



정유/화학(OVERWEIGHT)

2023년 하반기 전망

수요보다 공급의 변화에 집중

 리서치센터 EV/Mobility팀 | 2023년 5월 23일

리서치센터 EV/Mobility팀
조현렬 수석연구위원
hyunryul.cho@samsung.com

* 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

SUMMARY

2023년 하반기 전망 (정유/화학)

2023년 하반기 전망: 수요보다 공급의 변화에 집중

안녕하세요 삼성증권 조현렬입니다.

글로벌 금리 인상 속도가 가팔라지며, 2023년 들어 경기침체에 대한 우려는 보다 증폭되었습니다. 이는 정유 및 화학 업종 수요훼손에 대한 우려로 이어졌습니다.

그럼에도 공급의 영향력이 수요보다 훨씬 큰 상황입니다. 정유는 침체 우려가 확대되며 국제유가가 및 정제마진 하락을 경험했지만, 글로벌 재고는 여전히 하락세를 지속하고 있습니다. 즉, 제한적인 공급으로 인해 수급 밸런스는 보다 타이트해지고, 이는 정제마진 회복을 야기했습니다. 화학은 대규모 증설이 올해까지 이어지며, 중국의 리오프닝에 따른 소매판매 일부 회복에도 시황 악화가 지속되고 있습니다.

2023년 하반기는 수요보다 공급의 변화에 집중할 시기로 판단합니다. 매크로 불확실성으로 수요 변동성도 확대되었지만, 여전히 공급 측의 영향력이 클 것입니다. 정유 업종에 수요 우려가 고조되고 있지만, 상반기 대비 하반기 제한적인 증설물량과 중국 수요 회복에 따른 수출 감소가 예상됩니다. 화학 업종은 2024년 이후 에틸렌을 중심으로 공급 규모가 크게 감소될 전망이기에, 올해까지의 증설부담은 있지만 연말로 갈수록 업황 회복에 대한 기대감이 커질 전망입니다.

따라서 정유 업종에 대한 비중 확대 의견은 유지하고, 화학 업종에 대한 투자 의견도 기존 중립에서 비중 확대로 상향합니다. 정유 업종의 최선호주는 SK이노베이션이며, 화학 업종의 최선호주는 LG화학 및 한화솔루션을 유지합니다. 다만 차선호주로 롯데케미칼을 추천해 드리며, 투자자 관심이 낮은 현시점부터 선제적인 매수가 유효한 시점으로 판단합니다.

본 보고서가 투자자들의 산업에 대한 이해와 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.

감사합니다.

CONTENTS

2023년 하반기 전망 (정유/화학)

PART 1. Valuation 및 투자 전략

- 1) 섹터 투자 전략 - 하반기는 화학에도 관심을 가져야 할 시점
- 2) Top-picks

PART 2. 정유

- 1) 1H23 Review - 침체 우려가 야기한 정제마진 조정
- 2) 2H23 Outlook - 수요 전망치는 오히려 상향

PART 3. 화학

- 1) 1H23 Review - 펀더멘털 하락 사이클 지속
- 2) 2H23 Outlook - 2024년 업황 회복을 대비하는 시기

PART 4. Appendix

- 1) 정유 및 화학 업종 주요 지표
- 2) 커버리지 기업 실적 전망

PART 5. 기업분석

- 1) LG에너지솔루션
 - 2) SK이노베이션
 - 3) LG화학
 - 4) 한화솔루션
 - 5) 롯데케미칼
- 

PART 01

Valuation 및 투자 전략

- 1) 섹터 투자 전략
- 2) Top-picks

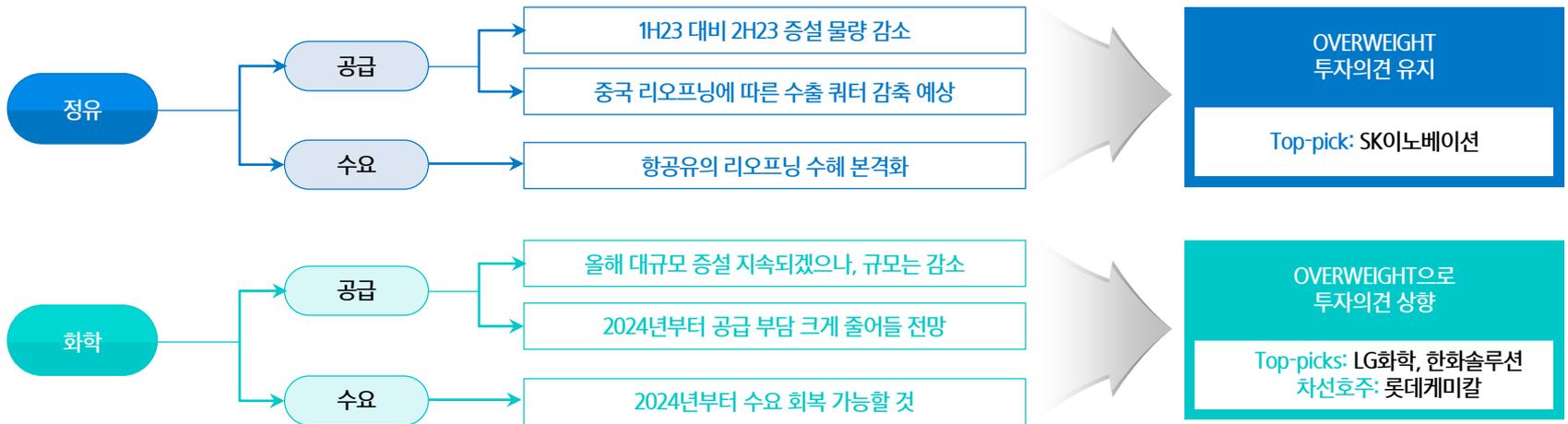


1) 섹터 투자 전략

▶ 2023년 하반기는 화학에도 관심을 가져야 할 시점

- 글로벌 침체 우려가 가중되고 있지만 정유 및 화학 업황에는 여전히 수요보다 공급이 더 큰 영향력을 행사.
- 기존 대비 가장 큰 의견 변화는 화학에 대한 투자의견 상향. 업황은 여전히 어렵겠으나, 2024년을 회복 가능성이 지속 상승하고 있는 것으로 판단.
- 정유는 1H23에 증설물량이 집중된 후 2H23 공급 부담이 줄어드는 점과 리오프닝 수요 개선이 지속 일어나고 있는 점이 긍정적.
- 화학은 2H23까지 대규모 증설 이어지겠으나, 기존 대비 공급 도입 물량이 감소했을 뿐만 아니라 2024년 에틸렌부터 수급 회복 전망.
- 2024년 제한적 증설에 따른 투자심리 개선은 2H23부터 나타날 것.

정유/화학 업종: 2H23 투자 전략



자료: 삼성증권 정리

2) Top-picks

▶ **정유/화학 업종 Top-picks는 각각 SK이노베이션, LG화학 및 한화솔루션. 차선후주는 롯데케미칼**

- 정유 업종 Top-pick은 SK이노베이션인데, 이는 정유업 호황뿐만 아니라 배터리 수익성 개선에 따른 사업가치 재평가가 지속될 것으로 예상하기 때문.
- 화학 업종 Top-picks는 화학 외 “Alpha” 부각이 가능한 업체 선호 지속. 대표적으로 LG화학 및 한화솔루션. 다만 차선후주로 롯데케미칼도 관심 가질 시점.
- LG화학은 신규 고객향 양극재 판매 확대로 2차전지 셀/소재 성장 모멘텀 부각 받을 전망.
- 한화솔루션은 예상보다 오래 지속되는 태양광 수익성 강세와 미국 IRA AMPC 수혜를 기대.
- 롯데케미칼은 2024년 에틸렌 업황 회복을 앞두고 동시에 투자심리 개선이 2H23에 선제적으로 나타날 것.

Coverage valuation

(원)	Target P/B (배)	투자의견	현재 주가	목표주가	과리율 (%)	P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
						2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
SK이노베이션	0.91	BUY	177,600	240,000	35.1	10.6	11.5	7.8	0.77	0.75	0.68	8.5	7.1	9.7
S-Oil	1.18	BUY	74,600	102,000	36.7	4.1	6.8	7.8	1.02	0.93	0.87	27.2	14.4	11.5
LG화학	2.16	BUY	698,000	1,000,000	43.3	29.6	23.9	13.4	1.74	1.66	1.51	6.9	7.1	11.8
롯데케미칼	0.62	BUY	176,500	220,000	24.6	103.3	41.6	10.6	0.44	0.52	0.50	0.4	1.2	4.8
한화솔루션	1.12	BUY	46,500	68,000	46.2	24.9	12.1	9.1	0.99	0.84	0.77	4.2	7.4	8.9
금호석유	0.61	HOLD	132,500	150,000	13.2	4.3	7.1	6.1	0.64	0.59	0.53	19.1	10.3	10.9
SKC	2.40	BUY	93,500	125,000	33.7	n/a	132.5	34.1	1.84	1.86	1.79	(3.7)	1.6	6.0
롯데정밀화학	0.67	BUY	60,300	70,000	16.1	10.6	4.9	6.0	0.67	0.61	0.58	6.5	13.1	10.0
대한유화	0.54	HOLD	141,900	165,000	16.3	(6.2)	(21.8)	12.9	0.47	0.48	0.47	(7.7)	(2.3)	3.9
LG에너지솔루션	7.19	BUY	552,000	740,000	34.1	167.0	58.1	41.1	6.90	6.16	5.36	5.7	11.2	13.9
SK아이이테크놀로지	3.08	BUY	82,400	102,000	23.8	n/a	176.9	38.3	2.70	2.66	2.49	(1.4)	1.5	6.7

참고: 5월 19일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

PART 02

정유

- 1) 1H23 Review - 침체 우려가 야기한 정제마진 조정
- 2) 2H23 Outlook - 수요 전망치는 오히려 상향



1) 1H23 Review - 벤치마크를 하회한 주가 수익률

▶ 2023년 정유업체 주가수익률은 벤치마크 하회 지속

- 국내 정유업체(SK이노베이션/S-Oil)의 합산 시가총액은 24.8조원으로 연초(24.0조원) 대비 3% 상승 .
- 동 기간 KOSPI가 11% 상승한 점을 감안하면, 국내 정유업체의 주가 수익률은 벤치마크를 하회.
- 정유업체 합산 시가총액은 2022년 11월 이후 KOSPI 수익률 대비 부진하기 시작(2022년 11월 이후 정유업체 -9% vs. KOSPI +5%).

국내 정유업체* 및 KOSPI: 2008년 이후 상대가격 추이

(Index: 2008=100)



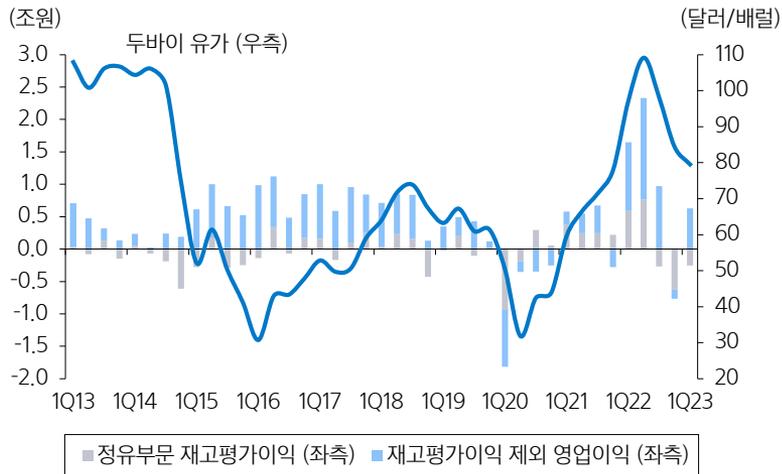
참고: * SK이노베이션 및 S-Oil의 합산 시가총액
자료: Quantwise, 삼성증권

1) 1H23 Review - 국제유가 하락 영향 지속

▶ 침체 우려가 국제유가 및 정제마진 하방 압력으로 작용

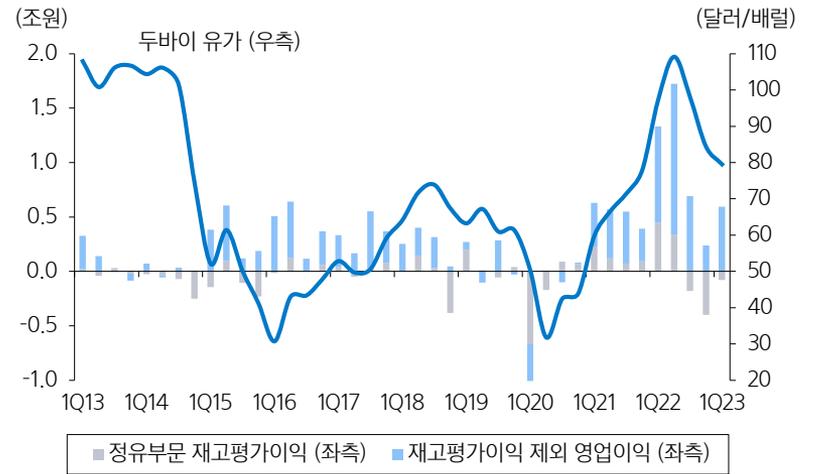
- 1Q23 정유 2개사 합산 실적은 0.89조원(-70%YoY)으로 전년 대비 크게 하락.
- 분기별 실적은 3Q22부터 지속 하락했는데, 이는 2Q22 고점 이후 하락세를 거듭한 국제유가 영향에 기인.
- 2개사 합산 기준 재고평가손실은 3Q22 0.45조원, 4Q22 1.03조원, 1Q23 0.33조원을 기록.
- 3Q22부터 시작되어 지속된 국제유가 하락과 1Q23 정제마진 조정이 감익을 가속화.

SK이노베이션: 정유부문 재고평가손익의 영업이익 기여도



자료: Bloomberg, SK이노베이션, 삼성증권

S-Oil: 정유부문 재고평가이익의 영업손익 기여도



자료: Bloomberg, S-Oil, 삼성증권

1) 1H23 Review - 침체 우려가 야기한 정제마진 조정

▶ 수요 우려로 인한 정제마진 조정 구간

- 정제마진으로부터 발생하는 이익은 크게 스팟 정제마진, 래깅효과 및 OSP 효과로 구성.
- 2020~2022년 분기 평균 이익은 배럴당 각각 2.0달러, 6.3달러 및 15.0달러를 기록.
- 2020년 코로나19로 인해 수요 급락 후 2021년 백신 보급 및 러시아 지정학 사태로 인해 이익 완연하게 회복.
- 한편 2023년 들어 정제마진은 1Q23 14.1달러 및 2QTD23 3.9달러까지 빠르게 하락.
- 이는 경기침체 우려로 인해 급락했던 국제유가 영향 및 주요 제품 정제마진 하락 영향에 기인.

SK이노베이션 및 S-Oil: 정제마진으로부터 발생하는 이익*의 breakdown



참고: * 재고평가손익을 제외한 정제마진 효과를 반영한 이익을 의미 (스팟 정제마진, 래깅효과 및 OSP효과를 각각 반영하여 합산)
 자료: 삼성증권 정리

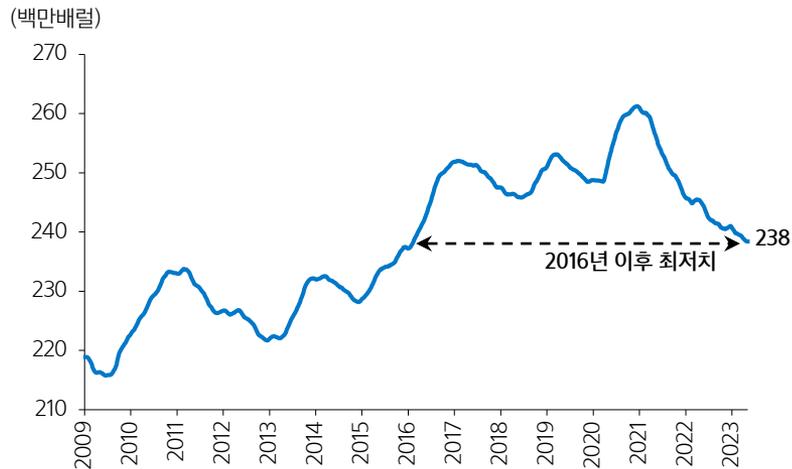
Part 2. 정유(OVERWEIGHT)

1) 1H23 Review - 펀더멘털은 지표 대비 견고

▶ 정제마진 조정에도 불구하고 여전히 타이트한 재고

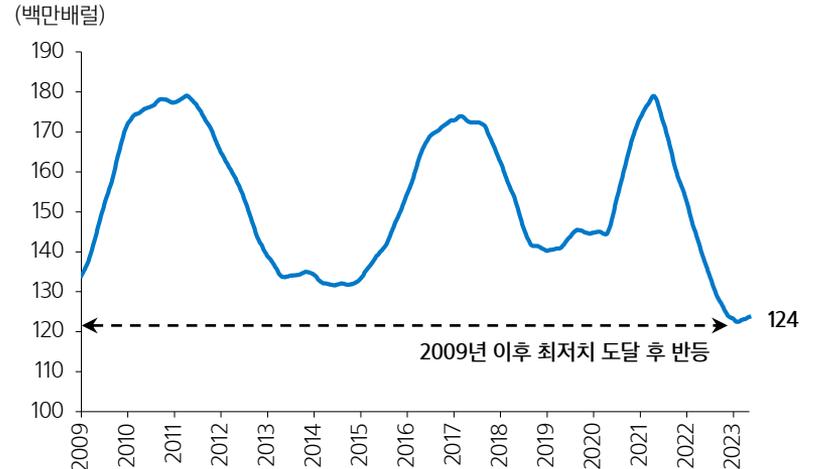
- 최근 정제마진 하락에도 불구하고 주요 정유제품 재고는 여전히 낮은 상황.
- 현재 글로벌 가솔린 재고는 2016년 이후 최저치까지 하락. 2022년 11월 대비 현재까지 1% 추가 하락.
- 글로벌 디젤 재고는 올해 1월 2009년 이후 최저치 도달 이후 소폭(+1%) 반등.
- 즉, 최근 정제마진의 약세는 펀더멘털 요인보다는 향후 경기에 대한 심리적 요인이 컸음을 방증.

글로벌* 가솔린 재고** 추이



참고: * 주요 4대 지역(미국, 싱가포르, UAE, 유럽) 재고의 합계
** 52주 누적 평균 주간 재고 기준
자료: Enterprise Singapore, Platts, Bloomberg, 삼성증권

글로벌* 디젤/등유 재고** 추이



참고: * 주요 4대 지역(미국, 싱가포르, UAE, 유럽) 재고의 합계
** 52주 누적 평균 주간 재고 기준
자료: Enterprise Singapore, Platts, Bloomberg, 삼성증권

Part 2. 정유(OVERWEIGHT)

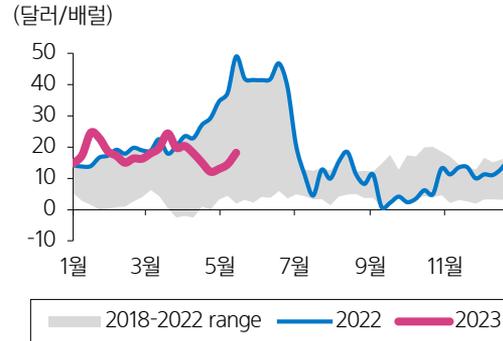
1) 1H23 Review - 제품별 정제마진

국내 정유 2사: 종합 마진 추이



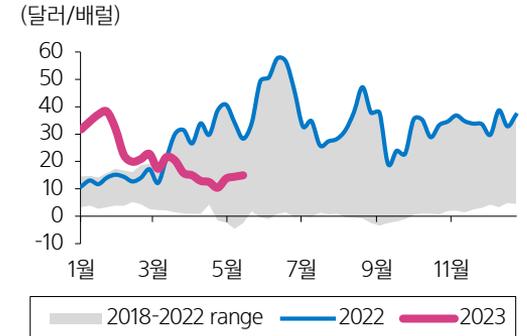
자료: 산업자료, 삼성증권

가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



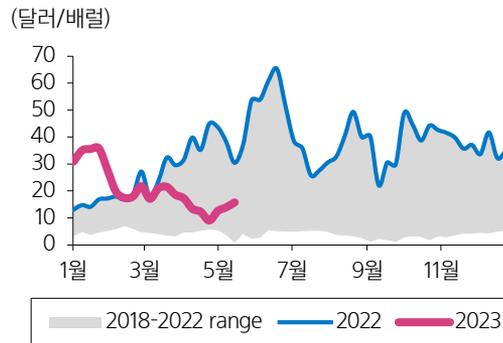
자료: 산업자료, 삼성증권

등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



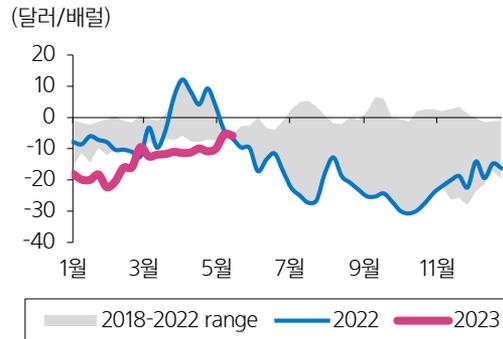
자료: 산업자료, 삼성증권

디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



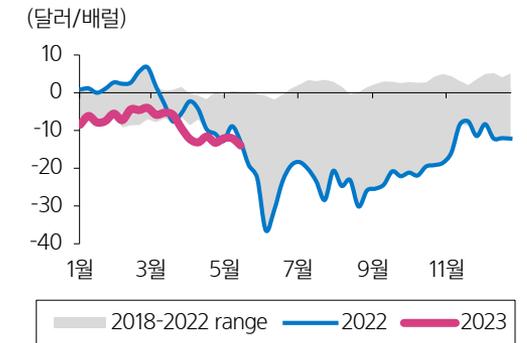
자료: 산업자료, 삼성증권

HSFO-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: 산업자료, 삼성증권

나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



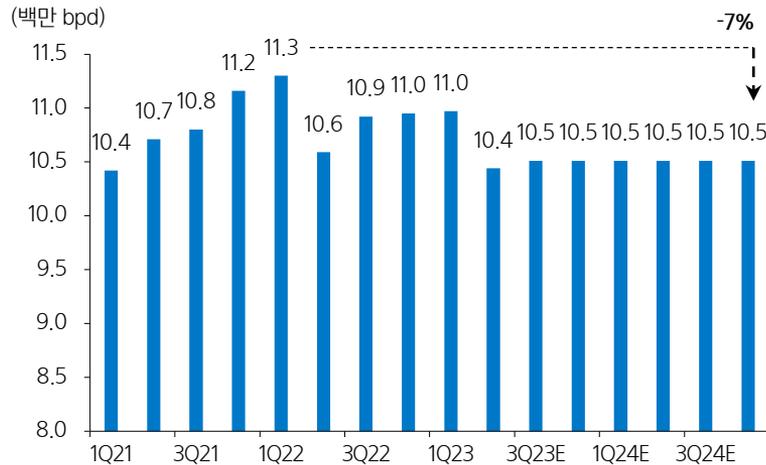
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 공급: 예상보다 견조한 러시아 원유 생산

▶ 주요 전망 기관의 러시아 생산 전망치 상향

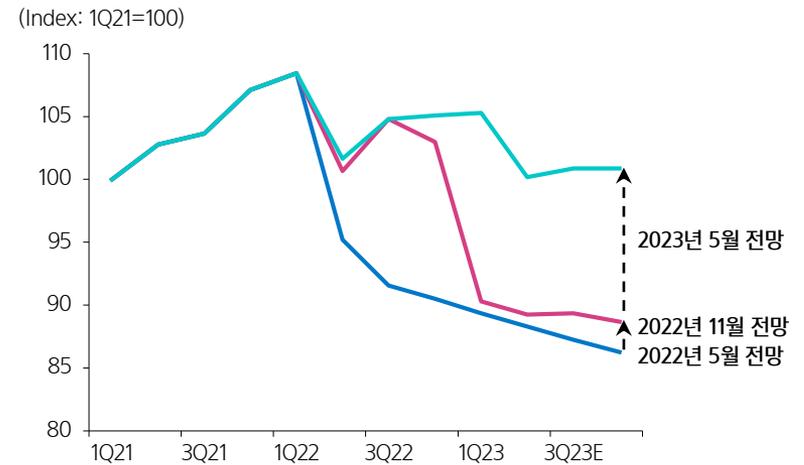
- 러시아-우크라이나 전쟁 이후 EU 및 서방 국가의 러시아산 원유 및 정유제품에 대한 수입금지 결정.
- 2022년 12월 원유 수입금지, 2023년 2월 정유제품 수입금지 정책 개시.
- 주요 전망 기관은 러시아의 원유 생산량이 제재로 인해 크게 하락 예상했으나, 대체 수요처 확보로 예상보다 러시아 원유 생산량 견조.
- 이로 인해 EIA는 4Q23 러시아 원유 생산량을 기존에 924만 bpd(2022년 11월 전망)로 전망했으나, 1,051만 bpd(2023년 5월 전망)로 상향.
- 또한 러시아는 올해 3월부터 50만 bpd 감산을 발표했지만, 군사 지출 자금 확보차원에서 계획만큼 감산하지 않고 있는 것으로 파악.

