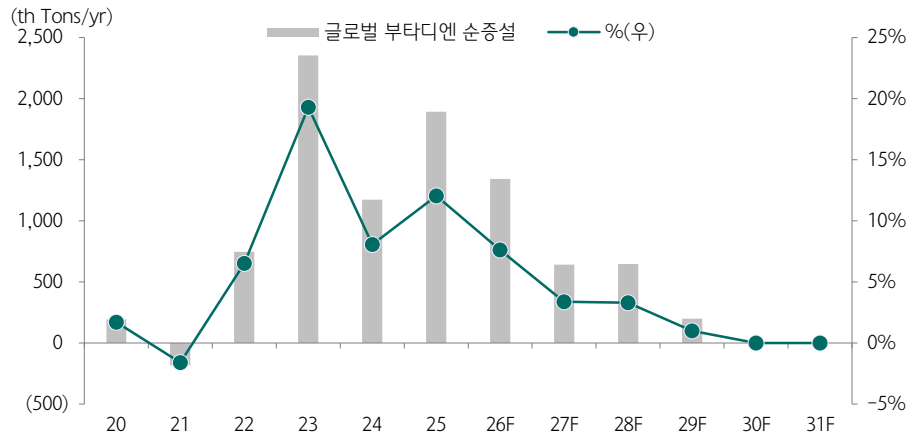
자료: Top Glove, 하나증권

도표 53. 한국 NB Latex 수출량 추이



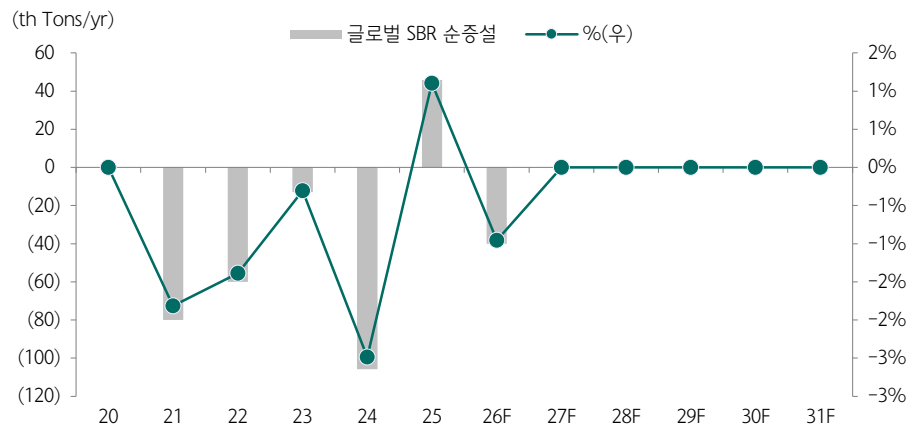
자료: KITA, 하나증권

도표 54. 글로벌 부타디엔 증설 추이



자료: 하나증권

도표 55. 글로벌 SBR 증설 추이

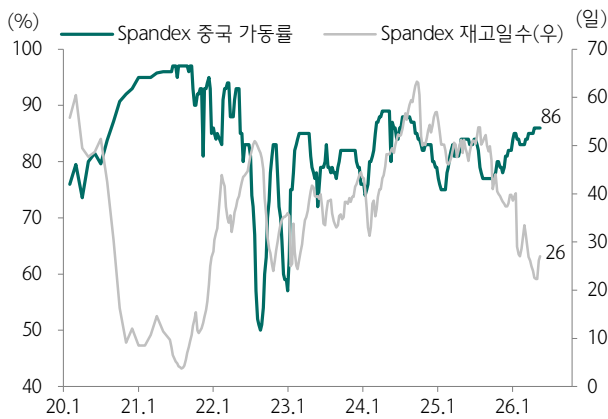


자료: 하나증권

스판덱스 주목

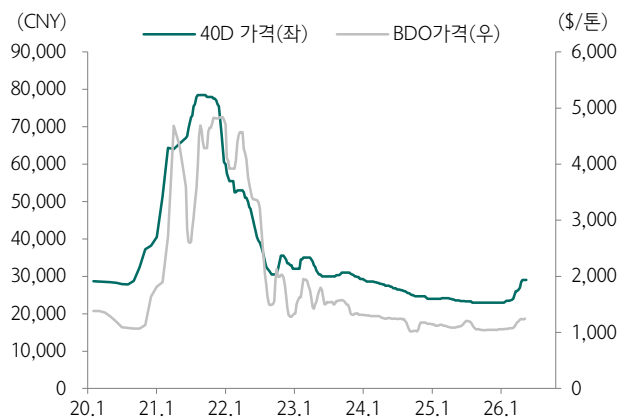
스판덱스는 오히려 중국 석탄 기반 BDO를 원재료로 사용하고 있어 원료 조달에 이슈가 전혀 없으며, 4~5년 간 대규모 증설 이후 증설이 제한된 사이클로 진입하는 품목이다. 게다가, 중국 스판덱스 수요는 CAGR 9~10% 성장 중이기에 향후 2~3년 간의 우상향 사이클을 기대할 수 있는 품목이다. 다만, 단기에 확인할 리스크 요인은 있다. 폴리에스터 생산량 감소에 따라 혼용하여 사용하는 스판덱스의 수요가 감소할 가능성이 있다. 이는 최근 PTA의 가동률 축소를 통해 확인할 수 있다. 현재 중국 PTA 가동률은 60% 초반 수준으로 연초 70~80%에서 크게 하락해 약 2년 래 최저치를 기록 중이다. 이는 폴리에스터 제조 시 PTA와 섞어 사용하는 MEG의 중국 4월 수입량이 급감(MoM -36%)한데 기인한다는 판단이다. 이는 최대 MEG 수출 지역 중 하나인 중동의 생산량 감소 때문이다. 물론, 석탄 기반 MEG의 가동률 상승으로 일부 상쇄가 되겠지만 중동 수입량 감소의 여파는 불가피 한 것으로 추정된다. 즉, 단기적으로 중동의 MEG 가동 차질이 스판덱스 수요에 일시적인 영향을 줄 가능성에 대한 점검이 필요하다는 의미다.

도표 56. 스판덱스 중국 가동률과 재고일수 추이



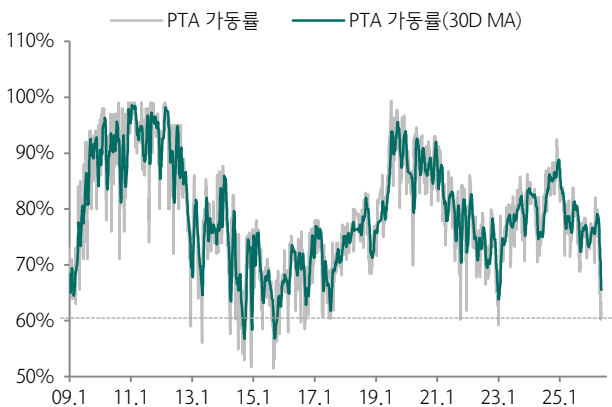
자료: CCF, 하나증권

도표 57. 중국 스판덱스 가격 상승 중



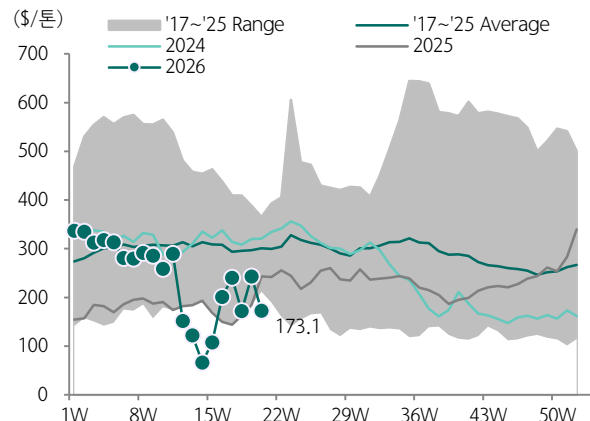
자료: CCF, 하나증권

도표 58. 중국 PTA 가동률 최근 큰 폭 하락



자료: Platts, 하나증권

도표 59. PX 마진 추이

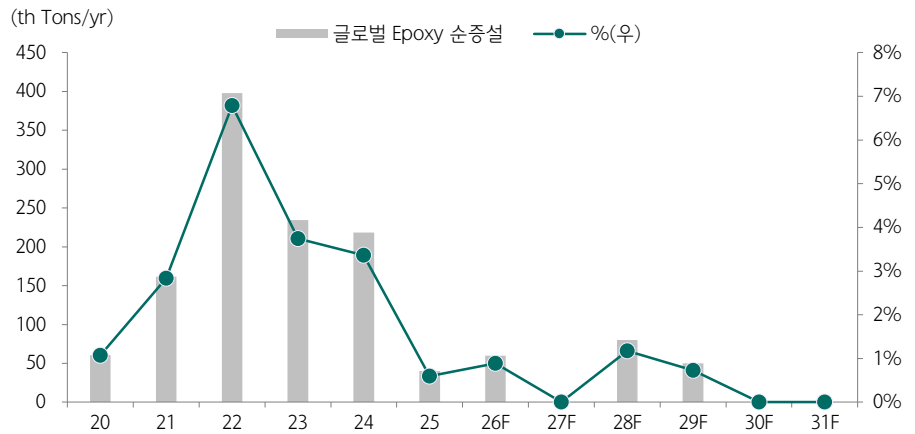


자료: WIND, 하나증권

에폭시 체인 주목

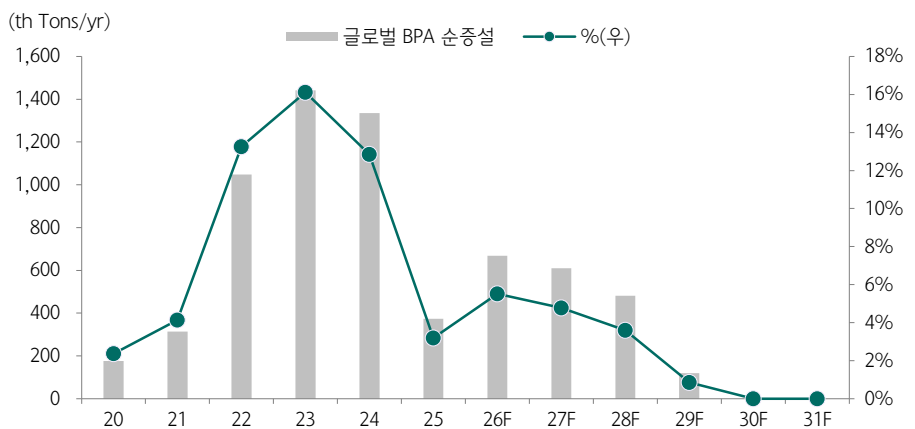
에폭시- ECH/BPA -페놀/아세톤 또한 2021~24년 대규모 증설 이후 공급 부담이 낮아지는 사이클로 진입하는 제품군이므로 주목할 필요가 있다.

