

## INDUSTRY

2023년 2월 1일

## 정유/화학 (Positive/Neutral)

## 결국은 공급과 수요

정유업은 Peak Out 의견에 가려 과거 호황기를 상회하는 업황을 온전히 반영하지 못하고 있습니다. 현재 부진은 일회성 요인이 반영된 결과로, 정유업 강세는 현재진행형입니다. 반면, 화학업은 마진이 소폭 반등함에 따라 주가도 상승세를 기록하고 있습니다. 최근의 화학 마진 개선은 유가 하락 영향이 반영됐다는 의견이기에, 업황 개선에 대한 기대가 적용되기엔 다소 이른 시점이라고 판단합니다. 화학업 투자를 위해 추세적인 시황 개선 확인이 우선시되어야 한다는 의견입니다.

정유/화학 주가는 실적 방향성과 동행하므로 업황을 정확히 분석하는 것이 중요합니다. 보고서에서는 정유 강세가 지속될 수밖에 없는 이유와, 부진한 화학 업황 속 투자매력도가 높은 종목을 살펴보았습니다.

# | Contents |

---

I. 핵심 요약	03
II. Key Charts	05
III. 정유: 제 2막이 시작되는 순간	08
1. 2022년 되짚어보기: 너무 높았던 기대	08
2. 경제마진 강세가 장기화될 수밖에 없는 이유	09
3. 중국의 수출쿼터 확대는 얼마나 위협적인가?	31
4. 윤활유: 견고한 버팀목	33
5. 투자포인트 분석	35
IV. 석유화학: 공급 부담 지속	37
1. 2022년 되짚어보기: 원가 상승, 공급 증가, 수요 약화의 삼중고	37
2. 화학 불황 시기, 선별적 접근 필요	38
3. 중국의 자급률 증가로 제로코로나 영향은 기대보다 축소될 전망	40
4. 높은 유가 또한 화학업체 수익성에 부정적	42
V. 태양광: 의심의 여지가 없는 성장성	44
1. 2023년에도 계속될 태양광 성장	44
2. 원가 하락에 셀/모듈 단기 수익성 개선 기대	46
3. 태양광 산업의 자국우선주의	48
4. 투자포인트 분석	53
VI. 기업분석	55
1. SK이노베이션 (009830)	56
2. S-Oil (010950)	63
3. 한화솔루션 (009830)	72
4. 롯데케미칼 (011170)	79
5. 금호석유 (011780)	88

## I. 핵심 요약

[정유] 중국의 수출 증가로  
단기 마진 조정 전망

[정유] 2023년에도 타이트한 공급을 바탕으로 정유 시황은 강세가 유지될 것으로 전망한다. 다만, 최근 중국의 석유제품 수출 확대와 경기 부진에 대한 부담이 커지고 있는데 지난해 공급 이슈의 중요 원인 중 하나가 중국의 석유제품 수출 감소였다는 점에서 단기적으로 수급 완화는 불가피할 것으로 예상한다.

그러나 러시아산 석유제품  
수출 제재,  
중국의 수요 증가로  
마진 조정은 조기종료될 것

그러나 중국의 석유제품 수출 증가로 인한 영향은 러시아 석유제품에 대한 제재 시행과 방역조치 완화에 따른 수요 증가에 빠르게 상쇄되며 정유 시황 강세가 이어질 것으로 전망한다. 또한, 항공유의 수요 회복과 최근 하락에도 불구하고, 여전히 원유/석유 대비 높은 수준을 유지하고 있는 천연가스 가격은 타이트한 수급 밸런스를 가중시키는 요인이다. 유가는 OPEC과 러시아의 감산, 미국의 전략비축유 방출 종료 등을 고려할 때 현재 수준에서 추가 하락 가능성은 제한적일 것으로 보이며, 이에 정유사들의 재고관련손실의 완화와 실적 반등 기대가 가능한 시점이라는 판단이다.

[석유화학] 공급과잉 시황은  
단기에 개선 힘들 것

[석유화학] 2022년 하반기 이후 국내 화학업체들의 영업이익 둔화폭이 확대되고 있다. 증설 물량의 본격적인 출회로 2023년에도 화학제품 수급밸런스 개선은 힘들 전망이다. 12월 이후 NCC 마진은 소폭 반등해 중국의 리오프닝에 최근 화학 업황 개선의 기대가 확대되었지만, 의미있는 반등은 아직 요원하다. 대규모 증설을 완료한 중국의 화학제품 자급률이 2021년 이후 크게 상승해 리오프닝 효과가 기대보다 약할 수 있기 때문이다.

공급과잉이 지속되는 가운데  
범용제품 위주 기업보다는  
신사업 비중 높은 기업 선호

당분간 공급과잉이 이어질 것으로 예상되는 가운데 범용 위주의 업체보다 상대적으로 안정적인 수익성을 기대할 수 있는 다운스트림 제품 비중이 높은 업체의 투자 매력도가 부각될 것으로 판단한다. 또한, 선제적으로 신사업(2차전지/태양광 등)에 투자해 기술력과 시장 점유율을 갖춘 업체는 2023년 그 결실을 맺을 것으로 예상된다. 장기적인 업황 방향성과 실적 개선 가능성에 집중한 투자전략을 제시한다.

정유(Positive)  
화학(Neutral) 의견 제시

정유/화학산업에 대한 투자 의견을 각각 Positive와 Neutral로 제시한다. 2023년도 정유/화학 산업 모두 불확실성이 큰 한 해가 될 전망이지만, 그럼에도 2022년 시황에 주요 변수로 작용했던 공급 이슈는 방향성이 유지될 전망이기 때문이다.

섹터 내 Top pick:  
SK이노베이션(TP: 23만원)  
차선호주:  
한화솔루션(TP: 6.7만원)

정유화학 섹터 내 Top pick으로 SK이노베이션을 추천한다. '23년에도 타이트한 공급이 지속되어 정제마진 강세가 기대되기 때문이다. 중국의 수출량 증가에도 불구하고 등/경유 강세는 이어지고 있고, 최근 휘발유 마진도 개선세를 나타내고 있다. 배터리 사업 또한 수출 개선과 신공장 초기비용 감소로 3분기 흑자전환이 예상된다. 그에 반해 현재 Valuation은 12M Fwd. EV/EBITDA 기준 5.1배로 부담이 없다. 한화솔루션은 IRA 법안 시행으로 미국 내 태양광 제조설비를 갖춘 동사의 경쟁력 강화와 수익성 향상이 기대되기에 차선호주로 추천한다. 폴리실리콘/웨이퍼 가격 하락으로 단기 마진 확대가 예상되는 점도 긍정적이다.

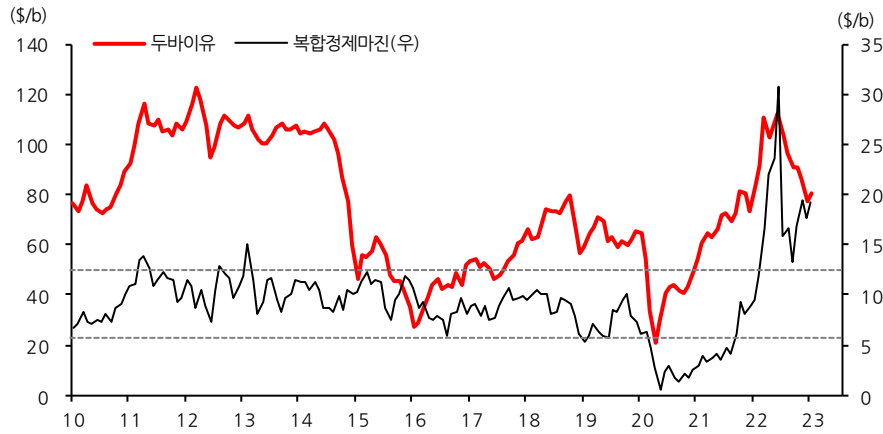
[표1] 2022~2023년 경영환경 분석

구분		2022년	2023년
<b>정유</b>			
공급/수요	원유	(+) 라우 전쟁으로 인한 불확실성 확대 및 공급 차질 (+) OPEC+ 감산(200만 b/d, 2022.11~) (-) 미국의 대규모 전략비축유 방출(1.8억 bbl)	(+) (22/12/5) 러시아산 원유에 대한 EU의 해상 수입 금지, G7의 가격 상한제 실시로 공급 차질 심화 (+) 미국의 전략비축유 방출 소진 (+) OPEC+ 감산(200만 b/d, 2022.11~) (+) 중국의 리오프닝 및 경제처리량 증가 (-) 경기침체로 인한 수요 둔화
	석유제품	(+) 코로나 19 이후 정유시설 대규모 폐쇄(2020~'22, -382만 b/d) (+) 러시아산 석유제품 공급 차질(VGO, 경유 등) (+) 높은 천연가스 가격으로 산업/난방/발전용 석유 수요 증가 (+) 중국의 석유제품 수출 감소 (-) 중국의 제로코로나 정책으로 수요 감소	(+) (23/2/5) EU의 러시아산 석유제품 수입 금지 (+) 러시아 석유제품 생산/수출 감소 (+) 중국의 리오프닝 및 석유제품 수요 증가 (+) 항공유 수요 회복 (-) 2022~'23년 증설 증가(412만 b/d) (-) 중국의 수출 쿼터 확대(2023년 1월 ~ 1.5억 배럴)
마진	정제마진	(+) 러시아의 공급차질 및 천연가스 가격 상승으로 등/경유 마진 확대 (+) 코로나 19 이후 경제 회복으로 휘발유 마진 확대(1H22) (+) 중국 석유제품 수출 축소(YoY -14%)	(+) 러시아의 공급차질 및 천연가스 가격 강세로 등/경유 마진 높은 수준 유지 (+) 러시아의 공급차질 및 항공유 수요 회복, 천연가스 가격 강세로 등/경유 마진 높은 수준 유지 (-) 중국의 수출량 증가로 마진 단기적으로 조정 가능
지역별 차이	아시아	(+) 라우 전쟁 이후 swing producer로서 수출 확대 (-) 역대 증설 증가 (-) 중국의 제로 코로나 정책 지속으로 역대 수요 감소	(+) 라우 전쟁 이후 swing producer로서 수출 확대 (+) 중국의 리오프닝 전환으로 역대 수요 증가 (-) 역대 증설 증가
	미국	(+) 라우 전쟁 이후 swing producer로서 수출 확대 (+) 정유설비 폐쇄 지속	(+) 라우 전쟁 이후 swing producer로서 수출 확대 (+) 정유설비 폐쇄 지속
	유럽	(+) 정유설비 폐쇄 지속 (+) 경유 수입의 60%를 의존하던 러시아의 공급 차질	(+) 정유설비 폐쇄 지속 (+) 러시아의 공급 차질
종목 의견	SK 이노베이션 S-Oil	(+) 유가/정제마진 상승으로 실적과 주가 모두 상승(~1H22) (-) 경기 침체로 인한 수요 둔화로 유가/정제마진 하락(7~9월, 12월) (-) 주가는 정유호황이 지속되고 있음에도 불구하고, Peak out 의견에 2021년 수준으로 하락	(+) 유가 하락 진정세로, 4Q 이후 실적 반등과 함께 주가도 상승 기대 (+) 절대적인 이익 레벨이 높을 것으로 전망됨에도 불구하고, 밸류에이션은 과거 최하단 수준
<b>화학</b>			
공급/수요	화학제품	(+) 에너지 비용 상승에 유럽 화학사 가동률 하락 (-) 한/중 중심의 NCC 증설로 범용제품 공급 과잉 (-) 주요 전방 산업(소매/건설/전자) 수요 부진	(+) 자동차용 반도체 이슈 해소 (-) 한/중 중심의 NCC 증설로 범용제품 공급 과잉 지속 (-) 주요 전방 산업(소매/건설/전자/자동차) 수요 부진
마진	스프레드	(-) 공급과잉 및 수요 부진, 원료가 상승으로 역대 최저 수준의 NCC 마진 기록	(+/-) 경기침체로 부진한 시황 이어질 전망이다, 추가 하락 가능성도 제한적
지역별 차이	아시아	(-) 한/중 중심의 증설로 공급 과잉 심화	(+) 유럽 화학사 가동률 하락과, 해상 운임 감소로 수출 증가 (-) 한/중 중심의 증설로 공급 과잉 지속
	미국	(-) 천연가스/에탄 가격 상승에 ECC 경쟁력 하락	(+) 유럽 화학사 가동률 하락과, 해상 운임 감소로 수출 증가 (-) 천연가스/에탄 가격 상승에 ECC 경쟁력 하락
	유럽	(-) 에너지 비용 상승에 가동률 하락	(-) 에너지 비용 상승에 가동률 하락
종목 의견	한화솔루션 롯데케미칼 금호석유	(+/-) 마진 감소로 인해 업황은 부진했으나, 업체별 주가 차이 존재 : 신사업 비중 높은 한화솔루션은 시장/섹터 아웃퍼폼 : 범용 제품 위주의 롯데케미칼은 시장/섹터 언더퍼폼 (+/-) 다만 마진 반등 기대감으로 12월 롯데케미칼 주가 상승, 한화솔루션 주가 하락	(-) 실적의 향후 방향성과 동행하는 화학업체 주가 특성상, 유의미한 업황 개선 필요. (+) 반면 궤도에 오른 화학업체들의 신사업은 '23년에도 증익을 이루며 부진한 화학업황을 상쇄할 수 있을 것 (+) 한화솔루션은 IRA 법안 시행으로 경쟁력 강화 및 수익성 향상이 기대되고, 단기적으로 원가 하락에 따른 마진 확대 예상

자료: 한화투자증권 리서치센터

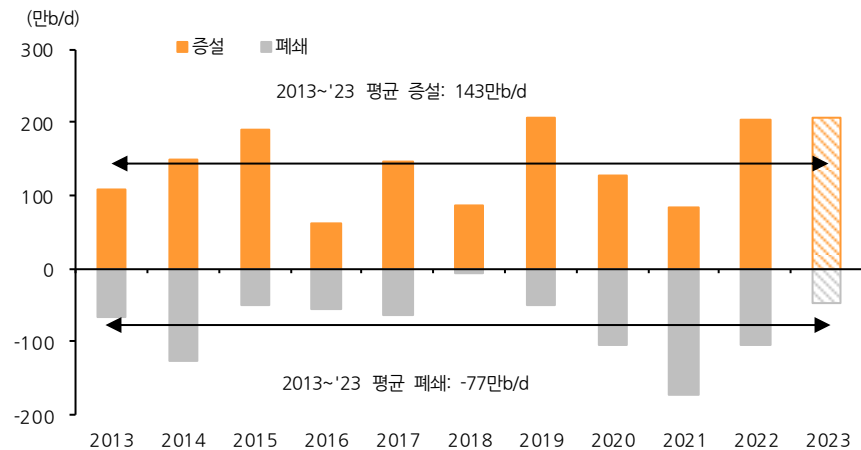
## II. Key Charts – 정유

[그림1] 유가 및 정제마진 추이



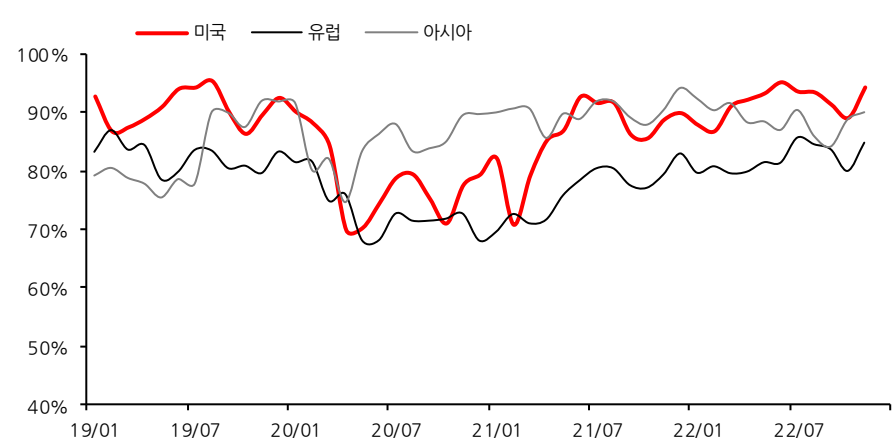
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2020~'23년 정제설비 -430만 b/d 폐쇄 (2015~'19년 -225만 b/d 폐쇄)



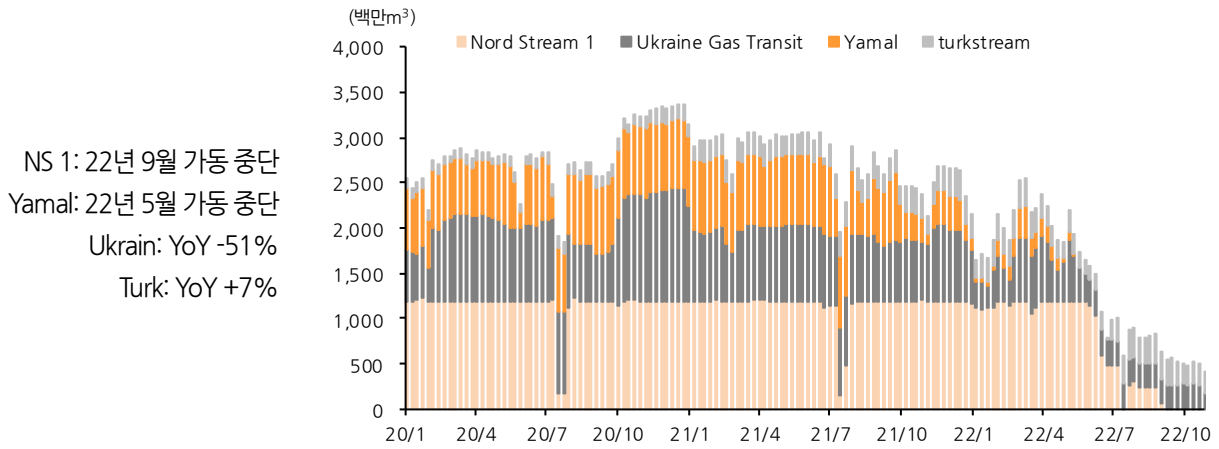
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 지역별 정유사 가동률 추이



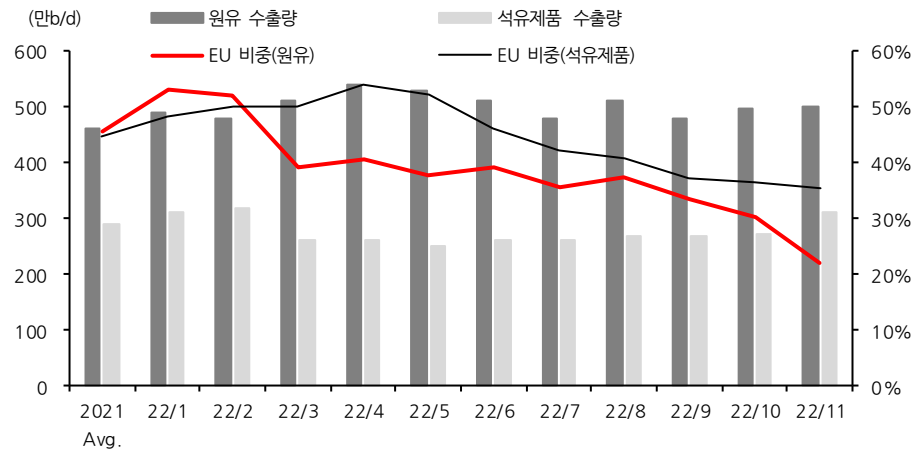
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 러시아산 천연가스 도입 급감은 2022년 4월 이후



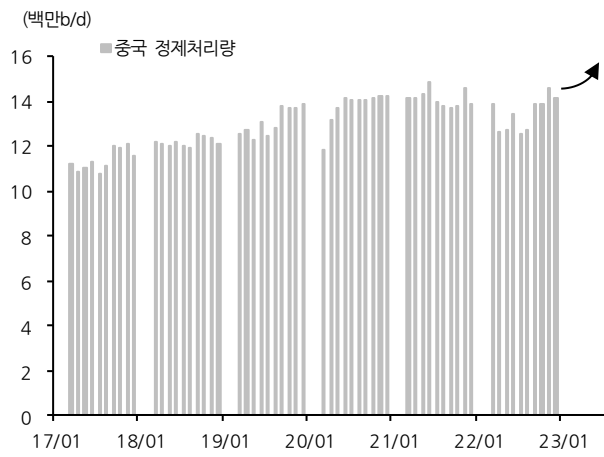
자료: ENTSO-G, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 러시아 원유/석유제품 수출량 현황



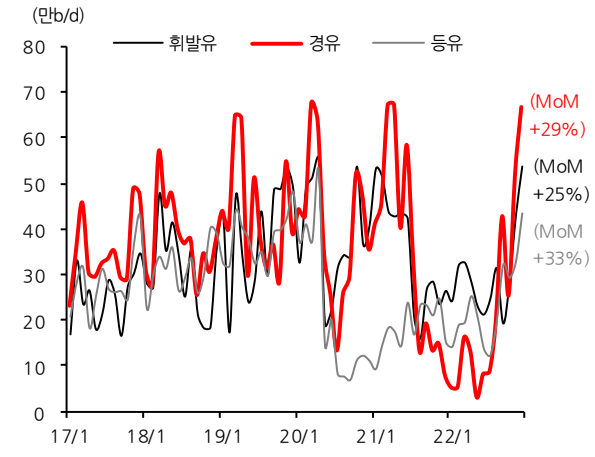
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 정유사 정제처리량 추이



자료: 국가통계국, 한화투자증권 리서치센터

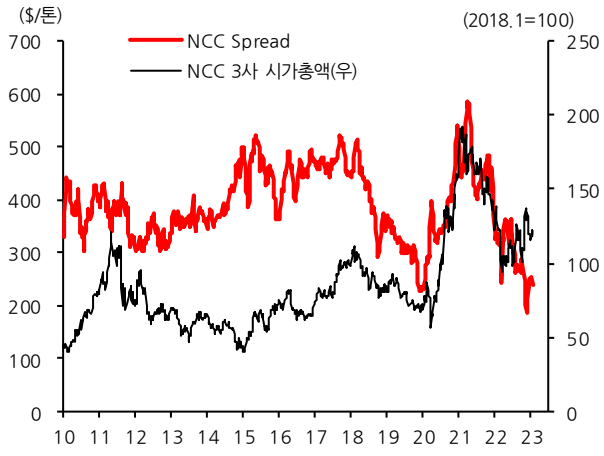
[그림7] 중국 석유제품 수출 추이



자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

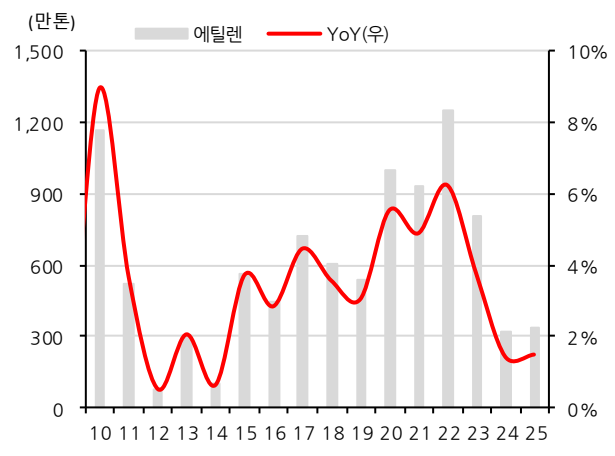
## II. Key Charts – 화학

[그림8] NCC 마진 및 NCC 3사 시가총액 추이



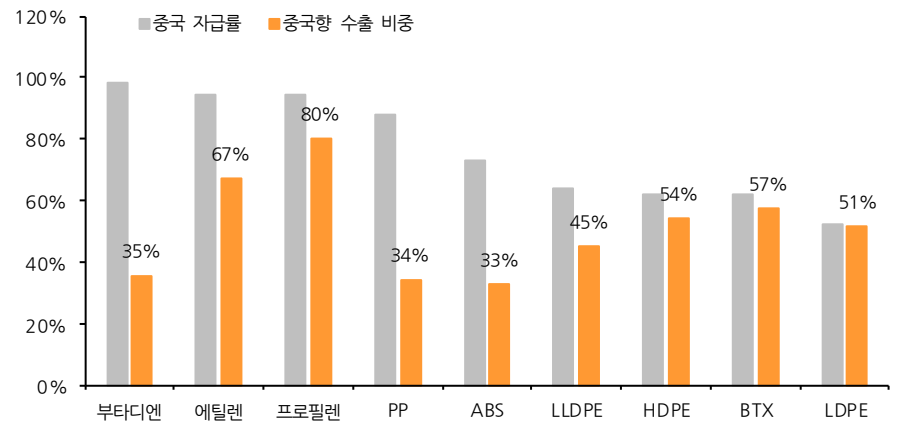
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에틸렌 증설 추이



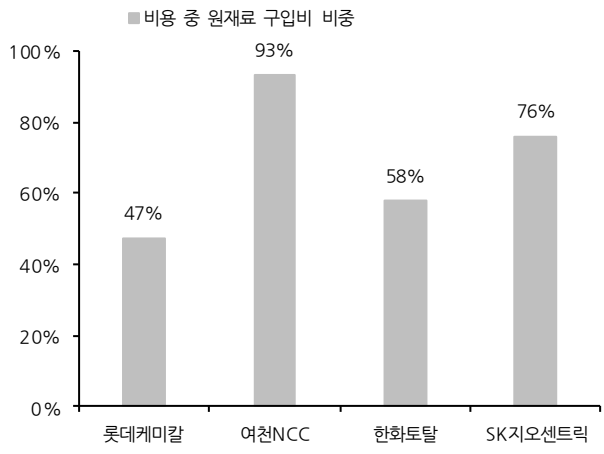
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 국내업체의 석유화학제품 중국 수출 비중과 중국 자금률(2021년 기준)



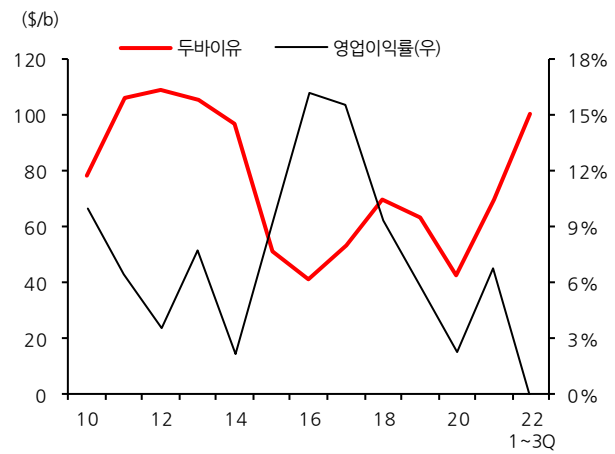
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 주요 화학사의 원재료 구입비 비중(2021)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 주요 화학사 영업이익률과 유가 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

### III. 정유: 제 2 막이 시작되는 순간

#### 1. 2022년 되짚어보기: 너무 높았던 기대

2H22 경기침체에  
국제유가 하락

2022.12.5일 두 번째 최대 원유수출국인 러시아에 대한 유가 상한제 실시에도 불구하고, 국제유가는 '22년 12월 기준 77\$/b로 하락했다. 이미 러시아산 원유 가격은 60\$/b를 하회하고 있어 유가 상한제 시행이 무의미해졌고, 중국의 코로나19 확진자 급증 및 글로벌 경기침체로 소비에 대한 우려가 확대되었기 때문이다. 다만 '22년 12월 해상으로 수출된 러시아 원유는 265만b/d로 11월 대비 -43만b/d(-14%) 감소해 제재 효과가 나타나기 시작했다.

유가는 하락했지만,  
정제마진은  
강세 유지

2022년 12월 유가는 1년 내 최저 수준으로 하락했지만 정제마진은 15~20\$/b 사이에서 등락을 반복했으며, 등/경유를 중심으로 여전히 타이트한 수급밸런스가 유지되었다. '20년 이후 누적된 정제설비 폐쇄가 등/경유 공급 부족의 1차 원인이었던 것으로 분석한다. 또한, '22년 러시아(1~11월)와 중국(1~12월)의 석유제품 수출량은 YoY -13만 b/d, -14만b/d 감소했으며, 천연가스 강제는 산업/발전용 대체 수요 증가를 야기했다.

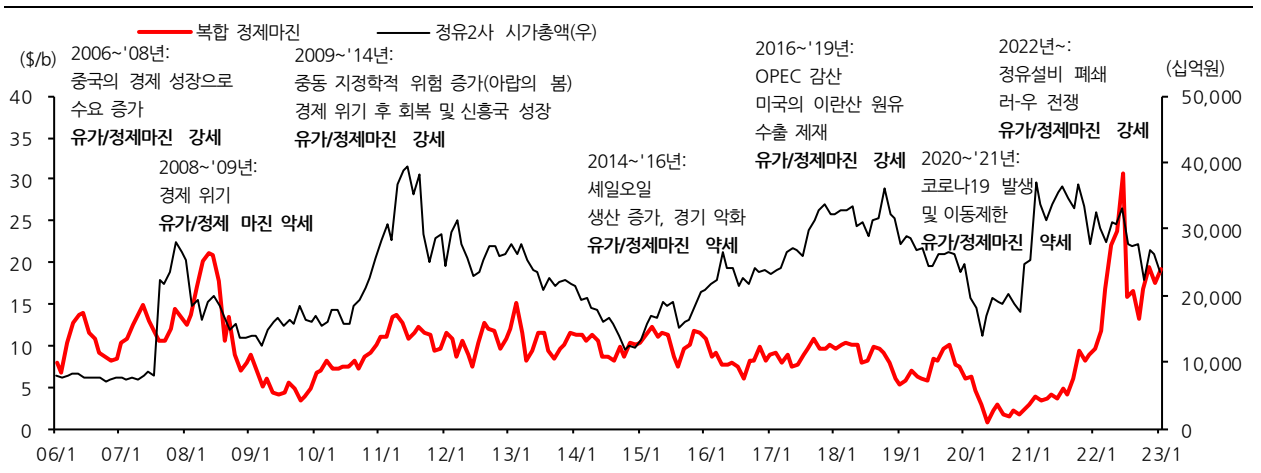
낮은 원유/석유제품 재고도  
연중 지속

원유/석유제품 재고 또한 공급 불안정으로 낮게 유지되었다. 미국은 유가 안정을 위해 전략비축유를 1.8억배럴 방출했는데, 이로 인해 미국의 원유 재고는 2001년 이후 가장 낮아졌으며, 글로벌 등/경유 재고 또한 중국의 수출 축소와 타이트한 공급에 2016년 이후 가장 낮은 수준이 '22년 내내 지속되었다. 낮은 원유/석유제품 재고는 공급 불안정에 대한 공포심을 더욱 부추기는 요인으로 작용하며 가격 하단을 지지했다.

정제마진/실적 Peak out에  
국내 정유사 주가는  
2H22 하락

국내 정유사들은 2022년 석유제품 공급불안정으로 인한 수혜를 누리며 최고의 한 해를 보냈다. '22년 상반기에는 에너지 대란에 유가 및 정제마진이 모두 상승하며 사상 최대 이익을 시현했기 때문이다. 그러나 하반기 국제유가 하락과 함께 정제마진도 조정되며 상반기 대비 감익하는 모습을 보였으며 이에 주가 또한 2022년 초 수준으로 하락했다.

[그림 13] 정제마진 및 정유 2사 시가총액 추이



주: 정유2사(S-Oil, SK이노베이션)  
자료: 한화투자증권 리서치센터



## 2. 정제마진 강세가 장기화될 수밖에 없는 이유

2023년 예상 정제마진  
15.7\$/b

유가는 중국의 리오프닝 기대에 12월 중순 이후 반등하여 80\$/b 수준에서 안정화됐다. 2023년 등/경유 마진은 각각 29.6\$/b, 29.7\$/b로 초강세가 이어지며 전체 정유 시장을 견인할 것으로 전망한다. '23년 예상 복합정제마진은 2022년 17.8\$/b 대비 조정된 15.7\$/b(YoY -12%)을 예상하나 여전히 '10~'21년 평균 정제마진 8.6\$/b를 크게 상회하는 호황기 수준이다.

2023년 정유 호황 전망:  
1) 타이트한 공급  
2) 항공유 수요 회복  
3) 여전히 높은 LNG 가격

2023년 정유 호황을 예상하는 이유는 1) 코로나19 이후 진행된 대규모 설비 폐쇄로 '22~'23년 증설 효과 일부가 상쇄될 것이며, 2) 러시아산 원유(22.12.5), 석유제품(23.2.5) 수출 제재가 시행돼 등/경유 공급 부족이 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 러시아산 에너지를 대체하기 위해 아시아산 석유제품 수입이 확대되며 역대 수급 밸런스는 타이트하게 유지될 전망이다. 3) 또한, 항공유 수요 회복과 4) LNG 강세도 등 /경유 마진 하방을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

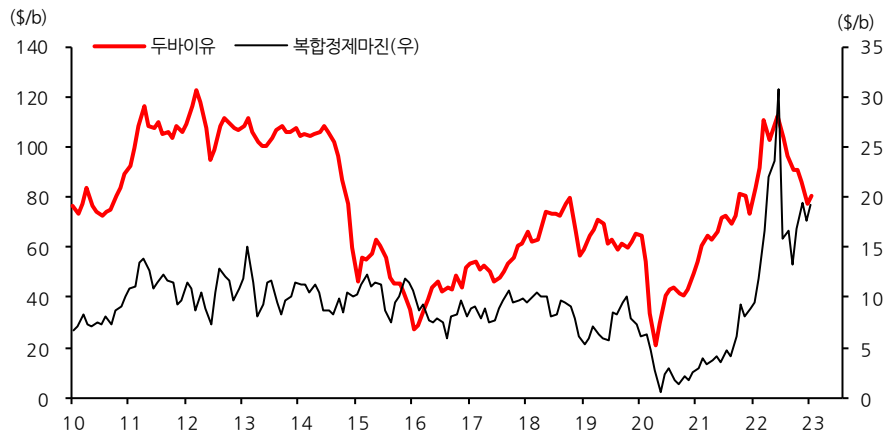
위험요인 존재하나  
타이트한 공급에  
영향은 제한적일 것

반면 2023년 정유 시황에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 위험 요인은 중국의 석유제품 수출 증가와 경기침체로 인한 수요 감소다. 하지만, 앞서 언급한 항공유 수요 회복과 러시아에 대한 수출 제재 효과로 대부분 상쇄될 수 있을 것으로 예상된다.

국내 정유사는  
정유 호황기  
수혜 누릴 전망

정제시설 증설 속도가 둔화되고, 러시아산 원유/석유제품 제재가 당분간 지속될 상황에서 한국 정유사들은 상대적으로 수혜를 누릴 가능성이 크다. 한국 정유사들은 대부분 유럽/북미 대비 최신 설비이며, 단일설비 기준 50만b/d 이상의 대형 설비로서 규모의 경제를 갖추었다. 그리고 높은 고도화율과 다운스트림 수직계열화로 시황 대처능력도 높아 차화정 시기 평균 마진 10\$/b를 상회하는 14~18\$/b 수준의 이익을 지속할 수 있을 것이다.

[그림 14] 유가 및 정제마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

### 1) 역대급 호황에도 공급 증가는 제한적(중/장기)

'22~'23년 대규모 증설 예정되어 있으나, 향후 증설은 제한적일 것

2022~'23년 대규모 증설('22년 205만b/d, '23년 207만b/d)이 예정되어 있으나, 대부분 '17~'18년 사이 프로젝트 진행이 결정됐던 설비들이다. 정유설비 증설에는 통상 4~5년 소요되기 때문에 이 당시 유가와 정제마진이 각각 YoY +68%, +8% 이상 상승하며 대규모 증설로 이어지게 되었다. 하지만, 이번 사이클에서는 과거 대비 증설 움직임이 제한적인 것으로 파악된다.

가장 많은 증설이 예상되는 지역 중 하나인 중동과 인도마저 과거 대비 낮은 규모

향후 정유설비의 대규모 증설이 예상되는 지역은 중동/아프리카/아시아 등이다. 특히, 중동은 상대적으로 낮은 원가로 인해 증설 규모가 타 지역 대비 클 것으로 예상되지만, '23~'26년 가동이 예정된 프로젝트는 14개, 278만b/d에 불과하다. '12~'15년 증설 규모가 641만b/d 수준이었음을 감안할 때 역대급 상황에도 불구하고 이번 증설 규모는 과거에 크게 미치지 못함을 보여준다. 인도 역시 2026년까지 증설 규모가 84.7만b/d에 불과해 수요 증가에는 미치지 못할 전망이다. 에너지 전환, 건설비용 증가 등을 고려하면 일부 프로젝트는 지연/취소될 가능성도 있음을 고려할 필요 있다.

선진국 중심으로 화석연료 투자 감소

사상 최고 수준의 호황에도 불구하고 증설 규모가 과거에 미치지 못하는 이유는 코로나 19 이후 에너지전환이 가속화되었고, ESG 중요성이 확대되며 화석연료에 대한 투자가 어려워졌기 때문이다. 특히 이러한 움직임은 에너지 전환 속도가 빠른 북미/유럽/일본 등 선진국에서 두드러지게 나타나고 있다.

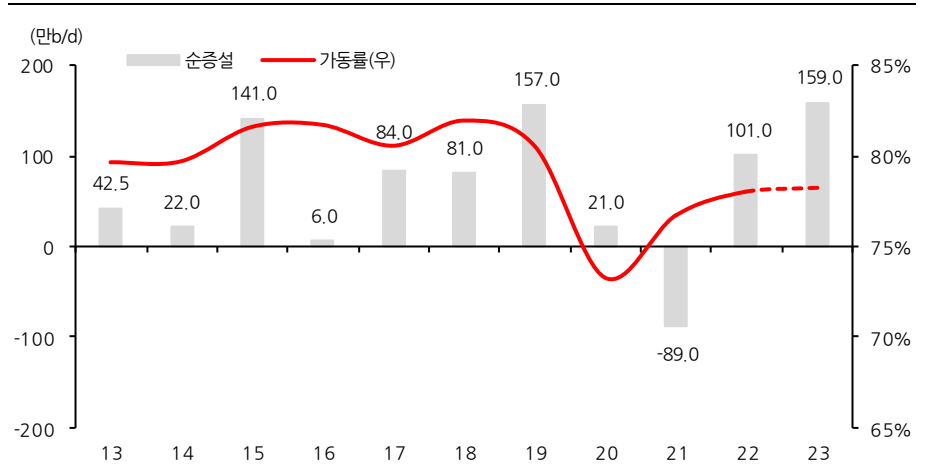
역대급 상황 누린 '22년에도 정제설비 폐쇄 지속

정제설비 증설은 제한적인 반면, 폐쇄는 지속되고 있다. 2021년 글로벌 정제능력은 30년만에 처음으로 73만b/d 감소했는데, 에너지 전환에 따른 향후 화석연료 수요 감소 전망과 코로나19로 인한 수익성 악화 경험 때문이었다. 특이한 점은 이런 움직임이 역대급 상황을 누린 '22년에도 계속됐다는 점이다. 그 결과 '20~'23년 폐쇄되는 정제시설은 -430만b/d에 달한다.

순증설 규모 감소에 석유제품 공급부족 장기화 전망

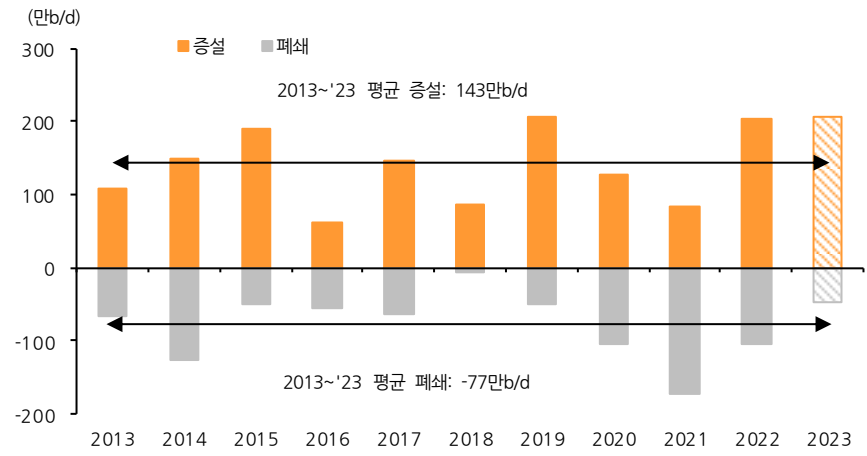
이처럼 증설 규모 감소가 예상되는 가운데, 노후 설비 폐쇄도 함께 진행되고 있어 석유제품 공급 부족은 중/장기 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림15] 글로벌 정제능력 순증설 및 가동률 전망



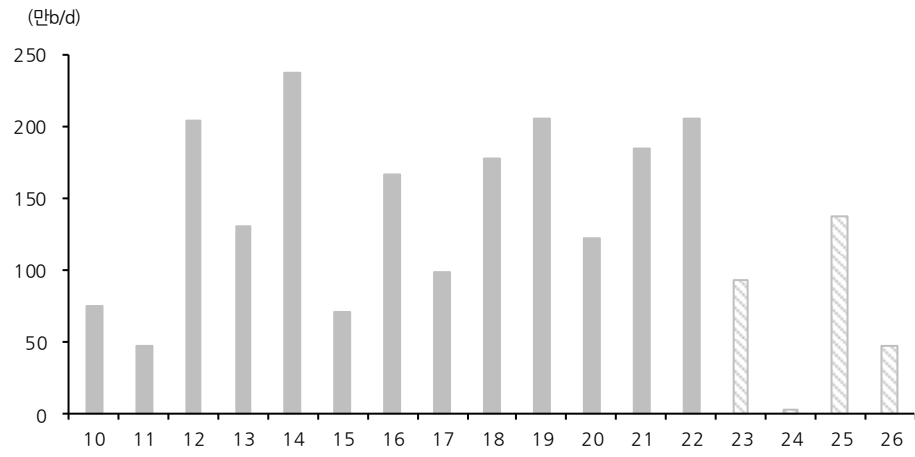
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 16] 2020~'23년 경제설비 -430만 b/d 폐쇄 (2015~'19년 -225만 b/d 폐쇄)



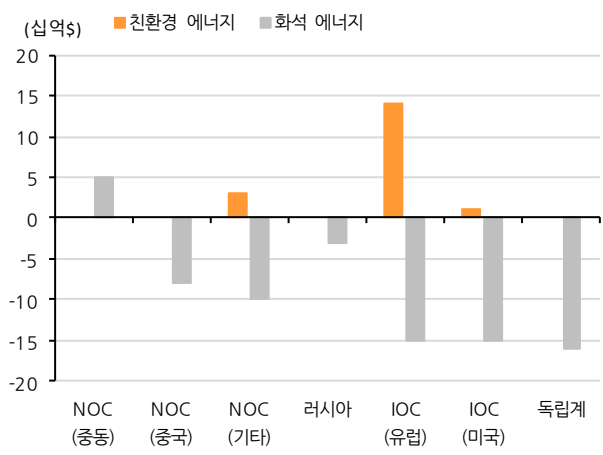
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 17] 중동 지역 증설 추이 및 전망



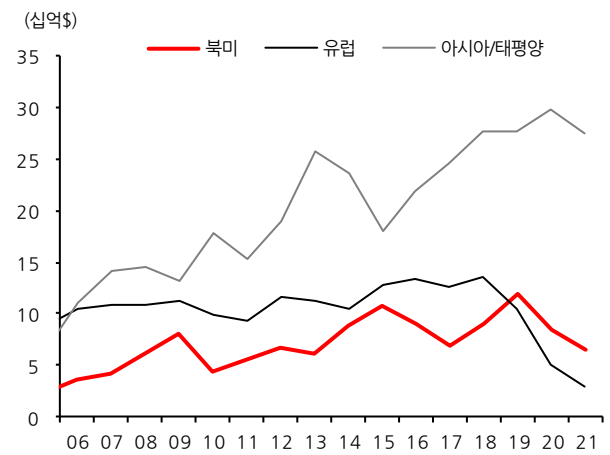
자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림 18] 석유기업 에너지 관련 투자 비교(2019 vs. 2022)



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 19] 북미/유럽을 중심으로 정유설비 관련 Capex 감소



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2) 가동률 상승에 의한 공급 증가도 제한적(단기)

정제설비 가동률은 단기 시황에 있어 중요한 요소 석유제품 공급량을 결정짓는 또 하나의 요인은 정제설비 가동률이다. 증설에는 시간이 소요되나 가동률 상승은 비교적 빨리 이루어질 수 있기 때문에 가동률은 단기 시황에 있어 가장 면밀히 주시해야할 요인일 것이다.

미국 정유설비 가동률: 84%  
겨울 폭풍 후 회복중

2023년 1월 셋째주 기준 미국 정제설비 가동률은 86.1%로 WoW +0.8%p 회복했다. 12월 말 겨울폭풍으로 텍사스 지역 정유시설이 일시적으로 가동중단된 후, 점차 회복중인 것으로 파악된다. 생산 차질에도 불구하고 수출량은 감소하지 않아 이번 겨울폭풍이 석유제품 수급에 미치는 영향은 제한적인 것으로 판단한다. '22년 미국 정유사의 가동률은 최대 95.5%를 기록했는데, 만약 이 수준까지 가동률이 회복한다면, '23년 1월 대비 증가할 수 있는 생산량은 +115만b/d이다.

유럽 정유설비 가동률: 86%  
2019년 이후 가장 높은 수준

유럽의 2022년 12월 정유사 가동률은 86.3%로 MoM +1.2%p 상승했다. 파업으로 가동 차질이 발생했던 프랑스와 영국 정유설비가 12월 온전히 정상가동되면서 가동률이 전월대비 상승할 수 있었다. 다만 이후 유럽 정유설비 가동률의 추가 상승은 제한적인 것으로 예상하는데, 설비의 노후화와 온실가스 감축을 위한 EU의 환경규제로 유럽의 최대 가동률은 다른 지역보다 낮기 때문이다. 2019년 이후 유럽의 최대 가동률은 87%(미국: 96.4%, 아시아: 94.2%)에 불과했다.

아시아 정유설비 가동률: 90%  
중국 정제처리량 증가에 추가 상승 가능

아시아 주요국의 2022년 12월 정유설비 가동률은 89.5%로 MoM +1.0%p 증가했다. 중국당국의 수출쿼터 확대 이후 중국의 정제처리량이 크게 증가한 영향이다. 1월 수출쿼터가 더욱 확대되었고, 정제처리량도 증가 추세를 보이고 있어, 아시아 정유사 가동률은 1월에도 더 상승할 가능성이 클 것으로 예상된다.

중국의 수출 확대로 공급 증가 및 마진 조정 가능성 상승

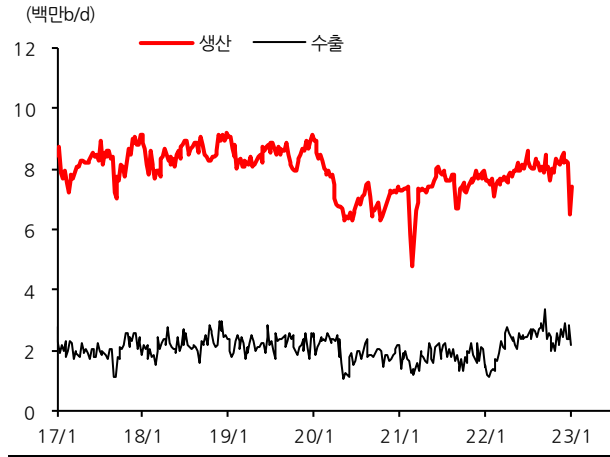
앞서 언급한 바와 같이 미국/유럽 지역 정유사 가동률이 추가 상승하더라도 그 영향은 제한적이기에, 향후 중국의 생산활동 변화가 타이트하게 유지되고 있는 수급 균형을 바꿀 수 있는 요인으로 판단한다. 중국의 원유 수입량과 설비 가동률은 시차(1~2개월)을 두고 동행하는 모습을 볼 수 있는데 8월부터 중국은 원유 수입을 확대하고 있다. 이에 정제처리량도 9월부터 증가하고 있으며, 최근 수출 쿼터를 한 번 더 확대함에 따라 중국의 석유제품 공급 증가로 인한 정제마진 조정 가능성이 높아졌다. 다만, 방역조치 완화로 인해 소비 또한 증가할 것이며, 2/5일에는 러시아산 석유제품에 대해 제재도 시행되므로 마진 조정은 단기간 내 종료될 가능성이 높다는 판단이다.