러시아: 원유 생산 추이 및 전망



자료: EIA, 삼성증권

러시아: 원유 생산 전망치 변경 추이



자료: EIA, 삼성증권

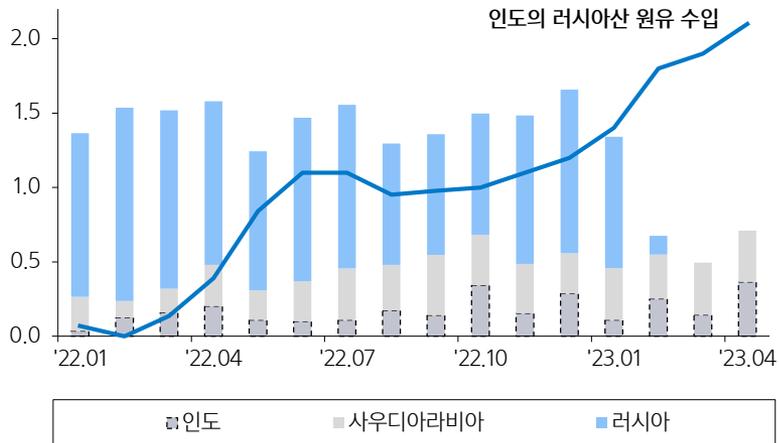
2) 2H23 Outlook - <1> 공급: 러시아 원유의 선회와 유럽 시장 수급 타이트

▶ 러시아 원유는 인도향 수출 확대, 그리고 인도의 EU향 정유제품 수출 증가

- 러시아 원유는 EU 외 중국/인도 등으로 수출처 선회. 인도는 값싼 러시아산 원유 수입 후 정유제품 수출 확대 중.
- 인도의 유럽향 정유제품 수출은 2022년 1월 3.5만 bpd에서 2023년 4월 36.5만 bpd까지 급증.
- 한편 그럼에도 유럽시장 내 원유 수급은 점차 타이트해지고 있는 것으로 판단하며, 이는 사우디아라비아 OSP 통해 확인 가능.
- 통상 유럽향 OSP가 아시아 OSP보다 낮은데, 이는 아시아 대비 유럽은 중동, 브렌트, WTI 원유 공급이 용이한 환경이기 때문.
- 아시아향-유럽향 OSP 격차는 2022년 5월 7.4달러에서 2023년 6월 0.4달러까지 급락. 이는 유럽 내 원유 수급 환경이 점차 열악해지고 있음을 시사.

EU: 인도, 사우디아라비아 및 러시아산 정유제품 수입 현황

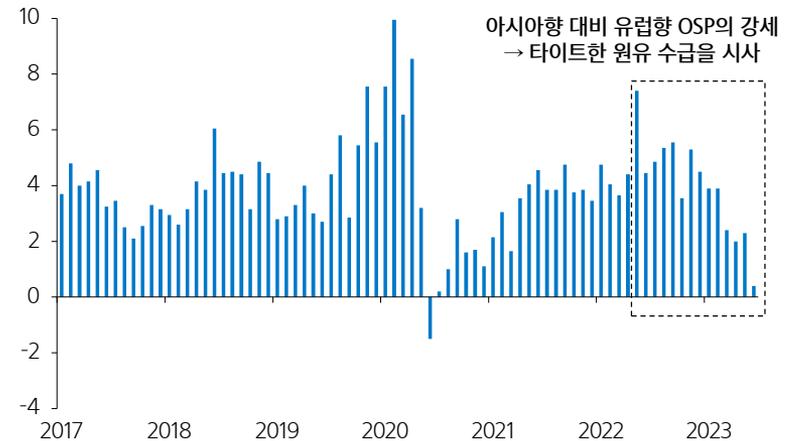
(백만 bpd)



자료: Vortexa, 삼성증권

사우디아라비아: 아시아향 OSP - 유럽향 OSP 차이

(달러/배럴)



자료: Bloomberg, 삼성증권

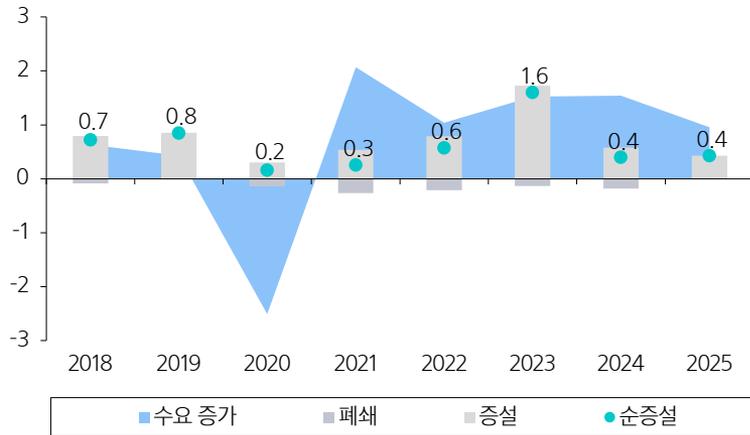
2) 2H23 Outlook - <1> 공급: 상반기 대비 제한적인 증설

▶ 2023년 순증설 물량의 도입은 1H23에 일단락

- 아시아 및 중동 정제설비 순증설은 2022년 60만 bpd에서 2023년 160만 bpd로 증가.
- 한편 올해 상반기 도입된 물량은 약 115만 bpd로 2023년 전체 순증설 대비 72% 수준.
- 하반기 도입 물량은 2023년 연간 규모 대비 28%에 불과.
- 즉, 전년 대비 증설 물량 확대가 되긴 했지만, 1H23에 대부분 도입되었기에 2H23 공급부담은 다소 완화 예상.

아시아/중동: 정유제품 수급 밸런스 전망

(백만배럴)



참고: 증설 규모는 가동 시기를 고려한 유효생산 능력
자료: 산업자료, 삼성증권

아시아/중동: 주요 정제설비 증설/폐쇄 계획

국가	증설/폐쇄	기업	생산능력 (천 bpd)	상업 가동/폐쇄 시기
중국	증설	Rongsheng #2	400	1Q22
말레이시아	증설	Petronas	300	3Q22
인도	증설	Hindustan Petroleum	125	3Q22
말레이시아	폐쇄	Petronas	-300	3Q22
중국	폐쇄	Local Refineries	-100	3Q22
중국	증설	Shenghong	320	4Q22
중국	증설	CNPC/PDVSA	400	4Q22
일본	폐쇄	ENEOS	-112	4Q22
중국	증설	Local Hebei	160	1Q23
이라크	증설	Karbala	140	2Q23
오만	증설	Al-Duqm	230	2Q23
쿠웨이트	증설	Al Zour	615	2Q23
중국	증설	Sinopec Hainan	100	3Q23
일본	폐쇄	ENEOS	-119	4Q23
일본	폐쇄	Idemitsu	-112	4Q24

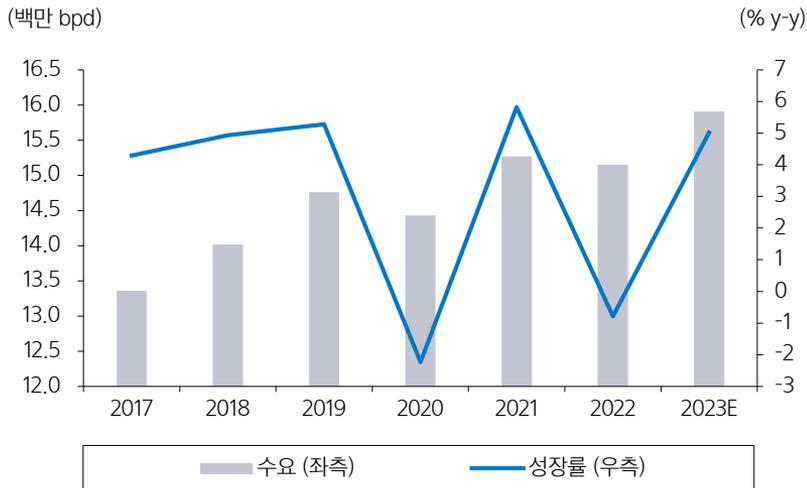
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 공급: 중국 수출 쿼터는 수요 회복에 맞춰 감소할 것

▶ 수요 회복 시 중국의 정유제품 수출 쿼터는 재차 감소 전망

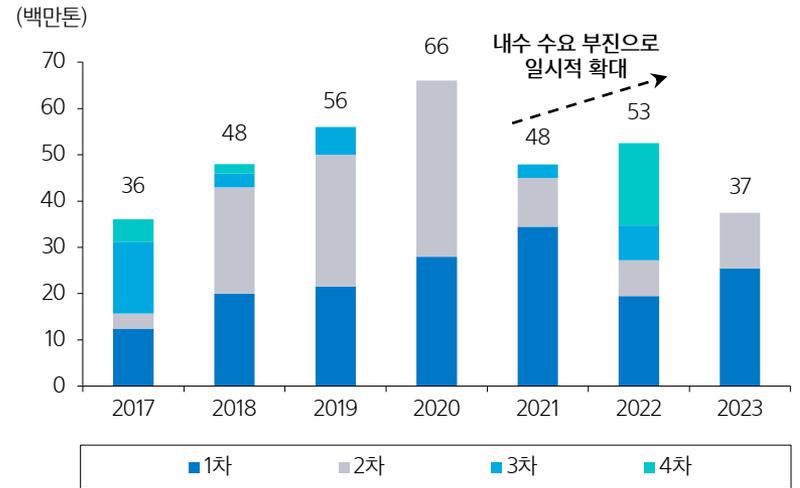
- 중국은 2020년 탄소 중립 목표를 발표한 이후 원유 수입 쿼터 및 정유 수출 쿼터 감축을 통해 소규모 정제설비 통폐합을 유도.
- 다만 2021년부터 제로코로나 시행으로 인해 중국 내수 수요 급감 시현 .
- 이로 인해 내수 외 수출을 통한 정제설비 가동률 유지를 위해 수출 쿼터 재차 확대.
- 특히 2020년 이후 수출 쿼터는 중국 원유 수요 성장률과 반비례 양상.
- 즉, 향후 수요 회복 나타날 경우 수출 쿼터는 재차 감축 전망.

중국: 원유 수요 및 성장률



자료: 산업자료, 삼성증권

중국: 정유제품 수출 쿼터 추이



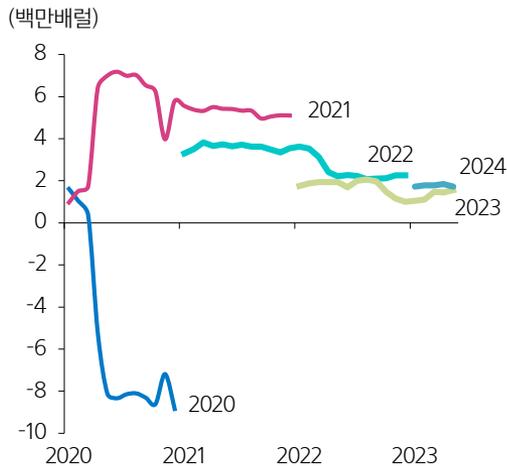
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요: 지표 하락에도 수요 전망치는 오히려 상향

▶ 침체 우려 고조되어 유가 및 정제마진은 하락했으나, 수요 전망치는 오히려 상향

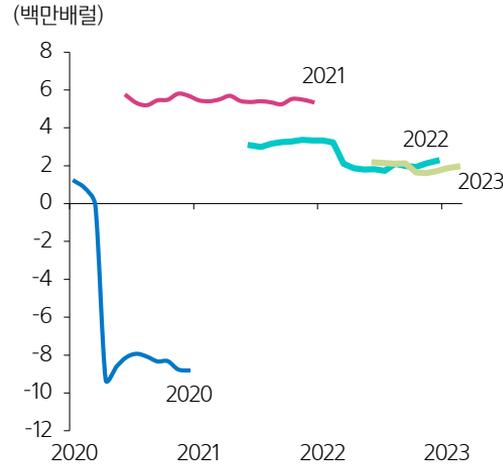
- 앞서 살펴본 바와 같이 올해 국제유가 및 정제마진은 글로벌 침체 우려로 인해 하락.
- 원유 수요도 침체가 본격화될 경우 하락할 수 있겠지만, 현재까지 원유 수요 전망치는 유지되거나 오히려 상향.
- 2022년 11월 대비 현시점에서 EIA, IEA 및 OPEC은 각각 2023년 원유 수요 성장률을 모두 상향.
(EIA: 116만 bpd→156만 bpd, IEA: 161만 bpd→196만 bpd, OPEC: 225만 bpd→233만 bpd)

EIA: 글로벌 원유수요 순증가 전망



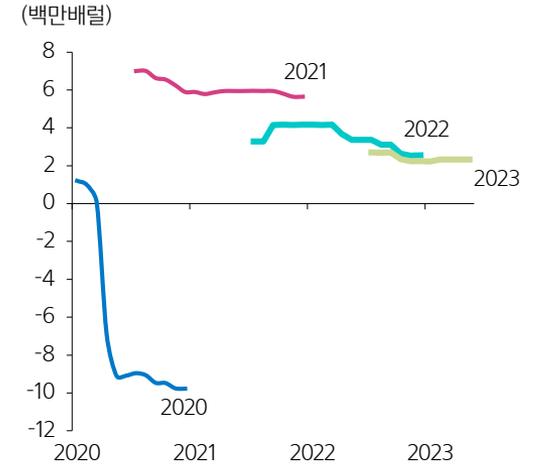
자료: 산업자료, 삼성증권

IEA: 글로벌 원유수요 순증가 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

OPEC: 글로벌 원유수요 순증가 전망



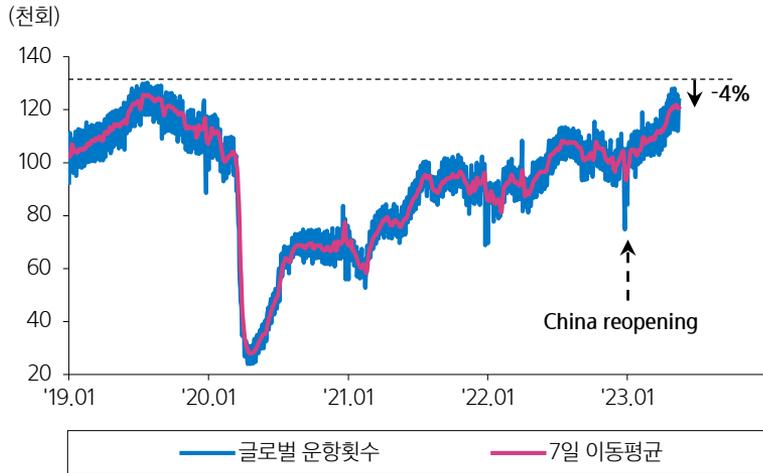
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요: 항공유의 중국 리오프닝 수혜 본격화

▶ 항공유, 중국 리오프닝 효과를 반영하기 시작

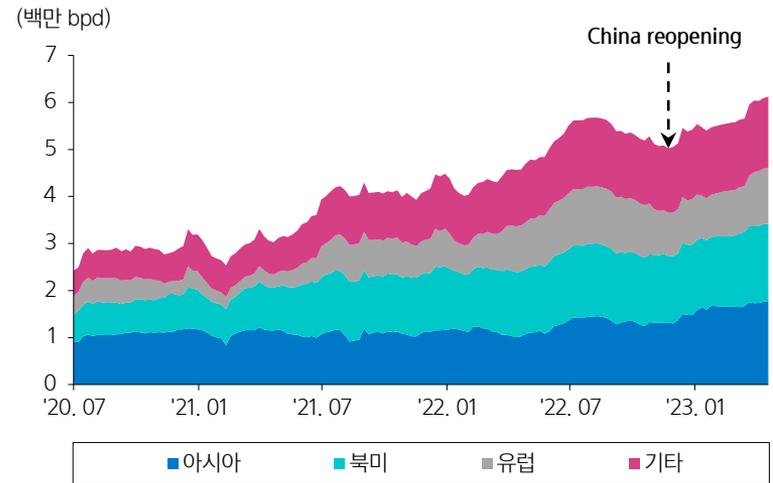
- 글로벌 상업용 항공운항 횟수는 2022년 12월 평균 10.0만 회에서 2023년 5월 12.1만 회까지 21% 상승.
- 이는 작년 말부터 본격화된 중국의 제로코로나 정책 폐지에 기인 .
- 이에 따라 글로벌 항공유 수요도 2022년 말 538만 bpd에서 2023년 4월 말 623만 bpd까지 14% 개선.

일간 글로벌 항공운항 횟수 추이



자료: Flightradar24, 삼성증권

글로벌 항공유 수요 추이



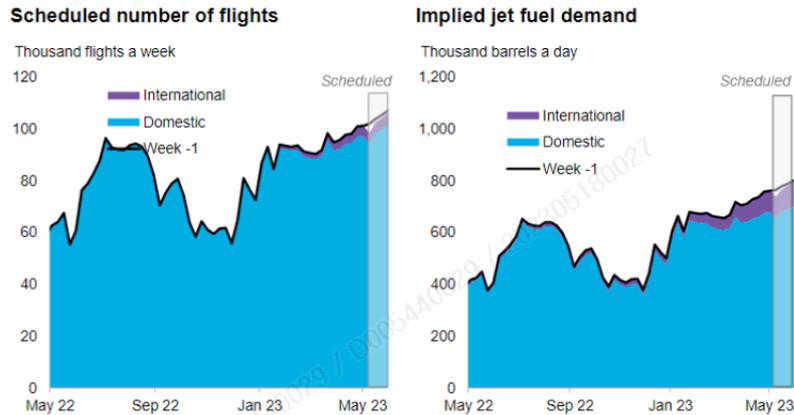
자료: Bloomberg, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요: 중국의 국제선 수요 상향 여력은 여전히 크다

▶ 연초 이후 항공유 수요 크게 회복했지만, 국제선 기여도는 여전히 미미

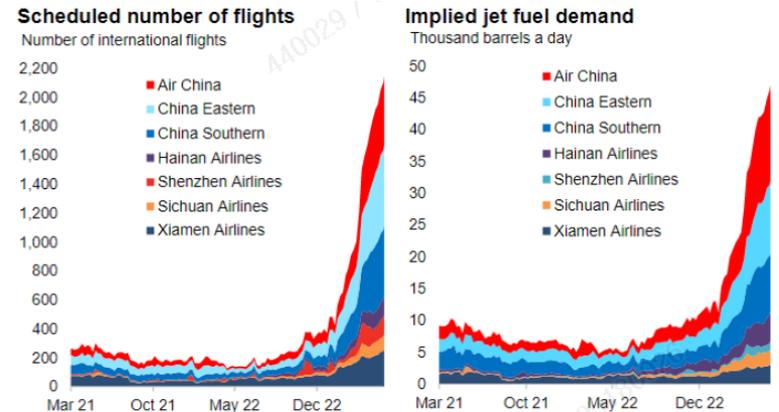
- 2022년 말 40만 bpd에 불과했던 중국 항공유 수요는 현재 75만 bpd까지 빠르게 개선.
- 다만, 올해 수요 회복의 대부분은 국내선 항공 수요 회복이 견인했으며, 여전히 국제선 수요 기여도는 미미.
- 향후 국제선 수요 정상화 시 중국 항공유 수요는 현재 수준 대비 보다 큰 상승 여력 확보할 전망.

중국: 항공운항 횟수 및 항공유 수요



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 항공사별 국제선 운행 현황 및 항공유 수요



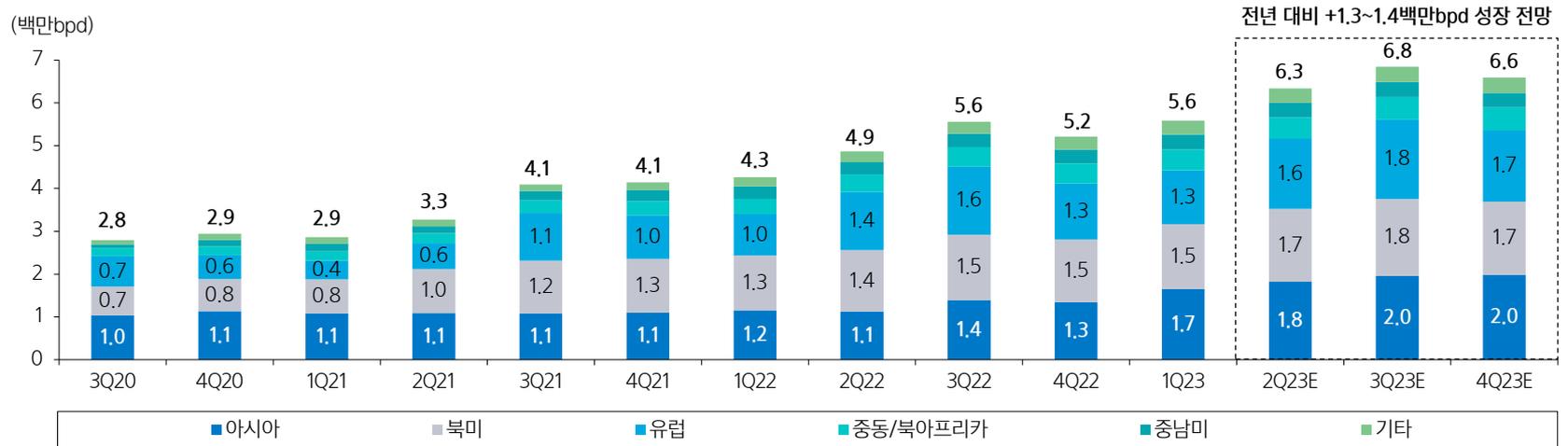
자료: Bloomberg, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요: 2023년 항공유 전년 대비 136만 bpd 성장 전망

▶ 항공유, 2H23에도 성장 지속 전망

- 2023년 항공유 수요는 634만 bpd로 전년(498만 bpd) 대비 27%(+136만 bpd) 성장 전망.
- 1Q23 560만 bpd 대비 2Q23 및 3Q23 각각 634만 bpd 및 684만 bpd까지 성장 예상.
- 중국의 리오프닝 이후 수요 회복이 국내선에서 국제선으로 확대되며, 아시아 및 유럽 중심의 수요 회복 전망.
- 글로벌 경기 침체에 대한 우려가 일부 수요 훼손을 야기하더라도 2H23 항공유 수요 회복세가 이를 상쇄 가능할 것.

글로벌 항공유 수요 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

PART 03

화학

- 1) 1H23 Review - 펀더멘털 하락 사이클 지속
- 2) 2H23 Outlook - 2024년 업황 회복을 대비하는 시기



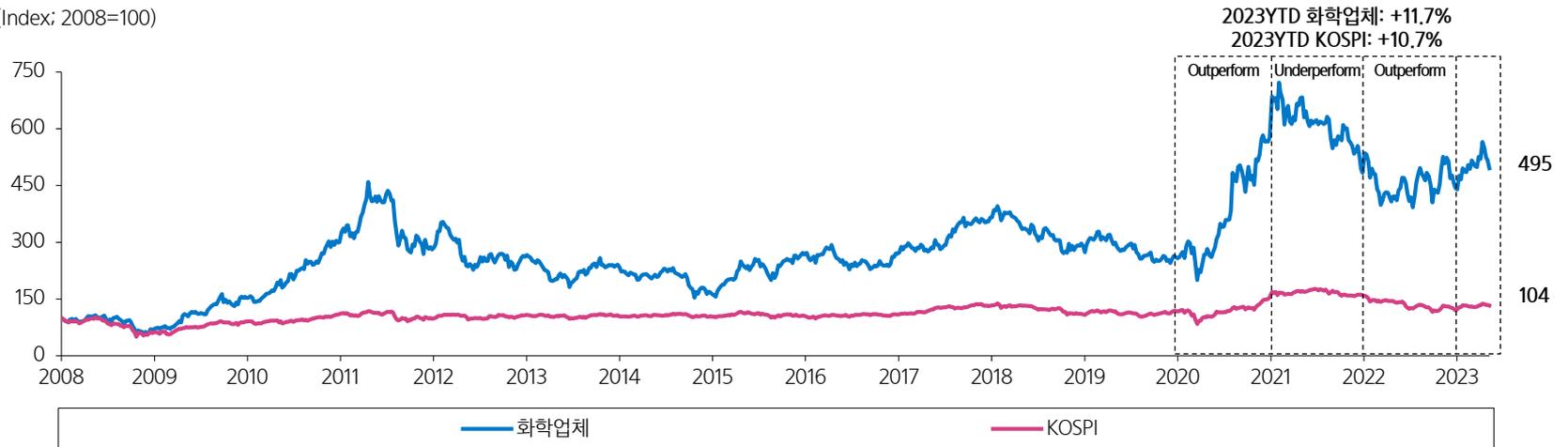
1) 1H23 Review - 벤치마크를 상회한 주가 수익률

▶ 2023년 화학업체 주가수익률은 벤치마크를 상회 지속

- 국내 주요 화학업체(LG화학/롯데케미칼/한화솔루션/금호석유/SKC/롯데정밀화학/대한유화)의 합산 시가총액은 현재 76.8조원으로 작년 말(68.7조원) 대비 12% 상승.
- 동 기간 KOSPI가 11% 상승한 점을 감안하면, 국내 화학업체의 주가 수익률은 전년에 이어 벤치마크 상회 지속.

국내 화학업체* 및 KOSPI: 2008년 이후 상대가격 추이

(Index: 2008=100)



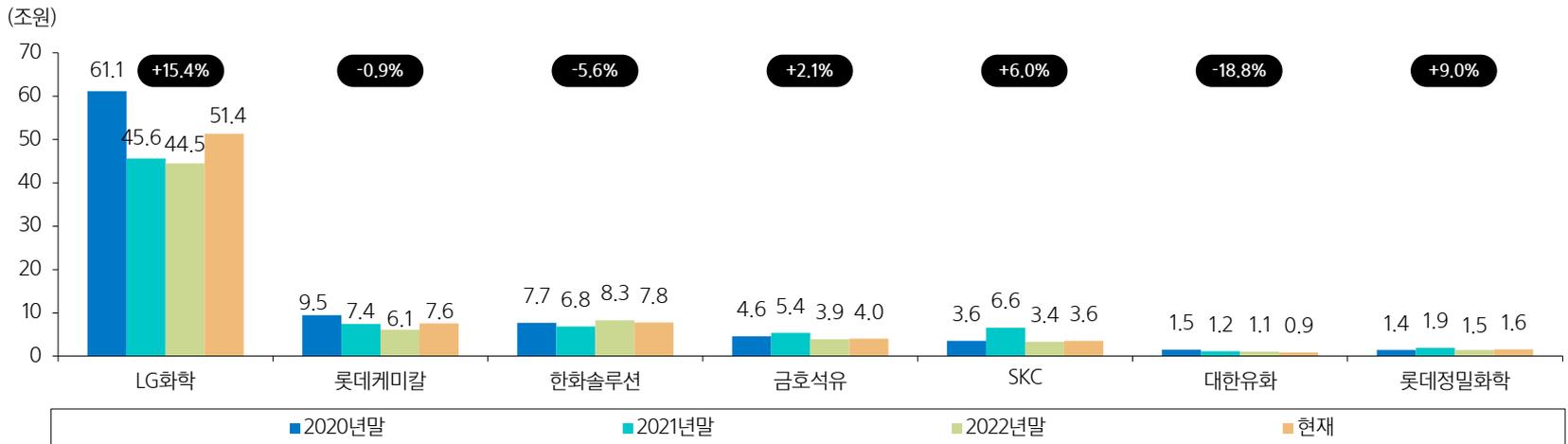
참고: * LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션, 금호석유, SKC, 롯데정밀화학, 대한유화의 합산 시가총액
자료: Quantwise, 삼성증권

1) 1H23 Review - 화학 외 Alpha 업체 강세 지속

▶ 화학업체 합산 시가총액은 성장했으나, 이는 배터리 산업 영향에 기인

- 주요 화학업체 합산 시가총액은 2023년 +12% 상승했으나, 시가총액 증가의 대부분은 LG화학에서 발생.
- LG화학 외 롯데정밀화학, SKC, 금호석유 등의 기업가치도 증가했으나, 의미 있는 상승은 배터리 소재(LG화학 및 SKC)에서 주로 발생.
- 한편 대한유화(-18.8%) 및 롯데케미칼(-0.9%)은 동반 하락.
- 즉, 순수 화학 사업만을 영위하는 업체들은 아시아 화학 수요둔화로 인해 KOSPI 대비 하락.