도표 60. 글로벌 에폭시 증설 추이



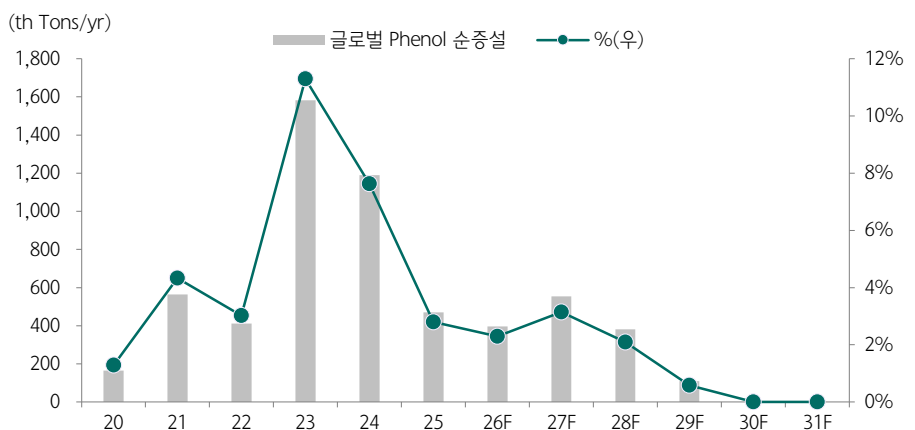
자료: 하나증권

도표 61. 글로벌 BPA 증설 추이



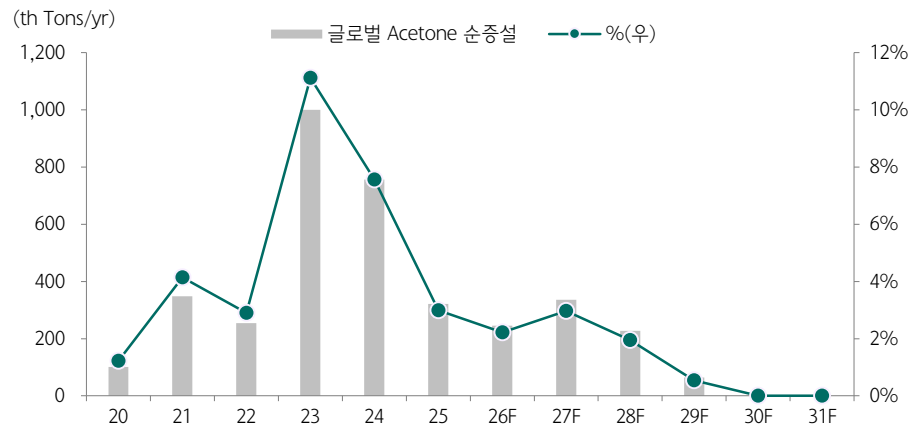
자료: 하나증권

도표 62. 글로벌 Phenol 증설 추이



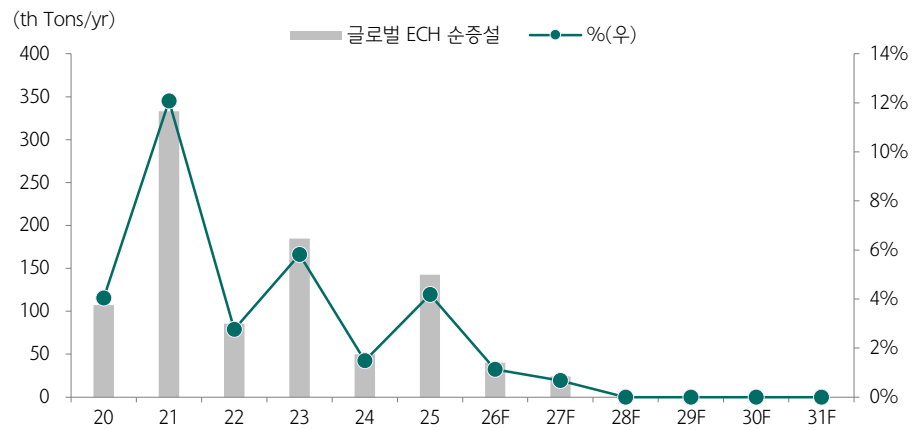
자료: 하나증권

도표 63. 글로벌 Acetone 증설 추이



자료: 하나증권

도표 64. 글로벌 ECH 증설 추이

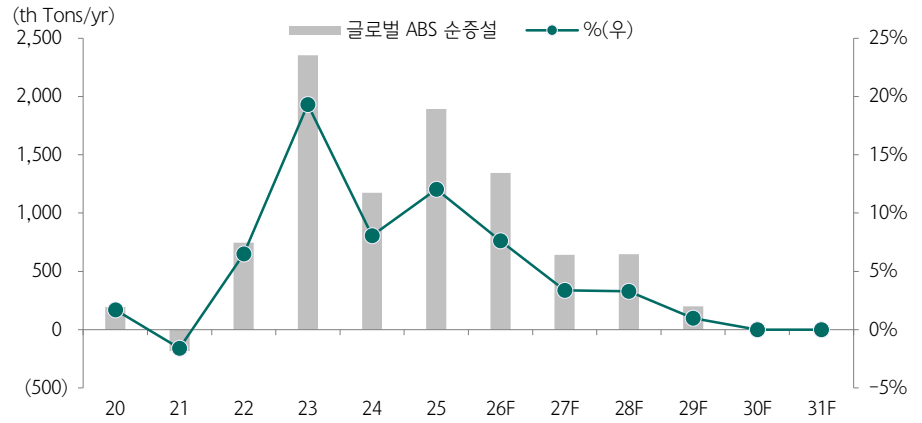


자료: 하나증권

ABS, MEG는 부담 적고,
PC는 공급 부담 높아져

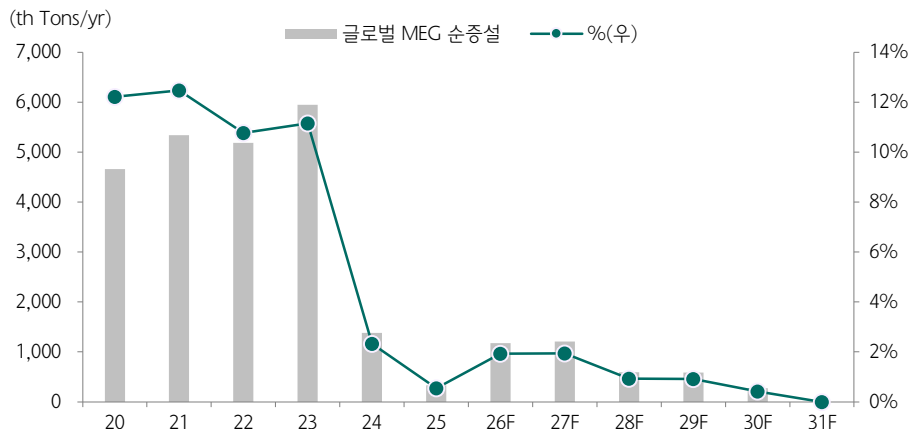
ABS는 2023~26년 대규모 증설 이후 공급 부담이 낮아지는 사이클로 진입한다. MEG도 증설 부담은 감소하나, 중국 석탄 화학 영향은 불가피하다. PC도 공급 부담이 높다.

도표 65. 글로벌 ABS 증설 추이



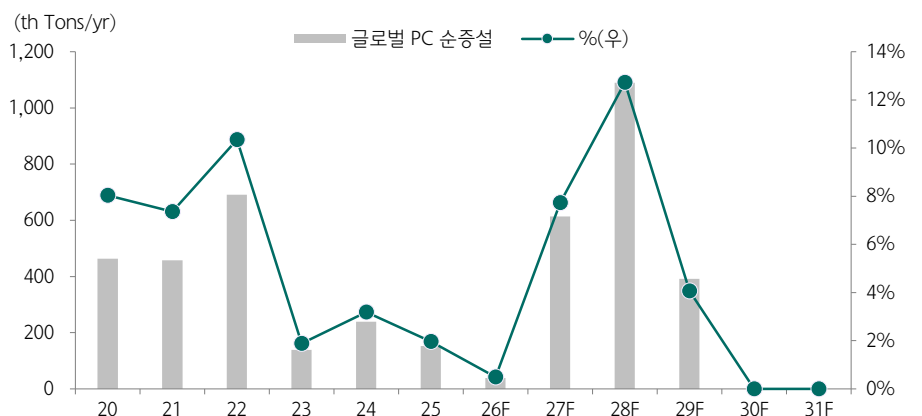
자료: 하나증권

도표 66. 글로벌 MEG 증설 추이



자료: 하나증권

도표 67. 글로벌 PC 증설 추이

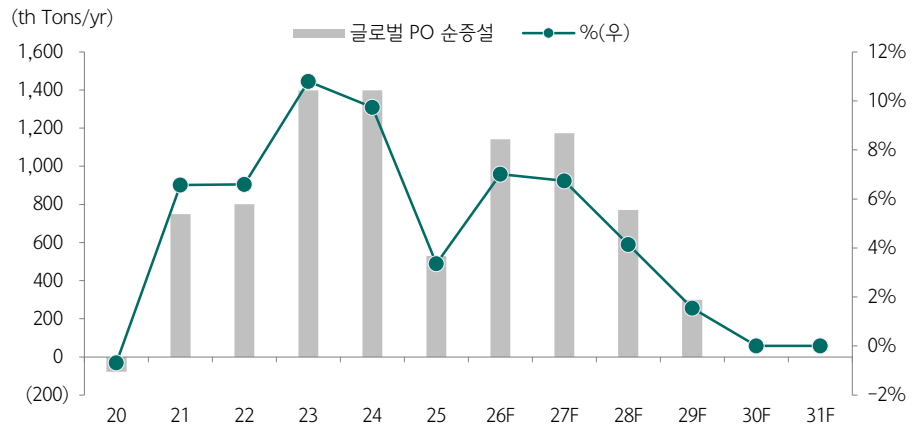


자료: 하나증권

폴리우레탄은 체인은 혼조

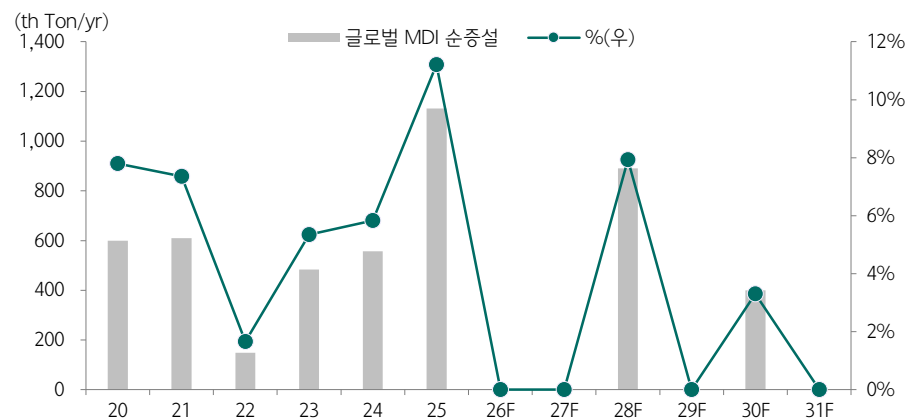
폴리우레탄 체인의 핵심인 PO, MDI, TDI는 혼조다. PO는 2026~27년 공급 부담이 높은 편이나, MDI는 2026~27년 증설이 전무하며, TDI는 2027년 이후 증설이 전무하다.

도표 68. 글로벌 PO 증설 추이



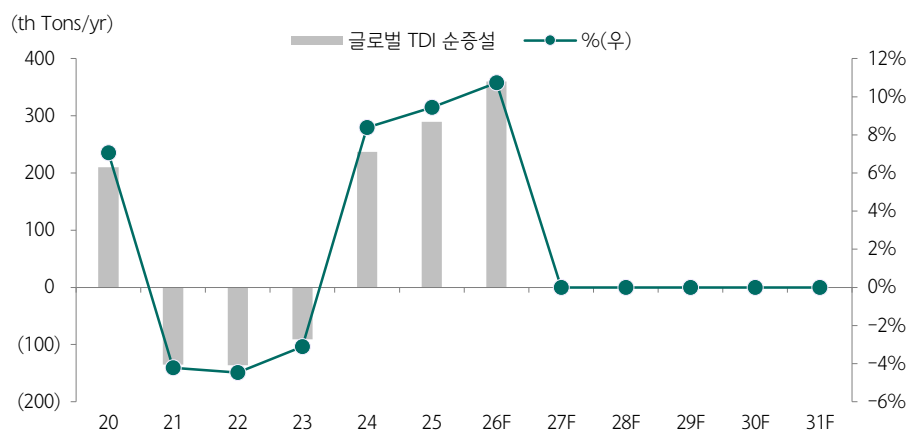
자료: 하나증권

도표 69. 글로벌 MDI 증설 추이



자료: 하나증권

도표 70. 글로벌 TDI 증설 추이

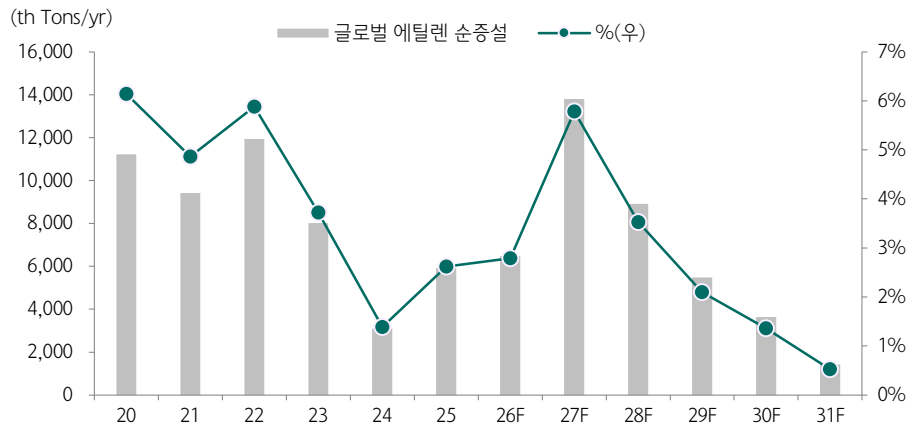


자료: 하나증권

에틸렌/프로필렌, PVC/가성소다
여전한 공급 부담

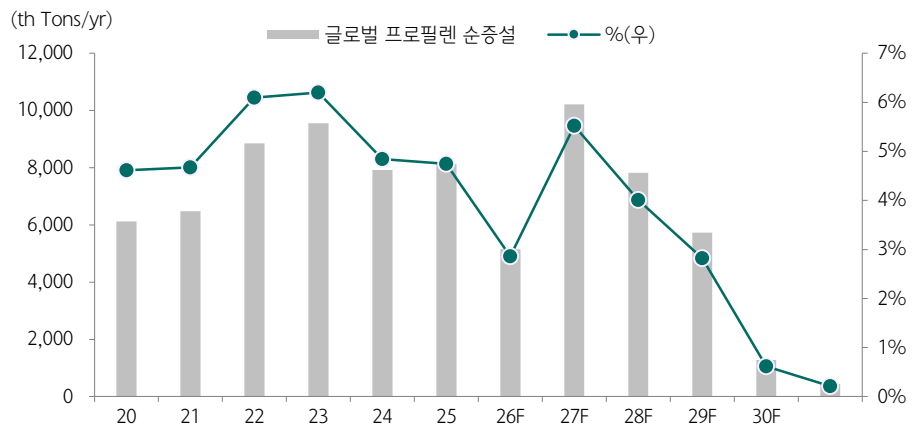
에틸렌/프로필렌과 PVC/가성소다는 여전한 공급부담이 있는 제품군이며, 중국 석탄화학이 나 ECC에 의해 영향을 받는 품목이라 판단된다.