[그림20] 미국 정유 가동률 추이



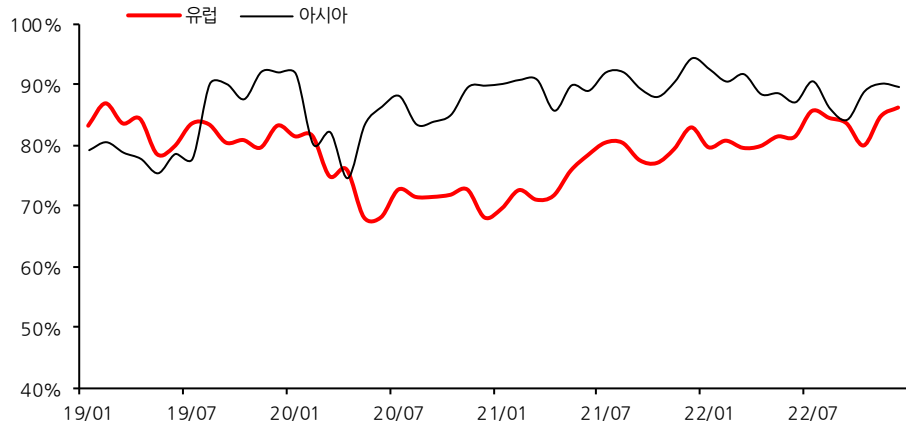
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 미국 휘발유, 등/경유 생산/수출 추이



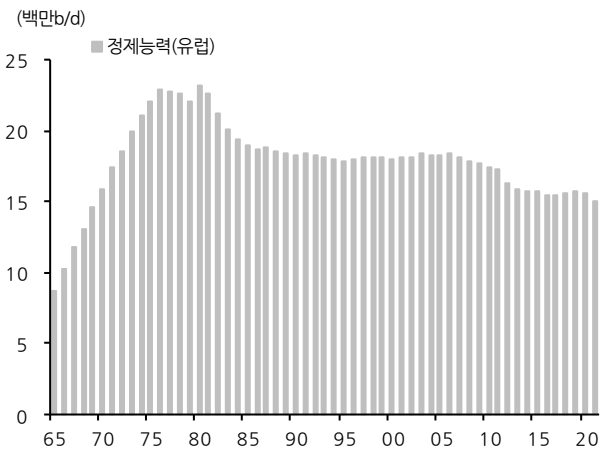
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 지역별 정유설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 유럽 정유설비: 대부분 1975년 이전 완공



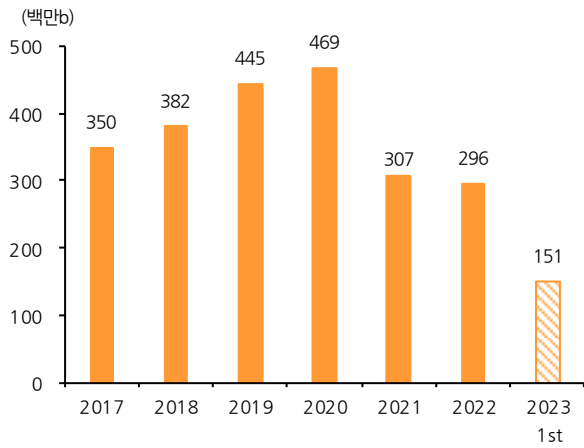
자료: BP, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 유럽 탄소배출권 가격 추이



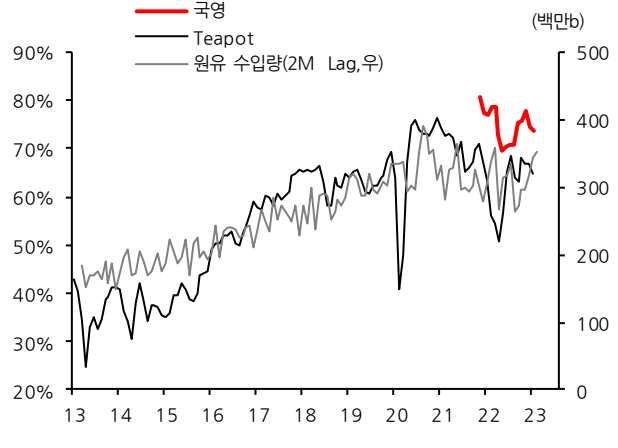
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 중국 석유제품 수출 쿼터



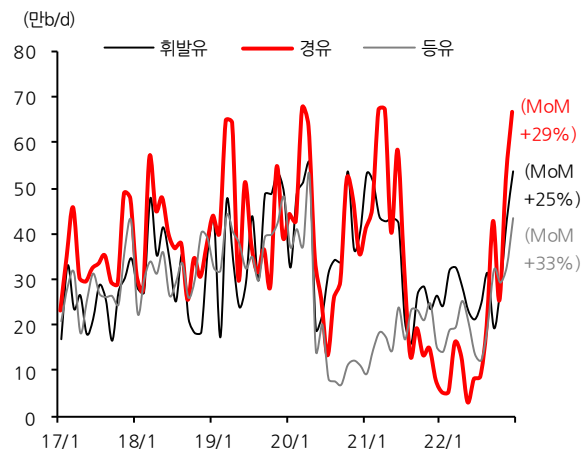
자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 중국 국영/Teapot 정유사 가동률 및 원유 수입량



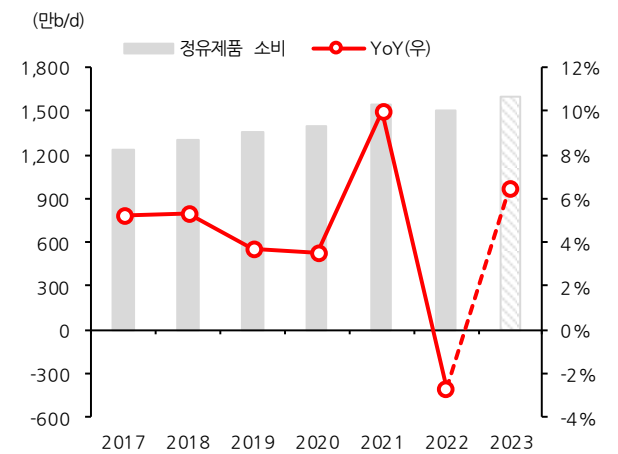
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 중국 월별 휘발유/경유/등유 수출량



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 2023년 중국 석유제품 소비 +53~+90만 b/d 증가 전망



자료: IEA, EIA, Bloomberg, Platts, 한화투자증권 리서치센터

### 3) 2023 년에도 이어질 천연가스 강세

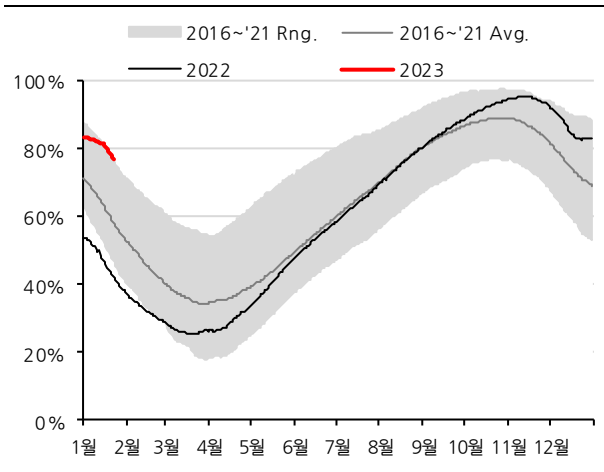
최근 유럽 천연가스 가격은 충분한 비축량으로 고점 대비 하락

유럽 천연가스 가격은 온화한 겨울과 충분한 비축량으로 인해 러-우 전쟁 이전 수준인 20\$/MMBtu에 거래되고 있다. 러시아로부터 천연가스 수입을 YoY -56% 축소했음에도, 2022년 11월 중반 96%의 비축률을 달성할 수 있었기 때문이다. LNG 수입이 YoY +72% 늘고, 가스 소비가 '19~'21년 평균 대비 약 -11% 감소했던 점이 목표 달성에 크게 작용했다. 그 결과 유럽의 LNG 의존도는 '21년(20%) → '22년(34%)로 증가했다.

최근 하락에도 불구하고 '23년 천연가스 강세 전망

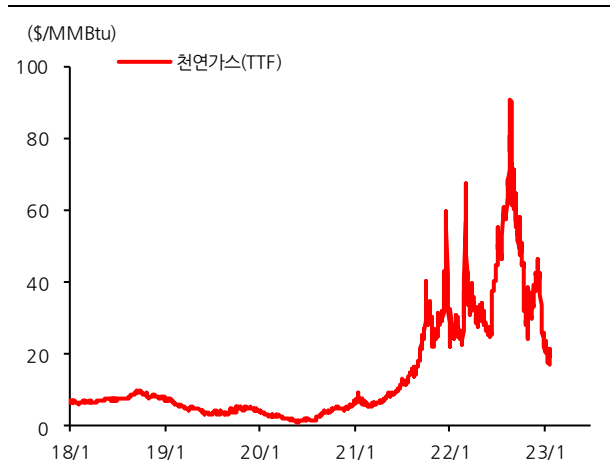
2023년 천연가스 가격은 YoY 하락하겠으나 그림에도 과거 대비 강세를 이어갈 것으로 예상된다. 1) 러시아의 천연가스 공급이 '22년보다도 더 줄어들 상황에서 2) 중국의 방역조치 완화로 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 3) '22년 유럽으로 LNG 수출량을 크게 확대했던 미국의 공급 능력이 '23년 유럽의 수요 증가를 충족하는 데 역부족일 것이라 점도 잠재적 불안요소다. IEA는 12월 보고서에서 '23년 유럽의 가스 공급 부족이 27bcm에 달할 것으로 전망했다. 현재 천연가스 가격은 116\$/boe로, 지난 8월 대비 -69% 하락했음에도 석유 수요 증가를 야기시킬만큼 충분히 높은 수준이다.

[그림29] 유럽 천연가스 재고는 77%(23.1.24)



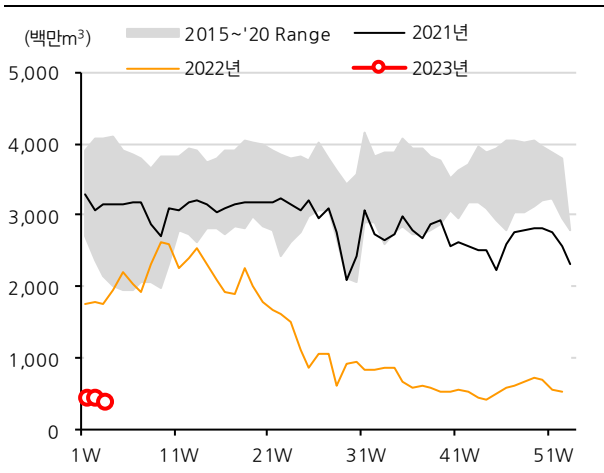
자료: AGSI, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] TTF 천연가스 가격은 2022년 8월 대비 -81% 하락



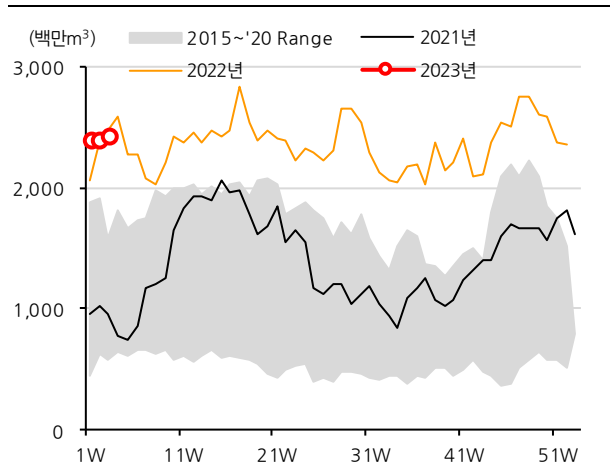
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 러시아산 천연가스 수입량은 감소한 반면



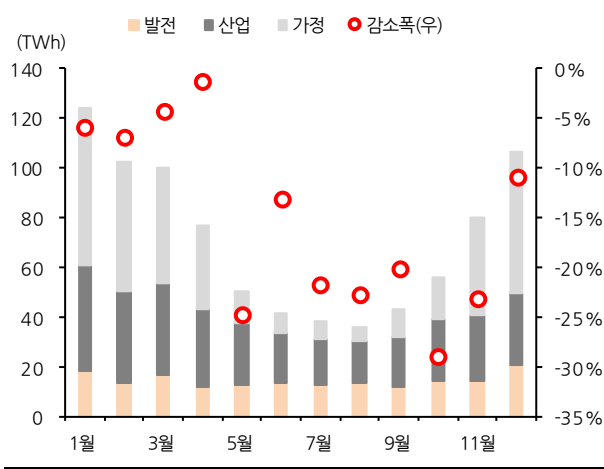
자료: Brugel, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] LNG 수입량은 크게 증가



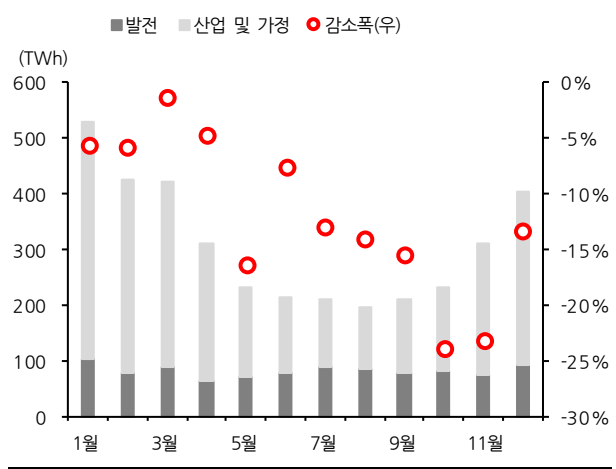
자료: Brugel, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 2022년 독일 섹터별 천연가스 수요



주: 감소폭 산정의 기준은 2019~21년 평균  
 자료: ENTSO-G, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 2022년 EU 27 섹터별 천연가스 수요



주: 감소폭 산정의 기준은 2019~21년 평균  
 자료: ENTSO-G, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 러시아산 에너지 의존도 축소를 위한 Repower Europe 계획

정책 분야	주요 타겟	Fit for 55를 통한 계획	RePower Europe 방법	2022년까지 대체 계획	2030년까지 추가 대체 계획
천연가스 다원화 (Gas Diversification)	非 러시아 천연가스	-	LNG 도입 확대 PNG 도입 확대 (북아프리카 등)	50bcm 10bcm	50bcm 10bcm
	재생에너지원 가스	바이오가스 17bcm: 소비 절감 17bcm 그린 수소 5,600만톤: 9~18.5bcm 절감	2030년까지 바이오가스 35bcm 생산 수소 생산 확대 및 2030년까지 2,000만톤 수입	3.5bcm -	18bcm 25~50bcm
전력화 (Electrify Europe)	재생에너지원 가스	에너지 효율 조치: 38bcm 절감	난방온도 1℃ 하향을 통한 에너지 절약: 10bcm	14bcm	10bcm
		-	옥상형 태양광 패널 설치: 연간 15TWh	2.5bcm	조기 집행
	전력 분야	신규 열펌프 3,000만기 설치: 2030년까지 35bcm 절감	향후 5년간 1,000만기 설치	1.5bcm	조기 집행
산업전환 (Transform Industry)	에너지 집약 산업	풍력 480GW, 태양광 420GW: 170BCM 절감 그린 수소 560만톤	풍력, 태양광 20% 조기 추진: 3bcm 절감 2030년까지 80GW 증설	20bcm	그린 수소 사용을 통한 절감
		에너지원의 조기 전력화, 그린 수소 사용	혁신기금 활용	그린 수소와 조기 목표 달성을 통해 가스 사용량 축소	

자료: 한화투자증권 리서치센터

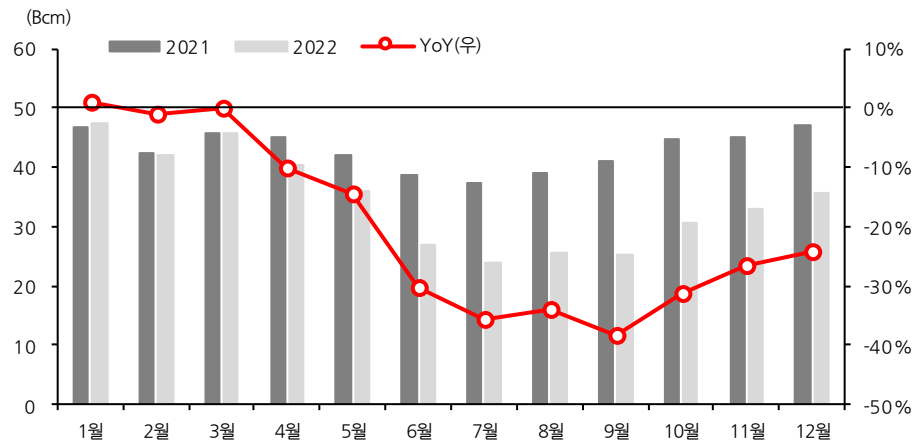


### 3-1) 러시아의 PNG 수출 감소

러시아의 천연가스 수출  
 지난해보다  
 더욱 감소할 가능성 커

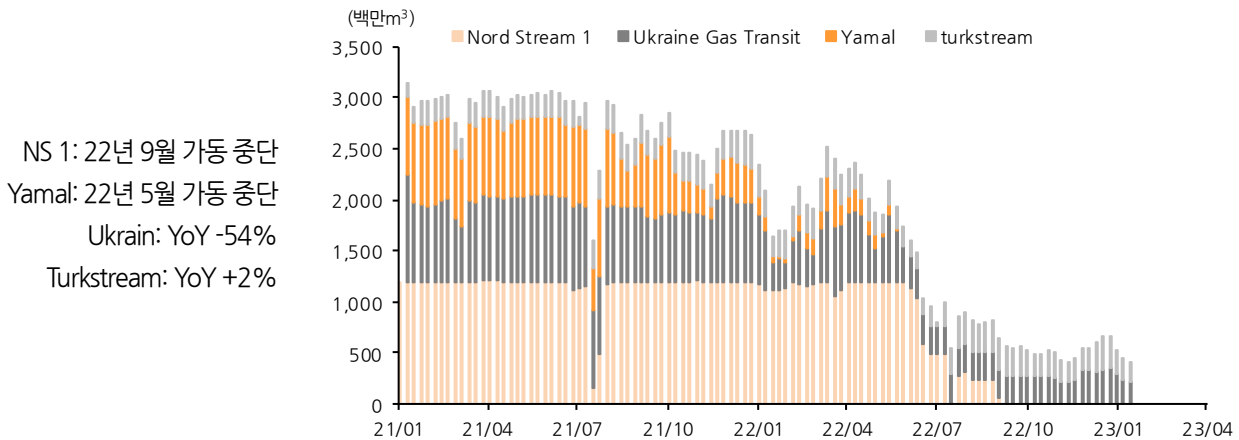
2022년 러시아의 천연가스 생산량은 YoY -12% 감소한 617Bcm을 기록했을 것으로 추정된다. 주요 원인은 EU로 향하는 주요 가스 파이프라인 4개 중 2개가 가동 차질을 빚어 PNG 수출량이 급감했기 때문이다. '22년 러시아의 유럽향 천연가스 수출량은 Nord Stream1(22.09)과 Yamal(22.05) 파이프라인 가동 중단으로 YoY -86Bcm 감소한 67Bcm을 기록했다. 현재 운영중인 Ukrain Transit과 Turkstream 파이프라인을 '22년 12월 수준(89Mcm/일)으로 가동한다고 가정시 '23년 러시아의 유럽향 수출량은 YoY -35Bcm 감소하게 된다. 러시아의 천연가스 생산/수출 감소는 2023년 천연가스 공급이 타이트하게 유지되는데 주요 원인으로 작용할 것이다.

[그림35] 러시아 Gazprom 천연가스 생산량



자료: Gazprom, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] EU의 러시아산 천연가스 도입 급감은 2022년 4월 이후



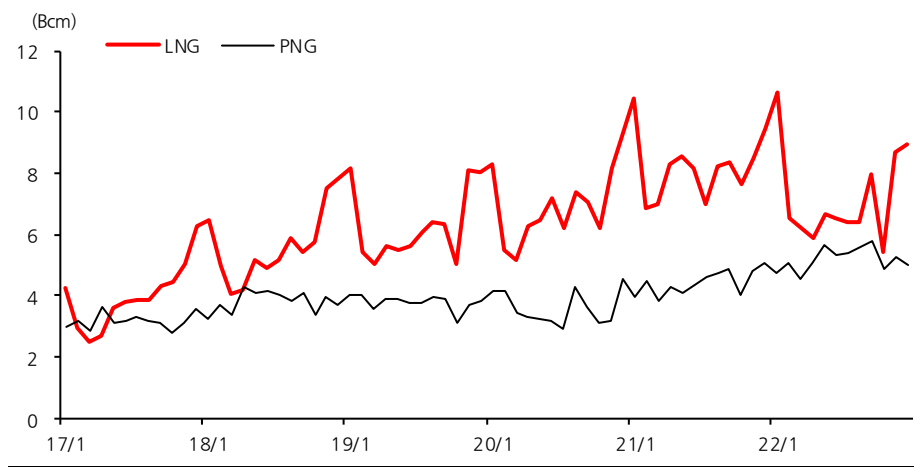
자료: ENTSO-G, 한화투자증권 리서치센터

### 3-2) 중국의 LNG 수입 확대

#### 중국 LNG 수입 증가 전망

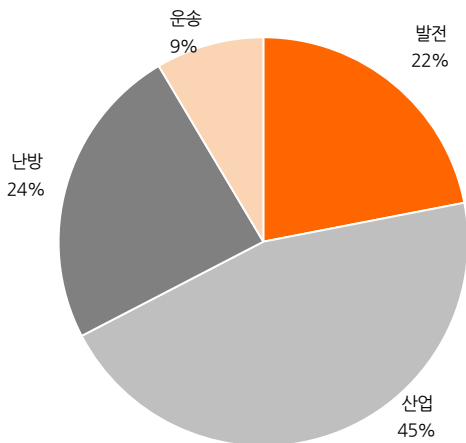
중국의 LNG 수입 확대 또한 2023년 천연가스 강세에 기여할 전망이다. '22년 중국의 LNG 수입량은 YoY -12Bcm 감소한 86Bcm에 그쳐 지난해 러시아의 공급 감소 일부를 상쇄했다. 중국의 천연가스 수입 감소는 코로나19 확산 및 봉쇄조치 지속에 따라 산업 활동이 위축된 결과로, '23년에는 중국 리오프닝 정책 효과에 따라 수요가 증가하며 수입량 또한 '22년 대비 확대될 전망이다.

[그림37] 중국 천연가스 수입량 추이



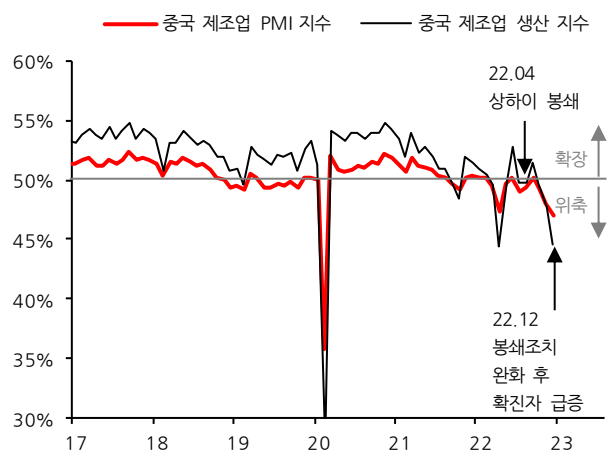
자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 중국 용도별 천연가스 소비 비중(2021)



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 중국 제조업 PMI 및 생산지수

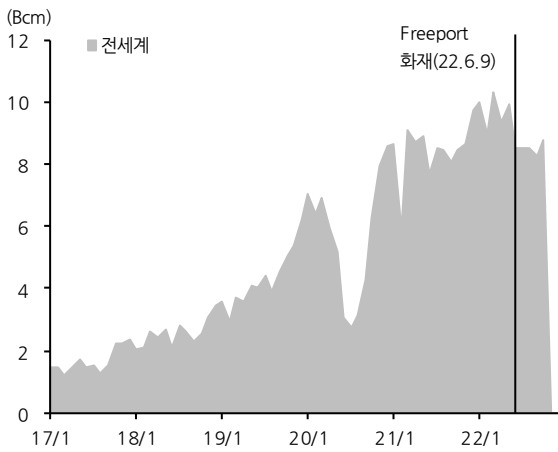


자료: 한화투자증권 리서치센터

반면 미국의 LNG 공급 능력은 제한적

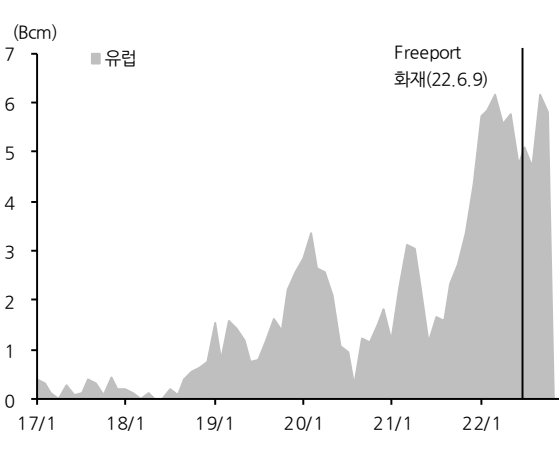
3-3) 미국 LNG 수출 증가도 제한적일 것: 러시아의 생산/수출 감소로 미국은 세계 최대 LNG 수출국으로 부상했다. EIA에 따르면 2022년 미국의 LNG 수출량은 2021년 대비 9Bcm 증가한 110Bcm을 달성했을 것으로 추측된다. 2023년 미국 LNG 수출량은 1월부터 Freeport가 재가동되며 YoY +15Bcm 증가할 것으로 전망되나, 이는 러시아의 PNG 수출량 감소 전망치 -33bcm에 크게 못 미치는 수준이다. 2023년 미국의 LNG 수출능력(Peak Capacity 기준)은 2022년과 동일한 145Bcm이며, 이에 수출량은 지난해 대비 크게 확대되기 어려운 상황이다. 또한 생산량 증가세가 둔화되고 있는 점도 수출량 증가에 제약 요소로 작용하고 있다. 코로나19 이후 가동중인 천연가스 리그 수는 완만한 증가세를 보이고 있으나, 오히려 리그당 생산성은 하락해 전체 생산량이 빠르게 늘지 못하고 있다

[그림40] 미국 LNG 수출량 추이(22.1~10월 누적 91bcm)



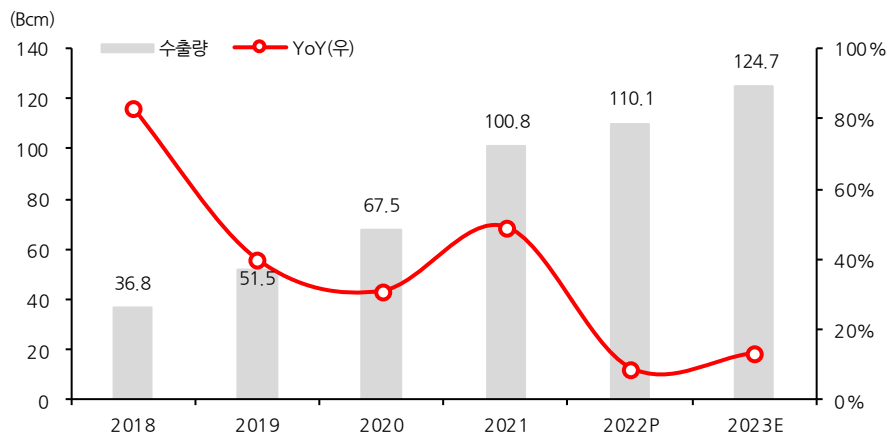
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 유럽향 LNG 수출량 추이(22.1~10월 누적 56bcm)



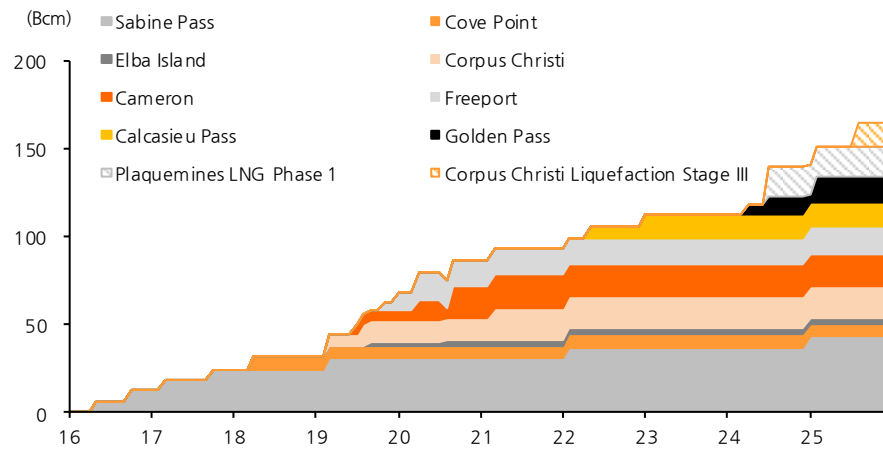
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 미국 LNG 수출량 전망



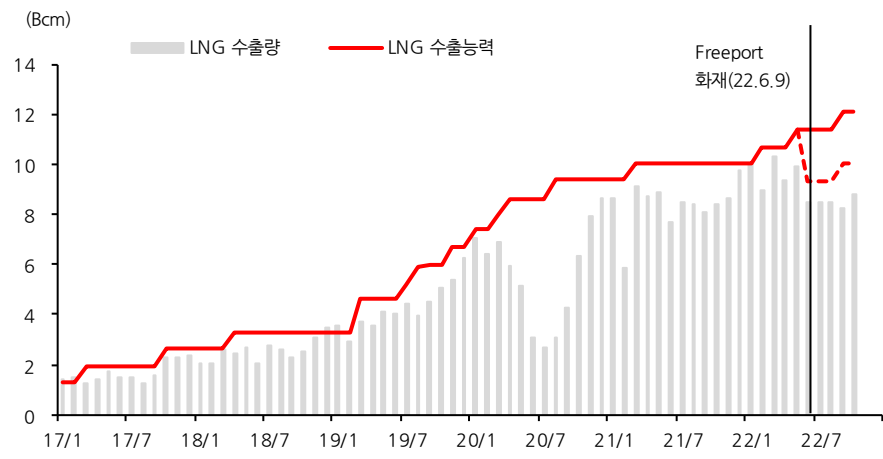
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 미국 LNG 수출능력 추이 및 전망



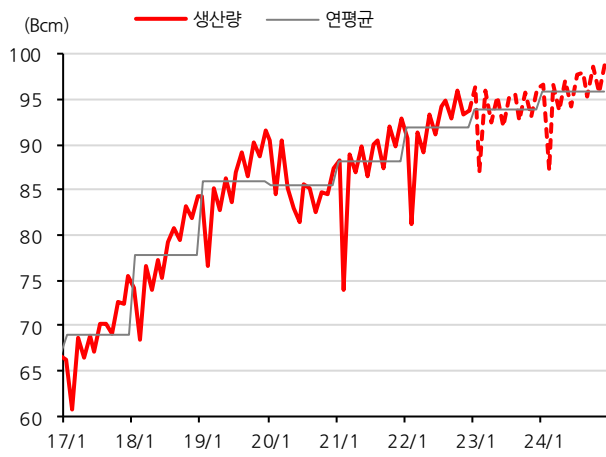
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 미국 LNG 수출량은 수출능력에 근접



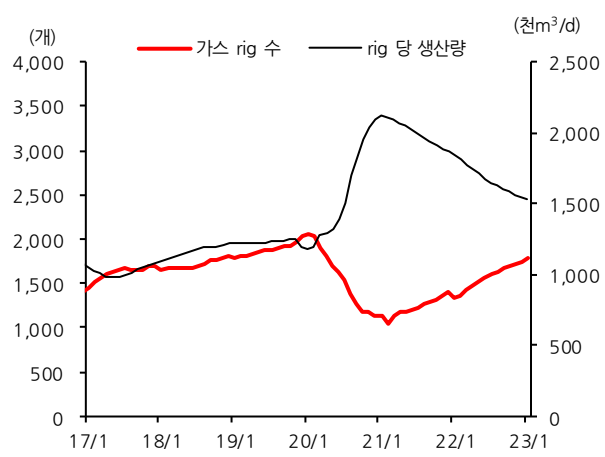
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 미국 천연가스 생산량 추이 및 전망



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 미국 천연가스 rig 수와 rig 당 생산량 추이



자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

### 4) 등/경유 공급 부족은 2023 년에도 이어질 전망

2022년, 등/경유 중심의  
마진 강세

2022년 하반기 이후 소비 둔화에 따른 조정에도 불구하고 '23년 1월 복합정제마진은 18.0\$/b로 여전히 과거 호황기를 뛰어넘는 수준이다. 등/경유 마진은 각각 38.3\$/b, 35.8\$/b로 역대급 고마진이 지속되고 있으며, 휘발유 마진도 22.8\$/b로 반등했다. 다만 납사 마진은 -8.7\$/b로 저조한 화학 수요에 의해 상대적으로 부진하다.

원인:

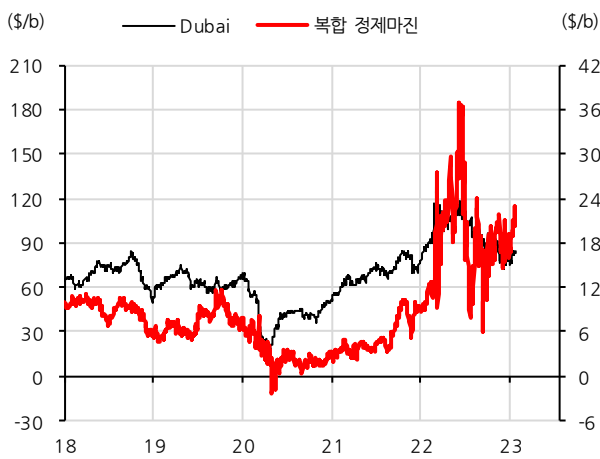
- 1) 정유설비 부족
- 2) 러시아/중국의 수출 감소
- 3) 천연가스 강세로 인한 대체수요 발생

등/경유 강세의 주 원인은 2020년 이후 진행된 정유시설 폐쇄로 공급이 이미 줄었는데, 주요 수출국인 러시아에 대한 제재로 공급 불확실성이 확대됐기 때문이다. 러시아는 생산한 휘발유를 대부분 자가 소비하나, 경유 수출량은 120만b/d(2022년 12월 기준)에 달한다. 더불어 중국의 수출량 감소와 천연가스 강세로 발전/난방/산업용 석유 수요가 증가한 점도 2022년 등/경유 마진 강세에 기여했다.

2023년에도 등/경유 강세  
이어질 것

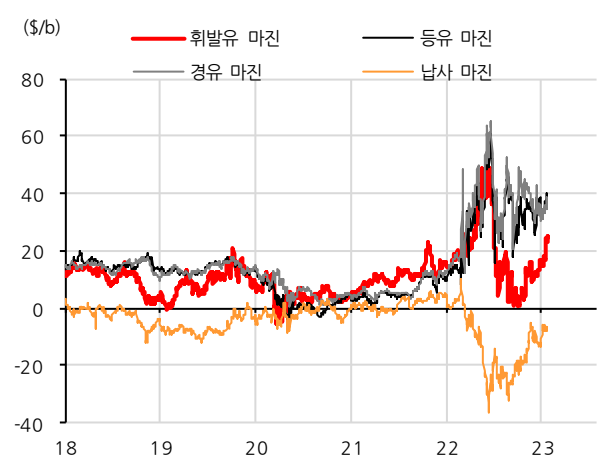
2023년에도 등/경유를 중심으로 정제마진 강세는 유지될 전망이다. 2/5일 유럽의 러시아 석유제품 제재가 시행되면 타이트한 공급은 더욱 심화될 가능성이 높기 때문이다.

[그림47] 유가 및 복합정제마진 추이



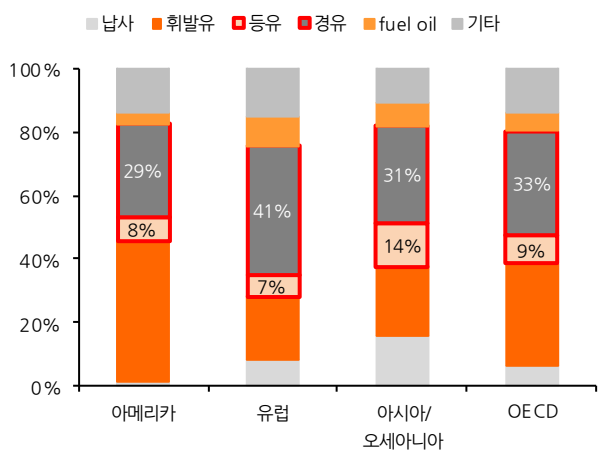
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 석유제품별 마진 추이



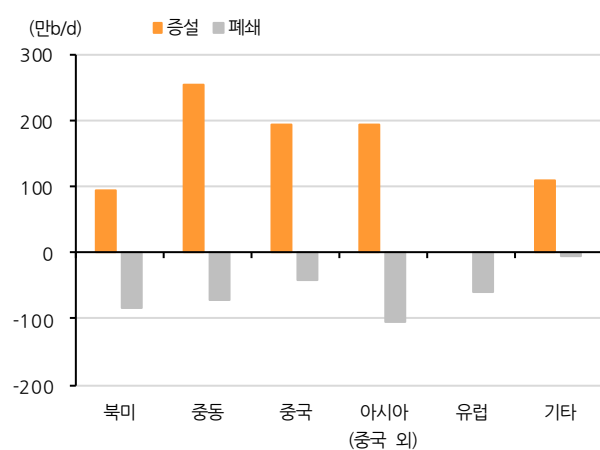
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 등/경유 생산 비중이 가장 높은 유럽



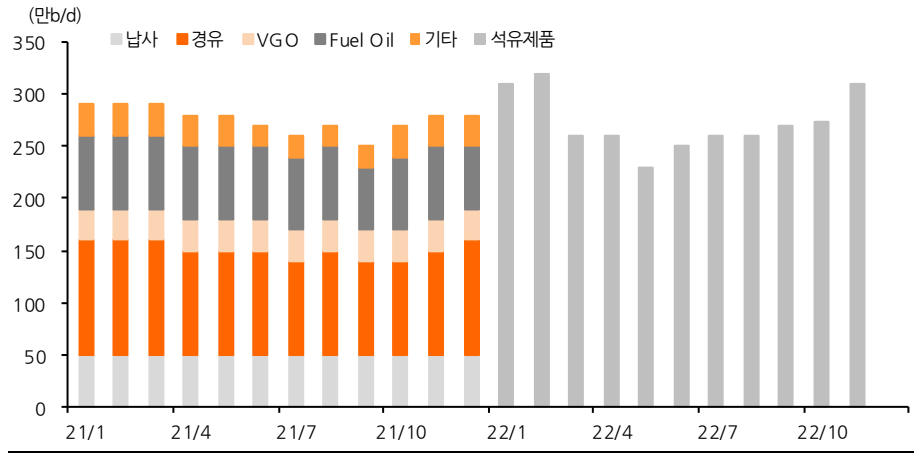
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 2020~26년 설비 폐쇄 규모도커



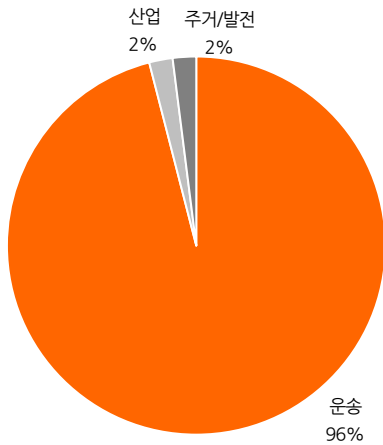
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 러시아 석유제품별 수출량 현황(2022년 12월 기준 경우 수출량 120만 b/d)



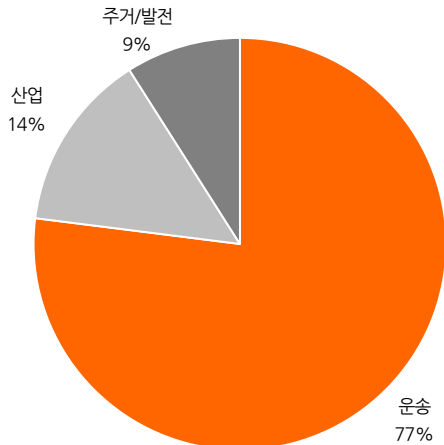
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 용도별 휘발유 소비 비중



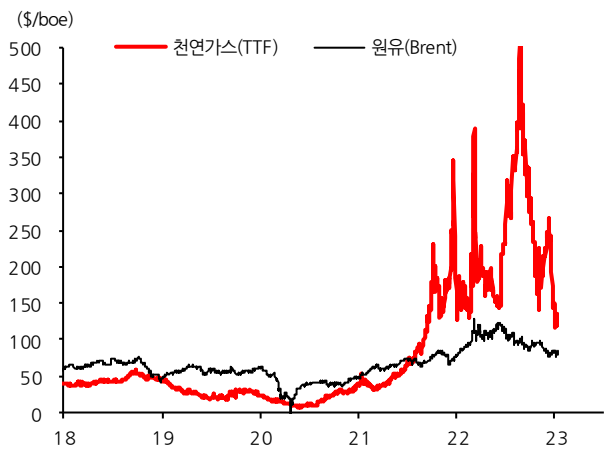
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 용도별 등/경유 소비 비중



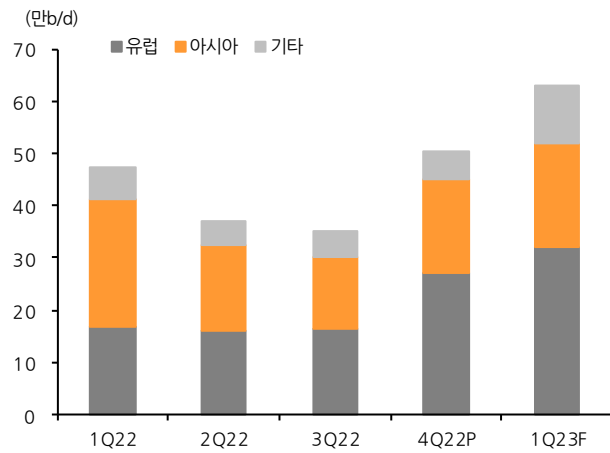
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 러시아발 공급 차질로 천연가스 가격 급등해



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 발전/난방용 등/경유 수요 증가(50~60만 b/d)



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

4-1) 2023년 2월 5일 러시아산 석유제품 수출 제재 시행

2021년 기준 러시아의 정제처리능력은 686만b/d로, 글로벌 3위 수준이다. '21년 기준 석유제품 276만b/d를 수출했으며, 주요 품목은 경유(101만b/d), Fuel oil(68만b/d), 납사(50만b/d), VGO(30만b/d)였다.

EU의 러시아산 석유제품  
수입량 여전히 커

서방의 제재안 발표에도 불구하고, 2022년 11월 기준 러시아는 원유와 석유제품을 각각 500만b/d, 310만b/d 수출하고 있다. EU의 경우 석유제품을 100만b/d(경유 45만b/d) 이상 수입중으로 의존도 축소에 어려움을 겪고 있는 것으로 파악된다. 러시아 입장에서 제재 후 유럽을 대체할 수출처를 찾아야 하지만, 수요 둔화, 중국의 수출 쿼터 확대, MR선 운임 증가 등을 고려하면 쉽지 않을 것으로 예상돼 가동률 하락은 불가피할 것으로 분석한다.

부족한 석유제품 재고는  
잠재적 위협 요인

부족한 석유제품 재고도 러시아 제재 이후 타이트한 수급밸런스가 이어질 것으로 예상하는 이유다. 미국 휘발유 재고는 5년래 최저 수준을 하회하고 있고, 등/경유 재고 또한 5년 평균에 못미치고 있다. 싱가포르의 경우 휘발유 재고는 수요 부진으로 높은 수준에 머무르고 있으나, 등/경유 재고는 5년래 최저 수준이 계속되고 있다. 낮은 재고 수준에서 러시아의 공급 차질은 시장에 더 큰 충격으로 다가올 것으로 예상된다.