국내 화학업체: 시가총액 변화



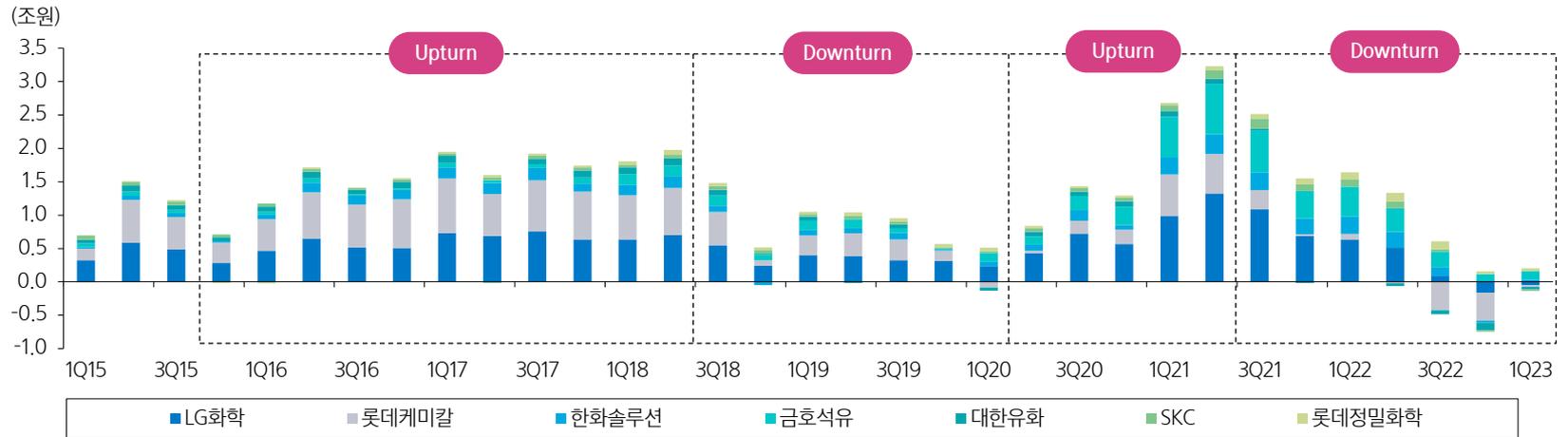
참고: 롯데케미칼은 유상증자 효과를 제외하여 수익률 계산
 자료: Quantwise, 삼성증권

1) 1H23 Review - 펀더멘털 하락 사이클 지속

▶ 화학업체 합산 1Q23 영업이익은 전년 대비 96% 감소

- 국내 주요 화학업체 합산 영업이익은 2021년 분기 평균 2.5조원에서 2022년 분기 평균 0.6조원으로 급격히 감소.
- 한편 1Q23 영업이익은 0.07조원(-96%YoY)을 기록. 4Q22를 제외할 경우 지난 10년래 최저치 기록.
- 영업이익의 추세만 보자면, 2Q20부터 2Q21까지의 상승 사이클을 지나 3Q21부터 현재까지 하락 사이클이 진행 중.

국내 화학업체: 분기 영업이익 추이



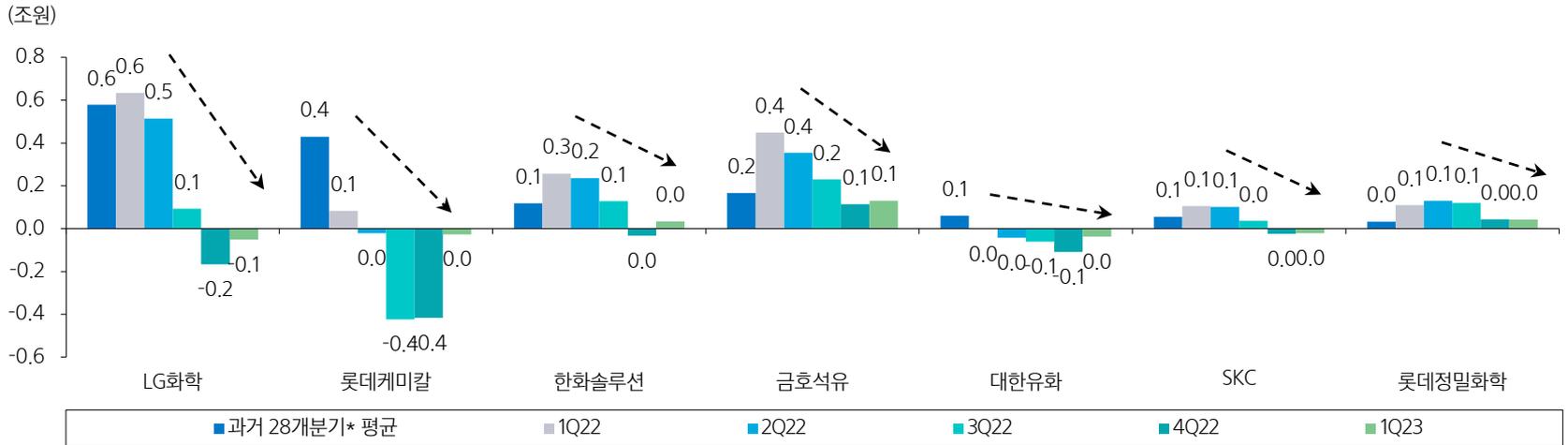
참고: LG화학 및 한화솔루션은 기초소재 실적만 반영
 자료: 각 사, 삼성증권

1) 1H23 Review - 흑자보다 적자가 흔하다

▶ 모든 업체의 2023년 실적은 전년 대비 급락

- 2023년 1분기 화학업체 실적은 전년 대비 모두 하락.
- 총 7개 업체 중 4개 업체가 적자를 기록했으며, 흑자를 기록한 업체는 금호석유, 롯데정밀화학 및 한화솔루션에 국한.
- 최근 업종 실적 특징은 수익성 급락이 특정 제품군에 한정되지 않았다는 점. 이는 전방위적인 수급 밸런스 악화를 시사.

국내 화학업체: 2022년 이후 실적 현황



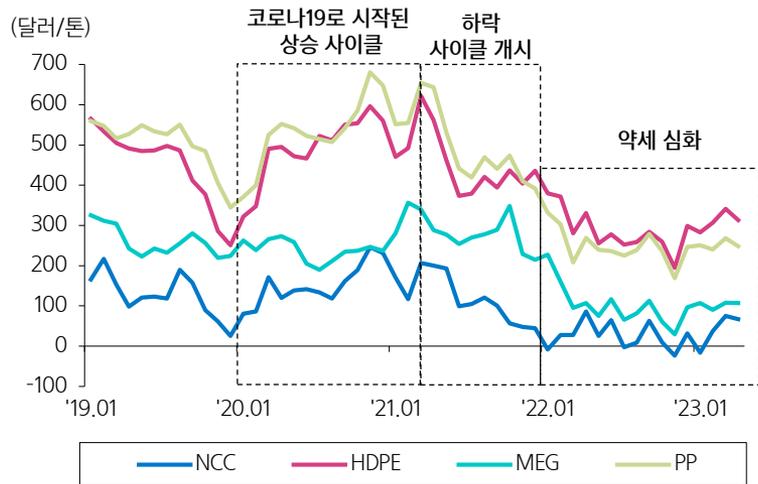
참고: LG화학 및 한화솔루션은 기초소재 실적만 반영, * 2015~2021년
 자료: 각 사, 삼성증권

1) 1H23 Review - 여전히 진행 중인 하락 사이클

▶ 2년을 넘긴 하락 사이클

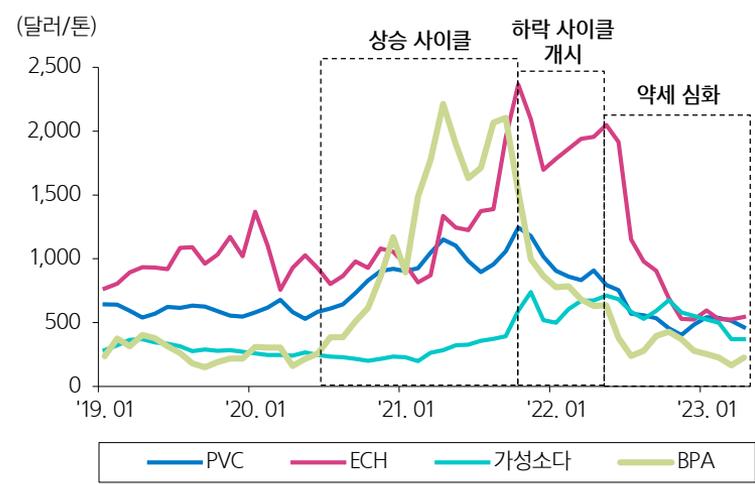
- 2021년 3월을 고점으로 화학제품 스프레드 하락세는 이어지는 중. 즉, 하락 사이클은 현재까지 2년 3개월째 지속.
- 2021년 하락 사이클을 촉발시킨 것은 중국의 제로코로나 정책.
- 이후 원유 수급타이트 및 대규모 증설 영향 이어지며 시황 약세가 심화.
- 즉, 현재까지 하락 사이클은 수요 부진, 공급 확대 및 원가 경쟁력 약화가 중첩된 결과.

올레핀 제품: 월간 스프레드 추이



자료: Platts, 삼성증권

염소 및 페놀 제품: 월간 스프레드 추이



자료: Platts, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 글로벌 증설 일정 변화

▶ 공급 부담 일부 해소된 점이 긍정적

- 2022년 손익분기점 이하의 수익성 지속되며, 계획된 증설물량의 도입이 일부 지연.
- 2022년 11월 대비 2023년 5월 증설 일정 변화를 비교할 경우, 2023~2024년 증설물량이 12~14% 감축된 것을 확인.
- 2022~2024년 합산 증설 물량 기준으로 가성소다(+39%), 페놀(+30%), MEG(+10%), PP(+6%), 부타디엔(+4%)는 증가.
- PVC(-21%), 에틸렌(-8%), BPA(-6%), PE(-4%), AN(-3%)은 감소.

주요 화학제품: 글로벌 증설 일정 변화

(천톤)	2022년 11월 전망치 (A)				2023년 5월 전망치 (B)				차이 (C = B/A - 1, %)				차이 (C = B - A, 천톤)			
	2022	2023E	2024E	Total	2022	2023E	2024E	Total	2022	2023E	2024E	Total	2022	2023E	2024E	Total
에틸렌	10,148	11,238	3,829	25,214	10,169	9,644	3,376	23,189	0.2	-14.2	-11.8	-8.0	21	-1,593	-453	-2,025
PE	8,782	6,170	3,208	18,159	7,425	6,797	3,188	17,409	-15.5	10.2	-0.6	-4.1	-1,357	627	-20	-750
HDPE	4,504	3,971	428	8,903	3,744	4,295	464	8,503	-16.9	8.2	8.4	-4.5	-760	324	36	-400
LDPE	1,134	810	1,116	3,060	1,134	511	1,115	2,760	0.0	-36.9	-0.1	-9.8	0	-299	-1	-300
LLDPE	3,144	1,389	1,663	6,196	2,546	1,991	1,609	6,146	-19.0	43.3	-3.3	-0.8	-597	602	-54	-50
MEG	5,457	6,971	1,607	14,035	5,478	7,119	2,806	15,404	0.4	2.1	74.7	9.8	21	148	1,200	1,369
PVC	1,872	2,405	1,663	5,941	977	2,296	1,440	4,713	-47.8	-4.6	-13.4	-20.7	-895	-110	-223	-1,228
가성소다	755	1,673	1,092	3,520	621	2,061	2,202	4,884	-17.7	23.1	101.7	38.7	-134	387	1,110	1,364
프로필렌	7,433	12,130	6,480	26,043	6,843	11,374	7,683	25,900	-7.9	-6.2	18.6	-0.6	-589	-757	1,203	-143
PP	6,935	6,751	5,062	18,748	5,882	7,080	6,943	19,905	-15.2	4.9	37.1	6.2	-1,052	328	1,881	1,157
페놀	654	1,127	1,058	2,839	335	1,652	1,710	3,697	-48.7	46.5	61.7	30.2	-319	524	652	858
BPA	1,242	1,664	241	3,147	911	1,417	639	2,966	-26.7	-14.8	165.4	-5.7	-331	-247	398	-180
AN	993	543	586	2,122	920	551	586	2,057	-7.4	1.3	0.1	-3.1	-73	7	1	-66
부타디엔	811	931	440	2,183	745	1,034	486	2,265	-8.2	11.0	10.5	3.8	-67	103	46	82
ABS	1,243	2,411	900	4,554	1,243	2,336	935	4,514	0.0	-3.1	3.9	-0.9	0	-75	35	-40
PC	770	539	225	1,535	770	539	225	1,535	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0

자료: 산업자료, 삼성증권

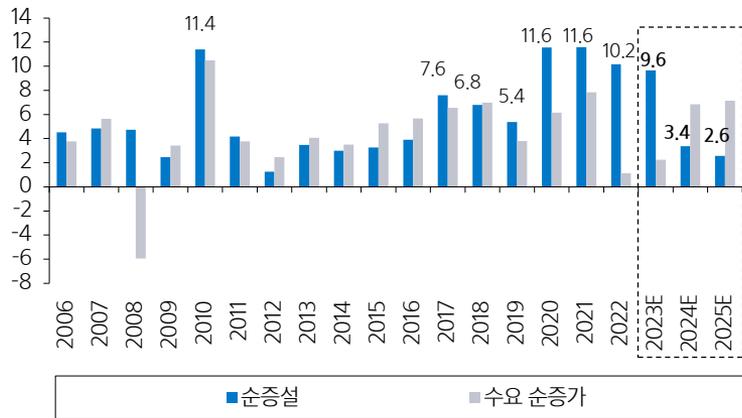
2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 에틸렌

▶ 에틸렌 증설은 2023년까지 수요 압도, 2024년부터 공급 부담 소멸될 것

- 글로벌 에틸렌 순증설은 2022년 1,017만 톤(+4.9%YoY)을 기록했으며, 2023년 964만 톤(+4.5%YoY)에 달할 전망.
- 한편 수요 순증가는 2022년 111만 톤(+0.6%YoY)이었으며, 2023년 225만 톤(+1.3%YoY)으로 전망.
- 2023년 수요 순증가 전망치는 6개월 전 전망했던 499만 톤(+2.7%YoY)에서 225만 톤으로 크게 하향.
- 지난 10년간 평균 수요 성장률은 3.8%인 점을 감안하면 2022~2023년에 평균 이하의 수요 성장을 시사. 이는 최근 수요 부진 영향을 반영.
- 다만 2024년 순증설은 338만 톤(+1.5%YoY)에 불과하여, 2015년 이후 최저 수준의 공급 도입 예상.
- 따라서 시황은 2024년부터 공급 부담 소멸로 수급 밸런스 개선을 기대 가능 (가동률: 2022년 82.7%, 2023년 80.2%, 2024년 82.0%).

에틸렌: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망

(백만 톤)

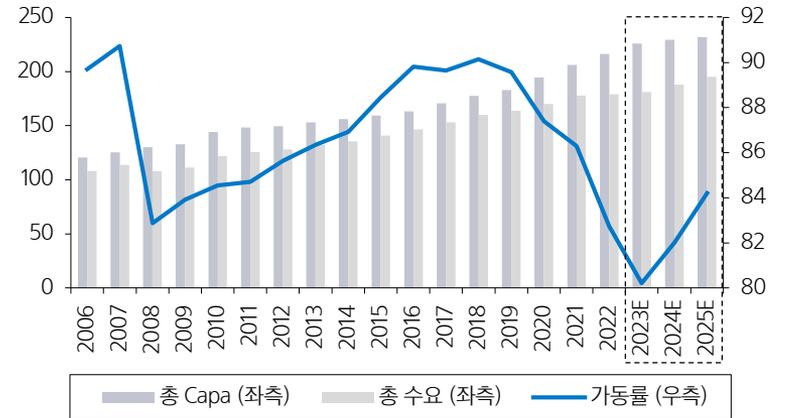


자료: 산업자료, 삼성증권

에틸렌: 글로벌 수급 밸런스 전망

(백만 톤)

(%)



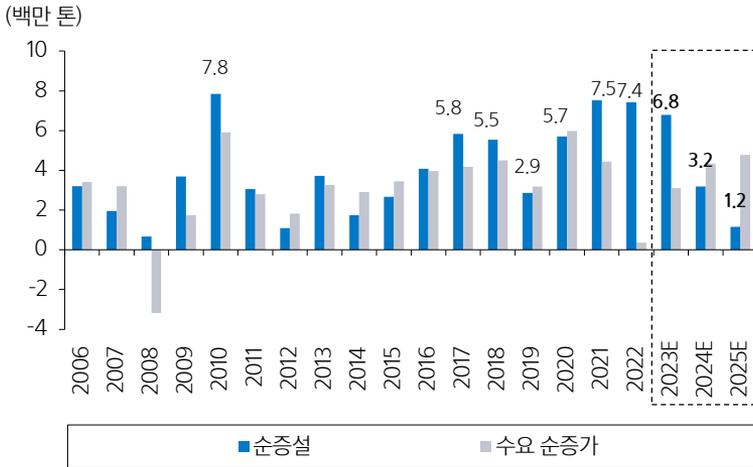
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 폴리에틸렌(PE)

▶ 폴리에틸렌(PE) 또한 에틸렌과 마찬가지로 2024년부터 공급 부담 크게 소멸할 것

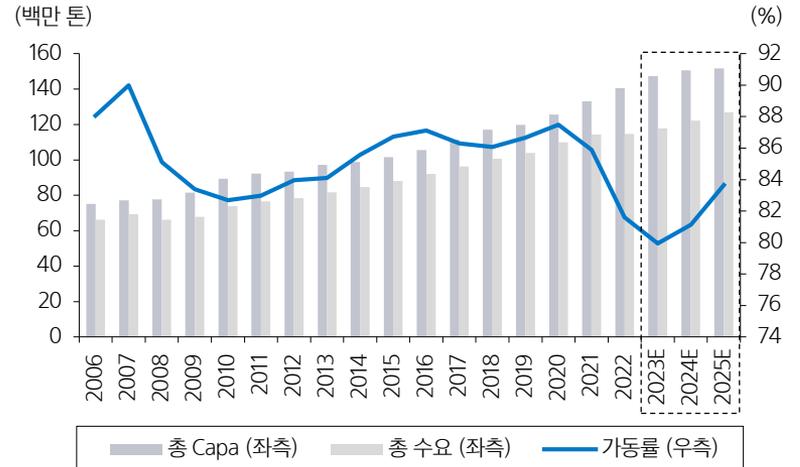
- 2023년 글로벌 PE 순증설 및 수요 순증가는 각각 680만 톤(+4.8%YoY) 및 310만 톤(+2.7%YoY)으로 예상.
- 2021~2022년 순증설은 700만 톤 이상 유입되었으며, 2023년까지도 유사한 규모. 다만, 2024년부터 증설 물량 크게 감소 전망.
- 2024년 및 2025년 순증설은 각각 319만 톤(+4.8%YoY) 및 116만 톤(+2.2%YoY)으로 예상.
- 2024년 및 2025년 수요 순증가는 각각 434만 톤(+2.7%YoY) 및 477만 톤(+3.7%YoY)로 전망.
- 지난 10년간 평균 수요 성장률이 4.3%인 점을 감안하면, 다소 보수적으로 가정.
- 따라서 경기 우려를 감안해도 2024년부터는 공급 계획이 크게 줄어 수급 밸런스 개선 가능할 것.

PE: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

PE: 글로벌 수급 밸런스 전망

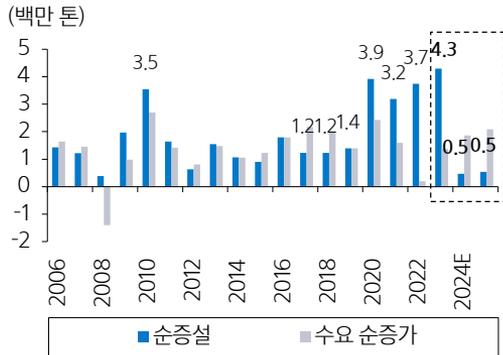


자료: 산업자료, 삼성증권

Part 3. 화학(OVERWEIGHT)

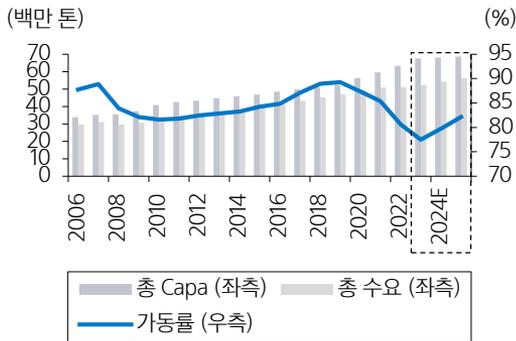
2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 폴리에틸렌(PE)

HDPE: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



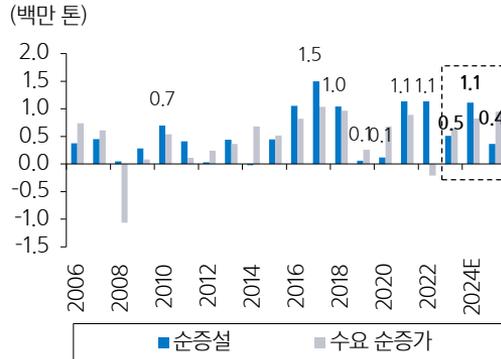
자료: 산업자료, 삼성증권

HDPE: 글로벌 수급 밸런스 전망



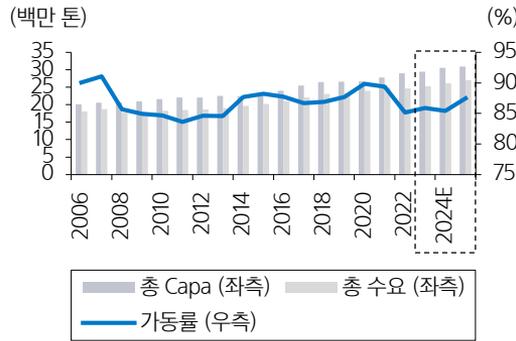
자료: 산업자료, 삼성증권

LDPE: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



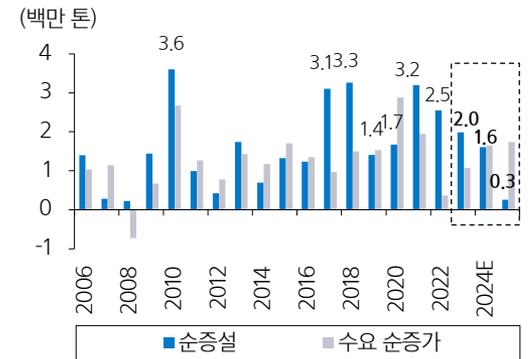
자료: 산업자료, 삼성증권

LDPE: 글로벌 수급 밸런스 전망



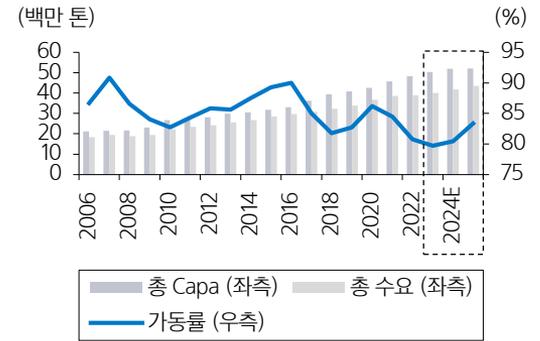
자료: 산업자료, 삼성증권

LLDPE: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

LLDPE: 글로벌 수급 밸런스 전망



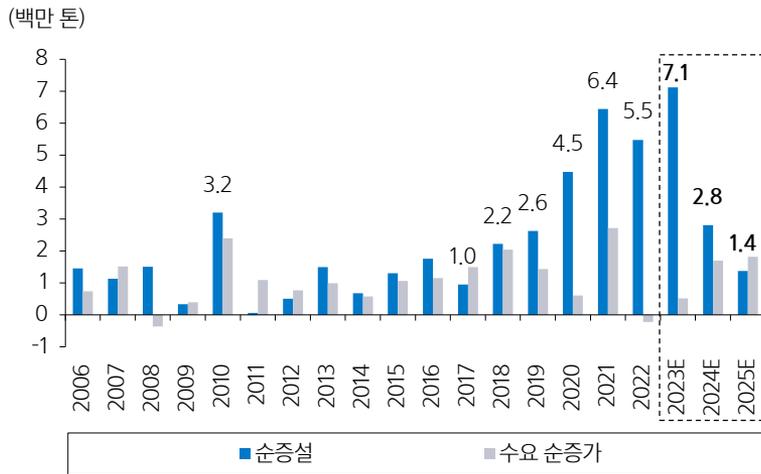
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - MEG

▶ 부담스러운 증설 지속

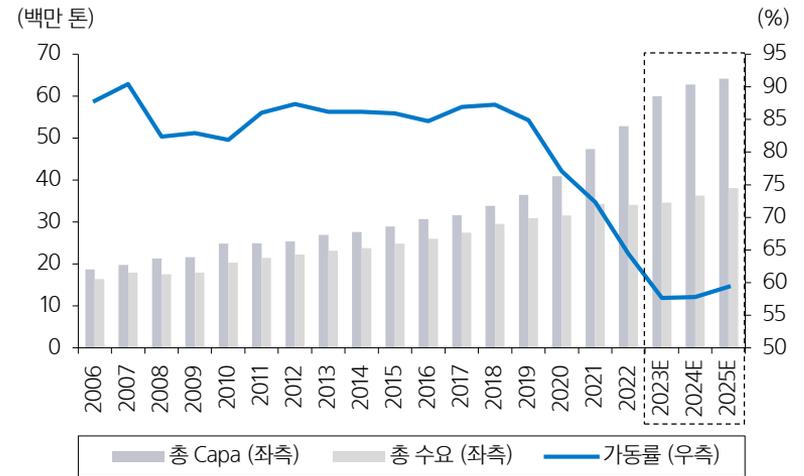
- 2022년 글로벌 MEG 순증설 및 수요 순증가는 각각 548만 톤(+11.6%YoY) 및 -22만 톤(-0.6%YoY).
- 2023년 글로벌 MEG 순증설 및 수요 순증가는 각각 712만 톤(+13.5%YoY) 및 52만 톤(+1.5%YoY)으로 예상.
- 즉, 작년에 이어 올해까지 수요 대비 큰 폭의 증설 물량 도입으로 수급 악화 지속.
- 증설 물량은 2024년부터 크게 감소하겠지만, 기존 도입된 물량의 가동이 충분히 이뤄지지 않아 시황 회복에 시간이 다소 걸릴 전망.