도표 71. 글로벌 에틸렌 증설 추이



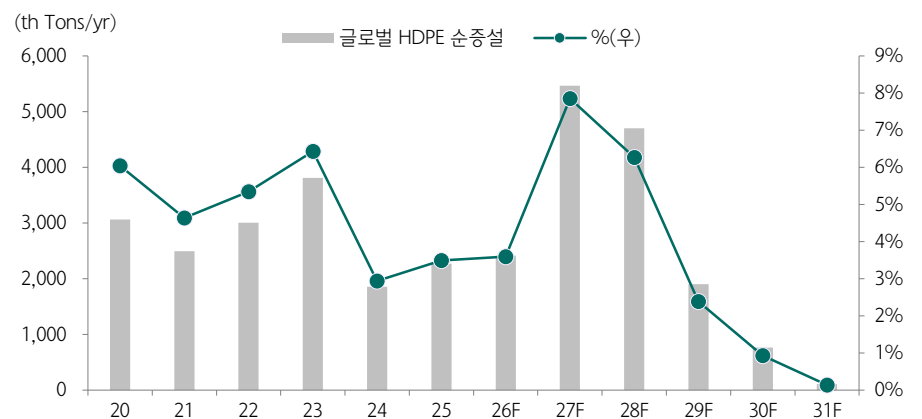
자료: 하나증권

도표 72. 글로벌 프로필렌 증설 추이



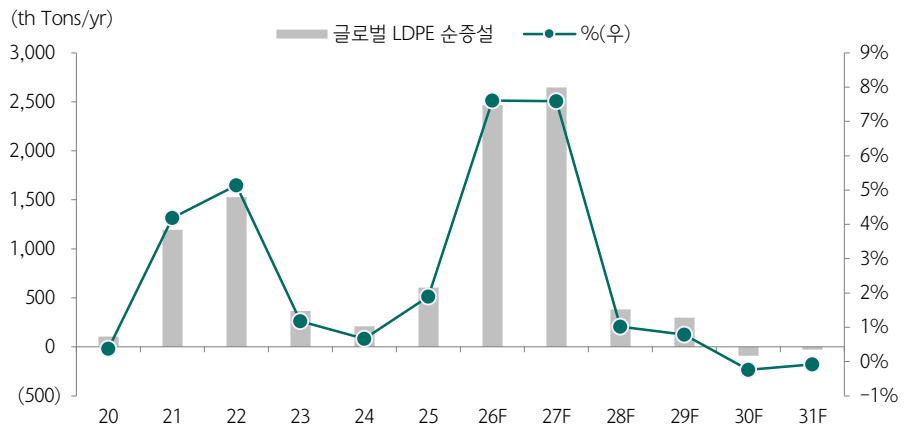
자료: 하나증권

도표 73. 글로벌 HDPE 증설 추이



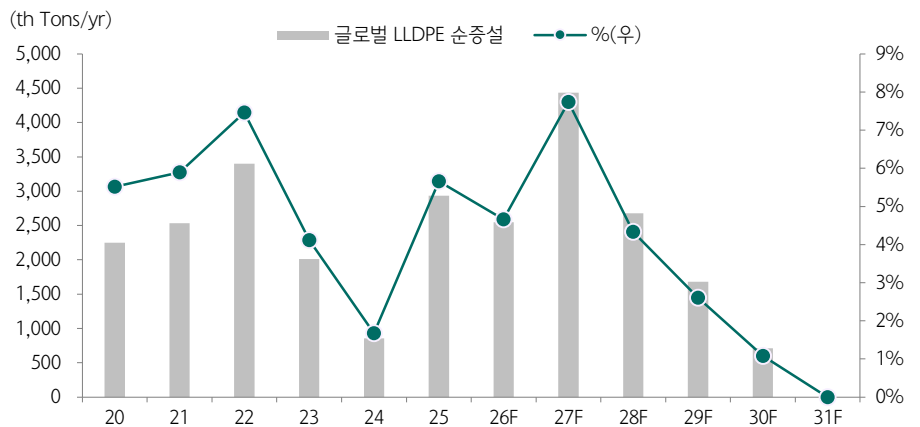
자료: 하나증권

도표 74. 글로벌 LDPE 증설 추이



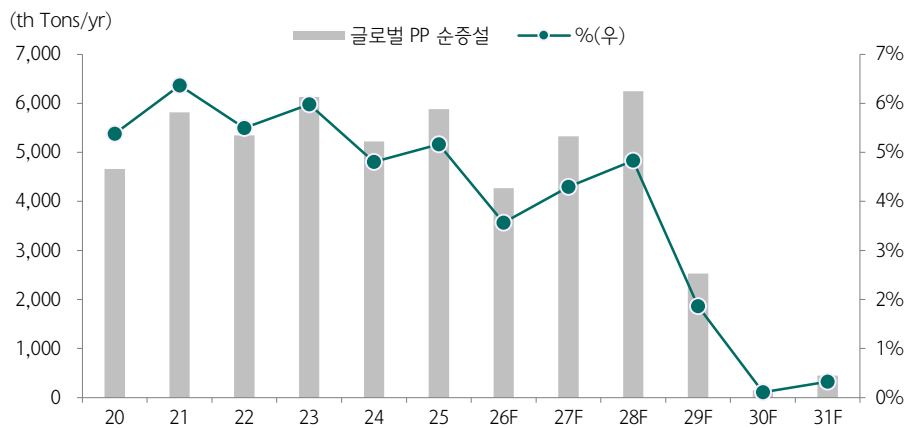
자료: 하나증권

도표 75. 글로벌 LLDPE 증설 추이



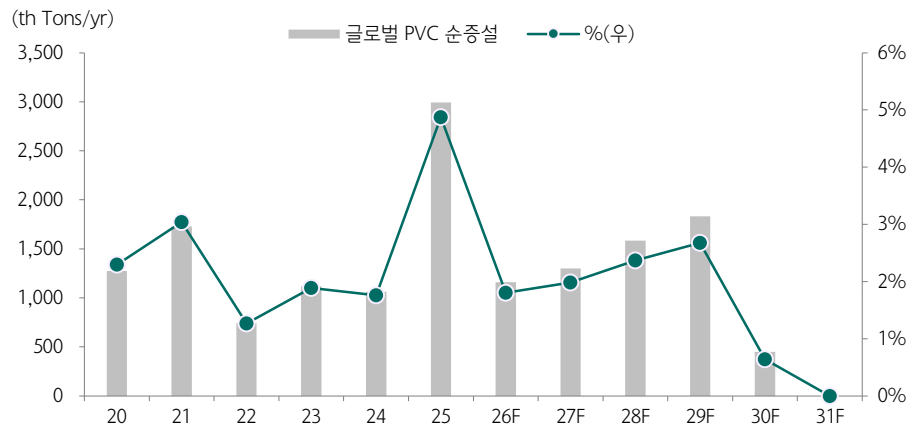
자료: 하나증권

도표 76. 글로벌 PP 증설 추이



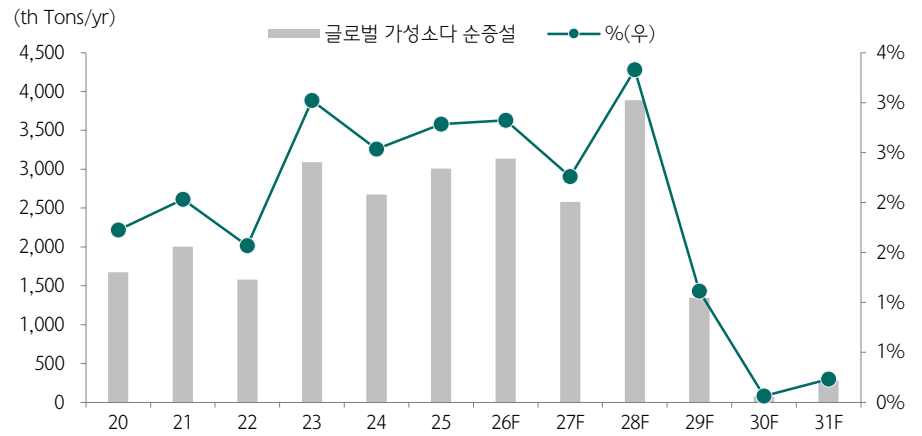
자료: 하나증권

도표 77. 글로벌 PVC 증설 추이



자료: 하나증권

도표 78. 글로벌 가성소다 증설 추이



자료: 하나증권

4. [태양광] K-Solar, 미국 에너지 안보의 현실적 대안

1) 미국 태양광 모듈 판가 상승

미국 태양광 모듈
판가 상승 중

미국 태양광 모듈의 공급과잉이 해소되면서 판가 상승이 뚜렷하게 나타나고 한화솔루션 /OCI홀딩스 등 모듈 사업자의 영업이익이 흑자전환되기 시작했다. 한화솔루션은 1Q26 모듈 가격 QoQ +14% 상향을 언급했다. 실제, 2월 미국 모듈 가격(중간가격)은 0.285\$/W로 YoY +10% 상승했다. 특히, Mono PERC 모듈 가격은 2월 0.33\$/W로 YoY +20% 상승했다.

판가 상승의 배경

1) Sunrun 등 태양광 설치업체들이 OBBBA 법안 하의 Non-PFE 공급망 비종인 조달요건 (MACR)을 충족하지 못해 ITC/PTC 세제혜택에서 배제될 리스크를 제거하기 위해 중국산 모듈을 승인 대상에서 제외하기 시작 2) 2026년 7/3일 ITC Safe Harbor 마감일 이전 공급 확보를 위한 수요 확대가 발생 중 3) AMPC(45X) 수취를 위한 Non-PFE 규정 ‘중국 지분 25% 이하, 실질적 지배 금지’ 등 구체화 4) 2026년 2/24일 First Solar의 TOPCon 특허 침해 주장에 따른 Section 337 조사가 개시되며, 일시적으로 TOPCon 수요가 감소하고 Mono PERC로 수요가 쏠린 영향 등이다.

중국 모듈 배제 사례

실제, Sunrun CFO는 “규정에 위배되는 업체로부터 원료를 조달하고 있지 않다”라고 언급하며 Qcells(8.4GW), Silfab(2.4GW), Elin(2GW), REC Group(싱가폴) 등 비중국계 업체만 승인 대상 모듈에 포함시켰다. Canadian Solar(5GW), Jinko Solar (2GW), LONGi(5GW) 등 중국계 업체들은 제외되었다. Trina Solar(5GW), JA Solar(2GW)도 승인 명단에서 제외되었으나, 이미 해당 회사는 각각 T1 Energy, APS(American Panel Solutions) 등에 매각한 바 있다. 루프탑 태양광 업체 Palmetto도 중국업체의 규정 준수 시도에도 불구하고 이를 회피 중이라고 밝혔고, 샌프란시스코 소규모 유틸리티PJ 개발사 Renewable Properties도 First Solar 위주로 공급망을 재편 중이라고 언급했다. 게다가, 모건스탠리, JP모건, 골드만삭스 등 은행들은 세액공제 무효화 우려로 Tax- Equity Financing을 축소하고, 보험사들은 더욱 강경하게 세액공제 배제 위험 보험 판매를 중단하기에 이르렀다.

미국 내 중국 모듈업체
공급망 붕괴 가능성 농후

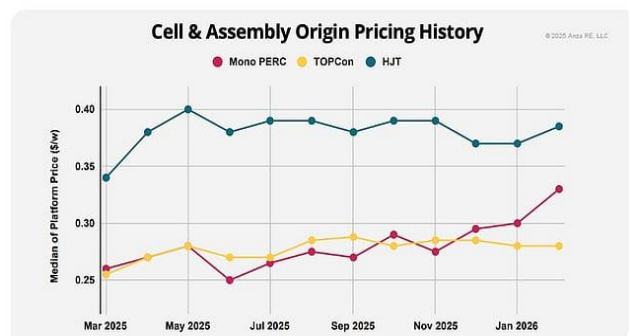
특히, 미국 내 약 30%를 차지하는 중국 연계 태양광 모듈업체의 AMPC 수취 배제 가능성이 매우 높아 미국 내 중국 태양광 공급망이 붕괴되며 한국 업체에게는 수혜가 될 가능성이 높다. 실제, 2024년 완공된 오하이오 LONGi-Invenenergy JV Illuminate USA는 중국 지분을 25%로 낮췄으나, 생존 가능성 여전히 불확실하다는 시각이 우세하다.

