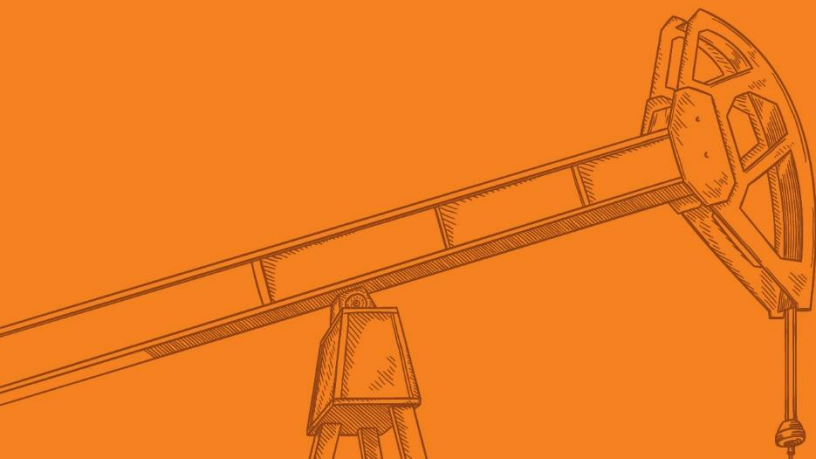


월간 리서치 [에너지/정유화학]

(하반기 전망) 이구환신에 거는 기대

이진호 jinho.lee.z@miraefasset.com

김태형 taehyoung.kim@miraefasset.com



CONTENTS

Top Pick

LG화학 (051910)

관심 종목

롯데케미칼 (011170) | 한화솔루션 (009830) | OCI홀딩스 (010060)

I. 화학 11

II. 정유 29

III. 태양광 43

IV. 풍력 49

V. 국제유가 54



[요약] 이구환신에 거는 기대

화학 (중립→비중확대)

- Top Pick: LG화학. 화학과 첨단소재(양극재)의 회복이 겹치는 하반기 실적 개선에 주목
- 관심 종목: 롯데케미칼. 퓨어젼의 빠른 실적 개선과 PBR 0.3배의 리레이팅 가능성
- 시장 기대보다 빠른 화학 제품 스프레드 회복세를 통해 국내 화학 산업의 하반기 실적 개선 전망
- 1) 이구환신을 통한 플라스틱 수요 확대, 2) 유가와 납사 가격 하락세로 인한 비용 부담 감소, 3) 본격적인 성수기인 3분기 진입 등 실적 개선이 이뤄지기 위한 여건들이 충분히 마련된 것으로 판단

정유 (중립)

- 24년 상고하저의 흐름 예상. 원유 및 석유제품 전반에 대한 수요 우려 존재
- 1) 정제마진 하락을 초래한 홍해 이슈 해소 어려운 상황, 2) 중국향 러시아/이란 원유 수출 제재 쉽지 않고, 3) 사우디 OSP 인상은 현 정제마진 수준에서는 부담
- 하반기 유가 안정화, 달러화 약세 등은 상반기 대비 하반기 실적을 추가적으로 약화시킬 조건들

태양광 (중립)

- 관심 종목: 한화솔루션. 미국이 중국 태양광 시장과의 단절을 고집할수록 판가의 회복 속도는 빨라진다. 화학 개선은 덤
- 관심 종목: OCI홀딩스. 중국 폴리실리콘 업황의 점진적 회복으로 더 주목받을 Non-China 폴리실리콘 프리미엄
- 중국이 초래한 공급 과잉 시장 영향으로 타피어 제외한 태양광 업체들의 가동률 하락 및 인수합병 가능성 높을 전망
- 미국 내 Non-China 모듈 가격 상승 전망. 두 대선 후보의 중국 규제 강화 전략으로 인해 국내 태양광 업체들 수혜 지속

풍력 (중립)

- 금리 인하 시기의 지연으로 아직은 발전 프로젝트 진행이 원활하지는 않지만, 육상 풍력에 대한 선호도는 지속될 전망
- 24년 육상 신규 설치량 전망을 90.9GW → 92.1GW로 상향. 해상은 21.2GW → 20.6GW로 하향
- 2030년까지 CAGR은 9.0%로 전망(육상 8.0%, 해상 18.1%)

국제유가

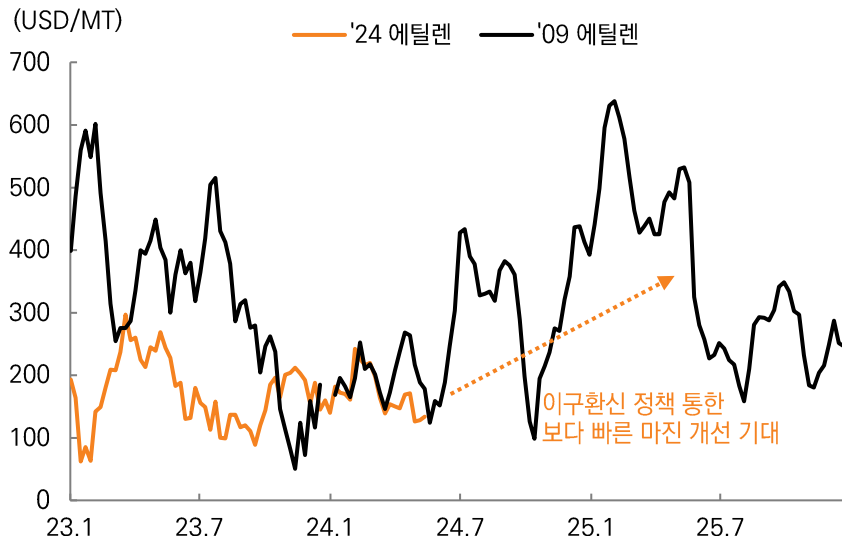
- 하반기 국제유가(WTI)는 70~75달러를 하방으로 상승 여력이 제한된 박스권 전망
- 유가 상승이 지속되기에는 경기 둔화로 인한 원유 및 석유제품 수요 감소가 부담
- 높아진 생산 단가와 페이퍼 마켓(선물/옵션)의 모멘텀, 전략비축유 매입을 고려하면 추가 하락 가능성 역시 제한적

투자포인트

- 목표주가 127,000원에서 140,000원으로 상향. Trading Buy 의견 유지. 실적 개선 및 밸류에이션 리레이팅 기대
- 중국 이구환신 정책에 있어 가장 노출도가 큰 수혜주로서 2분기 적자 폭 축소, 3분기 흑자 전환을 전망
- 하반기에는 올레핀 비중이 높은 사업부가 오히려 수혜가 될 전망이며, 재무구조 우려 해소 및 현금흐름 정상화로 밸류에이션 리레이팅 기대
- 현재 12MF PBR은 0.3배 수준으로 초저평가 구간이 지속되는 상황. 하반기에는 이에 대한 반전을 전망

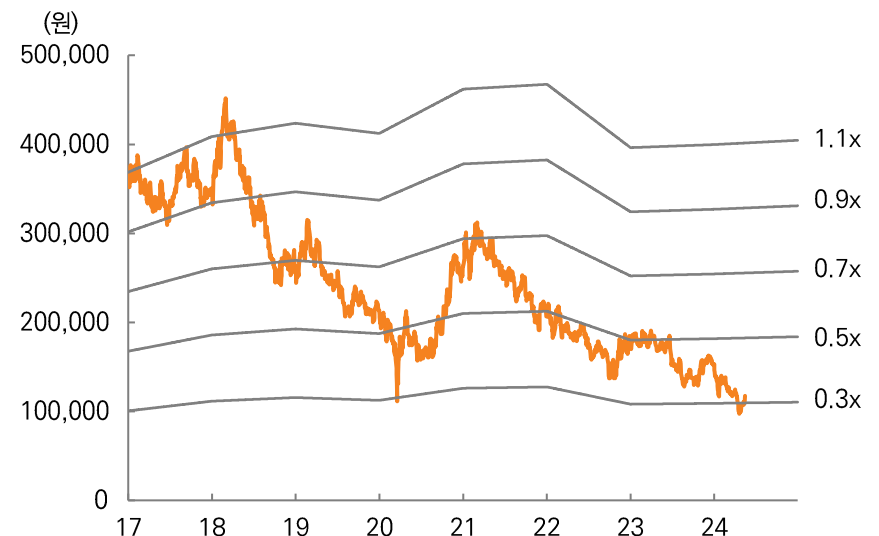
Key Charts

에틸렌/프로필렌 스프레드 개선 기대



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

12MF PBR 밴드 차트



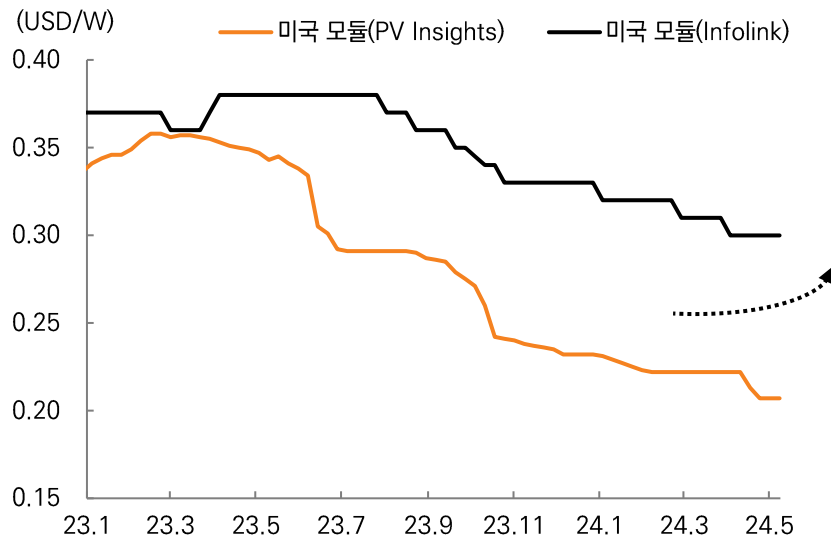
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

☀ 투자포인트

- 목표주가 28,000원에서 33,000원으로 상향. Trading Buy 의견 유지. 미국 모듈 가격 반등으로 실적 개선 가능성 반영
- 화학의 하반기 실적 개선과 미국 태양광 모듈 판가 반등 가능성을 높게 보는 상황
- 동사의 화학 포트폴리오는 PE/PVC가 대표적으로 이구환신의 영향력을 받을 수 있으며, 가성소다 가격 역시 견조
- 미국은 중국 태양광 산업에 대한 견제를 강화 중. 추가 규제 발표를 통한 동사의 반사 수혜를 기대

📊 Key Charts

미국 태양광 모듈 가격은 2분기가 바닥



자료: PVInsights, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

미국의 중국 태양광 규제 및 강화 가능성

규제 항목	관세/규제 내용	규제 강화 가능성
반덤핑/상계관세 (AD/CVD)	54% ~ 214%	동남아시아 통한 관세 면제 6/6 종료
Section 201 (세이프가드)	14.5%	양면형 모듈에 대한 관세 면제 조항 삭제 가능성
Section 301	25% → 50%	5/14부터 50%로 인상
UFLPA	신장산 폴리실리콘 수입 금지	타티어 외 기업들에게도 확대 적용 가능성

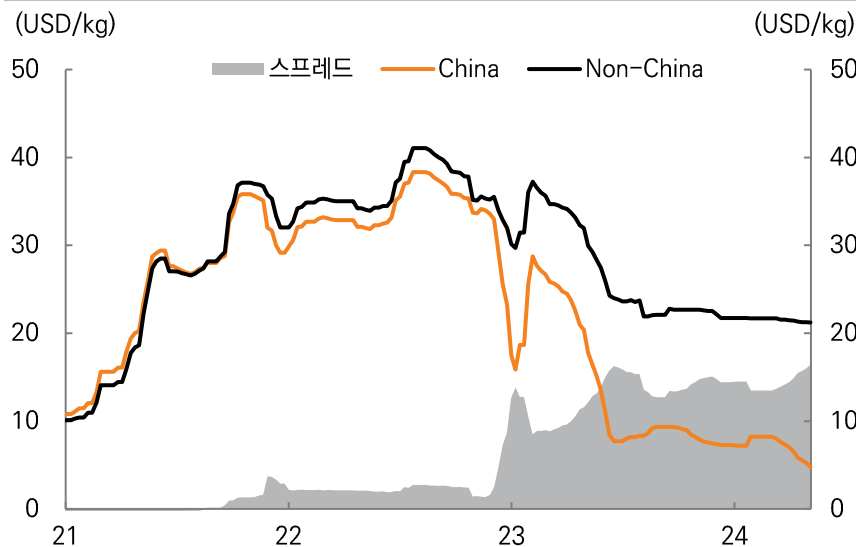
자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

- 목표주가 143,000원, 매수 의견 유지
- 1) Non-China 폴리실리콘 프리미엄 지속, 2) 장기공급계약 체결로 물량 감소 우려 제거, 3) 저평가된 밸류에이션(12MF PER 3.9배)
- 최근 한미사이언스 지분 교환 이슈 이후, 시장의 관심이 줄어든 상황. 하지만 견조한 Non-China 폴리실리콘 프리미엄이 지속되는 상황에서 하반기 중국 폴리실리콘 업황의 점진적 반등 조짐은 주가를 높게 이끌어 줄 촉매제로 판단
- 1분기 영업이익은 862억원으로 전분기 대비해서는 33% 증가. 하지만 4분기부터 이어진 말레이시아 폴리실리콘 공장 정기보수 영향이 1분기에도 지속되어, 본격적인 실적 반등은 2분기부터로 예상

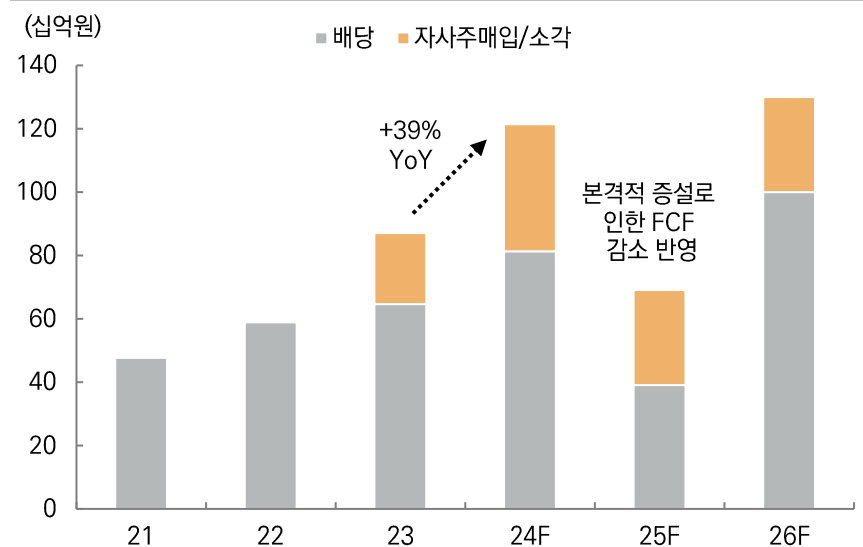
Key Charts

Non-China 폴리실리콘 프리미엄. 견조한 펀더멘탈



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 주주환원 예상

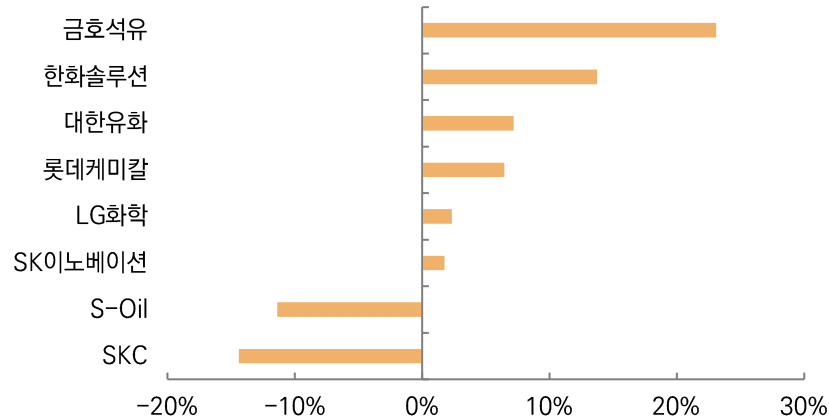


자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

4월 월간 수익률(4/16~5/14)

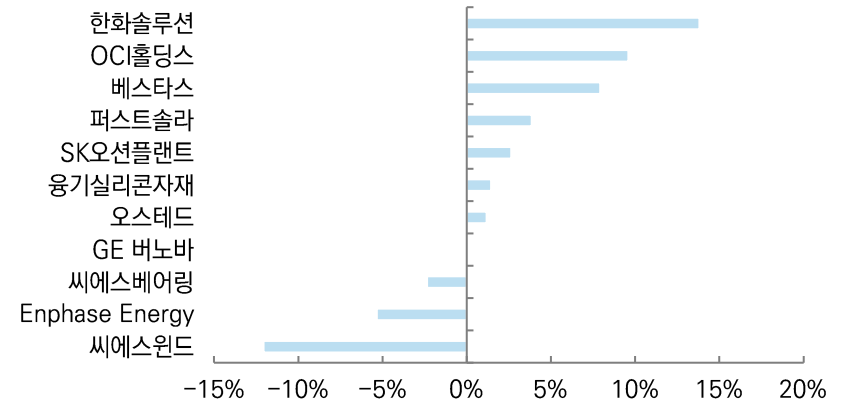
섹터별 월간 수익률

정유/석유화학



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신재생에너지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

정유/석유화학

- LG화학/롯데케미칼/대한유화 등 전통 화학 업체들은 폴리머 및 방향족 위주의 스프레드 개선으로 상승
- 금호석유는 원료(부타디엔) 가격 하락과 합성고무를 중심으로 다운스트림 제품의 마진개선으로 주가 섹터 아웃퍼폼
- S-Oil, 유가와 아시아권 정제마진 하락으로 2분기 실적 기대감 꺾이며 전월대비 11% 하락

신재생에너지

- 한화솔루션/OCI홀딩스/퍼스트솔라는 미국의 대중국 태양광 산업에 대한 관세 인상 기대감으로 상승
- 베스타스, 오스테드 등 풍력 디벨로퍼는 미국의 시장 금리 하락 (10년물: 20BP ↓)에 힘입어 섹터 아웃퍼폼
- 반면 국내 풍력 기자재 기업 씨에스윈드는 1분기 실적에서 오프쇼어 부문의 어닝 쇼크로 컨센 하회하며 12% 하락

섹터별 수익률 및 지표 정리

(십억달러, %, x)															
기업명	시가총액	통화	주가	주가수익률				영업지표(24F)					밸류에이션(24F)		
				1W	1M	3M	1Y	매출액	영업이익	OPM	EPS	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
에너지	28.915	KRW	5,648	-5.3	-13.0	-8.9	-32.6	97.3	5.5	5.7	8.7	5.6	17.0	0.9	7.4
화학	86.260	KRW	3,404	-8.4	-7.7	-9.5	-29.9	163.6	8.9	5.4	15.9	7.7	6.8	0.5	5.0
유틸리티	16.802	KRW	688	-6.6	-14.7	3.2	-12.4	109.9	9.4	8.5	8.7	10.7	3.3	0.4	4.4
SK이노베이션	7.718	KRW	110,400	-1.6	1.8	-9.6	-9.6	57.0	1.9	3.4	6.8	3.9	12.0	0.5	6.9
S-Oil	5.722	KRW	69,600	-1.0	-11.5	-2.5	-2.5	27.7	1.3	4.8	7.9	13.0	6.4	0.8	4.6
GS	3.046	KRW	44,900	2.2	2.7	-9.8	-9.8	19.0	2.6	13.8	11.4	10.0	2.9	0.3	4.5
HD현대	3.905	KRW	67,700	5.1	0.4	-3.0	-3.0	47.6	1.8	3.8	6.2	7.9	7.9	0.7	8.6
사우디 아람코	1935.79	SAR	30.00	0.2	-2.0	-5.6	-5.6	483.9	229.7	47.5	0.5	28.5	16.3	4.8	7.7
엑슨 모빌	528.936	USD	117.91	1.0	-2.0	16.9	16.9	344.2	53.5	15.5	9.4	16.8	12.6	2.1	7.1
쉐브론	303.940	USD	164.53	1.4	3.5	9.0	9.0	193.1	35.0	18.1	13.0	14.4	12.7	1.8	6.3
코노코필립스	142.204	USD	121.59	-1.6	-7.3	10.4	10.4	57.9	16.5	28.6	8.9	20.7	13.7	2.8	5.8
한화솔루션	3.671	KRW	29,250	4.5	13.8	-8.6	-8.6	9.1	0.1	1.2	-1.3	-4.3	-	0.7	14.9
OCI홀딩스	1.406	KRW	98,200	0.9	9.6	-4.1	-4.1	3.2	0.4	12.7	17.6	11.9	4.1	0.5	2.7
퍼스트솔라	20.289	USD	189.54	-2.2	3.9	19.8	19.8	4.5	1.6	34.7	13.6	16.2	14.0	2.5	9.5
웅기실리콘자재	19.715	CNY	18.83	0.3	1.5	-6.8	-6.8	16.7	1.3	7.9	0.2	11.0	14.7	1.9	10.5
Enphase Energy	15.073	USD	110.78	-3.7	-5.3	-15.8	-15.8	1.5	0.4	23.8	2.8	24.8	40.0	13.5	31.9
SK오션플랜트	0.606	KRW	14,020	2.6	2.6	-10.9	-10.9	0.7	0.1	7.4	0.6	6.7	17.4	1.1	9.8
씨에스원드	1.492	KRW	48,450	-10.6	-12.1	-17.9	-17.9	2.0	0.1	5.3	0.6	5.0	57.0	2.1	11.2
씨에스베어링	0.157	KRW	7,860	-6.1	-2.4	-9.2	-9.2	0.1	0.0	6.3	0.2	6.2	36.8	2.3	19.5
GE 버노바	44.273	USD	161.53	-4.5	20.5	-	-	34.8	1.1	3.1	3.7	10.2	44.2	4.0	20.9
오스테드	24.910	DKK	409.80	0.8	1.2	1.8	1.8	12.5	2.3	18.1	3.0	13.2	19.4	2.3	9.3
베스타스	28.306	DKK	193.85	7.2	7.9	2.9	2.9	18.4	0.9	5.0	0.6	16.7	46.5	7.5	15.7
LG화학	20.748	KRW	402,500	0.1	2.4	-12.7	-12.7	40.7	2.3	5.6	16.7	5.0	17.7	0.9	6.5
한화솔루션	3.671	KRW	29,250	4.5	13.8	-8.6	-8.6	9.1	0.1	1.2	-1.3	-4.3	-	0.7	14.9
롯데케미칼	3.670	KRW	117,500	7.9	6.5	-11.1	-11.1	15.4	0.0	-0.1	-1.9	-0.8	-	0.3	11.7
금호석유	2.985	KRW	147,700	3.8	23.2	8.5	8.5	4.9	0.3	5.3	10.1	6.6	10.7	0.7	6.3
SKC	3.020	KRW	109,200	-5.3	-14.5	33.8	33.8	1.5	-0.1	-5.0	-2.3	-8.4	-	2.6	51.7
DL	0.866	KRW	56,600	1.3	11.9	11.4	11.4	4.4	0.4	9.2	6.2	4.9	6.6	0.3	6.7
대한유화	0.722	KRW	152,100	6.4	7.3	10.9	10.9	2.0	0.0	1.7	4.8	2.3	22.9	0.5	4.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 섹터별 주요 뉴스

신재생

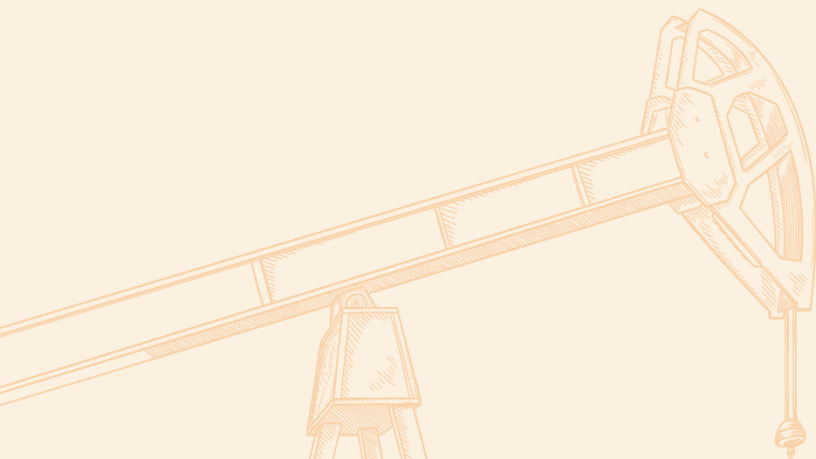
04월 18일	<u>"대미 투자 다시 생각" 한화 청원에 "美 양면형 태양광 패널 관세 부과 검토"</u>
04월 25일	<u>한화솔루션, "중국법인 섀다운...모듈, 미국 중심 생산"</u>
05월 07일	<u>씨에스윈드, 美 대규모 육상태양광공급계약 체결</u>
05월 10일	<u>SK오션플랜트, 대만향 678억원 재킷 공급계약 체결</u>
05월 13일	<u>美의회 '中 수입차 125%, 태양광 셀, 모듈, 풍력 부품 50% 관세 인상' 추진</u>

정유화학

04월 25일	<u>LG화학·롯데케미칼, '양사간 사업통합' 보도 내용 부인..."NCC사업 통합 검토한 적 없어"</u>
04월 29일	<u>러시아 크라스노다르 정유공장, 우크라 자폭드론에 맞아 가동 중단</u>
05월 02일	<u>"한계 사업 정리"...롯데케미칼, 울산 PIA 공장 운영 재검토</u>
05월 03일	<u>美 "러, 북한에 정제유 16만5천 배럴 공급...제재 위반"</u>
05월 04일	<u>中 정보, 자동차 구매 보조금 지급 결정</u>

월간 리서치 [에너지/정유화학]

화학

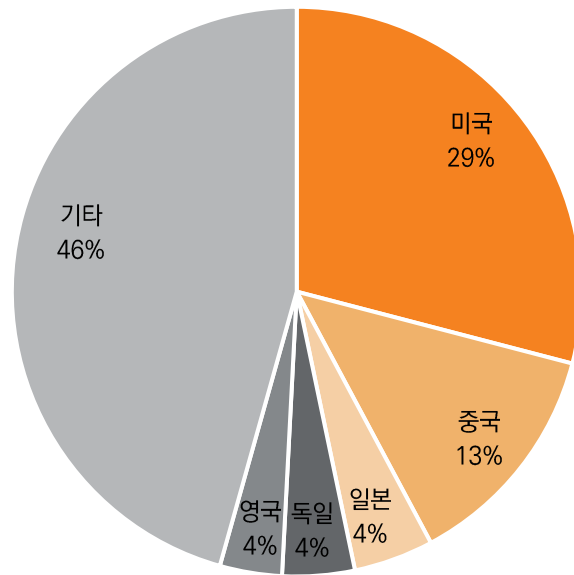


I. 화학 - 중국 소비시장

중국 소비시장의 중요성

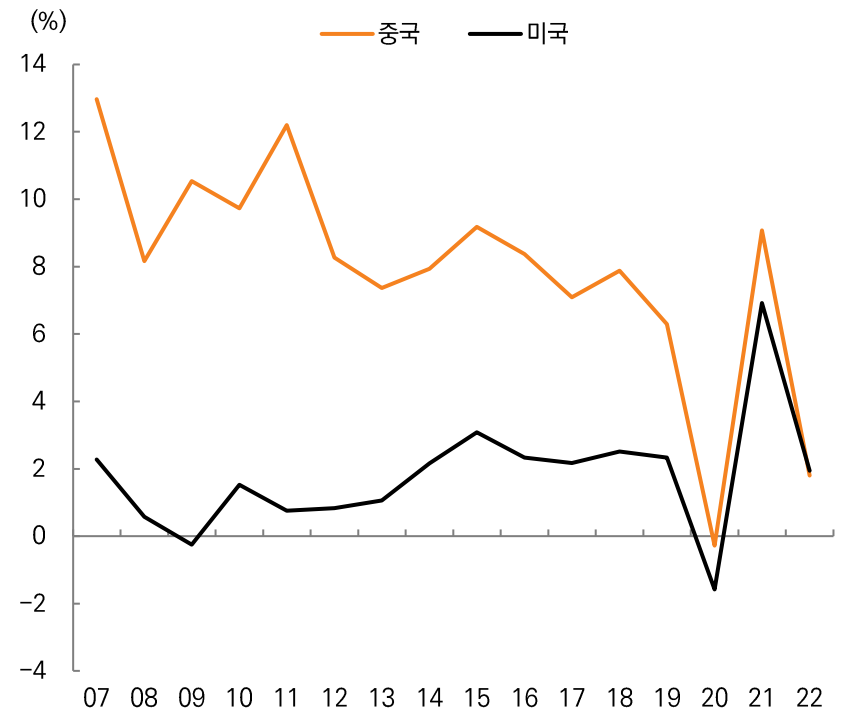
- 중국, 미국에 이어 세계에서 두번째로 큰 소비시장. 22년 기준, 글로벌 소비시장의 13.1% 비중을 차지
- 코로나 이전 중국의 소비시장 10년 평균 성장률은 8.4%.
- 미국(1.9%) 대비 확연히 성장률이 높았으나, 코로나 이후 회복하지 못하고 있는 상황