MEG: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

MEG: 글로벌 수급 밸런스 전망



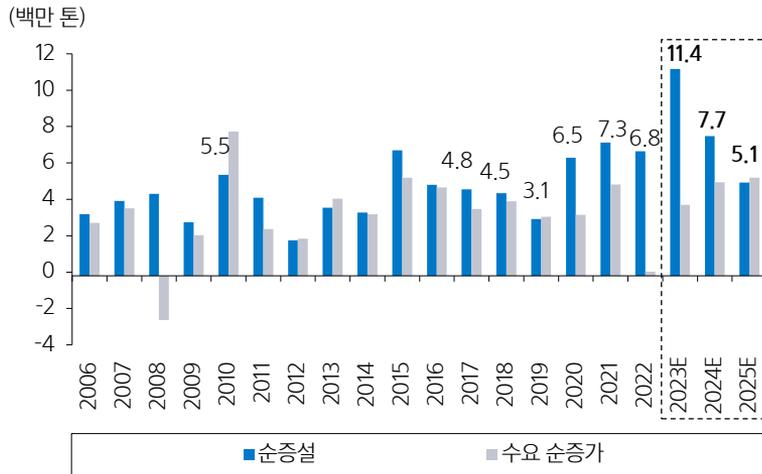
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 프로필렌

▶ 프로필렌 증설 부담은 2024년까지 지속 전망

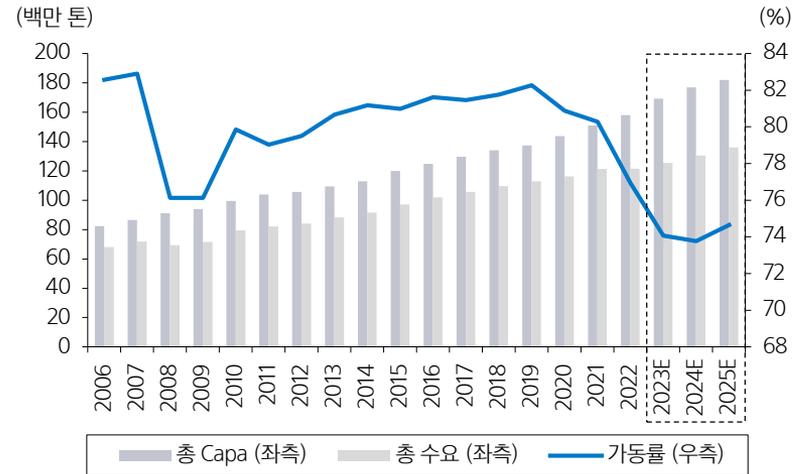
- 2022년 프로필렌 수요는 23만 톤(+0.2%YoY)으로 크게 부진했으며, 2023년은 390만 톤(+3.2%YoY)으로 회복 전망.
- 한편 글로벌 프로필렌 증설은 2022년 684만 톤(+4.5%YoY) 및 2023년 1,137만 톤(+7.2%YoY) 수준으로, 수급 밸런스 악화 지속 예상.
- 2024년까지 수요 순증가(514만 톤; +4.1%YoY)보다 큰 폭의 순증설(768만 톤; +4.5%YoY)이 예상.
- 2023~24년 에틸렌 대비 프로필렌 증설 규모가 훨씬 큰 것은 NCC뿐만 아니라 PDH(Propane dehydrogenation)와 같은 On-purpose 설비 증설 증가에 기인.

프로필렌: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

프로필렌: 글로벌 수급 밸런스 전망



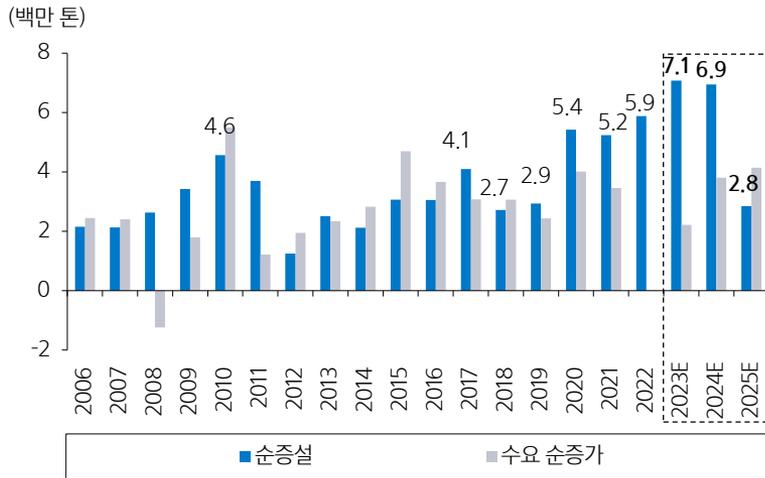
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 폴리프로필렌(PP)

▶ 폴리프로필렌(PP) 증설 부담은 프로필렌과 마찬가지로 2024년까지 이어질 것

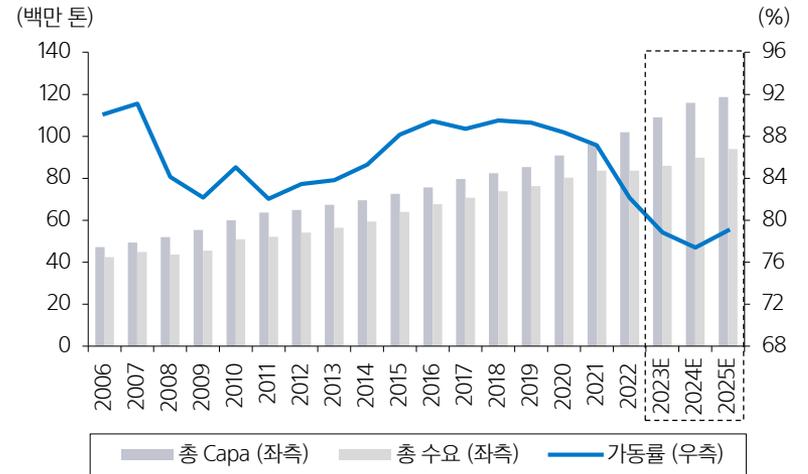
- 2023년 및 2024년 글로벌 PP 증설은 각각 708만 톤(+6.9%YoY) 및 694만 톤(+6.4%YoY)에 달할 전망.
- 한편 수요는 동 기간 각각 222만 톤(+2.6%YoY) 및 381만 톤(+4.4%YoY)에 달할 것으로 예상. 즉, 공급 부담은 2024년까지 지속 전망.
- 2025년 순증설은 285만 톤(+2.5%YoY)으로 크게 축소되며, 수급 밸런스 개선 예상.

PP: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

PP: 글로벌 수급 밸런스 전망



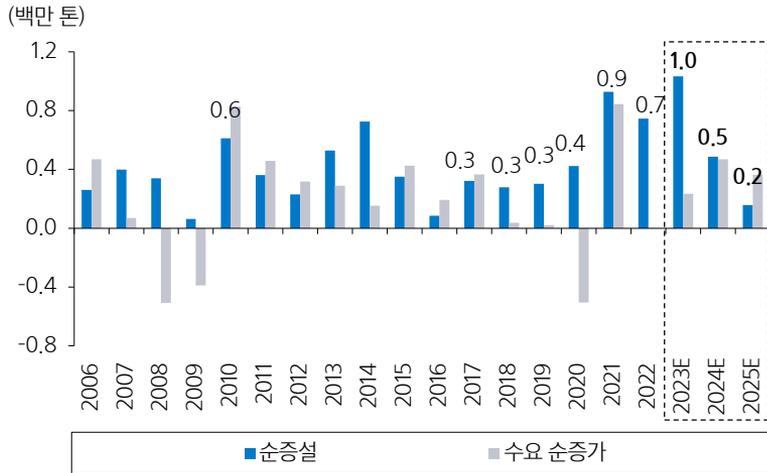
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 부타디엔

▶ 부타디엔의 공급 부담도 올해로 일단락 전망

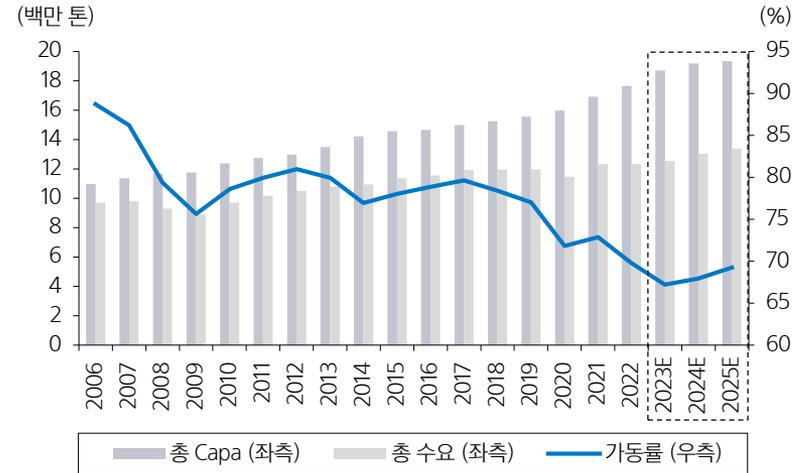
- 글로벌 부타디엔 순증설은 2022년 75만 톤(+4.4%YoY)에서 2023년 103만 톤(+5.9%YoY)으로 보다 확대될 것.
- 수요 순증가도 2022년 0.1만 톤(+0.0%YoY)에서 2023년 24만 톤(+1.9%YoY)으로 증가하겠지만, 여전히 공급 부담이 더 큰 상황.
- 2024년부터는 순증설 규모가 크게 하락하여 수급 밸런스 개선되기 시작할 것으로 예상.

부타디엔: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

부타디엔: 글로벌 수급 밸런스 전망



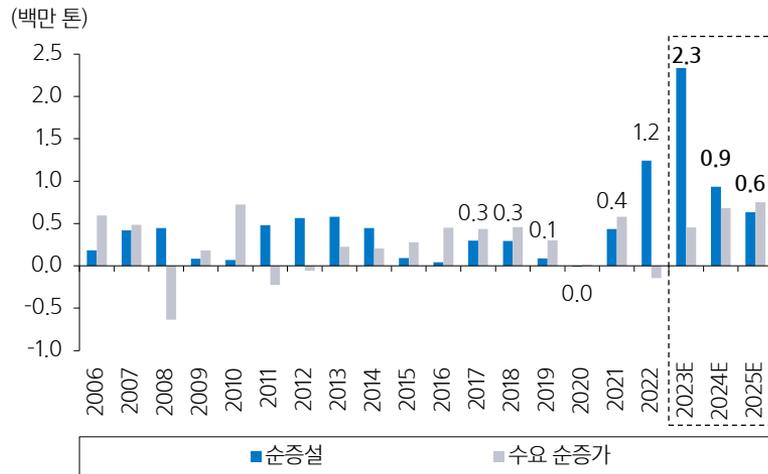
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - ABS

▶ ABS 대규모 증설은 2023년까지 지속 예상

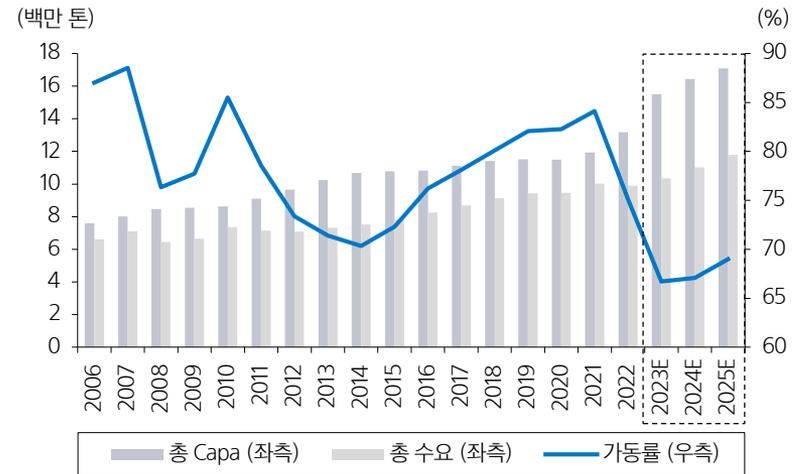
- 2023~2024년 ABS 수요는 46만 톤(+4.6%YoY) 및 68만 톤(+6.6%YoY)의 순증가가 예상.
- 한편 동 기간 글로벌 증설은 각각 234만 톤(+17.7%YoY) 및 94만 톤(+6.0%YoY)으로, 수요 순증가를 압도할 전망.
- 2022~2024년 대규모 증설은 코로나19 수혜 이후 발표된 중국 업체들의 투자 확대에 기인.
- 2024년 증설 규모가 축소되겠지만 2022~2023년 도입된 물량이 소화되는 데 시간이 필요할 것.

ABS: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

ABS: 글로벌 수급 밸런스 전망



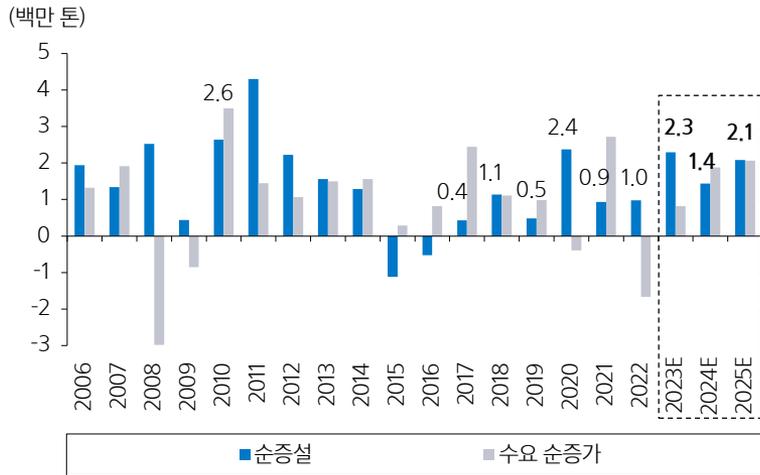
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - PVC

▶ PVC 증설은 제한적이나, 급락한 수요가 문제

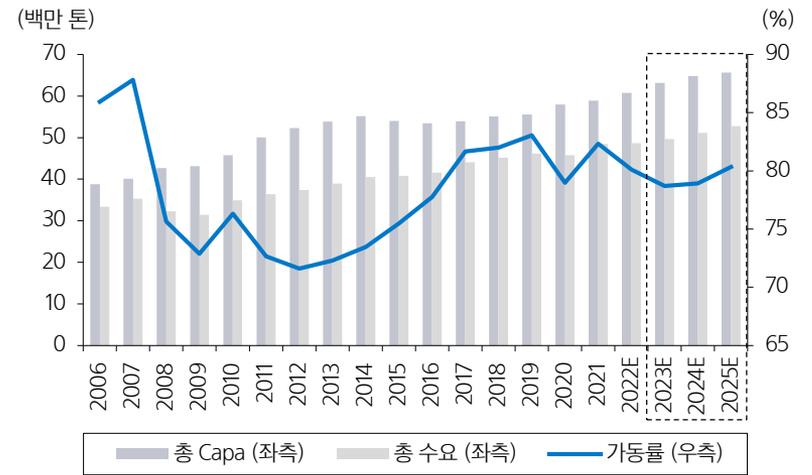
- 2022년 및 2023년 글로벌 PVC 순증설은 각각 98만 톤(+1.7%YoY) 및 230만 톤(+3.8%YoY).
- 한편 2022년 및 2023년 수요 순증가는 각각 -167만 톤(-3.4%YoY) 및 82만 톤(+1.4%YoY)로 예상. 즉, 공급보다 급락했던 수요가 문제.
- PVC 수요 급락은 중국 부동산 경기의 급격한 악화 영향에 기인하며, 향후 수요 회복될 경우 업황 빠르게 반전 전망.

PVC: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

PVC: 글로벌 수급 밸런스 전망



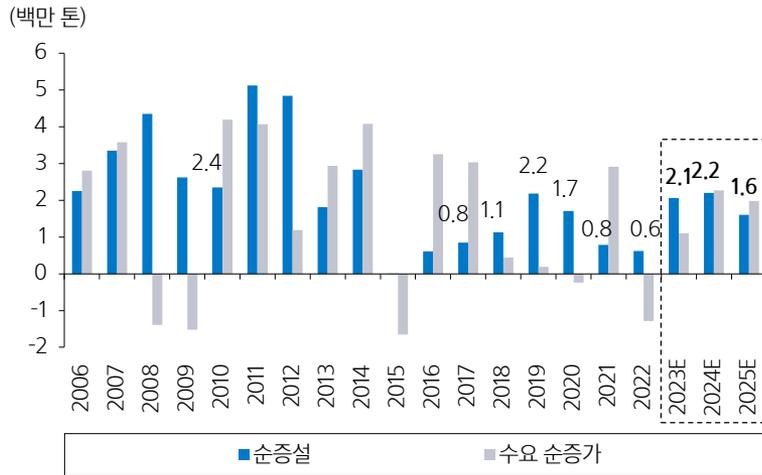
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 가성소다

▶ 가성소다의 수급 밸런스는 2024년부터 2026년까지 개선 전망

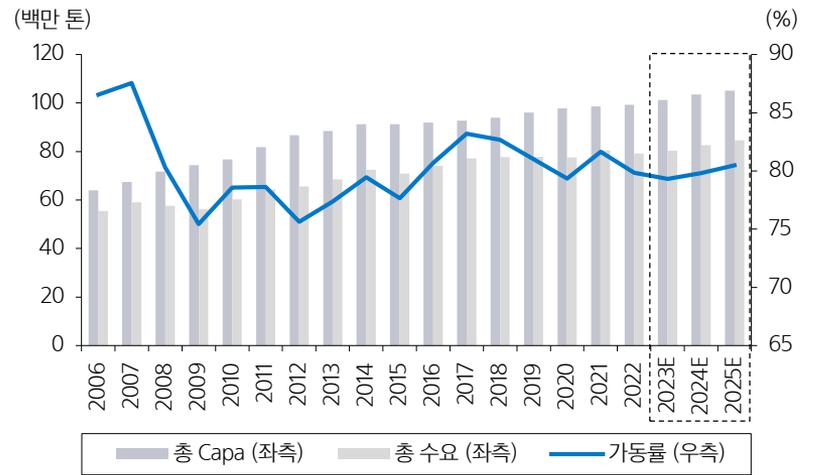
- 2023년 글로벌 가성소다 순증설 및 수요 순증가는 각각 206만 톤(+2.1%YoY) 및 110만 톤(+1.4%YoY).
- PVC와 마찬가지로 가성소다도 전년(-1.6%YoY)에 이어 크게 감축된 수요가 수급 밸런스에 부정적.
- 2024년 순증설 및 수요 순증가는 각각 220만 톤(+2.2%YoY) 및 227만 톤(+2.8%YoY) 예상.
- 즉, 2024년부터 수요 회복을 통해 시황 개선 기대되며 이는 2026년까지 이어질 전망.

가성소다: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

가성소다: 글로벌 수급 밸런스 전망



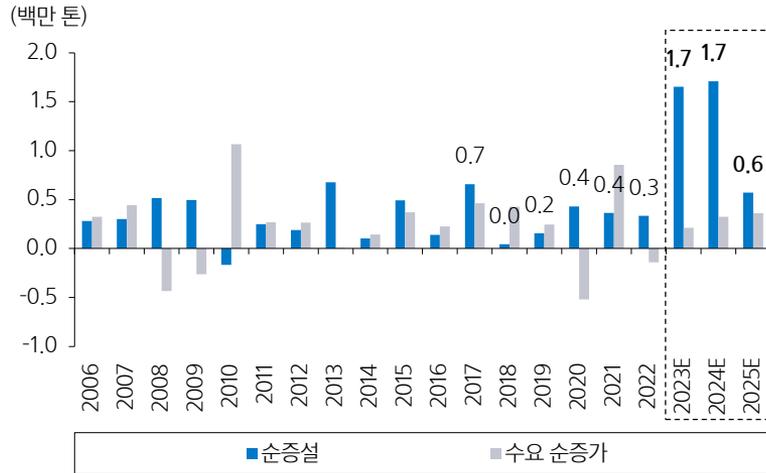
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 폐놀

▶ 폐놀의 증설 부담은 2025년까지 지속될 것

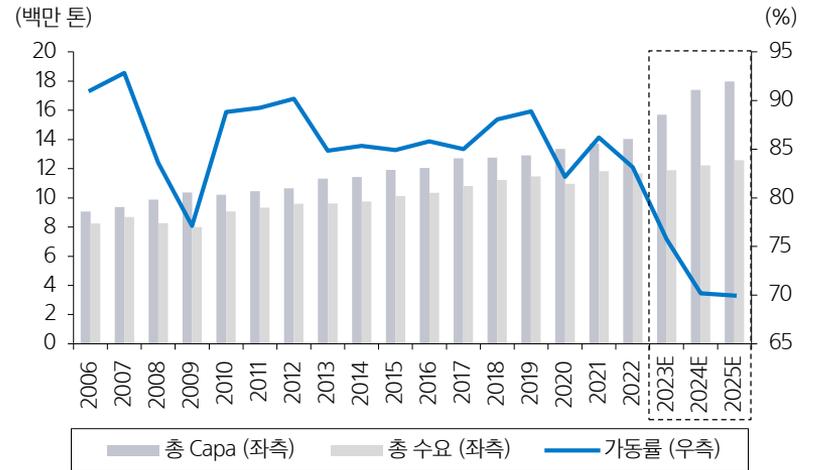
- 2023년 및 2024년 글로벌 폐놀 증설은 각각 165만 톤(+11.8%YoY) 및 171만 톤(+10.9%YoY)에 달할 전망.
- 한편 수요 순증가는 2023년 21만 톤(+1.8%YoY) 및 2024년 33만 톤(+2.7%YoY)에 불과할 것으로 예상. 즉, 수급 밸런스 악화 불가피할 것.
- 특히 2025년까지 수요 순증가를 상회할 생산능력 도입이 예정되어 있어 공급 부담은 이어질 전망.
- 글로벌 폐놀 가동률은 2022년 83.2%에서 2023년 75.8%, 2024년 70.2% 및 2025년 70.0%까지 하락 예상.

폐놀: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

폐놀: 글로벌 수급 밸런스 전망



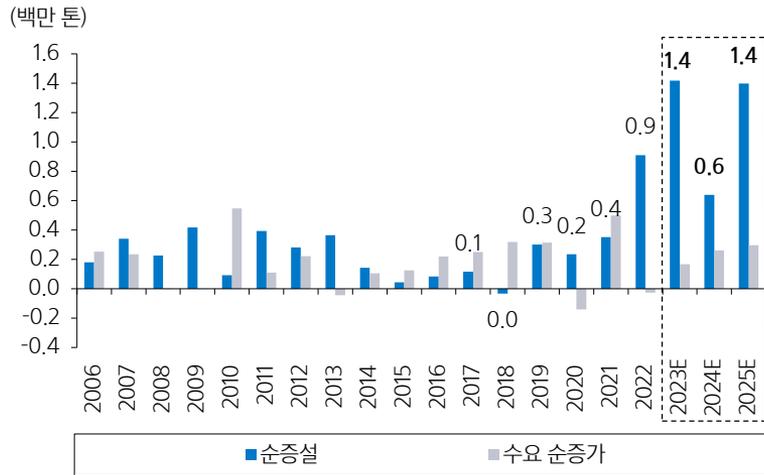
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - Bisphenol A(BPA)

▶ BPA의 공급 부담은 2025년까지 크게 확대될 전망

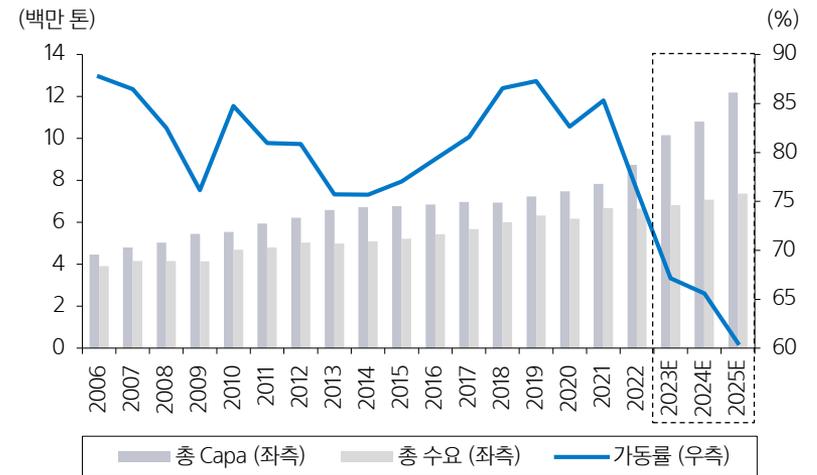
- 2023년 및 2024년 글로벌 BPA 증설은 각각 142만 톤(+16.2%YoY) 및 64만 톤(+6.3%YoY)에 달할 전망.
- 한편 수요는 2023년 17만 톤(+2.5%YoY) 및 2024년 26만 톤(+3.8%YoY)의 순증가가 예상되어, 공급에 크게 못 미칠 전망.
- 업스트림의 페놀 증설이 2023~2025년에 집중된 것처럼 BPA의 증설도 2025년까지 부담스러운 규모.
- 글로벌 BPA 가동률은 2021년 85.3%에서 2025년 65.5%까지 빠르게 하락 예상.