도표 79. 미국 태양광 모듈 가격은 상승 추세 진입



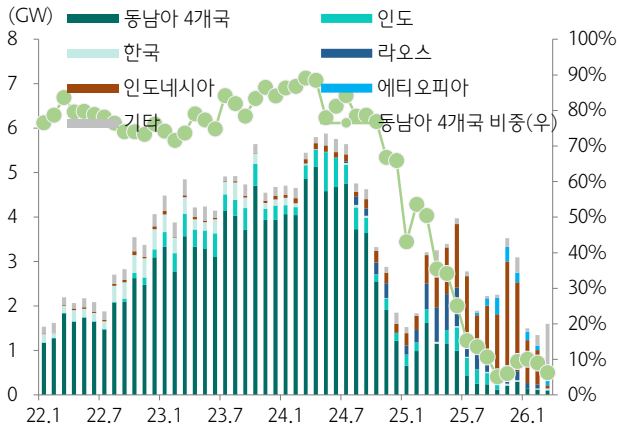
자료: ANZA, 하나증권

도표 80. 특히, Mono PERC 모듈 가격 YoY +20% 상승



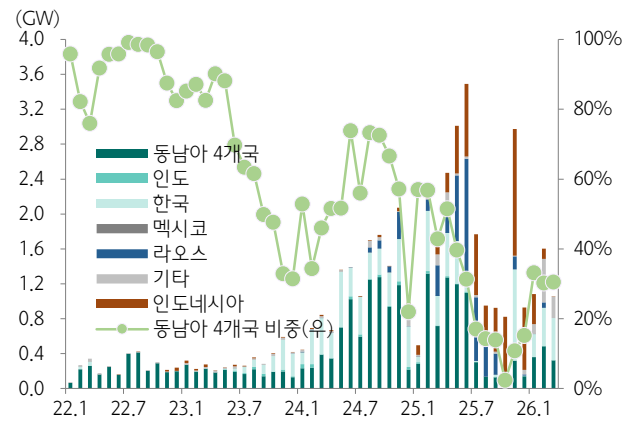
자료: ANZA, 하나증권

도표 81. 미국 태양광 모듈 수입. 인니, 라오스, 인도 수입량 급감



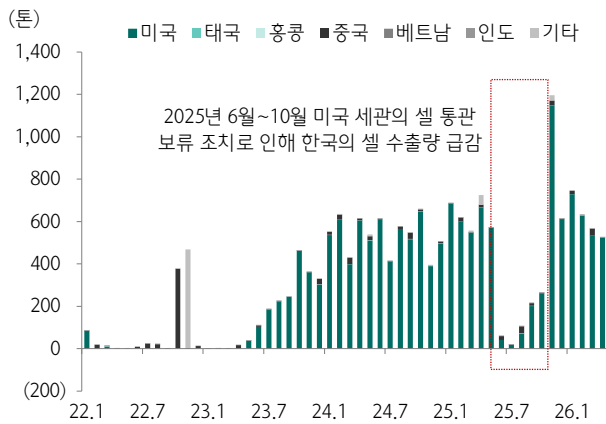
자료: KITA, 하나증권

도표 82. 미국 태양광 셀 수입. 인니, 라오스 급감



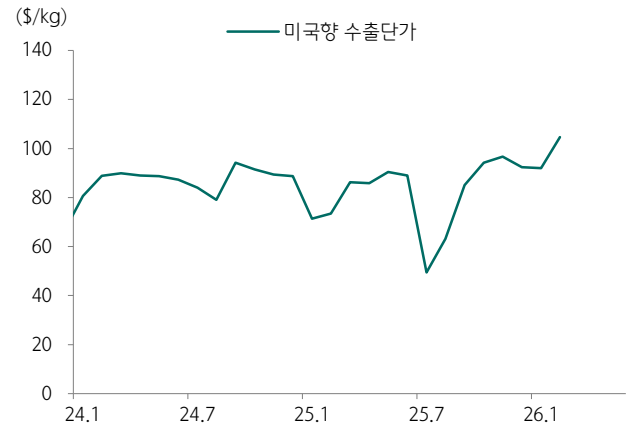
자료: KITA, 하나증권

도표 83. 한국의 미국향 셀 수출 물량 추이



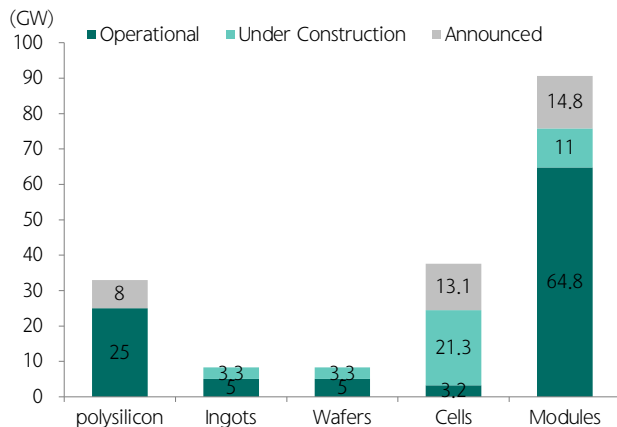
자료: KITA, 하나증권

도표 84. 한국의 미국향 셀 수출 단가, 1~2월 평균 YoY +21% 상승



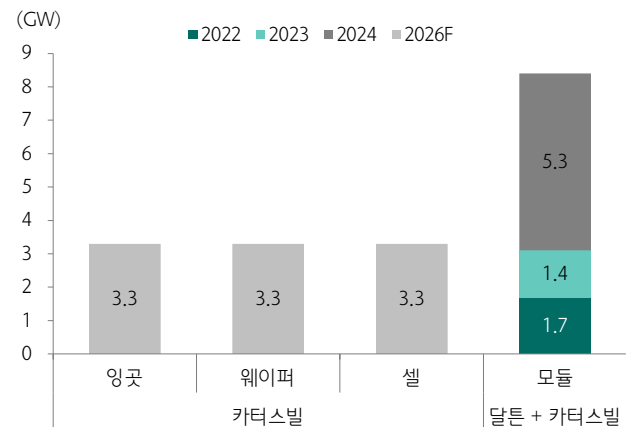
자료: KITA, 하나증권

도표 85. 미국의 태양광 밸류체인 규모



자료: KITA, 하나증권

도표 86. 한화솔루션 미국 태양광 밸류체인



자료: KITA, 하나증권

2) 태양광을 보는 새로운 기준 '수요'. 중국 규제 완화 우려는 과도

미중 정상회담, '스몰딜'에 불과

미중 정상회담 이후 태양광 업체의 주가는 큰 폭 하락 중이다. 하지만, 이번 미중 정상회담은 양국 간 갈등을 근본적으로 해소한 '빅딜'보다는 협상 분위기를 관리를 위한 '스몰딜' 성격이 짙었다. 특히, 성과로 내세운 내용은 품목별 관세 조정, 농산물 시장 접근, 항공기 구매 등으로 합의가 쉬운 상업 의제에 집중되었으며, 반도체 수출통제 완화나 첨단 장비 반입, 에너지 장기 구매계약, 대만/안보 등에 대한 합의 거의 없었다. 즉, 중국 태양광 규제 완화 우려는 과도하다는 판단이다

Petro-State USA vs.
Electro-State China

미국은 중장기 에너지 패권 장악을 위해 화석연료+원전/SMR 중심의 구조를 갖춰가고 있다. 최근 캐나다, 베네수엘라, 이란 등 화석연료가 풍부한 국가에 대한 간섭 확대도 이러한 연장선에서 해석 가능하다. 중국 태양광 규제를 완화하면서까지 고사 직전인 중국업체를 희생시킬 이유도, 신재생을 늘려야 할 이유도 딱히 없다. 태양광 규제 완화는 No.1 Electro-State 중국의 중장기 에너지 패권 장악 가속화 요인이므로, 미국이 이를 좌시할 리 없다. 게다가, 우주산업의 안보 측면에서의 중요성 감안 시 스페이스X의 중국산 원료 사용 가능성도 낮아 보인다. 테슬라의 중국산 사용 허가 로비도 결국엔 허용되지 않을 것으로 판단한다.

OBBBA 법안 내
핵심 규정 변경 어려워

미국 내 한국 태양광 모듈/폴리실리콘 업체의 프리미엄 근거인 OBBBA 법안 내 AMPC, FEOC/PFE, MACR 등 요건은 법률상 제한 사항으로 중국에 유리하게 바꾸려면 하원, 상원, 대통령 서명 등 6~12개월 필요하다. 즉, 최근 중국산 모듈 공급 감소의 핵심인 25% 지분 제한, PFE 규정 등은 바꾸기 어렵다는 의미이다. 정말 최악이라도, MACR 계산 방식이나, effective control 판단 기준 등 법 개정없이 바꿀 수 있는 시행규칙/가이드라인 등의 변화만 가능할 것이다.

이미 미국 업체들은
중국산을 배제

Sunrun 등 미국 태양광 설치업체들은 OBBBA 법안 미 준수 시 ITC/PTC 지급 제외 리스크를 우려해 이미 올해 1월부터 중국산을 승인 모듈 목록에서 제외했고, 은행/보험사도 이러한 움직임에 동참하고 있다.

특히, 폴리실리콘은
공급망 추적의 핵심

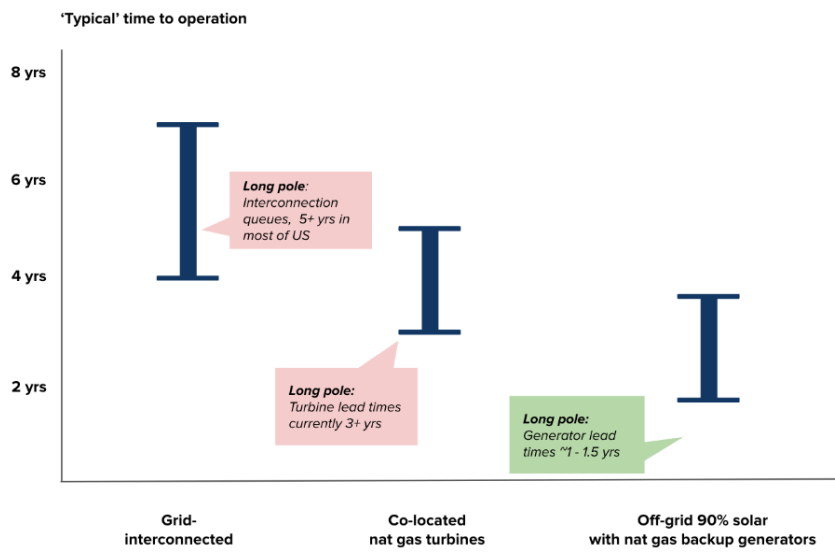
특히, 폴리실리콘은 최종 Upstream으로 중국산 포함 시 모든 밸류체인이 세액공제 적정성 검토가 필요해지는 복잡한 상황이 전개되어 OBBBA 법안 전면 수정이 아닌 이상 규제 완화 대상에 포함되기 힘들다. 게다가, 이미 UFLPA(강제노동수입금지), Section 301(보복관세; 중국 웨이퍼/폴리 관세) 등 각종 규제가 이미 적용되어 있고, 국가 안보와 직결된 규제인 Section 232까지 발표가 남아 있는 등 중국산을 배제할 각종 규제는 이미 충분하다.

미국 태양광 수요가 급증 추정
이제는 수요 요인이 더욱 중요

당초 빅테크는 미국 내 전력 부족을 이유로 UAE 등 에너지가 풍부한 중동으로 데이터센터 확장을 확장하려 했었다. 하지만, 최근 이란 전쟁으로 이러한 움직임은 급격하게 위축되고, 오히려 미국으로 유턴하면서 미국 내 태양광 수요는 급격하게 증가하고 있는 것으로 추정된다. 최근 ESS, Gas Generator에 대한 수주 증가가 이를 뒷받침한다. 실제, NextEra CEO는 초기 가동을 태양광+ESS로 시작하고, 향후 Gas Generator를 추가하면 4~5GW 급 발전소 건설도 가능함을 언급한 바 있다. 이를 감안하면, 가스터빈 병목 하에서 오히려 태양광+ESS+Gas Generator 조합이 각광 받고 있는 것으로 유추할 수 있는 것이며, 우주 태양광까지 더해지면서 수요의 추가적인 업사이드 요인이 되고 있다. 이제는 공급 요인보다 수요의 업사이드에 더욱 주목할 때다.