22년 국가별 소비시장 비교



자료: World Bank, 미래에셋증권 리서치센터

미국/중국의 소비시장 성장률 비교



자료: World Bank, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 소비 촉진의 이유

중국의 소비 촉진 정책

- 중국 정부, 총 6가지 항목에 걸쳐 내수시장 회복을 도모하기로 발표. 1) 대규모 소비 안정화, 2) 서비스 소비확대, 3) 농촌 소비 촉진, 4) 신형 소비 개척, 5) 소비 시설 개선, 6) 소비 환경 개선
- 중국은 경제회복 지연 요인을 ‘내수부진’으로 지목
- 이 중 화학 산업 소비 촉진에 도움이 될 수 있는 항목은 자동차 구매 촉진, 주택 수요 지원, 가구 및 전자제품 소비 확대, 녹색 가전 보급 등

중국의 소비 촉진 정책 리스트

항목	세부조치
1. 대규모 소비 안정화	- 자동차 구매 및 사용 관리 개선 - 전기차 등 신에너지 자동차 소비 확대 - 주택 수요 지원 - 가구 및 전자 제품 소비 업그레이드 등
2. 서비스 소비 확대	- 식음료 서비스 소비 확대 - 문화·여행 소비 확대 - 문화·오락·스포츠·전시 소비 촉진 - 헬스케어 소비 업그레이드 등
3. 농촌 소비 촉진	- 녹색 가전 제품의 농촌 보급 - 농촌 전자상거래 및 택배 배송망 개선 - 농촌 여행 발전 등
4. 신형 소비 개척	- 디지털 소비 강화 - 저탄소 배출 녹색 소비 확대 등
5. 소비 시설 개선	- 국제소비센터 등 다층적 소비센터 육성 가속화 - 리츠 등을 활용한 소비 인프라 시설 지원 정책 개선
6. 소비 환경 개선	- 소비 영역에 대한 금융 지원을 확대 - 신용정보 제공 체계 강화 - 소비대출과 신용카드 관련 금리, 상환 만기 및 신용 한도 제도 개선

주: 음영은 화학 산업에 수혜 정책 강조

자료: 한국무역협회, 중국 국무원 판공청, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 자동차/가전 소비 촉진 정책

자동차/가전제품의 소비 촉진: 이구환신

- 2024년 양회. '소비 활성화를 통한 내수확대'를 3순위 과제로 채택
- 그 중 이구환신(헌 것을 새 것으로 교환시 보조금 제공)을 소비 장려 정책 수단으로 활용
- 전인대에서 왕원타오는 자동차/가전 등 소비재의 이구환신을 핵심과제로 설정
- 정부 기조에 맞춰 기업들과 지방정부 역시 활동 참여 예고

중국 자동차 소비 촉진 정책

분야	세부조치
자동차	- 자동차 구매 제한 규제 완화
	- 노후 자동차 교체 비용 지원
	- 중고차 시장 육성
	- 신에너지차 제반 시설 건설 강화
	- 농촌 전력망 수용능력 향상
	- 신에너지차 구매·유지 비용 절감
	- 공공분야의 신에너지차 구매 수량 확대
	- 자동차 구매 금융 서비스 강화
	- 자동차 기업의 경제적·실용적 차종 개발 독려
	- 주차난 문제 완화 등

자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

중국 가전제품 소비 촉진 정책

분야	세부조치
전자제품	- 전자제품 기술 혁신 가속화
	- 전자제품 소비의 새로운 시나리오 작성
	- 전자제품 사용 애로 해소
	- 가전제품 농촌 보급 추진
	- 전자제품 판매·배송 시스템 보완
	- 친환경 스마트 전자제품 전시·판촉 전개
	- 전자제품 회수 경로 규범화
	- 집중 회수·원격 회수 추진
	- 전자제품 회수에 필요한 임시 장소 지원
	- 품질 표준 시스템 보완
	- 친환경 소비 분위기 조성 등

자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 2009 vs. 2024

이구환신: 과거와 현재의 차이점

- 2009년에도 중국 정부는 이구환신 정책을 통해 소비 진작 효과를 누렸음
- 가전제품 소비 촉진을 통해 총 9,298만 개의 신규 가전 제품을 판매(3,442억 위안 직접 소비 창출)
- 2024 이구환신 역시 자동차/가전 등의 신규 소비를 촉진해 약 1조 위안 규모의 소비 효과 기대
- 이번에는 설비교체를 통한 투자 확대까지 동반될 전망
- 저탄소/스마트 지능화 제품 소비 장려로 과거 대비 혁신을 강조

이구환신 2009 vs. 2024

	2009년	2024년
기간	'09~'11	'24~
공통점	신제품 소비를 통해 소비진작	
차이점 ①	단순 내수확대	설비교체 통한 투자확대 동반
차이점 ②	신제품 교체	신제품 교체 + 저탄소/스마트 지능화 제품 및 설비 소비 장려
차이점 ③	대규모 가전제품 소비 촉진 정책	경제성장 속도보다는 질 자원과 저비용 노동력 위주에서 혁신 중심으로

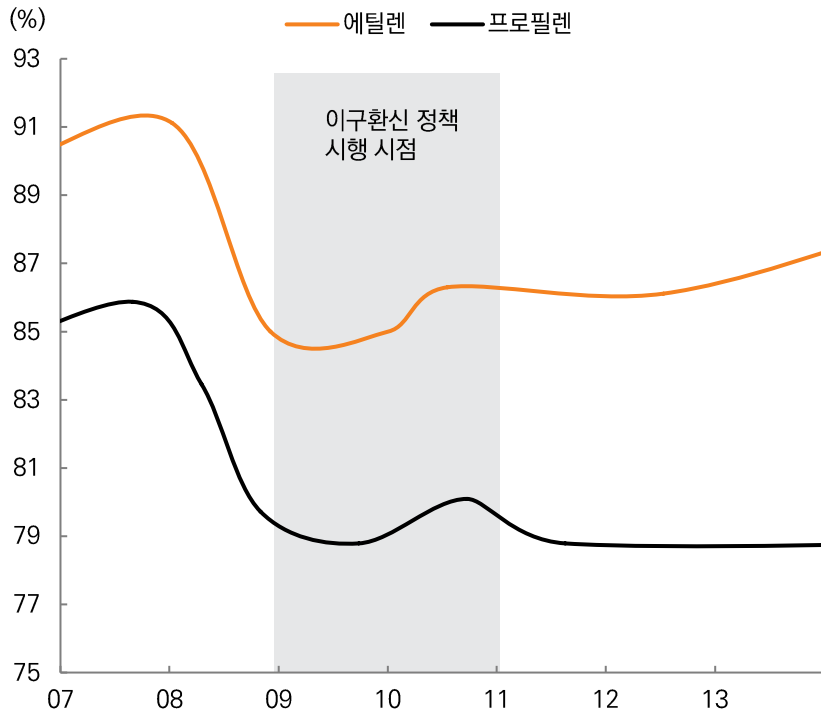
자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 2009 이구환신 효과

과거 이구환신('09)에도 화학의 반등이 있었다

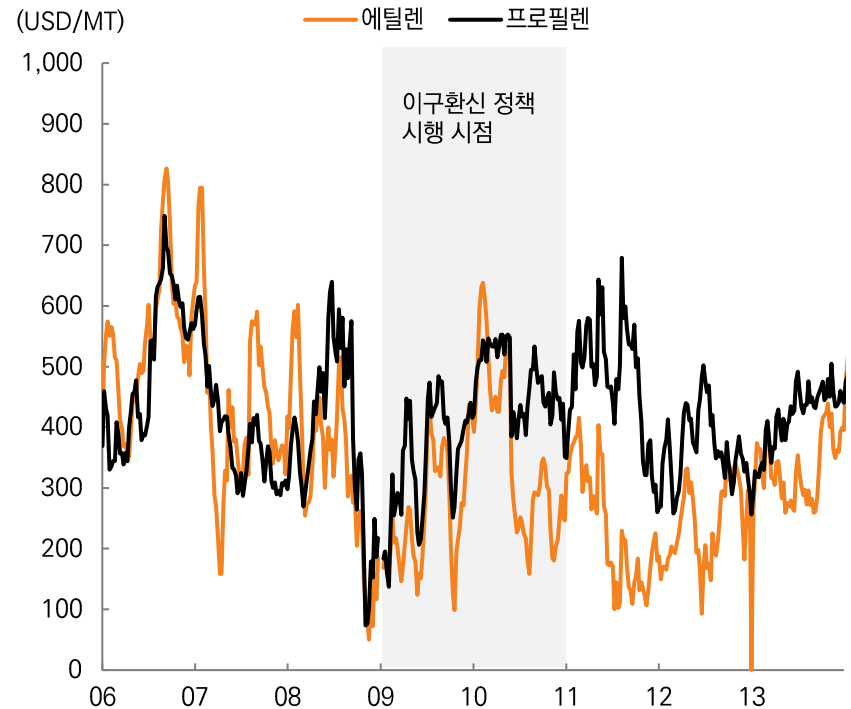
- 과거 이구환신 정책 시행 구간에서, 낮은 가동률 상승폭(약 1~2%)에도 마진은 약 300~400달러 반등
- ('09.1~12) 1,600cc미만 소형자동차 구매시 판매세율 인하(10% → 5%).
- ('09.8~'10.6) 중소형차 신차 교환시 보조금 5천위안 지급
- ('10.6~'11.12) 신제품 가전 교환시 제품가격의 10% 보조(TV, 냉장고, 세탁기, 에어컨, PC. 총 5종)
- ('09.3~'13.1) (농촌 한정) 농업용 차량 폐기 및 경차 구매시 10% 보조. 가전 제품 가격의 13% 보조

과거 이구환신 정책 시행 시, 에틸렌/프로필렌 가동률 추이



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌/프로필렌 스프레드 추이(스팟)



자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 2024 이구환신

2024년에는 PE/PP/ABS 및 PVC 선전 기대

- 이번 이구환신 정책에서 화학 산업에 긍정적으로 작용할 수 있는 부분은 1) 소비재 교체, 2) 설비 교체
- 결론적으로 소비재에서는 자동차/가전에 주로 필요한 플라스틱(PE/PP/ABS 등) 소비 증가 전망
- 설비에서는 건설 업황과 관련성이 높은 PVC의 소비가 늘어날 것으로 전망
- 업계 내 우려로는 중국 내 내수부진, 부동산 경기침체, 기업경영 여건 불확실성 등으로 인해 설비 갱신 투자는 적극적이지 않을 가능성 존재

2024 이구환신 정책 세부사항

	소비재 교체	설비 교체
목표	1) 내구소비재(자동차, 가전, 가구 등) 및 친환경스마트 가전 구매량 증가 2) 폐가전의 회수율 상승	업그레이드가 필요한 전통 산업(석유화학, 화공업, 건축자재, 전력 등)의 생산/에너지/발전/배전 설비 개선
기대효과	내구소비재 1조 위안 소비 수요 창출 1. 폐차 회수량 400만 대 → 800만 대 2. 중고차 거래량 1,500만 대 → 2,670만 대 3. 폐가전제품 회수량 450만 톤 → 600만 톤 4. 부품/물류/AS업체도 수혜가 기대되며, 재활용을 순환시키는 중고거래 활성화 예상	설비 교체 수요는 연간 5조 위안 이상 전망 (2023년 주요 산업의 설비 투자는 4.9조 위안)

자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

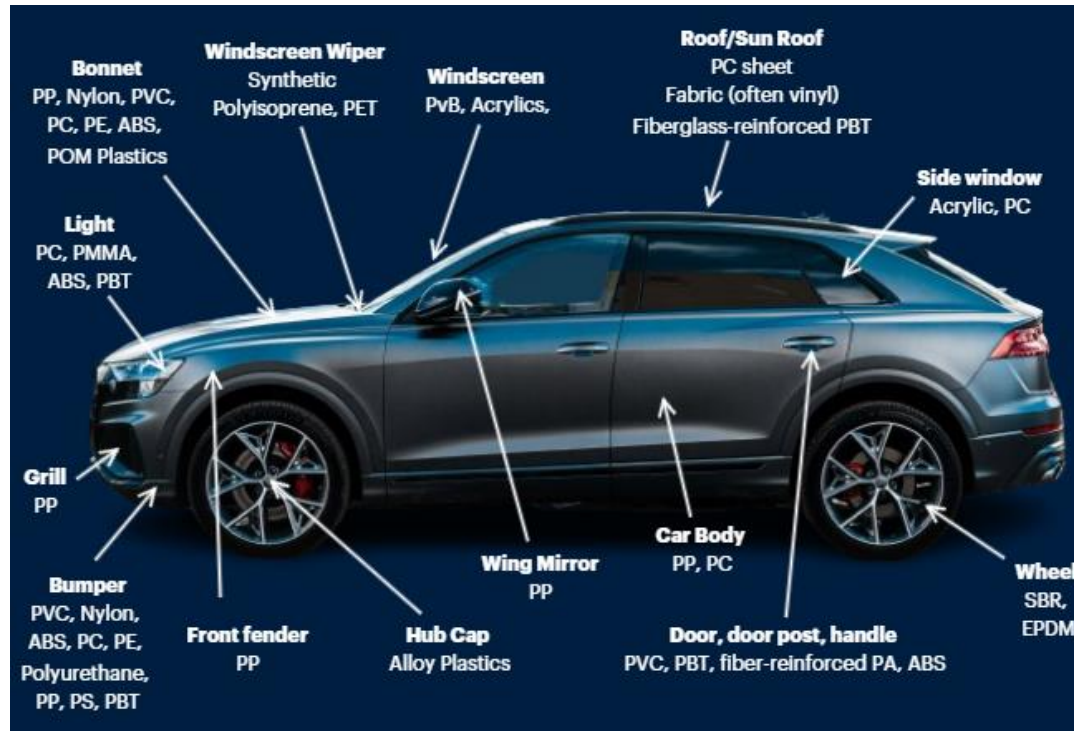
I. 화학 – 중국 자동차 소비 증가

이구환신 소비진작 효과

1) 자동차

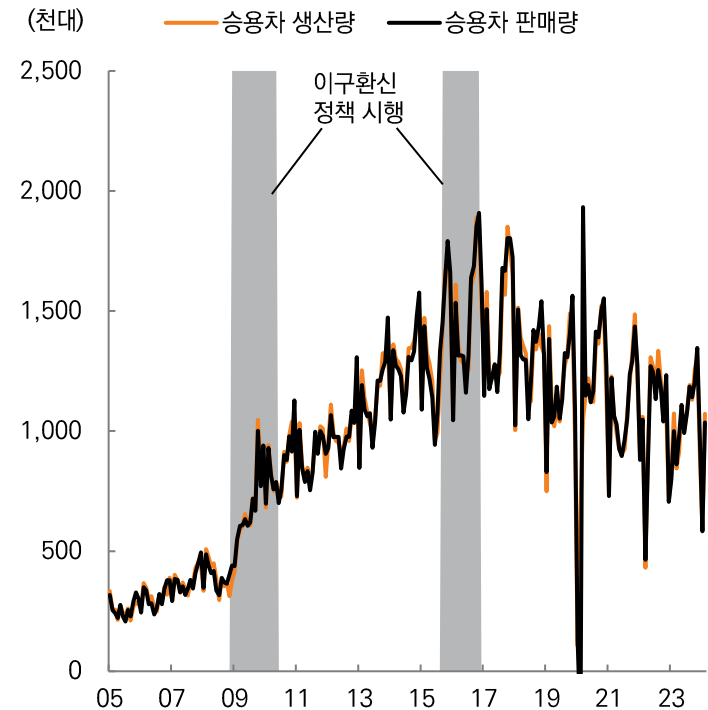
- 중국 상무부, 자동차 ‘이구환신’ 세부 규정 사항 발표
- 1) 차량 취득세 면제(~24/12/31), 2) NEV 또는 2,000cc 이하 내연기관차 구매 시, 7천~1만 위안 (130만~190만원 수준)의 보조금 지급 등
- 보조금 지급 대상에 포함되는 노후 자동차는 약 1,455만대로 추산. 자동차 신규 수요가 창출됨에 따라 자동차 내장재로 사용되는 PP, ABS, PC(폴리카보네이트), 폴리우레탄 등의 소비 회복 전망

자동차 부품별 활용 플라스틱



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

승용차 생산량 및 판매량 추이(이구환신 정책 시행 구간)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

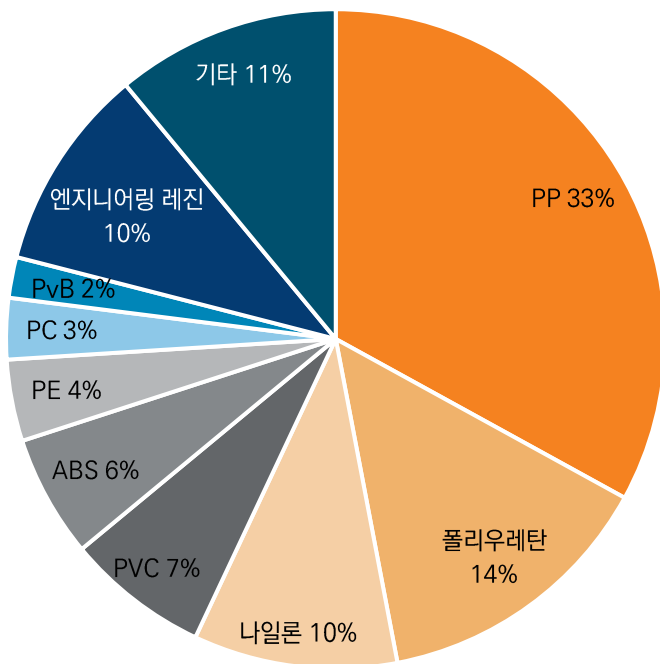
I. 화학 – 자동차와 화학의 관계

이구환신 소비진작 효과

1) 자동차

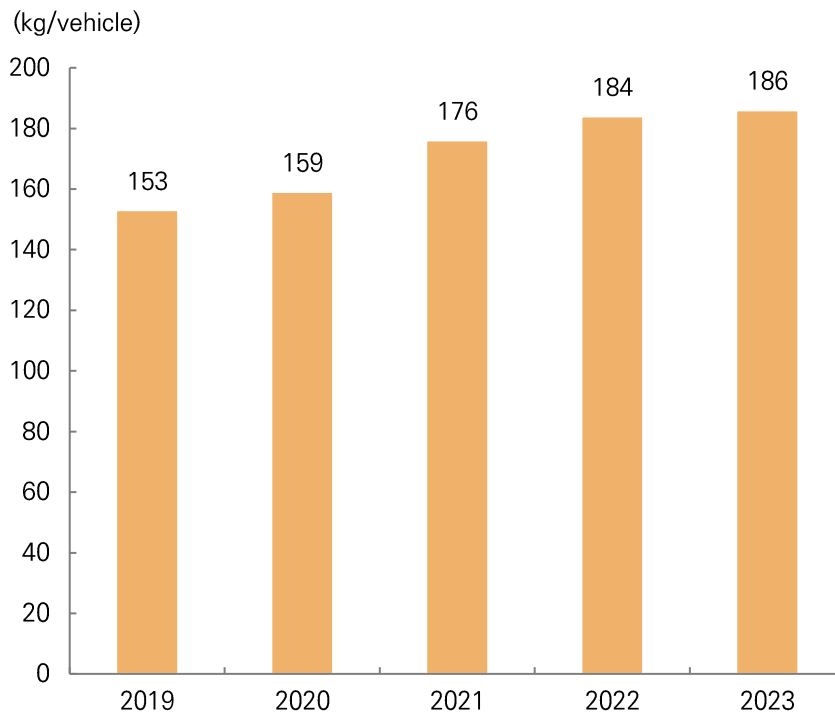
- 이번 이구환신을 통해 증가하는 신차 교체량을 400만~600만 대로 가정하면(22년 400만 대 교체)
- 신차 400만~600만 대 * 186kg(23년 기준) = 플라스틱 약 74만~112만 톤 소비량 증가
- 자동차 생산 시에 투입되는 플라스틱 비중을 각각 곱하면,
- 2024 제품별 수요 증가분 대비 PE/PP +7~10%p, ABS +17~26%p, PVC +11~17%p 확대 추정

자동차 생산 시 투입되는 플라스틱 비중



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

자동차 한 대 생산 시, 투입되는 플라스틱 양



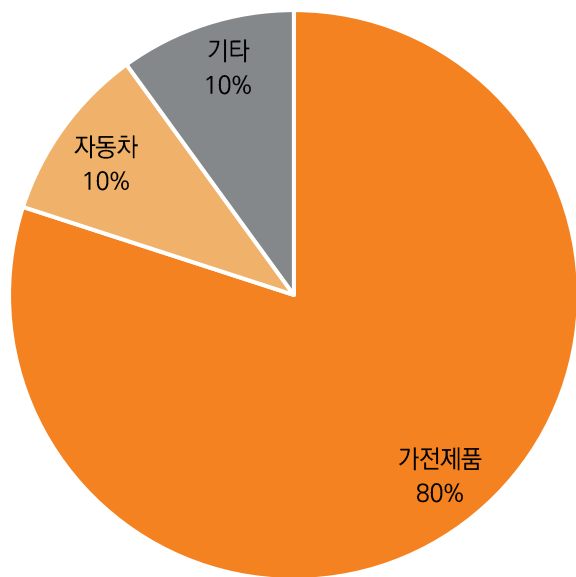
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 중국 가전제품 소비 증가

이구환신 소비진작 효과 2) 가전제품

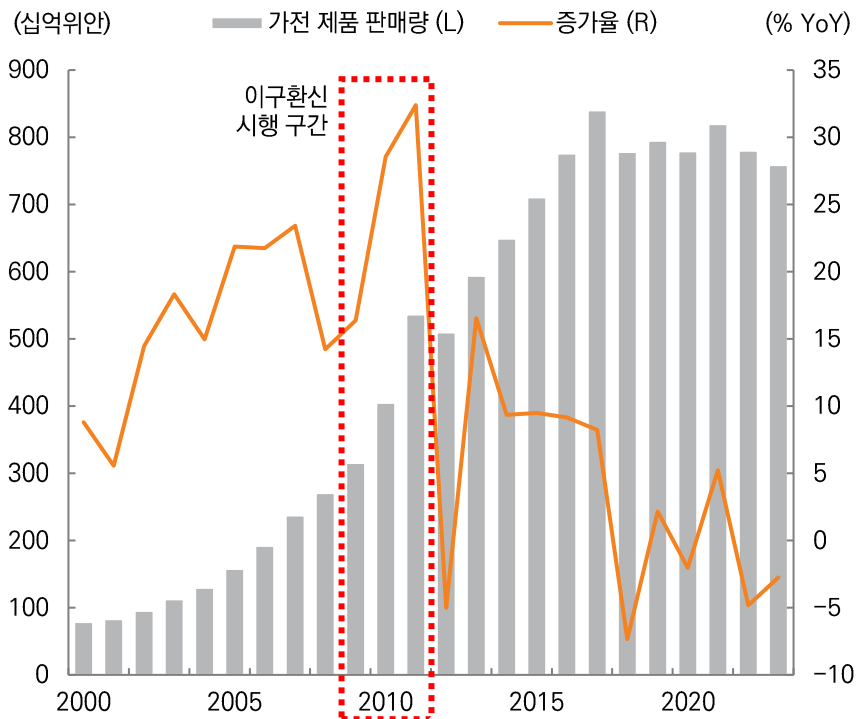
- 이번 이구환신을 통한 중국 가전제품 소비 증가량은 약 30~50% 가정(22년 450만 톤 판매)
- 전세계에서 중국 비중(약 40%)을 감안해 2024 플라스틱 수요 증가분 대비 +12~20%p 추정
- 따라서 앞서 자동차 소비 진작을 통한 플라스틱 수요 증가분 +7~26%와 더하면, 이구환신(자동차+가전)을 통한 플라스틱 추가 수요 증가분은 +19~46%p 수준으로 추정

ABS 최종제품별 비중



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

중국 가전제품 판매량 추이



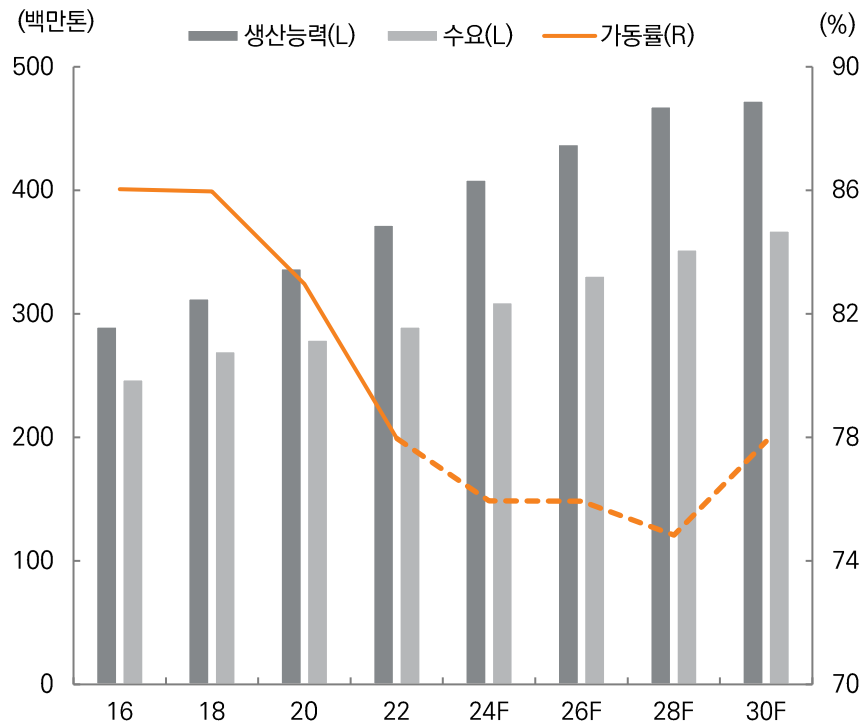
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 가동률은 일부만 회복되어도 마진 개선 가능