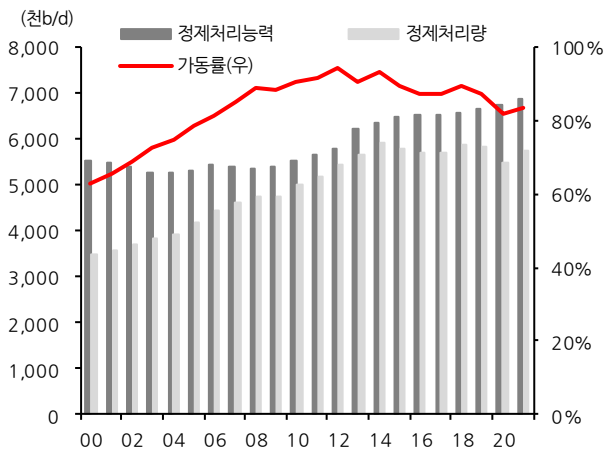
[표3] 주요국의 러시아산 원유/석유제품 제재 현황

미국	EU	영국	일본	호주
<ul style="list-style-type: none"> <li>러시아 산업제재 허가대상 범위 확대 (22.03.08)</li> <li>러시아산 석유/가스 수입 금지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>석유정제 관련 품목 수출 금지 (22.02.25)</li> <li>석유 생산/탐사 관련 품목 및 기술에서 에너지 산업관련 품목/기술/서비스로 수출 금지 확대 (22.03.15)</li> <li>석탄 및 기타 고체 화석 연료 관련 품목 수입 금지 (22.04.08)</li> <li>해상 원유 및 석유제품 수입금지 (22.06.03)</li> <li>▶ 관련 해상 운송의 보험 및 재보험 금지</li> <li>제 3 국행 러시아산 원유 가격 상한 60\$/b 로 제한 (22.12.3)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>석유제품 및 기술 수출 제한(22.04.13)</li> <li>러시아산 석유수입 단계적 철폐(22.03.08)</li> <li>러시아산 석유, 석탄 수입 금지(22.07.18)</li> <li>석유 및 석유제품 (22.12.31 부터 시행)</li> <li>석탄 및 석탄제품 (22.08.10 부터 시행)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>러시아향 석유 정제장치 등 수출금지 (22.03.11)</li> <li>러시아향 석유정제용 촉매 수출금지 (22.05.10)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>러시아산 석유, 정제품, 천연가스, 석탄 및 기타 에너지 제품 수입 금지(22.03.10)</li> </ul>

주: 괄호 속 날짜는 제재안 발표 기준

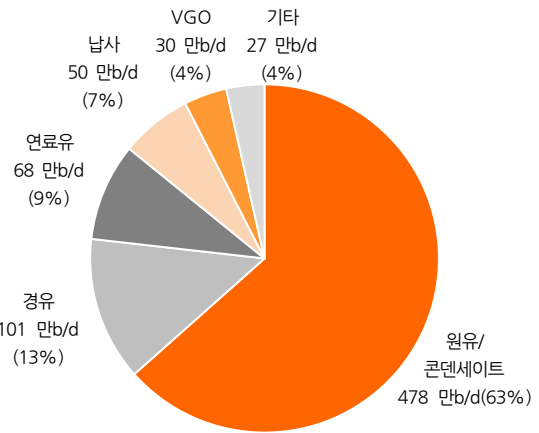
자료: 전략물자관리원, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 러시아 경제능력: 686만 b/d(M/S 6.7%)



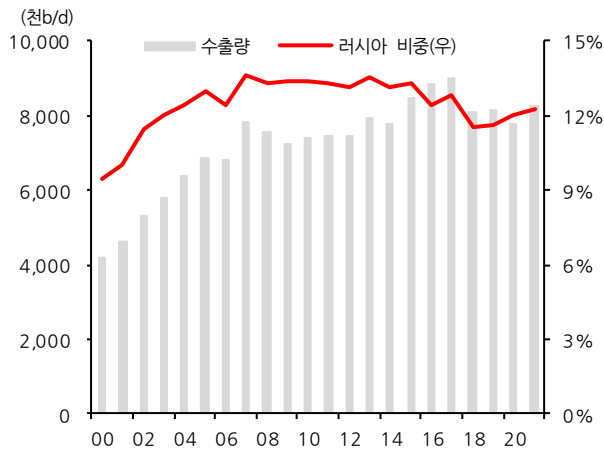
자료: BP, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 러시아의 석유제품별 수출 비중(2021)



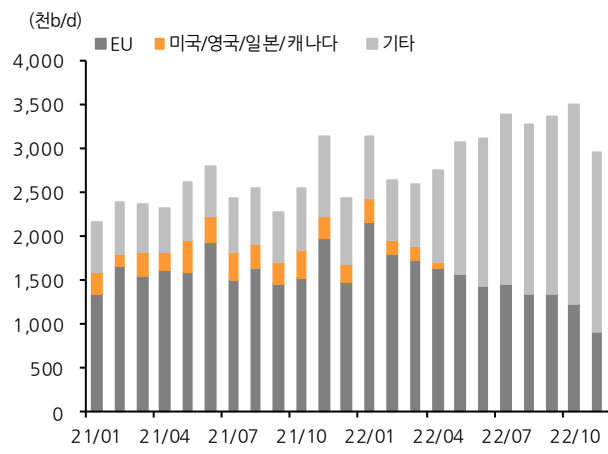
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 2021년 러시아 원유 수출량: 823만 b/d(M/S: 12%)



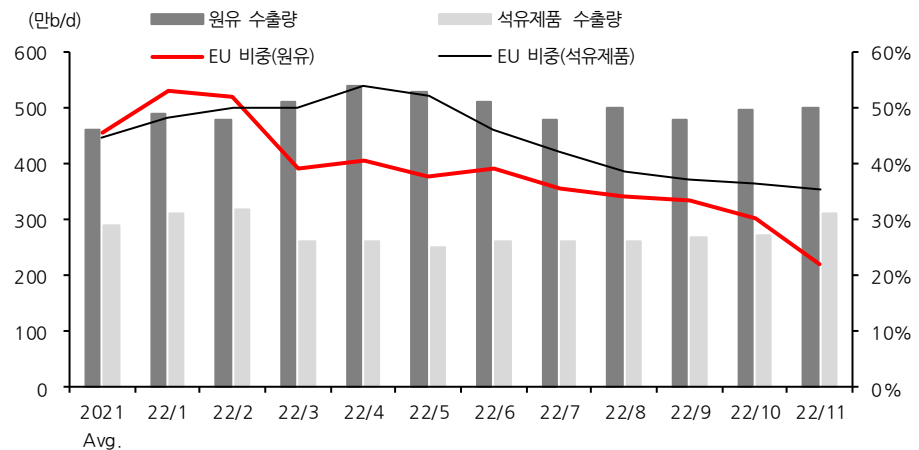
자료: BP, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 2022년 러시아산 해상 원유 수출량 증가



주: 육상운송 혹은 송유관을 통한 수출량은 불포함  
자료: Brugel, 한화투자증권 리서치센터

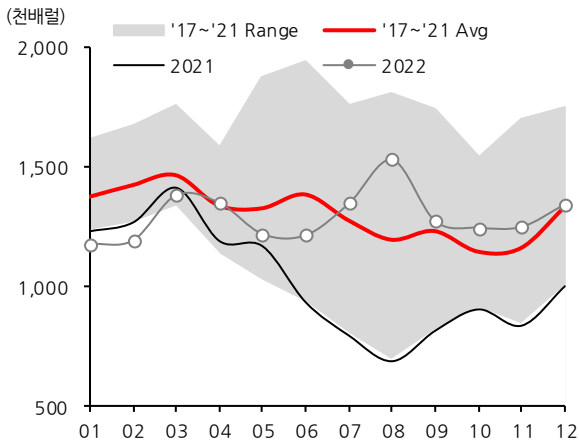
[그림60] 러시아 원유/석유제품 수출량 현황



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

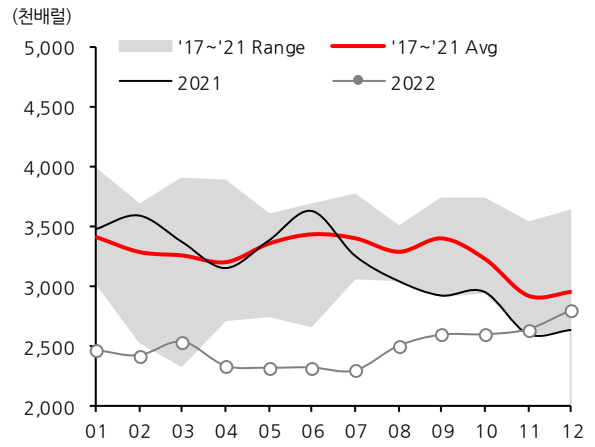


[그림61] 유럽 휘발유 재고 현황



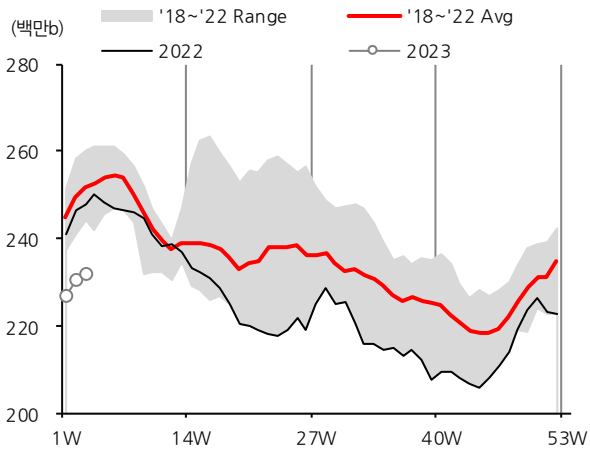
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 유럽 등/경유 재고 현황



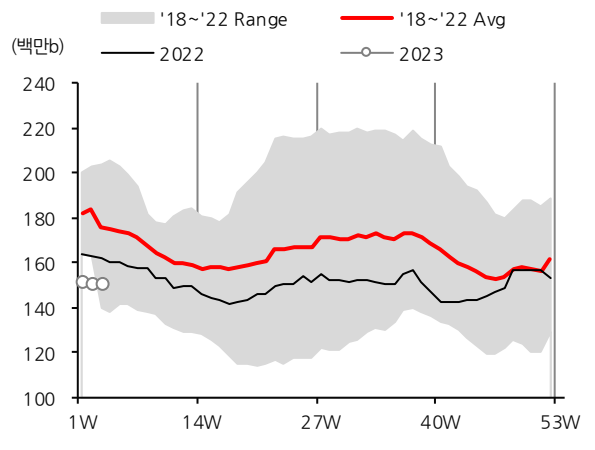
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 미국 휘발유 재고



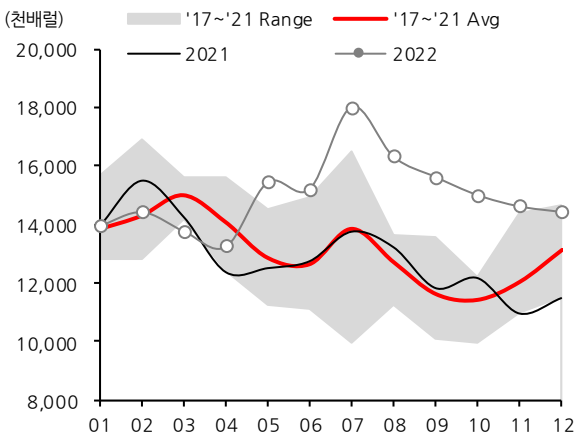
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 미국 등/경유 재고



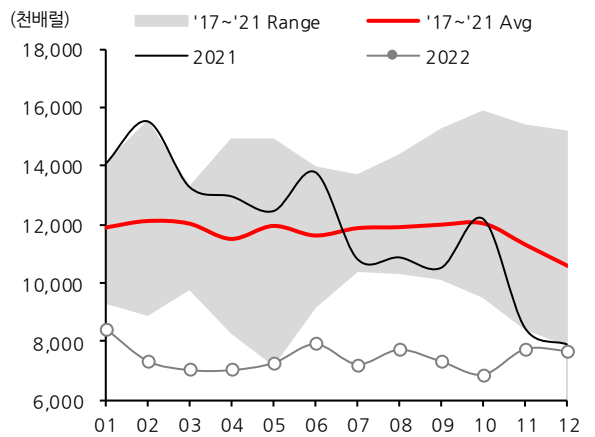
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 싱가포르 휘발유 재고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 싱가포르 등/경유 재고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

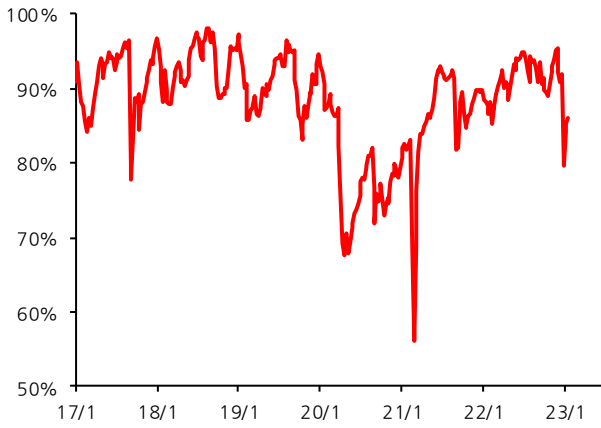
제재 이후 유럽이  
대체해야 할  
러시아산 석유제품:  
100만b/d

러시아 석유제품에 대한 제재 이후 유럽이 대체해야 할 석유제품은 100만b/d 수준이며, 대부분 미국/중동/아시아로부터 조달될 것으로 예상된다. 다만, 현재 정유사 가동률과 제품 수출량을 고려할 때 내년 유의미한 수준의 수출 증가가 가능한 국가는 중국 정도이다. 그러나 '19~'21년 평균 수출량을 가정할 경우 올해 대비 내년 중국 수출량 증가는 휘발유(+7.2만b/d), 경유(+17.3만b/d), jet/kero(+2.5만b/d) 정도에 불과해 현재 수급밸런스가 공급 과잉으로 전환될 가능성은 낮다고 판단한다.

러시아산 석유제품  
수출 제재로 인한 수혜는  
중국/인도 > 한국 > 미국

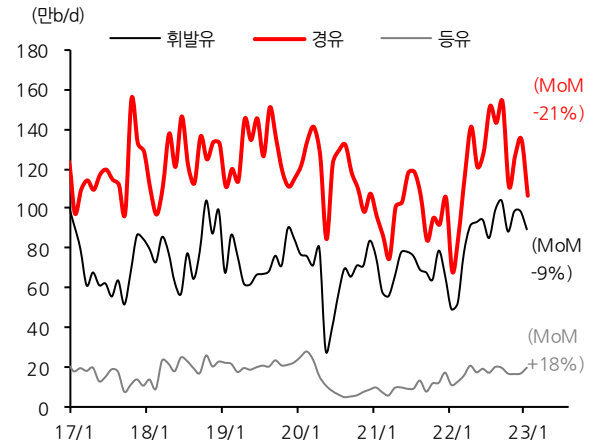
러시아산 석유제품 수출에 대한 제재로 예상되는 수혜 정도는 값싼 러시아산 원유 사용으로 원가 경쟁력이 상승한 중국/인도 정유사가 가장 크며, 등/경유 생산 비중이 50%를 상회하는 국내 정유사가 그 다음 수준이 될 전망이다. 미국은 상대적으로 낮은 등/경유 생산비중, 이미 높은 가동률로 인해 수혜는 제한적일 것이다.

[그림67] 미국 정유사 가동률 추이



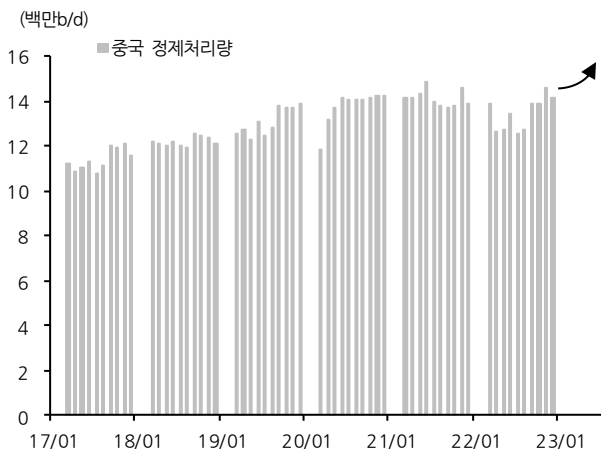
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 미국 석유제품 수출 추이



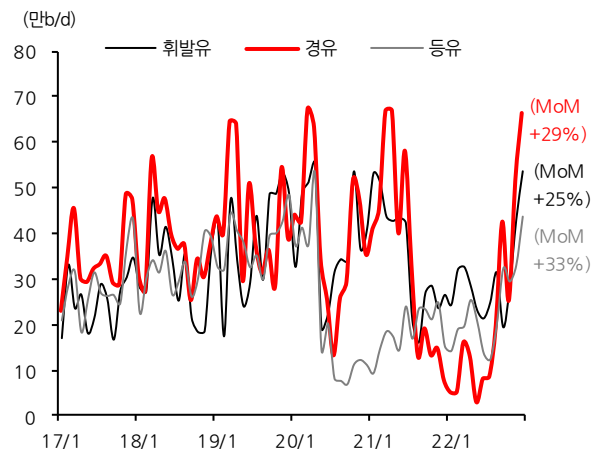
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 중국 정유사 정제처리량 추이



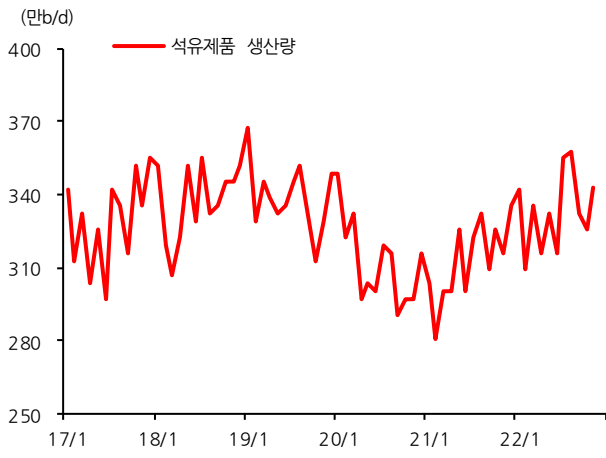
자료: 국가통계국, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 중국 석유제품 수출 추이

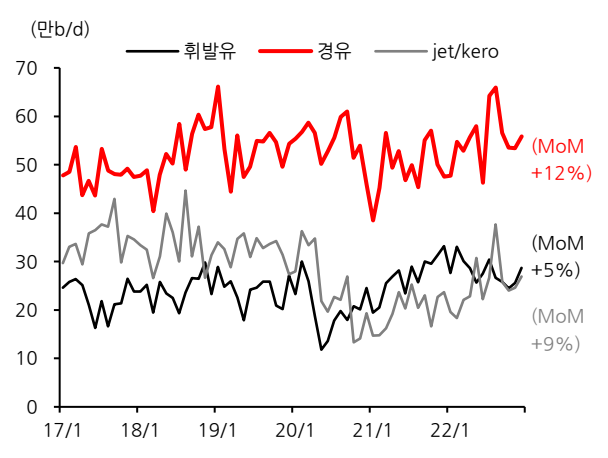


자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

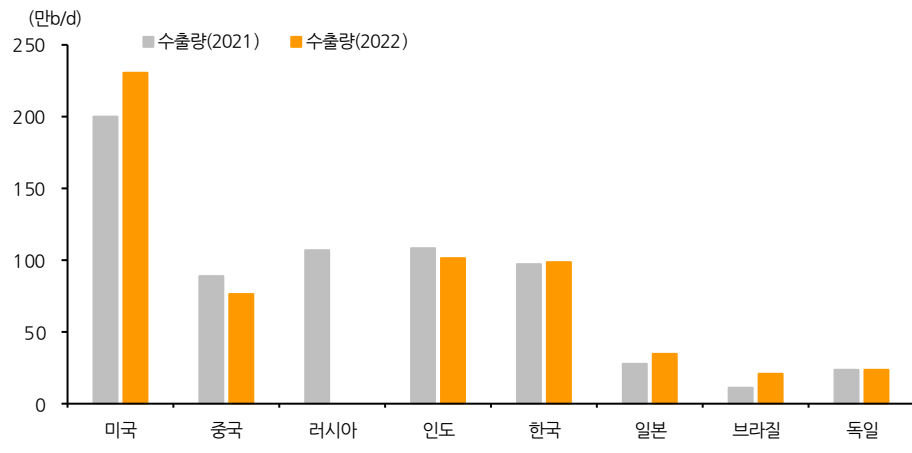
[그림 71] 한국 석유제품 생산량 추이



[그림 72] 한국 석유제품 수출 추이



[그림 73] 경제능력 상위 국가의 2021 vs 2022 휘발유, 등/경유 수출량 비교



주: 미국/중국/한국(1~12월), 인도/일본/브라질/독일(1~11월)

자료: 각 국 관세청, 한화투자증권 리서치센터

4-2) 2023 년 항공유 수요 회복 기대

항공유 마진 강세 지속

2023년 1월 항공유 마진은 33.7\$/b로 강세가 이어지고 있다. 이때까지 강세의 주요 원인은 항공기 운항 회복에 따른 수요 증가보단 천연가스 강세에 의한 등유의 산업용 발전/난방 수요 증가와 공급 부족때문이었다.

항공유 수요 회복으로  
등유 부족은  
더욱 심화될 전망

2023년에도 러시아발 경유 공급 차질로 등유 강세는 이어질 가능성이 크다. 그런데 최근 항공 운항 회복이 빠르게 이루어지고 있어 이미 타이트한 등유 수급 밸런스는 더욱 심화될 것으로 예상된다.

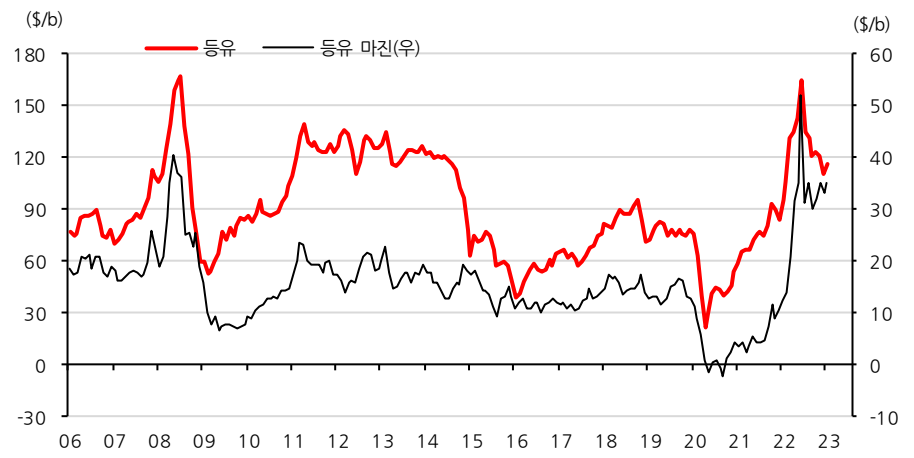
'23년 1월  
글로벌 여객 운항수  
빠르게 회복

2022년의 경우 '21년과 달리 민항기 운항은 연중 뚜렷한 회복세를 보이지 못했는데, 아시아 주요국의 이동제한조치 해제가 '22년 하반기부터 이루어져 회복이 더뎠기 때문이다. 중국의 '19년 기준 항공유 수요는 80.1만 b/d 수준으로, '22년 1~11월 누적 운항수를 고려할 때 '19년 대비 -30만~-34만b/d의 소비가 감소한 것으로 분석한다. 그런데 '23년 1월 민항기 운항수는 가파르게 상승해 '19년 대비 -1%까지 회복하며 '22년 12월 중국의 리오프닝 정책 전환 이후 뚜렷한 변화가 나타나고 있다.

2H22 이후  
주요 아시아국 해외여행 규제  
상당부분 완화

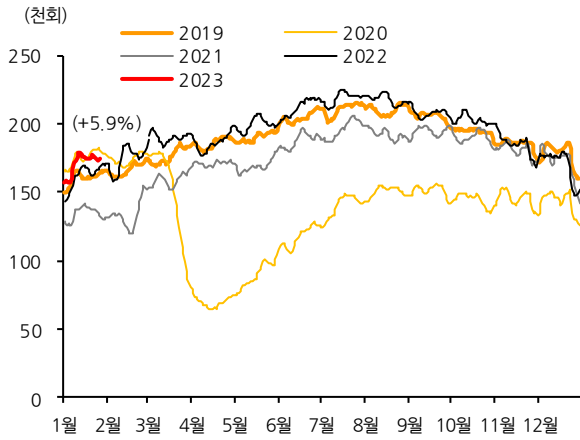
특히 부진했던 아시아 여객 운항은 2019년 수준으로 빠르게 회복할 것으로 판단한다. 태국은 '22년 9월 30일, 일본은 10월 11일부터 외국인 입국 제한에 대한 규제가 완화됐고, 중국도 12월 기존 방역정책을 상당부분 완화하며 리오프닝에 돌입했다. 특히 봉쇄 조치, 지역간 이동, 해외 여행 관련 규제를 해제하며 항공 운항 증가에 대한 기대가 높아진 상황이다. 최근 중국 코로나19 확진자 급증으로 중국발 국제선 증편은 다소 지연됐으나, 중국 국내선은 이미 유의미한 증편이 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 확진자 수 감소가 확인될 시 국제선 또한 점차 코로나19 이전 수준으로 확대될 것으로 기대하며, 이는 항공유 소비 회복의 모멘텀으로 작용할 것이다.

[그림74] 항공유 수요 회복으로 등유 강세 지속 전망



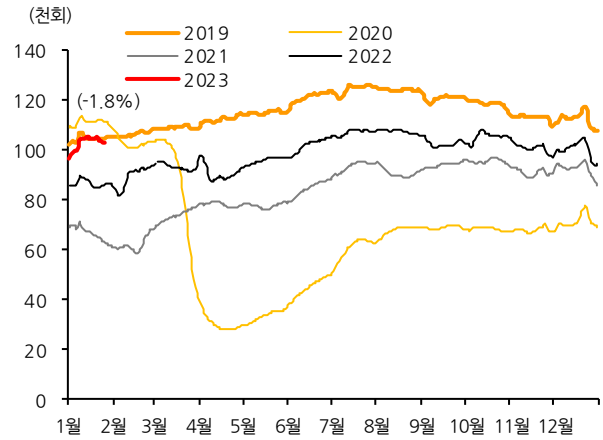
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 75] 전체 항공 운항수는 2019년 수준을 이미 상회했으나,



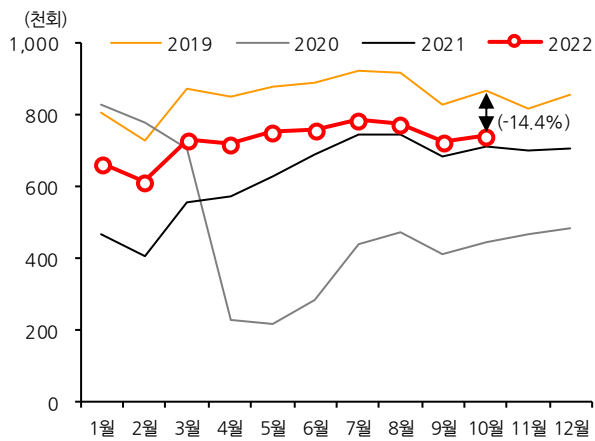
자료: flightlader24, 한화투자증권 리서치센터

[그림 76] 민항기 운항수는 2019년 수준으로 회복하기 시작



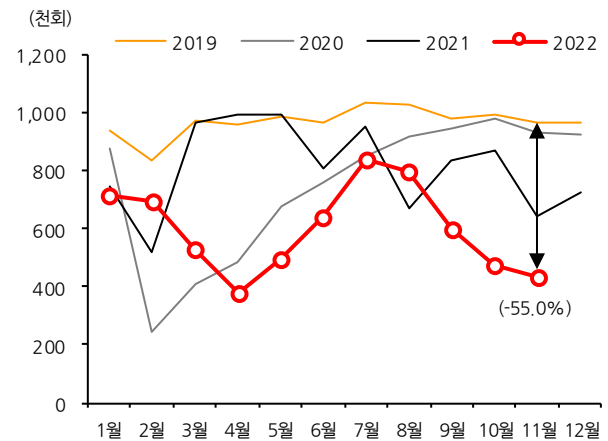
자료: flightlader24, 한화투자증권 리서치센터

[그림 77] 미국 민항기 운항수 추이(2019년 대비 -14.4%)



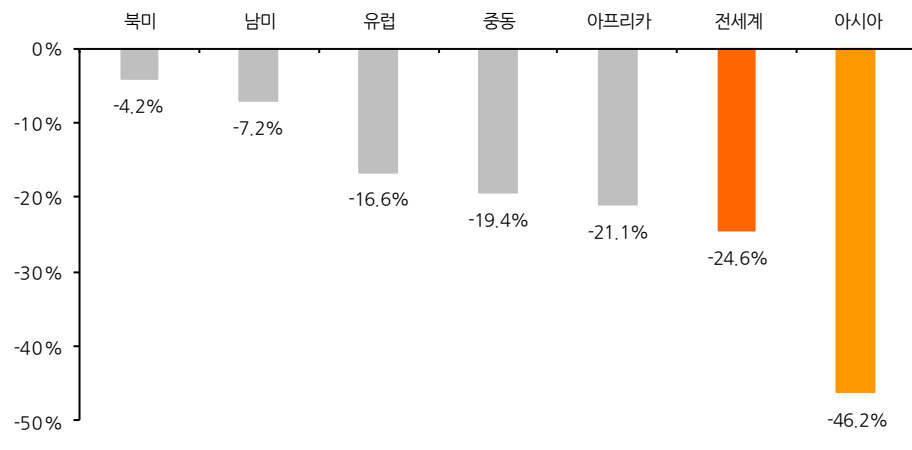
자료: Bureau of Transportation Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림 78] 중국 민항기 추이(2019년 대비 -55.0%)



자료: Civil Aviation Administration of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림 79] 2022년 11월 지역별 ASK 변화(2019년 대비)



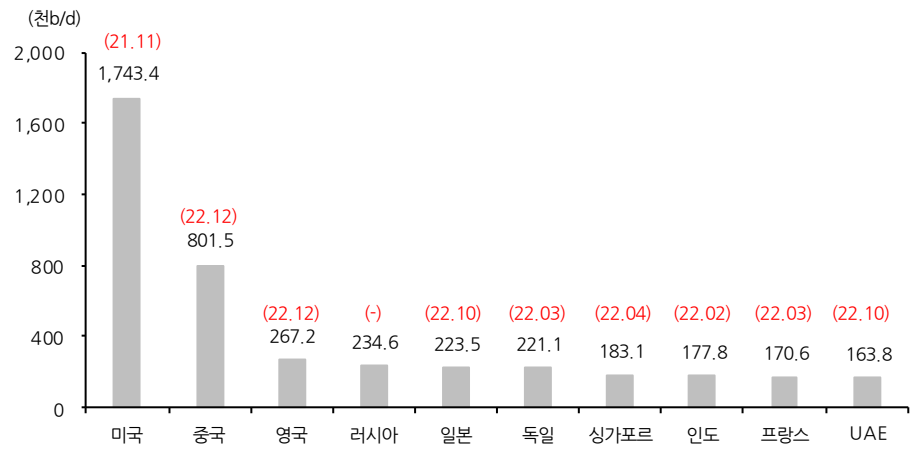
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중국의 항공 운항 관련 규제 변화

경과	내용
2020년 3월	모든 항공사의 베이징 입국 직항노선 폐쇄
2022년 7월	중국 국제항공 노선 점진적 확대 발표
2022년 8월	중국 국제선 여객기 항공편 복항 추진 로드맵 발표 - 2022년 10월 말까지 주간 420편(2022년 8월 기준 370편) - 2022년 말까지 주간 600~900편 - 2023년부터 주간 1,500편(코로나 이전: 주간 9000편)
2022년 8월	중국 국제여객선 서킷브레이커 정책 완화 발표 - (기준) 확진자 5~9명 발생시 2주간, 10명이상 발생시 4주간 운항정지 → (변경) 탑승객 중 확진자 4~8%일때 1주, 8%이상 2주간 운항정지
2022년 12월	봉쇄조치 완화에 따른 항공편/승객 확대 계획 발표(운항횟수: '22년 12월 기준 '19년 대비 -55%) - 1월 6일까지 일간 운항횟수 11,280 회(국내선 9,280 회)로 확대 - 1월 31일까지 일간 운항횟수 13,667 회(국내선, 11,667 회)로 확대: 2019년 대비 88% 수준
2023년 1월	국제선의 베이징 직항 허용 세계 최대 규모인 베이징 다싱국제공항의 국제선 운항 재개

자료: 중국 민용항공국, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 2019년 기준 주요국의 항공유 소비량(글로벌 M/S: 58.9%)



주: 붉은 글씨는 각 나라의 코로나19 관련 입국자 규제 완화 시점

자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 중국의 수출쿼터 확대는 얼마나 위협적인가?

#### >> 단기적으로 수급 완화에 도움될테지만, 결국 상쇄될 영향

중국의 '23년 첫번째 석유제품 수출 쿼터: 1.5억배럴

수출 급증으로 정제마진 단기 조정 전망

중국 수출량이 증가하더라도 EU의 러시아산 석유제품을 대체하는 것은 역부족

중국 석유제품 수출은 지난 9월 이후 계속 확대되었으나 정제마진은 여전히 강세

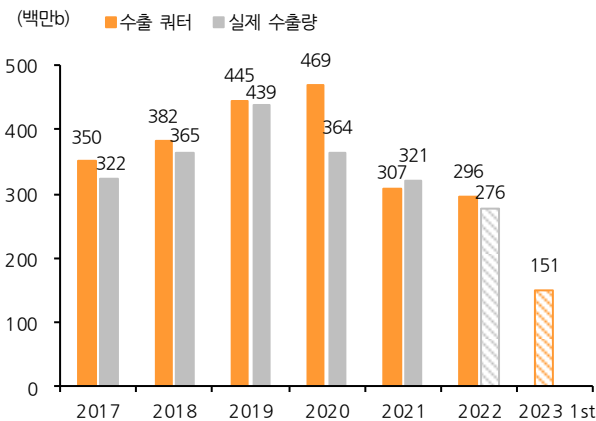
2022년 중국의 1~3번째 석유제품 수출 쿼터는 YoY -38% 감소해 같은 해 수출량 감소의 직접적인 원인이 되었다. 그러나 중국이 지난 10월과 '23년 1월 쿼터를 크게 늘려 타이탄 석유제품 수급 밸런스 완화에 대한 우려가 부상했다. '23년 1월 발표한 중국 수출 쿼터는 약 1.5억배럴(LSFO 제외)로 직전 쿼터 1.1억배럴 대비 약 +43% 급증했다.

중국의 수출 쿼터 확대에 따라 단기적으로 정제마진 조정을 전망한다. 2022년 10~12월 중국 석유제품 수출량은 1.1억배럴을 기록해 지난 10월 부여된 쿼터를 모두 소진한 것으로 파악된다. 즉, '23년 첫번째 수출쿼터가 직전 쿼터 대비 크게 늘었다더라도, 코로나 19 확산 및 춘절 이전 산업생산 둔화 등에 따른 내수 감소를 감안하면 석유제품 수출량은 더욱 확대될 전망이기에 늘어난 쿼터를 모두 소진할 가능성 역시 배제할 수 없다.

다만, 중국의 수출 확대가 2월 5일 시행될 러시아 석유제품에 대한 제재 효과를 상쇄할 수 있을지는 의문이 남는다. 2022년 11월 러시아 석유제품 수출량은 310만b/d이며 사실상 전쟁 이전 물량 이상을 수출하고 있다. 이 중 제재 이후 감소할 수밖에 없는 EU향 수출은 여전히 100만b/d에 달하는데, 중국의 수출 확대가 이를 모두 충당하기에는 역부족일 것이다.

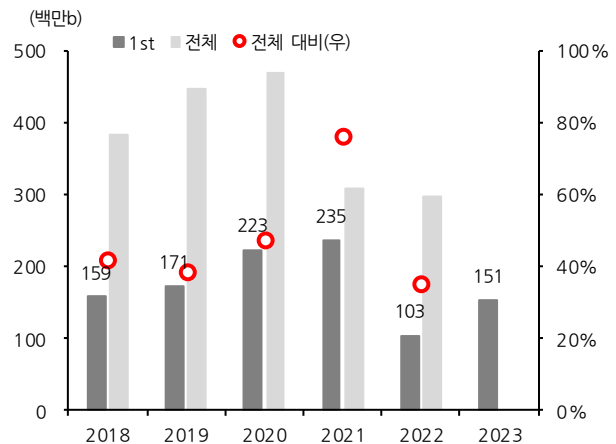
중국 수출량 확대로 정제마진 단기 조정 예상하나, 러시아에 대한 제재 후 다시 반등할 것으로 기대한다. 이미 2022년 9월부터 중국의 석유제품 수출은 증가세를 보이고 있으나, 그럼에도 정제마진은 호황기 수준인 15\$/b 이상을 유지하고 있다. 이는 지난해 하반기 마진 조정의 주요 원인이 공급 증가보다 수요 위축임을 방증한다. 현재 상황은 중국의 수출량 증가, 가스 가격 하락에 따른 대체 수요 감소, 경기 침체 등 하방요인을 대부분 반영 중인 것으로 분석한다. 2월 러시아산 석유제품에 대한 제재 시행되고, 중국의 방역조치 완화에 따른 수요 회복이 가시화될 경우 일시적으로 증가한 공급은 다시 타이트해질 가능성이 높다는 판단이다.

[그림81] 중국의 2023년 첫 수출쿼터: 1.51억배럴



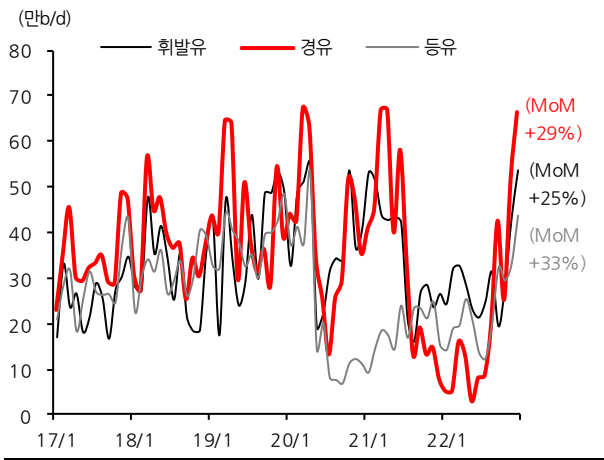
자료: 중국 상무부, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 최근 5년간 첫 수출쿼터가 큰 비중 차지



자료: 중국 상무부, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 중국 석유제품 수출량은 이미 9월부터 반등 시작했으나



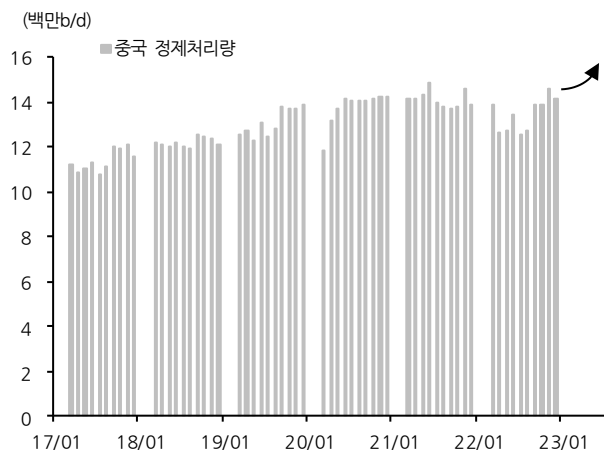
자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 정제마진에는 큰 변화 없어



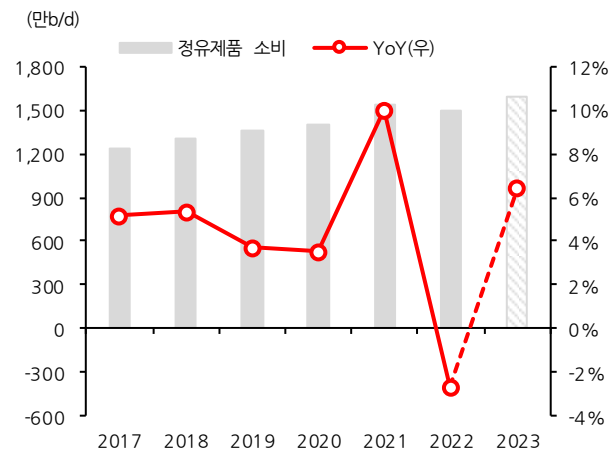
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 중국 정유산업은 빠르게 정상화 중



자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

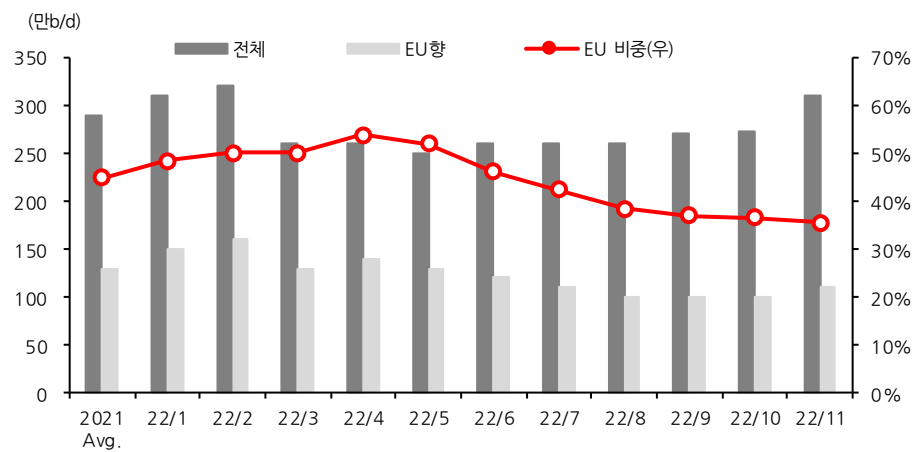
[그림86] 다만 2023년에는 수요 또한 늘어날 전망



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 2022년 월별 러시아 석유제품 수출량

11월 기준 유럽향 수출량:  
100만b/d 수준



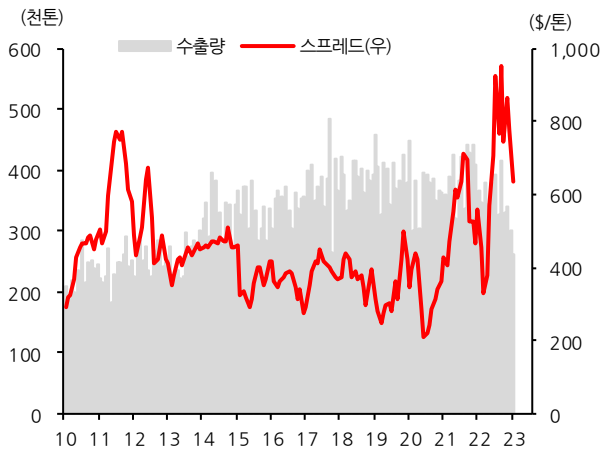
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터



## 4. 운할유: 견고한 버팀목

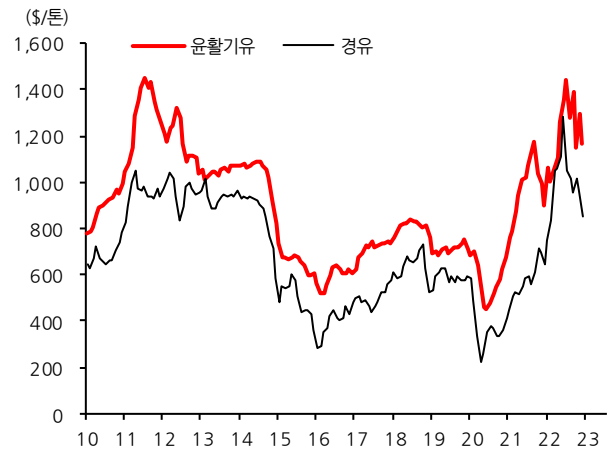
<p>환경규제 심화에 운할유 수요 증가세</p>	<p>자동차 배출가스 규제 및 연비 강화 기조에 따라 고급 운할유 소비는 증가 추세다. 미국과 유럽 등 선진국뿐만 아니라, 신흥국들도 유로 6와 같은 강력한 규제를 적용하며 중국/인도/남미 등을 중심으로 고급 운할유 수요 증가는 최근 더욱 가팔라졌다.</p>
<p>국내 정유사의 그룹 III 운할기유 M/S: 50% 이상</p>	<p>운할유의 주 원료인 운할기유는 Group I, II, III로 나뉜다. 국내 정유사들은 높은 고도화율을 바탕으로 고급 제품군인 Group II, III를 주로 생산하며 특히 Group III의 경우 글로벌 점유율 50% 이상을 차지하고 있다.</p>
<p>텍사스 한파로 2021년 운할유 사업 호황</p>	<p>2021년 정유사들은 코로나19 여파로 정유부문은 부진했지만, 운할기유 사업은 가동률 100%를 기록하며 사상 최고 실적을 기록했다. 2021년 2월 텍사스지역 한파와 주요 설비의 정기보수 및 가동률 조정 영향으로 연중 공급 부족이 계속되었기 때문이다.</p>
<p>경유 마진 강세로 2022년 운할기유 호황 지속</p>	<p>그런데, 2022년에는 가동률 하락 이슈가 없었음에도 운할기유 강세('20년 578\$/톤 → '21년 975\$/톤 → '22년 1,215\$/톤)가 지속되었다. 이는 러-우 전쟁, 중국의 수출 감소 여파로 경유 수급이 타이트한 가운데 운할기유 생산 원료로도 활용되는 VGO 공급 차질이 심화되고 있기 때문이다.</p>
<p>경유 마진 강세 및 VGO 공급 이슈로 2023년에도 운할기유 호황 지속될 전망</p>	<p>운할기유 가격/스프레드는 계절적 비성수기와 유가 하락 영향으로 하락세를 보이고 있으나, 2023년에도 과거 평균을 훨씬 뛰어넘는 호황이 지속될 전망이다. Hydrocracker에서 VGO를 수소와 혼합해 경유를 생산하기 때문에 경유 스프레드가 높게 유지되는 한 yield 조정으로 타이트한 운할기유 수급 밸런스가 계속될 수밖에 없기 때문이다. 그런데 앞서 언급한 1) 높은 가스 가격에 따른 대체 수요, 2) 러시아의 공급 감소 3) 낮은 재고 수준을 감안하면 정유사는 경유 생산 비중을 최대로 유지할 것으로 예상된다.</p>
<p>향후 대규모 증설도 제한적일 것</p>	<p>대규모 증설이 제한된 점도 긍정적이다. 2022년 말 Exxonmobil의 싱가포르 운할기유 (Group II) 생산시설 100만톤/년 증설(글로벌 Capa의 2.6%)이 예정되어 있었으나, '25년까지 연기를 발표했다. 이 외에도 최소 '24년까지 Group II, III 제품군 증설은 제한적일 것으로 예상하는데 국내 정유사들의 점유율이 압도적으로 높고(Group III), '20/'21년 코로나19 여파로 정유시설 관련 투자가 감소했기 때문이다. 고급 운할기유의 공급은 제한적이고, 수요는 견조한 가운데 높은 시장 지위를 확보해둔 SK이노베이션과 S-Oil은 운할기유 사업에서 중/단기 수혜를 누릴 것으로 기대한다.</p>

[그림88] 윤활기유 수출가 및 스프레드 현황



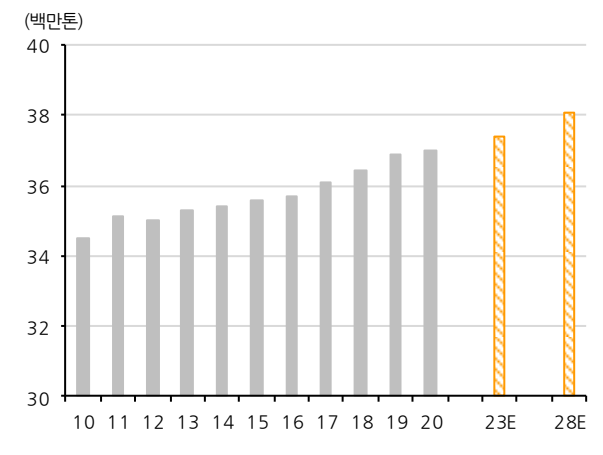
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 경유와 윤활기유 가격은 동행



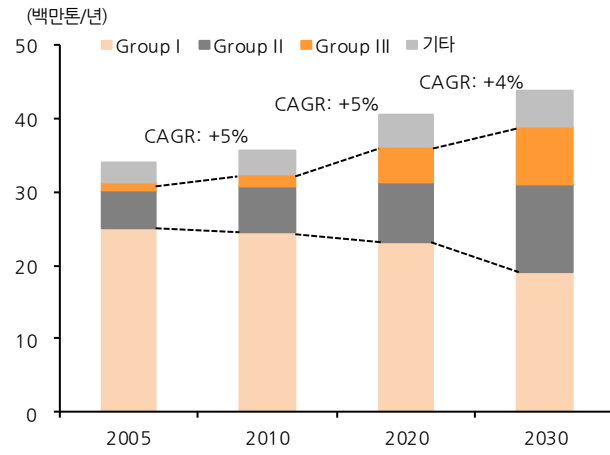
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 전체 윤활기유 수요는 완만하게 증가하나,



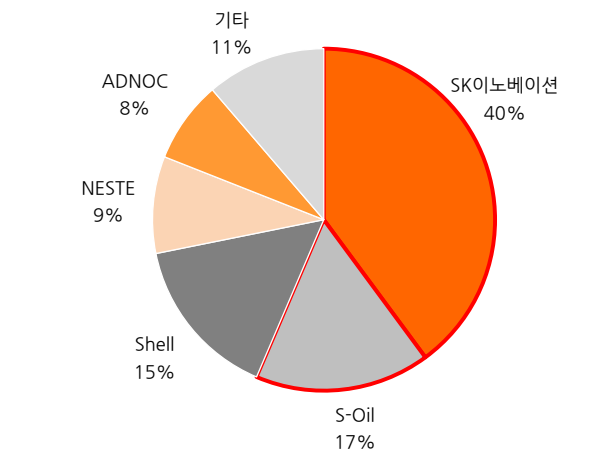
자료: 한국윤활유공업협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] Group II, III 윤활기유 수요는 YoY +4% 증가세 유지



자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 그룹 III 윤활기유 M/S



자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 국내 정유사 윤활기유 사업 현황

기업명	SK 이노베이션	S-Oil	GS칼텍스	현대 오일뱅크
생산능력	3,526	2,126	1,295	995
생산제품	Group II, III	Group II, III	Group II	Group II
윤활유 OPM (22 1Q~3Q)	21%	32%	17%	8%

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

## 5. 투자포인트 분석

### >> 밸류에이션 바닥, 실적과 함께 반등을 기대할 시점

<p>4Q22 실적 부진하나 펀더멘탈인 정제마진은 견고</p>	<p>4Q22 정유2사(SK이노베이션/S-Oil) 영업이익 합계는 -1,105억원으로 적자전환을 전망한다. 정제마진은 +2.8\$/b 개선됐으나, 유가 및 환율 하락에 따른 부정적인 레깅효과 및 재고평가손실이 반영됐다. 실적 부진이 정제마진 감소보다 유가 하락에 기인한만큼 유가의 추가 하락이 없다면 2023년 정유사 실적은 정제마진이 14~18\$/b 수준으로 유지되며 호황을 이어나갈 전망이다. 유가는 1) 미국의 전략비축유 재축적, 2) 중국의 정제처리량 증가, 3) 러시아의 감산 등을 고려하면 추가 하락은 어려울 것으로 판단한다.</p>
<p>Peak out에 추가 하락했지만, 이는 오히려 매수 기회</p>	<p>정유업종 주가는 2Q22 사상 최대 이익 실현 이후 Peak out에 하락하는 모습을 보였다. 그 결과 12M Fwd. EV/EBITDA는 과거 10년래 최저 수준까지 하락한 상황이다. 현재 밸류에이션을 고려할 때 수요에 대한 우려, 중국 석유 수출 확대 등 리스크는 이미 반영되었다고 판단한다. 2Q23을 기점으로 재고 관련 손익 정상화와 본격적인 실적 반등이 기대되는 만큼 현재 주가는 매력적인 구간이라고 분석하며 정유업종 확대를 제시한다. 중장기적으로도 높은 이익 체력이 유지됨에 따라 에너지 전환에 대비할 수 있는 시간과 자금을 확보할 수 있게 된 점 또한 긍정적이다.</p>
<p>2023년 정유 호황의 근거: 1) 누적된 설비 폐쇄로 타이트한 공급 2) 러시아의 수출 감소 3) 높은 천연가스 가격으로 인한 대체수요 4) 견조한 윤활기유 시장</p>	<p>2023년 정유 시장을 지지하는 요인은 1) 정유설비 증설 부족에 타이트한 수급밸런스가 이미 예상되는데, 2) 러시아의 원유/석유 수출 감소로 공급 부족이 더욱 심화되었다는 점이다. 특히, 운송용 수요 외에도 산업/발전 등에서도 소비되는 등/경유 강세가 지속될 것이다. 또한, 3) 높은 LNG 가격에 따른 대체 수요 지속, 4) 고급 윤활기유 강세도 정유사의 견조한 실적 유지에 기여할 전망이다. 중국의 수출 쿼터 확대를 우려할 수 있지만, 러시아 석유제품에 대한 제재 시행, 리오프닝 및 유가 하락에 따른 수요 증가 등을 고려하면 그 영향은 오래 지속되기 힘들 것이다. 참고로, 이번 발표된 1.51억배럴은 이래적으로 작았던 2022년을 제외하면 평범한 수준이다.</p>
<p>Top Pick: SK이노베이션 (TP 23만원)</p>	<p>2023년 Top pick은 SK이노베이션을 제시한다. 유가/정제마진 피크아웃과 배터리 적자 지속으로 주가는 12M Fwd. EV/EBITDA 기준 5.1배 수준으로 낮아진 상태다. 하지만 기존 사업의 수익성 회복과 배터리 3Q23 흑자전환이 이루어짐에 따라 동사에 대한 투자 심리도 회복할 것으로 전망한다. 현재 정유 부문 부진이 펀더멘탈 훼손보다는 유가/환율 하락에 따른 재고평가손실 영향이 크기에 2Q23에는 OPM 기준 8.3%의 견조한 수익성을 회복할 것으로 기대하며, 배터리 부문 역시 2023년 신규 공장 가동이 없어 수출 개선과 초기 가동비용 축소가 기대돼 3Q23 흑자전환에 성공할 전망이다.</p>

[표6] 정유 커버리지 비교

기업명	년도	SK 이노베이션	S-Oil
투자의견		Buy	Buy
Top pick		O	X
시가총액(십억원)		14,989	9,930
목표주가(원)		230,000	120,000
현재주가(원)		162,100	88,200
매출 증감률(%)	2021	35.6%	63.2%
	2022P	71.5%	54.0%
	2023E	-2.9%	-17.3%
영업이익 증감률(%)	2021	흑자전환	흑자전환
	2022 P	165.9%	62.2%
	2023E	-6.7%	-5.5%
순이익 증감률(%)	2021	흑자전환	흑자전환
	2022 P	351.8%	41.0%
	2023E	4.0%	-17.4%
PER	2021	72.4	7.1
	2022 P	6.1	4.8
	2023E	6.8	5.3
PBR	2021	1.3	1.4
	2022 P	0.7	1.1
	2023E	0.7	1.0
ROE	2021	1.9	21.8
	2022 P	10.9	25.3
	2023E	9.5	19.7
배당수익률	2021	-	4.4
	2022 P	-	8.0
	2023E	-	4.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

## IV. 석유화학: 공급 부담 지속

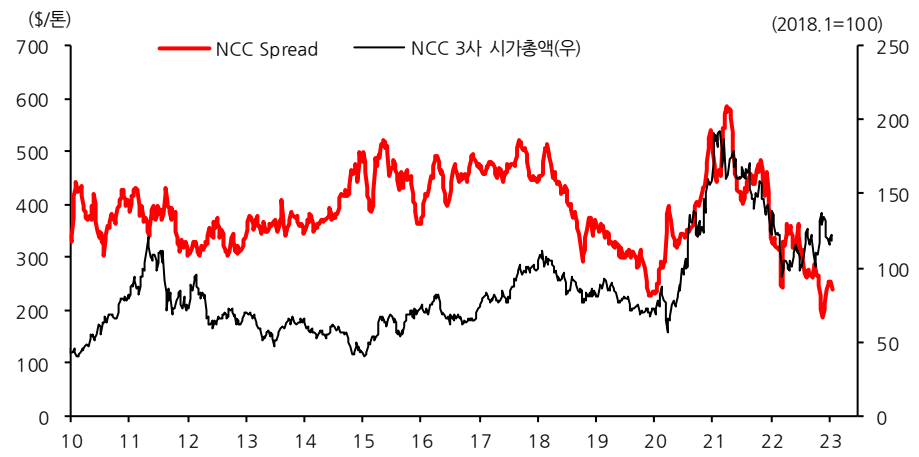
### 1. 2022년 되짚어보기: 원가 상승, 공급 증가, 수요 약화의 삼중고

2022년 석유화학 산업은 1) 역대 대규모 증설로 인한 공급 과잉, 2) 경기 위축으로 인한 소비 감소, 3) 높은 원재료 가격의 삼중고를 겪으며 힘겨운 한 해를 보냈다. 2022년 글로벌 에틸렌 순증설량은 +1,252만톤/년으로 YoY +6.1% 증가했다. 과거 10년 평균 순증설량은 +688만톤/년이었으니 수급 측면만 고려해도 시장 악화는 불가피했다. 더구나 이번 사이클에서는 증설 대부분이 중국과 한국에서 이루어져 역대 공급 과잉은 타 지역 대비 더욱 심각했다.