BPA: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

BPA: 글로벌 수급 밸런스 전망



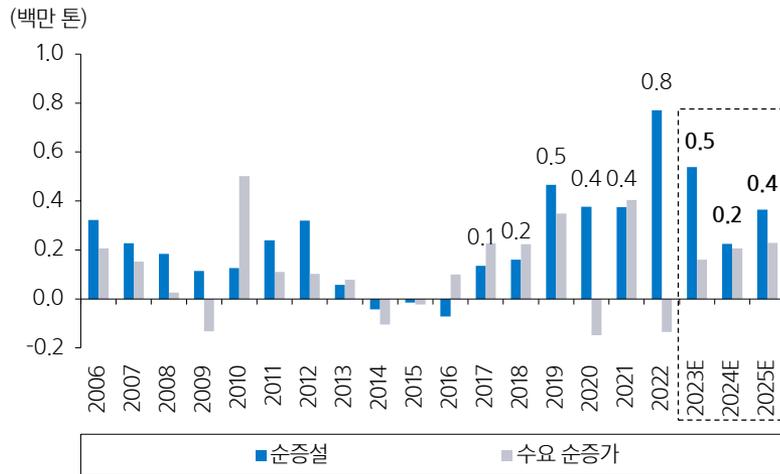
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 폴리카보네이트(PC)

▶ PC의 수급 밸런스는 올해가 단기 바닥

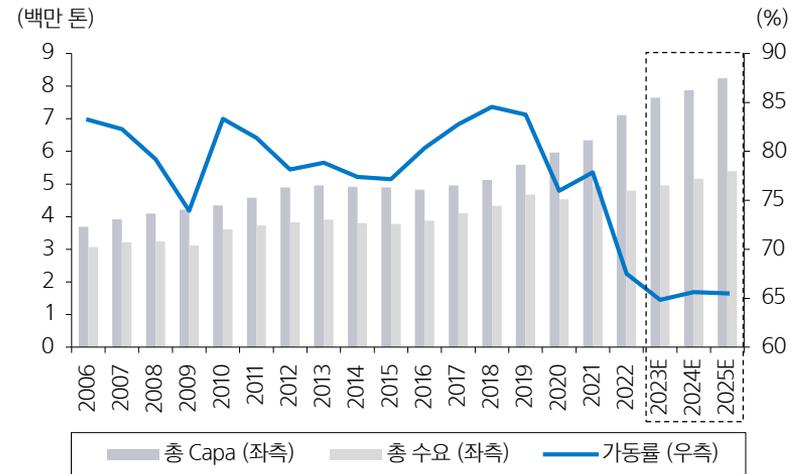
- 2023년 및 2024년 글로벌 PC 증설은 각각 54만 톤(+7.6%YoY) 및 23만 톤(+2.9%YoY)에 달할 전망.
- 한편 수요는 2023년 16만 톤(+3.3%YoY) 및 2024년 21만 톤(+4.2%YoY)의 순증가가 예상.
- 수요 순증가 대비 순증설 규모는 올해까진 큰 폭으로 도입될 전망이지만, 2024년이후 점차 공급 부담 해소 전망.
- 글로벌 PC 가동률은 2023년 64.8%에서 2025년 65.5%까지 회복 예상.

PC: 글로벌 Capa 순증설 및 수요 순증감 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

PC: 글로벌 수급 밸런스 전망



자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <1> 증설 - 글로벌 제품별 수급 밸런스 요약

- ▶ 2023년 수급 밸런스 개선 가능할 제품은 극히 제한적이며, 2024년부터 점차 회복세 전망
 - 정유/화학 산업에서 가동률은 수요와 공급의 밸런스를 의미할 뿐만 아니라 업황의 수준을 대변.
 - 2023년 가동률 상승이 가능할 제품은 LDPE에 국한될 전망. 그럼에도, HDPE 증설 감안 시 PE 가동률 상승은 어려울 것.
 - 다만 2024년부터 에틸렌, PE, MEG, PVC, 부타디엔 등의 증설 물량 감소에 힘입어 전반적인 수급 밸런스 회복이 시작될 전망.

주요 화학제품: 글로벌 가동률 추이 및 전망

(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	Growth (%pts y-y)		
										2022	2023E	2024E
에틸렌	89.8	89.6	90.1	89.6	87.4	86.3	82.7	80.2	82.0	(3.5)	(2.5)	1.8
PE	87.1	86.3	86.1	86.7	87.5	85.9	81.6	79.9	81.1	(4.3)	(1.7)	1.2
HDPE	84.8	87.1	88.9	89.2	87.3	85.3	80.6	77.5	79.7	(4.7)	(3.1)	2.2
LDPE	87.8	86.7	86.9	87.7	89.8	89.4	85.2	85.9	85.4	(4.2)	0.7	(0.4)
LLDPE	90.0	85.0	81.8	82.7	86.2	84.5	80.8	79.7	80.4	(3.7)	(1.0)	0.7
MEG	84.8	86.9	87.3	84.9	77.1	72.3	64.4	57.7	57.8	(7.9)	(6.8)	0.1
PVC	77.8	81.7	82.0	83.1	79.0	82.3	78.2	76.6	77.9	(4.1)	(1.6)	1.2
가성소다	80.7	83.2	82.7	81.0	79.3	81.7	79.9	79.3	79.8	(1.8)	(0.5)	0.5
프로필렌	81.6	81.5	81.8	82.3	80.9	80.3	76.9	74.1	73.8	(3.3)	(2.9)	(0.3)
PP	89.4	88.7	89.5	89.3	88.4	87.2	82.1	78.8	77.4	(5.0)	(3.3)	(1.4)
페놀	85.8	85.0	88.1	88.9	82.2	86.2	83.2	75.8	70.2	(3.0)	(7.4)	(5.6)
BPA	79.3	81.6	86.6	87.3	82.6	85.3	76.1	67.2	65.6	(9.2)	(9.0)	(1.6)
AN	83.0	87.0	88.6	90.9	83.1	85.6	76.9	74.3	73.7	(8.7)	(2.6)	(0.7)
부타디엔	78.9	79.6	78.4	77.0	71.8	72.9	69.8	67.2	67.9	(3.1)	(2.6)	0.7
ABS	76.2	78.1	80.1	82.1	82.3	84.1	75.1	66.7	67.1	(9.0)	(8.4)	0.4
PC	80.4	82.8	84.5	83.7	76.0	77.9	67.5	64.8	65.6	(10.3)	(2.7)	0.8

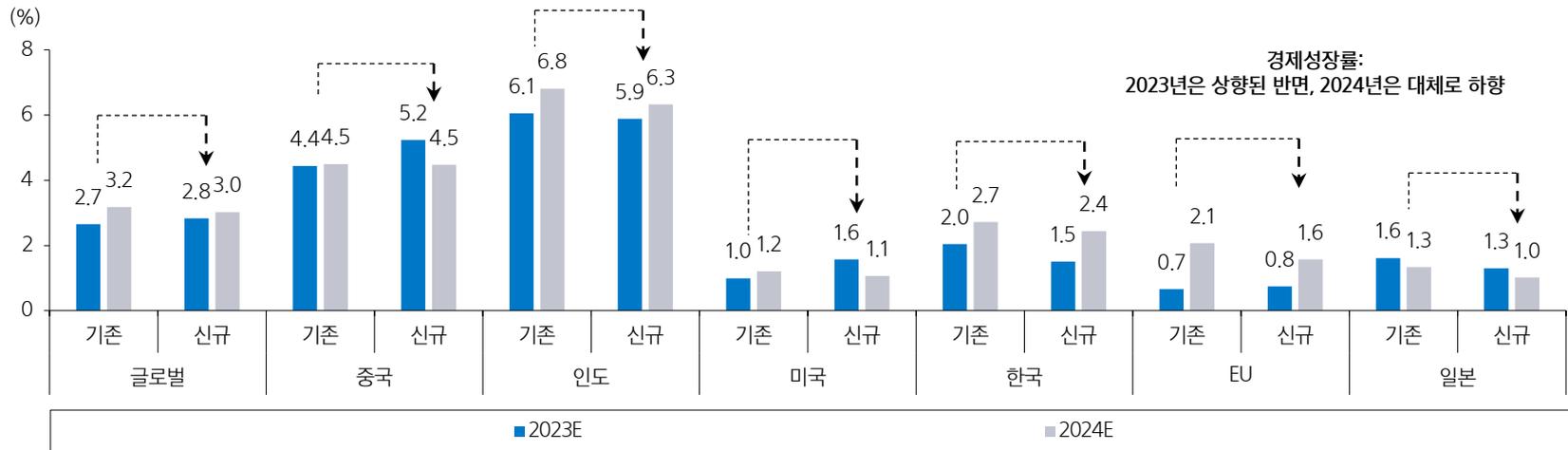
자료: 산업자료, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요 - 중국 리오프닝을 반영한 경제전망치

▶ 2023년 전망치는 상향하나, 2024년은 소폭 하향

- IMF는 2023년 및 2024년 글로벌 경제성장률에 대하여 2022년 100월 2.7% 및 3.2%로 전망했으나, 현재 2.8% 및 3.0%로 변경.
- 2023년은 중국/미국에 대한 전망치 상향이 두드러지며, 특히 중국 리오프닝 효과를 반영한 것으로 추정.
- 2024년은 금리인상의 영향을 반영하여 전반적인 경제성장률을 소폭 하향.
- 특히 EU(2.1%→1.6%), 인도(6.8%→6.3%), 일본(1.3%→1.0%) 및 미국(1.2%→1.1%)에 대한 하향이 주효.

글로벌 GDP 성장률: 2022년 10월 대비 2023년 4월 전망 변경



자료: IMF, 삼성증권

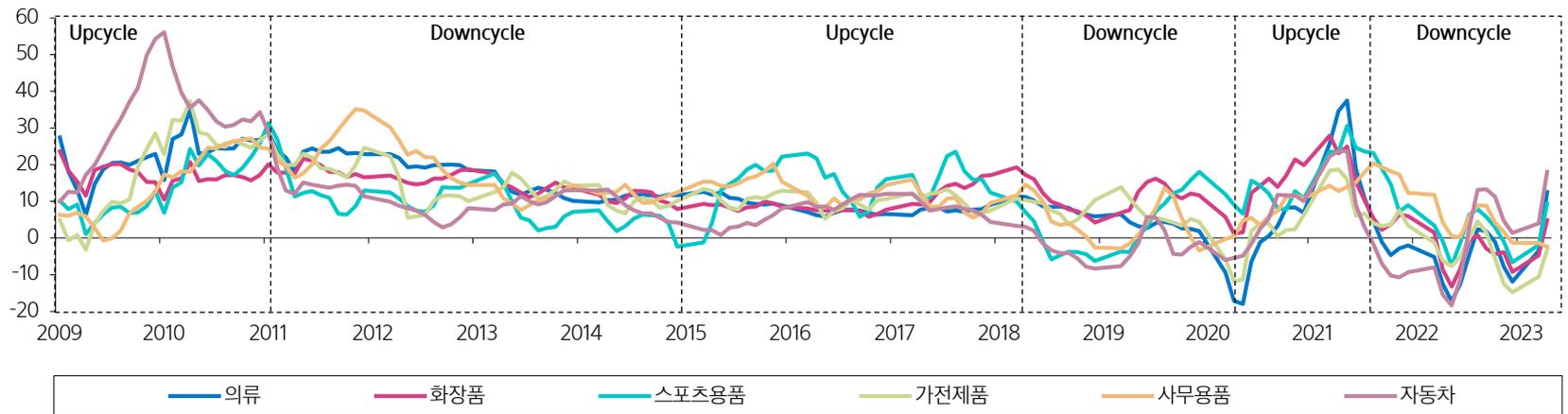
2) 2H23 Outlook - <2> 수요 - 더디지만 회복 중인 중국 수요

▶ 중국 리오프닝 이후 수요 회복하기 시작했으나, 아직은 더딘 수준

- 2022년까지 지속된 중국의 제로코로나 정책은 화학 수요에 분명하게 부정적으로 작용.
- 이로 인해 중국 소매판매 증가율은 2021년 월 평균 +10.2%에서 2022년 월 평균 -1.6%까지 하락.
- 올해부터 중국 리오프닝 시작되어 수요는 점진적으로 개선.
- 2023년 3~4월 평균 소매판매 증가율은 +14.5% 기록했으나, 컨센서스에는 하회한 수준.
- 제품군별 소매판매 증가율은 올해 들어 스포츠용품, 사무용품은 뚜렷하게 회복.
- 자동차, 화장품, 가전제품 및 의류의 소매판매 증가율은 전년 동기의 부진했던 수치를 감안할 경우 아직 회복세가 더딘 상황.

중국: 제품군별 소매판매 증가율

(전년 대비, %, 3개월 이동평균)



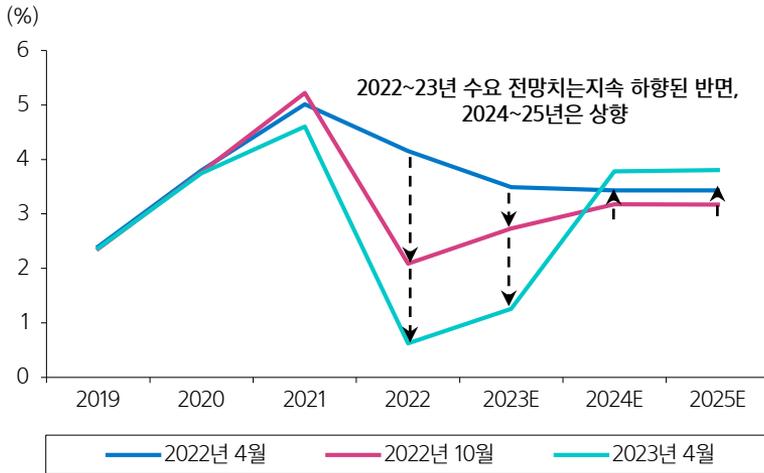
자료: CEIC, 삼성증권

2) 2H23 Outlook - <2> 수요 - 역사적 사이클 감안 시 2024년부터 회복 전망

▶ 작년 대비 시장조사기관의 수요 전망은 의미 있게 하향되어 추가 하락 여력은 제한적

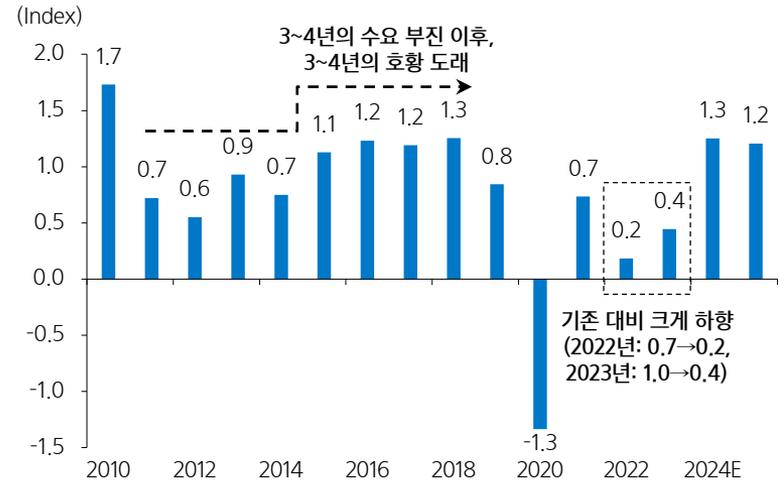
- 시장조사기관의 수급 밸런스 전망에 있어, 수요는 거시경제 변수 대비 어느정도 낙관적인(비관적인) 시각인지 확인할 필요 있음.
- 이를 판단할 수 있는 잣대는 화학제품 수요 탄성치(=화학제품 수요 성장률/GDP 성장률).
- 이는 경제성장 대비 화학 수요가 얼마나 탄력적으로 성장할 수 있는지를 나타내는 지표.
- 글로벌 에틸렌 수요 기준, 수요 탄성치는 호황에 1.1~1.7만큼, 불황에 0.6~0.9 범위에서 위치.
- 2022년 및 2023년 탄성치는 기존 0.7 및 1.0에서 0.2 및 0.4로 크게 하향. 즉, 최근 부진한 수요 영향을 상당 부분 반영.
- 과거 사이클에서 경험했듯 1.0 이하의 탄성치가 3~4년 지속된 후, 1.0 이상의 수요 반등기 도래. 따라서 2024년 이후 수요 회복은 기대 가능할 것.

글로벌 에틸렌 수요 성장률 전망치 변화



자료: 산업자료, 삼성증권

글로벌 에틸렌 수요 탄성치 추이 및 전망



자료: IMF, 산업자료, 삼성증권

PART 04

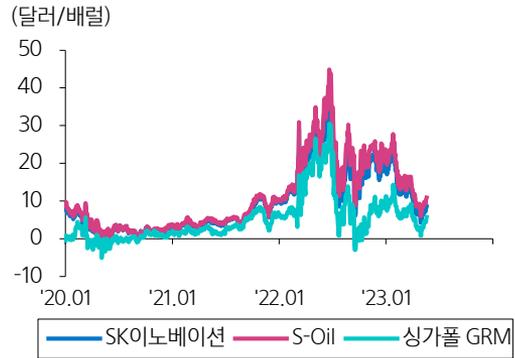
Appendix

- 1) 정유/화학 업종 주요 지표
- 2) 커버리지 기업 실적 전망



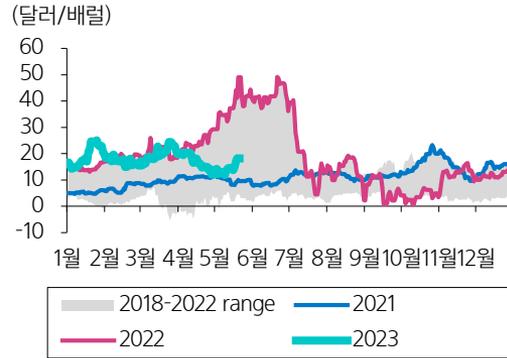
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 국내 정유사 종합마진 및 제품별 마진 차트

국내 정유 2사: 종합 마진 추이



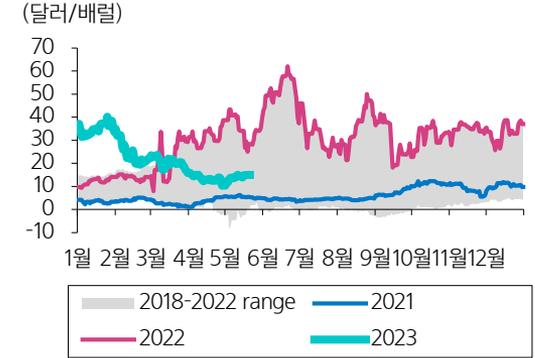
자료: 각 사, Datastream, 삼성증권

가솔린-두바이 원유 스프레드 (spot)



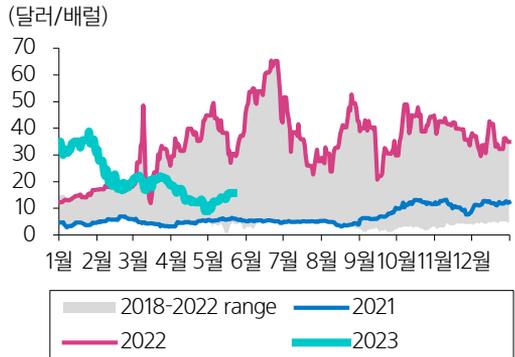
자료: Petronet, 삼성증권

등유-두바이 원유 스프레드 (spot)



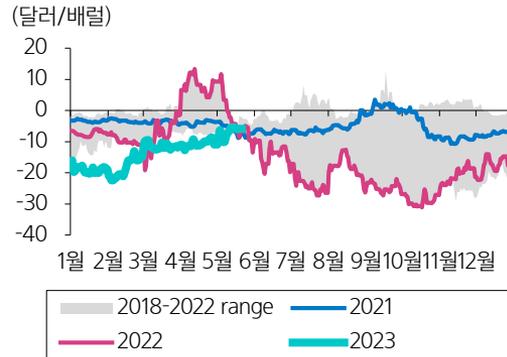
자료: Petronet, 삼성증권

디젤-두바이 원유 스프레드 (spot)



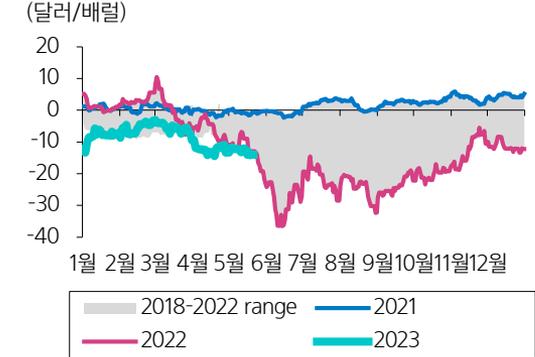
자료: Petronet, 삼성증권

HSFO-두바이 원유 스프레드 spot



자료: Petronet, 삼성증권

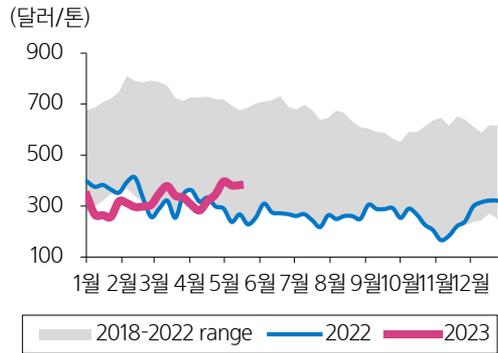
나프타-두바이 원유 스프레드 (spot)



자료: Petronet, 삼성증권

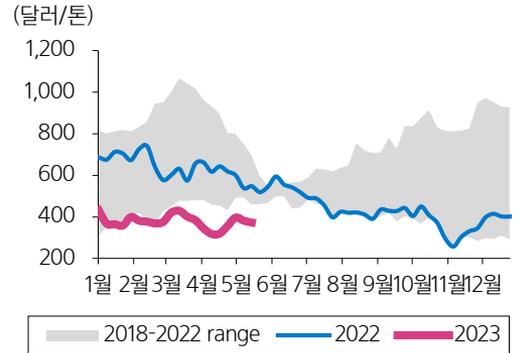
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학제품 스프레드 차트 (원재료 스팟 기준)

HDPE-나프타 스프레드 (롯데케미칼/대한유화)



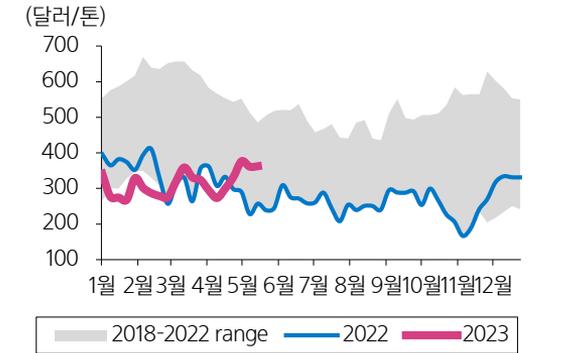
자료: Platts, 삼성증권

LDPE-나프타 스프레드 (롯데케미칼/한화솔루션)



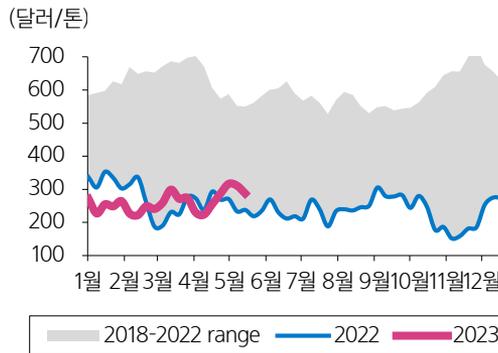
자료: Platts, 삼성증권

LLDPE-나프타 스프레드 (롯데케미칼/한화솔루션)



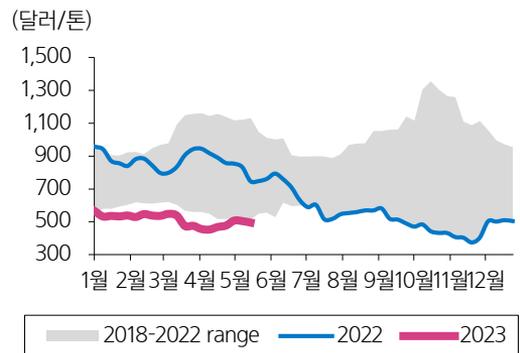
자료: Platts, 삼성증권

PP-나프타 스프레드 (롯데케미칼/효성화학)



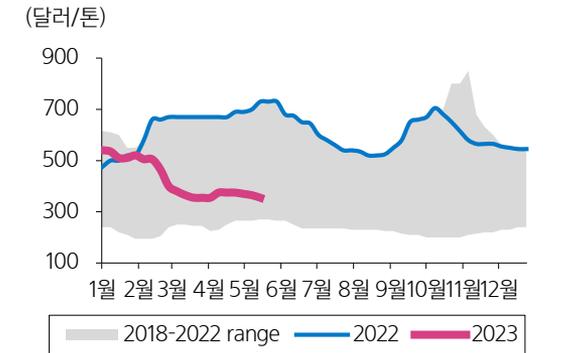
자료: Platts, 삼성증권

PVC-나프타 스프레드 (LG화학/한화솔루션)



자료: Platts, 삼성증권

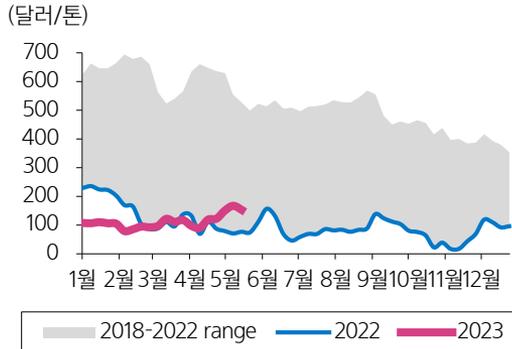
가성소다 가격 (한화솔루션/롯데정밀화학)



자료: Platts, 삼성증권

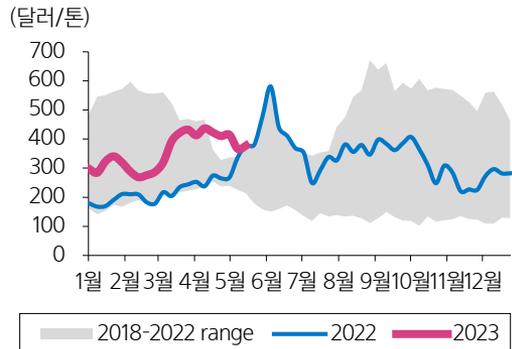
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학제품 스프레드 차트 (원재료 스팟 기준)