가동률 일부 회복 → 마진 개선 가능

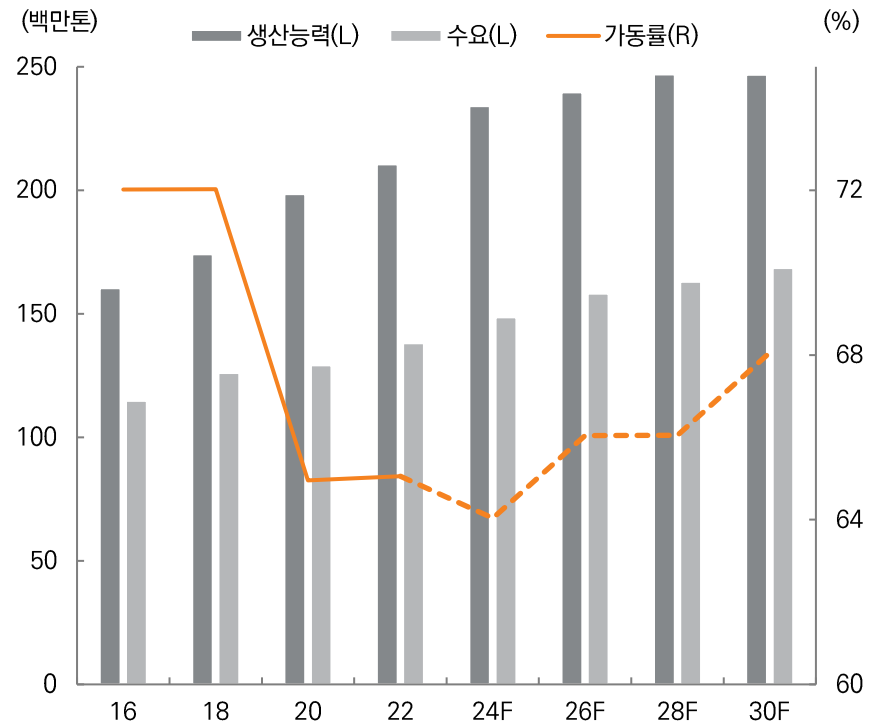
- 일정 부분의 가동률 회복 이후, 마진 개선 시작될 것으로 전망
- '09년에도 1~2%p의 가동률 회복과 동시에 마진이 개선되었던 경험이 있음. 올레핀 전체적으로 보면 24년 가동률은 약 76% 수준으로 절대적으로 낮은 수준은 아닌 상황
- 3분기 화학 성수기 및 이구환신을 통한 수요 개선으로 플라스틱 마진 개선(PE/PP, PVC 등)을 전망
- 다만, ABS는 가동률이 70% 이하로 마진의 개선 폭이 상대적으로 제한적일 전망

올레핀 생산능력 및 수요 추이



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

아로마틱 생산능력 및 수요 추이



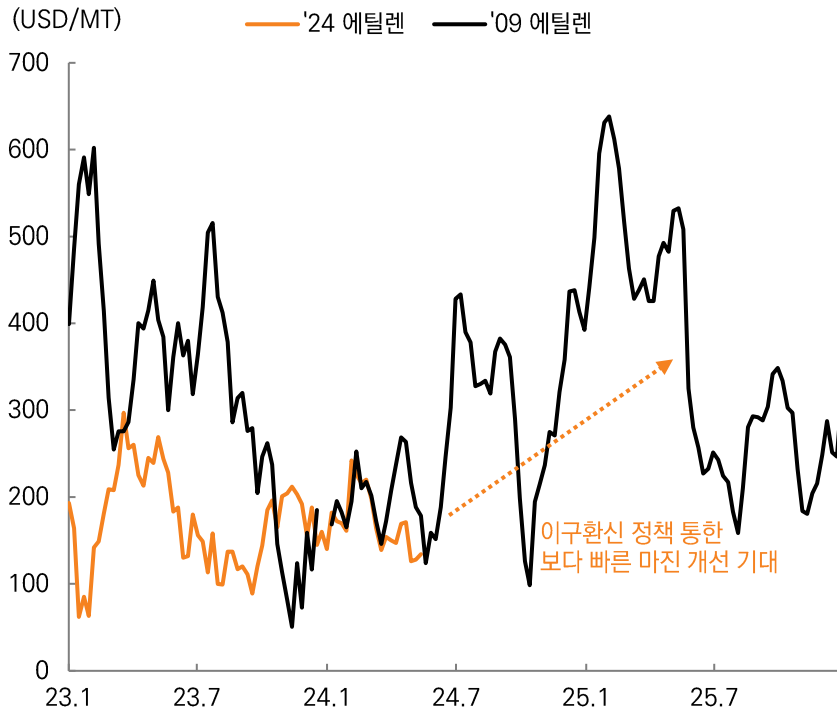
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

I. 화학 – 하반기 전망

생각보다 마진 개선이 빠를 수 있는 여건 마련

- 결론: 시장 기대보다 빠른 화학 제품 스프레드 회복세를 통해 국내 화학 산업의 하반기 실적 개선 전망
- 1) 이구환신을 통한 플라스틱 수요 확대, 2) 유가와 납사 가격 하락세로 인한 비용 부담 감소, 3) 본격적인 성수기인 3분기 등 실적 개선이 이뤄지기 위한 여건들이 충분히 마련된 것으로 판단
- 오랜 다운사이클을 겪었던 화학 산업이기 때문에 재무 구조에 대한 우려로 저평가된 기업들 다수 존재
- 마진 개선과 동시에 현금흐름이 좋아진다면, 밸류에이션 역시 리레이팅될 가능성 높아

에틸렌 스프레드 추이(과거 이구환신 vs. 현재 이구환신)



자료: Ciscchem, 미래에셋증권 리서치센터

아시아 납사 가격 추이



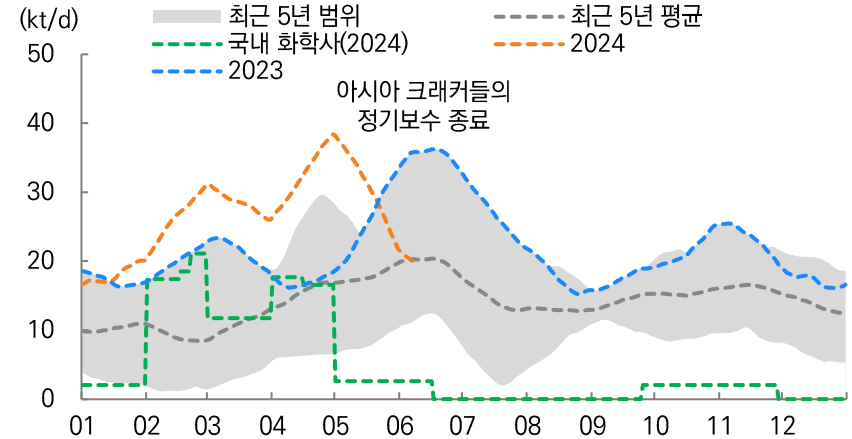
자료: 페트로닛, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 에틸렌

정기보수 종료와 역외 물량으로 스프레드 하락

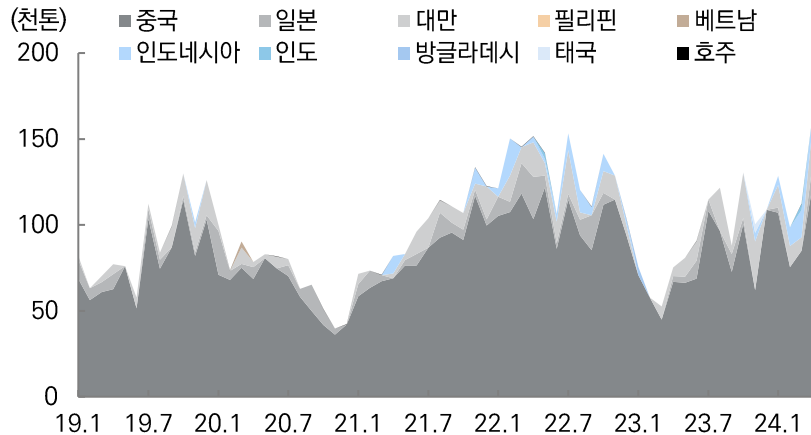
- 에틸렌 스프레드는 톤당 119 달러로 4월 대비 19% 하락
- 마진 하락 주요 요인은
 - 대만 CPC No.3를 포함한 아시아 크래커들의 정기보수 종료
 - 파나마 운하의 통행량 회복으로 미국산 에틸렌의 아시아권 출하량 증가 (4월 3만 7천톤 → 5월 6만 9천톤)

아시아권 에틸렌 크래커 점검으로 인한 감산량



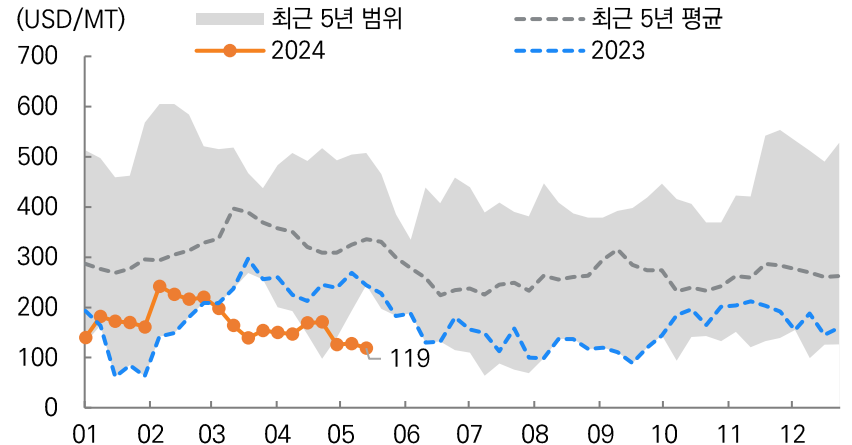
자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

한국의 국가별 에틸렌 수출량 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌 스프레드 추이



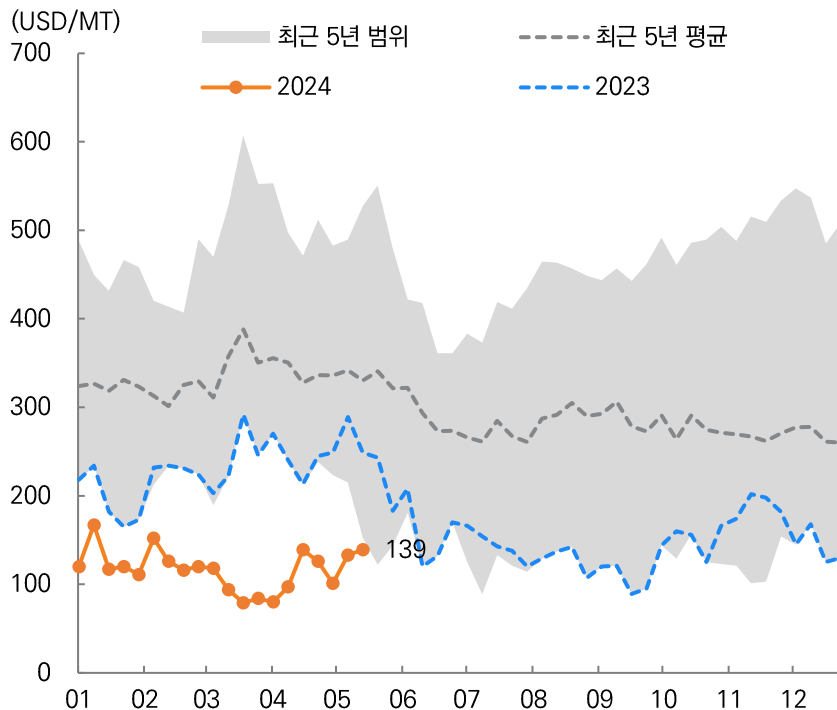
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 프로필렌

연산 3백만 톤 PDH 설비 대기중

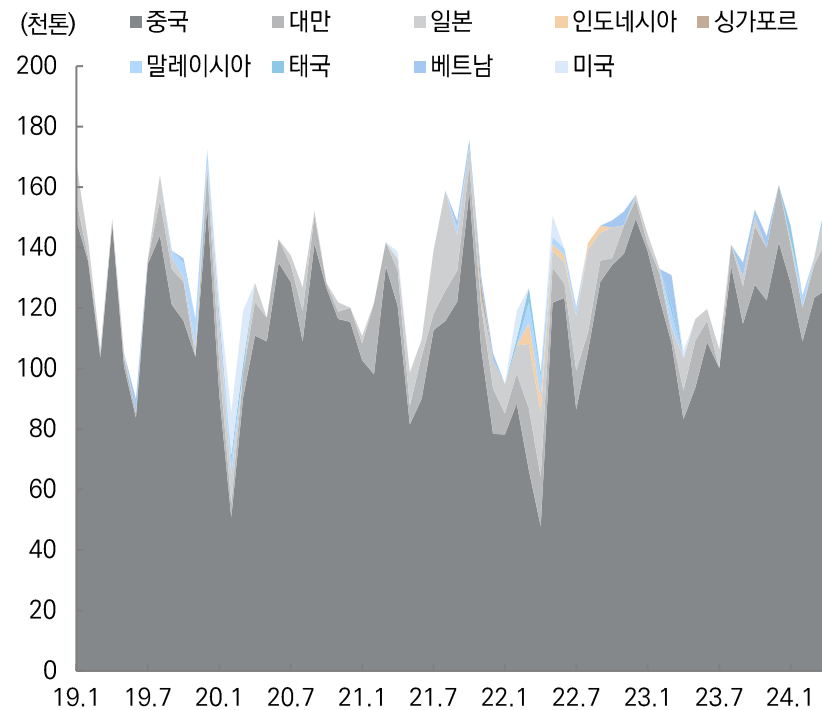
- 프로필렌, 에틸렌과 마찬가지로 미국의 아시아향 프로필렌 출하량은 늘어나며 역내 공급 증가
- AA, AN, 부탄올, PO 등 다운스트림 제품 수요의 약세 또한 부정적 요인
- 한국 크래커, 납사가 상승과 기초유분 마진 하락에 대응해 가동률을 조절하며 스프레드는 보합세 유지
- 하반기에는 중국의 Jinneng Science and Technology의 1번 공장 등 다수의 PDH 설비가 재가동을 앞두고 있어 신규 구매 모멘텀은 제한적일 전망

프로필렌 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

국가별 프로필렌 수출량 추이



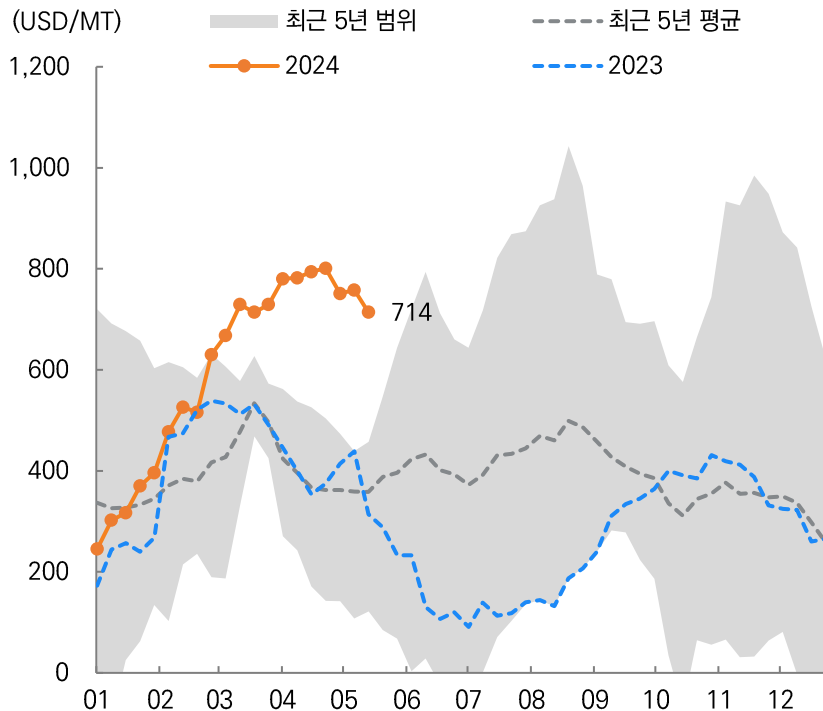
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 부타디엔

LPG 투입량 확대로 마진 강세 전망

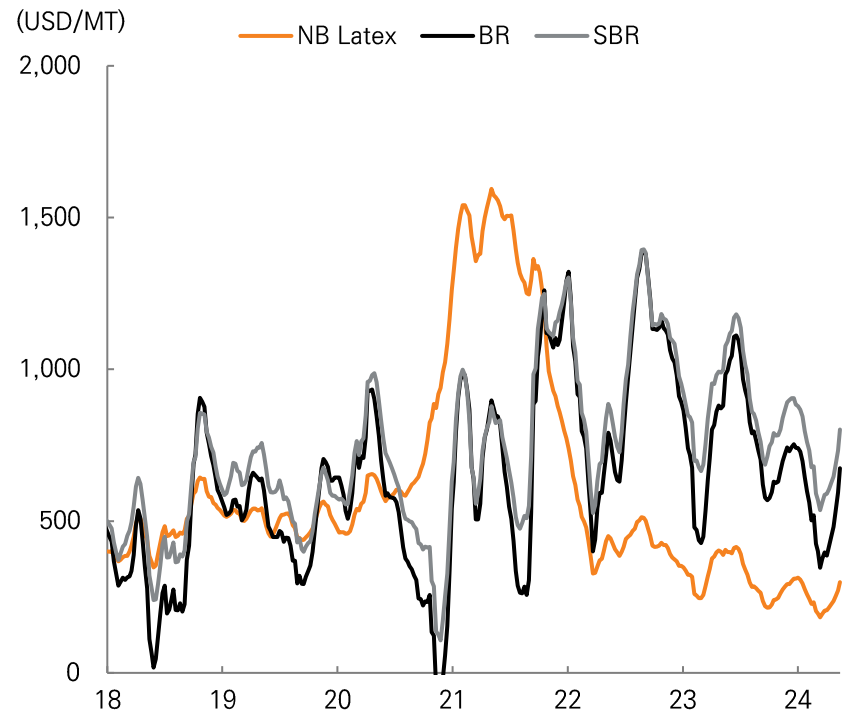
- 부타디엔 스프레드는 4월 고점을 기록 후 10.8% 하락하며 스프레드 급등세 안정
- 다만 롯데케미칼은 중동 리스크에 대비해 NCC 원료로 LPG 투입량 확대 계획을 밝히는 등 크래커들의 LPG 선호도 올라가며 부타디엔 강세는 한동안 지속될 것으로 예상
- 최근에는 부타디엔 가격 상승이 다운스트림 제품들 (NB Latex, BR, SBR 등)로 패스쓰루 되며 다운스트림 제품 또한 마진이 상승하고 있으며 부타디엔 체인의 긍정적인 시황 전망

부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

NB Latex, SBR, BR 스프레드 추이



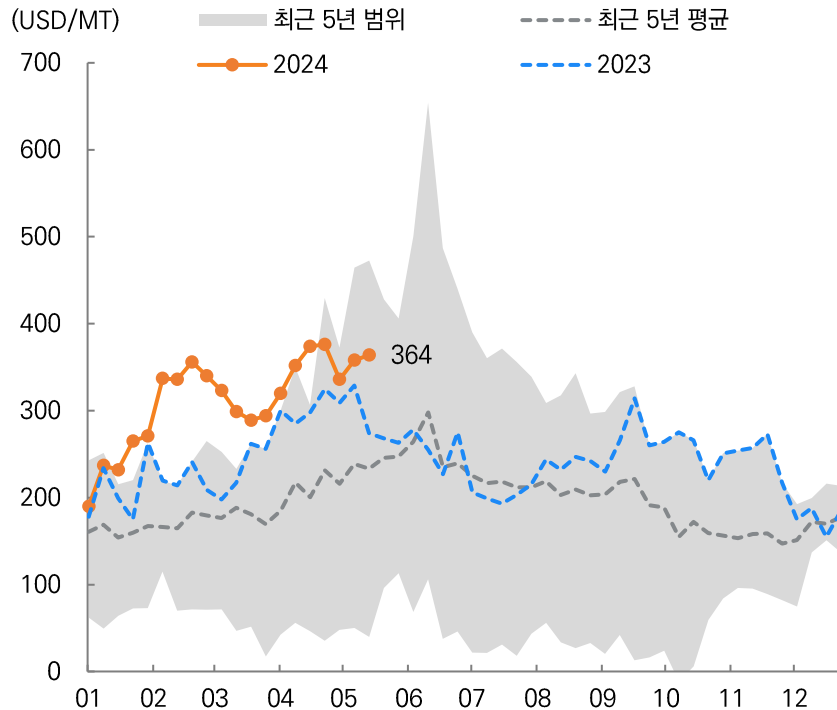
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 벤젠

재고 보충 수요 감소로 스프레드 하락

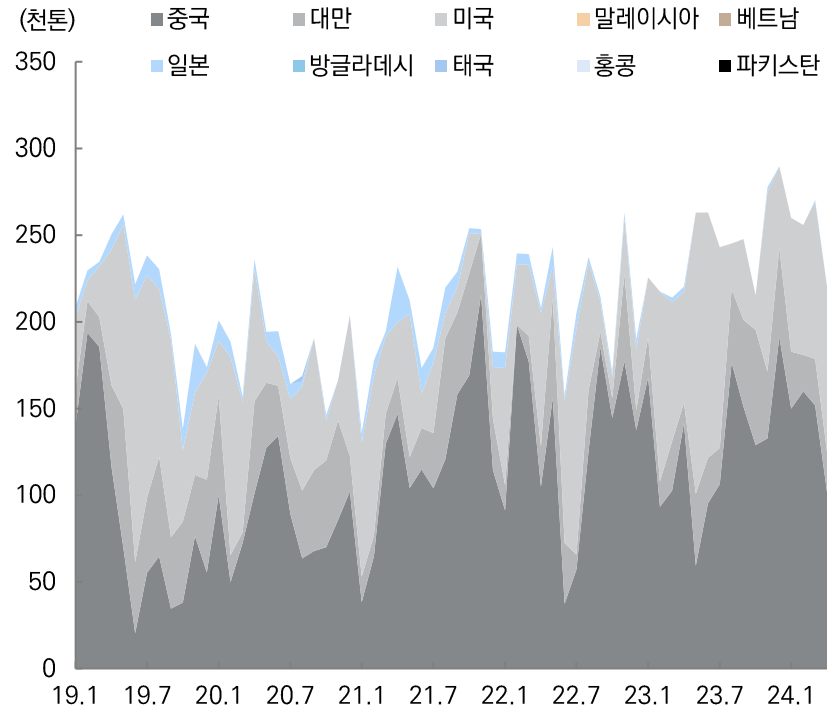
- 벤젠 스프레드는 톤 당 364달러로 전월 대비 소폭 하락
- 스프레드 하락의 주 요인은 서구권의 가솔린 블렌딩 재고 보충 수요 감소
- 통상 벤젠 스프레드 계절성으로 6월까지 상승하는 경향이 있고 동남아시아권에 추가적인 다운스트림(TPA, PET) 설비 증설이 예정되어 있어 단기적으로 상승추세가 유지될 것으로 전망

벤젠 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

국가별 벤젠 수출량 추이



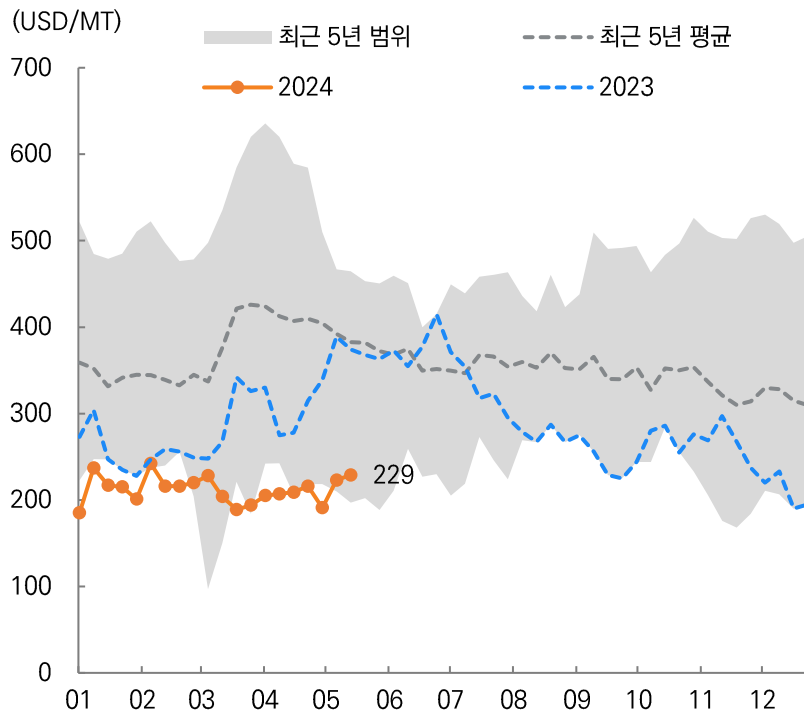
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Polyethylene(PE)

스프레드 약세 지속

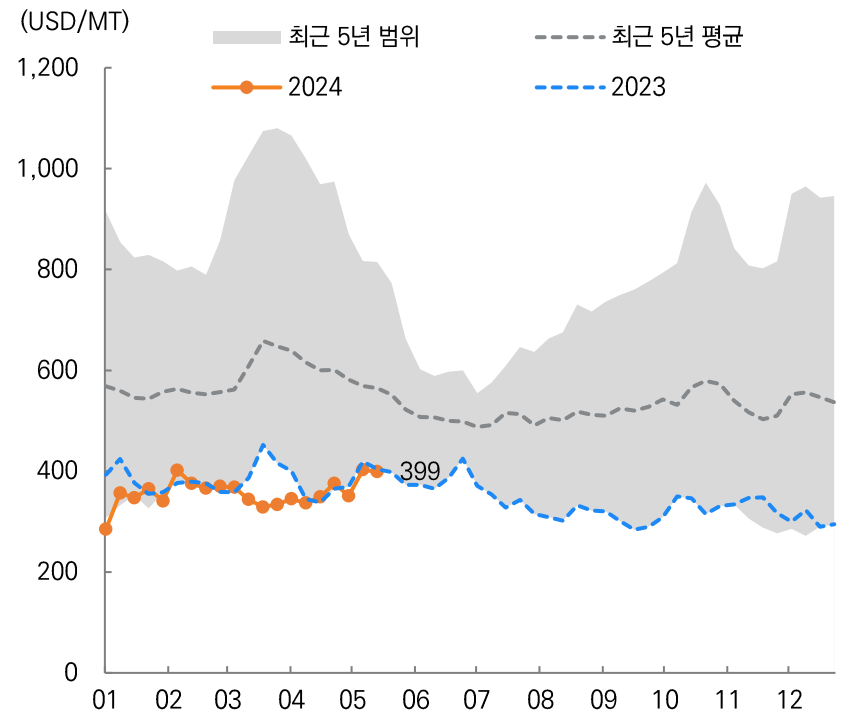
- HDPE/LDPE 스프레드는 톤 당 각각 229달러, 399달러로 4월에 이어 상승세 유지
- 스프레드 증가 요인은 서구권의 에틸렌 수출량 증가로 기초유분 가격이 하락한 가운데 중국의 노동절 장기 연휴를 맞아 플라스틱 직조 제품, Film 포장재, 식음료 포장 분야에서 수요 급등했기 때문
- 특히 다수의 폴리올레핀 설비의 정기보수가 진행되고 있는 중국 동부 및 남부 지역이 판가 상승을 주도했으며, 청명절 이후로 지속적인 재고 감소가 확인돼 하반기도 긍정적인 시황 전망

HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

LDPE 스프레드 추이



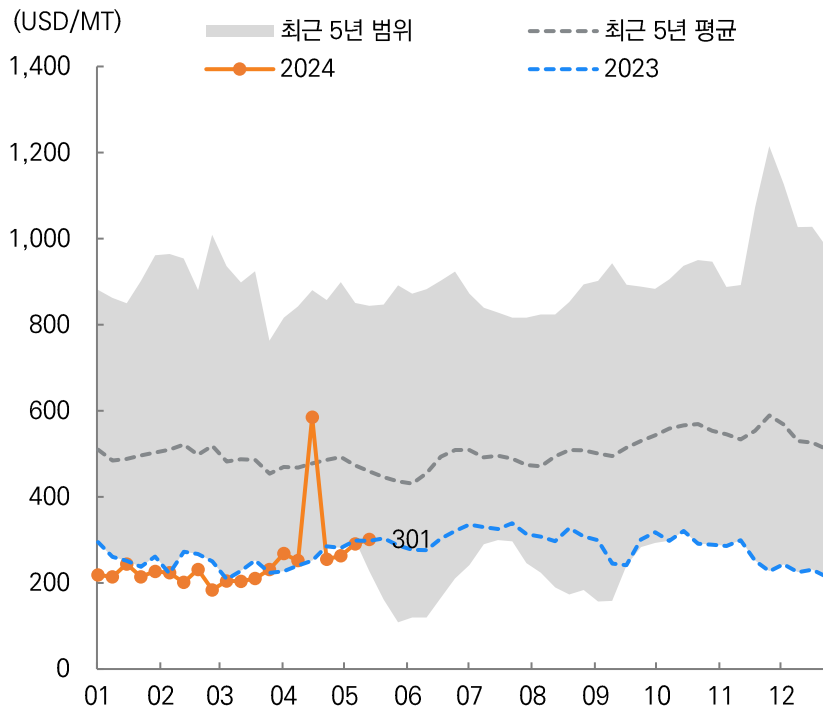
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. ABS

가전수요 증가와 공급축소로 스프레드 ↑

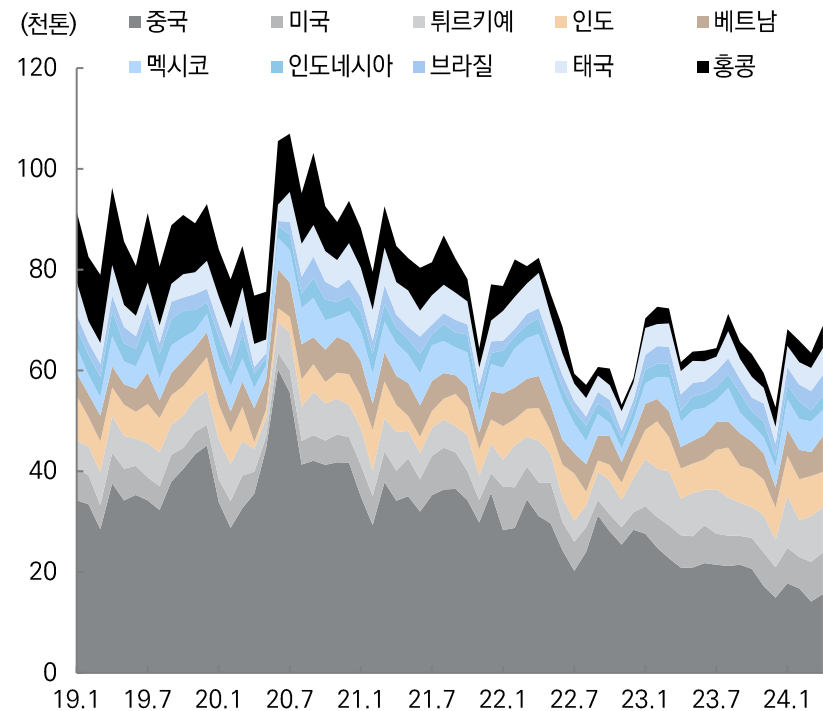
- ABS 스프레드는 톤 당 301달러로 전월대비 18% 상승하며 견조한 흐름 유지
- 스프레드 개선 요인은 중국의 가전 산업을 중심으로 한 ABS 수요 급증, 춘절 이후 ABS 재고 보충, 정기보수로 인한 공급량 축소
 - China National Petroleum Corporation의 Jieyang ABS 사업부 가동률 60% 내외로 감소
 - PetroChina Jilin, 정기보수로 연산 5만 톤 규모 ABS 공장 가동 중단

ABS 스프레드 추이



자료: 씨스کم, 미래에셋증권 리서치센터

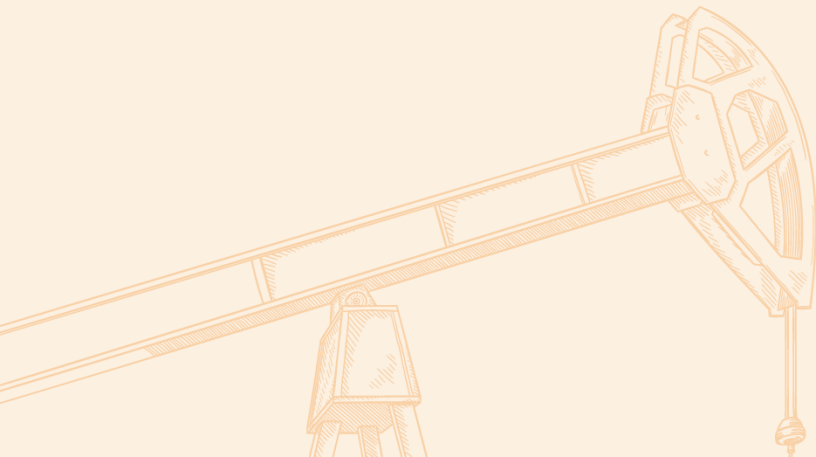
국가별 ABS 수출량 추이



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

정유

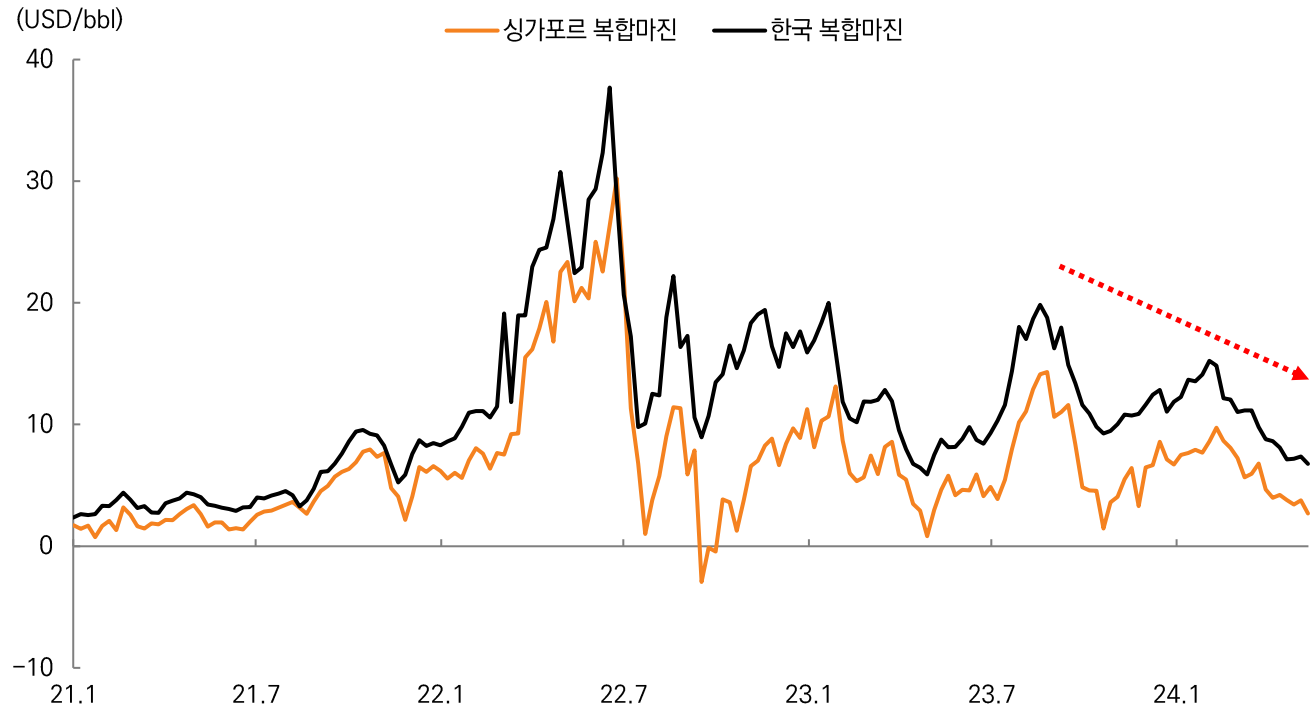


II. 정유 - 하반기 전망

경기 둔화로 인한 수요 감소 우려 존재

- 결론: 24년 상고하저의 흐름 예상. 원유 및 석유제품 전반에 대한 수요 우려 존재
- 1) 정제마진 하락을 초래한 홍해 이슈 해소 어려워. 유럽향 석유제품 수출 가능성 제한적
- 2) 저렴한 러시아/이란 원유 수출 제재가 어려운 상황. 바이든 정부는 대선 전까지 원유 공급 차질로 인한 유가 급등은 피하고 싶은 것
- 3) 사우디 OSP 인상은 현 정제마진 수준에서는 부담
- 하반기 유가 안정화, 달러화 약세 등은 상반기 대비 하반기 실적을 추가적으로 약화시킬 조건들

싱가폴 GRM / 한국 복합마진:



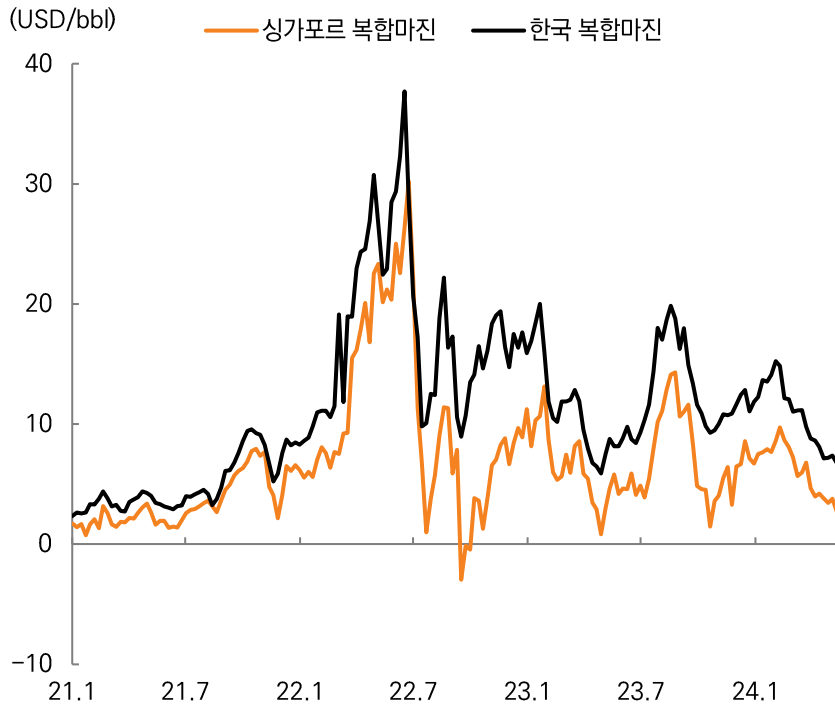
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – Review

정제마진: 석유제품 공급 증가로 마진 하락

- 한국 복합정제마진 전월대비 21.8% 하락한 배럴당 6.8불 기록(연초대비 -42%)
- 정제마진 주요 하락요인은 중국의 원유 수입 및 정제량 증가에 힘입은 **아시아권 석유제품 공급 증가**와 **지정학적 리스크 완화**(이스라엘·이란, 러시아·우크라이나)에 따른 석유제품 공급 차질 우려 해소 때문
- 제품별로는 중국의 수출량이 가장 많이 증가한 등유, 경유, 휘발유 순으로 마진하락 폭이 컸으며, 나프타와 고유황중유는 제품가격이 유지되는 가운데 유가하락으로 전월대비 스프레드 소폭 반등

싱가포르 GRM / 한국 복합마진 추이



자료: Petronet, Eikon, 미래에셋증권 리서치센터

아시아권 석유제품별 마진 추이



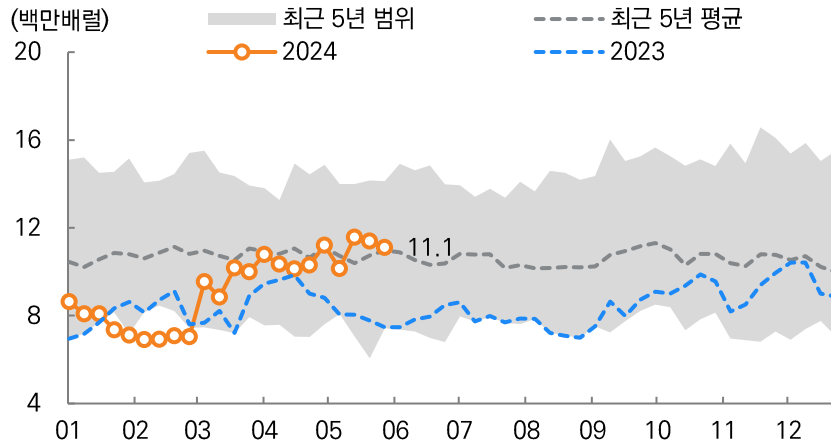
자료: Petronet, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 홍해 물류 차질 지속

아시아: 유럽향 석유제품 차익거래는 여전히 제한적

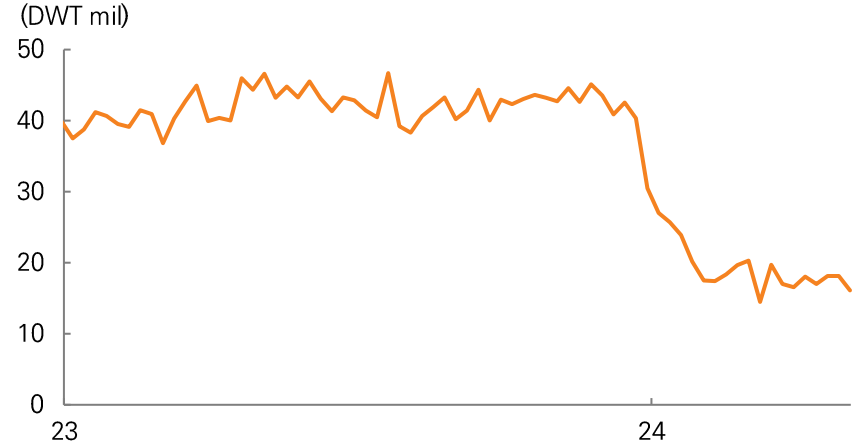
- 이스라엘·하마스간 분쟁으로 아시아권 국가의 수에즈 운하를 통한 유럽향 석유제품 수출은 사실상 불가능해진 상황
- 유럽향 정유선 운임료는 \$3,100/40ft로 전년 대비 93% 높아 아시아→유럽향 석유제품 차익거래는 제한적
- 수출되지 못한 석유제품은 싱가포르에 누적. 싱가포르 중간유분 재고는 3월부터 가파르게 증가하며 1,110만 배럴 기록

싱가포르 Middle Distillates(경유/등유) 재고 추이



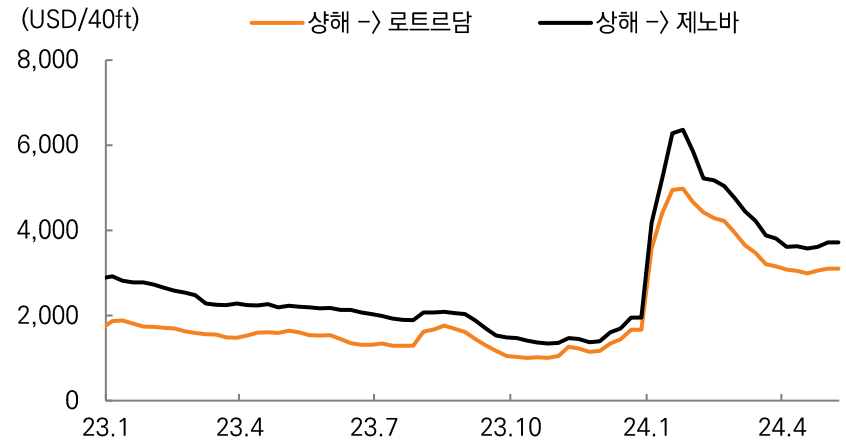
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

수에즈 운하 통행량 추이



자료: Bloomberg 미래에셋증권 리서치센터

수에즈 운하 운임료 추이



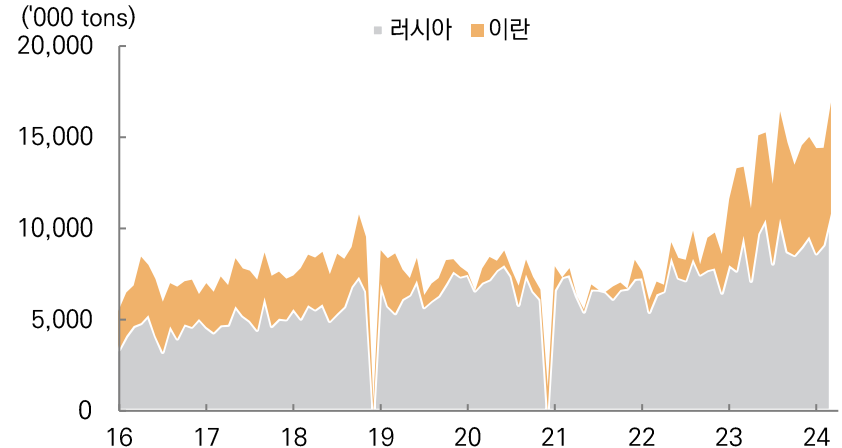
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 중국 원유 수입량 최고치 갱신

중국, 러시아/이란산 원유 역대 최고치 수입

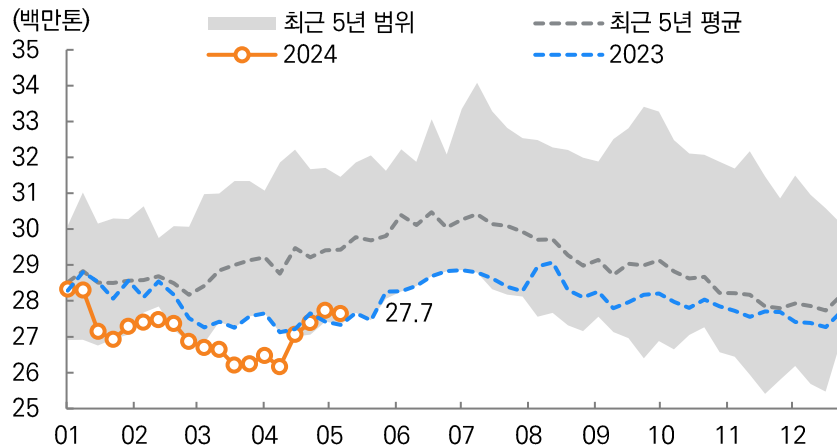
- 차익거래 물량 아시아권에 머무르는 가운데, 중국은 서방의 제재로 저렴해진 러시아 및 이란산 원유를 역대 최대치로 수입
 - 러시아산: 3월 미국이 제재를 가한 원유선 7척의 원유 양하하며 일일 원유 수입량 180만배럴 기록
 - 이란산: 일일 원유 수입량 130만배럴, 케플러에 따르면 원유 판매가는 배럴당 5불의 할인이 있었을 것으로 추정
- 수입량 증가에 힘입어 중국 항만 원유 재고는 전월 26.2백만 톤 대비 5.6% 상승하며 27.7백만 톤 기록.
- 막대한 원유 수입량은 원유 정제량 증가로 귀결. 중국의 원유 정제량 전월대비 7.4% 높은 6,378만톤 기록

중국의 러시아, 이란 원유 수입량



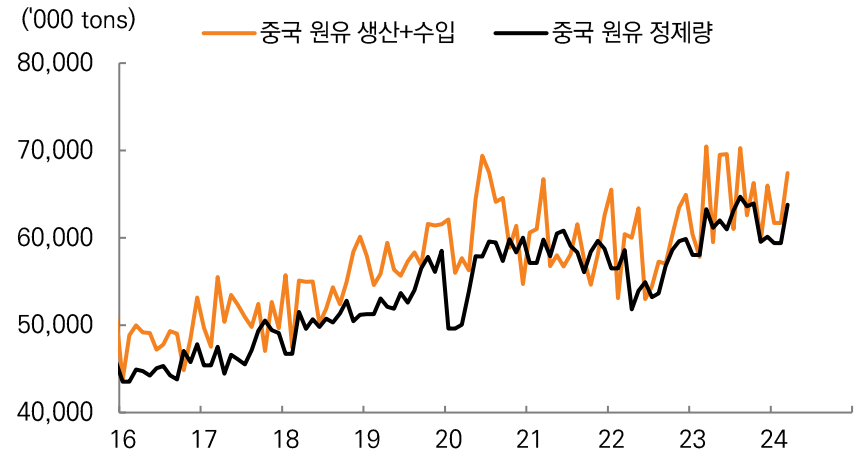
자료: Bloomberg 미래에셋증권 리서치센터

중국 항만 원유 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 원유 생산+수입량 vs 중국 원유 정제량



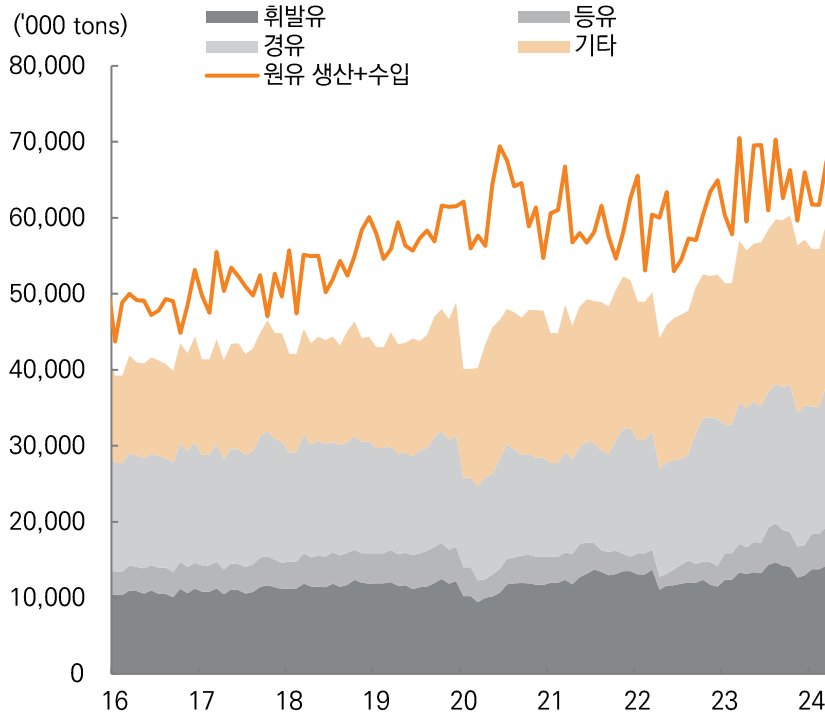
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 중국 원유 수입량 최고치 갱신

중국의 석유제품 수출량 증가하며 공급과잉 발생

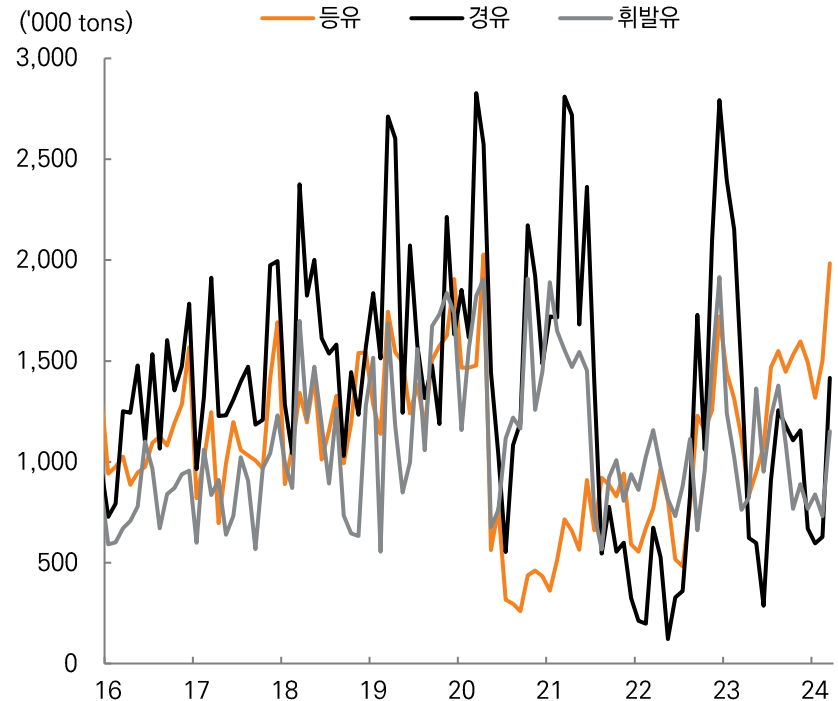
- 석유제품 정제량 증가와 함께 중국의 휘발유 생산량 및 수출량 동반 상승
 - 중국 휘발유/경유/등유생산량 각각 1,429만톤, 1,869만톤, 509만톤 기록
 - 중국 휘발유/경유/등유 수출량 각각 115만톤, 142만톤, 198만톤 기록
- 유럽으로 수출이 제한된 상황에서 아시아권 석유제품 공급 증가는 석유제품의 마진 하락 요인
- 중국 상업용 휘발유 재고도 전월대비 56.2만톤 증가해 아시아권 석유제품 과잉공급을 시사

중국 석유제품 생산량



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 석유제품 수출량



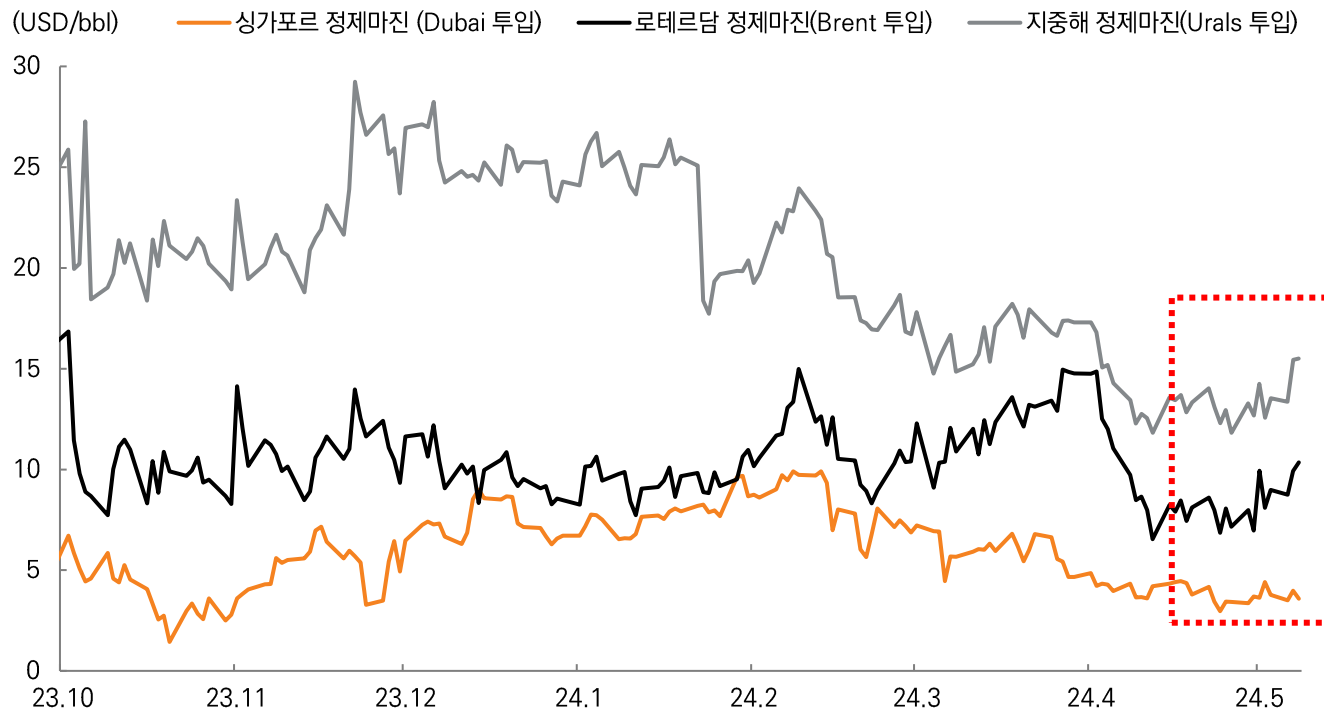
자료: The Straits Times, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 지역간 정제마진 차별화