에너지 가격 상승 또한 2022년 화학 업황에 부정적으로 작용했다. 전반적인 원가 상승을 야기했을뿐만 아니라, 인플레이션과 경기 둔화에 직접적으로 작용했기 때문이다. 2022년 하반기 유가는 하락했지만 경기가 둔화되며 화학 시장은 더욱 악화되었다.

2022년 1월 467\$/톤이었던 NCC 스프레드는 11월 205\$/톤까지 하락했으며, 12월에는 유가 하락 영향으로 234\$/톤으로 소폭 반등했다. 제품별로는 전방 산업의 부진과 증설 영향으로 PE/PP/PVC/ABS의 마진 하락폭이 컸다. 다만 '22년 국내 주요 화학업체의 주가는 2차전지/태양광 등 신사업 가치가 상승하며 스프레드와 동조하지 않는 모습을 보였다.

[그림93] 국내 NCC 마진 및 NCC 3사 시가총액 추이



주: NCC 3사(LG화학/롯데케미칼/대한유화)

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 화학 불황 시기, 선별적 접근 필요

2023년 부진한 화학 업황  
지속될 전망

2023년에도 화학 업황은 '20~'23년 누적된 증설 영향과 경기 둔화로 부진이 계속될 전망이다. 다만 가동률 조정, 중국 방역조치 완화 등을 고려한다면 스프레드는 저점을 통과해 완만한 회복 추세에 접어들었다는 의견이다.

부진한 업황의  
주원인은  
누적된 증설

2023년 순증설은 규모는 당초 '22년 대비 감소한 918만/톤으로 전망됐으나 중국의 봉쇄조치, 물가 상승, 업황 부진을 고려하면 프로젝트 지연이 발생했을 것으로 예상된다. 20~'23년 누적된 에틸렌 순증설 규모는 4,519만톤/년이며 소비 증가 전망치 1,626만톤/년을 크게 상회한다. 경제 침체로 수요 증가를 기대하기 힘든 상황에서 누적된 증설은 부담으로 작용할 수밖에 없으며, 업황 개선을 저해하는 요인으로 작용할 것이다.

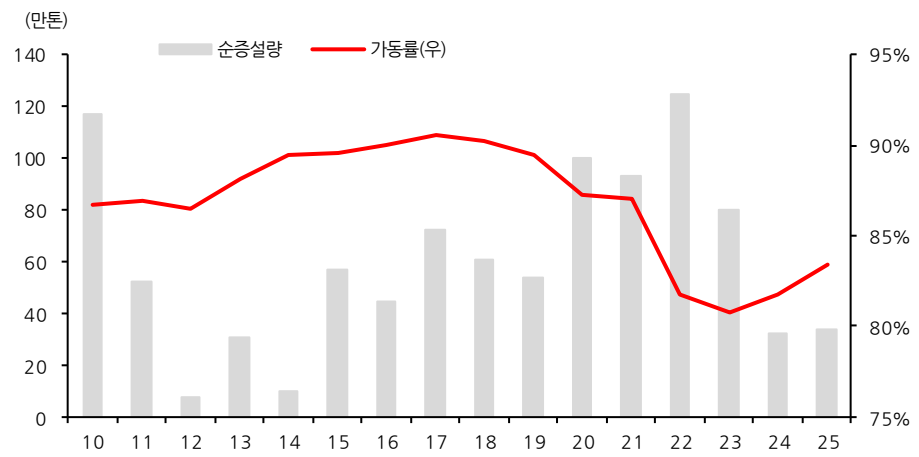
증설 외 부담요소는  
1) 중국의 자급률 증가  
2) 높은 에너지 가격  
3) 낮은 가동률

증설 외에도 단기 내 업황 반등을 기대하기 힘든 이유는 1) 중국 자급률 증가와 2) 높은 에너지 가격 지속, 그리고 3) 화학업체의 낮은 가동률 때문이다. 또한 중/장기적으로는 2018년 이후 중국/사우디의 COTC 프로젝트가 본격 추진되고 있는데, 원가경쟁력이 높은 정유사의 화학사업 진출 증가는 범용 제품 위주 기업들에게 위협이 될 것이다.

다만,  
PVC와 합성고무는  
일반 범용제품 대비  
스프레드 회복 속도 빠를것

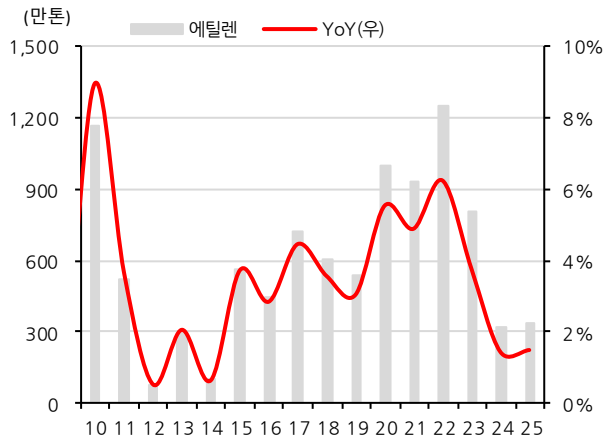
2023년 글로벌 에틸렌과 프로필렌 순증설 규모는 '22년 대비 -334만톤/년, -52만톤/년 감소할 것으로 예상되나, 여전히 수요 대비 공급 과잉 시황 가능성이 높아 에틸렌/PE, 프로필렌/PP, 부타디엔, BTX 등 범용제품 스프레드 개선은 제한적일 것으로 예상된다. ABS 또한 '23년 증설이 집중돼 '16년 이후 최저 수준의 마진이 계속될 전망이다. 상대적으로 시황 개선이 기대되는 제품은 합성고무와 PVC 체인이다. PVC/ECH는 상대적으로 공급 부담이 적으며, BR/SBR은 부타디엔 공급 증가로 인한 원가 하락으로 스프레드 회복이 나타나고 있다.

[그림94] 글로벌 에틸렌 순증설량 및 가동률 전망



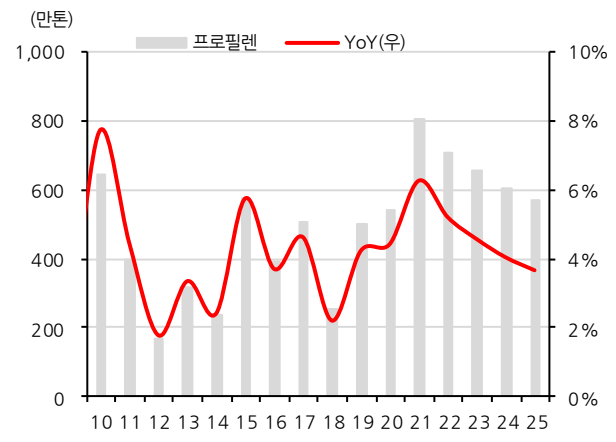
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 글로벌 에틸렌 순증설 전망



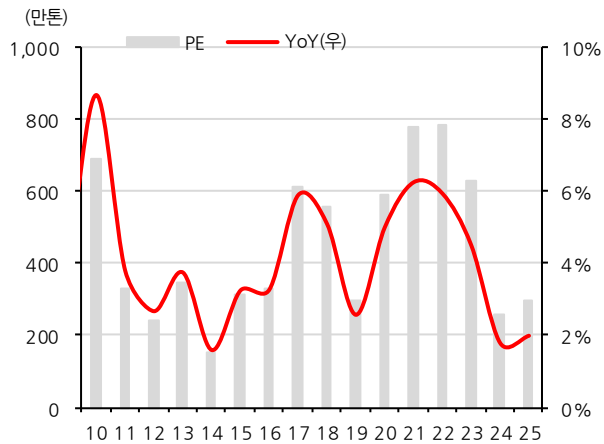
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 글로벌 프로필렌 순증설 전망



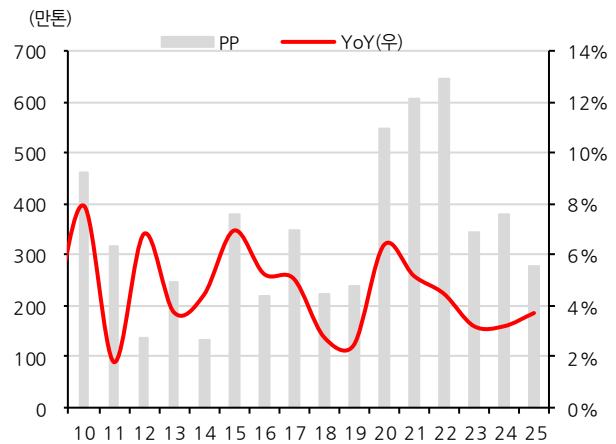
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 글로벌 PE 순증설 전망



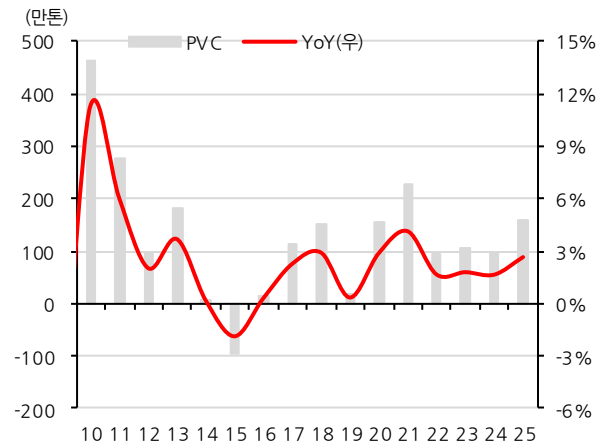
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 글로벌 PP 순증설 전망



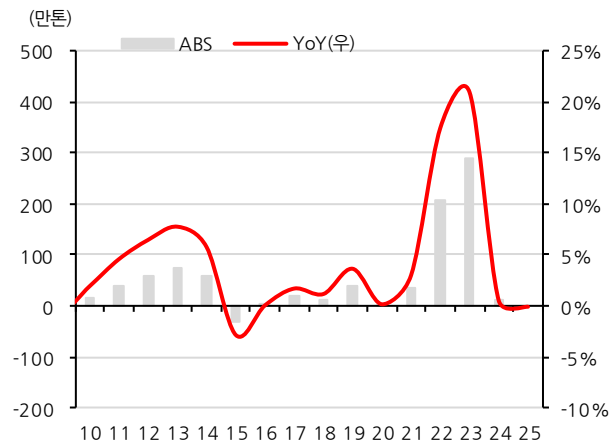
자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 글로벌 PVC 순증설 전망



자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 글로벌 ABS 순증설 전망



자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 중국의 자급률 증가로 제로코로나 영향은 기대보다 축소될 전망

중국의 석유화학제품 자급률 빠르게 증가

우리나라의 화학제품 최대 수출국인 중국의 자급률이 증설로 높아질 수밖에 없다는 점도 국내 업체에게 부정적으로 작용할 전망이다. 2021년 중국의 주요 화학제품 자급률(생산량/소비량)은 60%~100%에 이르렀다. ‘10년 이후 두 번의 5개년 계획을 통해 화학 제품 생산능력을 대폭 확대한 결과이다. ‘20~’25년에도 중국은 NCC/PDH 위주의 대규모 증설을 계획 중이며, 이에 ‘20년 3,101만톤/년이었던 중국 에틸렌 생산능력은 ‘25년 4,750만톤/으로 늘어날 전망이다.

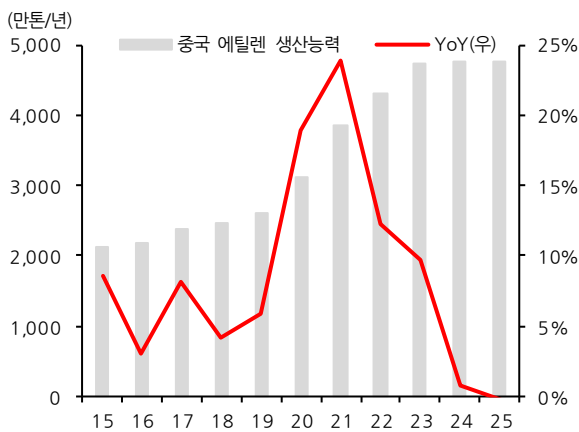
‘20년 이후 중국의 석유화학제품 수입 증가세 둔화

2010년 이후 꾸준히 진행된 증설에도 불구하고 중국의 화학제품 수입량은 ‘20년 이전까지 추세 증가했다. 가파른 경제 성장으로 수요가 뒷받침됐기 때문이다. 그러나 ‘20년부터 중국의 화학제품 수입량은 더 이상 증가하지 않는데, 증설을 통해 자국 수요를 흡수한 결과이다. ‘20~’22년 중국의 에틸렌 증설 규모는 1,700만톤/년으로 파악되는 데, 동 기간 수요 증가는 944만톤에 불과했다

중국의 석유화학제품 자급률 증가로 리오프닝 수혜 감소할 것

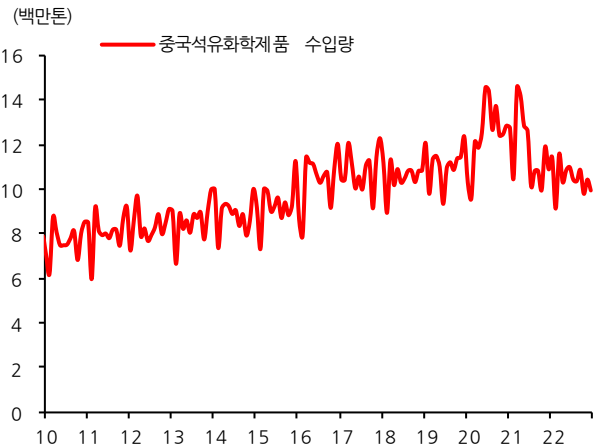
‘23년까지 예정된 대규모 증설로 인해 중국의 자급률은 더욱 높아질 것으로 예상되며, 이에 방역조치 완화로 인한 수혜는 기대에 못미칠 가능성이 크다. 한국의 석유화학제품(HS Code 29/39/40 합계) 대중 수출 비중은 2020년(45%) → ‘21년(42%) → ‘22년(40%)로 점차 낮아지고 있다. 에틸렌 기준 글로벌 수요 20%를 차지하는 중국의 자급률 증가는 결국 중국 이외 국가 기업들의 경쟁 심화를 의미하며, ‘23년 리오프닝에 따라 중국 석유화학 수요가 증가하더라도 그 수혜가 축소되는 결과로 이어질 것이다.

[그림 101] 중국 에틸렌 생산능력 추이 및 전망



자료: Nexant, 한화투자증권 리서치센터

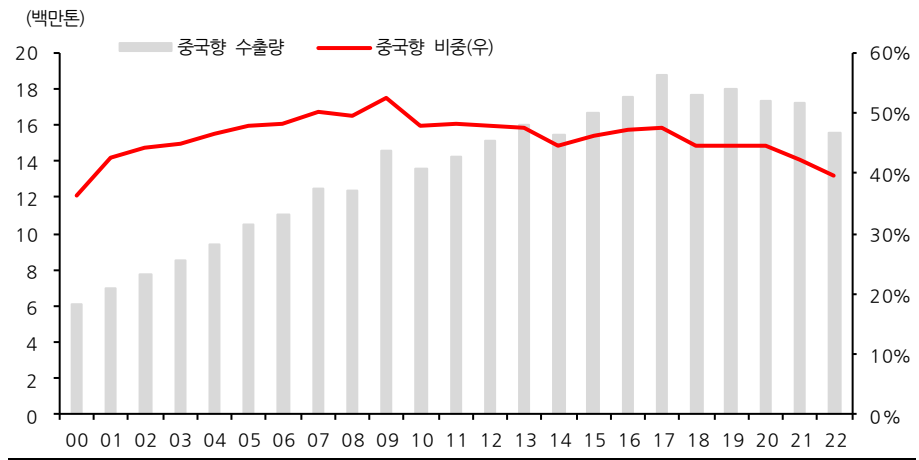
[그림 102] 중국 석유화학제품 수입량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

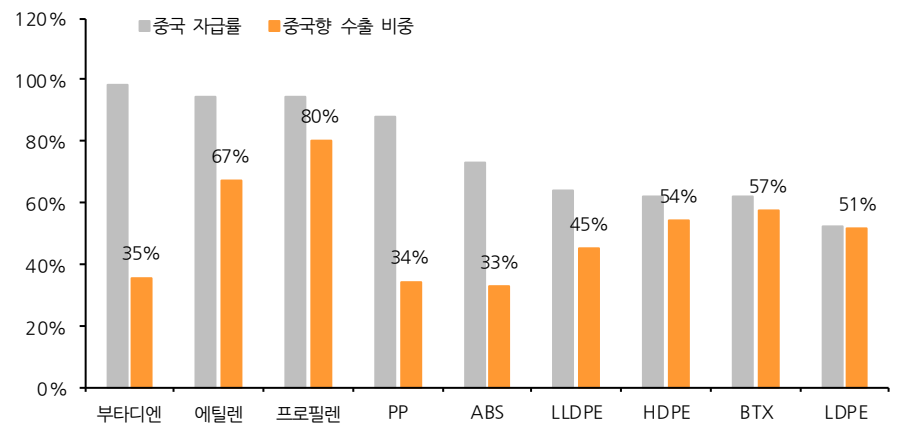


[그림 103] 대중국 화학제품 수출량 추이



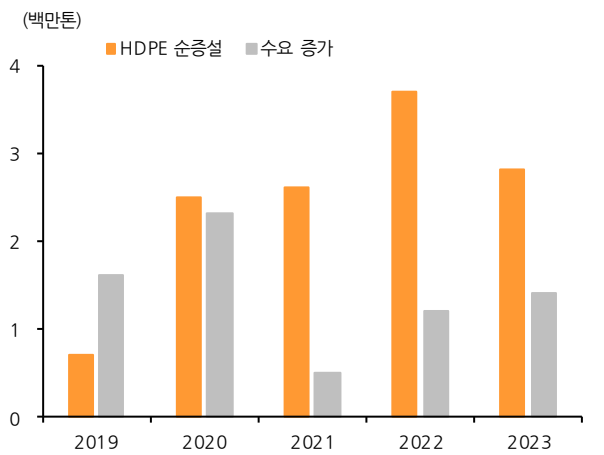
주: HS CODE 29/39/40 기준  
 자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 104] 국내업체의 석유화학제품 중국 수출 비중과 중국 자급률(2021년 기준)



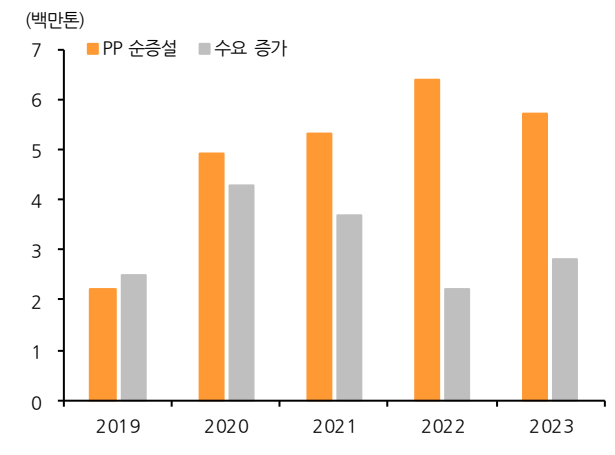
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 105] 아시아/태평양 HDPE 신증설 vs. 수요 순증 추이



자료: Thai Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림 106] 아시아/태평양 PP 신증설 vs. 수요 순증 추이



자료: Thai Oil, 한화투자증권 리서치센터

### 4. 높은 유가 또한 화학업체 수익성에 부정적

에틸렌 업체의  
납사 등 원재료 구입비는  
비용의 40~90%

석유화학제품의 원료는 대부분 원유를 기반으로 하고 있어 화학 업체의 수익성은 유가 변동에 민감하다. 2021년 기준 국내 에틸렌 제조업체(석유화학 외 기타 사업 비중이 높은 LG화학 제외)의 납사 등 원재료 구입비는 비용(매출원가 + 판매비와 관리비)의 40~90%에 달한다. 특히, '22년의 경우 수요 부진과 공급 증가로 판가 인상이 어려웠는데, 유가마저 상승해 원가 부담이 증가했다.

주요 기관, 2023년 유가  
80~98\$/b 전망

주요 기관 및 글로벌 은행들의 유가(브렌트유 기준) 전망은 80~98\$/b 수준을 형성하고 있다. 과거 10년 평균이 67\$/b이었던 것을 감안하면 2023년에도 절대적인 유가 수준은 높을 것으로 전망하는 것이다.

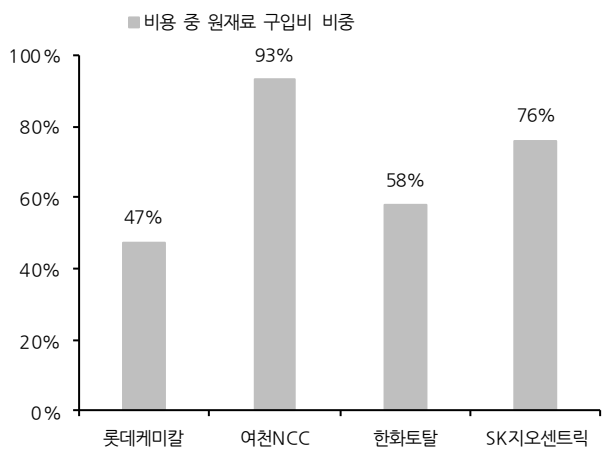
유가납사 가격차마저  
축소 전망

더구나 2022년에는 화학 업황 부진으로 납사 가격이 유가 대비 이례적으로 낮았는데, '22년 하반기 ~ '23년 상반기 이루어진 화학설비 증설에 따라 납사 수요가 증가하며 '23년에는 납사-유가 가격차마저 감소할 것으로 예상된다.

유가와 마진 관계는  
다운스트림 제품일수록  
약화

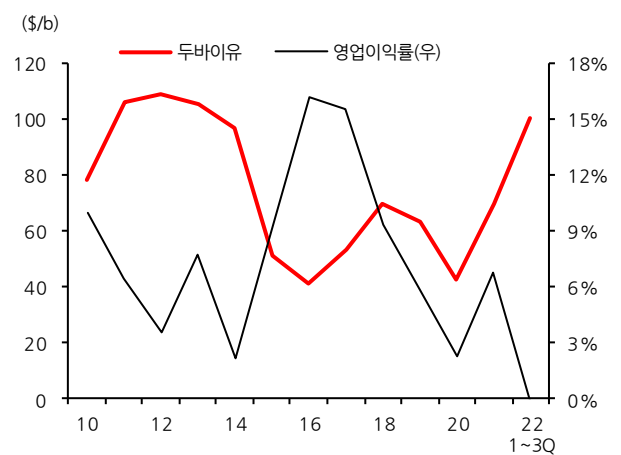
석유화학 제품 마진은 대부분 유가 추이와 상반되나, 다운스트림 제품일수록 관련도가 감소한다. 다운스트림 제품은 생산 규모가 적어 업체의 가격결정력이 업스트림 제품 대비 높고 여러 중간제품을 거쳐 생산되므로 유가 영향이 희석되기 때문이다. 즉, 고유가가 이어질 '23년에는 다운스트림 수직계열화 비중이 높거나, 업스트림 제품을 외부에서 구매해 다운스트림 제품을 생산하는 업체가 투자 매력도 더 높을 것으로 판단한다.

[그림 107] 주요 화학사의 원재료 구입비 비중



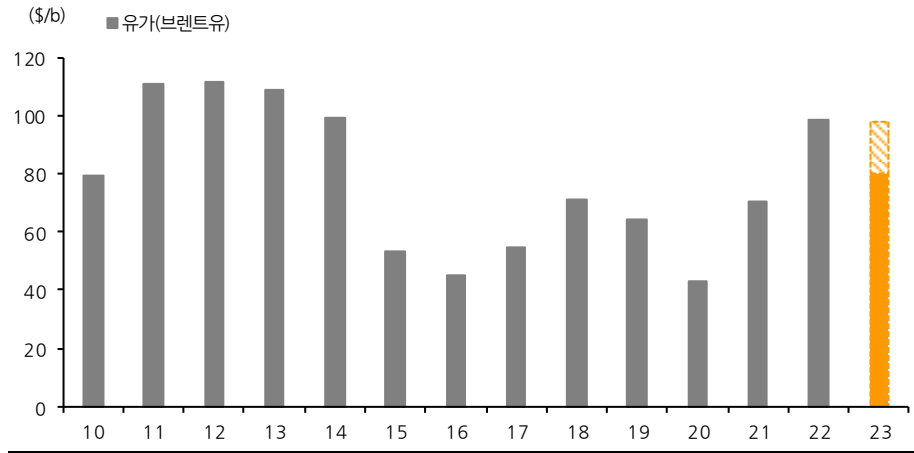
주: 주요 화학사(롯데케미칼, 여천NCC, 한화토탈, SK지오센트릭)  
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 108] 주요 화학사 영업이익률과 유가 추이



주: 주요 화학사(롯데케미칼, 여천NCC, 한화토탈, SK지오센트릭)  
자료: 한화투자증권 리서치센터

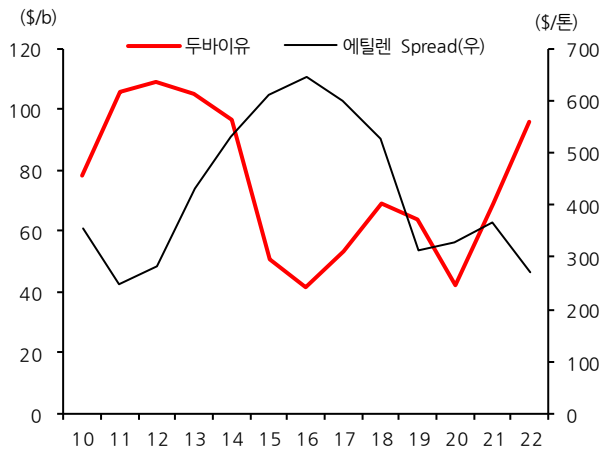
[그림 109] 2023년 브렌트유 가격: 80~98\$/b 전망



주: 2023년 유가 전망: 최저: 80\$/b(Citi), 최고: 98\$/b(Barclays)

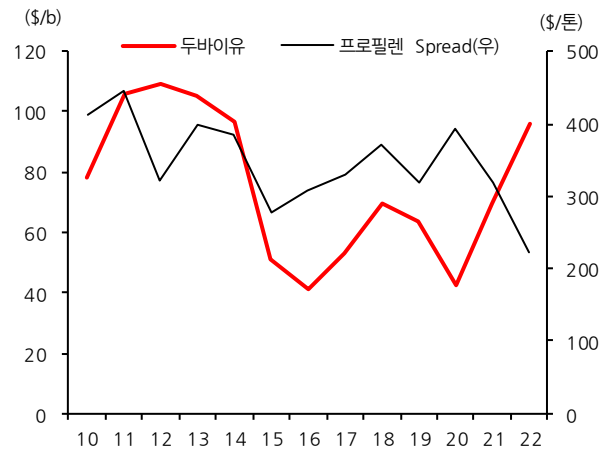
자료: EIA, Goldman Sachs, Citi, Fitch, Barclays, Morgan Stanley, 한화투자증권 리서치센터

[그림 110] 유가와 석유제품 스프레드 비교(에틸렌)



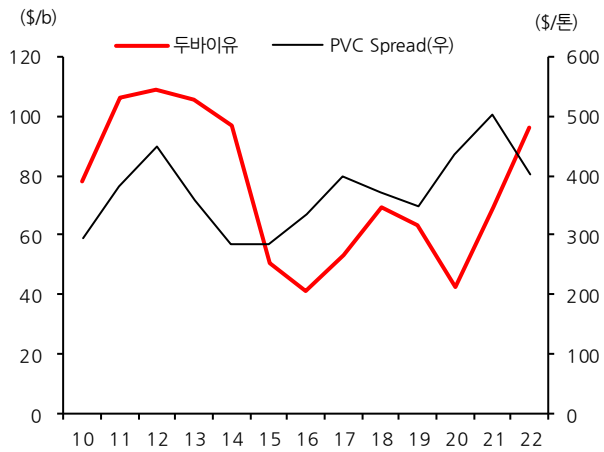
자료: Cischem 한화투자증권 리서치센터

[그림 111] 유가와 석유제품 스프레드 비교(프로필렌)



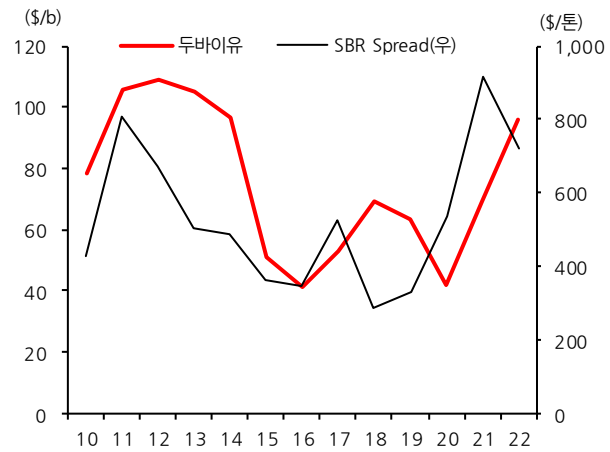
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 112] 유가와 석유제품 스프레드 비교(PVC)



자료: Cischem 한화투자증권 리서치센터

[그림 113] 유가와 석유제품 스프레드 비교(SBR)



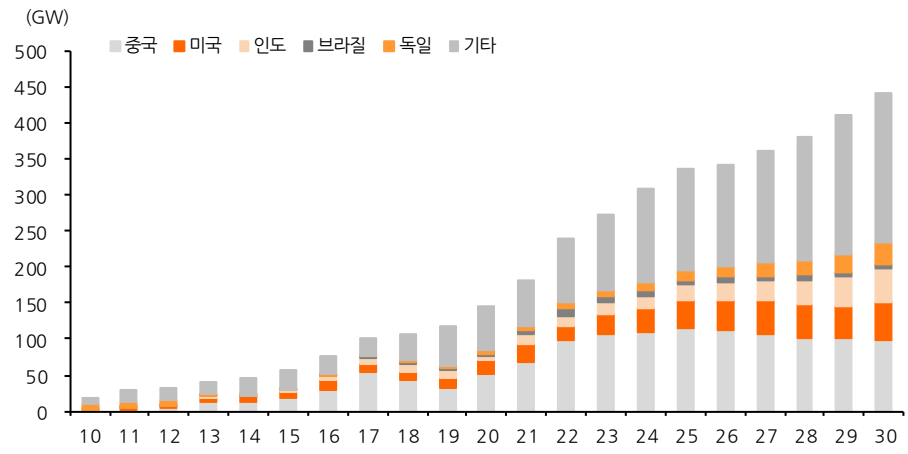
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

## V. 태양광: 의심의 여지가 없는 성장성

### 1. 2023 년에도 계속될 태양광 성장

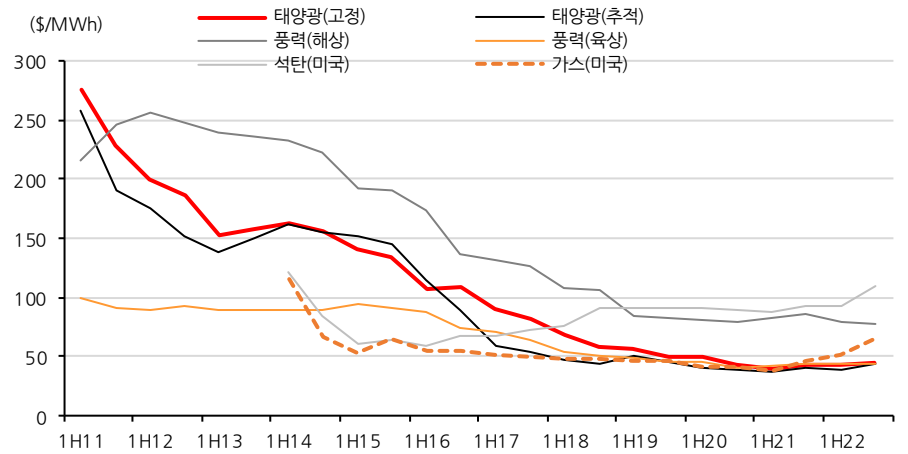
<p>‘22년 글로벌 태양광 설치량: 268GW(YoY +48%)</p>	<p>2022년 글로벌 태양광 설치량은 268GW를 기록해 YoY + 48% 증가했을 것으로 추정된다. 전통에너지 가격 상승으로 태양광 등 신재생에너지의 경쟁력이 크게 상승했고, 미국(IRA), EU(REpower EU), 중국(14차 5개년 재생에너지 발전 계획) 등 주요국들의 정책이 수요 증가를 뒷받침했다. 특히, 러-우 전쟁으로 촉발된 에너지안보의 중요성은 미국과 유럽의 수요가 폭발적으로 증가하는 데 트리거가 되었다.</p>
<p>‘23년 글로벌 태양광 설치량: 315GW(YoY +18%) 전망</p>	<p>2023년 글로벌 태양광 신규 설치량은 ‘23년에도 중국/미국/유럽/인도의 수요 증가세가 이어지며, YoY +18% 증가한 315GW를 기록할 전망이다. ‘22년 물류비/원가 증가로 인한 부정적 이슈가 존재했음을 감안하면 ‘23년의 +48GW의 설치 증가는 다시 상향조정될 가능성도 있을 것으로 기대한다. 실제로 ‘22년 태양광 신규 설치량 전망치는 전쟁 이전 230GW에서 268GW로 최종 상향조정된 바 있다.</p>
<p>특히, 미국/유럽의 신규 설치량 전망은 27GW/48GW</p>	<p>그 중에서도 국내 업체에게 주요 시장인 미국/유럽의 2023년 예상 태양광 설치량은 27GW(YoY +45%), 48GW(YoY +14%)가 예상된다. 특히 에너지 가격 급등, 기상이변으로 인한 전력 제한이 유럽/미국의 주택용 태양광 수요가 크게 증가하는 원인이 된 것으로 파악한다.</p>
<p>높은 전통에너지 가격과 수급 불안정은 ‘23년 유럽 주택용 태양광 수요 증가에 기여할 것</p>	<p>유럽의 천연가스 가격은 온화한 기온으로 인해 수요가 감소하며 전쟁 이전 수준인 20\$/MMBtu로 안정화됐으나, 여전히 2021년 평균 15\$/MMBtu 대비 46% 높다. ‘22년 중국의 천연가스 수입량이 이례적으로 적었고, 러시아의 천연가스 생산량이 감소하고 있는 점, 유럽의 천연가스 소비량이 YoY -20.1%에 달했다는 점을 고려하면 ‘23년에도 가스 가격’ 21년 이전의 낮은 수준을 기대하기 어렵다고 예상한다. 높은 전통에너지 가격과 수급 불안정은 ‘23년에도 유럽의 주택용 태양광 수요의 주요 모멘텀으로 작용할 것이다.</p>
<p>유틸리티급 태양광 프로젝트 재개는 ‘23년 미국 태양광 수요 증가에 기여할 것</p>	<p>2023년 미국의 태양광 설치량은 약 YoY 45% 급증할 전망이다. ‘22년 미국 태양광 설치량은 YoY -23% 감소한 18.6GW에 그쳤을 것으로 예상되는데, 동남아산 태양광 부품에 대한 관세 부과 가능성에 유틸리티급 태양광 설치량이 10.3GW(YoY -40%) 급감했기 때문이다. 이슈가 발생했던 동남아 4개국(베트남, 말레이시아, 태국, 캄보디아)에서 수입하는 태양광 패널은 미국 전체 수입량의 80% 이상을 차지하기에 프로젝트 진행에 차질이 컸다. 그러나 지난 6월 미국 정부가 동남아 4개국에서 생산된 태양광 패널에 대한 관세를 2년간 유예하는 방안을 발표했고, 12월에는 관세회피 기업 조사에 대한 예비 판정을 전달함으로써 우려가 상당 부분 해소되었다. ‘23년은 지속적인 주택용 수요 증가세가 이어지는 가운데 유틸리티급 수요가 대폭 회복될 것으로 기대한다.</p>

[그림114] 태양광 신규설치량 전망



자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 발전원별 LCOE 추이



자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 원가 하락에 셀/모듈 단기 수익성 개선 기대

폴리실리콘 가격 하락으로  
모듈 수익성 개선 기대

2020년 이후 태양광 수요 급증으로 폴리실리콘 가격은 2020년(9.29\$/kg) → ‘21년(25.65\$/kg) → ‘22년(33.7\$/kg)까지 상승했다. 그러나 원료인 폴리실리콘 가격 상승에 비해 셀/모듈 가격 인상폭은 제한적이었다. 발전 사업의 수익성에 모듈 가격이 결정적으로 작용하고 공급 과잉 시장이 유지되고 있었기에 가격 결정권이 모듈 업체보다 발전 사업자측에 있었기 때문이다. 이에 모듈 수익성은 ‘20년 이후 하락세를 시현했다. 그러나 최근 폴리실리콘 강세는 전환점을 맞이하고 있어 모듈 수익성 개선이 기대되는 국면이다.

대규모 증설로 인해  
폴리실리콘 가격 하락 전망

증설 물량이 본격적으로 출회되기 시작하며 11월 이후 폴리실리콘은 -44% 하락했다. Clean Energy Associates(CEA)에 따르면 2023년 폴리실리콘 생산능력은 536GW까지 증가할 것으로 예상된다. 올해 태양광 설치 수요가 316GW임을 감안할 때 공급과잉으로 인한 가격 하락은 불가피할 전망이다.

업스트림 가격 하락 영향은  
전 밸류체인으로 확산중이나,  
모듈은 상대적으로 영향 적어

이러한 폴리실리콘 가격 하락은 태양광 부품 전 밸류체인으로 영향이 확대되고 있다. 대표적인 웨이퍼 업체인 TCL Zhonghuan과 LONGi Solar는 지난 12월 판가를 -20% 이상 대폭 인하했다. 이에 웨이퍼 가격은 MoM -41%를 기록중이다. 셀/모듈 또한 업스트림 제품 가격 하락 영향으로 가격 조정이 이루어지고 있지만 증설 규모가 상대적으로 적어 하락폭은 제한적이다. ‘22년 11월 이후 모듈 가격 하락폭은 -6%에 불과하다.

특히, 미국의  
모듈 마진 개선 기대

따라서 단기적으로 모듈의 수익성 개선이 기대되며, 이는 특히 미국에서 두드러질 전망이다. ‘22년 지속된 유틸리티급 태양광 프로젝트 지연으로 올해 수요가 크게 늘어날 것으로 예상되고 중국산 모듈 수입 차질이 아직 지속되고 있기 때문이다.

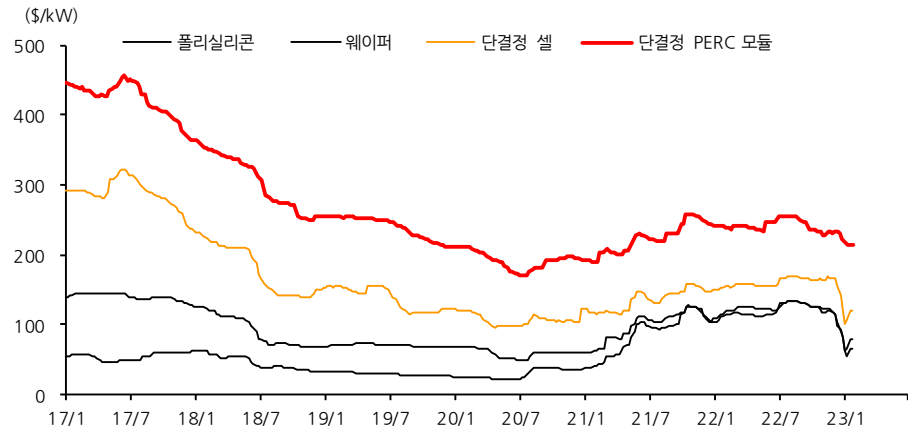
다만, 확대된 마진은  
점차 정상화될 것

다만 가파른 업스트림 제품 가격 조정으로 모듈 가격 또한 점진적으로 하향 안정화될 것이다. 중국의 모듈 생산능력은 전세계 약 75%로 압도적이며, Top-tier 업스트림 업체를 중심으로 셀/모듈 수직계열화가 활발하고, 기존 중국을 중심으로 아시아에 집중됐던 증설이 유럽/미국에서도 확대될 것으로 예상하기 때문이다.

국내 업체는  
미국의 비중국산 제품  
선호현상이 지속되며  
견조한 마진 유지할 것

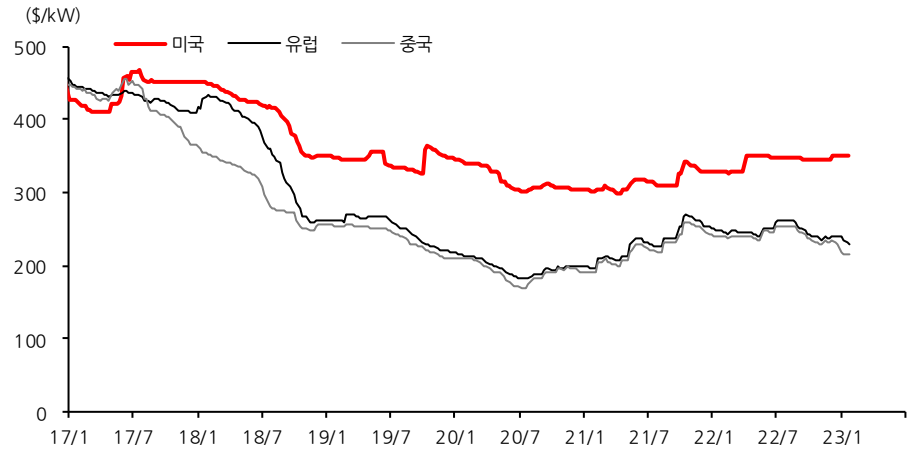
국내 태양광업체는 태양광 시장의 성장에 대응해 생산능력 및 판매량을 지속적으로 확대하는 가운데 주력 시장인 미국에서 비(非)중국산 제품 선호현상이 계속되며 견조한 마진을 유지할 것으로 판단한다.