MEG-나프타 스프레드 (롯데케미칼/대한유화)



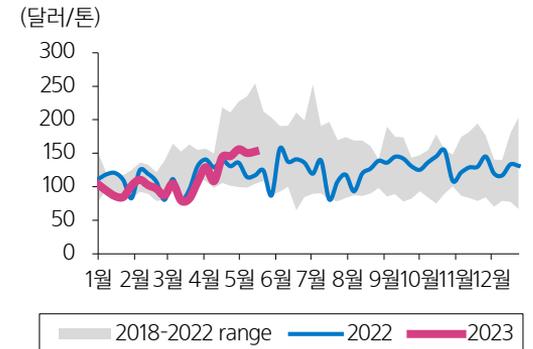
자료: Platts, 삼성증권

PX-나프타 스프레드 (SK이노베이션/S-Oil)



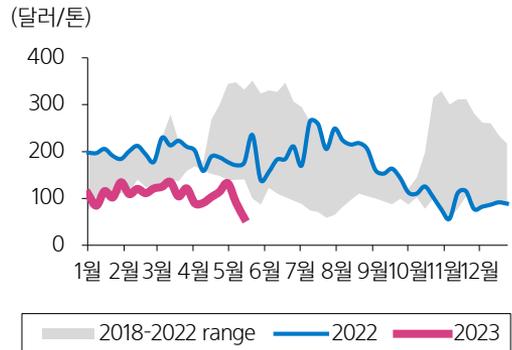
자료: Platts, 삼성증권

PTA-PX 스프레드 (한화토탈/태광산업)



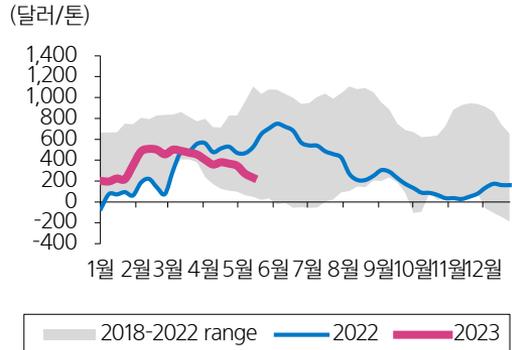
자료: Platts, 삼성증권

PET-MEG/PTA 스프레드 (롯데케미칼)



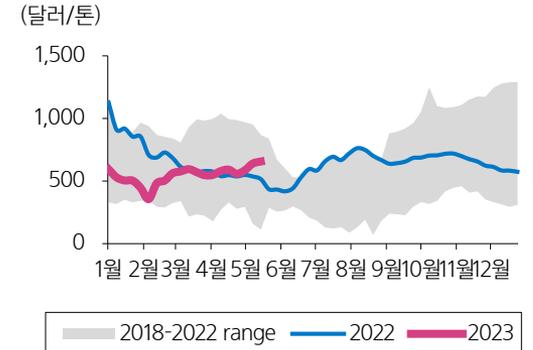
자료: Platts, 삼성증권

부타디엔-나프타 스프레드 (롯데케미칼)



자료: Platts, 삼성증권

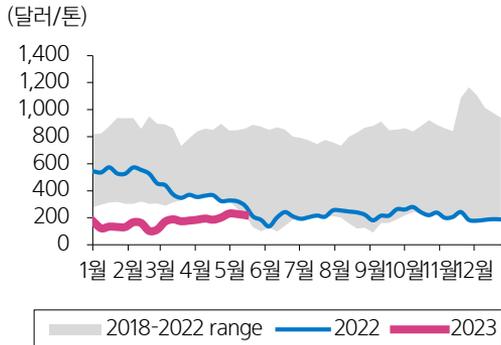
SBR-SM/BD 스프레드 (LG화학/금호석유)



자료: Platts, 삼성증권

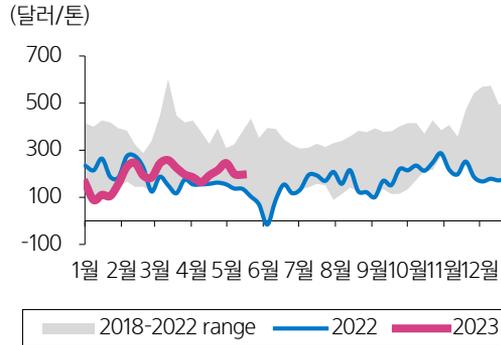
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학제품 스프레드 차트 (원재료 스팟 기준)

ABS-AN/BD/SM 스프레드 (LG화학/금호석유)



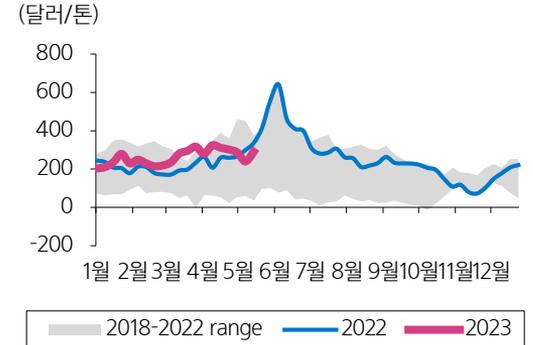
자료: Platts, 삼성증권

PS-SM 스프레드 (LG화학/금호석유)



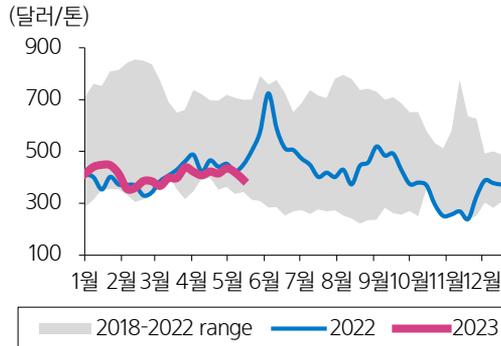
자료: Platts, 삼성증권

벤젠-나프타 스프레드 (SK이노베이션/S-Oil)



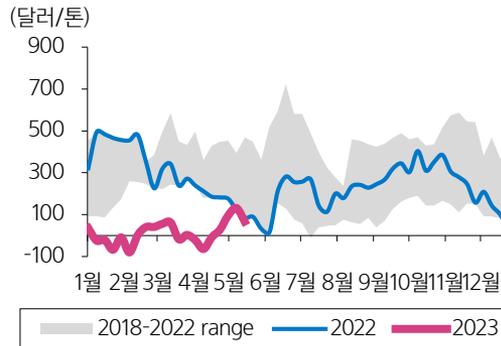
자료: Platts, 삼성증권

SM-나프타 스프레드 (한화토탈)



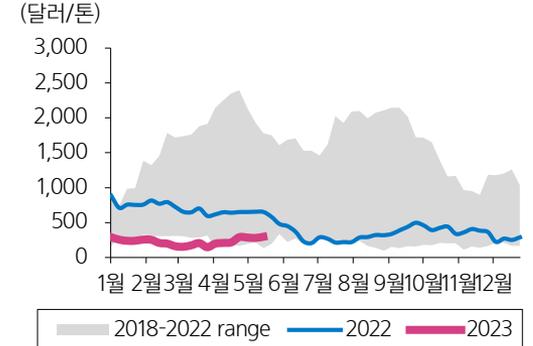
자료: Platts, 삼성증권

페놀/아세톤-프로필렌/벤젠 스프레드 (금호석유)



자료: Platts, 삼성증권

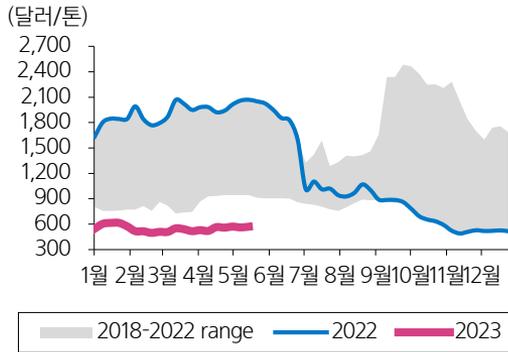
BPA-페놀/아세톤 스프레드 (LG화학/금호석유)



자료: Platts, 삼성증권

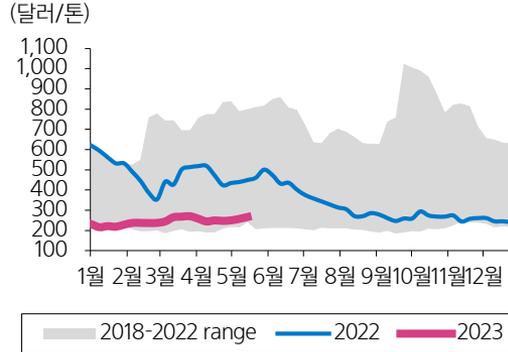
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학제품 스프레드 차트 (원재료 스팟 기준)

ECH-프로필렌 스프레드 (롯데정밀화학)



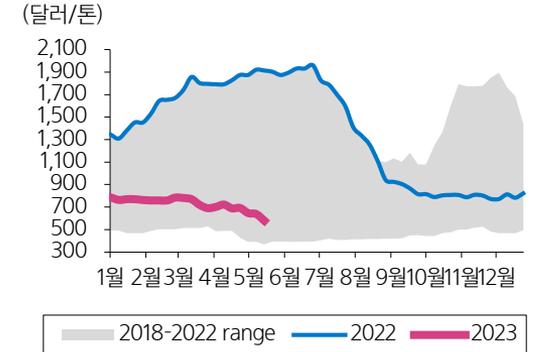
자료: Platts, 삼성증권

AA-메탄올 스프레드 (롯데정밀화학)



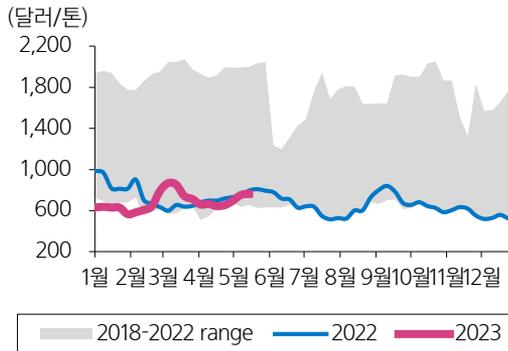
자료: Platts, 삼성증권

VAM-AA 스프레드 (롯데정밀화학)



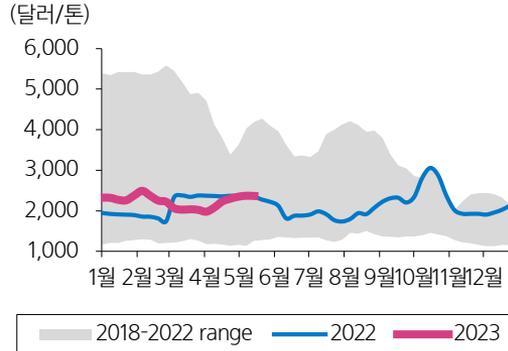
자료: Platts, 삼성증권

PO-프로필렌 스프레드 (SKC/S-Oil)



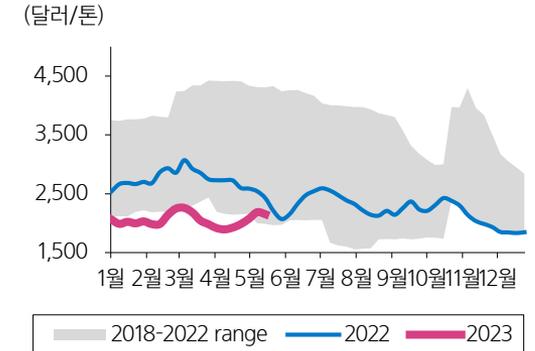
자료: Platts, 삼성증권

TDI-톨루엔 스프레드 (한화솔루션/OCI)



자료: Platts, 삼성증권

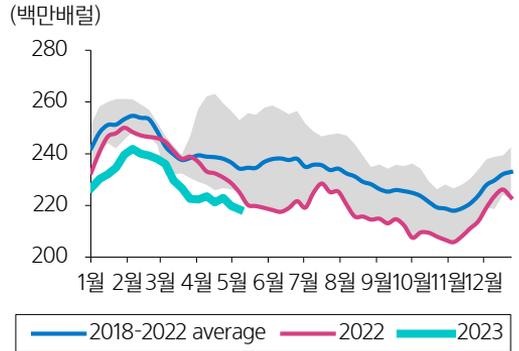
MDI-벤젠 스프레드 (금호석유)



자료: Platts, 삼성증권

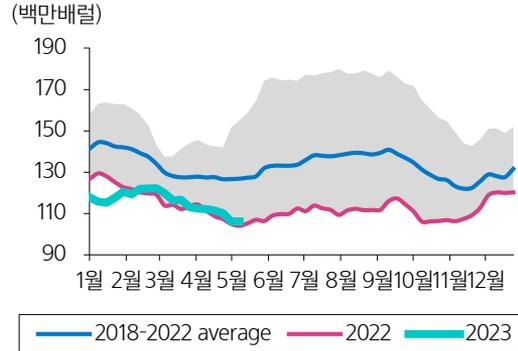
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 정유제품 재고 차트

미국 가솔린 재고추이



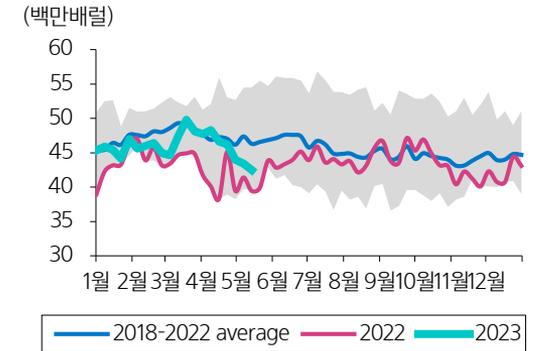
자료: EIA, 삼성증권

미국 디젤/등유 재고추이



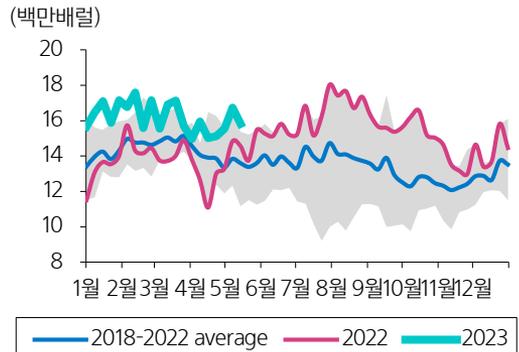
자료: EIA, 삼성증권

싱가폴 정유제품 재고추이



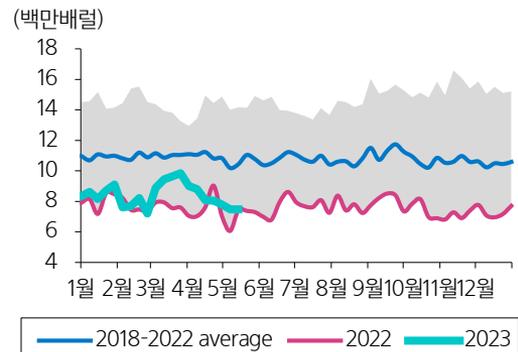
자료: Enterprise Singapore, 삼성증권

싱가폴 가솔린 재고추이



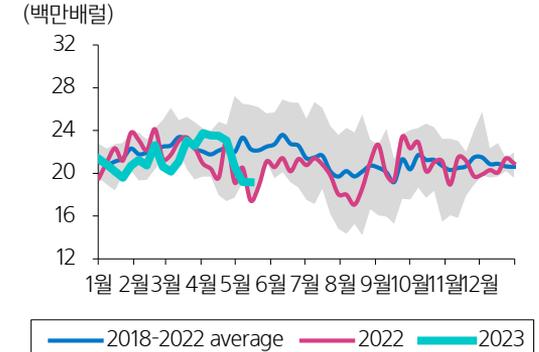
자료: Enterprise Singapore, 삼성증권

싱가폴 디젤/등유 재고추이



자료: Enterprise Singapore, 삼성증권

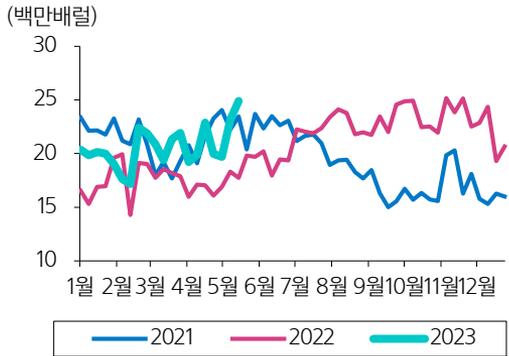
싱가폴 중유(Fuel Oil) 재고추이



자료: Enterprise Singapore, 삼성증권

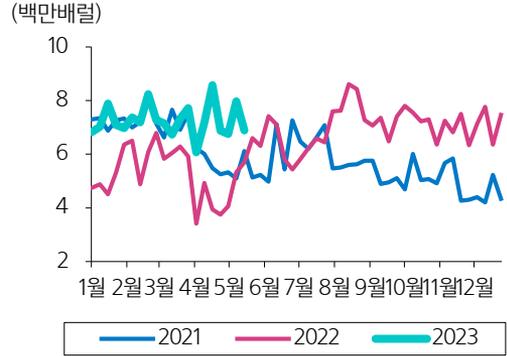
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 정유제품 재고 차트

중동(Fujairah) 정유제품 재고추이



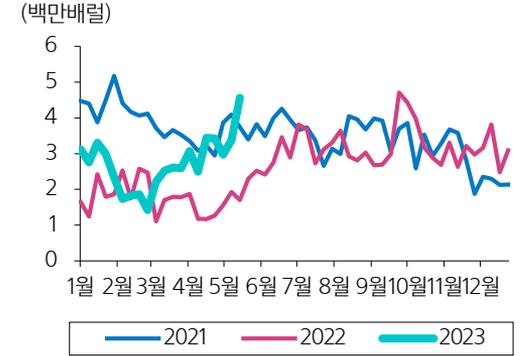
자료: Bloomberg, 삼성증권

중동(Fujairah) 가솔린 재고추이



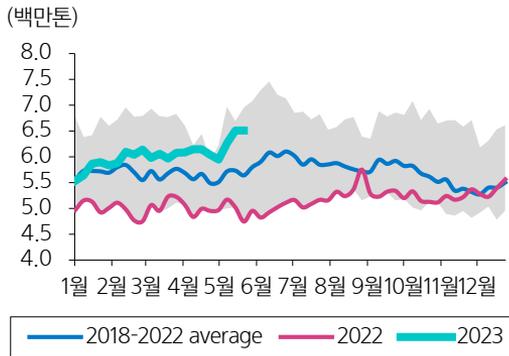
자료: Bloomberg, 삼성증권

중동(Fujairah) 디젤/등유 재고추이



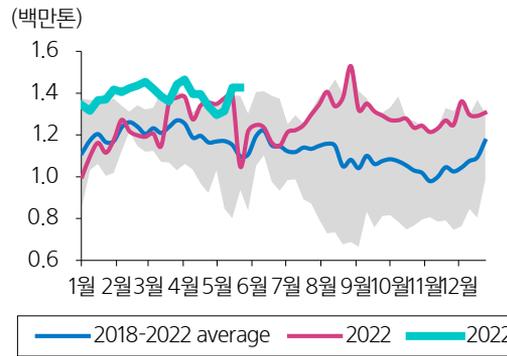
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽(ARA) 정유제품 재고추이



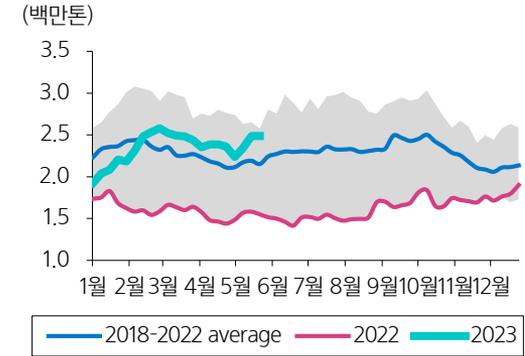
자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽(ARA) 가솔린 재고추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

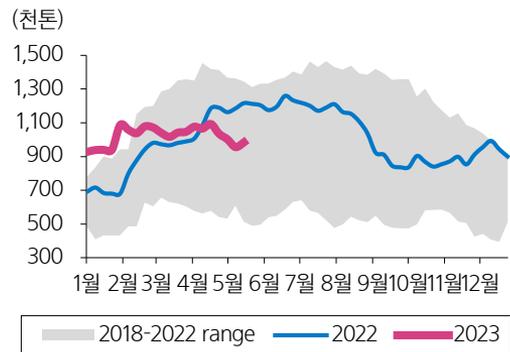
유럽(ARA) 디젤 재고추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

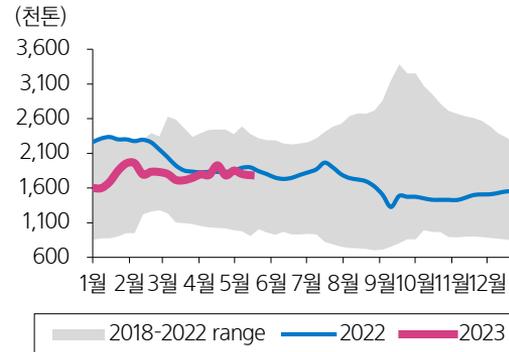
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학제품 재고 차트

MEG: 중국 재고 추이



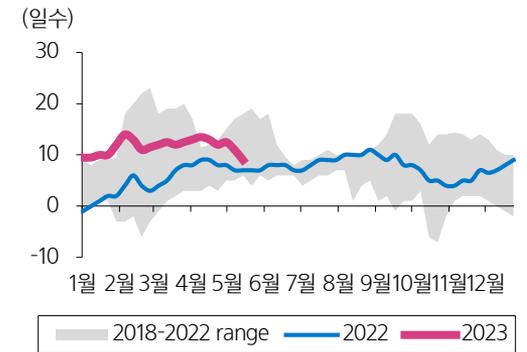
자료: CCFEI, 삼성증권

PTA: 중국 재고 추이



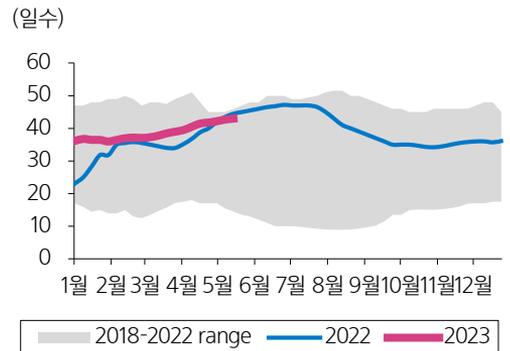
자료: CCFEI, 삼성증권

Polyester staple: 중국 재고 추이



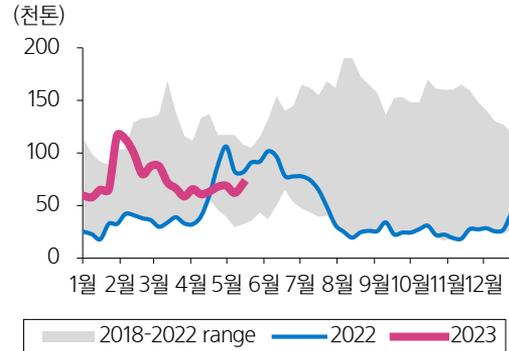
자료: CCFEI, 삼성증권

Spandex: 중국 재고 추이



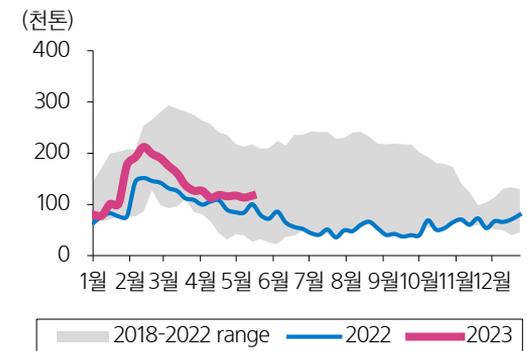
자료: CCFEI, 삼성증권

Xylene: 중국 재고 추이



자료: Platts, 삼성증권

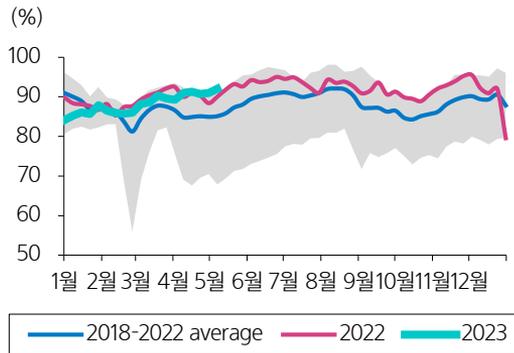
SM: 중국 재고 추이



자료: Platts, 삼성증권

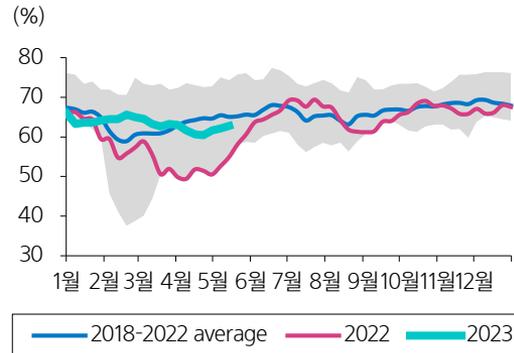
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 정유/화학제품 가동률 차트