정제마진: 아시아 하락. 유럽 상승

- 아시아권 정제마진 하락이 수요부진보다는 지정학적 요인에 기인
- 싱가포르 정제마진은 3월부터 중국 석유제품 공급과잉으로 하락. 유럽 정제마진은 물류차질로 수입에 어려움을 겪으며 상승
- 아시아 정제마진의 반등의 선행조건은 1) 러시아와 이란의 중국향 원유 수출 감소, 2) 유럽향 석유제품 수출의 점진적 회복으로 분석

지역별 정제마진 추이



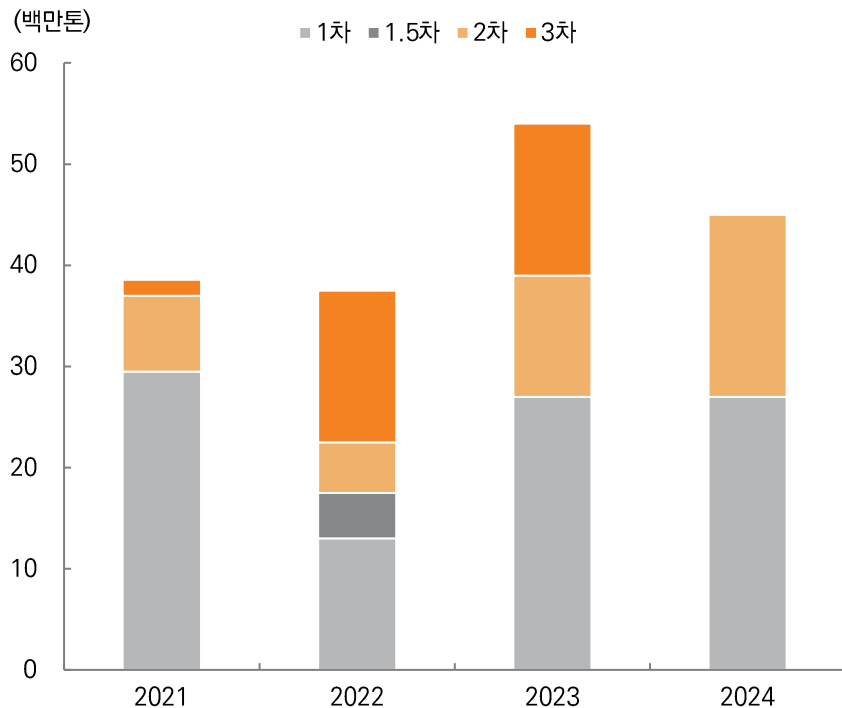
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 중국 2차 수출 한도(Quota) 발표

2차 수출 한도는 전년 대비 증가

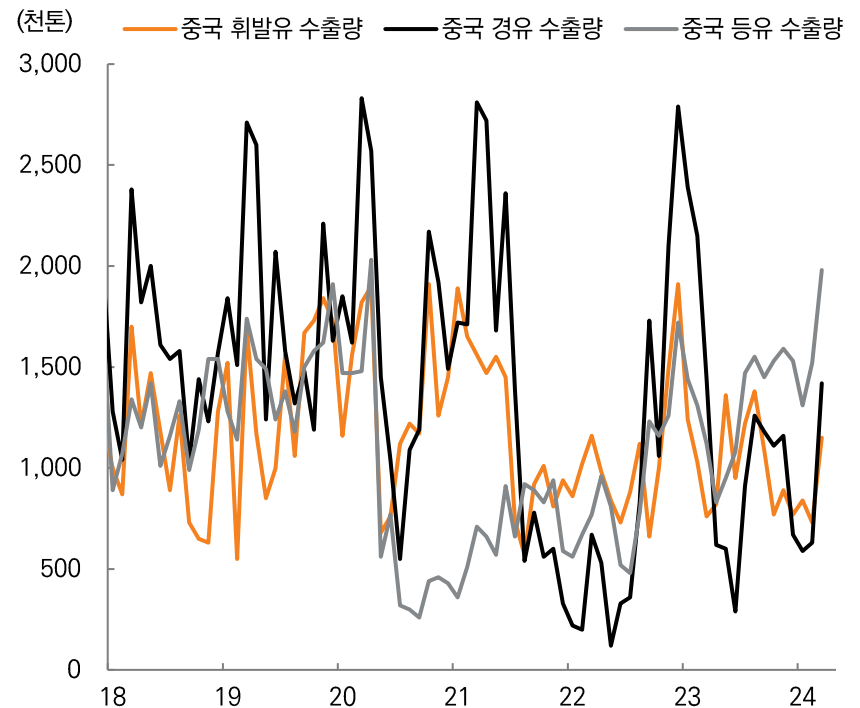
- 2024년 중국 석유제품 수출량은 내수 회복 및 가동률 확대로 점차 증가 전망. 다만, 최근 낮아진 정제마진으로 인해 5월 수출 물량은 감소 예상
- 중국 2차 수출 한도는 총 1,800만 톤으로 전년 대비 50% 증가(23년 1,200만 톤)
- 러시아/이란산 원유 도입 지속된다면, 수출량은 전년대비 증가할 가능성 존재

중국 석유제품 수출한도 추이



자료: 언론취합, 미래에셋증권 리서치센터

중국 석유제품 수출량 추이



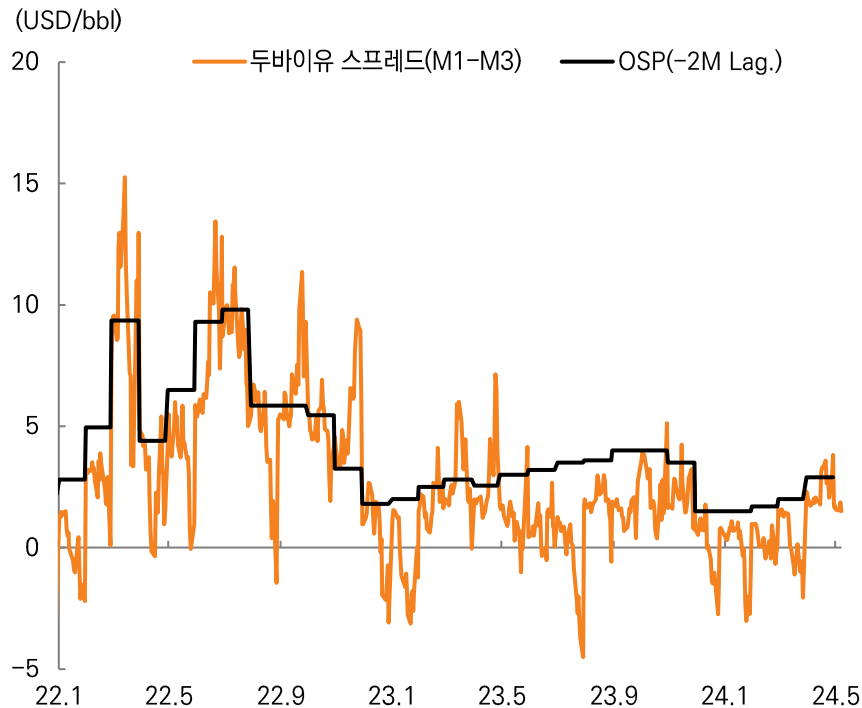
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 사우디 OSP

OSP: 정제마진 하락에도 불구하고, OSP 3연속 인상

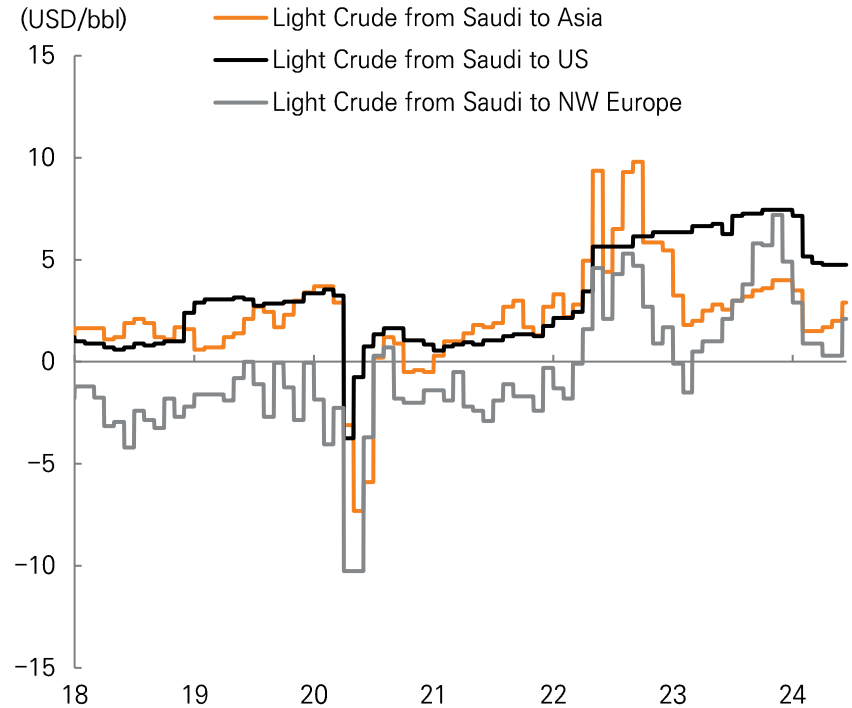
- 사우디 아람코, OPEC+ 감산과 중동 및 산유국의 내수 소비 증가에 힘입어 6월 아시아향 Light, Medium OSP 각각 \$2.90/\$2.35로 \$0.90/+ \$1.00 인상.
- 이는 시장 예상치인 Light OSP 60센트를 상회하는 수치로 OSP를 고려한 아시아권의 정제마진은 손익분기점 수준.
- 높아진 OSP는 부담스럽지만, 최근 좁혀진 두바이유 스프레드로 인해 7월 OSP 인하 가능성 높아

사우디(아람코) 아시아향 Light 원유 OSP와 두바이유 스프레드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

사우디(아람코) 지역별 Light 원유 OSP 추이



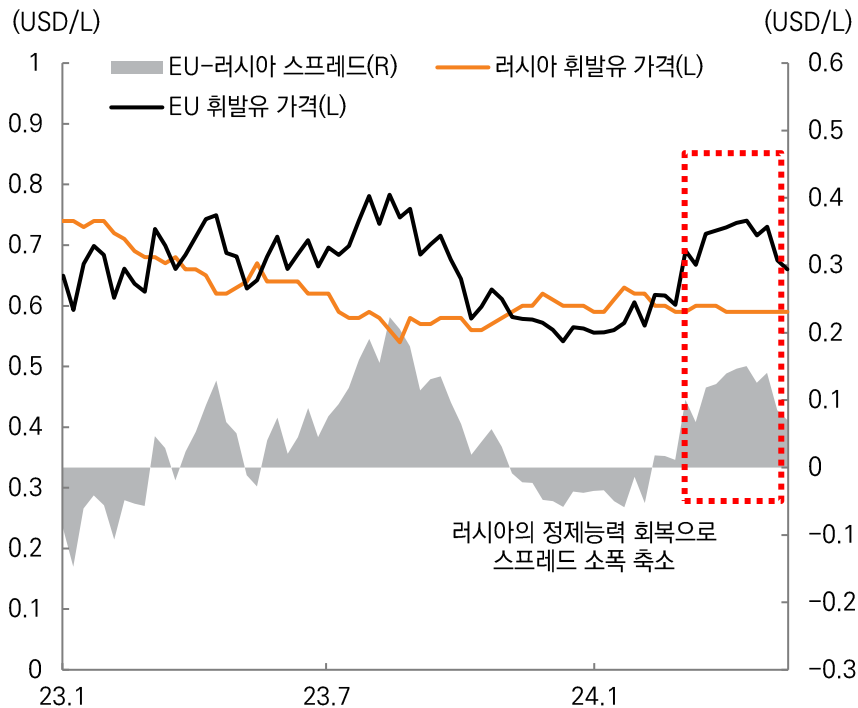
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 러시아 휘발유

러시아, 휘발유 수출 재개

- 러시아, 안정적인 휘발유 수급 확보. 기존 1월~6월 예정되었던 휘발유 수출 금지 조치를 5월부터 2개월 간 해제. EU 휘발유 가격은 이를 반영하며 전월 대비 10.8% 하락
- 러시아, 우크라이나의 드론 공격에 불구 정제능력 빠르게 회복하며 글로벌 휘발유 공급차질 우려 완화
- 러시아 정제능력 감소분 3월: 일 12만 4천톤 → 4월: 일 9만 5백톤으로 회복
- 러시아 정제설비를 대상으로 한 우크라이나의 드론 공격은 에너지 가격 상승을 우려하는 바이든의 공격 중단 요구로 그 강도가 점차 약해지는 중

러시아 vs 유럽 휘발유 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

우크라이나의 드론 공격을 받은 러시아의 정유소



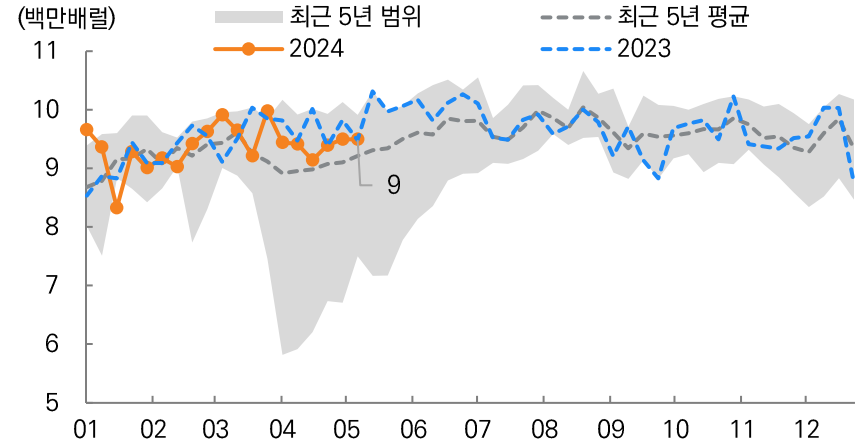
자료: The Financial Times, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 미국 휘발유

미국: 드라이빙 시즌에 힘입어 고마진 유지

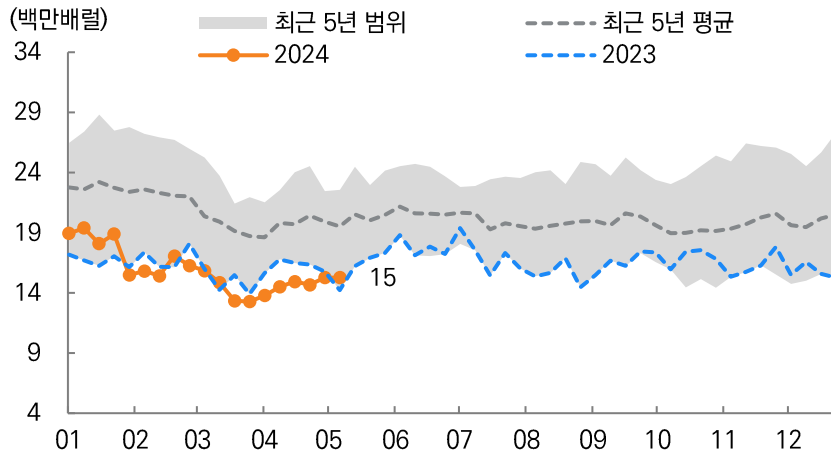
- BP의 미국 중서부 최대 정유소 Whiting (일 정제량 43.5만배럴) 재가동 개시하며 미국의 휘발유 생산량 계절 평균치로 회귀
- 휘발유 재고는 여전히 낮은 편이나 정유사들의 연례 봄 유지보수가 종료되며 3월을 기점으로 빠르게 상승
- 미국 휘발유 마진은 전월 34불 대비 14% 하락한 29불 기록
- 다만 미국은 5~9월 드라이빙 시즌을 앞두고 있어 급격한 마진 하락 가능성은 낮을 것으로 예상

미국 휘발유 생산량 추이: 계절 평균치로 복귀



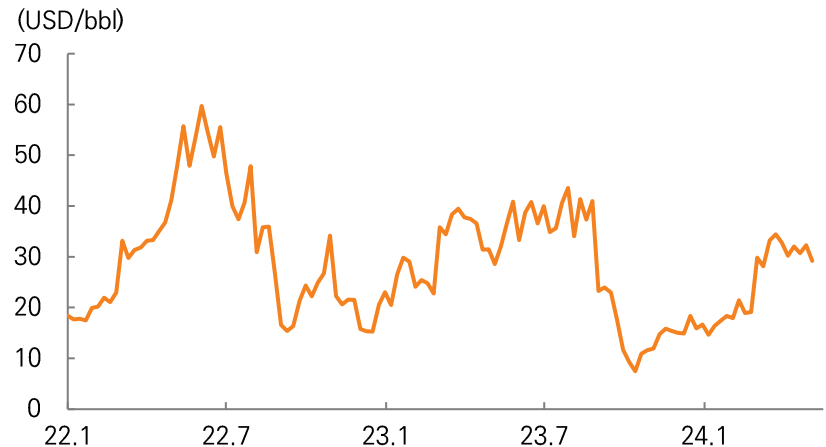
자료: Bloomberg 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이: 유지보수 종료로 3월 기점으로 빠르게 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 휘발유 마진: 드라이빙 시즌으로 마진 급락 가능성은 낮을 것



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 – Wrap up

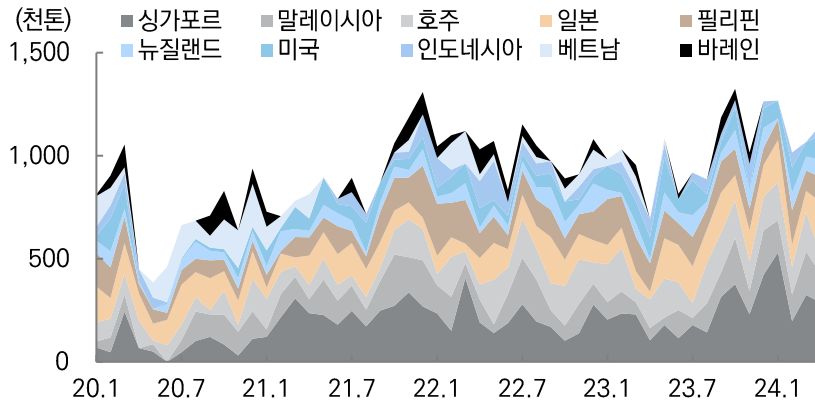
유종		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	비고
휘발유	마진	18.9	16.5	19.0	12.6	17.9	20.0	18.0	16.0	- 중국: 원유 수입량 증가로 아시아권 휘발유 생산량, 수출량 동반 상승
	QoQ	9.9	(2.4)	2.5	(6.4)	5.4	2.1	(2.0)	(2.0)	- 러시아: 우크라이나 드론 공격에 불구 정제능력 빠르게 회복하며 휘발유 공급차질 우려 완화
	YoY	1.1	(18.3)	5.9	3.6	(1.0)	3.5	(1.0)	3.4	- 미국: 정유사 정기보수 종료로 마진 소폭 하락했으나 드라이빙 시즌을 앞뒀 추가 하락 제한적
경유	마진	25.3	14.6	2639	21.1	21.7	16.0	18.0	20.0	- 홍해 물류 차질로 유로존 경유 재고는 급락한 반면 아시아권 경유 재고는 증가
	QoQ	(14.7)	(10.8)	12.4	(5.8)	0.5	(5.7)	2.0	2.0	- 중국: 원유 수입량 증가로 아시아권 경유 생산량, 수출량 동반 상승
	YoY	5.5	(29.0)	(8.1)	(18.8)	(3.6)	1.5	(8.9)	(1.1)	- 아시아: 인도, 중국유럽향 경유 수출 선회로 마진 압박 심화
등유	마진	26.5	13.9	26.1	23.6	21.1	16.0	18.0	20.0	- 글로벌 항공편 수 계절성 반영한 과거 동기간 5개년 평균 큰폭으로 상회
	QoQ	(6.6)	(12.7)	12.2	(2.5)	(2.5)	(5.1)	2.0	2.0	- 미국: 봄 방학, 부활절 등으로 일일 항공편 승객 수 역대 최고치 갱신
	YoY	10.1	(25.5)	(6.1)	(9.6)	(5.4)	2.1	(8.1)	(3.6)	- 중국: 입국제한 및 방역조치 완화로 국제선 비중 증가. 항공편 당 소모되는 항공유 ↑
고유황중유	마진	(16.1)	(8.6)	(5.2)	(11.1)	(9.7)	(10.0)	(8.0)	(8.0)	- 쿠웨이트 AI-Zour의 LSFO 공급증가로 LSFO 스프레드 23년 1~3분기 마이너스권 테스트
	QoQ	7.2	7.4	3.5	(5.9)	1.4	(0.3)	2.0	2.0	- 이후 쿠웨이트 발전소 및 수처리 시설 연료유 HSFO 대신 LSFO 투입하며 HSFO 약세전환
	YoY	(7.9)	(5.7)	17.2	12.2	6.5	(1.3)	(2.8)	3.1	- 의미있는 스크러버 탑재 선박 성장률 확인까지 HSFO 약세 유지할 것
납사	마진	(6.6)	(14.6)	(17.8)	(13.0)	(7.8)	(11.0)	(8.0)	(8.0)	- 홍해 운송 비용 상승에 따른 아시아 납사 가격 상승과 다운스트림 정제보수로 수요 둔화
	QoQ	8.3	(8.1)	(3.2)	4.8	5.2	(3.2)	3.0	0.0	- 중국의 PE, PP 등 폴리머 재고는 연휴 전 대비 75% 증가한 95만톤으로 초과 공급 유지
	YoY	(7.7)	1.6	5.5	1.8	(1.3)	3.6	9.8	5.0	- NCC기업들은 납사 대신 LPG 투입하며 원가 절감 중. 그 여파로 부타디엔 스프레드 강세
복합정제마진	마진	13.9	6.1	12.2	11.6	11.6	10.4	11.8	12.4	- 사우디 아람코, OPEC+ 감산과 중동 및 산유국 내수 소비 증가에 힘입어 아시아 OSP 인상
	QoQ	3.0	(7.8)	6.2	(0.7)	0.0	(1.2)	1.3	0.6	- 6월 아시아향 Light, Medium OSP 각각 \$2.90/\$2.35로 \$0.90/+\$1.00 인상
	YoY	1.4	(17.4)	(0.3)	0.7	(2.3)	4.4	(0.5)	0.8	- 정제마진 하락 가운데 OSP 인상은 국내 정유사에게 원가 부담으로 작용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 국가별 석유제품 수출량

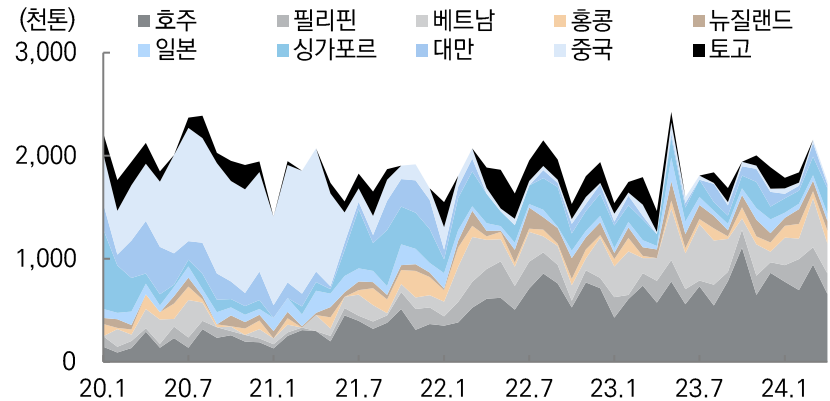
국내 석유제품 수출입량 (상위 10개국)

국내 휘발유 수출량 (4월 집계치: 131.2만톤, YoY 85.1% 증가)



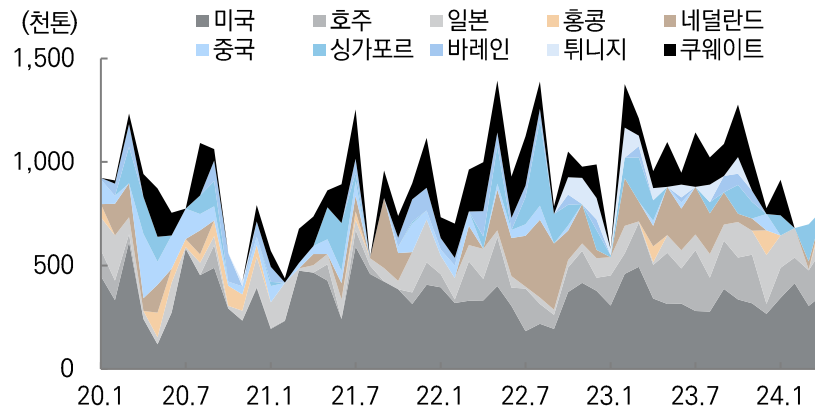
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 경유 수출량 (4월 집계치: 177.2만톤, YoY 8.0% 증가)



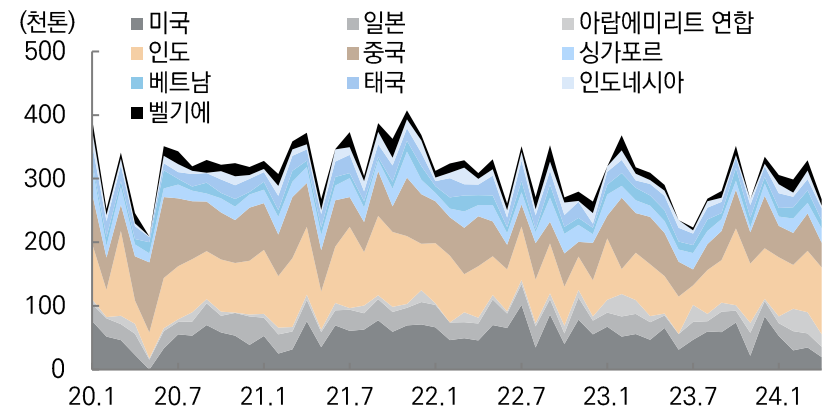
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 항공유 수출량 (4월 집계치: 128.7만톤, YoY 20.8% 증가)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 윤활유 수출량 (4월 집계치: 30.3만톤, YoY 15.1% 하락)