[그림116] 태양광 부품 가격 추이



주: 182mm Mono PV wafer, 182mm Mono PERC Cell, High Efficiency Mono PERC Module 기준  
 자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 지역별 모듈 가격 추이



주: High Efficiency Mono PERC Module 기준  
 자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 태양광 산업의 자국우선주의

<p>23년 태양광 산업을 관통하는 키워드는 '자국 우선주의'일 전망이다</p>	<p>2023년 태양광 산업을 관통하는 키워드는 '자국 우선주의'일 것으로 예상된다. 러시아의 우크라이나 침공 이후 전세계는 에너지 공급망의 취약성과 지나친 의존도의 위험성을 확인했으며 주요 에너지 소비국들은 에너지 자립을 위한 정책을 모색하기 시작했다. 그 중 하나가 태양광을 비롯한 신재생에너지 보급 확대이다. 태양광 시장은 탈탄소라는 시대적 흐름에 자국 내 태양광 제조시설을 확보하려는 정책적 지원까지 더해지면서 기존 예상에 비해 빠르게 성장하고 있다.</p>
<p>'12년 이후 중국을 견제해온 미국은 IRA법안을 통해 자국 태양광 산업 성장을 도모할 계획</p>	<p>태양광 산업 내 대표적인 자국 우선주의의 예는 미국일 것이다. 미국은 2012년부터 중산 태양광 패널에 최대 250%의 반덤핑 관세와 50%의 상계관세를 부과하고 있다. 이에 미국의 중국산 패널 수입은 -80% 이상 감소하게 되었다. 이외 위구르 강제노동 방지법, IRA 법안 모두 태양광 산업에서 압도적인 시장 점유율을 가진 중국을 견제하고 자국 경쟁력을 확대하기 위한 정책이다. 특히, IRA 법안은 태양광 제품 생산 업체와 발전업자 모두 세제혜택을 주어 미국 태양광 산업의 성장 속도를 더욱 향상시킬 전망이다.</p>
<p>IRA 법안 혜택은 1) PTC/ITC 2) AMPC</p>	<p>IRA 법안의 혜택은 1) 신재생 발전에 대한 공제와 2) 태양광 시스템 설치를 위한 공제로 나뉜다. 또한, 이번 IRA에서 주목해야 할 점은 신재생에너지 발전주체에 대한 세액 공제뿐만 아니라, 3) 신재생에너지 설비 제조 업체에 대한 지원도 포함한다는 점이다.</p>
<p>PTC는 신재생에너지를 통해 생산된 전력에 대해 세금 감면 제공 ITC는 신재생 발전시설의 토기투자비용을 보전</p>	<p>1) 신재생에너지를 통해 생산된 전력에 대해 세금을 감면해주는 생산세액공제(PTC)는 kWh당 최대 2.6센트가 공제되며, 물가상승률에 연동되어 변동될 예정이다. 2) 태양광 설치비용에 대해 세액공제를 제공해주는 ITC는 신재생 발전시설의 초기 투자비용을 보전해주는 제도다. IRA 시행 전 세액공제율은 '23년 말까지 22%, '24년 이후 10%였으나 법안 시행 후 일부 요건을 충족한다면 '32년까지 투자 비용의 30%를 공제 받을 수 있게 확대되었다. ITC가 시행된 이후 미국의 태양광 설치 수요는 크게 증가한 바 있는데, 이번 IRA 법안 시행으로 기간 연장과 수혜 정도가 확대돼 설치량 증가에 기여하는 바가 더 증가할 것으로 기대한다. 다만 ITC와 PTC는 중복 수혜가 불가능하다.</p>
<p>AMPC는 미국 내 신재생 설비 제조업체에 제조시설 투자시 투자금에 대한 세액 공제 제공</p>	<p>3) 미국 내 신재생에너지 설비 제조업체에 대한 지원책인 첨단제조생산세액공제(Advanced Manufacturing Production Credit, AMPC)는 제조시설 투자 시 투자금의 6~30%를 공제하고, 추가로 2029년까지 생산된 제품에 대해서도 세금 혜택을 주는 제도다. '30~'32년 사이에는 혜택이 연간 -25%씩 차감될 예정이다.</p>
<p>AMPC는 태양광 제품 생산업체에 직접적인 수혜 제공</p>	<p>ITC/PTC는 태양광 설치 수요 증가로 태양광 제품 생산 업체가 간접적으로 수혜를 받는 구조라면, AMPC는 제품과 설비에 대한 세액공제로 수익성 개선과 같은 직접적인 수혜가 기대된다. 만약 폴리실리콘에서부터 모듈까지 일관생산체계를 갖춘 경우라면 모듈 1 watt당 약 14.2센트의 세액공제를 받을 수 있을 것으로 예상된다.</p>



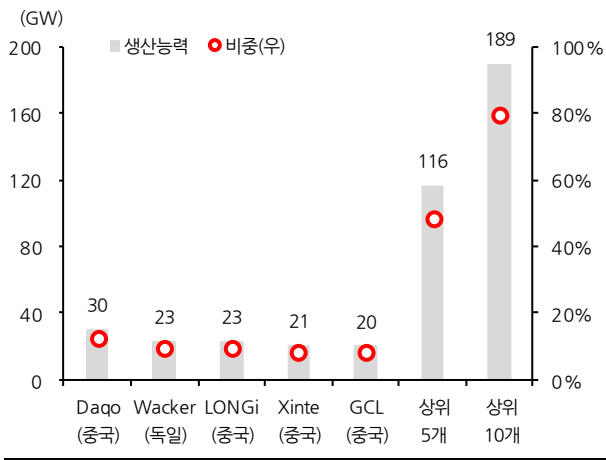
### >> IRA 법안 최대 수혜는 국내 기업이 될 것

태양광 섹터 내 IRA 법안 시행으로 인한 최대 수혜는 국내 기업이 차지할 것으로 예상된다. 앞서 언급한 바와 같이 미국은 국내 태양광 산업을 활성화하고, 수입 패널에 대한 의존도를 낮추기 위해 노력하고 있어 미국 내 제조시설을 확보하고 있는 것이 무엇보다 중요하다. 한화솔루션은 이미 미국 내 1.7GW의 모듈 생산 시설을 확보하고 있고, 이는 2H23 3.1GW, '24년 말 8.4GW(잉곳/웨이퍼 3.3GW, 셀 3.3GW)로 확대될 예정이다. 참고로 현재 미국의 모듈 생산능력은 11GW 수준이다. 2024년 수직 계열화된 생산시설을 갖추게 되면 IRA 법안의 세제혜택을 극대화하며, 연간 약 1조원 규모의 세제혜택을 누릴 수 있을 것으로 전망한다.

이처럼 미국 태양광 시장 진출을 위해 제조시설 확보가 중요하지만, 상대적으로 중국 기업의 진출은 제한적이다. 현재 미국 내 생산 시설을 갖춘 중국 메이저 기업은 Jinko Solar가 유일하며, 생산능력 또한 400MW로 한화솔루션의 30% 수준에 불과하다. 향후 JA Solar가 미국에 2GW(투자 규모 6,000만\$) 모듈 공장을 건설하겠다고 밝혔지만, 한화솔루션의 “Solar Hub” 및 기타 증설 계획(잉곳/웨이퍼 3.3GW, 셀 3.3GW, 모듈 8.4GW 25억\$)에 훨씬 못미치는 수준이다.

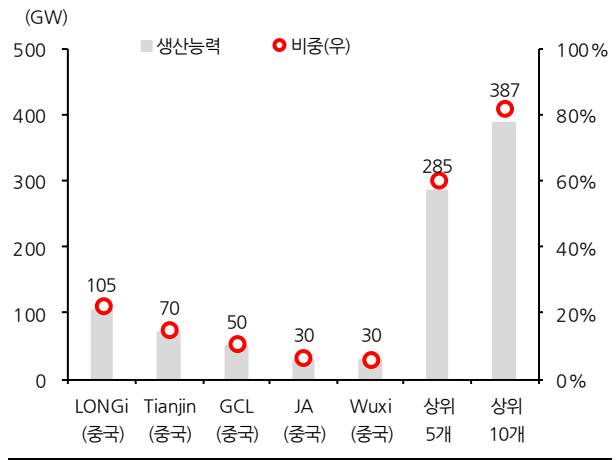
중국 기업을 제외한 미국 내 메이저 모듈 업체는 First Solar 정도인데, 동사가 생산중인 제품은 박막형 패널이다. 박막형 패널은 구부러질 수 있고 소재 비용이 저렴하다는 장점이 있지만, 결정형 패널 대비 발전효율이 낮아 프로젝트 여건에 따라 사용이 제한될 수 있다. 즉, 한화솔루션이 생산중인 결정형 패널과 완전히 대체재라고 하기 힘들다. 따라서 미국 내에서 생산된 제품이 선호되는 현 상황에서 한화솔루션은 압도적인 생산능력을 바탕으로 시장을 선도할 수 있을 것으로 전망한다.

[그림 118] 상위 5개 폴리실리콘 생산 기업 및 생산 비중



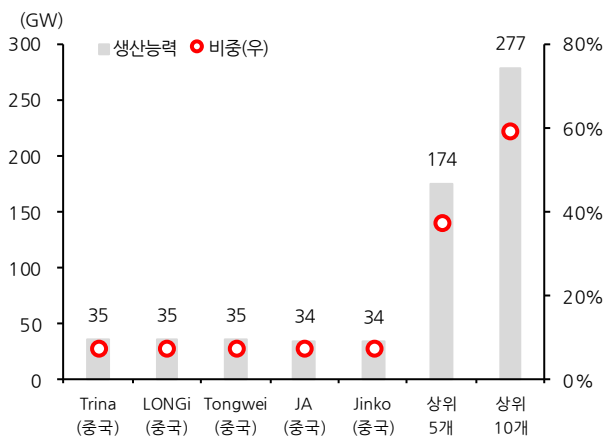
주: 2022년 7월 기준  
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림 119] 상위 5개 웨이퍼 생산 기업 및 생산 비중



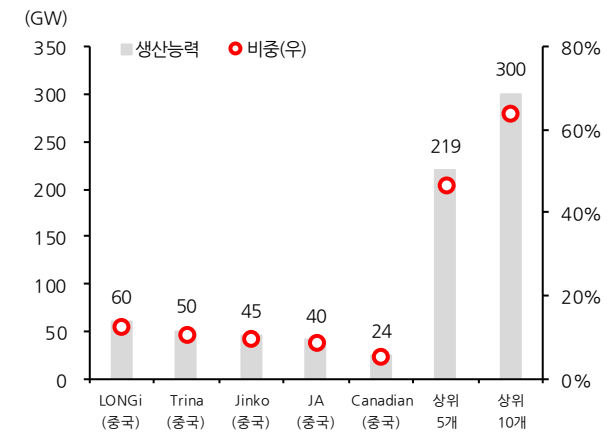
주: 2022년 7월 기준  
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림 120] 상위 5개 PV 셀 생산 기업 및 생산 비중



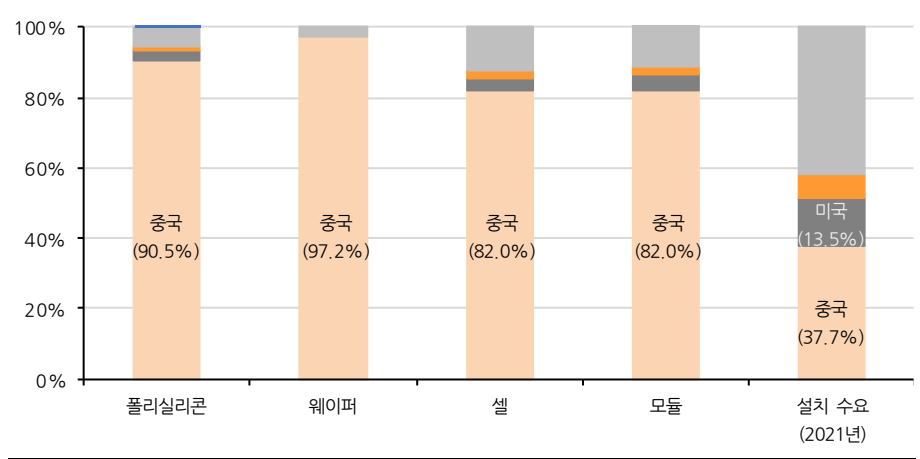
주: 2022년 7월 기준  
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림 121] 상위 5개 PV 모듈 생산 기업 및 생산 비중



주: 2022년 7월 기준  
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림 122] 태양광 제품별 주요국 생산 비중



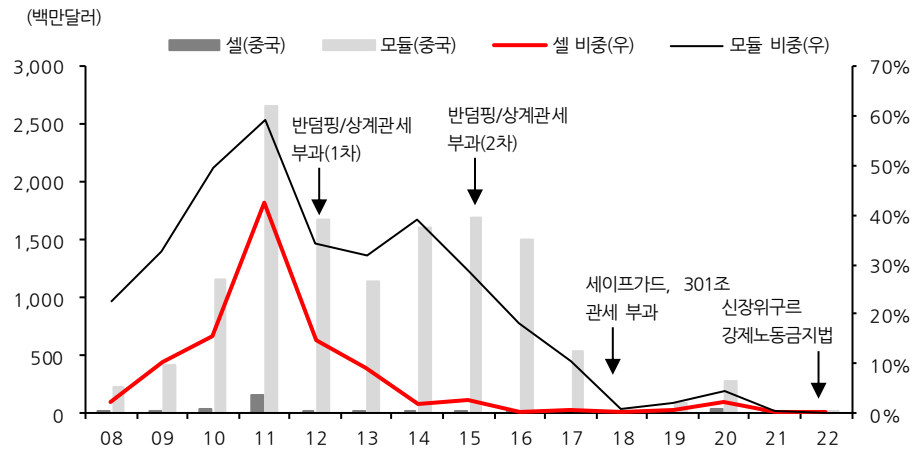
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 미국의 대중 태양광 수입관세 부과 조치

행정부	현황	규제	조치 내용	대상
오바마	2012~	반덤핑 관세(AD)	중국산: 18.32%~249.96% 대만산: 11.45%~27.55%	중국/대만산 셀, 모듈
	2012~	상계관세(CVD)	27.64%~49.79%	중국산 셀, 모듈
트럼프	2018~	301 조(List 2)	25% 관세	중국산 셀, 모듈
	2018~	세이프가드(301 조)	2.5GW 쿼터 및 초과분에 대해 관세 (관세: 4년간 30% → 15% 감소) (22년 연장) 5GW 로 쿼터 상향 (관세: 4년간 14.75% → 14% 감소)	외국산 셀(쿼터&관세), 모듈(관세)
바이든	2021~	수입금지조치	Rebuttable Presumption(일응추정) 원칙 적용	신장지역 활동 기업
	2022~	신장위구르지역 강제노동금지법	- 업체에게 원료 산지 입증 요구	

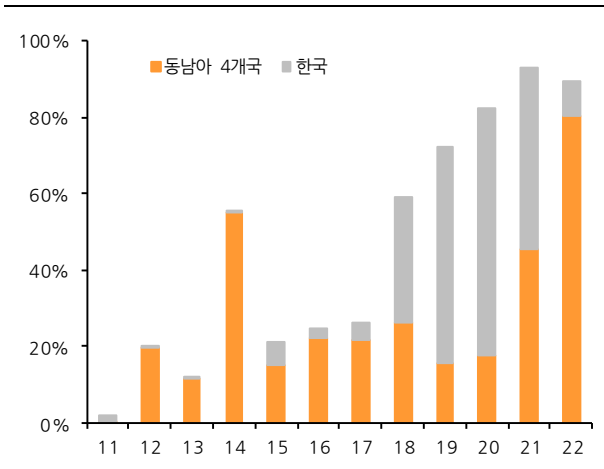
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 123] 미국의 중국산 셀, 모듈 수입 추이



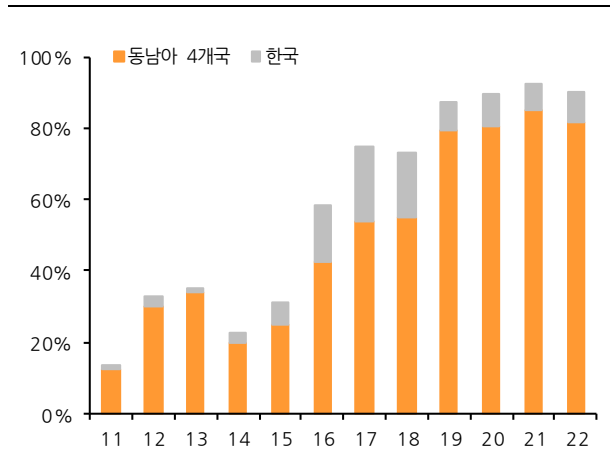
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 124] 미국의 동남아/한국산 PV 셀 수입 비중



주: 동남아 4개국: 베트남, 말레이시아, 태국, 캄보디아  
자료: USITC, 한화투자증권 리서치센터

[그림 125] 미국의 동남아/한국산 PV 모듈 수입 비중



주: 동남아 4개국: 베트남, 말레이시아, 태국, 캄보디아  
자료: USITC, 한화투자증권 리서치센터

[표8] IRA 법안 내 태양광 제조 부문 세액 공제

조항	투자세액공제(ITC)	생산세액공제(PTC)												
대상	미국 내에서 건설/증설되는 유틸리티, 산업용 태양광 발전 설비													
내용	설비 투자 비용의 일정 비율 공제(최대 30%) 추가 공제 조건 1. 국내산 원료 요건 만족시 최대 10% 2. 에너지 커뮤니티 요건 만족시 최대 10% 3. 저소득지역, 소규모 발전설비 요건 만족시 최대 20%	전력 단위 생산 당 공제(2022년 기준 최대 2.6 센트/kWh, 이후 물가상승률에 따라 변동)												
기간	2032년 이후 단계적 폐지. 다만 2032년에 2022년 대비 탄소배출량이 75% 이상 감소하지 않았을 경우 연장													
비고	중복 수혜 불가													
<b>IRA 전/후 가정용 태양광 발전설비 설치 세액 공제율</b>														
연도	'22	'23	'24	'25	'26	'27	'28	'29	'30	'31	'32	'33	'34	'35
IRA 전	33%	26%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
IRA 후	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	26%	22%	0%

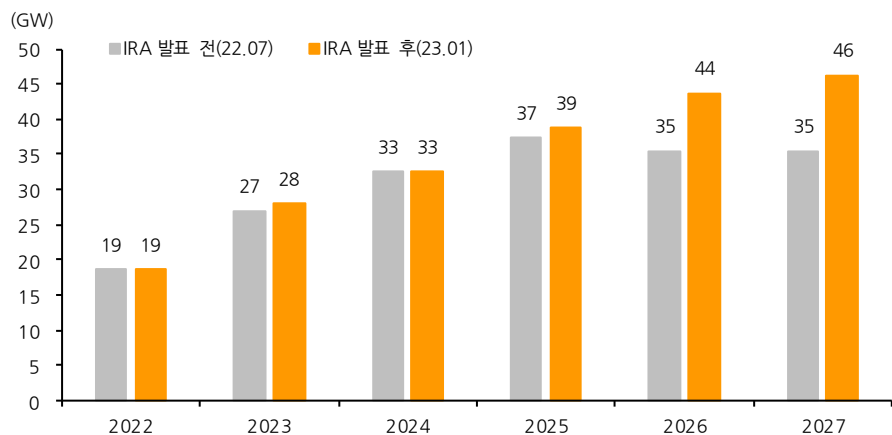
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표9] IRA 법안 내 태양광 제조 부문 세액 공제

조항	투자세액공제	제조세액공제
대상	23/1/1 이후 건설/증설되는 태양광 제조시설	23/1/1 이후 미국 내 생산/판매되는 품목
내용	투자금액의 30% 공제 (적정임금, 수습 요건 충족 시; 미충족시 6%) 총 100억달러 규모 (이 중 40억달러는 에너지 커뮤니티 지역에 할당)	폴리실리콘: 3\$/kg(1.05 cent/W) 웨이퍼: 12\$/m <sup>2</sup> (2.18 cent/W) 셀: 0.04\$/W(4.00 cent/W) 모듈: 0.07\$/W(7.00 cent/W)
기간	지원자는 당국에 공제 허가를 받은 후 2년 내 건설 완료해야 함	30년 이후 공제 혜택 감소 30/1/1~: '29년 대비 75% 31/1/1~: '29년 대비 50% 32/1/1~: '29년 대비 25% 33/1/1~: '29년 대비 0%
비고	중복 수혜 불가	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림126] IRA 발표 전/후 미국 태양광 신규 설치량 전망



자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

## 4. 투자포인트 분석

### >> 부진한 화학 상황을 극복할 수 있는 다양화된 사업 구조 선호

'23년 석유화학  
다운사이클 이어질 전망

최근 NCC 마진이 소폭 반등하고 있으나 석유화학 업황은 2023년에도 다운사이클이 지속될 것이다. 1) 한/중의 NCC 위주 증설이 '23년까지 예정되었고, 2) 경기 침체로 소비가 감소해 공급 과잉 시장이 이어질 전망이다. 다만 PVC와 합성고무는 상대적으로 증설이 제한적이며, 유럽의 가동 차질(PVC)과 원가 하락(합성고무)으로 양호한 수익성이 유지될 것으로 보인다.

다만 화학업체간 차이 존재:  
신사업 비중이 높은 기업은  
화학 비중 높은 업체보다  
부진한 상황에서 유리

2022년 전반적인 업황 부진에도 불구하고 화학업체간 주가 흐름은 뚜렷한 차이를 보였다. IRA 법안 통과로 수익성 개선과 산업의 가파른 성장이 예상되는 2차전지와 신재생 에너지에 일찍이 투자를 단행해 시장 내 독보적인 위치를 차지한 기업은 시장 및 경쟁 업체를 아웃퍼폼했다. 그러나 사업 포트폴리오 내 높은 화학 비중이 큰 기업은 부진한 상황에 정면으로 노출되어 영업적자를 시현했으며, 주가 또한 부진한 모습을 보였다. 이러한 흐름은 화학 공급 과잉이 지속될 '23년에도 유효할 것으로 전망한다.

신사업 확장을 통해 성장성이  
뚜렷한 기업의 투자 매력도가  
더 높다는 판단

이에 범용제품 비중이 높은 화학업체보다는 다운스트림 위주의 화학 업체를, 순수 NCC 업체보다는 신사업 비중이 높은 업체를 선호한다. 단기간 내 유의미한 업황 반전을 기대하기 어려운 상황에서 시황에 대한 영향이 적고, 신사업 확장을 통해 성장성이 뚜렷한 기업의 투자 매력도가 더 높다는 판단이다.

Top Pick: 한화솔루션  
(TP: 6.7만원)

2023년 Top pick은 한화솔루션을 제시한다. 전통에너지 가격 상승으로 태양광 매력이 부각됐으며, 에너지안보/전환 등 수요가 증가할 수 있는 정책적 동기도 충분하다. 동사는 '23년 1.4GW 규모 모듈 증설이 예정되어 있으며(+10%), 원료/운임비용 하락과 IRA 시행에 따른 세제혜택으로 수익성 향상도 기대된다. 유럽 화학사 가동차질에 주력 제품인 가성소다/염소/TDI 강세가 유지되어, 경쟁 업체 대비 압도적으로 높은 스프레드를 가진 점도 플러스 요인이다

[표10] 화학 커버리지 비교

기업명	년도	한화솔루션	롯데케미칼	금호석유
투자의견		Buy	Hold	Buy
Top pick		O	X	X
시가총액(십억원)		8,674	6,060	4,321
목표주가(원)		67,000	200,000	170,000
현재주가(원)		45,300	176,800	147,400
매출 증감률(%)	2021	16.6%	48.2%	75.9%
	2022E	25.1%	18.9%	-1.3%
	2023E	0.3%	-2.3%	-5.1%
영업이익 증감률(%)	2021	24.3%	330.3%	224.3%
	2022E	48.1%	적자전환	-51.6%
	2023E	8.7%	흑자전환	-41.4%
순이익 증감률(%)	2021	100.3%	749.2%	237.2%
	2022E	5.4%	-92.9%	-49.3%
	2023E	22.3%	439.0%	-36.4%
PER	2021	11.0	5.8	2.6
	2022E	13.9	43.9	2.9
	2023E	14.0	15.6	7.5
PBR	2021	0.8	0.5	1.1
	2022E	1.0	0.4	0.7
	2023E	1.0	0.4	0.8
ROE	2021	8.8	9.9	47.8
	2022E	7.7	0.9	18.1
	2023E	7.0	2.8	8.2
배당수익률	2021	-	3.6	6.0
	2022E	-	1.7	5.2
	2023E	-	2.7	4.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



## VI. 기업분석

1. SK이노베이션 (096770)
2. S-Oil (010950)
3. 한화솔루션 (009830)
4. 롯데케미칼 (011170)
5. 금호석유 (011780)



# SK이노베이션 (096770)

낮아진 눈높이는 오히려 긍정적

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

## Buy (신규)

목표주가(신규): 230,000원

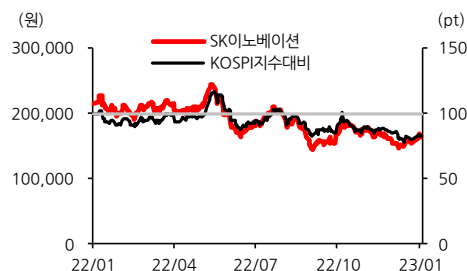
현재 주가(1/31)	162,100원
상승여력	▲41.9%
시가총액	149,887억원
발행주식수	92,466천주
52 주 최고가 / 최저가	244,000 / 143,500원
90 일 일평균 거래대금	639.11억원
외국인 지분율	26.4%
주주 구성	
SK (외 37 인)	33.8%
자사주 (외 1 인)	9.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.3	-6.3	-13.5	-25.0
상대수익률(KOSPI)	-3.2	-12.0	-12.5	-16.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	46,843	80,343	78,038	80,895
영업이익	1,754	4,665	4,355	5,207
EBITDA	3,268	6,485	6,693	7,876
지배주주순이익	305	2,009	1,950	2,435
EPS	3,293	24,260	23,549	29,410
순차입금	10,004	17,154	16,961	18,702
PER	72.4	6.1	6.9	5.5
PBR	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.9	4.8	4.8	4.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	1.9	10.9	9.6	10.8

### 주가 추이



SK 이노베이션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 23 만원을 제시하며 분석을 개시합니다. 화학은 중국 증설로 약세 전환될 것이나, 전사로는 정유/유탄유 호황을 누리며 2023 년에도 안정된 실적을 기록할 전망입니다. 배터리 사업은 3Q23 흑자전환하여 투자심리 위축의 원인이 해소 될 것으로 예상합니다. 이에 섹터 내 Top pick 으로 제시합니다.

### 4Q 유가 및 환율 영향에 적자 전환 전망

4Q22 영업이익은 -171억원으로 적자전환할 것으로 전망한다. 12월 유가 및 환율 하락으로 인해 대규모 재고관련손실이 발생한 영향이다. 화학 및 유탄유 사업부 또한 계절적 비수기 영향으로 QoQ 감익을 전망한다, 배터리 자회사의 영업 적자폭도 확대될 것으로 예상하는데, 이는 미국 2공장 증설 관련 초기 가동 비용 조기 반영과 환율 하락 등에 기인한다.

### 배터리 수익성 개선 + 정유 시황 강세 기대

배터리부문은 신규 공장 가동으로 2023년에도 매출 성장은 이어질 전망이다. 1) 신규 공장의 ramp up 속도 향상, 2) 신공장 초기 비용 감소로 수익성 또한 개선되며 3Q23 OP 흑자 전환을 기대한다.

정유 사업부 또한 유가 안정화되며 2023년에도 견조한 실적을 이어나갈 것으로 예상한다. 최근 중국의 수출쿼터 확대에 대한 부담있지만, 러시아에 대한 수출 제재와 중국의 리오프닝 효과로 타이트한 공급은 유지될 전망이다. 낮아진 유가는 당장 실적 악화의 주원인으로 작용했지만 수요 회복의 트리거가 될 수 있다는 점에서, 오히려 장기적으로 긍정적 요인이 될 것으로 해석한다

### 낮아진 멀티플을 기회로 삼아야할 시점

SK이노베이션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 23만원을 제시한다. 정유 실적이 4Q22를 저점으로 반등해 2023년에도 견고할 것으로 예상되며, 배터리 사업부 또한 수익성 개선을 통해 3분기 흑자전환을 기대한다. 그럼에도 불구하고 주가는 12M Fwd. EV/EBITDA 5.1배로 밴드 하단에 위치해 있다. 최근 정유마진 반등의 신호가 나타나고 있는만큼 배터리 흑자전환이 이루어진다면 위축된 투자심리도 해결될 전망이다.



## 1. 투자포인트 분석

### >> 2023 년에도 이어질 정유 호황

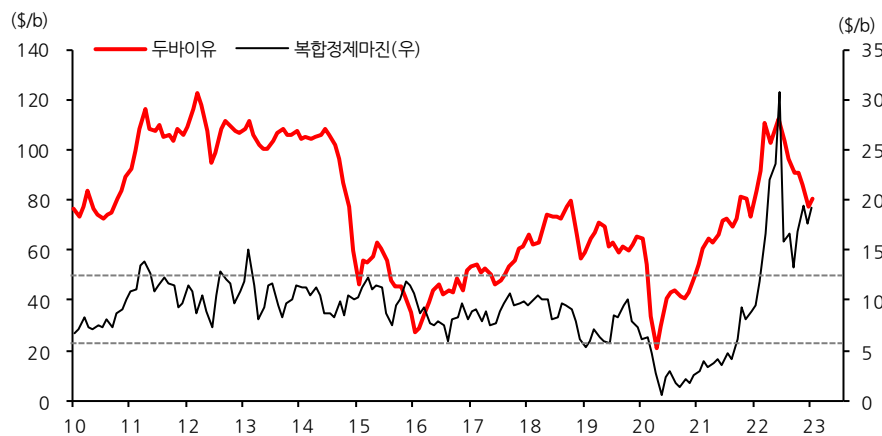
유가가 추가 하락하지 않는다면 2023년 등/경유 마진은 각각 29.6\$/b, 29.7\$/b로 초강세가 이어지며 전체 정유 호황을 견인할 것으로 전망한다. 2023년 예상 복합정제마진은 2022년 대비 조정된 15.7\$/b을 예상하나 여전히 호황기 수준이다.

2023년 정유 호황을 예상하는 이유는 1) 코로나19 이후 진행된 대규모 설비 폐쇄로 2022~'23년 증설 효과 일부가 상쇄될 것이며, 2) 러시아산 원유(22.12.05), 석유(23/2/5) 수출 제재로 등/경유 공급 부족이 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 러시아산 에너지를 대체하기 위해 아시아 석유제품 수입이 확대되며 역내 수급 밸런스는 타이트하게 유지될 전망이다. 3) 또한, 낮은 등/경유 재고 수준과 4) LNG 강세도 하방을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

중국의 수출 쿼터 확대를 우려할 수 있지만, 러시아 석유제품에 대한 제재 시행, 리오프닝 및 유가 하락에 따른 수요 증가 등을 고려하면 그 영향은 오래 지속되기 힘들 것이다. 또한, 이번 발표된 1.51억배럴은 이래적으로 작았던 '22년을 제외하면 평범한 수준이다.

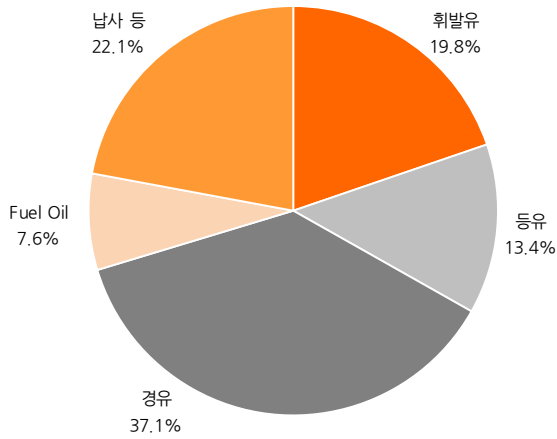
SK이노베이션은 CDU 기준 112만b/d의 생산능력을 갖추어 국내 최대 정유사이며, 등/경유 합산 비중도 50%로 높다. 또한, 고유가 시기 높은 수익성을 보이는 E&P 사업을 보유한 점 또한 플러스 요인이다.

[그림127] 유가 및 정제마진 전망



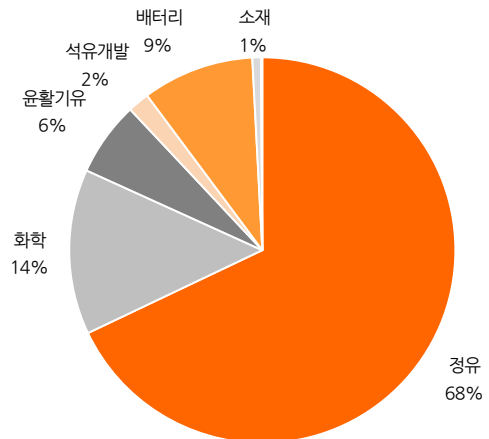
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 128] SK 이노베이션 제품별 생산 비중(등/경유 비중: 50%)



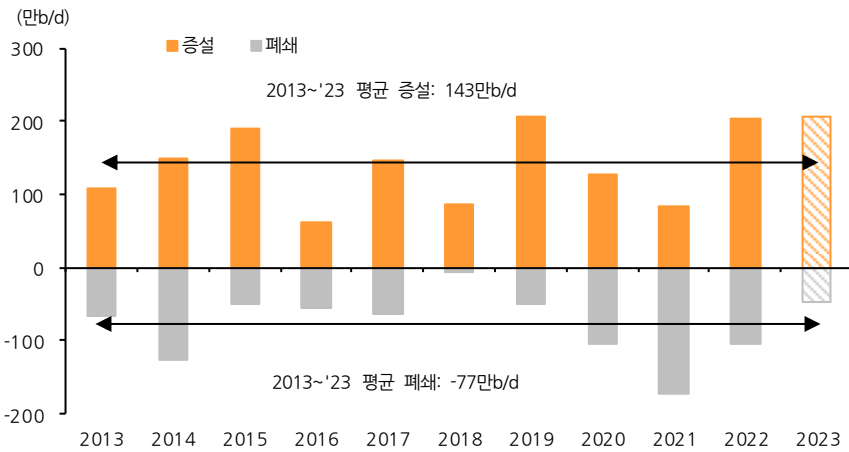
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 129] SK 이노베이션 사업별 매출 비중



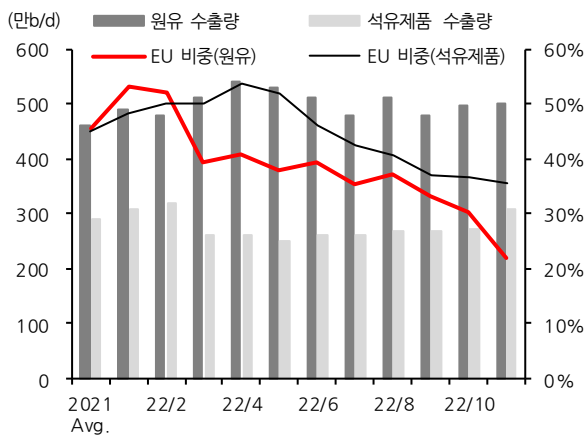
자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림 130] 2020~'23년 경제설비 -430만 b/d 폐쇄 (2015~'19년 -225만 b/d 폐쇄)



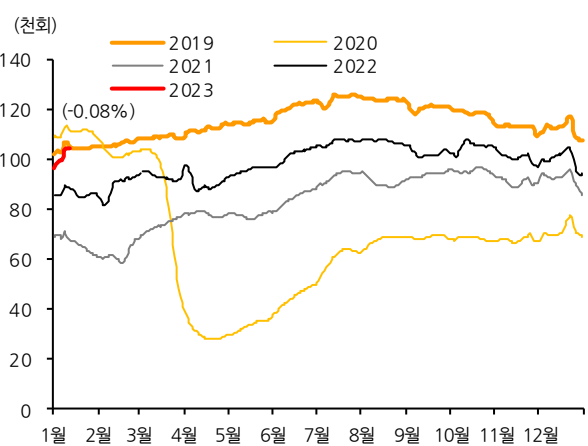
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 131] 러시아 원유/석유제품 수출량 현황



자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 132] 여객 운항수, 2019년 수준으로 빠르게 회복 중



자료: Flightradar24, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션

### >> 투자의견 BUY, 목표주가 23 만원

SK이노베이션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 23만원으로 분석을 개시한다.

목표주가는 SOTP를 통해 산출했다. 정유 부문은 아시아&태평양 정유업체(ENEOS 등)의 2023년 평균 EV/EBITDA 4.0배를 적용했으며, E&P 사업부는 2021년 기준 매장량 3.5억배럴에 2023~'24년 유가와 환율 전망치 및 지분율을 곱해 가치를 산출했다. 배터리는 CATL과의 비교를 통해 산출했으며, 생산능력과 현재 시장점유율을 할인 팩터로 사용했다. 상장사인 SKIET 가치는 현재 시가총액에 지분율 61.22%를 적용한 값이다.

유가하락에 따른 단기 실적 악화는 아쉬우나, 정제마진은 여전히 과거 최상단 수준으로 호황기 마진을 이어나갈 전망이다. 중국 방역조치 변화가 예상보다 더 일찍 발생한만큼 마진/유가 조정은 시장의 우려보다 더 일찍 종료될 수 있겠다. 배터리 또한 2023년 예정된 증설이 없어 초기 증설에 대한 비용 축소로 연간 이익은 흑저전환 가능할 것이다. 그동안 투자심리 악화 요인이었던 배터리 사업부의 수익성이 2023년 개선될 전망이다, 현재 낮아진 눈높이는 오히려 매수에 긍정적이라는 판단이다.

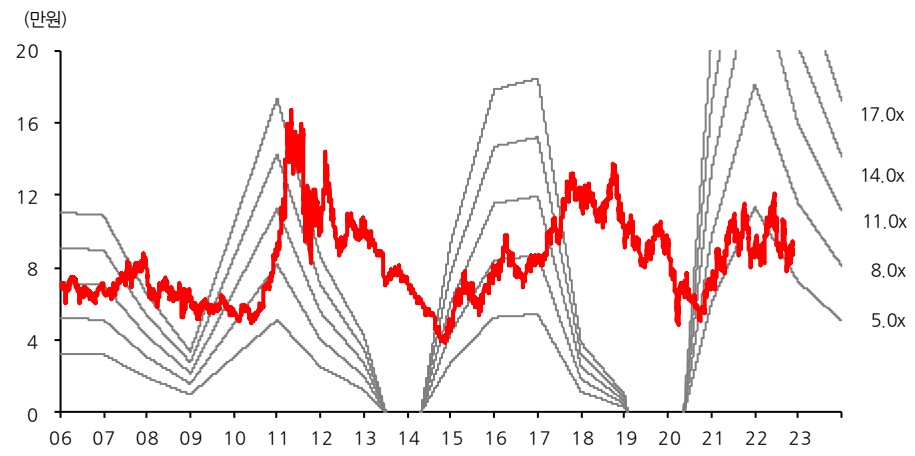
[표11] SK 이노베이션 목표주가 산정

(단위: 십억원)

구분	'23 EBITDA	평가액	비고
<b>투자자산가치 (A)</b>		<b>1,364.7</b>	
투자회사 합		1,364.7	비상장/해외 자회사 장부가 기준
<b>영업가치 (B)</b>		<b>33,769.7</b>	
정유/석유화학/윤활기유	5,337.3	21,349.2	Peers(아시아&태평양 정유업체) Multiple: 4.0배
E&P	466.5	1,423.8	매장량 가치 (3.5억 bbl 기준)
배터리	967.1	7,978.5	= CATL 시총(199.5조) x Capa(20%) x 점유율(20%) *2023년 Capa: SK이노베이션/CATL = 88/445GWh *시장점유율: CATL: 37% vs. SK이노베이션 6% *수주잔고: CATL 1,153GWh vs. SK이노 1,600GWh
SKIET (61%)	128.6	3,018.1	= SKIET 시총 x 지분율(61%)
<b>순차입금 (C)</b>		<b>13,842.9</b>	3Q22년말 순차입금
<b>우선주 시가총액 (D)</b>		<b>124.5</b>	2023년 1/27일 기준
<b>총 기업가치 (A)+(B)-(C)-(D)</b>		<b>21,167.0</b>	
주식수(천주)		92,466	유통주식수
주당 NAV(원)		228,916	
<b>목표주가(원)</b>		<b>230,000</b>	
현재주가(원)		162,100	1월 31일 기준
<b>상승여력</b>		<b>42%</b>	

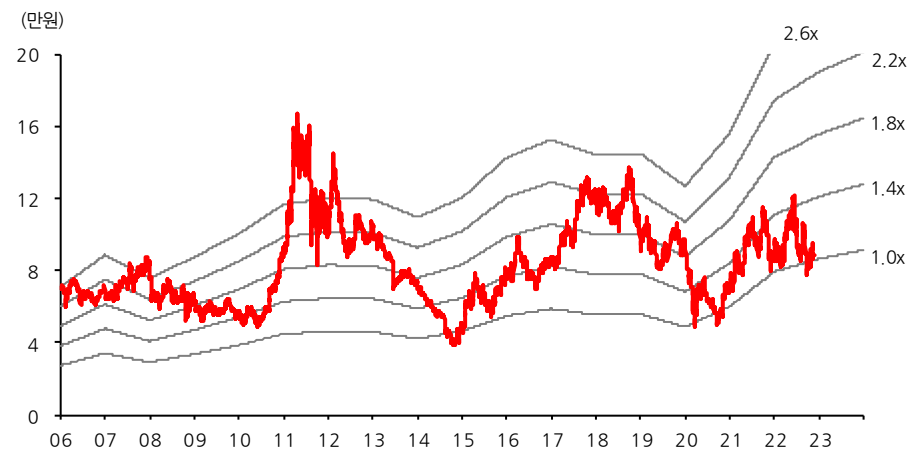
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 133] SK 이노베이션 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 134] SK 이노베이션 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표 12] SK 이노베이션 밸류에이션 히스토리

구분		2018	2019	2020	2021	2022E	평균
PER	최저	7.0	7.8	-	11.5	5.5	6.4
	최고	9.7	12.5	181.2	107.3	17.3	65.6
	평균	8.3	10.3	-	34.8	10.2	0.9
PBR	최저	0.8	0.7	0.3	0.9	0.6	0.6
	최고	1.0	0.9	1.1	1.7	1.3	1.2
	평균	0.9	0.8	0.7	1.3	0.8	0.9
EV/EBITDA	최저	3.9	4.5	5.0	6.7	3.8	4.8
	최고	5.4	6.7	18.4	20.2	8.3	11.8
	평균	4.6	5.9	12.2	11.6	5.7	8.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표13] SK이노베이션 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	202EE	2023E
<b>매출액</b>	<b>16,261.5</b>	<b>19,905.3</b>	<b>22,753.4</b>	<b>21,423.0</b>	<b>19,948.4</b>	<b>20,193.0</b>	<b>20,457.4</b>	<b>19,038.8</b>	<b>46,842.9</b>	<b>80,343.2</b>	<b>79,637.7</b>
QoQ(%)	14.7%	22.4%	14.3%	-5.8%	-6.9%	1.2%	1.3%	-6.9%			
YoY(%)	72.9%	76.9%	82.4%	51.0%	22.7%	1.4%	-10.1%	-11.1%	35.6%	71.5%	-0.9%
*Dubai유(\$/b)	95.4	107.7	96.9	84.9	80.0	82.0	84.0	85.0	69.3	96.2	82.8
정유	10,642.7	14,016.1	15,769.1	14,391.7	13,316.7	13,273.7	13,428.4	12,245.2	29,597.1	54,819.6	52,263.9
화학	2,806.0	2,892.8	2,912.2	2,565.3	2,539.1	2,568.9	2,642.2	2,618.7	9,543.3	11,176.3	10,368.9
유탄기유	1,042.9	1,228.0	1,414.6	1,339.7	1,206.7	1,234.2	1,244.1	1,157.9	3,350.9	5,025.2	4,842.8
E&P	420.2	399.5	378.8	260.5	211.9	208.5	214.7	211.3	420.0	1,459.0	846.4
배터리	1,259.9	1,288.0	2,194.2	2,804.0	2,697.0	2,925.3	2,935.3	2,802.3	3,039.8	7,546.1	11,359.9
소재	134.2	138.9	135.3	170.2	171.8	177.8	180.2	217.8	464.5	578.6	747.6
기타	-44.4	-58.0	-50.8	61.8	-22.9	-17.5	-7.3	3.5	427.3	-91.5	-44.1
<b>영업이익</b>	<b>1,649.1</b>	<b>2,329.2</b>	<b>704.0</b>	<b>-17.1</b>	<b>488.5</b>	<b>1,243.1</b>	<b>1,436.8</b>	<b>1,186.4</b>	<b>1,754.2</b>	<b>4,665.1</b>	<b>4,354.8</b>
OPM(%)	10.1%	11.7%	3.1%	-0.1%	2.4%	6.2%	7.0%	6.2%	3.7%	5.8%	5.5%
QoQ(%)	1202.4%	41.2%	-69.8%	적전	흑전	154.5%	15.6%	-17.4%			
YoY(%)	182.2%	318.9%	6.1%	적전	-70.4%	-46.6%	104.1%	흑전	흑전	165.9%	-6.7%
정유	1,506.7	2,229.1	316.5	-190.0	342.0	982.0	1,027.4	777.4	1,161.6	3,862.3	3,128.8
OPM(%)	14.2%	15.9%	2.0%	-1.3%	2.6%	7.4%	7.7%	6.3%	3.9%	7.0%	6.0%
정제마진(\$/bb)	26.3	23.9	-0.1	8.6	11.1	12.5	11.9	11.2	8.5	14.7	11.7
석유화학	31.2	76.0	108.3	66.5	58.5	53.2	66.8	77.5	161.6	282.0	256.0
OPM(%)	1.1%	2.6%	3.7%	2.6%	2.3%	2.1%	2.5%	3.0%	1.7%	2.5%	2.5%
유탄기유	211.6	255.2	336.0	293.4	226.3	258.0	267.8	216.6	960.9	1,096.2	968.8
OPM(%)	20.3%	20.8%	23.8%	21.9%	18.8%	20.9%	21.5%	18.7%	28.7%	21.8%	20.0%
E&P	198.2	166.2	160.5	113.0	108.6	108.3	111.5	108.1	143.2	637.9	436.5
OPM(%)	47.2%	41.6%	42.4%	43.4%	51.3%	51.9%	51.9%	51.2%	34.1%	43.7%	51.6%
배터리	-273.4	-326.6	-134.6	-225.8	-107.9	-41.0	58.7	84.1	-683.1	-960.4	-6.1
OPM(%)	-25.6%	-25.9%	-10.5%	-10.3%	-3.8%	-1.5%	2.0%	2.9%	-42.4%	-31.6%	-0.1%
소재	-3.1	-13.0	-27.0	-23.0	-7.6	8.4	23.4	27.2	89.2	-66.1	51.4
OPM(%)	-2.3%	-9.4%	-20.0%	-13.5%	-4.4%	4.7%	13.0%	12.5%	19.2%	-11.4%	6.9%
<b>당기순이익</b>	<b>863.3</b>	<b>1,338.5</b>	<b>175.2</b>	<b>-113.4</b>	<b>208.0</b>	<b>686.4</b>	<b>810.5</b>	<b>650.3</b>	<b>501.0</b>	<b>2,263.6</b>	<b>2,355.1</b>
<b>지배순이익</b>	<b>793.7</b>	<b>1,276.1</b>	<b>74.8</b>	<b>-136.0</b>	<b>124.8</b>	<b>583.4</b>	<b>688.9</b>	<b>552.8</b>	<b>304.6</b>	<b>2,008.7</b>	<b>1,949.8</b>
순이익률(%)	5.3%	6.7%	0.8%	-0.5%	1.0%	3.4%	4.0%	3.4%	1.1%	2.8%	3.0%

자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	34,550	46,843	80,343	78,038	80,895
매출총이익	-328	4,194	7,632	7,152	8,107
영업이익	-2,420	1,754	4,665	4,355	5,207
EBITDA	-1,053	3,268	6,485	6,693	7,876
순이자손익	-285	-330	-452	-675	-731
외화관련손익	48	-182	-851	0	0
지분법손익	-29	575	76	0	0
세전계속사업손익	-2,758	831	3,512	3,680	4,476
당기순이익	-2,147	501	2,264	2,355	2,865
지배주주순이익	-2,173	305	2,009	1,950	2,435
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-29.9	35.6	71.5	-2.9	3.7
영업이익	적전	흑전	165.9	-6.7	19.6
EBITDA	적전	흑전	98.4	3.2	17.7
순이익	적전	흑전	351.8	4.0	21.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-0.9	9.0	9.5	9.2	10.0
영업이익률	-7.0	3.7	5.8	5.6	6.4
EBITDA 이익률	-3.0	7.0	8.1	8.6	9.7
세전이익률	-8.0	1.8	4.4	4.7	5.5
순이익률	-6.2	1.1	2.8	3.0	3.5

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	2,851	-483	378	4,986	4,839
당기순이익	-2,147	501	2,264	2,355	2,865
자산상각비	1,367	1,514	1,820	2,338	2,669
운전자본증감	4,272	-2,585	-3,700	628	-339
매출채권 감소(증가)	1,817	-1,881	-1,283	1,028	-519
재고자산 감소(증가)	2,635	-4,126	-4,399	1,648	-832
매입채무 증가(감소)	-2,679	1,550	2,846	-2,035	1,027
투자현금흐름	-4,129	-4,123	-5,640	-4,923	-6,716
유형자산처분(취득)	-3,757	-2,285	-5,892	-4,595	-6,342
무형자산 감소(증가)	-114	-78	-220	-94	-129
투자자산 감소(증가)	-35	2	26	-130	-136
재무현금흐름	2,145	5,030	4,929	2,000	2,000
차입금의 증가(감소)	2,438	1,593	4,604	2,000	2,000
자본의 증가(감소)	-645	-25	0	0	0
배당금의 지급	-149	-25	0	0	0
총현금흐름	-1,004	2,513	4,944	4,358	5,178
(-)운전자본증가(감소)	-4,260	1,681	3,086	-628	339
(-)설비투자	3,763	3,188	5,958	4,595	6,342
(+)자산매각	-108	825	-154	-94	-129
Free Cash Flow	-615	-1,531	-4,254	297	-1,633
(-)기타투자	210	2,667	168	104	109
잉여현금	-825	-4,198	-4,422	193	-1,741
NOPLAT	-1,755	965	3,006	2,787	3,332
(+) Dep	1,367	1,514	1,820	2,338	2,669
(-)운전자본투자	-4,260	1,681	3,086	-628	339
(-)Capex	3,763	3,188	5,958	4,595	6,342
OpFCF	109	-2,390	-4,218	1,158	-679

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	13,295	21,482	28,364	27,925	29,581
현금성자산	5,025	7,484	6,680	8,873	9,131
매출채권	3,040	5,130	7,914	6,885	7,405
재고자산	3,878	7,849	12,682	11,034	11,866
비유동자산	25,203	28,076	36,036	38,492	42,402
투자자산	6,101	6,819	8,352	8,456	8,565
유형자산	17,878	19,350	25,629	28,034	31,853
무형자산	1,224	1,907	2,056	2,001	1,985
<b>자산총계</b>	<b>38,498</b>	<b>49,557</b>	<b>64,401</b>	<b>66,416</b>	<b>71,984</b>
유동부채	11,015	14,512	27,153	26,149	28,208
매입채무	7,381	11,324	15,656	13,622	14,649
유동성이자부채	3,265	2,716	10,756	11,756	12,756
비유동부채	12,025	15,412	14,873	15,944	17,017
비유동이자부채	11,541	14,772	13,078	14,078	15,078
<b>부채총계</b>	<b>23,040</b>	<b>29,924</b>	<b>42,026</b>	<b>42,092</b>	<b>45,225</b>
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,942	7,698	7,794	7,794	7,794
이익잉여금	9,891	10,211	12,034	13,984	16,419
자본조정	-1,762	-1,054	-912	-912	-912
자기주식	-1,634	-1,559	-1,420	-1,420	-1,420
<b>자본총계</b>	<b>15,458</b>	<b>19,633</b>	<b>22,374</b>	<b>24,324</b>	<b>26,759</b>

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	-23,498	3,293	24,260	23,549	29,410
BPS	155,153	184,853	206,839	227,646	253,630
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-10,713	26,821	52,755	46,504	55,252
ROA(%)	-5.6	0.7	3.5	3.0	3.5
ROE(%)	-13.6	1.9	10.9	9.6	10.8
ROIC(%)	-8.1	4.2	10.2	8.0	8.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-8.1	72.4	6.1	6.9	5.5
PBR	1.2	1.3	0.7	0.7	0.6
PSR	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
PCR	-17.7	8.9	2.8	3.5	2.9
EV/EBITDA	-26.1	9.9	4.8	4.8	4.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	149.0	152.4	187.8	173.0	169.0
Net debt/Equity	63.3	51.0	76.7	69.7	69.9
Net debt/EBITDA	-928.6	306.1	264.5	253.4	237.4
유동비율	120.7	148.0	104.5	106.8	104.9
이자보상배율(배)	n/a	4.5	7.8	5.8	6.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	65.4	63.6	69.2	67.2	69.2
현금+투자자산	34.6	36.4	30.8	32.8	30.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	48.9	47.1	51.6	51.5	51.0
자기자본	51.1	52.9	48.4	48.5	49.0

# S-Oil (010950)

관점의 차이: 4Q22 이후 실적 개선에 더 무게를 둘 때



▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

## Buy (신규)

목표주가(신규): 120,000원

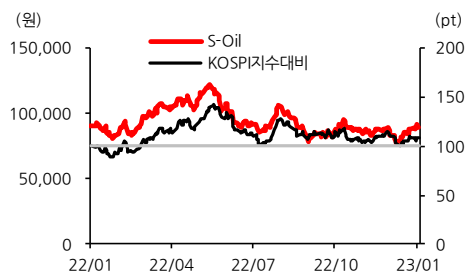
현재 주가(1/31)	88,200원
상승여력	▲36.1%
시가총액	99,298억원
발행주식수	112,583천주
52 주 최고가 / 최저가	121,500 / 77,600원
90 일 일평균 거래대금	313.17억원
외국인 지분율	80.2%
주주 구성	
AramcoOverseasCompanyBV	63.4%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%
김형배 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	2.1	-3.9	-2.0
상대수익률(KOSPI)	-2.7	-3.6	-2.8	6.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	27,464	42,300	34,972	34,617
영업이익	2,141	3,472	3,283	3,236
EBITDA	2,793	4,124	3,972	4,011
지배주주순이익	1,379	1,981	2,325	2,279
EPS	12,114	17,369	20,512	20,110
순차입금	3,871	4,630	2,957	3,122
PER	7.1	4.7	4.3	4.4
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.9	3.4	3.3	3.3
배당수익률	4.4	8.0	4.5	4.5
ROE	21.8	25.8	25.4	21.0

### 주가 추이



S-Oil에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 12만원을 제시하며 분석을 개시합니다. 최근 정제마진이 다소 조정됐으나, 러시아산 석유제품에 대한 제재, 중국 수요 회복 등을 고려하면 여전히 공급은 타이트하다는 의견입니다. 1Q23 실적과 더불어 주가 또한 반등할 것으로 예상해 긍정적인 의견을 제시합니다.