도표 87. 전력망 확장에 5년, 가스터빈 리드타임 3년, Off-Grid Solar 1~1.5년

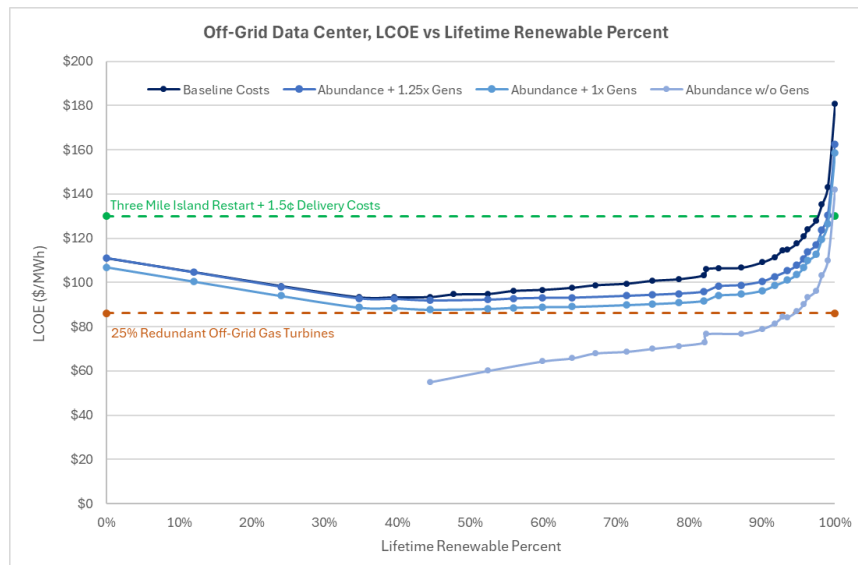
Solar+ESS의 기간 단축 장점



주: Gas Generator는 소규모 발전(수백kW~수십MW)이나 비상전력 공급, Off-Grid 시스템에 적합
 자료: How off-grid solar microgrids can power the AI race(2024.12월), 하나증권

도표 88. 초기 태양광+ESS로 경제성 확보. 향후 발전기 Gas Generator 추가

태양광+ESS+Gas Generator



자료: How off-grid solar microgrids can power the AI race(2024.12월), 하나증권

Top-Picks

S-Oil(010950)	31
금호석유화학(011780)	34
한화솔루션(009830)	37

2026년 5월 26일 | 기업분석

BUY (유지)

목표주가(12M) 130,000원
현재주가(5.21) 107,300원

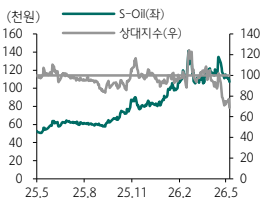
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,815.59
52주 최고/최저(원)	141,300/50,600
시가총액(십억원)	12,080.1
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	112,582.8
60일 평균 거래량(천주)	970.5
60일 평균 거래대금(십억원)	122.2
외국인지분율(%)	77.93
주요주주 지분율(%)	
Aramco Overseas Company BV 외 5인	63.43
국민연금공단	9.35

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	41,927.5	39,220.1
영업이익(십억원)	3,048.9	2,276.0
순이익(십억원)	2,064.9	1,609.3
EPS(원)	17,708	13,801
BPS(원)	92,587	104,270

Stock Price



Financial Data

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
세전이익	(332.5)	173.2	2,152.7	2,672.0
순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7
EPS	(1,656)	1,518	14,031	17,415
증감율	적전	흑전	824.31	24.12
PER	(33.09)	54.68	7.90	6.36
PBR	0.73	1.09	1.24	1.07
EV/EBITDA	10.50	14.96	4.56	4.01
ROE	(2.18)	2.01	16.94	18.10
BPS	74,590	76,234	89,427	103,089
DPS	125	330	2,750	4,500



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

S-Oil (010950)

원유 시장의 구조적 변화와 재평가 가능성

호르무즈, 그 이후. 원유 시장의 구조적 변화가 시작된다

호르무즈 사태 이후 아시아 각국의 원유 조달처 다변화가 본격화 되고 있다. 중동 원유를 대체하기 시작한 지역은 미국/브라질/서아프리카/캐나다 등이다. 단기적으로는 원유 블렌딩을 통한 가동률 극대화가 주를 이루겠지만, 중장기적으로는 설비 개조를 통해 구조적인 중동산 의존도 축소가 이뤄질 가능성이 높다. 이 과정에서 중동의 아시아에 대한 원유 가격 결정력은 약화될 수 밖에 없다. 게다가, UAE의 탈퇴는 OPEC의 균열에 추가적인 트리거가 될 것이다. 베네수엘라를 51번째 주로 편입하겠다는 트럼프의 아이디어는 미국의 경질원유와 베네수엘라의 초경질유를 아시아에 동시에 수출해 중동을 대체하고자 하는 의도 중 하나로도 읽힌다. 아시아가 원유 조달처로 눈여겨 보고 있는 브라질/서아프리카 등 Non-OPEC이 중장기적으로 원유 생산량 증분을 주도하는 지역이 된다는 점도 OPEC의 가격 결정력 약화를 가속화하는 요인이다. 즉, 아시아 정유사들은 이번 호르무즈 사태를 기점으로 중동으로부터의 원유 조달에 상대적 협상력을 얻게 될 가능성이 높으며, 이는 OSP 약세를 통한 중장기 원가 절감효과와 밸류에이션 Re-rating의 근거가 될 것이다.

2H26에도 정제마진 강세는 지속된다

2H26 정제마진은 15~20\$/bbl 수준을 전망한다. 이란 전쟁 직후 기록한 90\$/bbl 수준에서 당연히 조정이 불가피 하나, 전쟁 이전에 기록했던 10~18\$/bbl 이상에서 마진은 유지될 가능성이 높다. 2026~27년 예정된 글로벌 증설분 각각 0.6% 대비 중동/러시아 정제설비의 타격 규모가 5% 수준이며 정상 가동에는 향후 1년 내외의 시간이 필요할 것으로 전망되기 때문이다. 게다가, 미국의 등/경유 재고가 21년 래 최저치를 기록하는 등 글로벌 석유제품 재고가 매우 낮아 연말 난방 시즌을 앞둔 재고 확보 움직임이 하반기 내내 지속될 가능성도 배제할 수 없기 때문이다.

6~7월 단기 실적 둔화 구간이 절호의 매수 기회

BUY, TP 13만원을 유지한다. 원유 시장의 변화와 정제마진 강세는 구조적이라 판단하며, 향후 높은 이익에 따른 배당 확대 가능성 등을 감안해 2027~28년까지 긍정적 시각을 유지한다. 다만, 1~2Q26 호실적에도 불구하고, 3Q26에는 실적은 일시적으로 둔화될 가능성이 높다. 하나증권은 6월 중 호르무즈 해협의 개방을 가정하고 있는데, 이 경우 유가/제품가격은 하락하나 사우디 OSP가 5월 19.5\$, 6월 15.5\$로 한 달 뒤인 6~7월에 투입되며 역래깅 효과가 극대화 되기 때문이다. 유가 안정화 이후에 주가 반등을 전망한다. 내수 가격 상한제 및 역래깅 효과가 종료되며, 이익 가시성이 높아지기 때문이다. 단기 실적/주가 약세를 중장기 투자를 위한 절호의 매수 기회로 삼아야 한다. 전쟁 전보다 상황은 나아졌기에, 주가가 전쟁 이전보다 하락하면 모아가는 전략이 유효하다.

도표 1. S-Oil 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	8,990.5	8,048.5	8,415.4	8,792.5	8,942.7	12,229.2	9,486.3	9,481.5	36,637.0	34,246.9	40,139.7	32,051.2
QoQ(%)	0.8%	-10.5%	4.6%	4.5%	1.7%	36.8%	-22.4%	-0.1%				
YoY(%)	-3.4%	-15.9%	-4.8%	-1.4%	-0.5%	51.9%	12.7%	7.8%	2.5%	-6.5%	17.2%	-20.2%
정유부문	7,072.0	6,259.9	6,694.3	6,979.2	7,101.3	10,041.5	7,709.6	7,631.7	28,804.4	27,005.4	32,484.0	25,804.9
석유화학부문	1,128.0	1,033.7	1,016.3	1,056.1	1,104.4	1,297.6	1,119.4	1,188.6	4,702.9	4,234.1	4,710.0	4,437.6
윤활기유부문	790.5	754.9	704.7	757.2	737.0	890.1	657.3	661.2	3,129.7	3,007.3	2,945.6	1,808.7
영업이익	-21.5	-343.9	229.2	424.5	1,231.1	587.7	277.0	604.5	460.6	288.3	2,700.3	2,916.1
영업이익률(%)	-0.2%	-4.3%	2.7%	4.8%	13.8%	4.8%	2.9%	6.4%	1.3%	0.8%	6.7%	9.1%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	85.2%	190.0%	-52.3%	-52.9%	118.2%				
YoY(%)	적전	적전	흑전	62.8%	흑전	흑전	20.9%	42.4%	-66.0%	-37.4%	836.7%	8.0%
정유부문	-56.8	-441.1	115.5	225.3	1,039.0	375.5	69.0	379.4	-245.4	-157.1	1,862.9	1,717.7
영업이익률(%)	-0.8%	-7.0%	1.7%	3.2%	14.6%	3.7%	0.9%	5.0%	-0.9%	-0.6%	5.7%	6.7%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	95.1%	361.2%	-63.9%	-81.6%	449.5%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.3%	흑전	흑전	-40.2%	68.4%	적전	적지	흑전	-7.8%
석유화학부문	-74.5	-34.6	-19.9	-7.8	25.5	-43.4	23.5	42.0	134.8	-136.8	47.5	483.6
영업이익률(%)	-6.6%	-3.4%	-2.0%	-0.7%	2.3%	-3.3%	2.1%	3.5%	2.9%	-3.2%	1.0%	10.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	78.7%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-29.3%	적전	흑전	917.9%
윤활기유부문	109.7	131.8	133.6	207.0	166.6	255.7	184.5	183.1	571.1	582.1	789.9	714.9
영업이익률(%)	13.9%	17.5%	19.0%	27.3%	22.6%	28.7%	28.1%	27.7%	18.2%	19.4%	26.8%	39.5%
QoQ(%)	-5.4%	20.2%	1.4%	54.9%	-19.5%	53.5%	-27.8%	-0.7%				
YoY(%)	-29.5%	-9.6%	-13.1%	78.6%	51.9%	94.0%	38.1%	-11.5%	-29.5%	1.9%	35.7%	-9.5%
당기순이익	-44.6	-66.8	63.2	225.1	721.0	376.0	137.0	402.1	-193.0	177.0	1,636.1	2,030.7
당기순이익률(%)	-0.5%	-0.8%	0.8%	2.6%	8.1%	3.1%	1.4%	4.2%	-0.5%	0.5%	4.1%	6.3%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	256.1%	220.3%	-47.9%	-63.6%	193.4%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	116.8%	78.6%	적전	흑전	824.6%	24.1%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	36,637.0	34,247.0	40,139.7	32,051.2	31,726.5
매출원가	35,411.2	33,203.7	36,530.8	28,329.1	27,958.7
매출총이익	1,225.8	1,043.3	3,608.9	3,722.1	3,767.8
판매비	803.7	807.6	908.6	805.9	810.2
영업이익	422.2	235.6	2,700.3	2,916.1	2,957.5
금융손익	(443.8)	(194.3)	(447.3)	(197.8)	(109.0)
종속/관계기업손익	5.9	3.5	3.5	3.5	3.5
기타영업외손익	(316.8)	128.4	(103.8)	(49.9)	(6.8)
세전이익	(332.5)	173.2	2,152.7	2,672.0	2,845.3
법인세	(139.5)	(3.7)	516.7	641.3	682.9
계속사업이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
지배주주지분포괄이익	(152.6)	191.9	1,636.1	2,030.7	2,162.4
NOPAT	245.1	240.7	2,052.2	2,216.3	2,247.7
EBITDA	1,174.1	1,042.6	3,656.7	3,870.6	3,910.2
성장성(%)					
매출액증가율	2.55	(6.52)	17.21	(20.15)	(1.01)
NOPAT증가율	(78.42)	(1.80)	752.60	8.00	1.42
EBITDA증가율	(43.38)	(11.20)	250.73	5.85	1.02
영업이익증가율	(68.83)	(44.20)	1,046.14	7.99	1.42
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	824.35	24.12	6.49
EPS증가율	적전	흑전	824.31	24.12	6.49
수익성(%)					
매출총이익률	3.35	3.05	8.99	11.61	11.88
EBITDA이익률	3.20	3.04	9.11	12.08	12.32
영업이익률	1.15	0.69	6.73	9.10	9.32
계속사업이익률	(0.53)	0.52	4.08	6.34	6.82