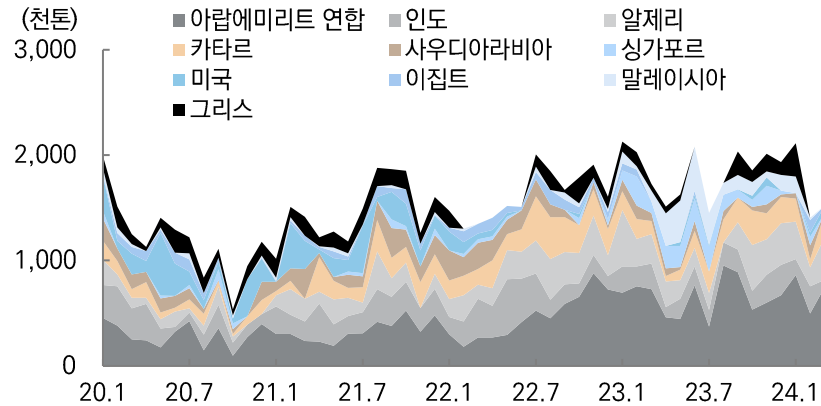


자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유 - 납사 및 중유 수출입량

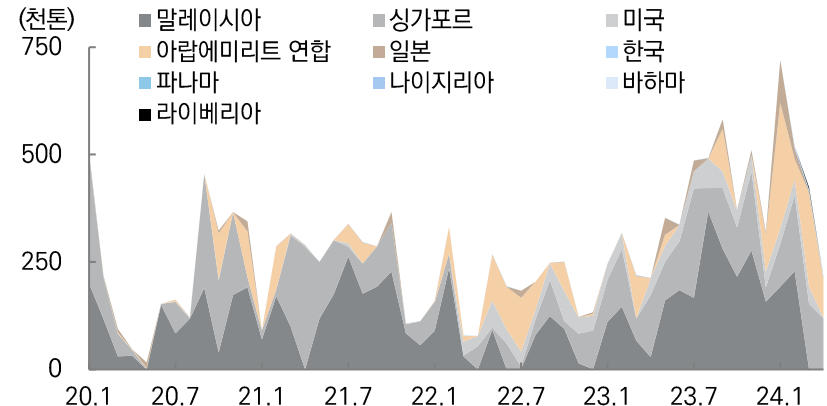
국내 석유제품 수출입량 (상위 10개국)

국내 납사 수입량 (4월 집계치: 153.8만톤, YoY 27.5% 증가)



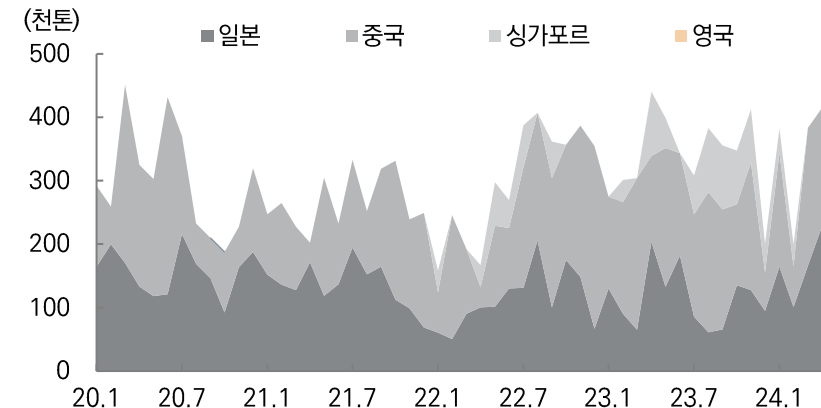
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 고유황중유 수입량 (4월 집계치: 21.6 만톤, YoY 1.4% 하락)



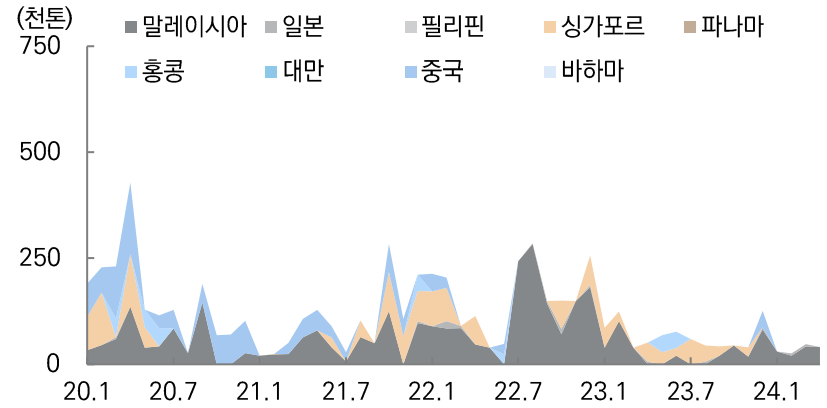
자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

국내 납사 수출량 (4월 집계치: 41.4만톤, YoY 5.9% 하락)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

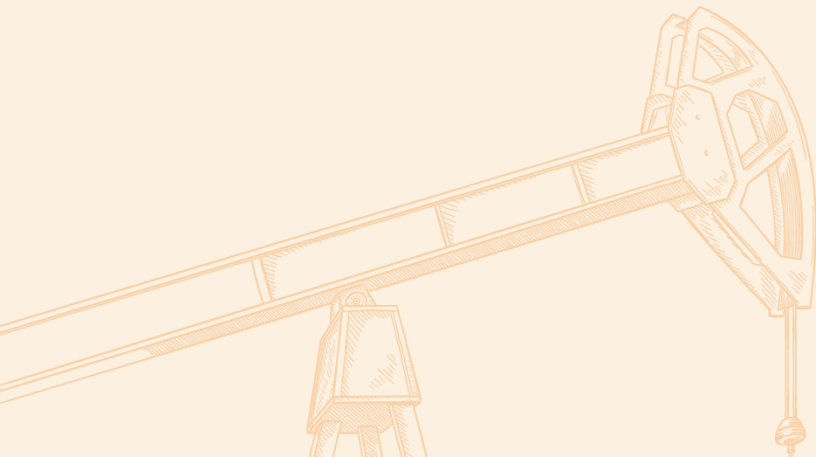
국내 고유황중유 수출량 (4월 집계치: 4.1만톤, YoY 4.6% 증가)



자료: 한국무역통계진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

태양광

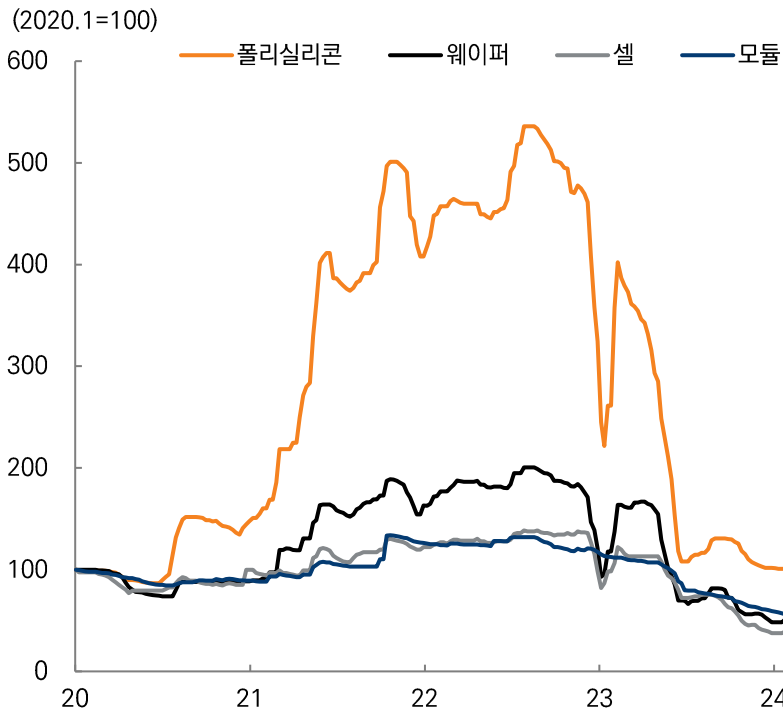


III. 태양광 – 중국 태양광의 변곡점

태양광 제품 생산량 감소하며 수급 개선 전망

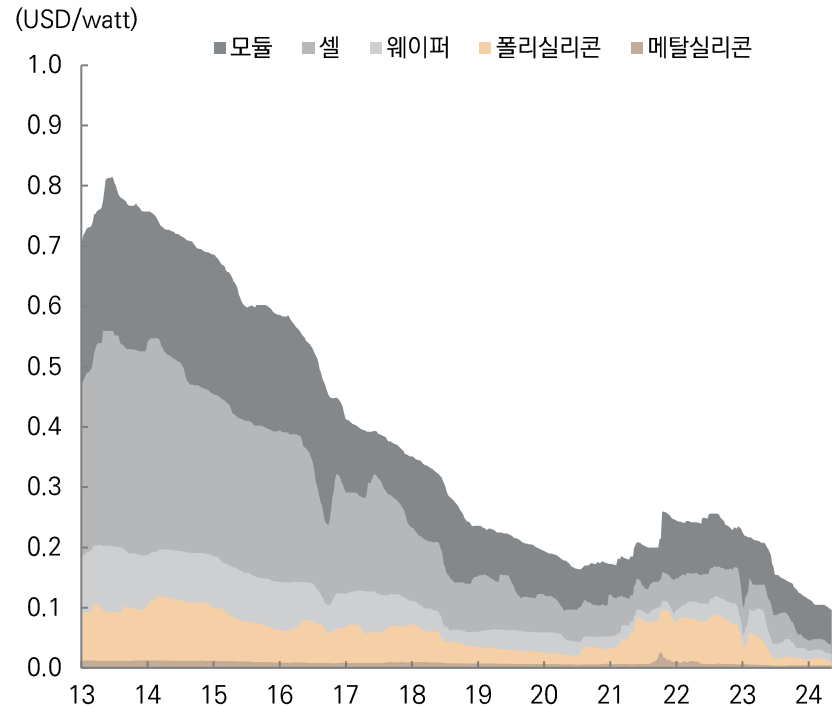
- 하반기에도 판가 회복은 쉽지 않아보이나, 점진적인 실적 개선의 시그널은 나타날 전망
- 이미 제품 가격은 생산 단가가 낮은 기업들의 한계치까지 하락한 상황. 탑 티어 미만 기업들의 재무적 부담이 심화되며, 2~3분기부터는 생산량 감소 및 기업 통폐합 가능성 존재
- 상반기 모든 태양광 제품 가격 하락. 전반적인 공급 과잉으로 인한 제품 가격 하락 영향이 컸음
- 폴리실리콘 -34%, 웨이퍼 -20%, 셀 -17%, 모듈 -16%

태양광 밸류체인별 상대 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

태양광 제품별 스프레드 구분 추이



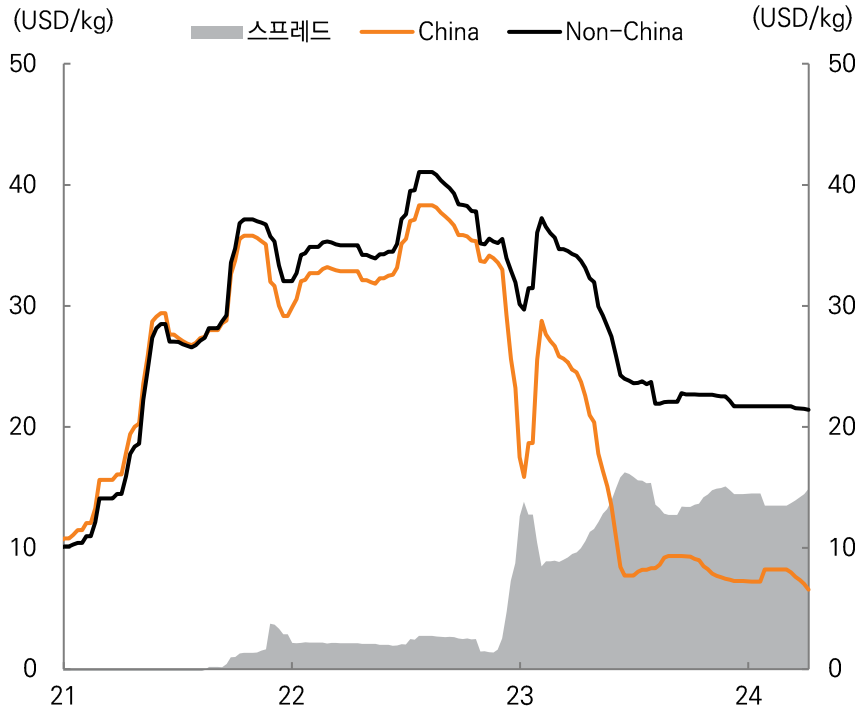
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국의 중국 규제가 관건

Non-China 폴리실리콘 프리미엄은 유지될 전망

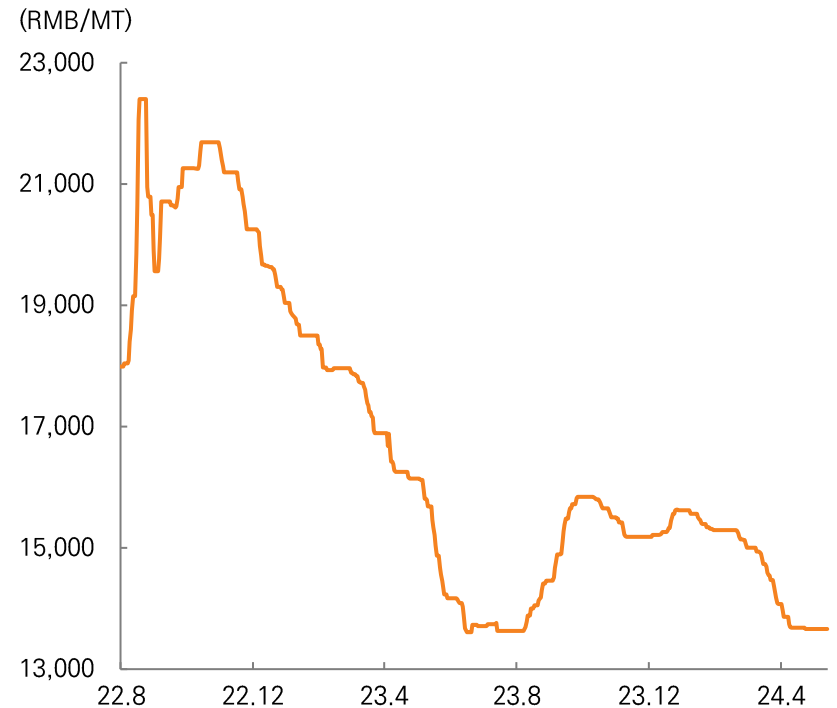
- 미국향 Non-China 폴리실리콘은 태양광 산업 내 중국 규제 기조가 지속되며 프리미엄 유지 전망
- Non-China 폴리실리콘 가격은 21.2달러/kg로 연초대비 약 -2.3%으로 약보합 기록. 중국 폴리실리콘의 하락 폭(-34.1%) 대비 미미한 수준. 따라서 프리미엄도 확대(14.5달러 → 16.5달러)
- 미국 모듈 가격의 하락에도 AMPC 보조금을 위해서 미국 내 모듈 생산은 지속 → Non-China 폴리실리콘 수요 견조 → 전세계 캐파의 6% 밖에 되지 않는 Non-China 폴리실리콘 경쟁력 우위 지속

China vs. Non-China 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

메탈실리콘 가격 추이



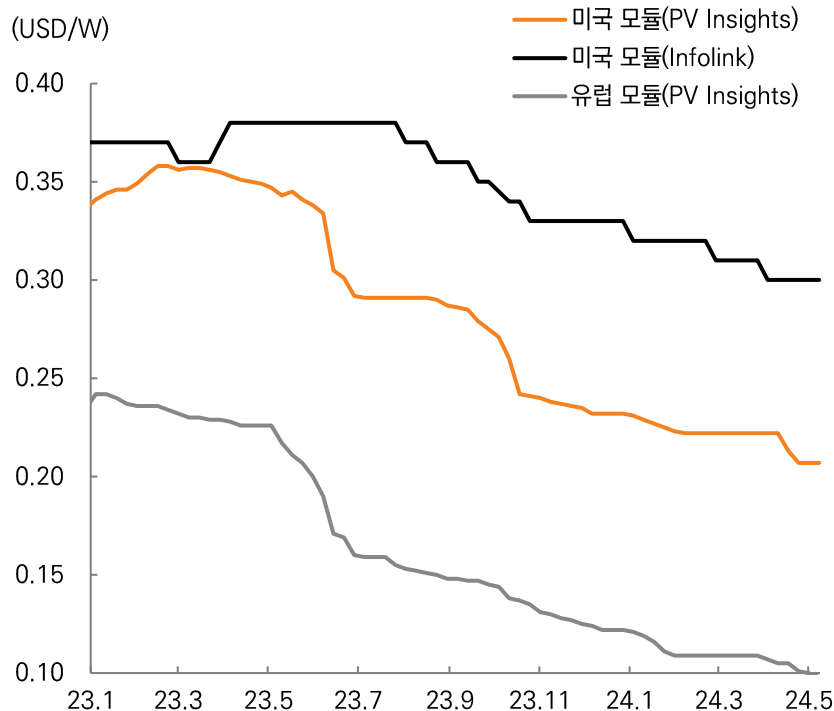
자료: Sunsir, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 - 미국의 중국 규제가 관건

미국 모듈 판가 반등 속도는 정책에 따라 결정

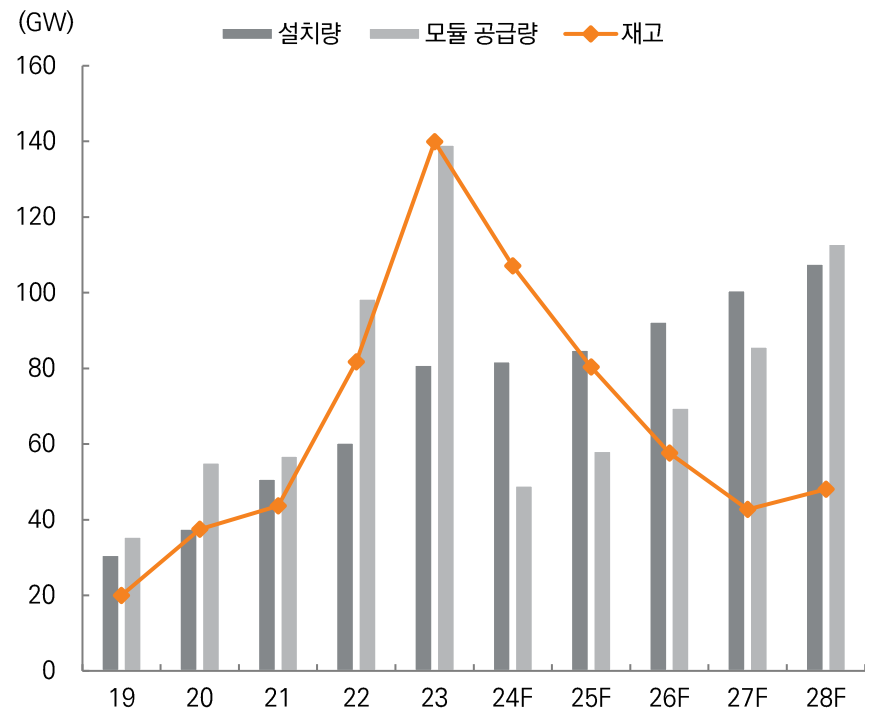
- 하반기 미국 모듈 가격은 높은 재고량으로 인해 속도는 느리겠으나, 점차 반등할 전망
- 6/6 동남아 모듈 관세 면제 종료로 중국 수입 모듈은 반덤핑/상계관세(54~214%)에 다시 노출
- 향후 세이프가드(Section 201)의 양면형 모듈 관세 면제 대상 제외, 기수입 모듈 재고 처리에 대한 제재 등으로 인해 미국 내 생산 중인 한화솔루션에 추가 수혜 가능성 존재
- 미국 모듈 가격은 20.7c/w(PVInsights), 30c/w(Infolink)로 연초대비 각각 10.8%, 6.3% 하락

미국/유럽 태양광 모듈 가격 추이



자료: PV Insights, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

미국/유럽 연간 설치량 및 공급량, 재고 추이



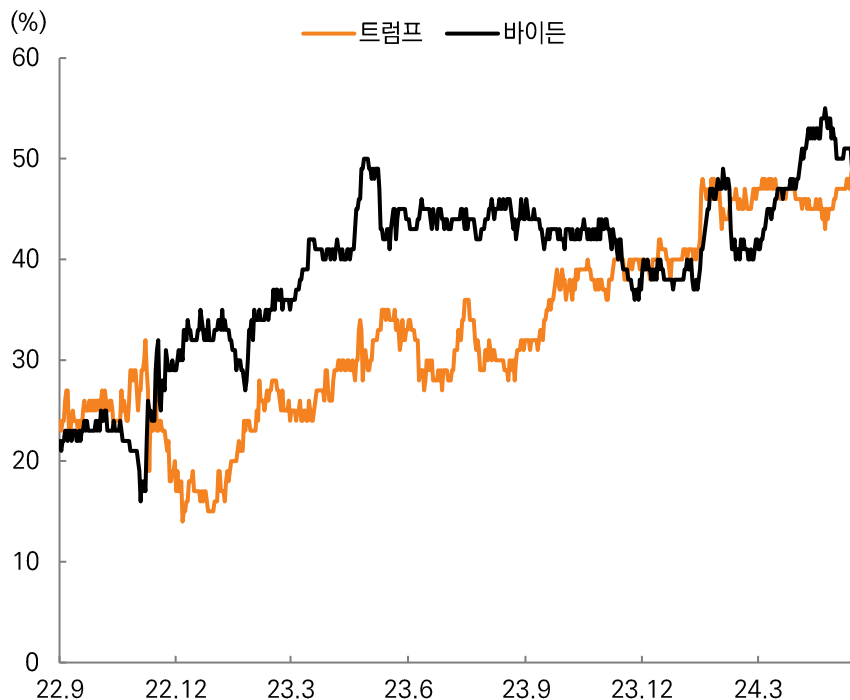
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국 대선 영향

트럼프 vs. 바이든 박빙

- 트럼프 후보 당선 시, IRA 보조금에 대한 우려는 존재. 두 후보 모두 중국 규제는 강화하는 흐름
- PreditIt의 대선 승리 확률에 따르면, 바이든과 트럼프의 대결은 여전히 박빙
- 태양광 산업에 있어 두 후보의 차이점은 바이든은 신재생에너지에 적극적이지만, 트럼프는 그렇지 않다는 점. 그리고 바이든 정부가 시행 중인 IRA 보조금에 대해 트럼프 후보는 탐탁치 않다는 점
- 기존에는 트럼프 후보가 중국 규제에 있어 더 적극적일 것이라는 시장의 시각이 있었음. 바이든 후보는 이를 반박하듯이 5/14 발표된 Section 301 강화로 중국 규제 의지를 보여주었음

2024 미국 대통령 선거 후보 당선 가능성 추이



자료: PreditIt, 미래에셋증권 리서치센터

바이든 정부, Section 301 강화 통한 중국 규제 강화

적용시점	해당 품목	기존 관세	인상 후 적용 관세
2024년	전기차	25%	100%
	리튬이온 배터리 (전기차)	7.50%	25%
	배터리 부품	7.50%	25%
	핵심광물 (흑연, 자석 제외)	0%	25%
	태양전지	25%	50%
	철강, 알루미늄	0-7.5%	25%
25년까지 인상	반도체	25%	50%
26년 적용	리튬 이온 배터리 (전기차 제외)	7.50%	25%
	천연흑연/영구자석	0%	25%

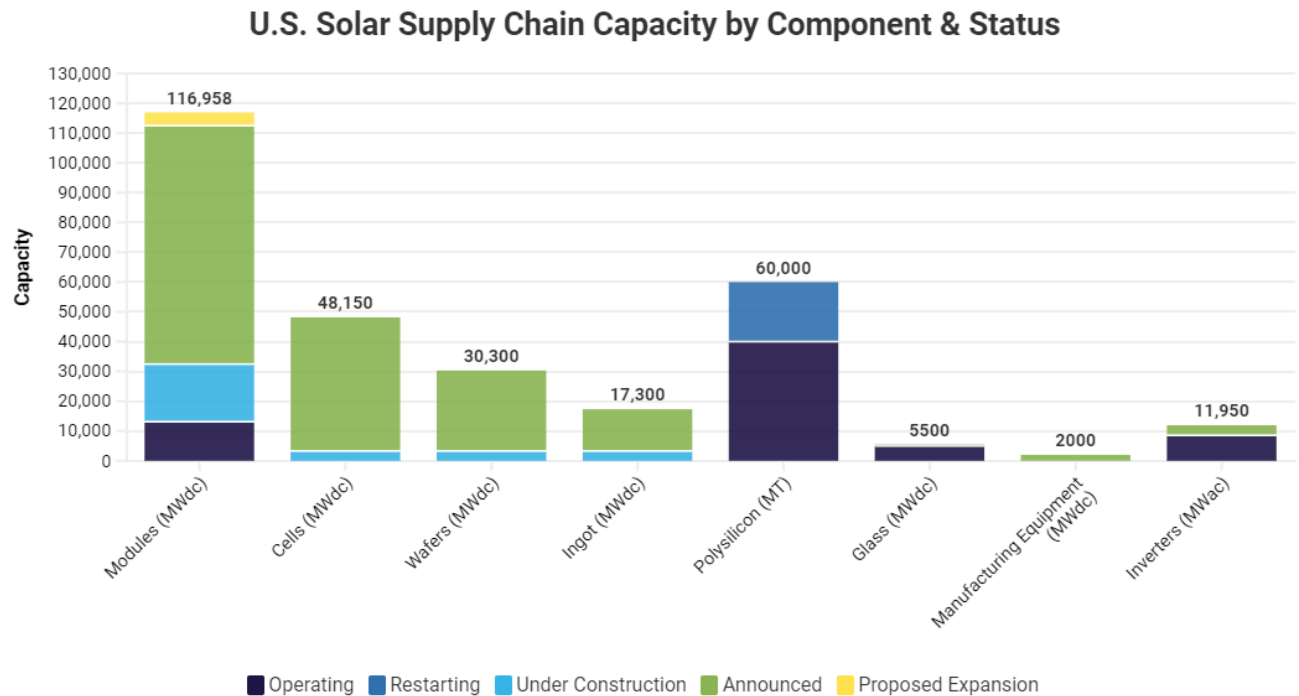
자료: WhiteHouse, 미래에셋증권 리서치센터

III. 태양광 – 미국 태양광 증설

실제 가동 + 건설 중인 모듈 공장 용량은 32GW

- 미국 내 중국 태양광 공장들의 진입으로 인한 공급 과잉 심화 우려는 과도하다고 판단
- 현재 미국 내 가동 중인 모듈 공장은 13GW, 확장 중인 공장은 4.5GW, 건설 중인 공장은 19.4GW
- 그 중 중국 모듈 공장은 7GW 수준. 중국 모듈 공장들의 진입 속도는 우려보다는 더딘 상황
- 나머지 80GW는 증설 발표 후, 미국 대선 결과 이후 진행 여부 결정될 것으로 예상. 하지만 모듈 공장들이 추가로 지어진다고 해도, 셀 단계에서 관세 부과 후 수입되어야 하기 때문에 경쟁력은 낮을 것