### 4Q22 OP -931억원으로 컨센서스 대폭 하회 전망

4Q22 영업이익은 -934억원으로 적자전환할 전망이다. 정제마진 개선에도 불구하고 유가/환율 하락에 대규모 재고평가손실(-3,713억원)이 반영된 결과이다. 부문별 실적은 정유(-3,527억원)으로 가장 부진하고, 화학(-104억원)과 윤활(2,698억원)도 계절적 비수기에 QoQ 감익을 전망한다.

### 영업적자 시현에도 여전히 견조한 펀더멘탈

최근 1) 경기 부진, 2) 중국의 코로나19 확산으로 인한 수요 감소와 3) 중국 수출 쿼터 확대 등 부정적인 환경에도 불구하고 정제마진은 22\$/b 수준으로 견조하다. 중국 수출 쿼터 확대에 대한 부담은 러시아 수출 제재, 리오프닝과 유가 안정화에 따른 수요 증가로 대부분 해소될 것으로 전망한다. 유가 또한 OPEC+의 감산, SPR 방출 종료 등을 고려하면 유가는 더 이상 하락을 전망하기 힘들다. 따라서 실적은 4Q22 바닥을 지나 과거 호황기를 뛰어넘는 수준으로 빠르게 회복할 전망이다.

### 업사이클의 최대 수혜주 및 중/장기 성장성 불확실성 해소

S-Oil에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 12만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 BPS 추정치 85,358원에 Target PBR 1.4배를 적용했다. Target PBR은 이전 업사이클이었던 2016~17년 평균 PBR 1.8배에 20% 할인적용했다. 동사 주가는 정제마진 Peak out과 4Q22 영업적자 전망에 밸류에이션은 PBR 1.1배까지 하락했다. 그러나 시황은 2022년을 제외한다면 여전히 견고하며, 실적 부진은 일시적이다. 동사 주가가 향후 실적 방향성과 동행한다는 점과 현재의 정유 호황을 고려하면 낮아진 주가는 오히려 매수 기회로 삼을 수 있다는 판단이다. 중국의 리오프닝 효과가 생각보다 강하게 나타난다면, 추후 밸류에이션 상향 가능성도 고려해야 할 것이다.

## 1. 투자포인트 분석

### >> 2023 년에도 이어질 정유 호황

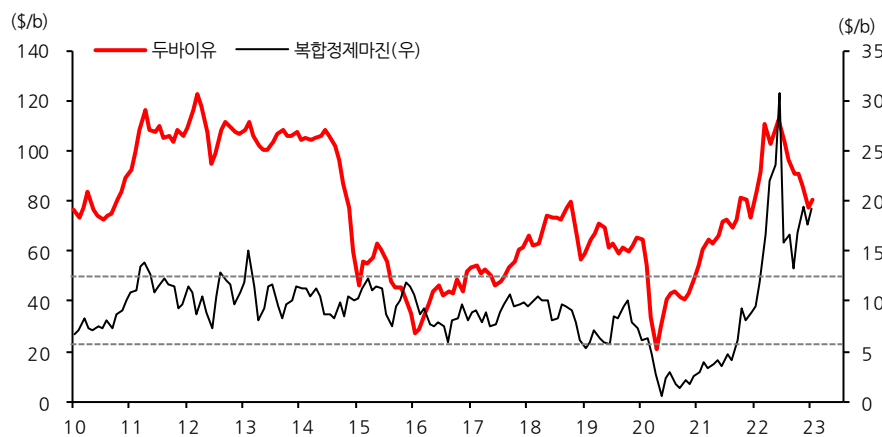
유가가 추가 하락하지 않는다면 2023년 등/경유 마진은 각각 29.6\$/b, 29.7\$/b로 초강세가 이어지며 전체 정유 호황을 견인할 것으로 전망한다. 2023년 예상 복합정제마진은 2022년 대비 조정된 15.7\$/b을 예상하나 여전히 호황기 수준이다.

2023년 정유 호황을 예상하는 이유는 1) 코로나19 이후 진행된 대규모 설비 폐쇄로 2022~'23년 증설 효과 일부가 상쇄될 것이며, 2) 러시아산 원유(22.12.05), 석유(23/2/5) 수출 제재로 등/경유 공급 부족이 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 이 경우 러시아산 에너지를 대체하기 위해 아시아 석유제품 수입이 확대되며 역내 수급 밸런스는 타이트하게 유지될 전망이다. 3) 또한, 낮은 등/경유 재고 수준과 4) LNG 강세도 하방을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

중국의 수출 쿼터 확대를 우려할 수 있지만, 러시아 석유제품에 대한 제재 시행, 리오프닝 및 유가 하락에 따른 수요 증가 등을 고려하면 그 영향은 오래 지속되기 힘들 것이다. 또한, 이번 발표된 1.51억배럴은 이래적으로 작았던 2022년을 제외하면 평범한 수준이다.

S-Oil은 대주주와 장기계약을 통해 원유를 도입하고 있으며, 등/경유 합산 비중도 53%로 높다. 정유사업 노출도가 70% 이상으로 정유 업황에 국내 업체 중 가장 민감하게 반응하기에 실적개선과 함께 주가 반등이 섹터 내에서 가장 강하게 나타날 종목이라는 판단이다.

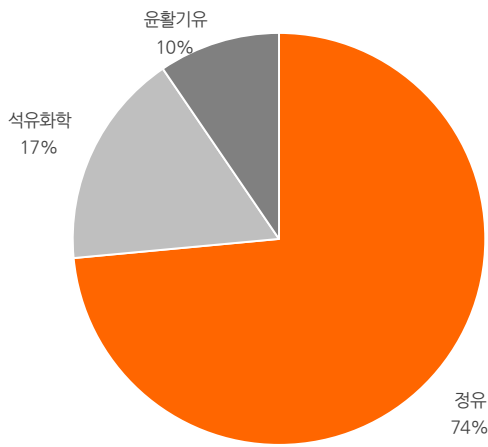
[그림 135] 유가 및 정제마진 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

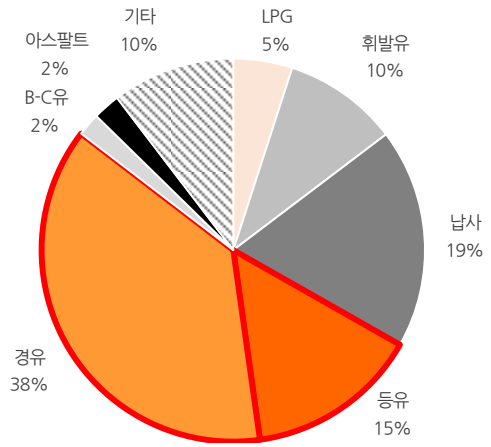


[그림 136] S-Oil 사업부별 매출 비중



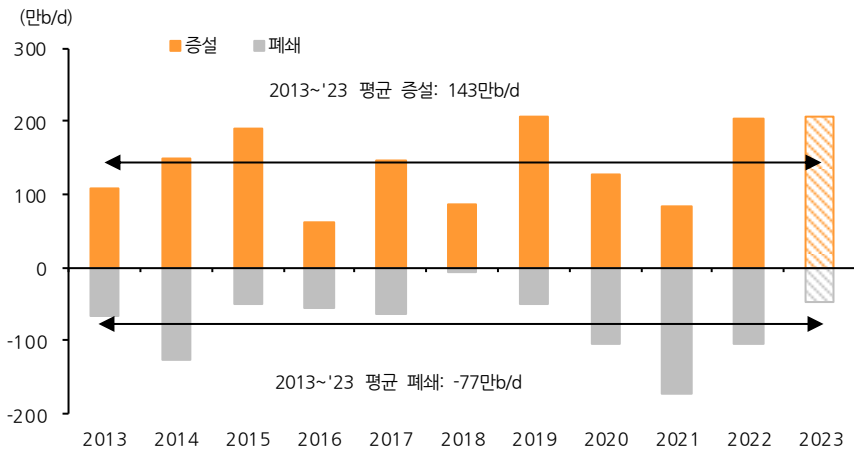
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림 137] S-Oil 제품별 생산 비중(등/경유 비중: 53%)



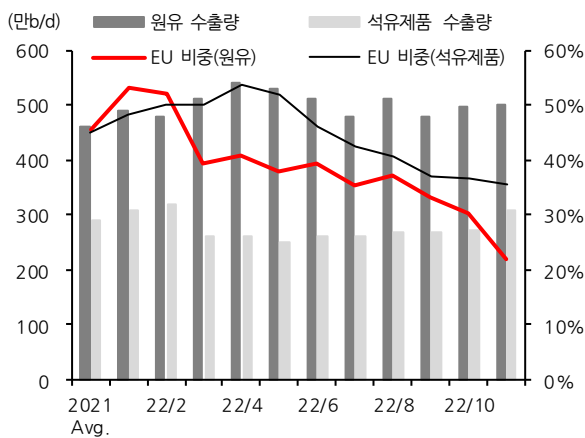
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림 138] 2020~'23년 경제설비 -430만 b/d 폐쇄 (2015~'19년 -225만 b/d 폐쇄)



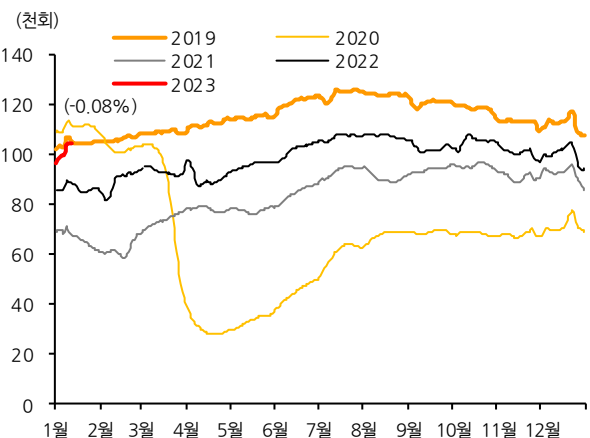
자료: IEA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 139] 러시아 원유/석유제품 수출량 현황



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 140] 여객 운항수, 2019년 수준으로 빠르게 회복 중



자료: 한화투자증권 리서치센터

### ▶ Shaheen project: 중/장기 성장성에 대한 우려 해소

동사는 2026년까지 9.3조원을 투자해 경제성 낮은 Heavy oil을 스팀 크래커 원료인 LPG/납사로 전환하는 공정(TC2C, 4.6만b/d)과 화학제품을 생산하는 스팀 크래커를 신설하는 Shaheen project를 발표했다. TC2C 기술을 적용해 화학제품 수율이 70% 이상으로 크게 향상된 것이 특징이다. 최종 제품은 에틸렌(58만톤)/프로필렌(77만톤) 등 모노머와 LLDPE(88만톤) HDPE(44만톤)다. 전체 석유제품 소비의 50%를 차지하는 육상운송 수요가 점차 감소할 전망이다 반면 석유화학 수요 증가세는 이어질 것이라는 점을 고려하면 이번 투자는 지속가능성에 대한 우려를 해소할 전략적 투자라고 분석한다.

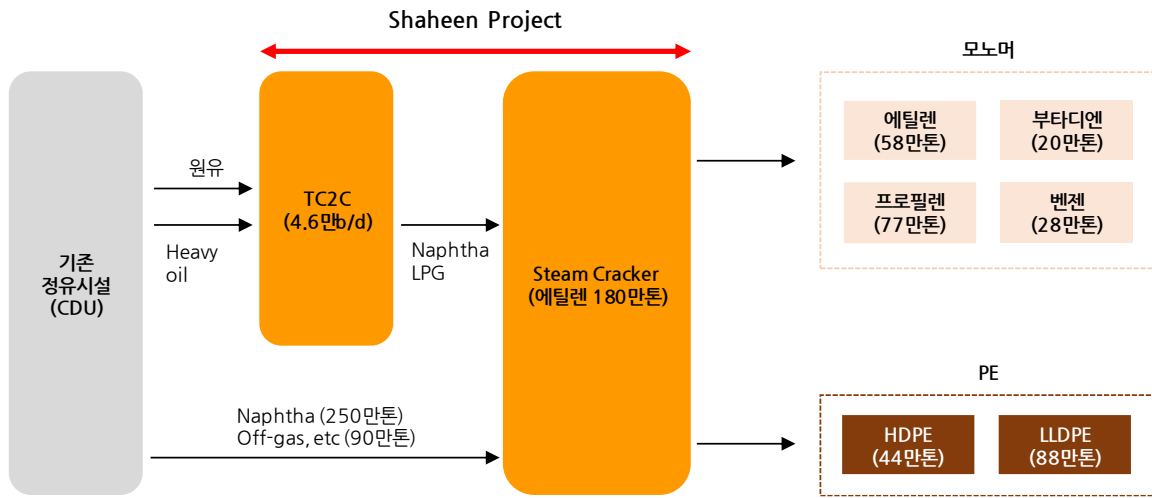
이번 프로젝트 수행으로 기대되는 점은 1) 수익성 향상(정유-화학 수직계열화 시너지), 2) 중/장기 성장 동력 확보다.

1) 수익성 향상: TC2C 기술은 “-마진 제품인 HSFO를 활용해 크래커 feedstock인 납사/LPG 등을 생산하는데, 납사 수율이 65%로 높기에 화학 제품 생산 또한 크게 늘어난다. 과거 10년 평균 가격으로 단순 계산한 TC2C의 NCC 대비 영업이익 개선폭은 2,381억원/년인데, 수직계열화 시너지(운송료/유틸리티 비용 절감)을 고려할 때 실제 수익성은 이보다 훨씬 클 것으로 예상된다. 회사 자료에 따르면 정제마진/이익 개선 효과는 4.5\$/b, 1.4조원/년이다.

2) 중/장기 성장 동력 확보: 2030년까지 글로벌 에틸렌/프로필렌 수요는 CAGR +3% 증가할 것으로 예상돼, 이번 투자 결정으로 지속가능성에 대한 의문을 해소하고, 성장 동력을 확보했다는 판단이다. 또한 설비가 완공되는 2027년에는 화학 업황이 공급과잉으로 인한 부진한 시황에서 mid-cycle 수준으로 회복될 것으로 추정돼 정유 시황이 peak out하더라도 동사 실적은 견조한 수준을 이어나갈 수 있을 것으로 기대한다.

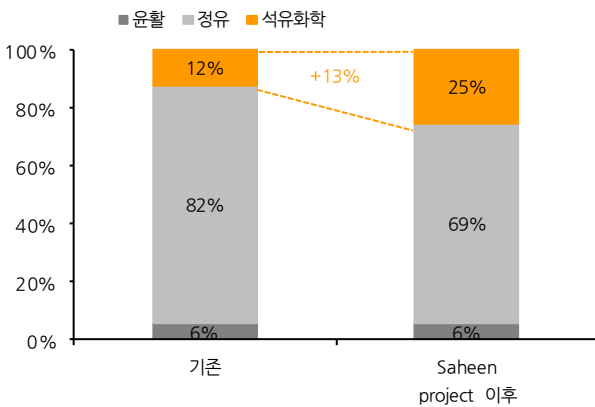
총 투자금액이 9.3조원에 이르는 대형 프로젝트지만 자금 조달 관련한 리스크는 제한적이다. 외부 차입 비중은 29% 수준인 2.7조원에 불과한데, 그마저도 0.8조원은 ARAMCO과 대여금 제공 방안을 논의 중이라 시정 금리 대비 저렴하게 조달 가능할 것으로 보인다. 또한, 업황이 예상대비 더 양호할 시 외부 차입금은 이보다 더 줄어들 수 있다고 밝혔는데, 타이트한 공급(정유), cycle 반등(화학)을 고려할 때 차입 규모 축소 가능성이 고려해야 할 것이다.

[그림 141] Shaheen Project 개요: Heavy Oil → Naphtha/LPG → 모노머/PE



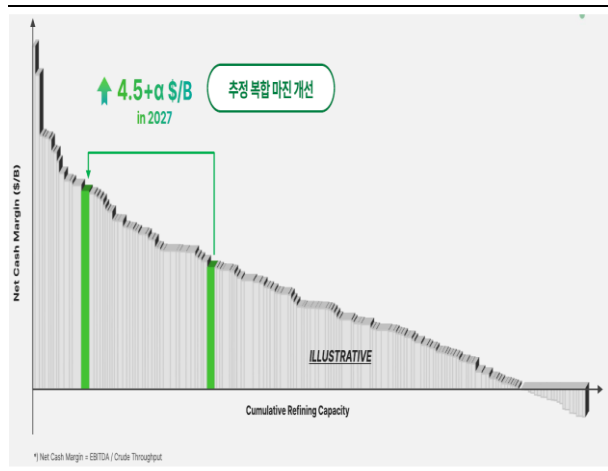
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림 142] Shaheen project 이후 화학 생산 비중 +13% 증가  
감소한 정유 비중은 대부분 저마진 제품인 HSFO 일 것



자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림 143] 화학 비중 증가로 경제마진 4.5\$/b 개선 기대  
(PE 기준 530~550\$/톤 스프레드 가정)



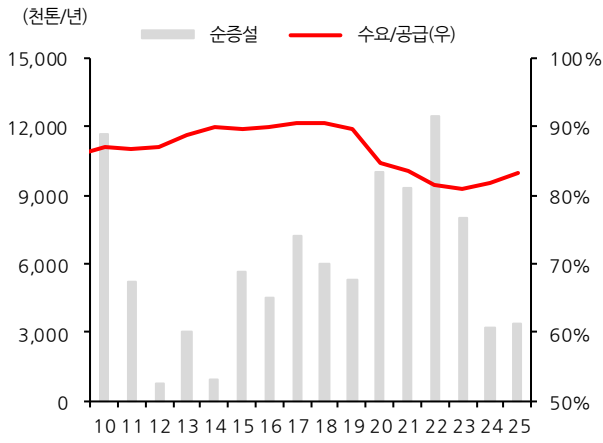
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[표 14] Shaheen project, NCC 대비 단순 이익 개선폭 2,381 억원 수준

원가				
NCC	납사(671\$/톤) * 100% = 671\$/톤			
Saheen	납사(671\$/톤) * 63% + HSFO(506\$/톤) * 37% = 608\$/톤			
원가 절감 효과	-63\$/톤(-9%)			
제품	생산량(만톤)	가격(\$/톤)	NCC Spread(\$/톤)	Shaheen Spread(\$/톤)
에틸렌	58	978	307	370
프로필렌	77	934	263	326
부타디엔	20	1,258	587	650
벤젠	28	806	135	198
LLDPE	88	1,095	424	487
HDPE	44	1,136	465	528
<b>NCC 대비 이익 향상폭</b>				<b>2,381억원/년</b>

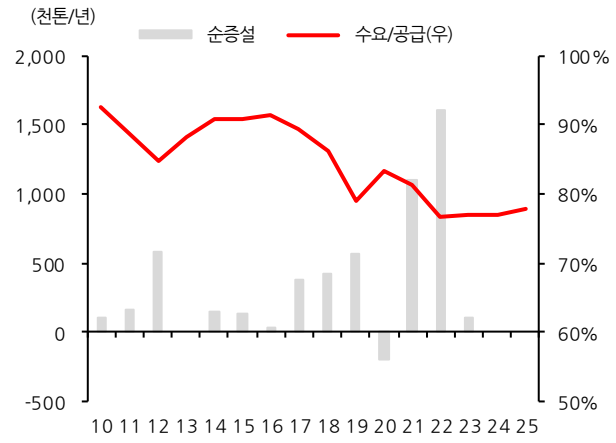
주: 가격은 2010~22년 평균, 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 144] 글로벌 에틸렌 순증설 및 수급밸런스 전망



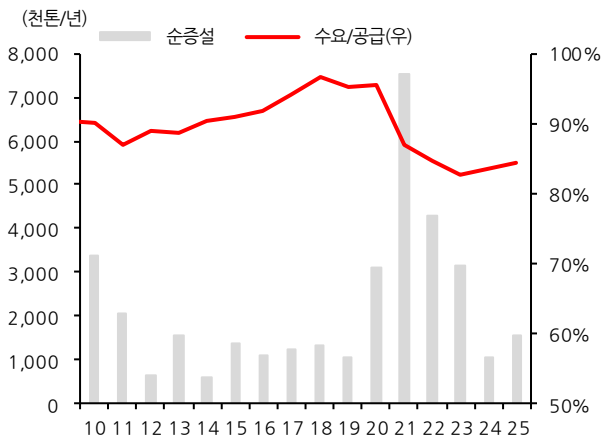
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 145] 국내 에틸렌 순증설 및 수급 밸런스 전망



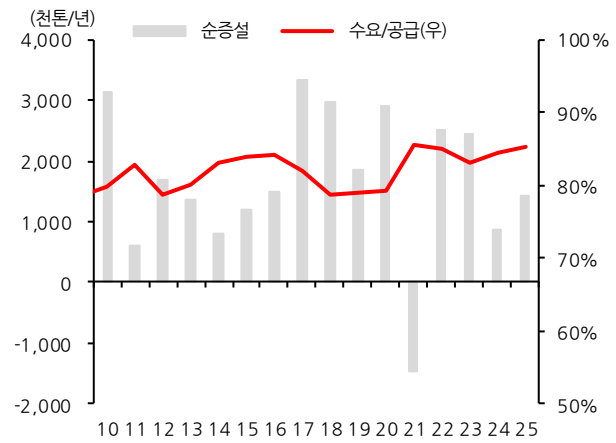
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 146] 글로벌 HDPE 순증설 및 수급밸런스 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 147] 글로벌 LDPE 순증설 및 수급밸런스 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션

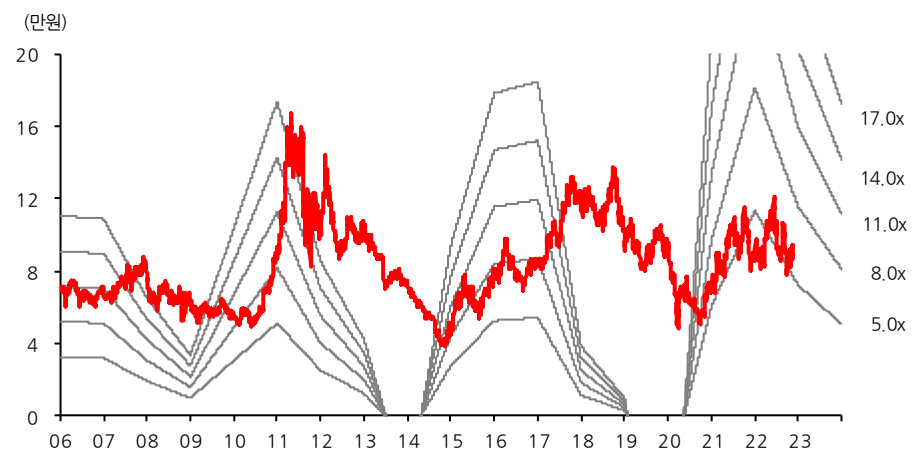
### ➤ 투자 의견 BUY, 목표주가 12만원(Target PBR: 1.4 배)

S-Oil에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 12만원으로 분석을 개시한다.

목표주가는 2023년 BPS 추정치 85,358원에 Target PBR 1.4배를 적용했다. Target PBR은 이전 업사이클이었던 2016~'17년 평균 PBR 1.8배에 20% 할인된 값이다.

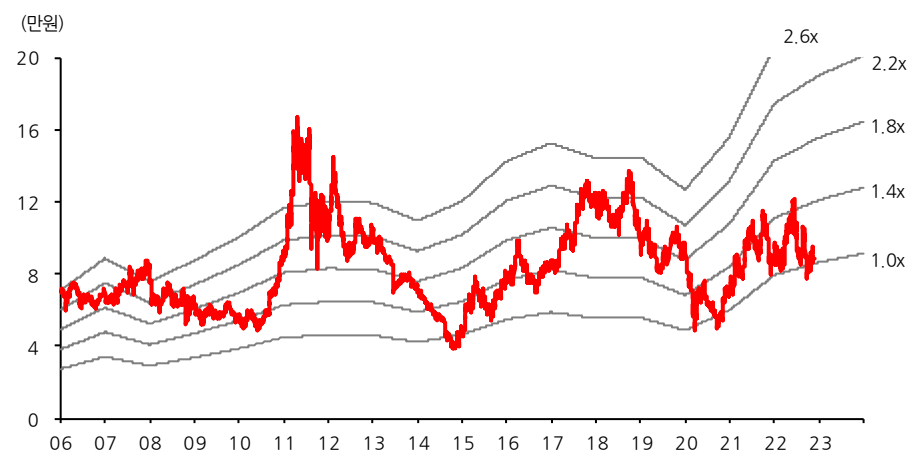
유가하락에 따른 단기 실적 악화는 아쉬우나, 정제마진은 여전히 과거 최상단 수준으로 호황기 마진을 이어나갈 전망이다. 중국 방역조치 변화가 예상보다 더 일찍 발생한만큼 마진/유가 조정은 시장의 우려보다 더 일찍 종료될 수 있겠다. 향후 1) 러시아 석유제품 수출 감소, 2) 중국의 수요 증가가 가시화된다면 업황 변화를 고려해 밸류에이션 상향도 가능할 것으로 기대한다.

[그림 148] S-Oil 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 149] S-Oil 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표15] S-Oil 밸류에이션 히스토리

구분		2018	2019	2020	2021	2022E	평균
PER	최저	8.4	7.8	-	5.8	2.9	6.2
	최고	15.4	42.3	145.9	20.4	7.4	46.3
	평균	11.5	21.2	-	11.2	5.1	12.3
PBR	최저	1.6	1.3	0.8	1.3	1.0	1.2
	최고	2.2	1.9	1.5	1.9	1.6	1.8
	평균	1.9	1.6	1.2	1.6	1.3	1.5
EV/EBITDA	최저	6.3	6.2	4.4	4.3	2.0	4.6
	최고	10.5	13.2	11.3	11.7	5.1	10.4
	평균	8.5	10.1	7.1	7.2	3.6	7.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표16] S-Oil 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>9,287.0</b>	<b>11,442.4</b>	<b>11,122.6</b>	<b>10,448.3</b>	<b>8,585.6</b>	<b>8,730.7</b>	<b>8,884.4</b>	<b>8,771.0</b>	<b>27,463.9</b>	<b>42,300.3</b>	<b>34,971.8</b>
QoQ(%)	12.0%	23.2%	-2.8%	-6.1%	-17.8%	1.7%	1.8%	-1.3%			
YoY(%)	73.8%	70.5%	56.3%	26.0%	-7.6%	-23.7%	-20.1%	-16.1%	63.2%	54.0%	-17.3%
*Dubai유(\$/b)	95.4	107.7	96.9	84.9	80.0	82.0	84.0	85.0	69.3	96.2	82.8
경유	7,179.1	9,252.1	9,015.7	8,800.1	7,156.1	7,212.5	7,260.1	7,266.9	20,190.7	34,247.1	28,895.6
석유화학	1,366.2	1,302.3	1,161.5	885.9	799.9	799.2	855.9	861.6	4,657.3	4,715.9	3,316.6
유탄기유	741.7	888.0	945.4	762.3	629.6	719.0	768.4	642.5	2,615.8	3,337.4	2,759.5
<b>영업이익</b>	<b>1,332.0</b>	<b>1,722.0</b>	<b>511.7</b>	<b>-93.4</b>	<b>491.0</b>	<b>969.8</b>	<b>994.2</b>	<b>827.5</b>	<b>2,140.9</b>	<b>3,472.1</b>	<b>3,282.5</b>
OPM(%)	14.3%	15.0%	4.6%	-0.9%	5.7%	11.1%	11.2%	9.4%	7.8%	8.2%	9.4%
QoQ(%)	240.4%	29.3%	-70.3%	적전	흑전	97.5%	2.5%	-16.8%			
YoY(%)	111.7%	201.6%	-6.9%	적전	-63.1%	-43.7%	94.3%	흑전	흑전	62.2%	-5.5%
정유	1,202.2	1,445.1	78.8	-352.7	255.2	672.8	692.1	586.5	908.2	2,373.4	2,206.5
OPM(%)	16.7%	15.6%	0.9%	-4.0%	3.6%	9.3%	9.5%	8.1%	4.5%	6.9%	6.4%
경제마진(\$/bbl)	22.4	20.3	-1.1	7.3	11.8	13.1	12.3	11.7	7.8	13.8	12.9
석유화학	-65.6	18.0	56.1	-10.4	25.9	31.7	26.0	22.0	243.7	-1.9	105.6
OPM(%)	-4.8%	1.4%	4.8%	-1.2%	3.2%	4.0%	3.0%	2.6%	9.3%	-0.1%	3.8%
PX-Spread	200.3	359.7	350.8	306.3	310.0	323.0	330.8	331.0	243.7	-1.9	105.6
유탄기유	195.3	258.9	376.7	269.8	209.9	265.3	276.1	219.1	989.0	1,100.7	970.4
OPM(%)	26.3%	29.2%	39.8%	35.4%	33.3%	36.9%	35.9%	34.1%	37.8%	33.0%	35.2%
<b>당기순이익</b>	<b>870.8</b>	<b>1,014.2</b>	<b>-9.6</b>	<b>105.1</b>	<b>361.7</b>	<b>713.2</b>	<b>731.1</b>	<b>518.7</b>	<b>1,378.5</b>	<b>1,980.5</b>	<b>2,324.7</b>
순이익률(%)	9.4%	8.9%	-0.1%	1.0%	4.2%	8.2%	8.2%	5.9%	5.0%	4.7%	5.8%

자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	16,830	27,464	42,300	34,972	34,617
매출총이익	-537	2,769	4,188	3,829	3,777
영업이익	-1,099	2,141	3,472	3,283	3,236
EBITDA	-468	2,793	4,124	3,972	4,011
순이자손익	-145	-100	-113	-116	-131
외화관련손익	132	-321	0	0	0
지분법손익	4	2	-1	0	0
세전계속사업손익	-1,168	1,878	2,712	3,167	3,105
당기순이익	-796	1,379	1,981	2,325	2,279
지배주주순이익	-796	1,379	1,981	2,325	2,279
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-31.0	63.2	54.0	-17.3	-1.0
영업이익	적전	흑전	62.2	-5.5	-1.4
EBITDA	적전	흑전	47.7	-3.7	1.0
순이익	적전	흑전	43.7	17.4	-1.9
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-3.2	10.1	9.9	10.9	10.9
영업이익률	-6.5	7.8	8.2	9.4	9.3
EBITDA 이익률	-2.8	10.2	9.7	11.4	11.6
세전이익률	-6.9	6.8	6.4	9.1	9.0
순이익률	-4.7	5.0	4.7	6.6	6.6

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,631	1,477	636	3,679	3,091
당기순이익	-796	1,379	1,981	2,325	2,279
자산상각비	631	652	652	689	775
운전자본증감	2,183	-967	-3,200	657	27
매출채권 감소(증가)	108	-772	-445	442	-1
재고자산 감소(증가)	1,030	-1,391	-2,117	903	-2
매입채무 증가(감소)	381	1,066	255	-715	1
투자현금흐름	-636	197	-712	-1,249	-2,790
유형자산처분(취득)	-523	-97	-614	-1,229	-2,769
무형자산 감소(증가)	2	-12	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-6	-3	-1	-1	-1
재무현금흐름	-549	-466	-758	-332	364
차입금의 증가(감소)	-474	-281	-85	425	830
자본의 증가(감소)	-12	-117	-442	-757	-466
배당금의 지급	-12	-117	-442	-757	-466
총현금흐름	-438	2,627	4,118	3,022	3,064
(-)운전자본증가(감소)	-2,179	759	2,466	-657	-27
(-)설비투자	547	272	632	1,229	2,769
(+)자산매각	26	163	19	0	0
Free Cash Flow	1,220	1,759	1,039	2,450	321
(-)기타투자	104	-101	831	20	20
잉여현금	1,115	1,860	207	2,431	301
NOPLAT	-797	1,572	2,536	2,409	2,375
(+) Dep	631	652	652	689	775
(-)운전자본투자	-2,179	759	2,466	-657	-27
(-)Capex	547	272	632	1,229	2,769
OpFCF	1,466	1,193	90	2,526	408

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,997	8,377	10,078	10,855	11,546
현금성자산	1,101	1,973	1,130	3,228	3,894
매출채권	1,354	2,081	2,756	2,314	2,314
재고자산	2,192	3,545	5,624	4,721	4,722
비유동자산	10,694	10,316	10,208	10,767	12,781
투자자산	517	643	515	535	555
유형자산	10,078	9,565	9,591	10,139	12,141
무형자산	99	108	101	93	85
<b>자산총계</b>	<b>15,691</b>	<b>18,693</b>	<b>20,286</b>	<b>21,622</b>	<b>24,328</b>
유동부채	6,565	8,505	9,023	8,358	8,411
매입채무	3,712	5,253	4,456	3,741	3,742
유동성이자부채	2,704	2,893	3,334	3,334	3,334
비유동부채	3,443	3,200	2,877	3,311	4,150
비유동이자부채	3,403	2,951	2,427	2,852	3,682
<b>부채총계</b>	<b>10,008</b>	<b>11,705</b>	<b>11,900</b>	<b>11,669</b>	<b>12,561</b>
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
이익잉여금	4,036	5,334	7,683	9,251	11,065
자본조정	24	31	31	31	31
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>5,682</b>	<b>6,988</b>	<b>8,385</b>	<b>9,953</b>	<b>11,767</b>

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	-7,072	12,114	17,369	20,512	20,110
BPS	48,733	59,929	71,912	85,358	100,912
DPS	0	3,800	6,500	4,000	4,000
CFPS	-3,755	22,527	35,316	25,919	26,274
ROA(%)	-5.0	8.0	10.2	11.1	9.9
ROE(%)	-13.1	21.8	25.8	25.4	21.0
ROIC(%)	-6.9	14.7	21.4	18.6	17.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-9.8	7.1	4.7	4.3	4.4
PBR	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9
PSR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	-18.4	3.8	2.3	3.4	3.4
EV/EBITDA	-27.7	4.9	3.4	3.3	3.3
배당수익률	n/a	4.4	8.0	4.5	4.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	176.1	167.5	141.9	117.2	106.7
Net debt/Equity	88.1	55.4	55.2	29.7	26.5
Net debt/EBITDA	-1,069.9	138.6	112.3	74.4	77.8
유동비율	76.1	98.5	111.7	129.9	137.3
이자보상배율(배)	n/a	19.5	30.1	26.8	23.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	86.8	80.4	88.8	77.4	77.0
현금+투자자산	13.2	19.6	11.2	22.6	23.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	51.8	45.5	40.7	38.3	37.4
자기자본	48.2	54.5	59.3	61.7	62.6

# 한화솔루션 (009830)

이제는 결실을 맞이할 때



▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

## Buy (신규)

목표주가(신규): 67,000원

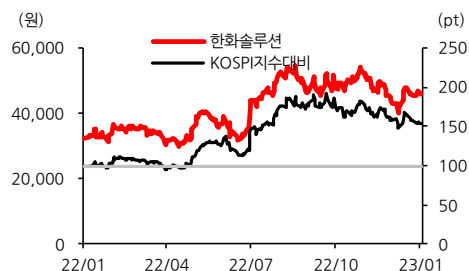
현재 주가(1/31)	45,350원
상승여력	▲47.7%
시가총액	86,745억원
발행주식수	191,278천주
52 주 최고가 / 최저가	54,600 / 30,050원
90 일 일평균 거래대금	798.8억원
외국인 지분율	26.2%
주주 구성	
한화 (외 4 인)	36.5%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.5	-3.9	3.5	40.6
상대수익률(KOSPI)	-3.0	-9.7	4.6	49.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10,725	13,415	13,452	14,483
영업이익	738	1,093	1,188	1,514
EBITDA	1,387	1,809	2,209	2,572
지배주주순이익	619	653	800	1,057
EPS	3,236	3,427	4,200	5,546
순차입금	4,625	6,208	5,398	4,670
PER	11.0	14.0	10.8	8.2
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	8.5	6.4	5.2
배당수익률	-	-	-	-
ROE	8.8	7.6	8.5	10.2

### 주가 추이



한화솔루션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 6.7만원으로 분석을 개시합니다. 제품 포트폴리오로 인해 타 업체 대비 견조한 화학 마진을 가졌을 뿐만 아니라, 2023년부터 태양광 사업의 본격 성장이 기대됩니다. 이에 섹터 내 Top pick으로 제시합니다.

### 4Q Preview: 실적으로 가치 입증

4Q22 OP는 3,094억원으로 컨센서스 3,141억원에 부합할 것으로 예상된다. 케미칼 부문은 건설업 부진으로 PVC 마진 저조하나, 가성소다/TDI는 스프레드 견조해 타 화학사 대비 견조한 수익성을 유지할 전망이다. 태양광 사업부는 영업이익 2,779억원을 기록할 전망이다.

### 2023년, 본격적인 성장의 원년

화학: 2023년에도 부진한 화학 상황이 전망되지만, 동사 화학 사업부는 매출 5.2조원(YoY -12%), OP 2,461억원(YoY -61%, OPM 4.8%)를 달성해 경쟁사 대비 양호한 실적을 이어나갈 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 주력 제품인 PVC는 비교적 증설 우려에서 자유로우며 가성소다/TDI는 생산원가에서 가스/유틸리티 비중이 높아 유럽 업체의 생산 차질이 이어지고 있다.

태양광: 2023년 신재생에너지 부문 매출 7.1조원(YoY +8.6%), 영업이익 6,509억원(YoY +160%, OPM 9.1%)을 전망하며 성장세가 본격적으로 확대될 것으로 예상된다. 전통 에너지 가격 강세로 미국 내 신재생에너지에 대한 인기가 급상승했는데, 정책 지원이 이를 더욱 부추기고 있다. 동사는 2025년까지 미국 내 7GW의 신/증설 계획이어서 향후 10년동안 이어질 IRA 법안의 수혜 정도는 섹터 내에서 독보적이다

### Exponential 모양의 성장 곡선

한화솔루션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 6.7만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 정책 수혜 및 태양광 경쟁력 강화로 성장성과 수익성이 모두 기대되어 긍정적인 의견을 제시한다. 최근 동사는 3.2조원을 투자해 미국 내 모듈 생산능력을 총 8.4GW로 확대하겠다는 계획을 발표했다. 이번 증설은 특히 일관생산체계를 갖추어 생산능력 대비 IRA 법안 수혜 정도는 더욱 클 것으로 기대한다. 목표주가는 SOTP를 통해 산출했다. 목표주가는 2023년 PER 16배, PBR 1.3배 수준이다.



## 1. 투자포인트 분석

### >> 본격적인 성장의 원년

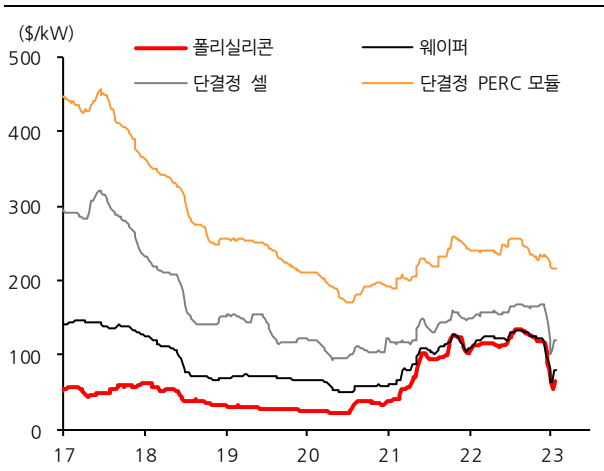
2012년 큐셀을 인수하며 본격적으로 태양광 사업을 확장해온 동사의 노력이 ‘23년부터 드디어 결실을 맺어갈 것으로 예상된다. 폴리실리콘 가격 하락에 원가 부담이 낮아졌고, 태양광 수요는 견조하기 때문이다. 특히, 미국의 IRA 법안에 대응해 미국 내 대규모 태양광 제조설비 투자를 밝혀 향후 동사의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 기대한다.

한화솔루션은 기존 진행중인 1.4GW 모듈 증설 외에 모듈 추가 투자 2.0GW와 일관생산체계를 갖춘 “솔라 허브” 3.3GW 투자 계획을 밝혔다. 이에 ‘24년 말 미국 내 잉곳/웨이퍼/셀 3.3GW와 모듈 8.4GW의 생산능력을 갖출 예정이다.

미국 내 증설은 수익성 향상과 점유율 확대의 일거양득의 효과를 볼 수 있을 전망이다. 미국은 중국산 태양광 모듈에 대해 반덤핑/상계관세를 부과해 사실상 중국산 태양광 모듈 수입은 이미 중단되었고, 동남아를 통해 우회 수입되던 물량마저 상무부 조사에 놓인 처지다. 따라서, 안정적인 공급이 보장되는 미국산 모듈에 대한 선호도는 앞으로도 유지될 가능성이 높다는 판단이다. 그 결과, 최근 원재료 가격의 하락에도 불구하고 미국 모듈 가격은 강세가 유지되고 있다. 이에 단기적으로 마진 확대가 기대되며, IRA법안의 수혜로 중/장기적으로도 경쟁력 강화가 예상된다.

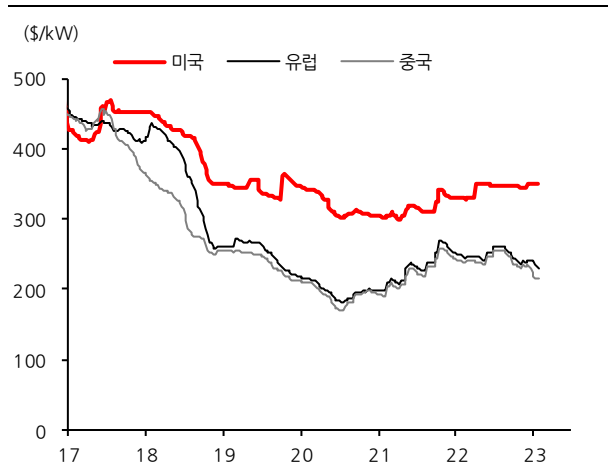
PTC/ITC 확대 및 연장으로 미국의 태양광 설치 수요는 ‘24년부터 본격 성장할 것으로 예상하며, 이에 대한 간접 수혜가 기대된다. 뿐만 아니라, IRA 법안의 AMPC는 미국 내 생산된 태양광 제품에 대해 세액공제를 제공해 원가 하락 효과로 나타날 것이다. 현재 동사가 밝힌 미국 내 생산능력을 바탕으로 계산한 세제 혜택 규모는 최대 8억\$/년에 이를 것으로 전망한다(REC실리콘 지분 21.3% 포함).