미국 정제시설 가동률



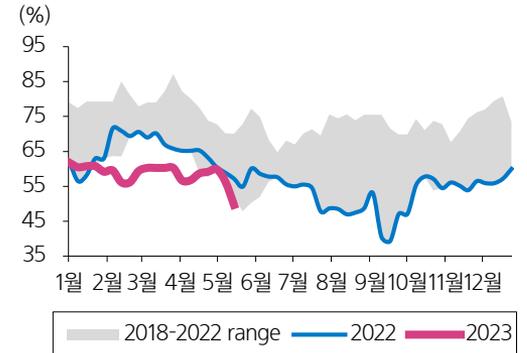
자료: EIA, 삼성증권

중국 산동지역 독립정유사 가동률



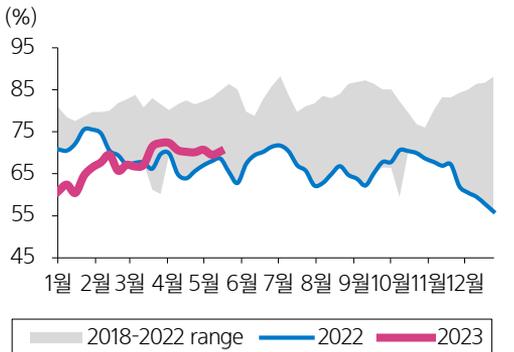
자료: Bloomberg, 삼성증권

MEG: 중국 가동률 추이



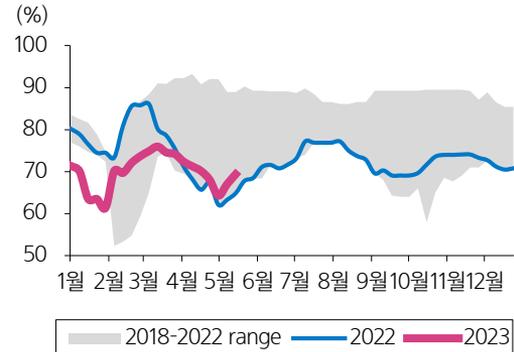
자료: CCFEI, 삼성증권

PTA: 중국 가동률 추이



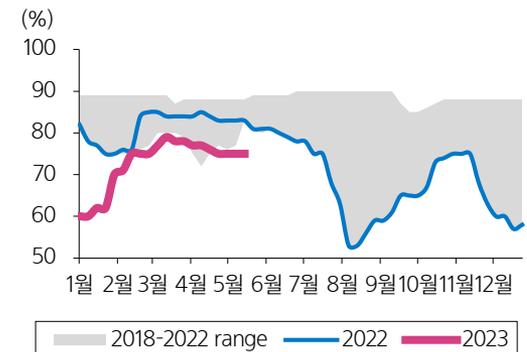
자료: CCFEI, 삼성증권

Polyester staple: 중국 가동률 추이



자료: CCFEI, 삼성증권

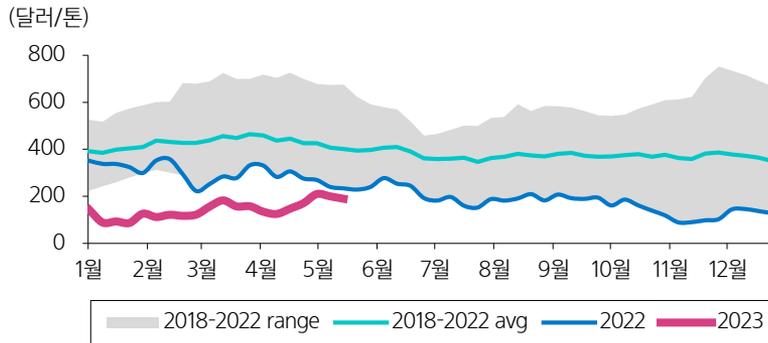
Spandex: 중국 가동률 추이



자료: CCFEI, 삼성증권

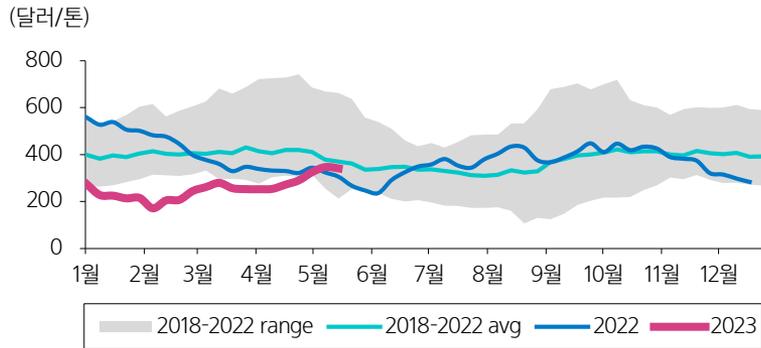
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 화학업체 종합 스프레드 (Spot 기준)

LG화학: 종합 스프레드



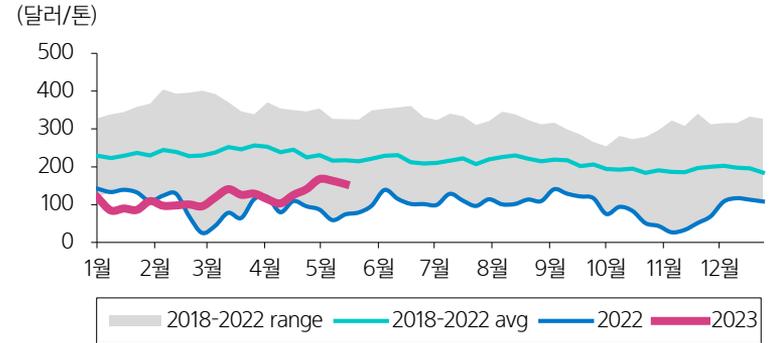
자료: 삼성증권 추정

금호석유: 종합 스프레드



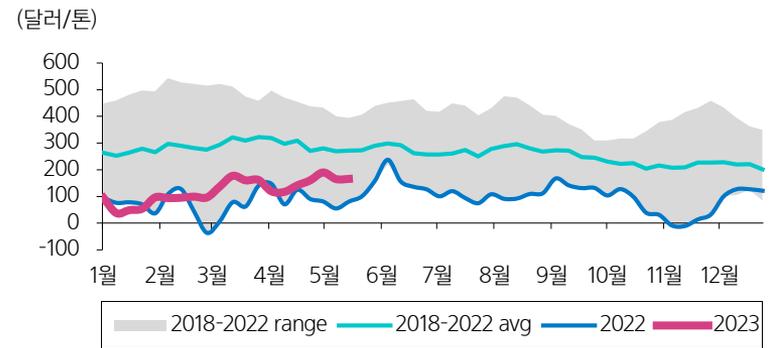
자료: 삼성증권 추정

롯데케미칼: 종합 스프레드



자료: 삼성증권 추정

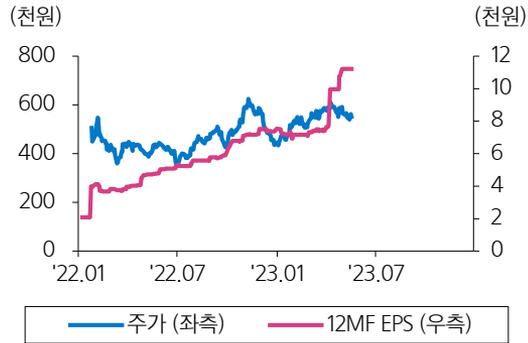
대한유화: 종합 스프레드



자료: 삼성증권 추정

1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 주요 커버리지 기업 12MF EPS vs 주가 추이

LG에너지솔루션: 12MF EPS vs 주가 추이



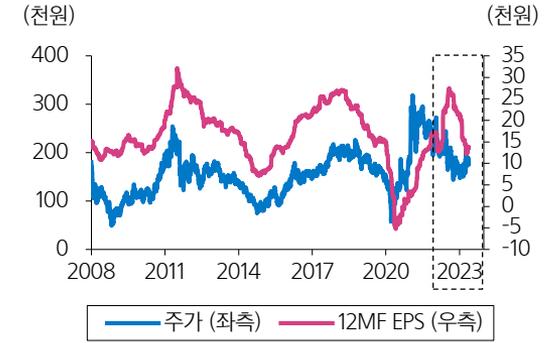
자료: Quantwise, 삼성증권

SK IET: 12MF EPS vs 주가 추이



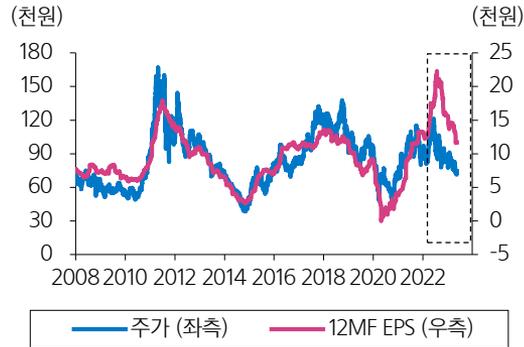
자료: Quantwise, 삼성증권

SK이노베이션: 12MF EPS vs 주가 추이



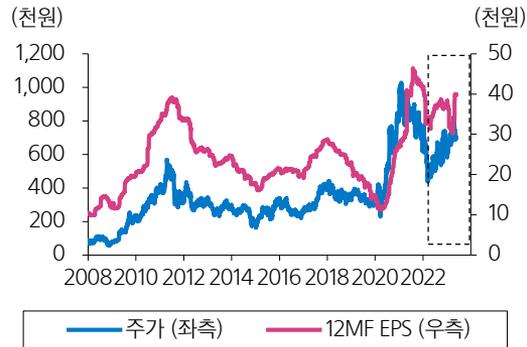
자료: Quantwise, 삼성증권

S-Oil: 12MF EPS vs 주가 추이



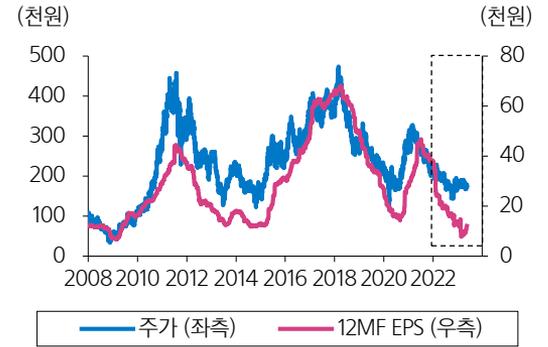
자료: Quantwise, 삼성증권

LG화학: 12MF EPS vs 주가 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

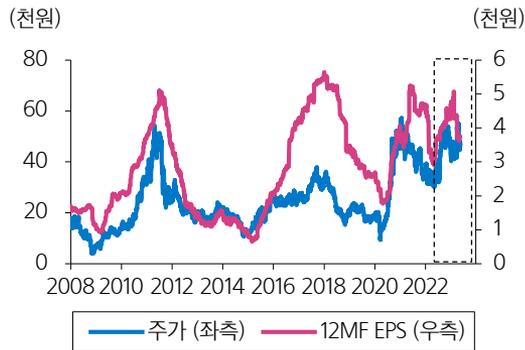
롯데케미칼: 12MF EPS vs 주가 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

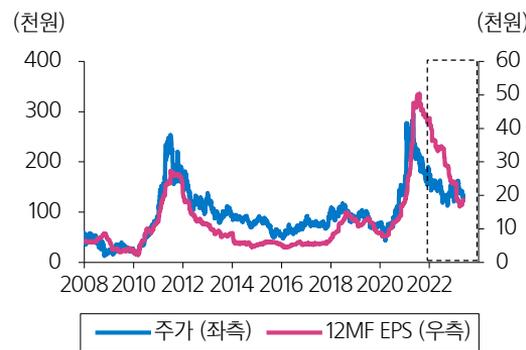
1) 정유/화학 업종 주요 지표 - 주요 커버리지 기업 12MF EPS vs 주가 추이

한화솔루션: 12MF EPS vs 주가 추이



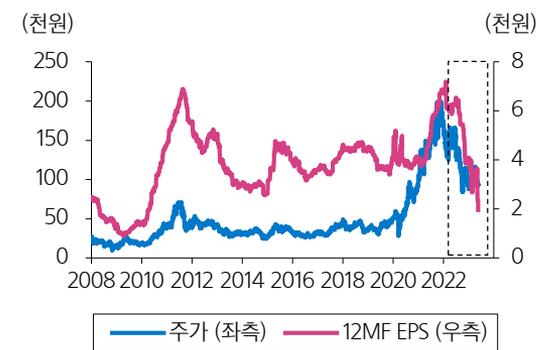
자료: Quantwise, 삼성증권

금호석유: 12MF EPS vs 주가 추이



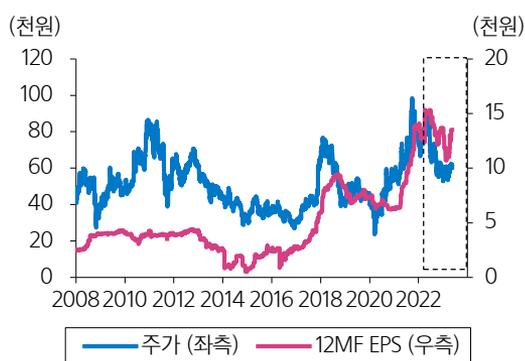
자료: Quantwise, 삼성증권

SKC: 12MF EPS vs 주가 추이



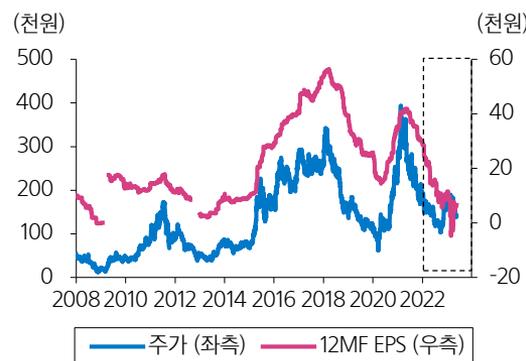
자료: Quantwise, 삼성증권

롯데정밀화학: 12MF EPS vs 주가 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

대한유화: 12MF EPS vs 주가 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - SK아이이테크놀로지

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	134	139	135	177	143	181	188	205	604	586	716	1,051
LiBS	134	139	135	177	143	180	186	204	603	585	713	1,039
FCW	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1	3	11
EBITDA	30	26	18	29	44	46	58	77	207	104	224	497
LiBS	38	38	25	34	48	50	62	80	242	135	240	496
FCW	-8	-11	-8	-4	-4	-4	-4	-4	-35	-32	-16	1
영업이익	-8	-12	-22	-10	-4	-1	10	24	89	-52	29	188
LiBS	1	0	-14	-5	2	4	15	29	126	-18	50	192
FCW	-9	-12	-8	-5	-6	-5	-5	-5	-37	-34	-21	-4
세전이익	14	-18	-21	-10	7	2	13	20	112	-35	42	197
순이익	8	-22	-25	10	6	1	10	16	95	-30	33	154
지배주주순이익	8	-22	-25	10	6	1	10	16	95	-30	33	154
이익률 (%)												
EBITDA	22.5	18.9	13.2	16.5	30.6	25.6	30.7	37.5	34.3	17.7	31.3	47.3
LiBS	28.6	27.1	18.9	19.0	33.6	27.9	33.1	39.5	40.1	23.1	33.7	47.7
FCW										-2,862.2	-472.1	9.6
영업이익	-5.7	-8.9	-16.3	-5.8	-2.6	-0.7	5.4	11.9	14.8	-8.9	4.1	17.9
LiBS	1.0	-0.1	-10.2	-2.9	1.3	2.3	8.3	14.3	20.9	-3.0	7.1	18.5
FCW										-3,131.1	-620.4	-34.3
세전이익	10.5	-12.8	-15.3	-5.7	4.6	1.0	7.0	9.8	18.5	-5.9	5.8	18.7
순이익	5.6	-15.7	-18.4	5.4	4.1	0.7	5.5	7.7	15.8	-5.1	4.6	14.6

자료: SK아이이테크놀로지, 삼성증권 추정

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - S-Oil

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	9,287	11,442	11,123	10,594	9,078	8,516	8,820	8,610	27,464	42,446	35,024	32,146
정유	7,179	9,252	9,016	8,558	7,277	6,746	7,028	6,860	20,191	34,005	27,910	25,447
석유화학	1,366	1,302	1,161	1,196	1,039	1,047	1,027	1,016	4,657	5,026	4,129	3,894
윤활기유	742	888	945	840	763	724	764	734	2,616	3,416	2,985	2,805
영업이익	1,332	1,722	512	-160	516	294	636	592	2,141	3,405	2,038	1,731
정유	1,202	1,445	79	-382	291	18	310	282	908	2,344	899	626
석유화학	-66	18	56	-58	29	42	40	67	244	-50	179	181
윤활기유	195	259	377	280	196	234	286	244	989	1,111	959	924
세전이익	1,196	1,399	-26	330	355	244	633	524	1,878	2,899	1,755	1,569
순이익	871	1,014	-10	229	265	177	459	380	1,379	2,104	1,282	1,115
지배주주순이익	871	1,014	-10	229	265	177	459	380	1,379	2,104	1,282	1,115
이익률 (%)												
영업이익	14.3	15.0	4.6	-1.5	5.7	3.4	7.2	6.9	7.8	8.0	5.8	5.4
정유	16.7	15.6	0.9	-4.5	4.0	0.3	4.4	4.1	4.5	6.9	3.2	2.5
석유화학	-4.8	1.4	4.8	-4.9	2.8	4.1	3.9	6.6	5.2	-1.0	4.3	4.6
윤활기유	26.3	29.2	39.8	33.3	25.7	32.3	37.4	33.2	37.8	32.5	32.1	32.9
세전이익	12.9	12.2	-0.2	3.1	3.9	2.9	7.2	6.1	6.8	6.8	5.0	4.9
순이익	9.4	8.9	-0.1	2.2	2.9	2.1	5.2	4.4	5.0	5.0	3.7	3.5

자료: S-OIL, 삼성증권 추정

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - 금호석유

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	2,199	2,244	1,887	1,645	1,721	1,632	1,675	1,786	8,462	7,976	6,636	6,719
합성고무	698	744	656	482	576	621	627	613	3,053	2,580	2,437	2,364
합성수지	473	464	332	326	347	368	361	357	1,830	1,595	1,434	1,372
에너지	65	64	82	104	90	81	92	108	160	315	371	438
금호피앤비	635	599	469	460	411	434	468	502	2,617	2,163	1,814	1,926
금호폴리캠	209	225	196	150	164	179	198	199	631	779	740	777
영업이익	449	354	230	114	130	125	142	146	2,407	1,148	543	630
합성고무	118	100	84	9	34	33	35	42	925	311	143	145
합성수지	55	32	-6	-6	3	2	1	3	312	75	10	40
에너지	39	44	43	52	34	25	35	41	70	178	135	161
금호피앤비	167	99	22	19	11	9	13	6	1,009	306	40	53
금호폴리캠	46	49	51	15	21	29	32	28	87	160	110	114
세전이익	504	387	280	80	169	168	198	213	2,618	1,252	746	851
순이익	373	287	211	155	133	137	162	174	1,966	1,026	606	698
지배주주순이익	373	287	211	155	133	137	162	174	1,965	1,025	606	697
이익률 (%)												
영업이익	20.4	15.8	12.2	6.9	7.6	7.7	8.5	8.2	28.4	14.4	8.2	9.4
합성고무	16.9	13.5	12.8	1.9	5.8	5.4	5.5	6.8	30.3	12.1	5.9	6.1
합성수지	11.6	6.8	-1.9	-1.7	0.9	0.6	0.4	0.8	17.0	4.7	0.7	2.9
에너지	60.2	68.4	52.3	49.8	37.5	31.0	38.0	38.0	43.5	56.4	36.4	36.8
금호피앤비	26.3	16.4	4.6	4.1	2.8	2.1	2.8	1.2	38.5	14.2	2.2	2.8
금호폴리캠	21.8	21.6	25.9	10.3	13.0	16.0	16.0	14.0	13.8	20.6	14.8	14.7
세전이익	22.9	17.3	14.8	4.9	9.8	10.3	11.8	11.9	30.9	15.7	11.2	12.7
순이익	17.0	12.8	11.2	9.4	7.7	8.4	9.7	9.8	23.2	12.9	9.1	10.4

자료: 금호석유, 삼성증권 추정

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - SKC

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	1,121	1,077	835	764	669	760	765	824	2,264	3,139	3,018	3,467
화학	435	412	428	430	393	437	431	428	1,102	1,705	1,688	1,626
Industry소재	335	321							1,132	657		
반도체소재	133	136	187	143	88	89	93	101	485	598	371	445
SK넥실리스	213	200	215	183	180	226	233	287	663	810	927	1,380
영업이익	133	109	36	-24	-22	-11	36	53	401	220	56	271
화학	86	70	13	-27	-6	-2	31	42	332	141	66	169
Industry소재	28	15							69	43		
반도체소재	5	6	7	11	8	5	7	8	22	29	29	36
SK넥실리스	25	30	32	12	0	9	21	26	80	98	57	141
세전이익	109	141	-28	-38	-70	2	49	127	393	185	109	235
순이익	90	120	-10	-225	-92	1	36	93	342	-25	75	153
지배주주순이익	64	91	-14	-209	-81	0	26	81	221	-68	27	104
이익률 (%)												
영업이익	11.9	10.2	4.3	-3.2	-3.2	-1.5	4.7	6.4	17.7	7.0	1.9	7.8
화학	19.8	16.9	2.9	-6.3	-1.5	-0.5	7.3	9.9	30.1	8.3	3.9	10.4
Industry소재	8.3	4.7							6.1	6.5		
성장사업	3.7	4.6	3.8	7.3	9.0	6.0	8.0	8.0	4.6	4.8	7.8	8.1
SK넥실리스	11.5	14.8	15.0	6.6	0.2	4.2	9.2	9.2	12.1	12.1	6.2	10.2
세전이익	9.7	13.1	-3.4	-4.9	-10.4	0.3	6.5	15.5	17.4	5.9	3.6	6.8
순이익	8.0	11.1	-1.2	-29.4	-13.8	0.2	4.7	11.3	15.1	-0.8	2.5	4.4

자료: SKC, 삼성증권 추정

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - 롯데정밀화학

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	652	686	629	497	525	533	529	469	1,780	2,464	2,055	2,062
염소	208	195	200	136	146	153	146	103	610	739	548	536
셀룰로스	112	129	141	115	132	137	141	134	400	496	544	570
암모니아	321	349	276	234	235	229	228	219	728	1,180	911	900
전자재료	11	13	13	12	13	14	14	12	42	49	53	56
영업이익	110	129	120	44	42	45	51	46	245	404	183	256
염소	81	78	74	13	7	7	9	8	155	245	32	97
셀룰로스	12	23	28	17	21	22	26	20	45	81	88	93
암모니아	16	24	12	10	10	11	11	14	31	62	47	50
전자재료	2	5	6	4	4	4	4	4	14	16	16	17
세전이익	35	41	21	64	238	47	69	60	747	160	405	331
순이익	30	29	23	65	185	36	54	47	585	146	313	258
지배주주순이익	30	29	23	65	185	36	54	38	585	146	313	258
이익률 (%)												
영업이익	16.9	18.9	19.2	8.9	8.0	8.4	9.5	9.8	13.7	16.4	8.9	12.4
염소	38.7	40.0	37.2	9.2	4.9	4.8	6.5	8.0	25.4	33.2	5.9	18.1
셀룰로스	10.7	18.0	20.1	15.1	15.7	16.0	18.1	15.1	11.3	16.3	16.2	16.3
암모니아	5.0	6.8	4.5	4.3	4.4	4.9	5.0	6.2	4.2	5.3	5.1	5.6
전자재료	16.1	34.2	45.1	34.4	29.5	29.5	29.5	29.5	32.5	33.0	29.5	29.5
세전이익	5.4	5.9	3.3	12.8	45.4	8.8	13.0	12.8	42.0	6.5	19.7	16.1
순이익	4.5	4.3	3.6	13.1	35.3	6.8	10.1	10.0	32.9	5.9	15.2	12.5

자료: 롯데정밀화학, 삼성증권 추정

Part 4. Appendix

2) 커버리지 기업 실적 전망 - 대한유화

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,268	1,227	1,210	1,145	1,292	1,245	1,177
매출액	694	692	473	364	529	525	514	505	2,515	2,222	2,073	1,998
성장률 (% q-q)	1.0	-0.3	-31.7	-23.0	45.4	-0.7	-2.2	-1.6				
성장률 (% y-y)	24.0	9.1	-25.5	-47.0	-23.7	-24.1	8.7	38.9	33.6	-11.6	-6.7	-3.6
영업이익	-2	-43	-60	-109	-36	-34	3	9	179	-215	-58	77
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	224.8				
성장률 (% y-y)	BR	BR	BR	RR	RR	RR	RB	RB	5.4	BR	RR	RB
세전이익	3	-38	-53	-116	-31	-33	5	22	198	-204	-40	98
성장률 (% q-q)	-98.7	BR	RR	RR	RR	RR	RB	379.9				
성장률 (% y-y)	-97.3	BR	BR	RR	BR	RR	RB	RB	18.2	BR	BR	RB
순이익	2	-29	-39	-84	-18	-25	3	17	150	-149	-30	72
성장률 (% q-q)	-98.3	BR	RR	RR	RR	RR	RB	379.9				
성장률 (% y-y)	-96.5	BR	BR	RR	BR	RR	RB	RB	17.8	BR	RR	RB
지배주주순이익	2	-29	-39	-84	-18	-25	3	17	150	-149	-30	72
이익률 (%)												
영업이익	-0.3	-6.2	-12.7	-30.0	-6.8	-6.6	0.6	1.8	7.1	-9.7	-2.8	3.9
세전이익	0.4	-5.5	-11.2	-31.9	-5.9	-6.3	0.9	4.4	7.9	-9.2	-1.9	4.9
순이익	0.4	-4.2	-8.2	-23.0	-3.3	-4.7	0.7	3.3	6.0	-6.7	-1.4	3.6

자료: 대한유화, 삼성증권 추정

PART 05

기업분석

- 1) LG에너지솔루션
- 2) SK이노베이션
- 3) LG화학
- 4) 한화솔루션
- 5) 롯데케미칼



1) LG에너지솔루션 (373220 | 560,000원 | BUY | TP: 740,000원)

Investment points

1. 2H23, AMPC 가시화가 모멘텀으로 작용 전망

IRA AMPC는 연간 기준으로 지급되기에, 2H23에 보다 구체적인 세부지침 발표 가능. 이에 따라 크레딧 수량이 가시화될 경우 동사 주가에 추가 모멘텀으로 작용 전망. 2023년 15~20GWh 규모의 크레딧 수량 전망하며, 이는 미시간 단독 공장과 GM JV #1 공장의 생산 및 판매를 감안. 당사 추정 기준, 2023년 17.1GWh 규모의 크레딧을 반영하여 영업이익(7,640억원)에 기여 예상.

2. 북미 지역 시장 지배력 강화

IRA 이후 북미 시장 공급망 현지화에 대한 요구가 증가하고 있으며, AMPC 수취가 올 해부터 시작되며 기존에 투자했던 북미 설비가 향후 추가 투자에 대한 마중물로 작용 예상. 이에 따라 GM, Stellantis, Honda 외에도 북미 합작법인 설립에 대한 요청이 늘어나고 있으며, 동사의 북미 시장 지배력은 보다 강화될 전망.