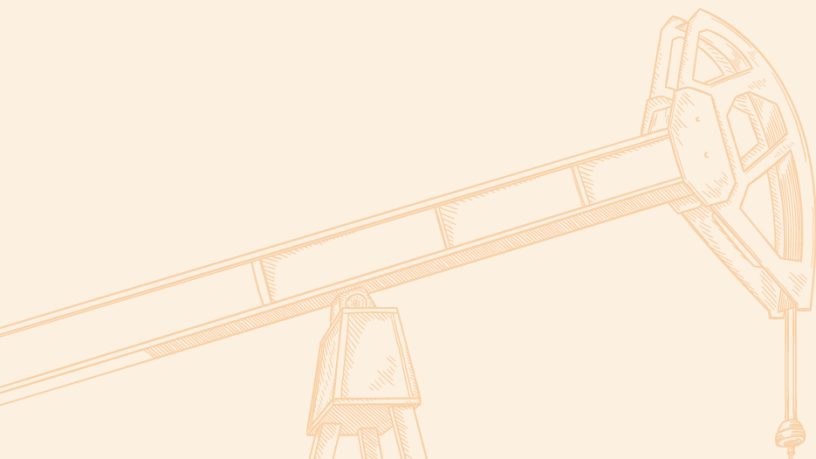
미국 내 태양광 공장 가동 및 증설 계획



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

풍력

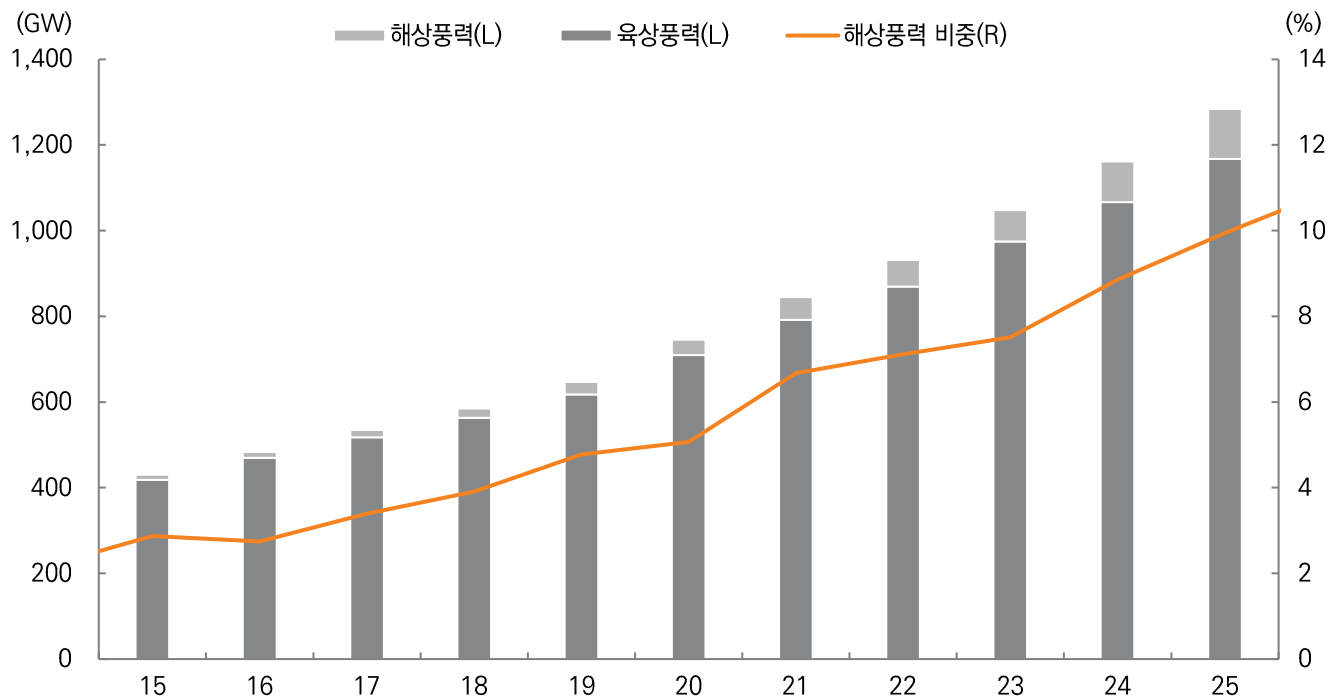


IV. 풍력 – 풍력 발전량 전망

육상 UP, 해상 DOWN

- 신재생에너지 성장 지속으로 2024년 풍력 신규 설치량 전망치는 112.1GW → 112.7GW 상향.
24년 육상 신규 설치량 전망을 90.9GW → 92.1GW로 상향. 해상은 21.2GW → 20.6GW로 하향
- 하반기 육상풍력에 대한 선호도는 높아질 것으로 전망하는 반면, 해상풍력은 다소 부진할 전망
- 연초 대비 금리 하락 속도 둔화 때문. 하지만 에너지원 중 LCOE가 가장 저렴한 육상풍력 선호는 지속
- 2030년까지 CAGR은 9.0%로 전망(육상 8.0%, 해상 18.1%)

육상/해상풍력 누적 발전능력과 비중 전망 추이



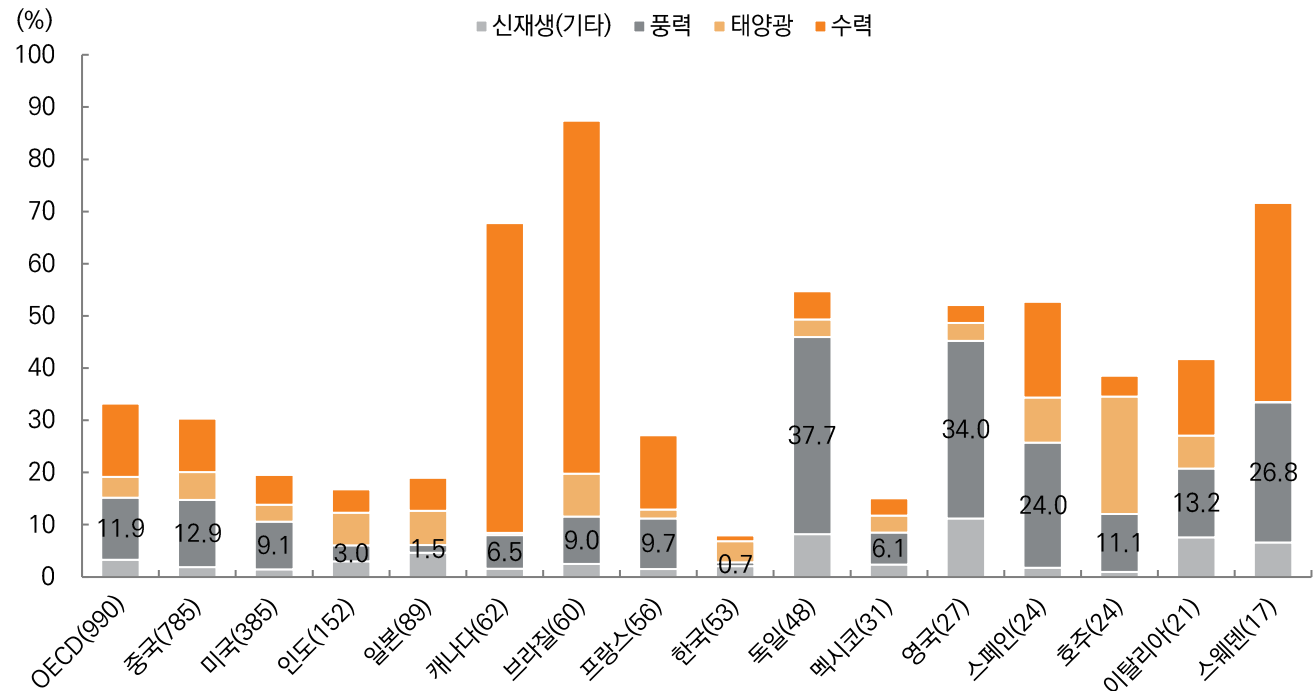
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 풍력 – 신재생에너지원 전력생산량

신재생에너지 전력생산 비중은 약 32% 수준

- 전세계 전력생산량 중 신재생에너지로 발전되는 전력량은 대략 32%
- 신재생에너지 비중이 높은 국가들 중 캐나다, 브라질, 스웨덴 등은 수력 발전 비중이 높은 편
- 풍력 비중이 상대적으로 높은 국가는 독일(37.7%), 영국(34.0%)
- 전력생산량이 많은 중국/미국의 추가 풍력 발전 확대가 중요할 전망

국가별 전력 생산 내 신재생에너지 비중(24.1월)



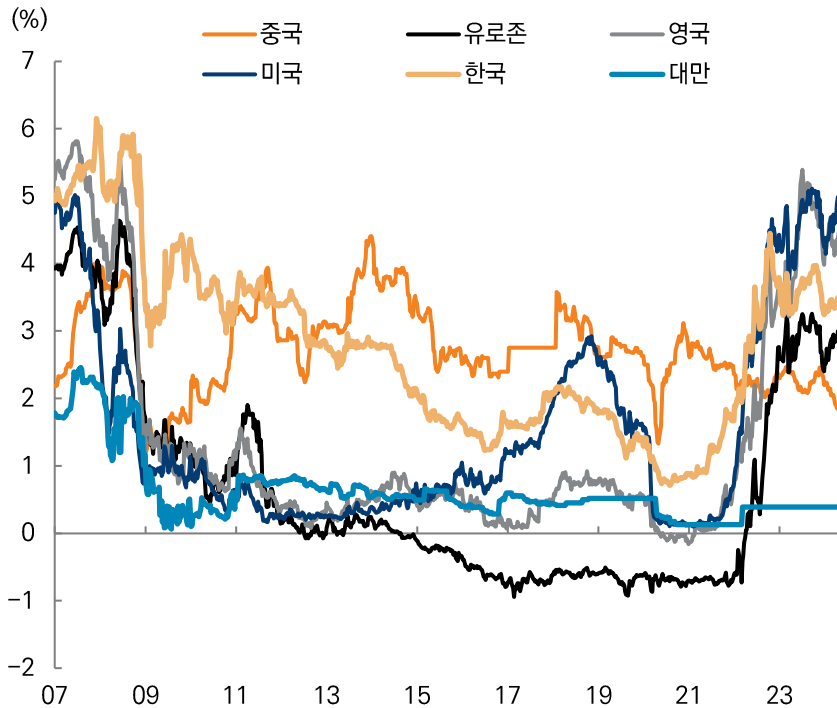
주: 괄호 내 숫자는 총 전력생산량(TWh)
자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 풍력 – 금리 역풍 지속

떨어질 줄 모르는 금리

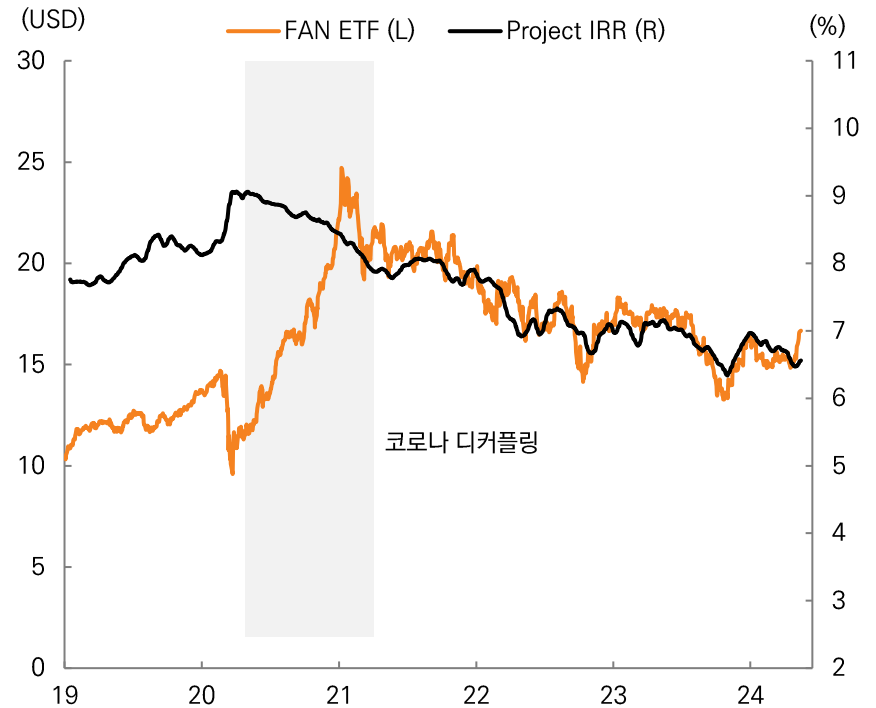
- 미국 국채 2년 금리는 4% 후반 수준. 하반기에는 점진적 하락 예상하지만, 여전히 절대적인 수준이 높아 풍력 발전 프로젝트들의 지연 가능성 높은 상황
- Project IRR은 여전히 6%대로 업황 개선에는 낮은 수준(업황 개선을 위한 적정 레벨은 10%대)

주요국 국채 2년 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

풍력 ETF 주가와 금리 변화에 따른 풍력 Project IRR 추이



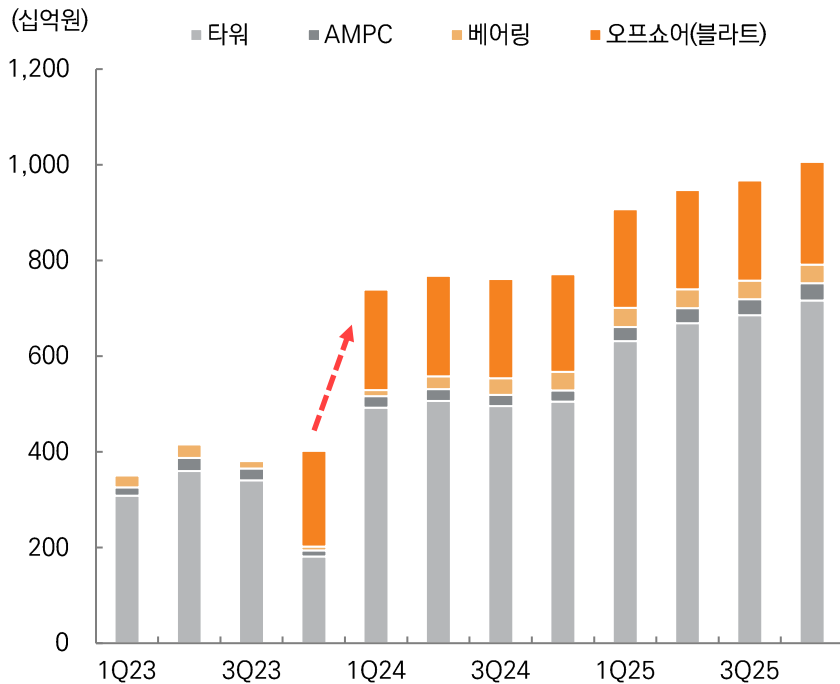
주: 미국 10년 금리와 기대 인플레이션에 따른 신규 풍력 프로젝트 예상 Project IRR
자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 풍력 – 하반기 실적 전망

씨에스윈드,
1분기는 쇼크였지만
견조한 탑라인

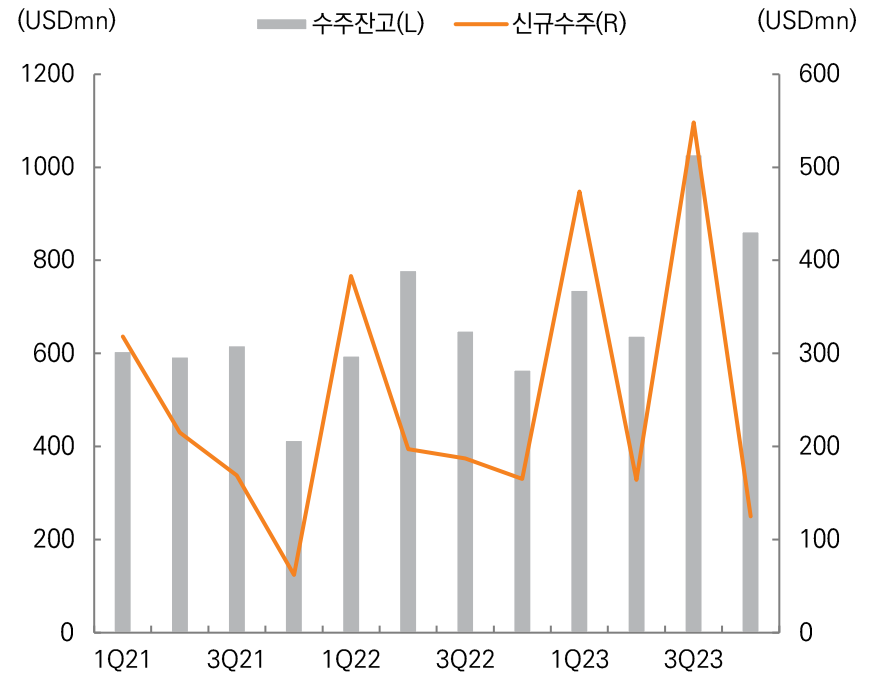
- 씨에스윈드, 1분기 실적은 오프쇼어(구 블라트)의 어닝 쇼크로 아쉬운 실적을 기록했으나, 주력 사업인 타워 부문의 매출액은 171% 증가. 이를 통한 하반기 실적 개선을 기대
- 특히, 육상 풍력 부문의 성장세는 더 가속화되고 있기에 미국 공장의 캐파 증설도 시의적절하다고 판단
- 자회사 오프쇼어의 실적 회복은 보수적으로 전망(24년 말까지 분기 실적 적자).
- 그래도 전체 회사의 이익은 2분기부터 흑자전환 기대하며, 하반기에는 이익 개선폭이 커질 것으로 예상

씨에스윈드 부문별 매출액 추정치



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

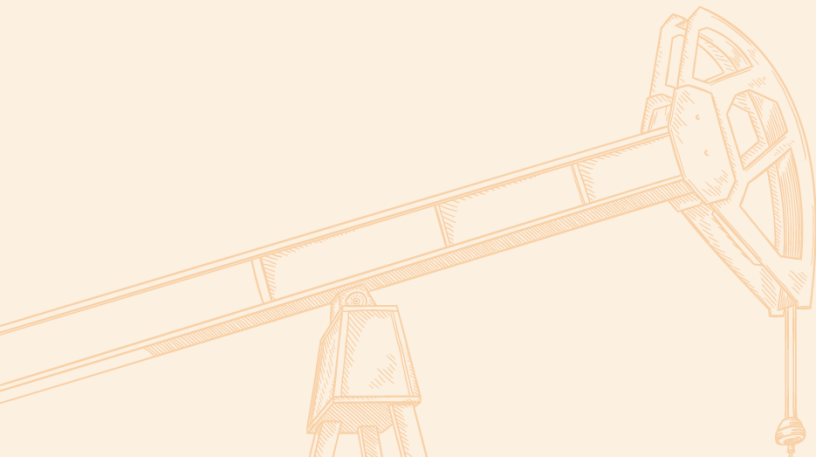
씨에스윈드 주주 추이



자료: 씨에스윈드, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

국제유가

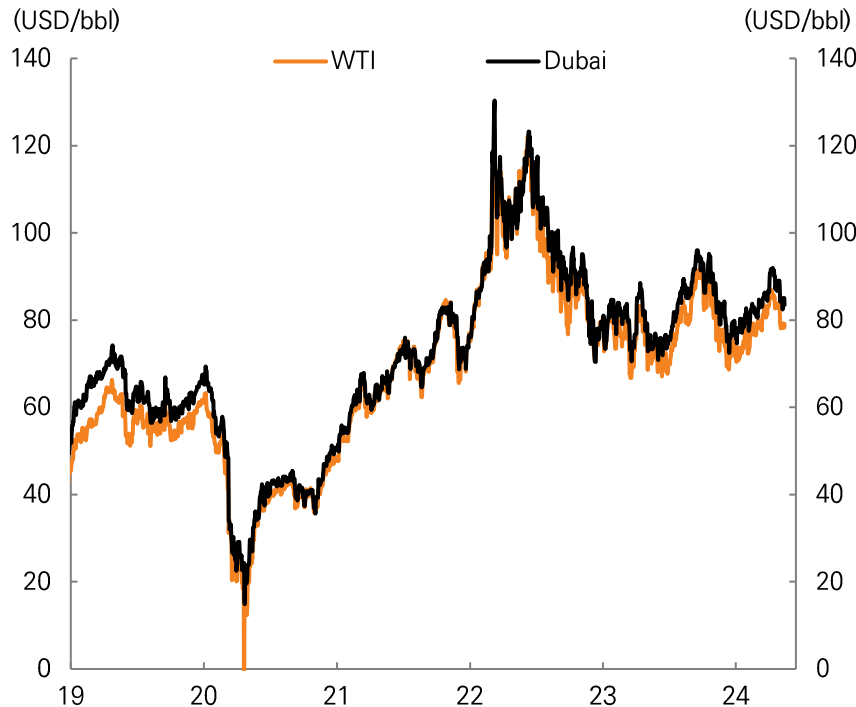


V. 국제유가 – 박스권 전망

최근 한 달간 하락세. 추가 하락 가능성 제한적

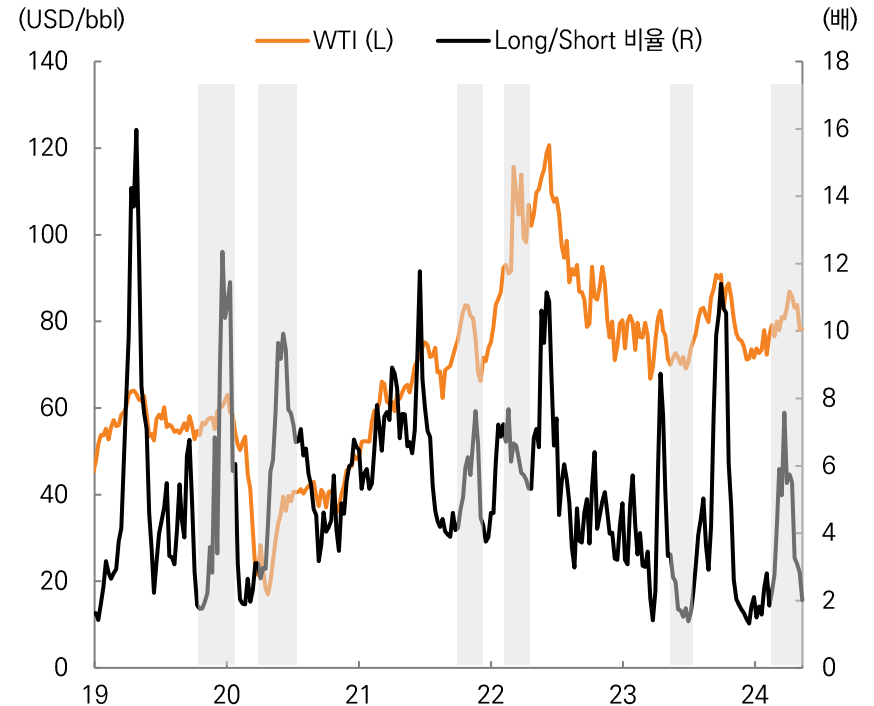
- 결론: WTI 기준, 하반기 국제유가는 70~75달러를 하방으로 상승 여력이 제한된 박스권 전망
- 유가 상승 폭이 커지기에는 원유 및 석유제품 수요 감소가 부담. 하지만 하방에서도 높아진 생산 단가와 페이퍼 마켓(선물/옵션)의 모멘텀, 전략비축유 매입을 고려하면 추가 하락 가능성은 제한적
- 국제유가에 대한 투기 포지션의 롱/숏 비율은 2.0배로 전월 5.5배 대비 하락(최근 3년 평균 5.2배). 전월 대비 숏 포지션이 약 2배 가까이 증가
- 선물/옵션 시장에서의 유가는 과매도 구간(1.0~2.0배)으로 판단

국제유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국제유가와 투기 포지션 롱/숏 비율 추이



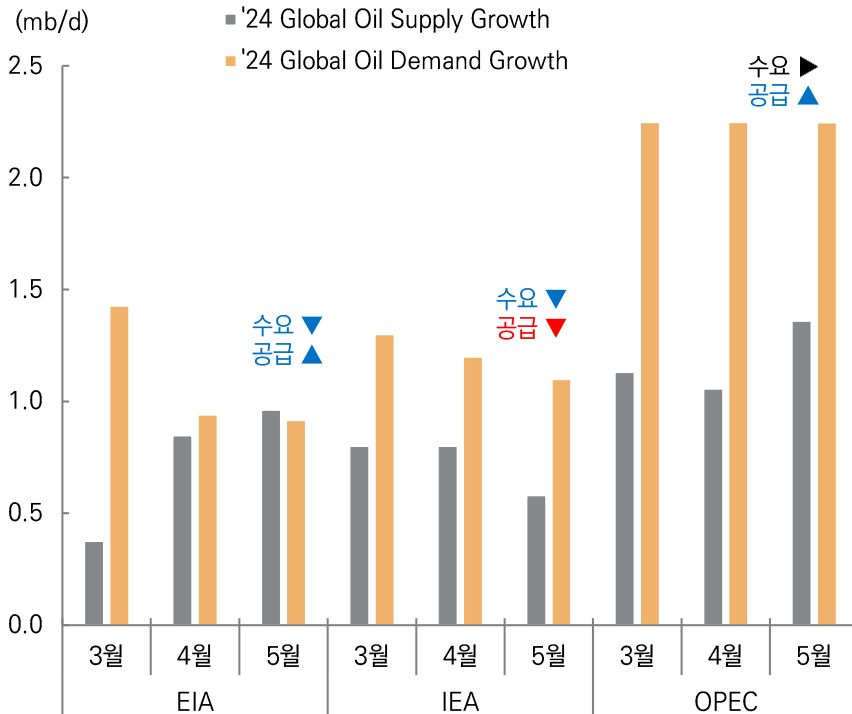
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

V. 국제유가 – Bear Market

공급 Up, 수요 Down

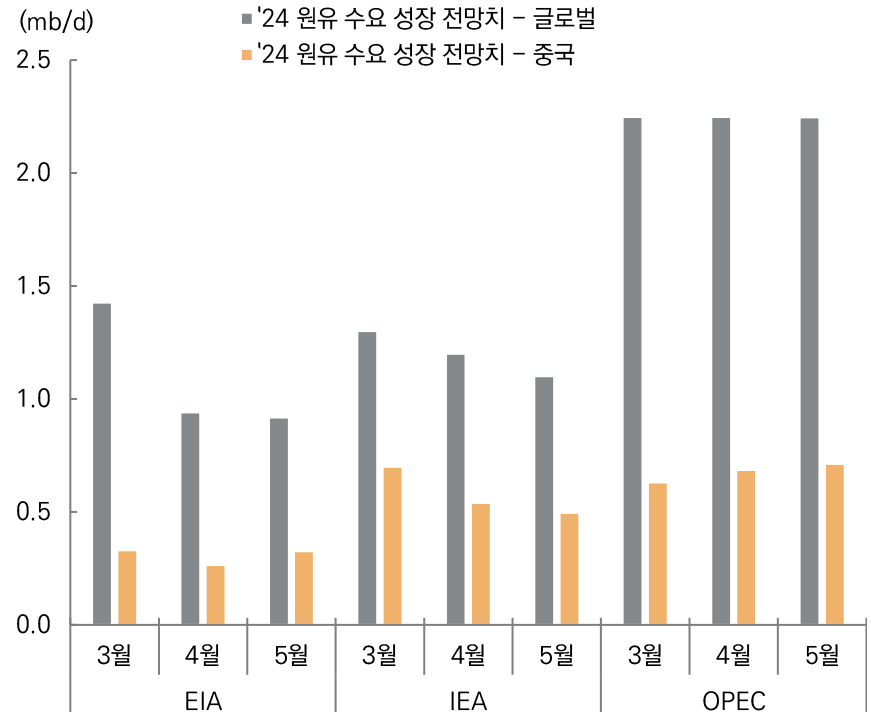
- (5월) 24년 글로벌 원유 수요 전망치 2개월 연속 하향 조정(EIA, IEA). 유럽의 약한 수요에 기인
- EIA, 수요 성장 전망치(0.9mb/d) ▼ / 공급 성장 전망치(1.0mb/d) ▲
- IEA, 수요 성장 전망치(1.1mb/d) ▼ / 공급 성장 전망치(0.6mb/d) ▼
- OPEC, 수요 성장 전망치(2.2mb/d) ► / 공급 성장 전망치(1.4mb/d) ▲