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,656)	1,518	14,031	17,415	18,545
BPS	74,590	76,234	89,427	103,089	117,132
CFPS	9,731	10,555	30,788	32,511	32,761
EBITDAPS	10,069	8,942	31,360	33,194	33,534
SPS	314,199	293,701	344,238	274,871	272,085
DPS	125	330	2,750	4,500	4,500
주가지표(배)					
PER	(33.09)	54.68	7.90	6.36	5.97
PBR	0.73	1.09	1.24	1.07	0.95
PCFR	5.63	7.86	3.60	3.41	3.38
EV/EBITDA	10.50	14.96	4.56	4.01	3.32
PSR	0.17	0.28	0.32	0.40	0.41
재무비율(%)					
ROE	(2.18)	2.01	16.94	18.10	16.84
ROA	(0.84)	0.69	5.83	6.97	7.34
ROIC	1.53	1.30	10.52	11.73	12.45
부채비율	181.19	198.82	183.84	138.52	121.27
순부채비율	69.01	68.24	31.61	17.89	(2.99)
이자보상배율(배)	1.49	0.85	9.53	10.19	10.57

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,048.0	8,615.6	11,965.6	11,378.1	13,881.2
금융자산	2,004.5	1,873.1	5,155.7	5,940.4	8,498.6
현금성자산	1,945.8	1,834.7	5,116.9	5,909.4	8,467.9
매출채권	2,171.0	2,005.1	2,025.1	1,617.0	1,600.6
재고자산	4,493.1	4,164.4	4,206.1	3,358.5	3,324.5
기타유동자산	1,379.4	573.0	578.7	462.2	457.5
비유동자산	14,403.4	17,941.4	17,626.9	17,289.3	16,335.8
투자자산	203.0	187.6	188.5	170.8	170.1
금융자산	160.3	146.9	147.4	138.0	137.6
유형자산	13,581.8	16,990.0	16,688.2	16,379.8	15,436.9
무형자산	148.8	149.5	136.0	124.4	114.6
기타비유동자산	469.8	614.3	614.2	614.3	614.2
자산총계	24,451.4	26,557.0	29,592.5	28,667.3	30,217.0
유동부채	11,656.7	12,210.9	13,181.1	10,699.8	10,613.4
금융부채	4,071.3	2,635.1	2,648.2	2,288.5	2,287.3
매입채무	4,981.6	6,981.7	7,679.9	6,132.3	6,070.2
기타유동부채	2,603.8	2,594.1	2,853.0	2,279.0	2,255.9
비유동부채	4,099.1	5,458.7	5,985.6	5,948.7	5,947.2
금융부채	3,934.0	5,302.6	5,802.6	5,802.6	5,802.6
기타비유동부채	165.1	156.1	183.0	146.1	144.6
부채총계	15,755.8	17,669.6	19,166.7	16,648.5	16,560.6
지배주주지분	8,695.6	8,887.4	10,425.8	12,018.8	13,656.3
자본금	291.5	291.5	291.5	291.5	291.5
자본잉여금	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5	1,331.5
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	44.0	44.7	44.7	44.7	44.7
이익잉여금	7,030.5	7,221.6	8,759.9	10,353.0	11,990.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,695.6	8,887.4	10,425.8	12,018.8	13,656.3
순금융부채	6,000.7	6,064.6	3,295.1	2,150.6	(408.8)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,467.6	3,942.3	3,109.7	3,339.8	3,028.9
당기순이익	(193.0)	177.0	1,636.1	2,030.7	2,162.4
조정	831.7	673.9	1,235.2	955.8	852.3
감가상각비	752.0	807.0	956.4	954.4	952.7
외환거래손익	552.6	8.2	282.2	4.9	(97.0)
지분법손익	(5.9)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
기타	(467.0)	(137.8)	0.1	(0.0)	0.1
영업활동 자산부채변동	828.9	3,091.4	238.4	353.3	14.2
투자활동 현금흐름	(3,027.0)	(3,782.7)	(921.0)	(610.4)	101.5
투자자산감소(증가)	(31.8)	16.9	2.6	21.2	4.2
자본증가(감소)	(3,041.9)	(3,906.0)	(641.0)	(634.5)	0.0
기타	46.7	106.4	(282.6)	2.9	97.3
재무활동 현금흐름	1,977.9	(67.7)	415.4	(797.4)	(526.1)
금융부채증가(감소)	2,167.2	(67.6)	513.1	(359.8)	(1.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(189.3)	(0.1)	(97.7)	(437.6)	(524.9)
현금의 증감	418.5	91.9	2,591.4	792.6	2,558.5
Unlevered CFO	1,134.7	1,230.7	3,590.0	3,790.9	3,820.1
Free Cash Flow	(1,574.3)	36.3	2,468.6	2,705.3	3,028.9

2026년 5월 26일 | 기업분석

BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(5.21) 140,500원

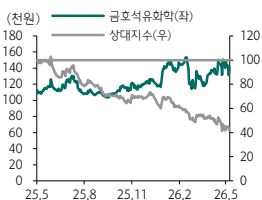
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,815.59
52주 최고/최저(원)	153,400/103,600
시가총액(십억원)	3,534.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	25,157.3
60일 평균 거래량(천주)	132.8
60일 평균 거래대금(십억원)	17.9
외국인지분율(%)	27.27
주요주주 지분율(%)	
박철환 외 13 인	30.18
국민연금공단	9.85

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	7,302.5	7,472.8
영업이익(십억원)	363.7	425.5
순이익(십억원)	391.4	438.0
EPS(원)	13,784	15,530
BPS(원)	257,743	272,588

Stock Price



Financial Data (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
세전이익	407.6	348.8	666.1	777.2
순이익	348.6	290.9	506.3	590.7
EPS	11,321	9,843	17,846	20,960
증감율	(18.44)	(13.06)	81.31	17.45
PER	8.00	12.26	7.36	6.27
PBR	0.45	0.56	0.55	0.51
EV/EBITDA	5.09	5.52	4.22	2.95
ROE	5.88	4.74	7.82	8.46
BPS	199,918	215,808	238,922	258,337
DPS	2,200	1,700	1,700	1,700



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

금호석유화학 (011780)

합성고무와 MDI는 완벽히 돌아섰다

합성고무 5년 만의 턴어라운드

합성고무는 지난 5년 간의 다운사이클에서 벗어나 완벽한 턴어라운드를 2026년부터 보여 줄 것으로 전망된다. 가장 규모가 커 이익 레버리지가 높은 NB Latex의 가격은 연말 대비 현재 약 +170% 급등했다. 코로나 이후 쌓였던 라텍스 장갑 재고는 유통기한이 지나면서 대거 폐기 처분 되었고, 이에 따라 장갑뿐 아니라, 원재료인 NB Latex의 품귀 현상이 동시에 발생했기 때문이다. 실제, 글로벌 No.1 장갑업체인 말레이 Top Glove의 가동률은 1년 전 약 60%에서 현재 약 90%로 30%p 가량 급등했고, 중국 장갑업체 또한 Full 생산/판매 체제로 전환되면서 주가가 큰 폭으로 상승한 바 있다. 라텍스 장갑은 필수 의료 품목으로 재고 확보 움직임이 한동안 발생할 가능성이 높아 BD가격 조정에도 불구하고, 상대적으로 견조한 흐름을 지속할 것으로 전망된다. 실제, 최근 한 달간 BD는 약 30% 조정되었으나, 5월 NB Latex 가격은 MoM +5% 가량 상승하면서 견조한 흐름을 보이고 있다. NB Latex의 마진 개선으로 부족한 BD를 BR/SBR보다 NBL에 배정하는 움직임이 합성고무 업체 중심으로 나타나면서 BR/SBR의 마진도 전쟁 이전보다 좋아졌다. 전쟁과 무관하게 꾸준히 상승한 천연고무는 현재 10년 래 최대치를 기록 중이다. 수요-공급 밸런스 상 고무 제품군은 2026년부터 향후 수 년 간 Up-Cycle에 진입할 것으로 전망된다.

MDI도 이익 개선되며 지분법 이익 개선에 힘들 보탬 것

MDI 가격은 연초 대비 약 +36% 급등했다. 사우디 Jubail에 위치한 Aramco-Dow 합작설 비인 Sadara Chemical이 공급망 차질을 이유로 생산을 일시 중단하면서 나타난 현상이다. 참고로, Sadar Chemical은 MDI 40만톤/년으로 글로벌 Capa의 4%에 해당한다. 중장기적으로는 2026~27년 글로벌 MDI 증설이 전무한 구간에 진입한다. 특히, MDI는 LNG 보냉재 등에 사용되어 글로벌 LNG 운반선 및 보냉재 수주 증가에 따른 수혜가 가능해 향후 추가적인 이익 개선이 충분히 가능하다.

영업이익보다 순이익이 높은 사이클. 배당 확대와 자사주 활용 가능성까지

BUY, TP 18만원을 유지한다. 금호석유화학의 순이익은 2023~25년 최근 3년 간 영업이익보다 높은 수준을 기록했다. 금호미쓰이화학의 높은 이익 창출력에 더해 건전한 재무구조에 따른 이자비용 축소 등에 기인한다. 2026년 이후에도 이러한 국면은 지속될 가능성이 높다. 2026년 순현금으로 전환과 MDI 호조에 따른 금호미쓰이화학의 이익 확대 덕분이다. 강한 이익 턴어라운드와 안정적 재무 구조를 감안하면, 배당 확대 및 자사주 활용 등 향후 회사의 주주친화 정책은 더욱 강화될 가능성이 높다.

도표 1. 금호석유화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	1,908.2	1,773.4	1,643.8	1,589.7	1,780.0	2,107.6	1,735.9	1,884.0	7,155.0	6,915.1	7,507.5	6,500.0
QoQ(%)	5.6%	-7.1%	-7.3%	-3.3%	12.0%	18.4%	-17.6%	8.5%				
YoY(%)	14.4%	-4.3%	-10.1%	-12.0%	-6.7%	18.8%	5.6%	18.5%	13.2%	-3.4%	8.6%	-13.4%
합성고무	757.2	674.5	632.2	607.3	733.5	877.9	726.9	806.7	2,795.2	2,671.2	3,145.0	2,683.5
합성수지	336.0	298.2	272.5	266.2	301.8	382.6	283.9	310.5	1,282.9	1,172.9	1,278.7	958.5
에너지/정밀화학	195.5	187.5	185.0	166.1	148.7	165.6	173.9	165.5	773.8	734.1	653.8	662.8
페놀(금호 P&B)	431.7	432.6	378.7	364.5	399.2	465.0	356.4	426.0	1,635.2	1,607.5	1,646.6	1,447.6
EPDM/TPV	187.8	180.6	175.4	185.6	196.8	216.5	194.8	175.3	667.9	729.4	783.5	747.5
영업이익	120.6	65.2	84.4	1.5	59.4	165.4	110.7	130.4	272.8	271.8	465.9	565.3
영업이익률(%)	6.3%	3.7%	5.1%	0.1%	3.3%	7.8%	6.4%	6.9%	3.8%	3.9%	6.2%	8.7%
QoQ(%)	1,111.5%	-45.9%	29.5%	-98.2%	3733.8%	178.4%	-33.0%	17.8%				
YoY(%)	53.4%	-45.3%	29.8%	-84.4%	-50.7%	153.6%	31.1%	8,317.8%	-23.7%	-0.4%	71.4%	21.3%
합성고무	46.0	8.5	31.2	15.8	14.9	82.5	47.2	65.6	100.8	101.5	210.2	278.2
영업이익률(%)	6.1%	1.3%	4.9%	2.6%	2.0%	9.4%	6.5%	8.1%	3.6%	3.8%	6.7%	10.4%
QoQ(%)	150.7%	-81.5%	266.8%	-49.3%	-5.7%	453.8%	-42.8%	39.1%				
YoY(%)	83.3%	-81.8%	190.3%	-13.9%	-67.6%	870.8%	51.3%	315.5%	4.1%	0.7%	107.2%	32.3%
합성수지	5.2	5.3	4.4	-9.5	-2.2	8.6	3.6	6.9	-18.3	5.4	17.0	38.2
영업이익률(%)	1.5%	1.8%	1.6%	-3.6%	-0.7%	2.3%	1.3%	2.2%	-1.4%	0.5%	1.3%	4.0%
QoQ(%)	흑전	1.9%	-17.7%	적전	적지	흑전	-57.8%	89.0%				
YoY(%)	흑전	349.2%	흑전	적지	적전	62.8%	-16.4%	흑전	적지	흑전	216.4%	125.1%
에너지/정밀화학	43.6	38.7	43.1	-2.3	24.2	31.8	36.9	34.0	138.1	123.1	126.9	135.7
영업이익률(%)	22.3%	20.6%	23.3%	-1.4%	16.3%	19.2%	21.2%	20.5%	17.9%	16.8%	19.4%	20.5%
QoQ(%)	241.7%	-11.2%	11.4%	적전	흑전	31.6%	15.8%	-7.8%				
YoY(%)	27.4%	-10.7%	-9.9%	적전	-44.5%	-17.7%	-14.5%	흑전	-22.1%	-10.9%	3.1%	6.9%
페놀(금호 P&B)	1.9	-2.3	-14.4	-22.3	-8.6	7.5	-1.5	5.3	-17.9	-37.1	2.7	34.0
영업이익률(%)	0.4%	-0.5%	-3.8%	-6.1%	-2.2%	1.6%	-0.4%	1.2%	-1.1%	-2.3%	0.2%	2.3%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전				
YoY(%)	흑전	적전	적전	적지	적전	흑전	적지	흑전	적전	적지	흑전	1153.0%
EPDM/TPV	23.9	15.0	20.2	19.8	31.1	34.9	24.6	18.6	70.1	78.9	109.1	79.3
영업이익률(%)	12.7%	8.3%	11.5%	10.7%	15.8%	16.1%	12.6%	10.6%	10.5%	10.8%	13.9%	10.6%
QoQ(%)	127.6%	-37.2%	34.7%	-2.0%	57.1%	12.1%	-29.6%	-24.3%				
YoY(%)	3.0%	-33.0%	44.3%	88.6%	30.1%	132.4%	21.6%	-6.1%	-18.9%	12.6%	38.3%	-27.4%
당기순이익	124.8	57.7	106.9	1.4	96.3	190.9	104.0	115.0	348.6	290.9	506.3	590.7
당기순이익률(%)	6.5%	3.3%	6.5%	0.1%	5.4%	9.1%	6.0%	6.1%	4.9%	4.2%	6.7%	9.1%
QoQ(%)	103.5%	-53.8%	85.2%	-98.7%	6,575.9%	98.3%	-45.5%	10.6%				
YoY(%)	21.7%	-56.1%	101.2%	-97.6%	-22.9%	230.7%	-2.7%	7,873.6%	-22.0%	-16.5%	74.0%	16.7%
지배순이익	125.0	57.7	106.9	1.4	96.3	190.9	104.0	115.1	348.6	290.9	506.3	590.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,155.0	6,915.1	7,507.5	6,500.0	6,488.4
매출원가	6,569.4	6,311.2	6,756.8	5,670.1	5,627.5
매출총이익	585.6	603.9	750.7	829.9	860.9
판매비	312.8	332.1	284.9	264.6	269.4
영업이익	272.8	271.8	465.9	565.3	591.5
금융손익	7.9	(16.3)	(1.5)	0.2	18.1
종속/관계기업손익	93.4	131.1	180.0	200.0	220.0
기타영업외손익	33.5	(37.7)	21.7	11.7	11.7
세전이익	407.6	348.8	666.1	777.2	841.3
법인세	59.0	57.9	159.9	186.5	201.9
계속사업이익	348.6	290.9	506.3	590.7	639.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	348.6	290.9	506.3	590.7	639.4
비배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	348.6	290.9	506.3	590.7	639.4
지배주주지분포괄이익	334.8	315.3	506.3	590.7	639.4
NOPAT	233.3	226.7	354.1	429.6	449.6
EBITDA	548.0	589.3	801.3	920.6	959.9
성장성(%)					
매출액증가율	13.17	(3.35)	8.57	(13.42)	(0.18)
NOPAT증가율	(29.47)	(2.83)	56.20	21.32	4.66
EBITDA증가율	(10.19)	7.54	35.97	14.89	4.27
영업이익증가율	(24.01)	(0.37)	71.41	21.34	4.63
(지배주주)순이익증가율	(21.98)	(16.55)	74.05	16.67	8.24
EPS증가율	(18.44)	(13.06)	81.31	17.45	8.24
수익성(%)					
매출총이익률	8.18	8.73	10.00	12.77	13.27
EBITDA이익률	7.66	8.52	10.67	14.16	14.79
영업이익률	3.81	3.93	6.21	8.70	9.12
계속사업이익률	4.87	4.21	6.74	9.09	9.85