[그림 150] 태양광 제품 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 151] 지역별 모듈 가격 추이



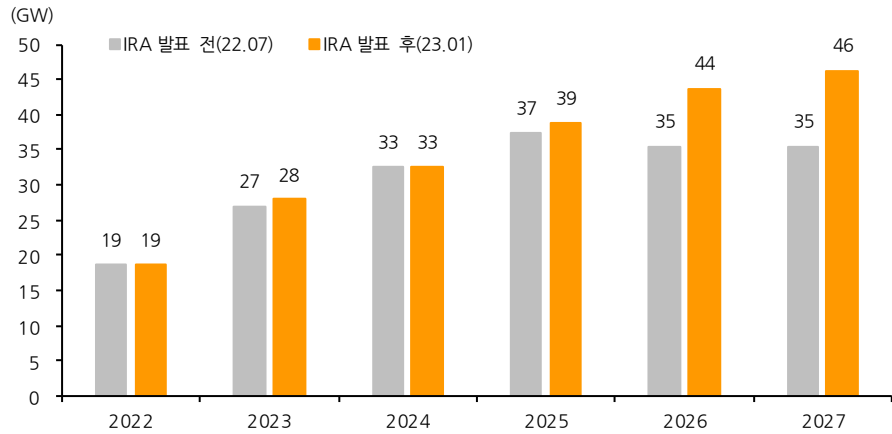
주: High Efficiency Mono PERC Module 기준  
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[표17] IRA 법안 내 태양광 제조 부문 세액 공제

조항	투자세액공제	제조세액공제
대상	23/1/1 이후 건설/증설되는 태양광 제조시설	23/1/1 이후 미국 내 생산/판매되는 품목
내용	투자금액의 30% 공제 (적정임금, 수습 요건 충족 시; 미충족시 6%) 총 100 억달러 규모 (이 중 40 억달러는 에너지 커뮤니티 지역에 할당)	폴리실리콘: 3\$/kg(1.05 cent/W) 웨이퍼: 12\$/m <sup>2</sup> (2.18 cent/W) 셀: 0.04\$/W(4.00 cent/W) 모듈: 0.07\$/W(7.00 cent/W)
기간	지원자는 당국에 공제 허가를 받은 후 2 년 내 건설 완료해야 함	30 년 이후 공제 혜택 감소 30/1/1~: '29 년 대비 75% 31/1/1~: '29 년 대비 50% 32/1/1~: '29 년 대비 25% 33/1/1~: '29 년 대비 0%
비고	중복 수혜 불가	

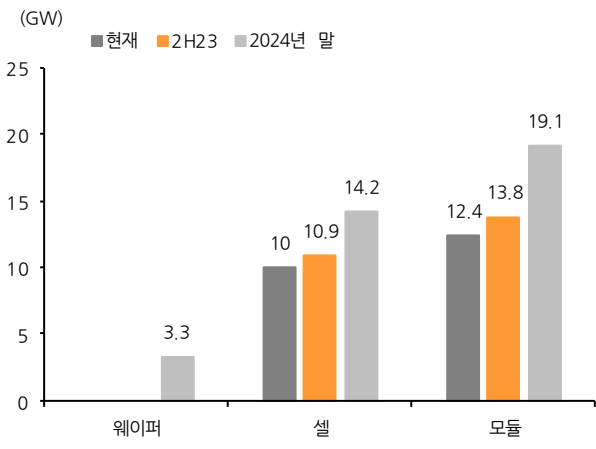
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림152] IRA 발표 전/후 미국 태양광 신규 설치량 전망



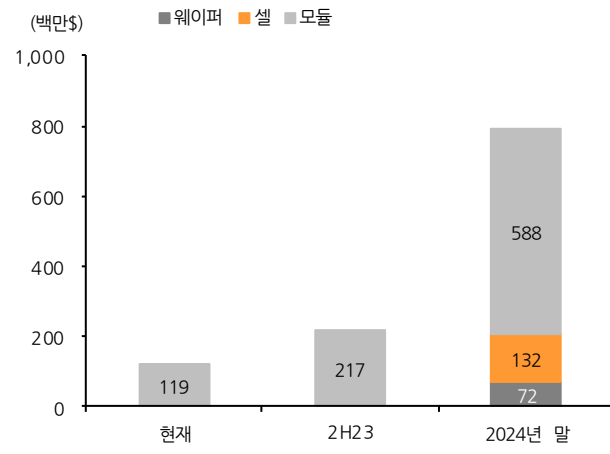
자료: BNEF, 한화투자증권 리서치센터

[그림153] 한화솔루션 태양광 제품 생산능력 전망



자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림154] 한화솔루션 예상 연간 IRA 법안 혜택 규모



자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션

### >> 투자의견 BUY, 목표주가 67,000 원

한화솔루션에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 67,000원으로 분석을 개시한다.

목표주가는 SOTP를 통해 산출했다. 케미칼 부문은 동사와 같이 스페셜티 제품 비중이 높은 LG화학과 금호석유화학의 2023년 평균 EV/EBITDA 5.2배를 적용했으며, 신재생은 First Solar 밸류에이션에 2023년 예상 Capa 차이를 할인 적용하여 산출했다. 첨단소재 사업부는 자동차용 소재를 생산하는 LG화학, 효성첨단소재, 코오롱인더의 평균 멀티플 6.2배를 참고했다.

공급 과잉이 예상되는 업스트림(폴리실리콘/웨이퍼) 가격은 2023년 하락세가 이어질 것으로 예상되는 가운데, 주력 시장인 미국의 모듈 가격은 상대적으로 이에 대한 영향이 제한적일 것으로 전망돼 단기적으로 마진 확대가 예상되는 국면이다. 더구나, IRA 법안 시행으로 연간 8억\$/년에 이르는 세제혜택이 향후 기대되는 만큼 동사의 태양광 사업은 '23년을 기점으로 본격 성장할 전망이다. 또한, PVC 시황 또한 최근 반등의 시그널이 나타나고 있어 긍정적이다. 그에 반해 주가는 PBR 0.8배로 저평가되어 있다는 의견이다. IRA 법안의 최대 수혜주로 기대되는 동사에 Top pick 의견을 제시한다.

[표18] 한화솔루션 밸류에이션 히스토리

구분		2018	2019	2020	2021	2022E	평균
PER	최저	3.6	5.4	4.2	7.0	7.3	5.5
	최고	6.4	7.8	15.6	15.9	13.5	11.8
	평균	5.0	6.8	9.9	10.2	10.7	8.5
PBR	최저	0.4	0.4	0.2	0.7	0.7	0.5
	최고	0.8	0.6	1.3	1.5	1.1	1.1
	평균	0.6	0.5	0.7	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	최저	5.0	6.4	6.6	5.9	6.0	6.0
	최고	7.0	8.1	9.7	10.9	8.3	8.8
	평균	5.9	7.5	8.0	7.7	7.1	7.2

자료: 한화투자증권 리서치센터

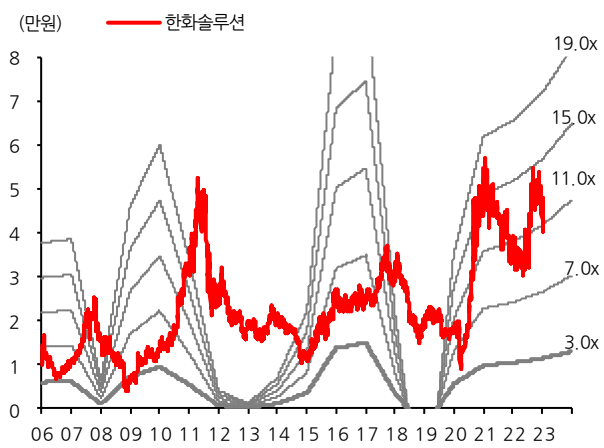
[표19] 한화솔루션 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	23 EBITDA	평가액	비고
<b>영업가치 (A)</b>		<b>16,287.7</b>	
태양광	1,307.8	11,534.4	= First Solar EV/EBITDA(18.0배) x Capa(49%) *First Solar 2023E EV/EBITDA = 18.0배 *2023년 미국 내 모듈 생산능력: First Solar 6.3GW, 규셀: 3.1GW
케미칼	733.7	3,815.3	Peers(LG 화학/금호석유) Multiple: 5.2배 *2023E EV/EBITDA: LG 화학 6.9x, 금호석유: 3.5x
첨단소재	115.3	714.8	Peers(효성첨단소재/LG 화학/코오롱인더) Multiple: 6.2배 *2023E EV/EBITDA: LG 화학 6.9x, 코오롱인더: 6.1x, 효성첨단소재 5.6x
리테일	37.2	223.2	Peers(신세계/롯데쇼핑/현대백화점) Multiple: 6.0배
<b>기타 사업부/자산 (B)</b>		<b>2,341.6</b>	
지분법(YNCC/IMPACT)		674.6	
기타		1,666.9	30% 할인율 적용
<b>순차입금 (C)</b>		<b>5,765.3</b>	3Q22 기준
<b>우선주 시가총액 (D)</b>		<b>103.6</b>	
<b>총 기업가치 (A) + (B) - (C) - (D)</b>		<b>12,760.4</b>	
주식수(천주)		191,278	유통주식수(천주)
주당 NAV(원)		66,711	
<b>목표주가</b>		<b>67,000</b>	
현재주가(원)		45,350	2022.1.31 기준
<b>상승여력</b>		<b>48%</b>	

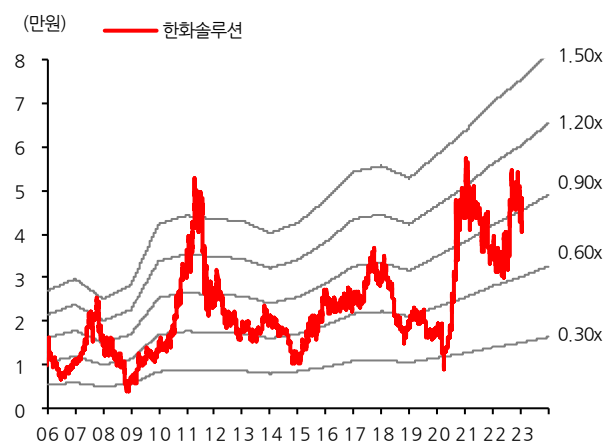
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 155] 한화솔루션 12M Fwd. PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 156] 한화솔루션 12M Fwd. PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표20] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,970.3</b>	<b>3,389.1</b>	<b>3,365.7</b>	<b>3,689.4</b>	<b>3,215.8</b>	<b>3,197.2</b>	<b>3,641.9</b>	<b>3,397.1</b>	<b>10,725.2</b>	<b>13,414.5</b>	<b>13,452.1</b>
QoQ(%)	0.2%	14.1%	-0.7%	9.6%	-12.8%	-0.6%	13.9%	-6.7%			
YoY(%)	23.5%	22.0%	30.4%	24.5%	8.3%	-5.7%	8.2%	-7.9%	16.6%	25.1%	0.3%
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,223.2	1,318.3	1,339.6	1,394.9	1,199.9	5,364.0	5,845.3	5,252.6
태양광	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,955.3	1,424.5	1,505.8	1,892.6	1,850.9	3,568.5	6,577.4	6,673.8
첨단소재	262.3	299.6	312.7	258.4	238.3	232.9	234.7	228.8	427.2	447.9	406.4
리테일	123.9	131.9	126.5	137.6	119.1	0.0	0.0	0.0	514.7	519.9	119.1
기타	115.4	119.2	125.3	115.0	115.6	119.0	119.7	117.5	339.1	474.9	471.9
<b>영업이익</b>	<b>157.9</b>	<b>277.8</b>	<b>348.4</b>	<b>309.4</b>	<b>268.3</b>	<b>295.8</b>	<b>330.4</b>	<b>293.7</b>	<b>738.3</b>	<b>1,093.4</b>	<b>1,188.2</b>
영업이익률(%)	5.3%	8.2%	10.4%	8.4%	8.3%	9.3%	9.1%	8.6%	6.9%	8.2%	8.8%
QoQ(%)	87.4%	75.9%	25.4%	-11.2%	-13.3%	10.3%	11.7%	-11.1%			
YoY(%)	-38.0%	25.6%	95.3%	267.2%	69.9%	6.5%	-5.2%	-5.1%	24.3%	48.1%	8.7%
케미칼	257.6	228.0	119.7	16.5	46.8	80.8	122.3	85.5	1,046.8	621.8	335.4
영업이익률(%)	16.6%	14.2%	8.1%	1.3%	3.5%	6.0%	8.8%	7.1%	19.5%	10.6%	6.4%
태양광	-114.2	35.2	197.2	277.9	208.6	202.2	193.6	197.8	-328.5	396.1	802.3
영업이익률(%)	-7.4%	2.2%	13.4%	14.2%	14.6%	13.4%	10.2%	10.7%	-9.2%	6.0%	12.0%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	2.6	7.1	11.6	13.4	9.2	9.7	42.0	41.3
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	1.0%	3.0%	5.0%	5.7%	4.0%	2.3%	9.4%	10.2%
리테일	9.0	3.6	7.7	9.6	4.5				28.9	29.9	4.5
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	7.0%	3.8%				5.6%	5.8%	3.8%
기타	2.5	-5.7	4.0	2.8	1.2	1.2	1.2	1.2	-18.6	3.6	4.7
<b>자분법손익</b>	<b>117.4</b>	<b>96.8</b>	<b>70.3</b>	<b>-25.9</b>	<b>1.3</b>	<b>42.4</b>	<b>-89.1</b>	<b>-26.8</b>	<b>258.5</b>	<b>-72.2</b>	<b>119.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>385.2</b>	<b>222.8</b>	<b>193.4</b>	<b>-185.1</b>	<b>103.1</b>	<b>244.5</b>	<b>138.6</b>	<b>175.6</b>	<b>616.3</b>	<b>661.8</b>	<b>798.0</b>
<b>지배순이익</b>	<b>386.4</b>	<b>223.0</b>	<b>193.8</b>	<b>-184.1</b>	<b>100.9</b>	<b>239.0</b>	<b>137.0</b>	<b>175.6</b>	<b>619.1</b>	<b>652.6</b>	<b>798.0</b>
순이익률(%)	16.1%	8.0%	7.5%	-6.2%	3.4%	7.1%	4.1%	4.8%	5.8%	4.6%	5.8%

자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	9,195	10,725	13,415	13,452	14,483
매출총이익	1,926	2,196	2,903	2,910	3,368
영업이익	594	738	1,093	1,188	1,514
EBITDA	1,190	1,387	1,809	2,209	2,572
순이자손익	-180	-127	-175	-172	-171
외화관련손익	32	-88	-77	0	0
지분법손익	139	206	-39	-40	-40
세전계속사업손익	452	855	908	1,023	1,351
당기순이익	302	616	662	798	1,054
지배주주순이익	309	619	653	800	1,057
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-2.8	16.6	25.1	0.3	7.7
영업이익	29.4	24.3	48.1	8.7	27.5
EBITDA	16.6	16.6	30.4	22.1	16.4
순이익	흑전	104.3	7.4	20.6	32.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	20.9	20.5	21.6	21.6	23.3
영업이익률	6.5	6.9	8.2	8.8	10.5
EBITDA 이익률	12.9	12.9	13.5	16.4	17.8
세전이익률	4.9	8.0	6.8	7.6	9.3
순이익률	3.3	5.7	4.9	5.9	7.3

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,070	991	-239	2,141	2,122
당기순이익	302	616	662	798	1,054
자산상각비	595	649	716	1,021	1,058
운전자본증감	-129	-191	-1,484	242	-72
매출채권 감소(증가)	111	-21	-190	170	-65
재고자산 감소(증가)	-26	-692	-1,111	280	-107
매입채무 증가(감소)	12	507	-139	-223	85
투자현금흐름	-43	-1,655	-1,500	-1,342	-1,405
유형자산처분(취득)	-865	-780	-915	-1,230	-1,290
무형자산 감소(증가)	8	-6	-9	-12	-13
투자자산 감소(증가)	0	4	-7	-11	-11
재무현금흐름	-887	1,076	1,864	0	0
차입금의 증가(감소)	-631	-157	1,295	0	0
자본의 증가(감소)	-62	1,325	-21	0	0
배당금의 지급	-33	0	0	0	0
총현금흐름	1,174	1,317	1,235	1,900	2,195
(-)운전자본증가(감소)	4	-173	1,318	-242	72
(-)설비투자	884	813	930	1,230	1,290
(+)자산매각	27	28	7	-12	-13
Free Cash Flow	313	705	-1,006	898	819
(-)기타투자	-689	1,238	735	88	90
잉여현금	1,002	-533	-1,741	810	728
NOPLAT	447	532	797	927	1,181
(+) Dep	595	649	716	1,021	1,058
(-)운전자본투자	4	-173	1,318	-242	72
(-)Capex	884	813	930	1,230	1,290
OpFCF	154	541	-735	959	876

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,958	6,074	8,290	8,669	9,590
현금성자산	1,391	1,794	2,133	2,943	3,671
매출채권	1,459	1,634	2,150	1,979	2,045
재고자산	1,432	2,232	3,533	3,253	3,361
비유동자산	10,179	12,524	14,039	14,309	14,605
투자자산	3,349	4,491	5,349	5,398	5,448
유형자산	6,416	6,452	7,027	7,269	7,534
무형자산	414	1,581	1,663	1,643	1,624
<b>자산총계</b>	<b>15,137</b>	<b>20,008</b>	<b>23,887</b>	<b>24,599</b>	<b>25,882</b>
유동부채	5,251	5,788	7,617	7,428	7,548
매입채무	1,726	2,687	2,813	2,590	2,675
유동성이자부채	3,060	2,710	3,981	3,981	3,981
비유동부채	3,918	4,774	5,559	5,604	5,652
비유동이자부채	3,073	3,708	4,361	4,361	4,361
<b>부채총계</b>	<b>9,170</b>	<b>11,806</b>	<b>14,552</b>	<b>14,464</b>	<b>14,690</b>
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	2,003	2,148	2,148	2,148
이익잉여금	4,430	5,051	5,815	6,616	7,672
자본조정	-120	127	66	66	66
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>5,968</b>	<b>8,201</b>	<b>9,335</b>	<b>10,135</b>	<b>11,192</b>

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,861	3,236	3,427	4,200	5,546
BPS	36,829	42,408	46,818	50,978	56,471
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,010	6,835	6,411	9,873	11,406
ROA(%)	2.0	3.5	3.0	3.3	4.2
ROE(%)	5.3	8.8	7.6	8.5	10.2
ROIC(%)	5.6	6.2	7.8	8.3	10.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	24.9	11.0	14.0	10.8	8.2
PBR	1.3	0.8	1.0	0.9	0.8
PSR	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR	6.6	5.2	7.5	4.6	4.0
EV/EBITDA	10.5	8.3	8.5	6.4	5.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	153.7	144.0	155.9	142.7	131.3
Net debt/Equity	79.5	56.4	66.5	53.3	41.7
Net debt/EBITDA	398.6	333.4	343.1	244.3	181.5
유동비율	94.4	104.9	108.8	116.7	127.1
이자보상배율(배)	2.9	5.0	5.5	5.9	7.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	62.7	59.2	60.0	57.3	55.8
현금+투자자산	37.3	40.8	40.0	42.7	44.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	50.7	43.9	47.2	45.1	42.7
자기자본	49.3	56.1	52.8	54.9	57.3



# 롯데케미칼 (011170)

관점의 차이: 부진한 업황 지속

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

## Hold (신규)

목표주가(신규): 200,000원

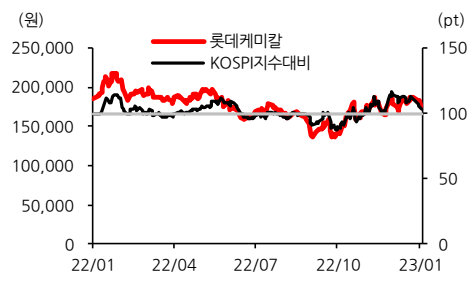
현재 주가(1/31)	176,800원
상승여력	▲13.1%
시가총액	75,627억원
발행주식수	42,775천주
52 주 최고가 / 최저가	218,124 / 137,161원
90 일 일평균 거래대금	298.11억원
외국인 지분율	26.2%
주주 구성	
롯데지주 (외 28 인)	52.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%
자사주신탁 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.0	25.4	5.2	-4.8
상대수익률(KOSPI)	-9.4	19.7	6.2	4.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	18,120	22,491	21,973	24,028
영업이익	1,536	-518	503	1,199
EBITDA	2,368	363	1,481	2,323
지배주주순이익	1,346	95	512	1,022
EPS	37,346	2,638	14,949	29,829
순차입금	370	3,345	4,005	4,493
PER	5.8	60.3	11.8	5.9
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.3	24.2	7.8	5.2
배당수익률	3.6	0.6	2.8	2.8
ROE	9.9	0.7	3.6	6.8

### 주가 추이



롯데케미칼에 대한 투자의견 HOLD와 목표주가 20만원으로 분석을 개시합니다. 최근 화학업황은 회복세를 보이고 있으나, 부진한 시황은 2023년 내내 지속될 것으로 예상합니다. 그럼에도 1) 롯데정밀화학과 일진머티리얼즈의 연결 편입 효과는 긍정적입니다.

### 업황 개선에는 시간이 필요할 것

2020년부터 시작된 증설로 공급 과잉에 NCC 마진은 4분기째 하락해 4Q22 역대 최저 수준인 232\$/톤을 기록 중이다. 다만, 유가 하락과 가동률 조정으로 시황은 바닥을 찍은 것으로 판단한다. 다만, 부진한 업황은 이어질 것으로 전망하는데, 1) 2023년 증설이 에틸렌 기준 918만톤/년 수준으로 수요 증가 400만톤/년을 상회해 공급 과잉이 이어질 가능성이 높으며, 2) 중국의 자급률 증가로 리오프닝 수혜가 기대보다 약할 가능성이 높기 때문이다. 3) 또한, 높은 유가 수준도 부담이다. 2023 NCC 마진은 추가 하락 가능성은 제한적이나, 더딘 회복으로 과거 평균(2018~'22년 368\$/톤)에 못미치는 300\$/톤을 전망한다.

### 체질 개선의 본격화 ‘일진머티리얼즈/정밀화학 연결 편입’

11/18 동사는 일진머티리얼즈 인수 및 운영 자금 확보를 위해 1.1조원 규모의 유상증자를 발표한 바 있다. 이후 주주가치 희석 우려로 추가 하락 가능성도 제기됐지만, 오히려 +15% 상승해 우려를 불식시켰다. 즉, 유상증자로 인한 단기 악재는 이미 소화되었으며, 이제는 전지소재 사업의 가치에 집중해야한다는 판단이다. 일진머티리얼즈 2023년 예상 매출/영업이익은 각각 1.2조원/1,300억원으로 별도 매출/영업이익의 6%, 181% 수준이다. 인수금에 대한 논란이 있지만, 미래 성장 가능성과 수익성은 의심의 여지가 없다.

### 아직은 시간이 필요

롯데케미칼에 대한 투자의견 HOLD와 목표주가 20만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 최근 화학마진이 소폭 반등했으나, 2023년까지 이어지는 대규모 증설과 현재 낮은 가동률 등을 고려하면 단기간 내 유의미한 수준의 반등은 힘들 것이라는 전망이다. 반면 주가는 업황 반등에 미리 반응해 더 이상 저렴한 밸류에이션에 대한 매력도 사라졌다. TP는 2023년 예상 BPS에 Target PBR 0.5배를 적용했으며, 현재 12M Fwd. PBR은 0.5배 수준이다.

## 1. 투자포인트 분석

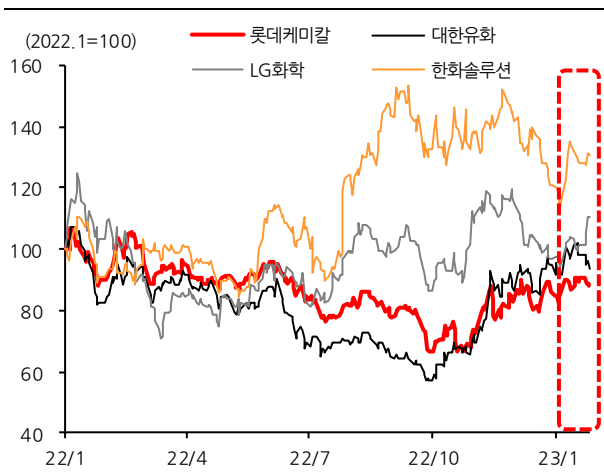
### >> 업황 회복은 제한적이나, 바닥에는 도달

2023년 1월 이후 화학기업(LG화학/한화솔루션/롯데케미칼/대한유화)의 주가 추이를 살펴보면 순수 화학사와 신사업 비중이 높은 업체와의 차이가 갈렸다. 1/2~1/27 신사업 비중이 높은 화학사 주가는 +8~+13% 상승한 반면 동사 주가는 +4% 상승에 그쳤는데, 중국의 리오프닝 소식과 NCC 마진의 소폭 반등으로 상승했던 화학 업황 반등에 대한 기대감이 다소 누그러졌기 때문이다.

즉, 주가의 회복세가 지속되기 위해선 실제로 실적이 바닥을 형성했는지 확인해야 한다. [그림 127]에서 볼 수 있듯이, 동사의 주가 흐름은 향후 실적 전망과 일치하기 때문이다. 현재 업황을 바닥이라 전망하는 이유는 1) NCC 업체의 저율 가동으로 공급 과잉은 조절되고 있는 것으로 보이며, 2) 중국의 리오프닝 효과, 3) 운임 및 유틸리티 비용 감소가 기대되기 때문이다. 4) 중국의 화학제품 재고는 수요 둔화로 낮게 유지되고 있었는데, 춘절을 앞두고 재고 축적 움직임이 나타나고 있는 점도 긍정적이다.

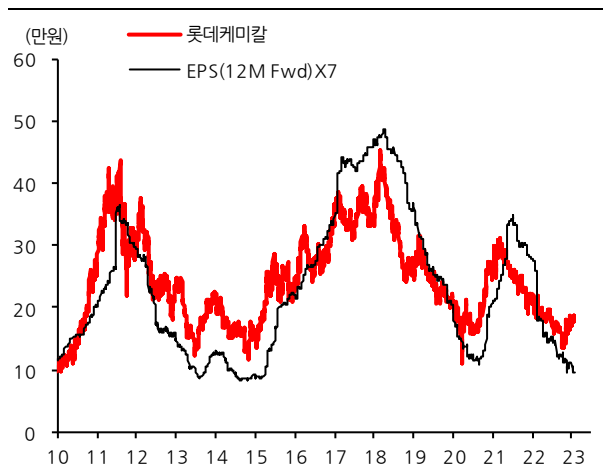
최근의 마진 반등은 유가 조정에 따른 납사 가격 하락이 긍정적으로 작용한 것으로 분석한다. 이후 중국의 리오프닝으로 인한 수요 증가가 가시화될 때 추세적인 시황 개선이 이루어질 수 있을 것으로 예상한다. 즉, 과거 평균 수준(2018~'22년 평균 368\$/톤)의 마진 회복은 시간이 더 소요될 것으로 보이나, 2022년 11월 바닥(205\$/톤)을 벗어나 300\$/톤 수준으로 서서히 회복할 전망이다.

[그림 157] 부진한 업황에도 업체간 주가 흐름 차이 발생



자료: 한화투자증권 리서치센터

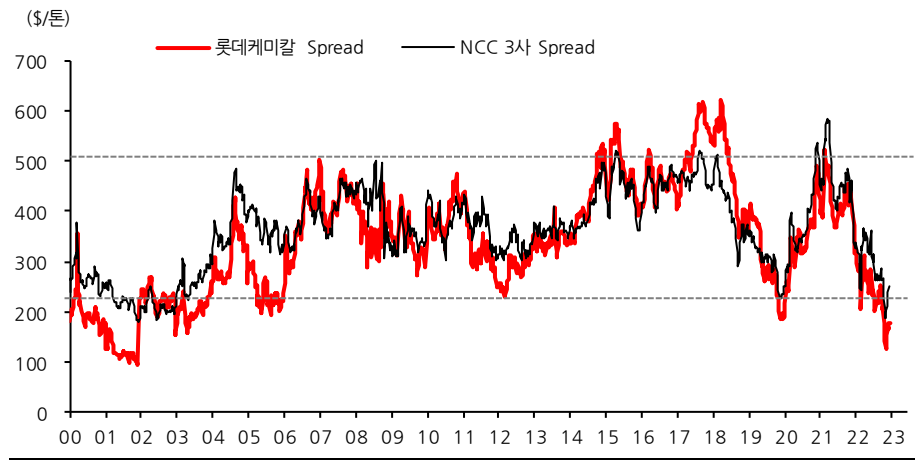
[그림 158] 롯데케미칼 주가는 실적 흐름과 동행



자료: 한화투자증권 리서치센터

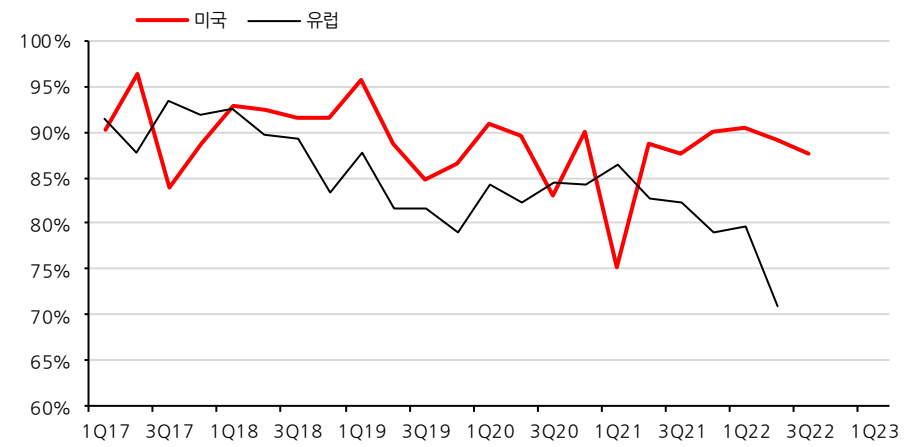


[그림 159] 롯데케미칼 및 NCC 3사 스프레드 추이



주: NCC 3사는 LG화학, 롯데케미칼, 대한유화  
 자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 160] 미국 유럽 화학 업체 가동률 추이

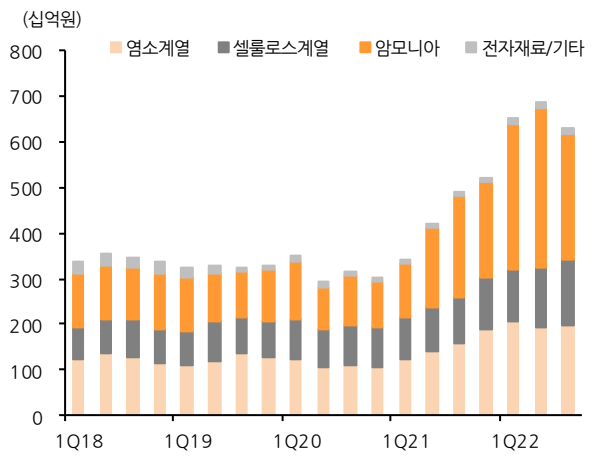


자료: ICS, Petrochemistry, 한화투자증권 리서치센터

>> 일진머티리얼즈와 정밀화학 연결 편입 효과

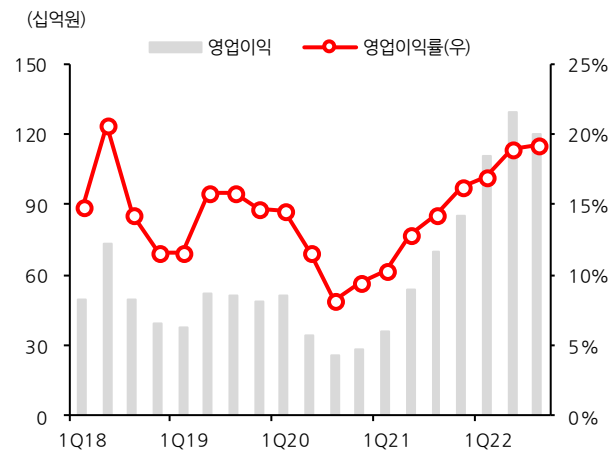
롯데정밀화학 지분 추가 매입(지분율 43.5%)으로 2022년 8월 말부터 연결회계 반영이 시작됐다. 상대적으로 실적이 안정적인 무기화학/셀룰로스 사업 실적이 추가되며, 현재 부진한 업황의 영향을 일부 상쇄시킬 수 있을 것으로 기대한다. 참고로 롯데정밀화학의 2021년 매출/영업이익은 1,8조원/2,445억원이었으며, 2022년에도 가성소다 호조 등에 2.6조원/4,416억원을 기록할 것으로 전망된다.

[그림 161] 롯데정밀화학 매출액 추이



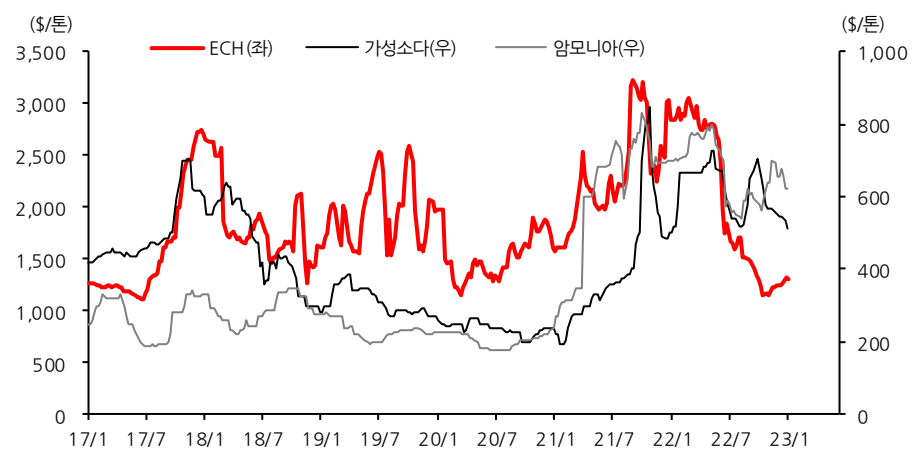
자료: 롯데정밀화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림 162] 롯데정밀화학 영업이익 추이



자료: 롯데정밀화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림 163] 가성소다/ECH/암모니아 가격 추이



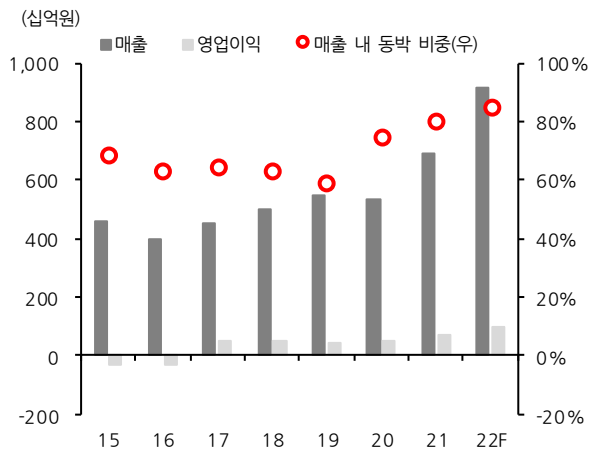
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

롯데케미칼은 기존 석유화학 중심의 사업 구조를 탈피해 향후 가파른 성장이 예상되는 2차전지 소재/수소/재활용플라스틱으로 사업 다각화를 모색하고 있다. 그 일환으로 일진머티리얼즈 지분 인수를 통해 2차전지 동박 사업을 확보할 예정이다.

동박은 음극집전체로 사용되는데, 전지용 동박의 경우 배터리 용량 향상을 위해 두께가 6~10um 정도로 매우 얇다. 동시에 두께가 균일해야 하며, 인장강도 요건도 갖추어야 해 진입장벽이 높은 사업이다. 생산능력 6만톤, M/S 13%으로 글로벌 4위 동박 업체인 일진머티리얼즈 인수는 후발 주자인 동사에게 적절한 방법이었다고 여겨진다. 인수금은 2.7조원이며, 유상증자를 통해 확보할 6,050억원을 포함해 약 1조원을 자체 조달하고, 나머지 1.7조원을 외부 차입할 예정이다.

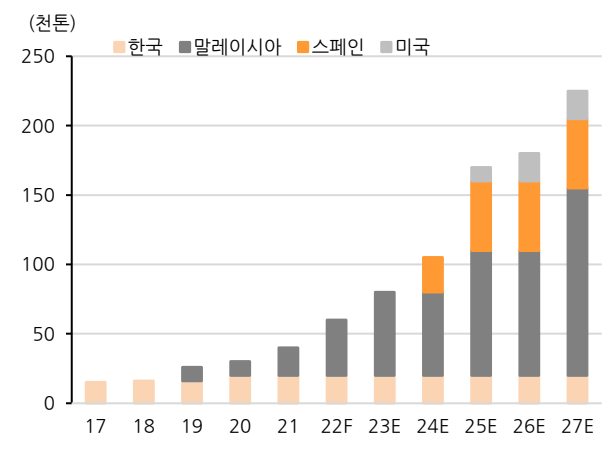
일진머티리얼즈는 현재 6만톤/년의 생산능력을 향후 미국, 유럽 등지에도 생산시설을 추가해 2027년까지 22.5만톤/년으로 확대할 예정이다. 일진머티리얼즈가 가진 기술력, 해외 생산시설 운영 노하우 및 지리적 이점, 주요 배터리 업체와의 장기공급계약 물량 등을 고려하면 인수금에 대한 논란은 있을테지만, 성장 가능성과 수익성에 대한 의의는 없을 것이다. 글로벌 증설, 플라스틱 규제 등 갈수록 경쟁이 치열해지는 화학 사업 외에 성장성과 수익성을 두루 갖춘 2차 전지 사업을 확보했다는 점은 분명 긍정적이다. 이번 인수로 전해액 유기용매, 분리막, 바나듐 배터리 전해액 등 2차 전지 사업 전반 성장이 더욱 가팔라질 것으로 기대한다. 향후 2차 전지의 실적이 가시화되며 대규모 투자에 대한 부담감은 감소할 것으로 기대하며, 현재 저평가받는 멀티플의 개선을 예상한다.

[그림 164] 일진머티리얼즈 실적 추이



자료: 일진머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림 165] 일진머티리얼즈 동박 증설 계획



자료: 일진머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 일진머티리얼즈 실적 추정

(단위: 십억 원)

기본 가정	단위	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
자동차 판매량	천 대	7,932	8,275	8,777	9,587	9,707	9,827	9,950	10,074
YoY	%	-13.8%	4.3%	6.1%	9.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
EV 판매량	천 대	321	659	895	1,265	1,565	1,856	2,260	2,670
YoY	%	38.5%	105.2%	35.7%	41.4%	23.6%	18.6%	21.8%	18.1%
침투율	%	4.1%	8.0%	10.2%	13.2%	16.1%	18.9%	22.7%	26.5%
배터리 수요	GW	147	296	439	665	882	1,127	1,455	1,817
YoY	%	24.3%	101.7%	48.2%	51.6%	32.6%	27.8%	29.1%	24.9%
배터리 평균 용량	kWh	46	45	49	53	56	61	64	68
YoY	%	-10.2%	-1.7%	9.2%	7.2%	7.3%	7.8%	6.0%	5.7%
배터리 1GW 당 동박 수요	톤	920	895	850	730	700	660	620	580
동박 수요	천 톤	135.0	264.9	372.8	485.5	617.4	744.0	902.2	1,054.1
YoY	%	20.4%	96.2%	40.8%	30.2%	27.2%	20.5%	21.3%	16.8%
구리 가격	\$/톤	6,174	9,317	9,256	8,793	8,353	7,936	7,936	7,936
동박 가격	\$/톤	12,625	15,672	16,717	16,028	15,226	14,465	14,314	14,314
스프레드	\$/톤	6,484	6,984	7,449	7,142	6,785	6,446	6,379	6,379
<b>일진머티리얼즈</b>		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
동박 생산능력	톤	30,000	40,000	60,000	80,000	80,000	170,000	180,000	225,000
한국	톤	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
말레이시아	톤	10,000	20,000	40,000	60,000	60,000	90,000	90,000	135,000
미국	톤						10,000	20,000	20,000
유럽	톤					25,000	50,000	50,000	50,000
동박 판매량	톤	27,600	36,800	36,000	50,400	69,600	107,100	90,000	135,000
<b>P&amp;L</b>		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
매출	십억원	537	689	974	1,267	1,598	2,215	1,851	2,619
동박	십억원	401	553	837	1,128	1,459	2,074	1,709	2,476
동박 ASP	\$/톤	12,625	15,672	16,717	16,028	15,226	14,465	14,314	14,314
건설/기타	십억원	136	136	137	138	140	141	142	144
영업이익	십억원	51	70	103	136	175	245	203	292
영업이익률	%	9.5%	10.2%	10.6%	10.8%	10.9%	11.1%	11.0%	11.1%
동박	십억원	42	65	96	130	168	239	197	285
기타	십억원	9	5	7	7	7	7	7	7

자료: 일진머티리얼즈, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션

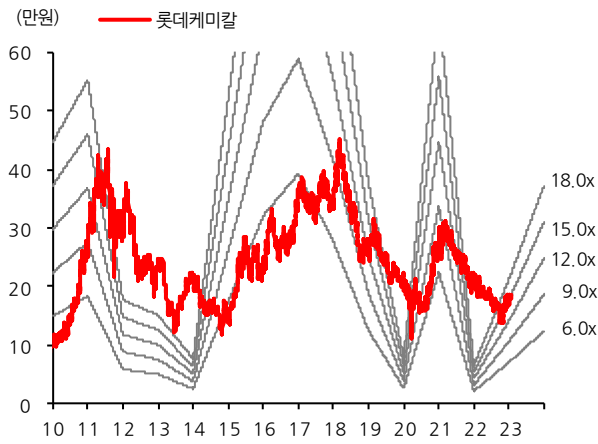
### >> 투자 의견 HOLD, 목표주가 20만원(Target PBR: 0.5 배)

롯데케미칼에 대한 투자 의견 HOLD와 목표주가 20만원으로 분석을 개시한다.

목표주가는 2023년 예상 BPS에 Target PBR 0.5배를 적용했다. 밸류에이션 기준은 국내 화학 업체 2023년 PBR 평균(0.7배)에 -30% 할인된 값으로, 높은 범용제품 비중으로 낮은 수익성을 참고했다. 현재 (2023.1.31) 12M Fwd PBR은 0.5배 수준이다.

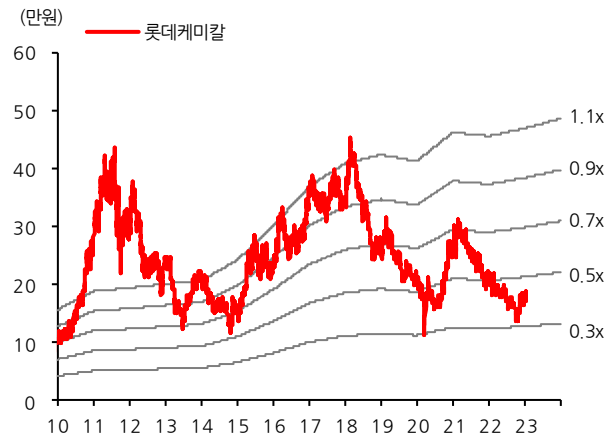
2023년 상반기까지 집중된 동북아 증설로 단기간 내 업황 반등은 힘들 것이라는 전망이다. 최근 NCC 마진이 개선되며 업황 반등에 대한 기대감이 존재하는게 사실이나, 마진 개선은 유가 하락 영향이 큰 것으로 판단한다. 즉 유의미한 업황 개선은 수요 증가가 뒷받침되어야 한다는 의견이다. 상반기보다 하반기 업황 개선이 강하게 나타날 것으로 전망되기에 2분기 이후부터 본격적인 주가 상승이 이루어질 수 있을 것이다. 최근 주가는 실적개선의 기대감을 이미 반영하고 있다고 판단하며, 낮아진 밸류에이션으로 인한 투자 매력도 감소한 만큼 보수적인 의견을 제시한다.