24년 글로벌 원유 수요/공급 성장 전망치 변화



주: 파란색 글자는 유가 하방 압력 요인. 빨간색 글자는 유가 상방 압력 요인
 자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

24년 원유 수요 전망치 변화(글로벌/중국)



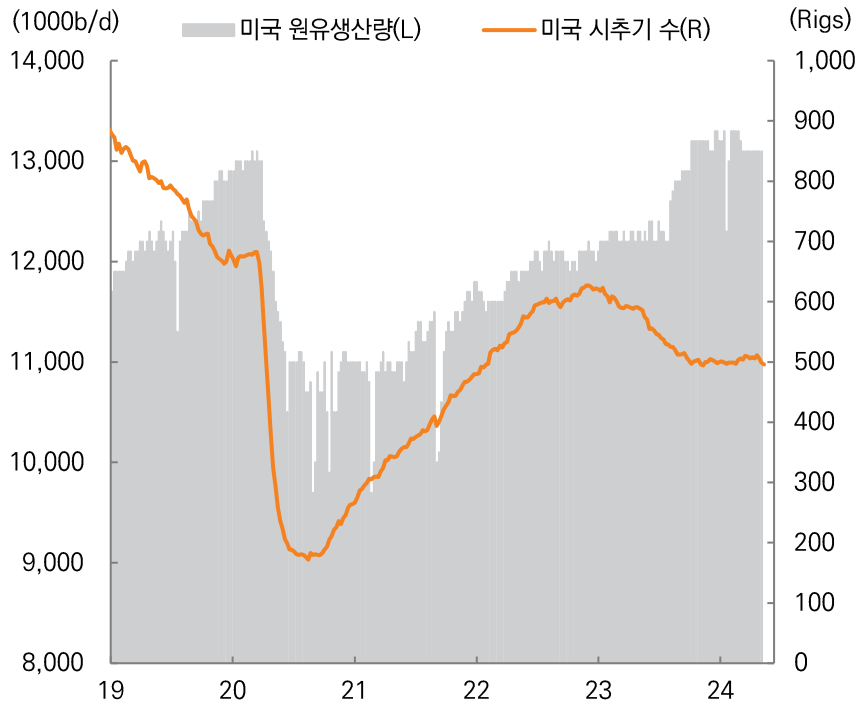
자료: EIA, IEA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

V. 국제유가 - 미국 석유제품 수요 하향

미국 원유 생산량 유지. 모든 제품 수요 전망 하향

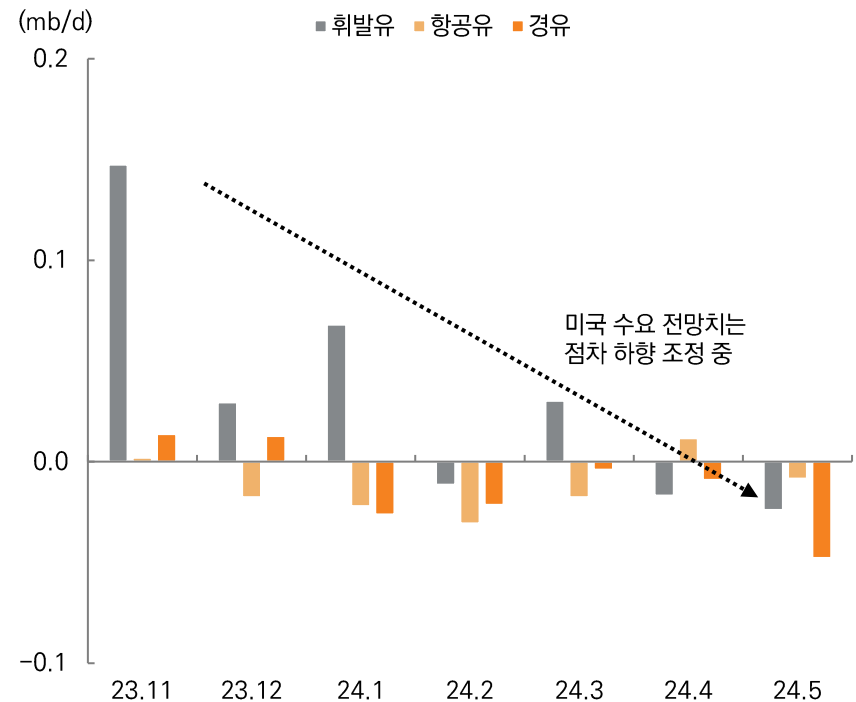
- 하반기 미국 원유생산량은 현재와 유사하나, 점진적 증가할 가능성은 존재
- 현 미국 원유 생산량은 1,310만 b/d로 연초(1,310만 b/d)와 동일
- 원유 시추기 수는 500개 수준에서 1년 가까이 지속되는 상황
- 5월 미국 석유제품별 수요 전망은 모든 제품 하향 조정

미국 원유 생산량과 시추기 수 추이



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 석유제품별 수요 전망치 변화(2024)



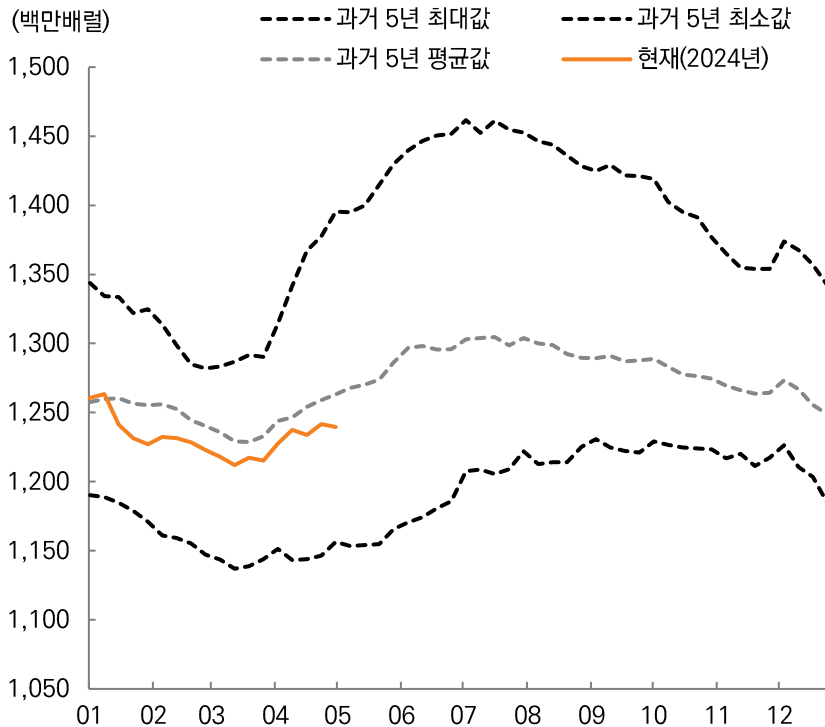
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

V. 국제유가 - 미국 재고

원유 재고 5년 평균 하회. 미국 전략비축유는 매입 지속

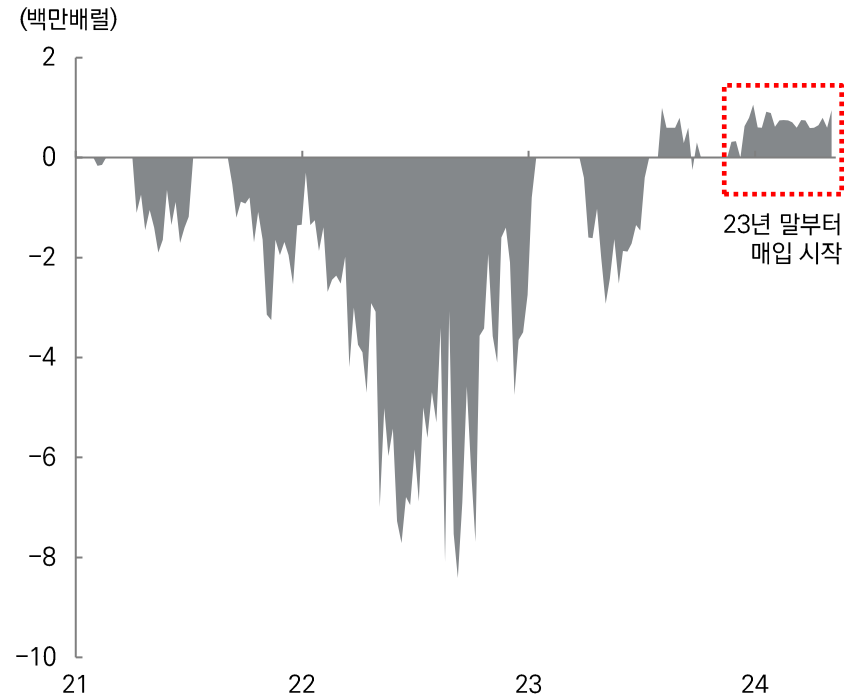
- 미국 원유 재고는 5년래 평균을 소폭 하회하는 상황 지속
- 석유제품(휘발유, 중간유분) 재고는 점차 평균으로 수렴하는 상황
- 미국 전략비축유는 지난 6개월 간 매주 평균 66만 배럴의 속도로 총 1,594만 배럴을 매입
- 24년 8월까지 매입일정 확정. 특별한 이슈 없다면, 매입 지속 예상 → 유가 하방 지지

미국 총 석유제품 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 전략비축유(STR) 매입 지속



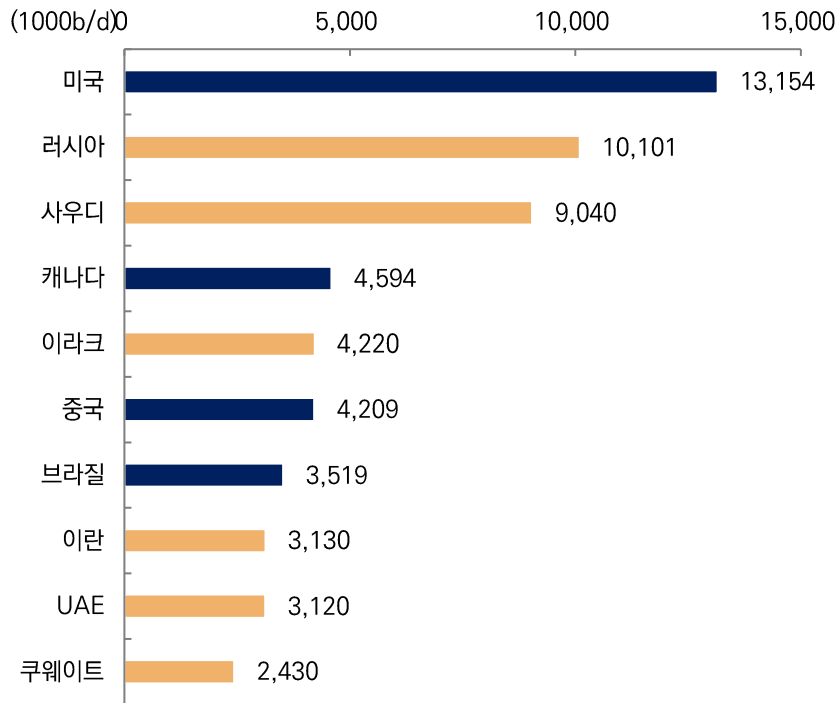
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

V. 국제유가 – OPEC+ 회의

OPEC+ 회의(6/1)는 유가 하락으로 귀결 가능성 높아

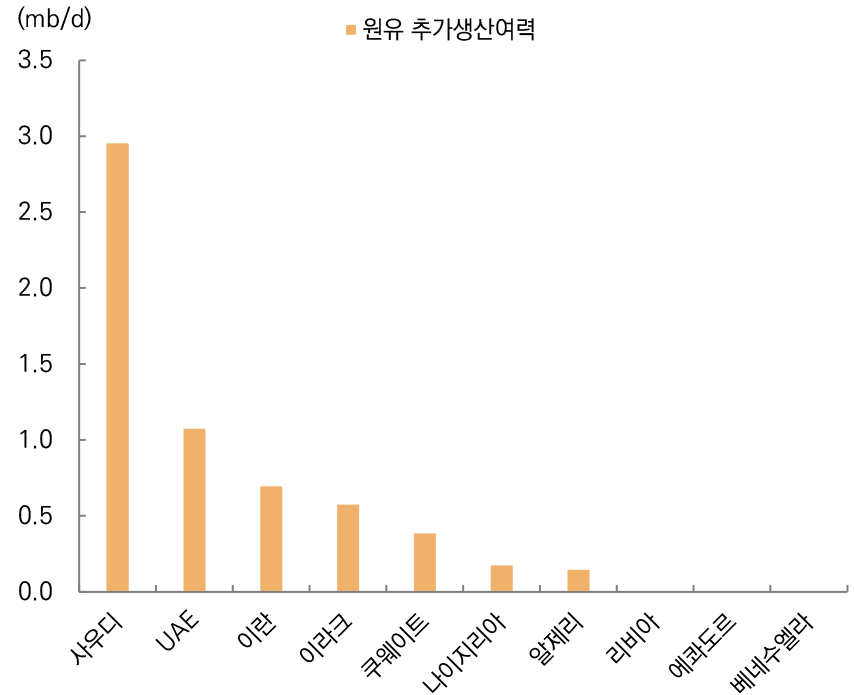
- OPEC+의 감산량은 이미 충분한 상황. 향후 회의의 논점은 1) 감산 연장 또는 2) 증산이 될 것
- 현재 감산량은 총 585만 b/d(= 만장일치 감산 200만 b/d(~24년 말) + 자발적 감산 165만 b/d(~24년 말) + 추가 자발적 감산 220만 b/d(~24년 6월))
- 현재 추가 자발적 감산(220만 b/d) 부분에 대한 논의가 진행 중. 시장은 9월까지 연장을 기대
- 하지만 이라크 등의 증산 의견이 언급되는 상황. 이벤트 전후로 유가의 하방 압력 강화를 예상

국가별 원유 생산량 비교(24.04)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

OPEC 원유 추가 생산 여력



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

월간 리서치 [에너지/정유화학]

기업분석



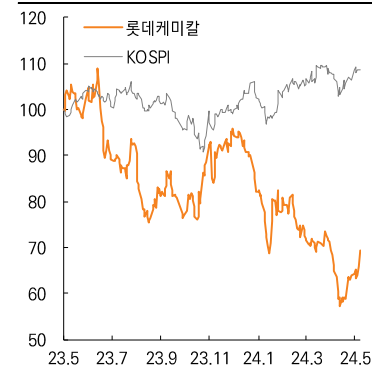
하반기 밸류에이션 리레이팅 가능성에 무게

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	140,000원
현재주가(24/5/14)	117,500원
상승여력	19.1%

영업이익(24F, 십억원)	-52
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-52
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.8
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,730.34
시가총액(십억원)	5,026
발행주식수(백만주)	43
유동주식비율(%)	44.0
외국인 보유비중(%)	25.8
베타(12M) 일간수익률	1.22
52주 최저가(원)	97,300
52주 최고가(원)	185,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	6.5 -18.7 -33.6
상대주가	4.6 -27.6 -39.8

투자포인트

- 목표주가 127,000원에서 140,000원으로 상향. Trading Buy 의견 유지
- 밸류에이션 리레이팅(PBR 0.3배 → 0.4배) 기대감에 따른 목표주가 상향
- 중국 이구환신 정책에 있어 가장 노출도가 큰 수혜주로서 2분기 적자 폭 축소, 3분기 흑자 전환 전망
- 하반기에는 올레핀 비중이 높은 사업부가 오히려 수혜가 될 전망이며, 재무구조 우려 해소 및 현금흐름 정상화로 밸류에이션 리레이팅 기대
- 현재 12MF PBR은 0.3배 수준으로 초저평가 구간이 지속되는 상황. 하반기에는 반전을 전망



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	18,120	22,276	19,946	22,641	24,736	25,299
영업이익 (십억원)	1,536	-763	-348	-52	1,077	1,332
영업이익률 (%)	8.5	-3.4	-1.7	-0.2	4.4	5.3
순이익 (십억원)	1,334	62	-50	-97	546	660
EPS (원)	37,014	1,709	-1,194	-2,267	12,756	15,432
ROE (%)	9.8	0.4	-0.3	-0.6	3.5	4.1
P/E (배)	5.6	104.4	-	-	9.2	7.6
P/B (배)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.8	1.9	2.3	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

[에너지/정유화학] 이진호

jinho.lee.z@miraeeasset.com

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	19,946	22,641	24,736	25,299
매출원가	19,165	21,564	22,530	22,838
매출총이익	781	1,077	2,206	2,461
판매비와관리비	1,129	1,129	1,129	1,129
조정영업이익	-348	-52	1,077	1,332
영업이익	-348	-52	1,077	1,332
비영업손익	-104	-120	-167	-232
금융손익	-173	-355	-327	-232
관계기업등 투자손익	20	135	160	0
세전계속사업손익	-452	-172	910	1,100
계속사업법인세비용	-413	-46	200	242
계속사업이익	-39	-126	709	858
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-39	-126	709	858
지배주주	-50	-97	546	660
비지배주주	11	-29	164	198
총포괄이익	3	-126	709	858
지배주주	-5	-92	519	628
비지배주주	8	-34	190	230
EBITDA	825	1,429	2,552	2,704
FCF	-2,850	-1,704	1,393	1,631
EBITDA 마진율 (%)	4.1	6.3	10.3	10.7
영업이익률 (%)	-1.7	-0.2	4.4	5.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.3	-0.4	2.2	2.6

자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,814	9,412	10,595	11,866
현금 및 현금성자산	2,702	1,123	1,736	2,902
매출채권 및 기타채권	2,329	2,669	2,831	2,865
재고자산	2,802	3,146	3,337	3,377
기타유동자산	1,981	2,474	2,691	2,722
비유동자산	23,662	25,766	25,370	24,856
관계기업투자등	3,834	4,394	4,661	4,717
유형자산	14,273	16,133	15,732	15,380
무형자산	3,732	3,391	3,116	2,896
자산총계	33,476	35,178	35,964	36,722
유동부채	6,524	6,868	7,031	7,066
매입채무 및 기타채무	1,883	2,159	2,290	2,317
단기금융부채	4,183	4,185	4,186	4,186
기타유동부채	458	524	555	563
비유동부채	6,720	8,347	8,407	8,420
장기금융부채	5,855	7,355	7,355	7,355
기타비유동부채	865	992	1,052	1,065
부채총계	13,244	15,214	15,438	15,486
지배주주지분	15,544	15,304	15,702	16,215
자본금	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,943	1,943	1,943
이익잉여금	12,965	12,720	13,118	13,631
비지배주주지분	4,689	4,660	4,824	5,022
자본총계	20,233	19,964	20,526	21,237

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	9.2	7.6
P/CF (x)	7.4	3.3	2.0	1.9
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	20.8	12.7	6.9	6.1
EPS (원)	-1,194	-2,267	12,756	15,432
CFPS (원)	20,760	35,845	59,731	63,294
BPS (원)	363,366	357,769	367,075	379,056
DPS (원)	3,500	3,500	3,500	3,500
배당성향 (%)	-376.2	-117.0	20.8	17.2
배당수익률 (%)	2.3	3.0	3.0	3.0
매출액증가율 (%)	-10.5	13.5	9.3	2.3
EBITDA증가율 (%)	345.1	73.3	78.5	6.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	23.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	21.0
매출채권 회전율 (회)	9.2	9.3	9.2	9.1
재고자산 회전율 (회)	7.5	7.6	7.6	7.5
매입채무 회전율 (회)	13.3	14.8	14.1	13.8
ROA (%)	-0.1	-0.4	2.0	2.4
ROE (%)	-0.3	-0.6	3.5	4.1
ROIC (%)	-0.2	0.2	3.7	4.5
부채비율 (%)	65.5	76.2	75.2	72.9
유동비율 (%)	150.4	137.1	150.7	167.9
순차입금/자기자본 (%)	29.3	42.4	37.3	30.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.9	-0.1	2.3	3.0

미국의 중국 태양광 규제에 쏠리는 관심

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	33,000원
현재주가(24/5/14)	29,250원
상승여력	12.8%

영업이익(24F, 십억원)	-113
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	98
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.8
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,730.34
시가총액(십억원)	5,028
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	23.0
베타(12M) 일간수익률	1.88
52주 최저가(원)	23,150
52주 최고가(원)	48,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	13.8 -5.5 -34.8
상대주가	11.8 -15.8 -40.9

투자포인트

- 목표주가 28,000원에서 33,000원으로 상향. Trading Buy 의견 유지
- 미국 모듈 가격 반등 기대감 및 밸류에이션 확대 가능성 반영
- 화학의 하반기 실적 개선과 미국 태양광 모듈 판가 반등 가능성을 높게 보는 상황
- 동사의 화학 포트폴리오는 PE/PVC가 대표적으로 이구환신의 영향력을 받을 수 있으며, 가성소다 가격 역시 견조
- 미국은 중국 태양광 산업에 대한 견제를 강화하는 상황. 추가 규제 발표로 동사의 반사 수혜 기대



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	10,725	13,131	13,289	12,157	14,920	16,279
영업이익 (십억원)	738	924	605	-113	1,371	1,738
영업이익률 (%)	6.9	7.0	4.6	-0.9	9.2	10.7
순이익 (십억원)	619	359	-208	-573	685	998
EPS (원)	3,301	1,864	-1,172	-3,283	3,928	5,723
ROE (%)	8.8	4.2	-2.5	-7.6	9.1	12.0
P/E (배)	10.8	23.1	-	-	7.4	5.1
P/B (배)	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.8	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,289	12,157	14,920	16,279
매출원가	11,050	10,635	11,833	12,739
매출총이익	2,239	1,522	3,087	3,540
판매비와관리비	1,634	1,634	1,716	1,802
조정영업이익	605	-113	1,371	1,738
영업이익	605	-113	1,371	1,738
비영업손익	-707	-545	-511	-485
금융손익	-325	-453	-517	-490
관계기업등 투자손익	14	57	0	0
세전계속사업손익	-102	-658	860	1,253
계속사업법인세비용	41	-97	189	276
계속사업이익	-147	-561	671	977
중단사업이익	-8	0	0	0
당기순이익	-155	-561	671	977
지배주주	-208	-573	685	998
비지배주주	53	12	-15	-21
총포괄이익	-134	-561	671	977
지배주주	-192	-555	664	967
비지배주주	58	-6	7	10
EBITDA	1,283	741	2,278	2,587
FCF	-1,873	-1,977	1,260	1,780
EBITDA 마진율 (%)	9.7	6.1	15.3	15.9
영업이익률 (%)	4.6	-0.9	9.2	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-4.7	4.6	6.1

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,705	7,694	8,618	9,492
현금 및 현금성자산	1,956	1,087	1,543	2,272
매출채권 및 기타채권	2,403	2,204	2,382	2,437
재고자산	3,297	3,360	3,630	3,714
기타유동자산	1,049	1,043	1,063	1,069
비유동자산	14,407	15,855	15,881	15,535
관계기업투자등	4,077	3,982	4,303	4,403
유형자산	7,046	8,666	8,423	8,029
무형자산	1,768	1,694	1,630	1,576
자산총계	24,493	24,930	25,880	26,407
유동부채	7,689	8,789	9,057	8,640
매입채무 및 기타채무	2,108	1,850	1,977	2,017
단기금융부채	3,967	5,362	5,376	4,881
기타유동부채	1,614	1,577	1,704	1,742
비유동부채	6,598	6,579	6,642	6,662
장기금융부채	5,802	5,802	5,802	5,802
기타비유동부채	796	777	840	860
부채총계	15,482	16,564	16,895	16,497
지배주주지분	7,848	7,191	7,824	8,771
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,339	4,714	5,348	6,295
비지배주주지분	1,163	1,175	1,161	1,139
자본총계	9,011	8,366	8,985	9,910

예상 주당가치 및 valuation (요약)

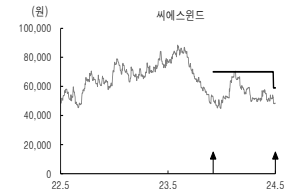
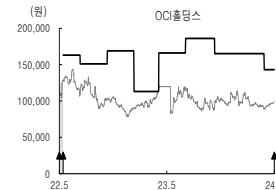
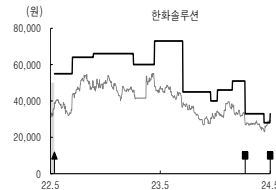
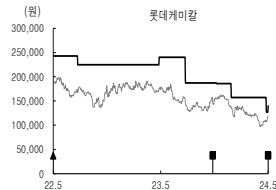
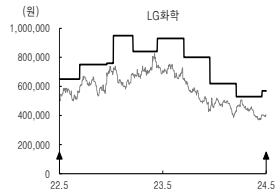
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	7.4	5.1
P/CF (x)	4.9	9.8	2.3	2.0
P/B (x)	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	12.1	21.7	6.9	5.6
EPS (원)	-1,172	-3,283	3,928	5,723
CFPS (원)	8,048	2,995	12,679	14,452
BPS (원)	45,611	41,845	45,477	50,903
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-9.1	7.6	5.2
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	1.2	-8.5	22.7	9.1
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-42.2	207.3	13.6
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	-	-	26.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	45.7
매출채권 회전율 (회)	6.5	6.3	7.8	8.1
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.7	4.3	4.4
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.2	7.2	7.4
ROA (%)	-0.6	-2.3	2.6	3.7
ROE (%)	-2.5	-7.6	9.1	12.0
ROIC (%)	7.1	-0.7	7.6	9.8
부채비율 (%)	171.8	198.0	188.0	166.5
유동비율 (%)	113.2	87.5	95.2	109.9
순차입금/자기자본 (%)	84.0	117.6	104.4	82.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.2	2.3	3.1

Compliance

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG화학 (051910)					2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.05.02	매수	570,000	-	-	2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.02.01	매수	530,000	-17.95	-4.15	2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.10.31	매수	620,000	-24.47	-15.97	2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.07.31	매수	800,000	-31.30	-18.13	2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.04.28	매수	930,000	-24.50	-19.14	2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.02.01	매수	840,000	-14.94	-1.79	2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2022.11.24	매수	950,000	-31.93	-22.11	2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.11.01	매수	760,000	-7.86	-3.03	2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2022.07.28	매수	750,000	-18.58	-10.53	2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.04.28	매수	650,000	-17.09	-9.38	2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18
롯데케미칼 (011170)					OCI홀딩스 (010060)				
2024.05.16	Trading Buy	140,000	-	-	2024.04.12	매수	143,000	-	-
2024.05.10	Trading Buy	127,000	-9.76	-7.48	2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97
2024.01.12	Trading Buy	157,000	-23.05	-10.76	2023.07.20	매수	186,000	-47.49	-36.83
2023.11.23	Trading Buy	186,000	-17.53	-12.58	2023.04.20	매수	166,000	-33.40	-27.23
2023.11.10	Trading Buy	187,000	-25.09	-15.67	2023.01.26	매수	113,000	-13.20	2.04
2023.08.09	매수	187,000	-25.98	-15.67	2022.10.27	매수	169,000	-44.92	-37.28
2023.05.12	매수	240,000	-32.13	-22.92	2022.07.27	매수	151,000	-27.50	-11.92
2022.08.08	매수	224,792	-23.97	-15.12	2022.05.30	매수	163,000	-22.30	-11.96
2022.05.16	매수	242,889	-26.82	-18.63	2021.09.10	분석 대상 제외	-	-	-
2022.02.09	매수	276,227	-30.05	-21.03	씨에스월드 (112610)				
한화솔루션 (009830)					2024.05.10	매수	59,000	-	-
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-	-	2023.10.18	매수	70,000	-21.80	0.71

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션,OCI홀딩스,롯데케미칼,LG화학 을(들) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 롯데케미칼의 지급보증 배서·담보제공 채무인수 등의 방법으로 채무이행을 작간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.