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,321	9,843	17,846	20,960	22,688
BPS	199,918	215,808	238,922	258,337	279,479
CFPS	19,463	21,856	27,517	31,579	32,971
EBITDAPS	17,797	19,939	28,247	32,669	34,061
SPS	232,347	233,965	264,651	230,652	230,242
DPS	2,200	1,700	1,700	1,700	1,700
주가지표(배)					
PER	8.00	12.26	7.36	6.27	5.79
PBR	0.45	0.56	0.55	0.51	0.47
PCFR	4.65	5.52	4.78	4.16	3.99
EV/EBITDA	5.09	5.52	4.22	2.95	2.32
PSR	0.39	0.52	0.50	0.57	0.57
재무비율(%)					
ROE	5.88	4.74	7.82	8.46	8.47
ROA	4.27	3.46	5.78	6.33	6.45
ROIC	5.03	4.81	7.45	8.81	9.13
부채비율	38.03	35.67	34.74	32.48	29.98
순부채비율	2.65	(1.24)	(2.54)	(11.47)	(16.80)
이자보상배율(배)	8.17	6.25	10.35	12.55	13.14

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,710.9	2,741.6	2,977.1	3,398.5	3,882.3
금융자산	784.8	1,089.1	1,183.3	1,845.1	2,331.7
현금성자산	429.3	650.4	707.1	1,432.8	1,920.1
매출채권	868.8	725.1	787.3	681.6	680.4
재고자산	958.4	858.8	932.4	807.3	805.8
기타유동자산	98.9	68.6	74.1	64.5	64.4
비유동자산	5,629.3	5,732.9	6,062.4	6,213.9	6,323.4
투자자산	1,212.8	1,410.5	1,512.4	1,538.2	1,535.9
금융자산	219.2	235.4	236.6	236.9	236.8
유형자산	4,101.5	3,927.0	4,162.1	4,293.4	4,409.6
무형자산	38.1	41.6	34.1	28.4	24.1
기타비유동자산	276.9	353.8	353.8	353.9	353.8
자산총계	8,340.2	8,474.5	9,039.6	9,612.4	10,205.6
유동부채	1,534.5	1,366.5	1,443.9	1,463.3	1,461.6
금융부채	465.3	445.2	446.3	446.6	446.5
매입채무	543.6	418.6	454.4	463.5	462.7
기타유동부채	525.6	502.7	543.2	553.2	552.4
비유동부채	763.5	861.5	886.7	893.1	892.6
금융부채	480.0	566.4	566.4	566.4	566.4
기타비유동부채	283.5	295.1	320.3	326.7	326.2
부채총계	2,298.0	2,227.9	2,330.6	2,356.5	2,354.1
지배주주지분	6,037.8	6,245.3	6,708.0	7,255.1	7,850.9
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	403.5	403.1	403.1	403.1	403.1
자본조정	(31.9)	(25.6)	(25.6)	(25.6)	(25.6)
기타포괄이익누계액	(72.5)	(42.5)	(42.5)	(42.5)	(42.5)
이익잉여금	5,571.2	5,742.9	6,205.6	6,752.7	7,348.5
비지배주주지분	4.4	1.2	1.0	0.8	0.6
자본총계	6,042.2	6,246.5	6,709.0	7,255.9	7,851.5
순금융부채	160.4	(77.4)	(170.6)	(832.1)	(1,318.7)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	322.3	715.3	638.2	897.5	787.8
당기순이익	348.6	290.9	506.3	590.7	639.4
조정	270.9	340.4	145.4	155.4	148.4
감가상각비	275.2	317.5	335.4	355.3	368.3
외환거래손익	(15.3)	2.6	(9.9)	0.1	0.1
지분법손익	(98.1)	(124.2)	(180.0)	(200.0)	(220.0)
기타	109.1	144.5	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(297.2)	84.0	(13.5)	151.4	0.0
투자활동 현금흐름	(259.0)	(372.5)	(512.8)	(243.2)	(257.4)
투자자산감소(증가)	57.1	(52.6)	78.0	174.0	222.1
자본증가(감소)	(436.2)	(194.4)	(563.1)	(481.0)	(480.1)
기타	120.1	(125.5)	(27.7)	63.8	0.6
재무활동 현금흐름	(10.7)	14.9	(42.5)	(43.3)	(43.6)
금융부채증가(감소)	59.5	66.4	1.1	0.3	(0.0)
자본증가(감소)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.3	6.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	(76.5)	(57.3)	(43.6)	(43.6)	(43.6)
현금의 증감	52.6	357.7	(251.4)	725.7	487.3
Unlevered CFO	599.4	646.0	780.6	889.9	929.1
Free Cash Flow	(113.9)	520.9	75.1	416.5	307.7

2026년 5월 26일 | 기업분석

BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원
현재주가(5.21) 40,600원

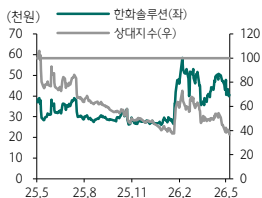
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,815.59
52주 최고/최저(원)	58,500/26,100
시가총액(십억원)	6,978.8
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	4,708.1
60일 평균 거래대금(십억원)	218.7
외국인지분율(%)	15.37
주요주주 지분율(%)	
한화 외 8 인	36.92
국민연금공단	5.75

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	17,924.1	19,209.5
영업이익(십억원)	797.0	1,309.0
순이익(십억원)	427.9	843.7
EPS(원)	2,678	4,840
BPS(원)	58,731	62,675

Stock Price



Financial Data

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
세전이익	(1,423.7)	(838.0)	391.7	821.7
순이익	(1,404.4)	(650.4)	312.5	655.7
EPS	(8,050)	(3,728)	1,791	3,758
증감율	적지	적지	흑전	109.83
PER	(2.00)	(7.19)	22.31	10.63
PBR	0.29	0.51	0.73	0.68
EV/EBITDA	35.32	46.37	14.46	11.21
ROE	(15.99)	(7.01)	3.38	6.73
BPS	54,793	52,796	54,587	58,346
DPS	300	0	0	0



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

한화솔루션 (009830)

미국의 에너지 안보를 책임지는 한국 태양광

미국 태양광 모듈 가격 상승세 시작

미국 태양광 모듈의 공급과잉이 해소되면서 판가 상승이 뚜렷하게 나타나면서 한화솔루션 /OCI홀딩스 등 모듈 사업자의 영업이익이 흑자전환되기 시작했다. 한화솔루션은 1Q26 모듈 가격 QoQ +14% 상향을 언급했다. 실제, 2월 미국 모듈 가격(중간가격)은 0.285\$/W로 YoY +10% 상승했다. 특히, Mono PERC 모듈 가격은 2월 0.33\$/W로 YoY +20% 상승했다. 1) Sunrun 등 태양광 설치업체들이 OBBBA 법안 하의 Non-PFE 공급망 비중인 조달요건 (MACR)을 충족하지 못해 ITC/PTC 세제혜택에서 배제될 리스크를 제거하기 위해 중국산 모듈을 승인 대상에서 제외하기 시작 2) 2026년 7/3일 ITC Safe Harbor 마감일 이전 공급 확보를 위한 수요 확대가 발생 중 3) AMPC(45X) 수취를 위한 Non-PFE 규정 '중국 지분 25% 이하, 실질적 지배 금지' 등 구체화 4) 2026년 2/24일 First Solar의 TOPCon 특허 침해 주장에 따른 Section 337 조사가 개시되며, 일시적으로 TOPCon 수요가 감소하고 Mono PERC로 수요가 쏠린 영향 등이다. 실제, Sunrun CFO는 "규정에 위배되는 업체로부터 원료를 조달하고 있지 않다"라고 언급하며 Qcells(8.4GW), Silfab(2.4GW), Elin(2GW), REC Group(싱가폴) 등 비중국계 업체만 승인 대상 모듈에 포함시켰다. Canadian Solar(5GW), Jinko Solar (2GW), LONGi(5GW) 등 중국계 업체들은 제외되었다.

미국 태양광 시장, 공급보다 수요의 Upside를 봐야할 때

당초 빅테크는 미국 내 전력 부족을 이유로 UAE 등 에너지가 풍부한 중동으로 데이터센터 를 확장하려 했었다. 하지만, 최근 이란 전쟁으로 이러한 움직임은 급격하게 위축되고, 오히려 미국으로 유턴하면서 미국 내 태양광 수요는 급격하게 증가하고 있는 것으로 추정된다. 최근 ESS, Gas Generator에 대한 수주 증가가 이를 뒷받침한다. 실제, NextEra CEO는 초기 가동을 태양광+ESS로 시작하고, 향후 Gas Generator를 추가하면 4~5GW 급 발전소 건설도 가능함을 언급한 바 있다. 이를 감안하면, 가스터빈 병목 하에서 오히려 태양광 +ESS+Gas Generator 조합이 각광 받고 있는 것으로 유추할 수 있는 것이며, 우주 태양광까지 더해지면서 수요의 추가적인 Upside 요인이 되고 있다. 이제는 공급 요인보다 수요의 업사이드에 더욱 주목할 때다.