[그림 166] 롯데케미칼 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림 167] 롯데케미칼 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표 22] 롯데케미칼 밸류에이션 히스토리

구분		2018	2019	2020	2021	2022E	5년 평균
PER	최저	4.2	4.9	5.6	4.9	5.3	5.0
	최고	6.8	8.2	13.9	10.3	13.6	10.5
	평균	5.5	6.7	10.3	6.7	9.2	7.7
PBR	최저	0.6	0.5	0.3	0.5	0.3	0.4
	최고	1.2	0.8	0.7	0.8	0.5	0.8
	평균	0.8	0.6	0.5	0.6	0.4	0.6
EV/EBITDA	최저	2.1	2.5	2.6	2.4	2.4	2.4
	최고	4.1	4.2	5.0	4.8	6.6	4.9
	평균	3.0	3.6	4.1	3.2	4.3	3.6

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표23] 롯데케미칼 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,586.3</b>	<b>5,511.0</b>	<b>5,682.9</b>	<b>5,711.1</b>	<b>5,370.3</b>	<b>5,410.2</b>	<b>5,656.7</b>	<b>5,535.3</b>	<b>18,120.5</b>	<b>22,491.3</b>	<b>21,972.5</b>
QoQ(%)	8.3%	-1.3%	3.1%	0.5%	-6.0%	0.7%	4.6%	-2.1%			
YoY(%)	34.0%	26.6%	27.9%	10.7%	-3.9%	-1.8%	-0.5%	-3.1%	48.2%	24.1%	-2.3%
기초소재	3,474.7	3,453.4	3,587.4	3,301.5	2,998.9	3,005.8	3,198.5	3,182.1	10,636.7	13,817.0	12,385.3
첨단소재	1,314.2	1,234.6	1,161.3	996.8	1,010.4	1,002.8	1,016.0	902.8	4,708.1	4,706.9	3,932.0
LC Titan	791.3	821.8	725.6	680.5	606.6	630.9	650.7	647.4	2,722.2	3,019.2	2,535.5
LC USA	162.3	178.4	166.8	137.7	138.6	151.8	160.1	159.2	578.7	645.2	609.8
정밀화학				594.7	615.8	618.9	631.3	643.9		804.2	2,509.9
<b>영업이익</b>	<b>82.6</b>	<b>-21.4</b>	<b>-423.9</b>	<b>-155.0</b>	<b>8.9</b>	<b>123.0</b>	<b>183.8</b>	<b>187.3</b>	<b>1,535.6</b>	<b>-517.6</b>	<b>503.1</b>
영업이익률(%)	1.5%	-0.4%	-7.5%	-2.7%	0.2%	2.3%	3.2%	3.4%	8.5%	-2.3%	2.3%
QoQ(%)	179.9%	적전	적지	적지	흑전	1275.0%	49.4%	1.9%			
YoY(%)	-86.8%	적전	적전	적전	-89.2%	흑전	흑전	흑전	330.3%	적전	흑전
기초소재	-6.7	-8.4	-277.0	-129.9	-63.0	8.0	13.7	20.6	890.2	-422.0	-20.7
영업이익률(%)	-0.2%	-0.2%	-7.7%	-3.9%	-2.1%	0.3%	0.4%	0.6%	8.4%	-3.1%	-0.2%
첨단소재	54.5	71.4	12.1	20.4	38.0	41.5	43.6	38.8	345.2	158.4	162.0
영업이익률(%)	4.1%	5.8%	1.0%	2.0%	3.8%	4.1%	4.3%	4.3%	12.7%	5.2%	6.4%
LC Titan	7.4	-60.0	-130.8	-80.5	-53.2	-26.6	6.3	10.2	79.6	-263.9	-63.4
영업이익률(%)	0.9%	-7.3%	-18.0%	-11.8%	-8.8%	-4.2%	1.0%	1.6%	2.9%	-8.7%	-2.5%
LC USA	16.0	3.8	-30.6	-19.1	18.0	28.8	43.8	46.9	143.3	-29.9	137.5
영업이익률(%)	9.9%	2.1%	-18.3%	-13.9%	13.0%	18.9%	27.4%	29.5%	24.8%	-4.6%	22.5%
정밀화학			40.1	54.1	69.2	71.4	76.4	70.8		94.3	287.8
영업이익률(%)			19.2%	9.1%	11.2%	11.5%	12.1%	11.0%		11.7%	11.5%
<b>당기순이익</b>	<b>116.6</b>	<b>36.2</b>	<b>-31.1</b>	<b>-75.0</b>	<b>47.6</b>	<b>132.4</b>	<b>179.2</b>	<b>182.6</b>	<b>1,425.6</b>	<b>46.7</b>	<b>541.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>104.9</b>	<b>42.6</b>	<b>14.3</b>	<b>-66.8</b>	<b>42.9</b>	<b>125.8</b>	<b>170.3</b>	<b>173.5</b>	<b>1,345.7</b>	<b>95.1</b>	<b>512.4</b>
순이익률(%)	1.9%	0.8%	0.3%	-1.2%	0.8%	2.3%	3.0%	3.1%	7.4%	0.4%	2.3%

자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	12,223	18,120	22,491	21,973	24,028
매출총이익	1,153	2,464	427	1,086	1,836
영업이익	357	1,536	-518	503	1,199
EBITDA	1,188	2,368	363	1,481	2,323
순이자손익	-52	-48	-68	-118	-124
외화관련손익	-11	-22	-92	0	0
지분법손익	68	381	97	328	341
세전계속사업손익	247	1,902	64	713	1,416
당기순이익	175	1,426	47	542	1,076
지배주주순이익	158	1,346	95	512	1,022
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-19.2	48.2	24.1	-2.3	9.4
영업이익	-67.8	330.3	적전	흑전	138.3
EBITDA	-35.4	99.4	-84.7	307.5	56.9
순이익	-76.8	713.0	-96.7	1,059.1	98.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.4	13.6	1.9	4.9	7.6
영업이익률	2.9	8.5	-2.3	2.3	5.0
EBITDA 이익률	9.7	13.1	1.6	6.7	9.7
세전이익률	2.0	10.5	0.3	3.2	5.9
순이익률	1.4	7.9	0.2	2.5	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,311	1,486	-820	1,273	1,776
당기순이익	175	1,426	47	542	1,076
자산상각비	831	833	881	978	1,124
운전자본증감	280	-802	-522	70	-72
매출채권 감소(증가)	3	-471	180	78	-25
재고자산 감소(증가)	98	-1,200	16	94	-31
매입채무 증가(감소)	-34	748	-230	-65	21
투자현금흐름	-639	-1,458	-570	-1,939	-2,134
유형자산처분(취득)	-779	-769	-2,358	-2,197	-2,403
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	35	-642	1,333	-40	-42
재무현금흐름	-479	-7	1,381	1,286	29
차입금의 증가(감소)	-207	154	1,748	1,320	200
자본의 증가(감소)	-240	-159	-318	-34	-171
배당금의 지급	-240	-159	-284	-34	-171
총현금흐름	1,134	2,426	87	1,203	1,848
(-)운전자본증가(감소)	-524	1,118	1,002	-70	72
(-)설비투자	802	773	2,369	2,197	2,403
(+)자산매각	22	2	9	0	0
Free Cash Flow	877	537	-3,275	-924	-627
(-)기타투자	136	-270	-937	-298	-310
잉여현금	741	807	-2,338	-626	-316
NOPLAT	254	1,151	-378	382	911
(+) Dep	831	833	881	978	1,124
(-)운전자본투자	-524	1,118	1,002	-70	72
(-)Capex	802	773	2,369	2,197	2,403
OpFCF	806	93	-2,868	-767	-439

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,876	9,431	9,466	10,006	9,827
현금성자산	3,078	3,313	2,655	3,315	3,027
매출채권	1,423	1,938	2,520	2,443	2,468
재고자산	1,557	2,793	3,042	2,949	2,979
비유동자산	12,510	13,439	16,686	17,935	19,245
투자자산	3,864	4,581	4,687	4,717	4,748
유형자산	7,173	7,503	10,706	12,008	13,364
무형자산	1,473	1,355	1,292	1,210	1,133
<b>자산총계</b>	<b>19,387</b>	<b>22,870</b>	<b>26,152</b>	<b>27,941</b>	<b>29,072</b>
유동부채	2,868	4,579	5,667	6,436	6,473
매입채무	1,173	2,026	2,121	2,056	2,078
유동성이자부채	1,274	1,783	3,179	3,999	3,999
비유동부채	2,806	2,840	3,835	4,376	4,619
비유동이자부채	2,145	1,899	2,820	3,320	3,520
<b>부채총계</b>	<b>5,674</b>	<b>7,419</b>	<b>9,502</b>	<b>10,812</b>	<b>11,092</b>
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	880	876	842	842	842
이익잉여금	12,077	13,308	13,101	13,579	14,430
자본조정	-282	56	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>13,712</b>	<b>15,451</b>	<b>16,651</b>	<b>17,129</b>	<b>17,980</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표</b>					
EPS	4,398	37,346	2,638	14,949	29,829
BPS	374,803	420,424	411,781	425,730	450,558
DPS	3,424	7,895	1,000	5,000	5,000
CFPS	31,466	67,315	2,407	35,104	53,925
ROA(%)	0.8	6.4	0.4	1.9	3.6
ROE(%)	1.2	9.9	0.7	3.6	6.8
ROIC(%)	2.3	10.2	-2.7	2.3	5.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	62.8	5.8	60.3	11.8	5.9
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.8	3.2	66.1	5.0	3.3
EV/EBITDA	8.3	3.3	24.2	7.8	5.2
배당수익률	1.2	3.6	0.6	2.8	2.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	41.4	48.0	57.1	63.1	61.7
Net debt/Equity	2.5	2.4	20.1	23.4	25.0
Net debt/EBITDA	28.7	15.6	920.5	270.5	193.4
유동비율	239.8	205.9	167.0	155.5	151.8
이자보상배율(배)	3.3	18.0	n/a	3.4	7.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	60.7	60.0	68.6	68.1	70.4
현금+투자자산	39.3	40.0	31.4	31.9	29.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	20.0	19.2	26.5	29.9	29.5
자기자본	80.0	80.8	73.5	70.1	70.5

# 금호석유 (011780)

## 원가 하락과 증설 제한의 콜라보



▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

### Buy (신규)

목표주가(신규): 170,000원

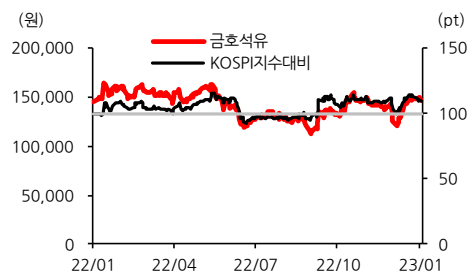
현재 주가(1/31)	147,400원
상승여력	▲15.3%
시가총액	43,209억원
발행주식수	29,314천주
52 주 최고가 / 최저가	164,000 / 112,500원
90 일 일평균 거래대금	103.73억원
외국인 지분율	21.7%
주주 구성	
박철완 (외 17인)	26.1%
자사주 (외 1인)	17.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.0	12.5	13.8	1.3
상대수익률(KOSPI)	8.5	6.8	14.9	10.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	8,462	8,349	7,925	8,295
영업이익	2,407	1,164	682	802
EBITDA	2,615	1,406	932	1,060
지배주주순이익	1,965	997	634	739
EPS	63,873	40,956	25,911	30,288
순차입금	-729	-266	-655	-1,189
PER	2.6	2.8	5.7	4.9
PBR	1.1	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	1.8	2.5	4.2	3.2
배당수익률	6.0	5.2	3.4	3.4
ROE	47.8	18.5	10.7	11.5

### 주가 추이



금호석유에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 17만원으로 분석을 개시합니다. 전방산업 부진에도 불구하고 NCC 증설에 따른 원재료 가격 조정으로 합성고무는 안정적인 수익성을 유지중입니다. 동사의 차별적인 제품 믹스는 화학 불황기 더욱 매력적으로 다가올 것입니다.

### 4Q22 QoQ -9.7% 감익 전망

4Q22 영업이익은 1,307억원(QoQ -9.7%)를 전망한다. 주요 원인은 ABS(수지사업부) 마진 감소, 기타 부문 조정, 정기보수 진행 때문이다. 페놀사업부는 원료가 하락, 역내 정기보수에 따른 BPA 마진 반등으로 실적 개선이 예상된다. 전사 4Q22 영업이익률은 NCC를 보유한 업체 대비 우수한 6.3%를 전망한다. 원가 하락 효과가 4Q22부터 본격 반영돼 주요 제품 수익성 방어에 긍정적으로 작용했기 때문이다.

### 원가 하락과 증설 제한의 콜라보

원재료인 BD/BZ/Propylene은 NCC 증설로 약세가 지속되고 있으며, 이는 2023년에도 이어질 것으로 예상된다. 이는 전방산업 부진에도 동사의 주력 제품 수익성 방어에 결정적인 역할을 할 전망이다. 더욱이 범용고무의 과거 수년간 경쟁사의 증설은 제한적이었어서, 안정적인 수익성이 유지될 가능성이 높다는 판단이다. 반면 동사는 4Q22 증설 완료한 고부가 고무 SSSR(+6만톤) 반영으로 매출/수익성 향상이 예상된다. SMP 상한제 시행에 따른 에너지 부문 실적 감소는 아쉽지만, 2023년에도 에너지 강세는 이어질 것으로 전망하기에 여전히 견조한 수준을 유지할 전망이다.

### 압도적인 수익성

금호석유에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 17만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 BPS 추정치 190,001원에 Target PBR 0.9배를 적용했다. 획기적인 성장 모멘텀이 부재한 점은 부정적으로 여겨질 수 있으나, 오히려 건전한 재무구조를 바탕으로 안정적인 수익을 유지할 수 있다는 점에서 강점으로 고려해야 한다는 의견이다. 2차전지 소재에 비해 성장성은 부족할 수 있으나, 전기차 보급 확대에 따라 고기능성 타이어 수요도 증가하기에 동사의 성장성이 부재하다고 판단할 수 없기 때문이다.



## 1. 투자포인트 분석

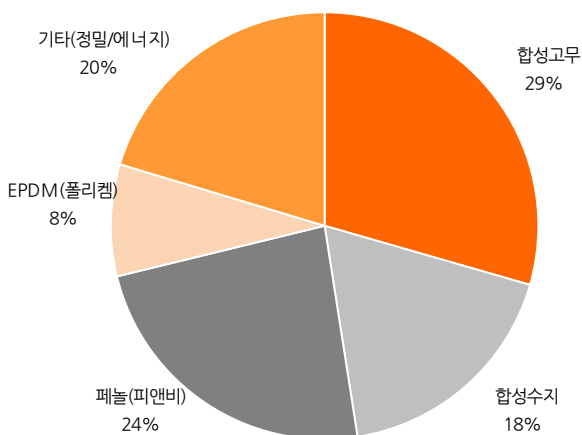
### >> 압도적인 현금 창출능력. 주주환원에도 가장 적극적

NCC 증설로 주 원료인 BD/BZ/SM의 가격은 -15%~-28% 하락해, 전방 부진에도 불구하고 주요 제품 스프레드는 오히려 소폭 확대되었다. 2023년에도 주요 원료 증설은 수요 증가를 상회할 것으로 보여 자동차/가전 판매 둔화에 따른 제품 가격 하락 영향을 일부 상쇄할 전망이다.

또한, 수직계열화 및 제품 포트폴리오 강화도 긍정적이다. 내마모성/제동능력이 우수해 고기능성 타이어에 사용되는 SSBR은 4Q22 증설(+6만톤/년)이 완료되어 생산능력이 +95% 향상될 예정이다. 이외에도 ABS(1Q23, +4만톤/년), Epoxy(4Q23, +6만톤/년), NB 라텍스(4Q23, +23.6만톤/년), MDI(2Q24, +20만톤/년) 등 수직계열화 및 고부가 제품 병행 생산 체제를 갖추어 안정적인 수익을 도모하고 있다.

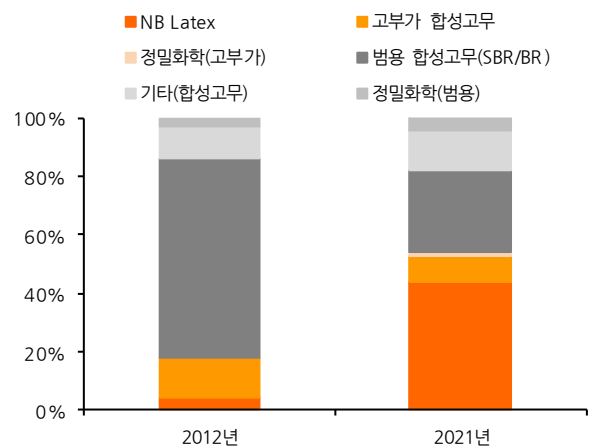
확실한 성장 모멘텀이 부족하다고 평가할 수 있으나, 기존/유관 사업 육성에 집중함에 따른 안정적인 현금 창출능력은 동사의 큰 장점이라 판단한다. 동사는 견조한 실적을 바탕으로 별도기준 당기순이익의 25%~35%를 배당과 자사주 매입으로 활용한다는 계획을 발표한 바 있다. 이에 2010~'19년 동사의 DPS는 1,000원대 수준에 불과했으나, 2021년 주당 배당금은 10,050원으로 크게 증가했다. 2022년 예상 순이익은 YoY -42% 감소할 것을 전망하나, 배당성향 20% 가정시 DPS는 6,000원 수준으로 배당수익률은 7%에 달한다. 추가로 1,500억원의 자사주 소각까지 고려하면 동사의 주주친화정책은 국내 화학사 중 압도적이다. 2023년에도 안정적인 수익성을 바탕으로 주주친화정책을 유지할 것으로 보여 장기 투자에 적합한 종목이라 판단한다.

[그림 168] 금호석유 사업부별 매출 현황(2021)



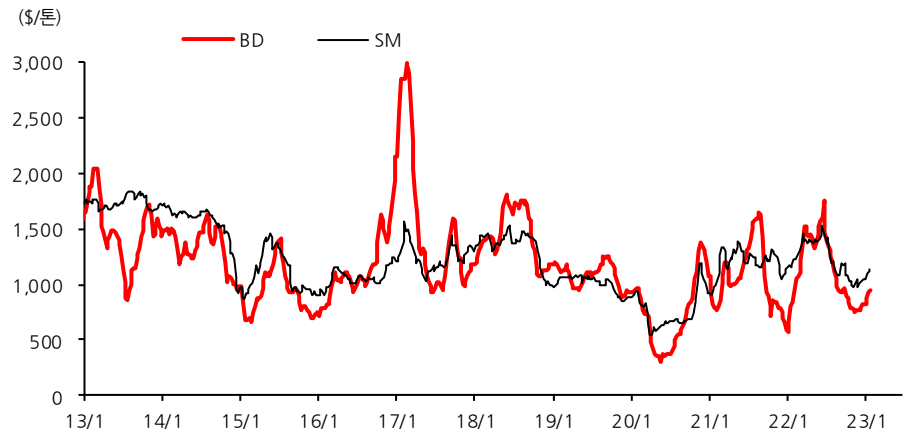
자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림 169] 합성고무 사업부의 고부가제품 비중 50% 상회



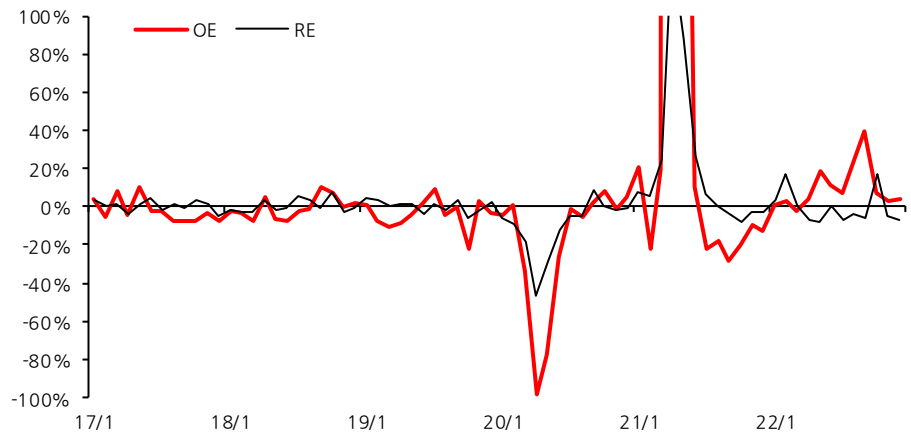
자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림 170] 주요 원료(BD/SM) 가격 추이



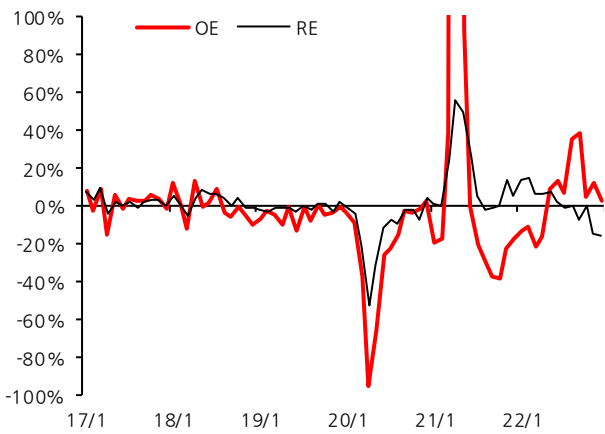
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 171] 미주 타이어 판매 YoY



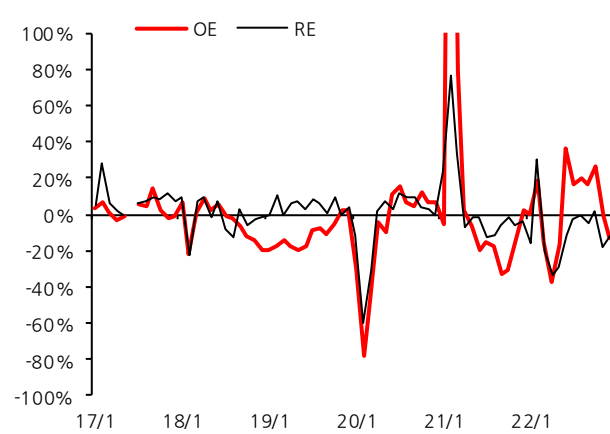
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림 172] 유럽 타이어 판매 YoY



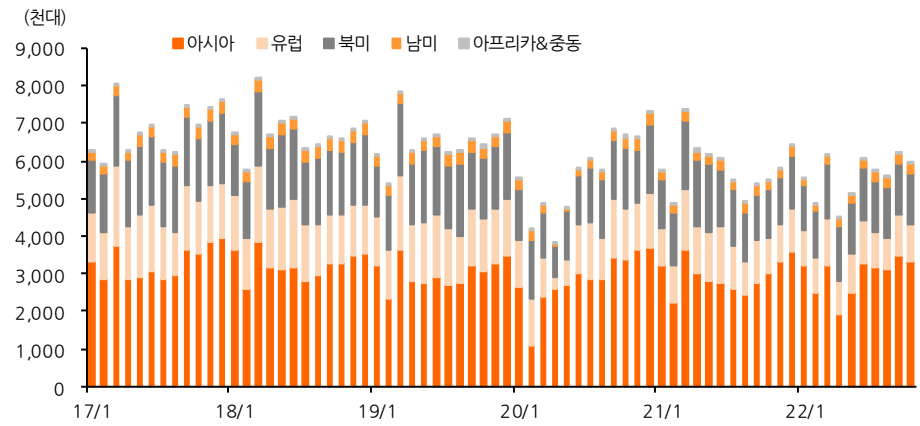
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림 173] 중국 타이어 판매 YoY



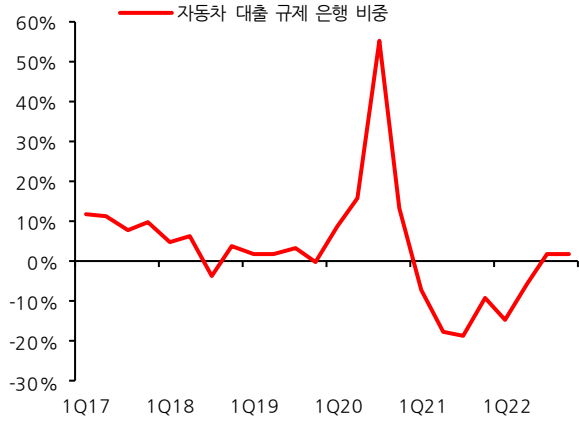
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림 174] 지역별 자동차 판매량 추이



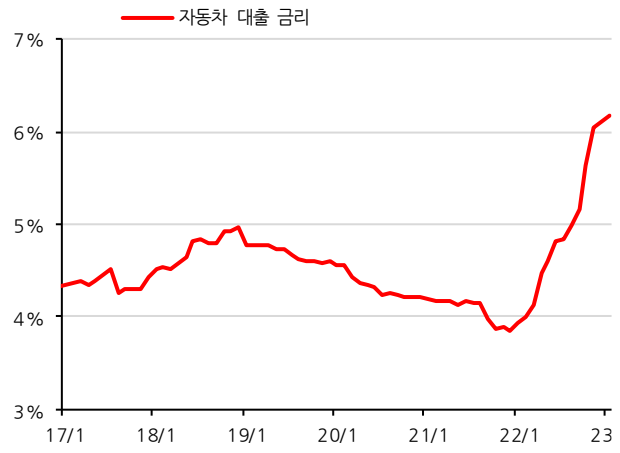
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림 175] 미국 자동차 대출 규제 강화



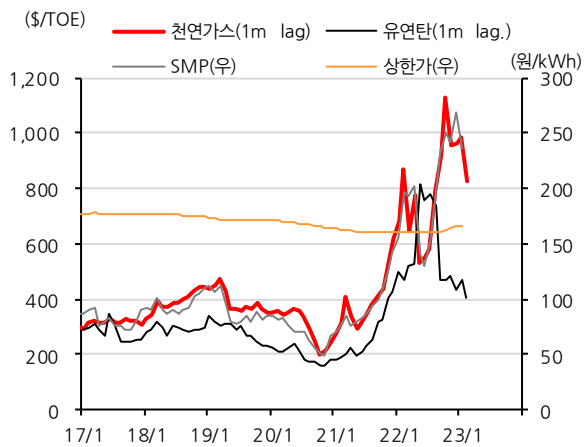
자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림 176] 미국 자동차 대출 금리 추이



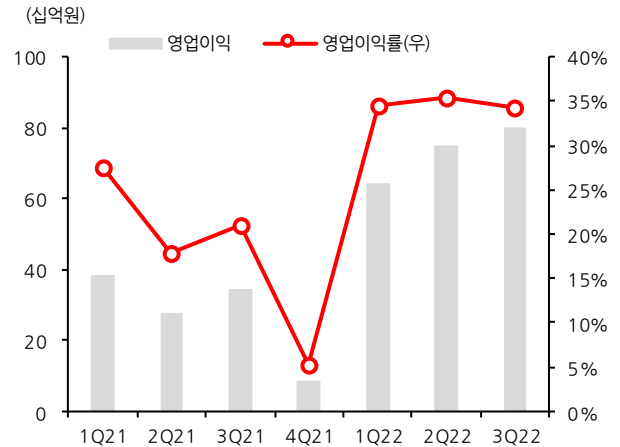
자료: Bankrate, 한화투자증권 리서치센터

[그림 177] 연료(천연가스/유연탄) 가격 및 SMP 추이



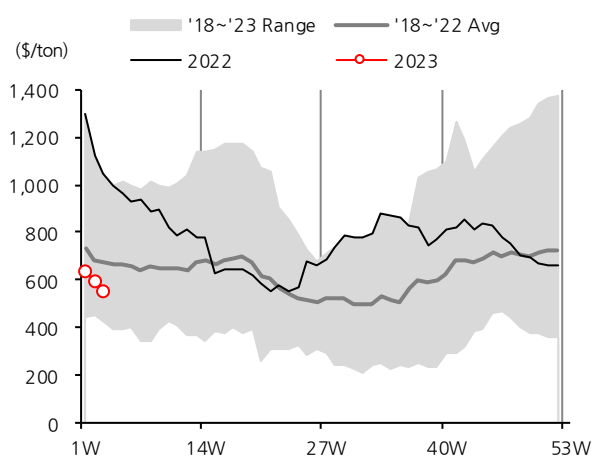
자료: 전력거래소, KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 178] 금호석유 에너지 부문 영업이익 추이



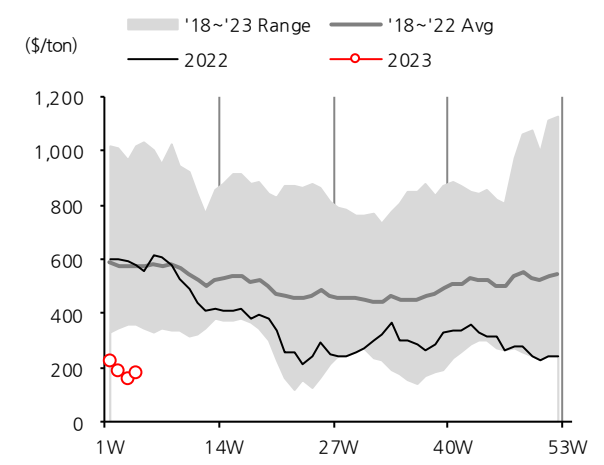
자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림 179] SBR 마진 추이



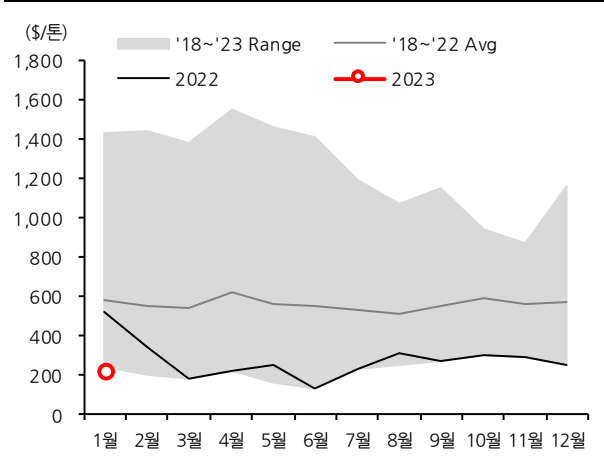
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 180] ABS 마진 추이



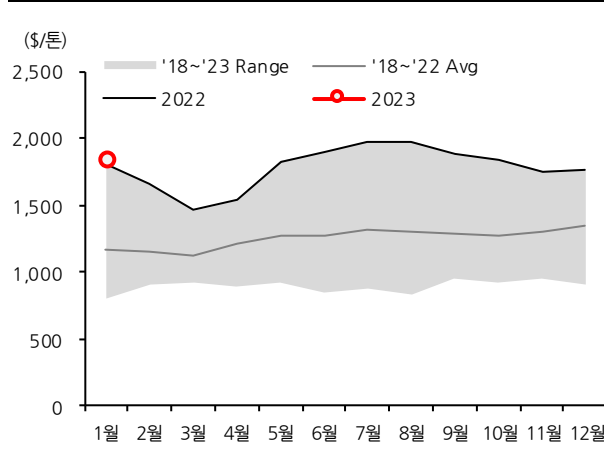
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 181] NB 라텍스 마진 추이



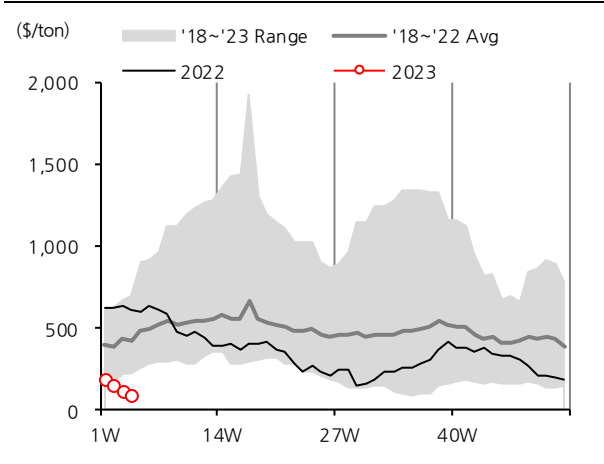
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림 182] EPDM 마진 추이



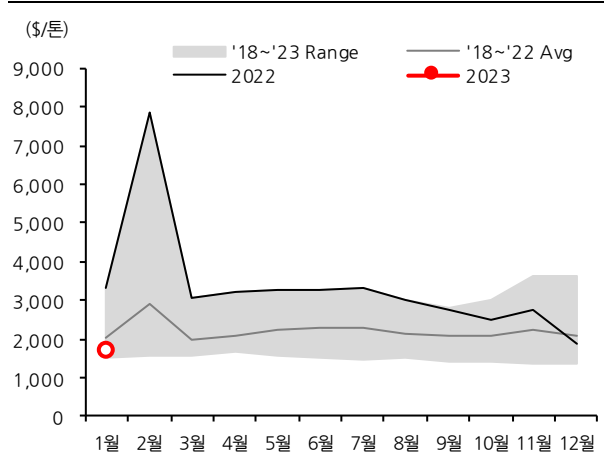
자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림 183] BPA 마진 추이



자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림 184] EPOXY 마진 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션

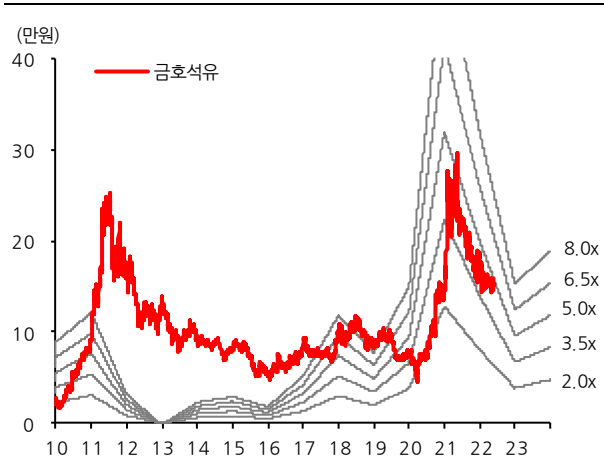
### >> 투자 의견 BUY, 목표주가 17만원(Target PBR: 0.9 배)

금호석유에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 17만원으로 분석을 개시한다.

목표주가는 2023년 BPS 추정치 190,001원에 Target PBR 0.9배를 적용했다. 밸류에이션 기준은 국내 화학 업체 2023년 평균 PBR(0.7배)에 +30% 할증된 값으로, 동사의 상대적으로 높은 수익성을 반영했다. 현재(2023.1.31) 주가 기준 12M Fwd PBR은 0.6배 수준이다.

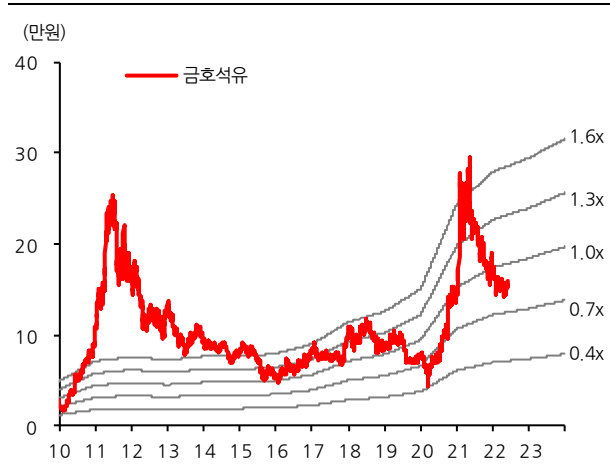
경기부진에 타이어용 고무 수요는 부진할 것으로 예상하나, 원료가 하락으로 10% 수준 영업이익률 유지할 수 있을 전망이다. 코로나19 방역 완화와 함께 급락했던 NB-Latex 마진의 하락세 또한 안정화됐다는 판단이다. 즉 2023년 실적은 전년 대비 조정될 가능성 높으나 타 화학사 대비 견조한 수준으로 불황 장기화시 매수 유효하다는 판단이다.

[그림 185] 금호석유 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[그림 186] 금호석유 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[표 24] 금호석유 밸류에이션 히스토리

구분		2018	2019	2020	2021	2022E	평균
PER	최저	5.9	5.8	5.5	3.6	3.5	4.9
	최고	15.4	9.2	11.1	13.5	6.3	11.1
	평균	8.9	7.6	8.1	5.9	4.6	7.0
PBR	최저	0.8	0.7	0.4	0.7	0.5	0.6
	최고	1.5	1.1	1.3	2.1	0.8	1.3
	평균	1.1	0.8	0.8	1.2	0.6	0.9
EV/EBITDA	최저	4.6	3.9	3.8	1.7	1.2	3.0
	최고	10.1	5.8	6.3	8.1	2.9	6.7
	평균	6.3	4.9	4.9	3.3	2.0	4.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표25] 금호석유 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	202EE	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,199.1</b>	<b>2,243.9</b>	<b>1,887.2</b>	<b>2,018.4</b>	<b>1,937.5</b>	<b>1,909.9</b>	<b>2,015.5</b>	<b>2,061.9</b>	<b>8,461.8</b>	<b>8,348.6</b>	<b>7,924.7</b>
QoQ(%)	1.2%	2.0%	-15.9%	7.0%	-4.0%	-1.4%	5.5%	2.3%			
YoY(%)	18.6%	2.0%	-15.6%	-7.1%	-11.9%	-14.9%	6.8%	2.2%	75.9%	-1.3%	-5.1%
합성고무/BD	698.2	744.3	655.9	650.0	661.3	657.3	700.8	790.9	3,053.2	2,748.4	2,810.2
합성수지	472.5	464.4	332.1	305.6	342.8	322.0	373.8	315.7	1,829.7	1,574.6	1,354.3
페놀(피앤비)	634.7	599.4	469.2	422.6	359.1	359.6	367.5	391.4	2,617.3	2,125.9	1,477.6
EPDM(폴리캠)	209.3	224.6	195.8	177.9	167.9	167.7	170.0	167.1	348.3	807.6	672.7
기타(정밀/열병합)	443.1	452.2	504.9	462.4	406.5	403.3	403.3	396.8	1,192.1	1,862.5	1,609.9
<b>영업이익</b>	<b>449.1</b>	<b>354.0</b>	<b>230.5</b>	<b>130.7</b>	<b>163.6</b>	<b>162.8</b>	<b>179.7</b>	<b>176.0</b>	<b>2,406.8</b>	<b>1,164.2</b>	<b>682.1</b>
영업이익률(%)	20.4%	15.8%	12.2%	6.5%	8.4%	8.5%	8.9%	8.5%	28.4%	13.9%	8.6%
QoQ(%)	8.1%	-21.2%	-34.9%	-43.3%	25.2%	-0.5%	10.4%	-2.1%			
YoY(%)	-26.7%	-53.0%	-63.1%	-68.5%	-63.6%	-54.0%	-22.0%	34.6%	224.3%	-51.6%	-41.4%
합성고무/BD	118.0	100.3	84.0	48.5	56.1	66.0	75.3	67.7	925.0	350.8	265.1
영업이익률(%)	16.9%	13.5%	12.8%	7.5%	8.5%	10.0%	10.7%	8.6%	30.3%	12.8%	9.4%
합성수지	54.9	31.6	-6.2	-8.9	4.0	5.3	5.8	5.4	311.7	71.4	20.5
영업이익률(%)	11.6%	6.8%	-1.9%	-2.9%	1.2%	1.6%	1.6%	1.7%	11.9%	3.4%	1.4%
페놀(피앤비)	166.8	98.6	21.8	15.9	25.0	21.6	20.1	24.1	1,008.7	303.1	90.8
영업이익률(%)	26.3%	16.4%	4.6%	3.8%	7.0%	6.0%	5.5%	6.2%	38.5%	14.3%	6.1%
EPDM(폴리캠)	45.6	48.5	50.8	26.8	29.7	28.2	27.7	27.0	53.2	171.7	112.6
영업이익률(%)	21.8%	21.6%	25.9%	15.1%	17.7%	16.8%	16.3%	16.2%	15.3%	21.3%	16.7%
기타(정밀/열병합)	63.8	74.9	80.1	48.4	48.8	41.8	50.9	51.8	108.2	267.2	193.2
영업이익률(%)	14.4%	16.6%	15.9%	10.5%	12.0%	10.4%	12.6%	13.1%	9.1%	14.3%	12.0%
<b>당기순이익</b>	<b>373.3</b>	<b>286.9</b>	<b>210.8</b>	<b>125.9</b>	<b>152.2</b>	<b>152.2</b>	<b>166.1</b>	<b>163.8</b>	<b>1,965.6</b>	<b>997.0</b>	<b>634.3</b>
<b>지배순이익</b>	<b>373.2</b>	<b>286.9</b>	<b>210.8</b>	<b>125.9</b>	<b>152.2</b>	<b>152.2</b>	<b>166.1</b>	<b>163.8</b>	<b>1,965.5</b>	<b>996.8</b>	<b>634.3</b>
순이익률(%)	17.0%	12.8%	11.2%	6.2%	7.9%	8.0%	8.2%	7.9%	23.2%	11.9%	8.0%

자료: 금호석유, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,810	8,462	8,349	7,925	8,295
매출총이익	951	2,698	1,543	1,315	1,465
영업이익	742	2,407	1,164	682	802
EBITDA	923	2,615	1,406	932	1,060
순이자손익	-18	-15	2	-5	-4
외화관련손익	-3	9	25	0	0
지분법손익	56	194	120	108	121
세전계속사업손익	767	2,618	1,333	813	947
당기순이익	583	1,966	997	634	739
지배주주순이익	583	1,965	997	634	739
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-3.1	75.9	-1.3	-5.1	4.7
영업이익	103.1	224.3	-51.6	-41.4	17.6
EBITDA	62.5	183.2	-46.2	-33.7	13.7
순이익	97.8	237.2	-49.3	-36.4	16.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	19.8	31.9	18.5	16.6	17.7
영업이익률	15.4	28.4	13.9	8.6	9.7
EBITDA 이익률	19.2	30.9	16.8	11.8	12.8
세전이익률	15.9	30.9	16.0	10.3	11.4
순이익률	12.1	23.2	11.9	8.0	8.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	772	2,127	358	769	888
당기순이익	583	1,966	997	634	739
자산상각비	181	208	242	250	258
운전자본증감	-59	-280	-417	-18	2
매출채권 감소(증가)	-48	-162	-128	-22	-2
재고자산 감소(증가)	-67	-159	-209	-21	-2
매입채무 증가(감소)	79	69	36	22	2
투자현금흐름	-200	-1,759	177	-242	-245
유형자산처분(취득)	-175	-352	-370	-317	-332
무형자산 감소(증가)	-3	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-50	-1,021	564	-24	-25
재무현금흐름	-279	-167	-597	-162	-135
차입금의 증가(감소)	-241	-51	-170	0	0
자본의 증가(감소)	-41	-116	-431	-162	-135
배당금의 지급	-41	-116	-281	-162	-135
총현금흐름	941	2,646	1,469	787	886
(-)운전자본증가(감소)	-100	-298	865	18	-2
(-)설비투자	175	354	375	317	332
(+)자산매각	-3	1	5	0	0
Free Cash Flow	862	2,591	234	452	556
(-)기타투자	131	963	-431	-99	-112
잉여현금	731	1,628	665	551	668
NOPLAT	542	1,807	871	532	626
(+) Dep	181	208	242	250	258
(-)운전자본투자	-100	-298	865	18	-2
(-)Capex	175	354	375	317	332
OpFCF	647	1,959	-127	447	554

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,705	3,445	3,229	3,663	4,204
현금성자산	538	1,764	1,163	1,552	2,086
매출채권	622	866	1,019	1,041	1,043
재고자산	532	780	991	1,012	1,014
비유동자산	3,322	4,670	4,866	4,942	5,025
투자자산	1,026	1,203	1,229	1,238	1,248
유형자산	2,280	3,416	3,591	3,662	3,740
무형자산	16	51	46	41	38
자산총계	5,027	8,116	8,095	8,605	9,229
유동부채	1,210	2,360	1,744	1,772	1,781
매입채무	638	1,009	1,004	1,026	1,028
유동성이자부채	382	720	585	585	585
비유동부채	668	672	678	688	699
비유동이자부채	538	315	312	312	312
부채총계	1,878	3,033	2,422	2,460	2,479
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	378	377	377	377
이익잉여금	2,727	4,565	5,156	5,629	6,233
자본조정	-103	-29	-29	-29	-29
자기주식	-40	-38	-38	-38	-38
자본총계	3,149	5,083	5,673	6,146	6,750

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	18,710	63,873	40,956	25,911	30,288
BPS	94,002	152,518	175,383	190,001	208,686
DPS	4,200	10,000	6,000	5,000	5,000
CFPS	28,089	79,422	45,424	24,326	27,405
ROA(%)	12.2	29.9	12.3	7.6	8.3
ROE(%)	20.2	47.8	18.5	10.7	11.5
ROIC(%)	20.2	60.2	22.4	12.0	13.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	7.7	2.6	2.8	5.7	4.9
PBR	1.5	1.1	0.7	0.8	0.7
PSR	1.0	0.7	0.4	0.6	0.6
PCR	5.2	2.1	2.5	6.1	5.4
EV/EBITDA	5.4	1.8	2.5	4.2	3.2
배당수익률	2.9	6.0	5.2	3.4	3.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	59.6	59.7	42.7	40.0	36.7
Net debt/Equity	12.1	-14.3	-4.7	-10.7	-17.6
Net debt/EBITDA	41.3	-27.9	-18.9	-70.3	-112.1
유동비율	140.9	146.0	185.1	206.8	236.1
이자보상배율(배)	26.5	88.5	42.8	38.0	44.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	62.8	53.2	64.8	61.6	57.7
현금+투자자산	37.2	46.8	35.2	38.4	42.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	22.6	16.9	13.7	12.7	11.7
자기자본	77.4	83.1	86.3	87.3	88.3

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2023년 01월 31일)

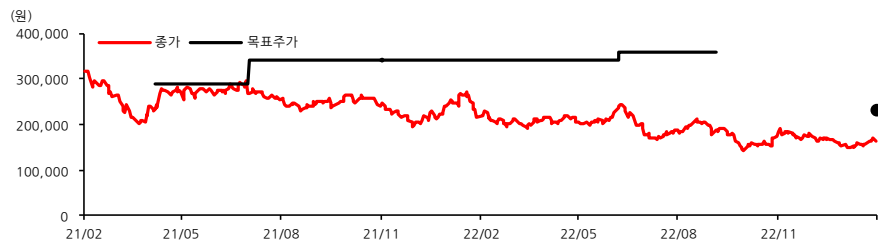
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ SK이노베이션 주가와 목표주가 추이 ]



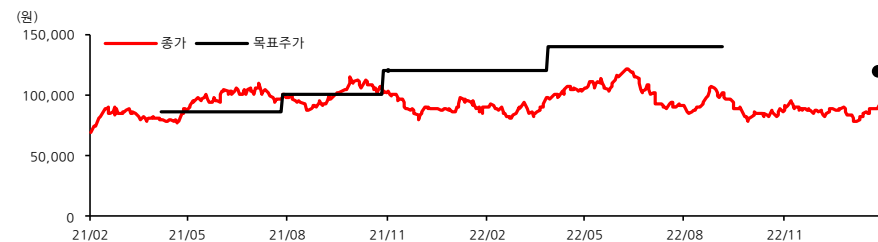
[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.04.07	2021.04.07	2021.06.24	2021.07.02	2021.07.14
투자 의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		전우제	290,000	290,000	340,000	340,000
일 시	2021.08.04	2021.08.12	2021.09.08	2021.10.14	2021.11.01	2021.11.11
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2021.12.10	2022.01.12	2022.02.03	2022.02.18	2022.03.29	2022.04.21
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2022.05.02	2022.05.12	2022.06.08	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표 가격	340,000	340,000	360,000	360,000	윤용식	230,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	290,000	-5.88	1.90
2021.07.02	Buy	340,000	-32.31	-18.53
2022.06.08	Buy	360,000	-50.71	-32.22
2023.01.31	Buy	230,000		

[ S-Oil 주가와 목표주가 추이 ]





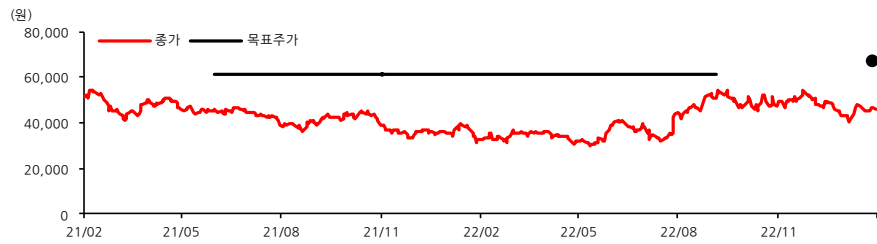
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.04.07	2021.04.07	2021.04.28	2021.06.24	2021.07.27
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		전우제	86,000	86,000	86,000	100,000
일 시	2021.10.28	2022.01.28	2022.02.18	2022.03.29	2022.04.21	2022.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2022.05.12	2022.06.08	2023.01.31	2023.01.31		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	140,000	140,000	윤용식	120,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Hold	86,000	11.00	27.91
2021.07.27	Hold	100,000	0.19	15.00
2021.10.28	Buy	120,000	-25.06	-14.58
2022.03.29	Buy	140,000	-32.28	-13.21
2023.01.31	Buy	120,000		

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



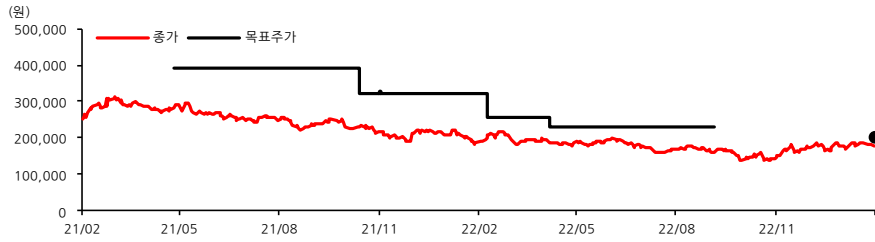
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.05.31	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2021.09.08	2021.09.30	2021.10.05	2021.10.14	2021.10.29	2022.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2022.01.12	2022.02.18	2022.03.10	2022.04.21	2022.04.29	2022.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2022.06.08	2022.06.29	2022.07.29	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	윤용식	67,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	61,000	-37.67	-23.11
2022.06.08	Buy	61,000	-25.48	-10.49
2023.01.31	Buy	67,000		

[롯데케미칼 주가와 목표주가 추이]



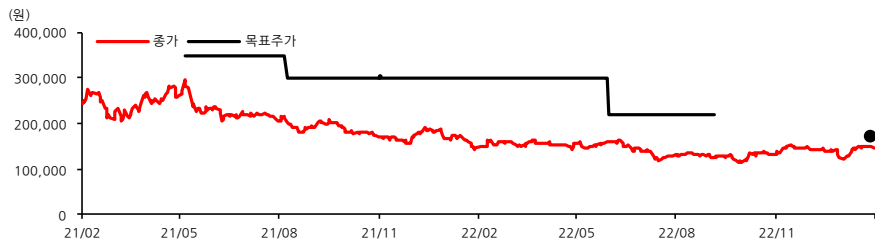
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.04.26	2021.04.26	2021.05.07	2021.08.09	2021.10.14
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	410,000	410,000	410,000	340,000
일 시	2021.11.08	2022.02.09	2022.02.18	2022.04.07	2022.04.21	2022.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	270,000	270,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2022.08.08	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Hold		
목표가격	240,000	240,000	윤용식	200,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.26	Buy	390,528	-35.14	-24.63
2021.10.14	Buy	323,852	-35.07	-28.09
2022.02.09	Buy	257,177	-22.62	-15.19
2022.04.07	Buy	228,602	-24.70	-13.54
2023.01.31	Hold	200,000		

[금호석유 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.06	2021.05.06	2021.07.14	2021.08.09	2021.09.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	350,000	350,000	300,000	300,000
일 시	2021.11.08	2021.11.11	2021.12.10	2022.01.24	2022.02.11	2022.02.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2022.05.06	2022.05.12	2022.05.31	2023.01.31	2023.01.31	
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	
목표가격	300,000	300,000	220,000	윤용식	170,000	

**[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]**

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.06	Buy	350,000	-35.84	-15.43
2021.08.09	Buy	300,000	-43.86	-30.50
2022.05.31	Buy	220,000	-37.91	-25.91
2023.01.31	Buy	170,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%