2026년 하반기 카터스빌 수직계열화 완성에 주목

BUY, TP 6만원을 유지한다. 하반기 카터스빌 잉곳-웨이퍼-셀 3.3GW 수직계열화 완성이 원가 절감 효과가 발생하고, AMPC의 추가적인 수취가 가능해지며, DCA 해당 모듈 생산까지 가능해져 추가적인 판가 상승이 가능할 것으로 판단한다. 우주 산업의 안보 측면을 감안하면 페로브스카이트 탠덤 전지에 대한 미국 주요 업체와의 협업 가능성도 배제할 수 없다. 미국의 전력 부족과 우주 태양광 야심 등 에너지 안보를 책임지고 있는 한화솔루션에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

도표 1. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
매출액	3,094.5	3,117.2	3,364.4	3,757.0	3,882.0	4,845.8	4,003.6	4,546.1	12,474.0	13,333.1	17,277.5	17,786.8
QoQ(%)	-33.3%	0.7%	7.9%	11.7%	3.3%	24.8%	-17.4%	13.5%				
YoY(%)	30.1%	16.3%	21.3%	-19.1%	25.4%	55.5%	19.0%	21.0%	-6.1%	6.9%	29.6%	2.9%
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,340.1	1,405.1	1,402.9	1,343.4	4,817.2	4,624.1	5,491.4	5,557.0
태양광	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,110.9	2,999.0	2,166.6	2,782.4	5,780.2	6,859.4	10,058.9	10,524.4
첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	285.6	271.3	252.0	241.4	1,037.6	1,110.9	1,050.4	999.8
기타	147.9	123.9	194.7	293.5	145.4	170.4	182.1	178.9	853.4	760.0	676.9	705.7
영업이익	30.3	102.1	-7.4	-489.8	92.6	215.5	185.5	269.2	-296.2	-364.8	762.7	1,161.5
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	4.4%	4.6%	5.9%	-2.4%	-2.7%	4.4%	6.5%
QoQ(%)	-71.7%	237.0%	적전	적지	흑전	132.7%	-13.9%	45.1%				
YoY(%)	흑전	흑전	적지	적전	205.6%	111.0%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	52.3%
케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	34.1	93.3	2.0	-6.3	-121.3	-249.1	123.0	187.0
영업이익률(%)	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	2.5%	6.6%	0.1%	-0.5%	-2.5%	-5.4%	2.2%	3.4%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	173.6%	-97.9%	적전				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	52.0%
태양광	136.2	156.2	7.9	-396.0	62.2	124.2	180.3	250.9	-257.5	-95.7	617.5	953.4
영업이익률(%)	8.5%	10.8%	0.5%	-19.2%	2.9%	4.1%	8.3%	9.0%	-4.5%	-1.4%	6.1%	9.1%
QoQ(%)	124.8%	14.7%	-94.9%	적전	흑전	99.6%	45.2%	39.1%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	적전	-54.3%	-20.5%	2,182.2%	흑전	적전	적지	흑전	54.4%
첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	12.2	13.4	12.1	12.3	23.5	6.2	50.0	51.8
영업이익률(%)	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	4.3%	4.9%	4.8%	5.1%	2.3%	0.6%	4.8%	5.2%
QoQ(%)	적지	흑전	-63.3%	적전	흑전	10.0%	-10.0%	2.0%				
YoY(%)	적전	8.9%	-40.5%	적지	흑전	36.9%	235.5%	흑전	-63.5%	-73.4%	701.6%	3.5%
기타	-12.9	-17.1	-9.9	13.7	-15.9	-15.4	-8.9	12.3	59.2	-26.2	-27.9	-30.7
영업이익률(%)	-8.7%	-13.8%	-5.1%	4.7%	-10.9%	-9.0%	-4.9%	6.9%	6.9%	-3.4%	-4.1%	-4.3%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적지	적지	적지	-86.7%	적지	적지	적지	-10.0%	흑전	적전	적지	적지
지분법이익	134.6	3.2	99.1	-202.4	63.2	50.7	3.2	10.8	-327.6	34.5	127.9	134.4
QoQ(%)	흑전	-97.6%	2,996.9%	적전	흑전	-19.7%	-93.6%	232.2%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	적지	-53.0%	1,485.0%	-96.7%	흑전	적전	흑전	270.8%	5.1%
당기순이익	-30.2	-178.4	4.5	-411.2	-38.2	130.5	66.2	139.2	-1,369.0	-615.3	297.7	624.5
당기순이익률(%)	-1.0%	-5.7%	0.1%	-10.9%	-1.0%	2.7%	1.7%	3.1%	-11.0%	-4.6%	1.7%	3.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	-49.2%	110.2%				
YoY(%)	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	1,364.7%	흑전	적지	적지	흑전	109.8%
지배순이익	-44.5	-201.6	-12.1	-392.3	-48.9	128.0	69.5	163.9	-1,404.4	-650.4	312.5	655.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,394.0	13,333.1	17,277.5	17,786.8	17,853.9
매출원가	11,008.2	11,845.1	14,659.4	14,760.9	14,812.4
매출총이익	1,385.8	1,488.0	2,618.1	3,025.9	3,041.5
판매비	1,686.1	1,852.7	1,855.4	1,864.4	1,873.6
영업이익	(300.2)	(364.8)	762.7	1,161.5	1,167.9
금융손익	(440.1)	(441.0)	(460.9)	(436.2)	(419.5)
종속/관계기업손익	(326.7)	34.5	127.9	134.4	168.0
기타영업외손익	(356.6)	(66.7)	(38.1)	(38.1)	(38.1)
세전이익	(1,423.7)	(838.0)	391.7	821.7	878.4
법인세	(315.6)	(225.1)	94.0	197.2	210.8
계속사업이익	(1,109.2)	(613.1)	297.7	624.5	667.6
중단사업이익	(259.8)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,369.0)	(615.3)	297.7	624.5	667.6
비배주주지분 손이익	35.4	35.2	(14.9)	(31.2)	(33.4)
지배주주순이익	(1,404.4)	(650.4)	312.5	655.7	700.9
지배주주지분포괄이익	648.0	(483.1)	346.6	727.1	777.3
NOPAT	(233.7)	(266.8)	579.7	882.7	887.6
EBITDA	415.2	419.5	1,548.3	1,958.5	1,965.0
성장성(%)					
매출액증가율	(5.23)	7.58	29.58	2.95	0.38
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	52.27	0.56
EBITDA증가율	(66.91)	1.04	269.08	26.49	0.33
영업이익증가율	적전	적지	흑전	52.29	0.55
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	109.82	6.89
EPS증가율	적지	적지	흑전	109.83	6.92
수익성(%)					
매출총이익률	11.18	11.16	15.15	17.01	17.04
EBITDA이익률	3.35	3.15	8.96	11.01	11.01
영업이익률	(2.42)	(2.74)	4.41	6.53	6.54
계속사업이익률	(8.95)	(4.60)	1.72	3.51	3.74

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(8,050)	(3,728)	1,791	3,758	4,018
BPS	54,793	52,796	54,587	58,346	62,363
CFPS	3,285	4,681	9,307	11,695	11,925
EBITDAPS	2,380	2,404	8,875	11,226	11,263
SPS	71,039	76,421	99,030	101,949	102,334
DPS	300	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(2.00)	(7.19)	22.31	10.63	9.94
PBR	0.29	0.51	0.73	0.68	0.64
PCFR	4.91	5.73	4.29	3.42	3.35
EV/EBITDA	35.32	46.37	14.46	11.21	10.83
PSR	0.23	0.35	0.40	0.39	0.39
재무비율(%)					
ROE	(15.99)	(7.01)	3.38	6.73	6.73
ROA	(5.12)	(2.06)	0.93	1.89	1.98
ROIC	(1.61)	(1.49)	3.04	4.67	4.67
부채비율	183.18	196.32	200.31	192.14	182.85
순부채비율	100.88	113.60	101.85	93.94	84.59
이자보상배율(배)	(0.55)	(0.68)	1.31	1.99	2.00

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,882.7	12,636.7	13,786.5	14,399.6	15,031.9
금융자산	2,558.1	2,906.4	3,960.6	4,319.3	4,914.3
현금성자산	2,184.4	2,470.5	3,520.3	3,866.1	4,459.3
매출채권	2,305.0	1,543.3	1,558.8	1,604.7	1,610.8
재고자산	4,257.5	5,679.9	5,736.7	5,905.8	5,928.1
기타유동자산	1,762.1	2,507.1	2,530.4	2,569.8	2,578.7
비유동자산	19,154.2	20,507.3	20,574.3	20,730.3	20,753.4
투자자산	5,433.9	5,875.8	5,928.4	5,981.5	6,001.7
금융자산	503.5	838.4	840.6	842.8	843.7
유형자산	10,727.0	11,181.8	11,253.7	11,408.2	11,457.2
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,788.9	1,737.4	1,691.3
기타비유동자산	1,237.6	1,603.3	1,603.3	1,603.2	1,603.2
자산총계	30,036.8	33,144.0	34,360.8	35,129.9	35,785.4
유동부채	11,707.6	12,735.9	13,430.1	13,581.4	13,605.8
금융부채	6,425.3	7,287.5	7,289.1	7,290.8	7,291.4
매입채무	2,610.3	2,708.9	2,736.0	2,790.7	2,801.2
기타유동부채	2,672.0	2,739.5	3,405.0	3,499.9	3,513.2
비유동부채	7,722.4	9,223.1	9,488.9	9,523.3	9,527.8
금융부채	6,833.5	8,324.6	8,324.6	8,324.6	8,324.6
기타비유동부채	888.9	898.5	1,164.3	1,198.7	1,203.2
부채총계	19,430.0	21,959.0	22,919.1	23,104.7	23,133.6
지배주주지분	9,449.7	9,101.2	9,413.8	10,069.5	10,770.4
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	1,771.4	1,771.4	1,771.4
자본조정	546.4	546.2	546.2	546.2	546.2
기타포괄이익누계액	2,319.8	2,451.9	2,451.9	2,451.9	2,451.9
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	3,755.6	4,411.3	5,112.3
비배주주지분	1,157.2	2,083.8	2,027.9	1,955.7	1,881.4
자본총계	10,606.9	11,185.0	11,441.7	12,025.2	12,651.8
순금융부채	10,700.6	12,705.8	11,653.2	11,296.1	10,701.7

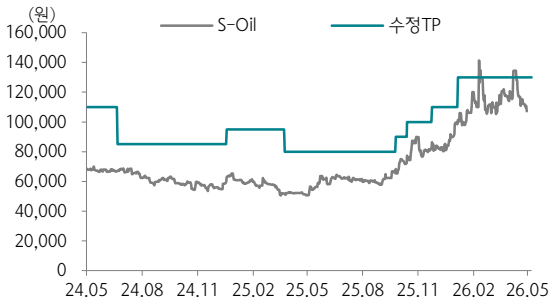
현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	638.5	(655.0)	2,431.8	1,830.5	1,932.8
당기순이익	(1,369.0)	(615.3)	297.7	624.5	667.6
조정	1,913.0	1,355.1	1,282.9	1,285.1	1,278.8
감가상각비	715.5	784.3	785.6	797.0	797.2
외환거래손익	111.1	35.0	38.1	38.1	38.1
지분법손익	424.0	(692.7)	0.0	0.0	0.0
기타	662.4	1,228.5	459.2	450.0	443.5
영업활동 자산부채변동	94.5	(1,394.8)	851.2	(79.1)	(13.6)
투자활동 현금흐름	(3,287.4)	(1,748.6)	(836.1)	(935.9)	(785.5)
투자자산감소(증가)	1,568.4	1,732.6	(93.6)	(94.1)	(61.2)
자본증가(감소)	(3,397.6)	(2,010.5)	(800.0)	(900.0)	(800.0)
기타	(1,458.2)	(1,470.7)	57.5	58.2	75.7
재무활동 현금흐름	3,718.5	2,033.6	(557.5)	(557.5)	(558.6)
금융부채증가(감소)	3,485.1	2,353.4	1.6	1.6	0.6
자본증가(감소)	66.1	209.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	219.0	(477.1)	(559.1)	(559.1)	(559.2)
배당지급	(51.7)	(51.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	1,069.5	(369.9)	1,956.2	345.8	593.2
Unlevered CFO	573.2	816.8	1,623.7	2,040.4	2,080.5
Free Cash Flow	(2,759.1)	(2,665.5)	1,631.8	930.5	1,132.8

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

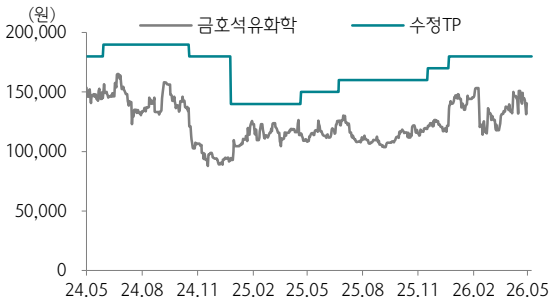
S-Oil



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

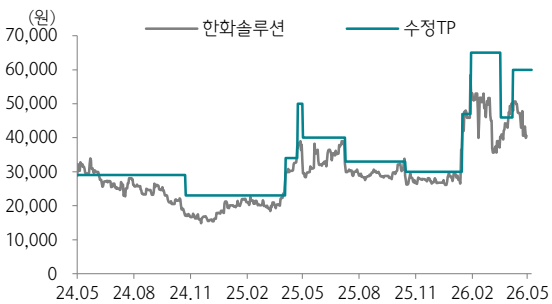
금호석유화학



날짜	투자이견	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%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자이견	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 유가증권을 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 신뢰할 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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