Key information

현재 주가 (5월 22일 기준)	560,000원
시가총액	131.0조원
60일-평균거래대금	1,885.0억원
52주 최저/최고	356,000원/624,000원
Dividend yield	0.0%
Free float	14.8%
Foreign ownership	5.4%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	-2.1	10.2	-1.9	-29.0
Relative	-2.6	4.2	-7.7	33.2

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년 대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	17,852	768	1,006	930	3,963	흑전	n/a	5,685	2.9	n/a	10.7
2022	25,599	1,214	995	780	3,305	-16.6	131.8	2,167	34.7	5.4	5.7
2023E	35,622	3,037	3,322	2,625	9,509	187.7	58.9	7,296	26.7	6.3	11.2
2024E	41,321	5,528	5,650	4,353	13,427	41.2	41.7	7,884	17.1	5.4	13.9
2025E	51,773	8,818	8,682	6,689	18,443	37.4	30.4	5,606	11.6	4.6	16.4

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준
 자료: LG에너지솔루션, 삼성증권 추정

1) LG에너지솔루션 - 밸류에이션

LG에너지솔루션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업가치 (A)				
배터리	5,847	29.2	171,019	Peers (글로벌 배터리업체* 평균 60% 프리미엄); AMPC 제외한 EBITDA
합계	5,847	29.2	171,019	
자산가치 (B)			563	투자자산 장부가치에 대한 30% 할인
순차입금 (C)			-2,549	2023년 말 당사 추정 기준 및 AMPC 세제 혜택의** 30% 반영
적정 시가총액 (C = A - B)			174,130	
총 주식 수 (천주)			234,000	
적정 주가 (원)			744,144	
목표주가 (원)			740,000	
현재 주가 (원)			552,000	5/19 종가 기준
상승 여력 (%)			34.1	
2023 implied P/E (배)			77.5	
2024 implied P/E (배)			55.2	
2023 implied P/B (배)			8.3	
2024 implied P/B (배)			7.2	

참고: * CATL, Gotion High-tech 및 Eve Energy

** IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2023년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 32.5조원의 현금 유입 기대.

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

1) LG에너지솔루션 - 북미 생산능력 300GWh 초과 전망

▶ 단독 및 합작법인 등 다양한 방식으로 북미 지배력 확대

- LG에너지솔루션의 북미 생산능력은 확정된 기준으로 약 297GWh.
- 이는 완성차업체 3개사와의 합작법인 및 단독법인 등으로 구성.
- MOU를 체결한 현대차그룹과의 합작법인 규모도 확정될 경우 북미 생산능력은 300GWh 초과 전망.
- 특히 과거엔 삼원계 파우치형 배터리 생산능력에 국한되었다면, 원통형 및 LFP 배터리까지 투자할 계획이 확정.
- 이는 보다 다양한 고객 니즈를 충족시킬 수 있음을 시사.

LG에너지솔루션: 북미 시장 생산능력 확보 계획

지역	소유구분	지분율 (%)	셀 타입	셀 케미스트리	생산능력 (GWh)
미국 미시간주 홀랜드	단독	100	파우치	NCM	20
미국 오하이오주 로즈타운	합작 (GM JV #1)	50	파우치	NCMA	45
미국 테네시주 스프링힐	합작 (GM JV #2)	50	파우치	NCMA	50
미국 미시간주 랜싱	합작 (GM JV #3)	50	파우치	NCMA	50
캐나다 온타리오주 윈저	합작 (Stellantis JV)	50	파우치	NCMA	45
미국 오하이오주 파예트카운티	합작 (Honda JV)	50	파우치	NCMA	40
미국 애리조나주 퀸크릭	단독	100	파우치/원통	LFP/NCM	43
합계					297 (178*)

참고: * 지분율을 감안한 생산능력
 자료: LG에너지솔루션, 삼성증권 정리

Part 5. 기업분석

1) LG에너지솔루션 - 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,421	1,411	1,411	1,411	1,411	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	4,342	5,071	7,648	8,300	8,114	8,474	9,325	9,801	17,852	25,599	35,622	41,321
소형 전지	1,737	2,028	2,753	2,772	2,819	3,051	3,376	3,579	5,002	8,866	10,662	11,513
자동차 전지	2,388	2,662	4,321	4,916	4,652	4,746	5,209	5,512	10,867	14,921	22,822	27,505
ESS 전지	217	380	574	612	643	677	740	710	991	1,811	2,138	2,303
EBITDA	676	628	1,000	1,033	1,014	1,114	1,353	1,288	2,220	3,056	5,272	8,327
영업이익	259	196	522	497	433	508	687	587	768	1,214	3,037	5,528
소형 전지	212	190	353	281	251	303	436	319	513	911	1,104	1,418
자동차 전지	57	13	169	216	181	195	224	243	711	468	1,128	1,587
ESS 전지	-11	-8	0	0	1	11	26	25	-456	-165	24	83
IRA AMPC	-11	-8	0	0	1	11	26	25			780	2,440
세전이익	260	129	242	575	417	491	670	570	777	995	3,322	5,650
순이익	227	90	188	447	312	368	502	427	930	780	2,625	4,353
지배주주순이익	227	94	186	442	305	360	490	418	793	767	2,225	3,142
이익률 (%)												
EBITDA	15.6	12.4	13.1	12.4	12.5	13.1	14.5	13.1	12.4	11.9	14.8	20.2
영업이익	6.0	3.9	6.8	6.0	5.3	6.0	7.4	6.0	4.3	4.7	8.5	13.4
소형 전지	12.2	9.4	12.8	10.1	8.9	9.9	12.9	8.9	10.3	10.3	10.4	12.3
자동차 전지	2.4	0.5	3.9	4.4	3.9	4.1	4.3	4.4	6.5	3.1	4.9	5.8
ESS 전지	-5.0	-2.0	0.1	0.1	0.1	1.6	3.6	3.6	-46.0	-9.1	1.1	3.6
세전이익	6.0	2.5	3.2	6.9	5.1	5.8	7.2	5.8	4.4	3.9	9.3	13.7
순이익	5.2	1.8	2.5	5.4	3.8	4.3	5.4	4.4	5.2	3.0	7.4	10.5

자료: LG에너지솔루션, 삼성증권 추정

2) SK이노베이션 (096770 | 180,700원 | BUY | TP: 240,000원)

Investment points

1. SK온, 수익성 개선 기대

2023년 SK온의 매출액 및 영업이익은 각각 15.6조원(+104%YoY) 및 0.33조원(흑자 전환YoY)을 전망. IRA AMPC로부터 수령할 이익 0.67조원이 흑자전환의 원동력이겠지만, 영업상의 수익성도 1Q23 대비 빠르게 개선될 전망.

2. 배터리 관련 자회사 지분가치 확대 전망

정유업계 경쟁사와의 시가총액 격차를 통해 산출한 동사의 시가총액에 포함된 배터리 사업가치는 4.4조원으로 추정. 이중 분리막 자회사 가치 차감 시 SK온 사업가치는 2.9조원에 불과. SK온의 Pre-IPO에서 평가받은 기업가치 감안 시, 현재 동사가 인식한 NAV 할인율은 약 89%. 해당 할인율이 60%까지 축소될 경우, 동사 시가총액은 약 7~8조원 추가 상승 가능. 즉, 배터리 수익성 개선에 따른 사업가치 추가 반영 여력은 여전히 높은 것으로 판단.

Key information

현재 주가 (5월 22일 기준)	180,700원
시가총액	16.7조원
60일-평균거래대금	1,598.7억원
52주 최저/최고	143,500원/244,000원
Dividend yield	0.0%
Free float	59.2%
Foreign ownership	24.2%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	-0.7	13.8	7.9	-14.4
Relative	-1.2	7.6	1.5	-11.6

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년 대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	46,853	1,742	862	489	3,117	흑전	76.5	10,004	10.6	1.2	1.8
2022	78,057	3,917	2,860	1,895	16,743	437.2	9.2	16,191	6.0	0.7	8.5
2023E	75,133	3,131	2,728	1,857	15,418	-7.9	11.7	12,508	7.1	0.8	7.1
2024E	73,864	4,170	4,139	2,757	22,882	48.4	7.9	8,240	5.4	0.7	9.7
2025E	81,170	6,495	6,474	4,312	35,790	56.4	5.0	3,596	3.4	0.6	13.5

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준
자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

2) SK이노베이션 - 밸류에이션

SK이노베이션: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업가치 (A)				
정유	1,771	4.2	7,500	Peers (글로벌 정유업체)
석유화학	495	4.8	2,355	Peers (국내외 NCC/ECC업체)
윤활기유	1,194	4.2	5,055	Peers (글로벌 정유업체)
E&P	487	5.1	2,480	Peers (글로벌 E&P업체)
IE Technology			1,609	SK IET 추가 기준 지분가치에 65% 할인
배터리	556	18.2	5,785	Peers (CATL 등 중국 3사) 대비 40%* 할인
합계	4,503	5.5	24,785	
자산가치 (B)			3,863	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			6,198	2023년 말 당사 추정 기준 및 AMPC 세제 혜택의** 30% 반영
우선주 시가총액 (D)			147	
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			22,303	
총 주식 수 (천주)			92,466	
적정 주가 (원)			241,203	
목표주가 (원)			240,000	
현재 주가 (원)			177,600	5/19 종가 기준
상승 여력 (%)			35.1	
2023 implied P/E (배)			20.8	
2024 implied P/E (배)			14.7	
2023 implied P/B (배)			1.0	
2024 implied P/B (배)			0.9	

참고: * SK IET는 상장기업이기에 NAV 할인율을 65%로 가정한 반면, SK On은 비상장기업이면서 아직 상장 계획이 가시화되지 않아 50% 할인율 적용

** IRA AMPC로 유입될 지배주주 기준 현금흐름을 2023년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 22.9조원의 현금 유입 기대.

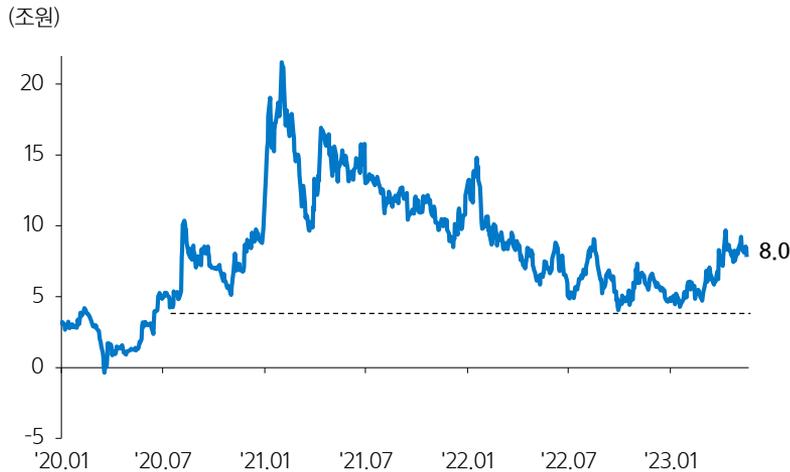
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

2) SK이노베이션 - SK온의 수익성 개선여부가 여전히 중요

▶ SK이노베이션 내 배터리 가치 반영은 수익성 개선 확인 시 보다 커질 전망

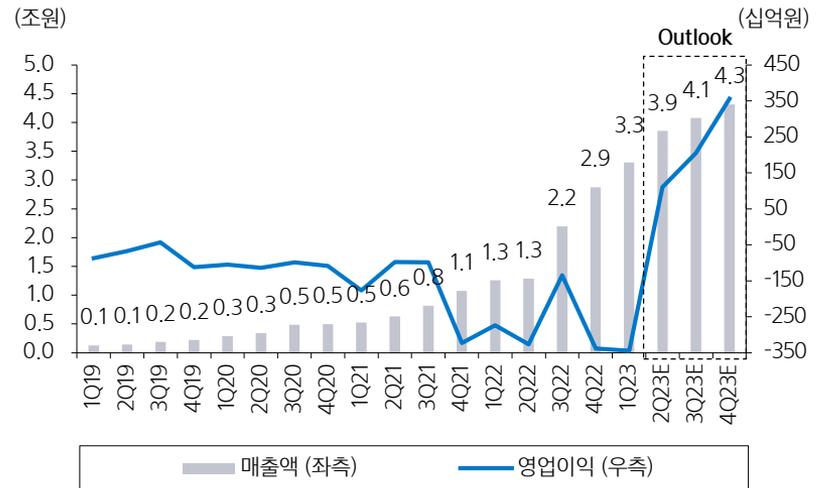
- 2022년 이후 경쟁사 대비 시가총액 격차 축소는 배터리 자회사의 수익성이 예상보다 악화되었기 때문.
- 올해 들어 동사의 초과성과는 IRA AMPC 등 현재 수익성이 앞으로 개선될 수 있게 만들어줄 모멘텀이 부각되었기 때문.
- 올해 하반기 예상대로 수익성 개선될 경우, SK이노베이션 내 포함된 배터리 사업가치가 지금보다 크게 반영될 전망.

SK이노베이션: S-Oil과의 시가총액 차이



자료: Quantwise, 삼성증권

SK On: 매출 및 영업이익 전망



자료: 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

2) SK이노베이션 - 배터리 자회사(SK온) 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,166	1,180	1,145	1,292	1,267	1,184	1,175
매출액	1,262	1,286	2,194	2,876	3,305	3,855	4,078	4,314	690	1,610	3,050	7,618	15,551	19,758	26,347
EBITDA	-193	-234	-20	-220	-169	316	423	586	-265	-323	-501	-667	1,156	2,553	5,060
영업이익	-273	-327	-135	-338	-345	111	206	356	-309	-427	-697	-1,073	328	1,501	3,656
1. EV 배터리	-273	-327	-135	-338	-345	-113	3	111	-309	-427	-697	-1,073	-344	446	655
2. IRA AMPC						223	203	246					672	1,055	3,001
세전이익	-299	-330	-169	-396	-385	82	177	328				-1,193	213	1,390	3,551
순이익	-307	-281	-116	-361	-343	61	133	246				-1,064	108	1,042	2,663
지배주주 순이익	-301	-269	-127	-378	-344	61	133	246				-1,076	96	931	2,378
이익률 (%)															
EBITDA	-15.3	-18.2	-0.9	-7.7	-5.1	8.2	10.4	13.6	-38.4	-20.1	-16.4	-8.8	7.4	12.9	19.2
영업이익	-21.7	-25.4	-6.1	-11.8	-10.4	2.9	5.0	8.3	-44.8	-26.5	-22.8	-14.1	2.1	7.6	13.9
EV 배터리	-21.7	-25.4	-6.1	-11.8	-10.4	-2.9	0.1	2.6	-44.8	-26.5	-22.8	-14.1	-2.2	2.3	2.5
세전이익	-23.7	-25.7	-7.7	-13.8	-11.7	2.1	4.3	7.6				-15.7	1.4	7.0	13.5
순이익	-24.3	-21.8	-5.3	-12.5	-10.4	1.6	3.3	5.7				-14.0	0.7	5.3	10.1

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

2) SK이노베이션 - 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	16,262	19,905	22,753	19,137	19,143	18,561	19,476	17,953	46,853	78,057	75,133	73,864
Refining	10,643	14,016	15,769	12,154	11,607	10,581	11,329	9,912	29,597	52,582	43,429	38,581
Petrochemical	2,806	2,893	2,912	2,416	2,535	2,291	2,374	2,190	9,543	11,027	9,390	8,484
Lubricants	1,043	1,228	1,415	1,296	1,302	1,414	1,279	1,116	3,351	4,981	5,111	5,164
E&P	420	400	379	328	329	314	307	302	420	1,526	1,252	1,145
IE Technology	134	139	135	177	143	181	188	205	604	586	716	1,051
Battery	1,260	1,288	2,194	2,876	3,305	3,855	4,078	4,314	3,050	7,618	15,551	19,758
영업이익	1,649	2,329	704	-765	375	646	1,131	979	1,742	3,917	3,131	4,170
Refining	1,507	2,229	316	-662	275	69	479	234	1,160	3,390	1,057	847
Petrochemical	31	76	108	-87	109	93	115	98	161	128	414	360
Lubricants	212	255	336	268	259	309	251	181	961	1,071	1,000	1,001
E&P	198	166	161	117	114	109	106	101	143	642	429	404
IE Technology	-3	-13	-27	-5	-4	-1	10	24	81	-48	29	188
Battery	-273	-327	-135	-338	-345	111	206	356	-697	-1,073	328	1,501
Others	-22	-58	-56	-57	-33	-42	-37	-16	-67	-193	-127	-131
세전이익	1,376	2,010	303	-829	156	518	1,100	953	818	2,860	2,728	4,139
순이익	863	1,338	175	-482	-52	385	817	708	489	1,895	1,857	2,757
지배주주순이익	794	1,276	75	-576	-131	318	676	581	292	1,569	1,445	2,144
이익률 (%)												
영업이익	10.1	11.7	3.1	-4.0	2.0	3.5	5.8	5.5	3.7	5.0	4.2	5.6
Refining	14.2	15.9	2.0	-5.4	2.4	0.6	4.2	2.4	3.9	6.4	2.4	2.2
Petrochemical	1.1	2.6	3.7	-3.6	4.3	4.0	4.8	4.5	1.7	1.2	4.4	4.2
Lubricants	20.3	20.8	23.8	20.7	19.9	21.9	19.6	16.2	28.7	21.5	19.6	19.4
E&P	47.2	41.6	42.4	35.6	34.6	34.6	34.6	33.6	34.1	42.0	34.3	35.3
IE Technology	-2.3	-9.4	-20.0	-2.7	-2.8	-0.7	5.4	11.9	13.4	-8.2	4.1	17.9
Battery	-21.7	-25.4	-6.1	-11.8	-10.4	2.9	5.0	8.3	-22.8	-14.1	2.1	7.6
세전이익	5.3	6.7	0.8	-2.5	-0.3	2.1	4.2	3.9	1.0	2.4	2.5	3.7
순이익	5.3	6.7	0.8	-2.5	0.3	2.0	2.9	2.1	1.0	2.4	1.8	2.6

자료: SK이노베이션, 삼성증권 추정

3) LG화학 (051910 | 700,000원 | BUY | TP: 1,000,000원)

Investment points

1. 양극재 사업의 고성장세가 긍정적

동사의 양극재 사업은 2021년 1.40조원(+49%YoY)에서 2022년 4.09조원(+192%YoY)까지 급증. 2023년 매출액은 6.16조원(+51%YoY)으로 높은 성장세가 지속될 전망이며, 1Q23에만 1.64조원 달성. 2H23에는 LG에너지솔루션 외 신규 고객 향 매출 개시되며 성장 모멘텀 재부각 전망. 특히, 경쟁사 대비 높은 수익성(영업이익률 2022년 17% 및 2023년 10% 전망)도 긍정적.

2. 첨단소재 업체로의 포지셔닝 변화

동사의 석유화학 매출 비중은 2020년 46%에서 2023년 30%까지 하락할 전망이며, 배터리 셀/소재 비중은 2020년 41%에서 2023년 62%까지 확대 전망. 즉, 동사의 포지셔닝도 전통 석유화학업체에서 첨단 소재업체(2차전지 셀/소재 및 친환경 소재)로 빠르게 전환. 이에 따른 Valuation re-rating도 지속 예상.

Key information

현재 주가 (5월 22일 기준)	700,000원
시가총액	49.4조원
60일-평균거래대금	1,921.5억원
52주 최저/최고	500,000원/825,000원
Dividend yield	1.4%
Free float	66.1%
Foreign ownership	48.1%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	-9.2	5.1	1.9	28.4
Relative	-9.7	-0.6	-4.2	32.6

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년 대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	42,599	5,026	5,190	3,954	46,880	615.9	13.1	10,856	7.4	2.2	18.5
2022	51,865	2,996	2,837	2,196	23,574	-49.7	25.5	7,363	9.1	1.5	6.9
2023E	64,531	4,114	4,086	2,984	29,211	23.9	24.0	9,966	8.7	1.7	7.1
2024E	70,758	7,068	7,028	5,239	52,224	78.8	13.4	8,620	6.1	1.5	11.8
2025E	81,388	10,683	10,642	7,932	78,278	49.9	8.9	4,999	4.5	1.3	15.7

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준
 자료: LG화학, 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

3) LG화학 - 밸류에이션

LG화학: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업가치 (A)				
기초소재	1,420	4.2	5,912	Peers (국내외 NCC/ECC업체)
첨단소재	1,499	19.2	28,740	Peers (디스플레이 소재업체 및 2차전지 양극재 업체*)
전지			38,634	보유 지분(81.8%)에 대한 65%** 할인된 지분가치 반영
팜한농	92	5.4	497	기초소재 대비 Multiple 30% 프리미엄 부여
생명과학	160	5.4	867	기초소재 대비 Multiple 30% 프리미엄 부여
합계	3,171	11.4	74,651	
자산가치 (B)			1,870	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			3,216	2023년 말 당사 추정 기준: LG에너지솔루션 순차입금은 100% 제외
우선주 시가총액 (D)			2,941	
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)			70,364	
총 주식 수 (천주)			70,592	
적정 주가 (원)			996,763	
목표주가 (원)			1,000,000	
현재 주가 (원)			688,000	5/19 종가 기준
상승 여력 (%)			43.3	
2023 implied P/E (배)			34.5	
2024 implied P/E (배)			19.2	
2023 implied P/B (배)			2.4	
2024 implied P/B (배)			2.2	

참고: * 디스플레이 소재업체 비중 하향(60% → 30%) 및 2차전지 양극재업체 비중 상향(40% → 70%)하여 가중 평균

** 자회사 IPO에 따른 지주회사 할인율 65%를 반영

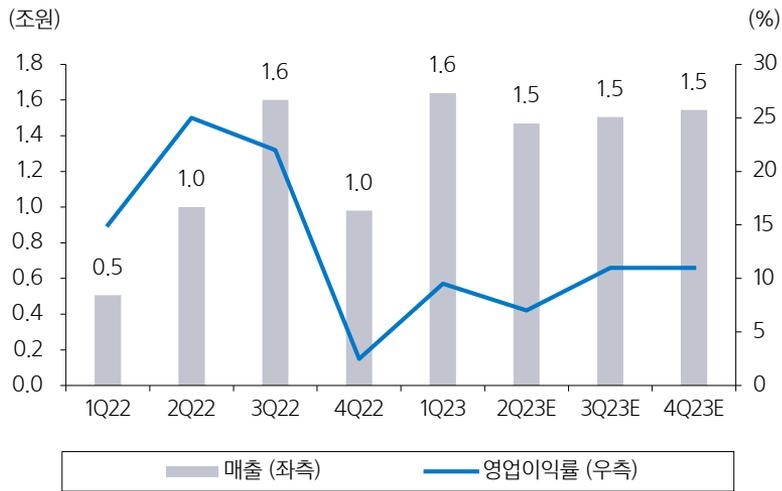
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

3) LG화학 - 양극재 매출 2023년 6.2조원 전망

▶ 양극재 사업, 2023년 매출 성장률 51% 전망

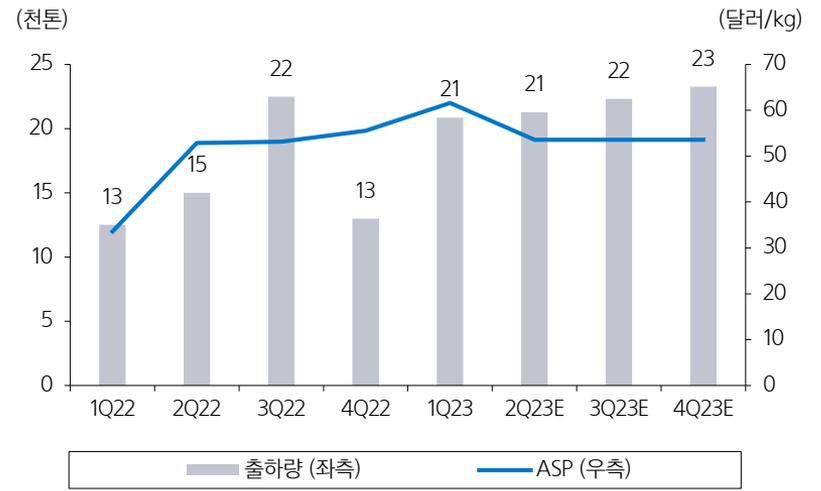
- 양극재 매출은 2022년 4.09조원에서 2023년 6.16조원까지 전년 대비 51% 추가 성장 전망.
- 메탈 가격 하락 영향으로 2Q23 매출액은 전분기 대비 10% 하락하겠으나, 수익성은 재고 축소로 인해 부정적 영향 최소화될 것.
- 2H23 판매량 증대로 매출 성장세도 재개될 전망이며, LG에너지솔루션 외 신규 고객사향 매출 발생 시 성장 모멘텀은 보다 부각 예상.

LG화학: 양극재 사업부 매출 및 영업이익률



자료: LG화학, 삼성증권 추정

LG화학: 양극재 사업부 출하량 및 판매가격 전망



자료: LG화학, 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

3) LG화학 - 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	11,595	12,240	14,178	13,852	14,486	16,096	16,251	16,564	42,599	51,865	64,531	70,758
기초소재	5,964	5,988	5,493	4,279	4,579	5,098	5,221	5,462	20,759	21,724	20,360	20,343
첨단소재	1,529	1,985	2,582	1,883	2,561	2,434	2,466	2,509	4,792	7,979	9,970	10,574
전지	4,342	5,071	7,648	8,538	8,747	8,864	8,985	9,026	17,852	25,599	35,622	41,321
팜한농	261	241	157	135	265	254	157	149	671	794	826	859
생명과학	217	222	225	245	278	282	265	277	760	909	1,101	1,334
영업이익	1,025	878	901	191	791	948	1,176	1,198	5,026	2,996	4,114	7,068
기초소재	635	513	93	-166	-51	96	126	168	4,081	1,074	338	612
첨단소재	154	335	416	18	203	152	215	221	236	923	791	956
전지	259	196	522	237	633	702	868	833	771	1,214	3,037	5,528
팜한농	41	17	-3	-14	34	19	-8	-2	30	41	43	49
생명과학	32	24	6	11	16	24	21	25	67	73	86	104
세전계속사업이익	1,023	943	926	-79	916	900	1,122	1,148	4,892	2,813	4,086	7,028
순이익	769	718	714	-6	669	657	819	839	3,954	2,196	2,984	5,239
지배주주순이익	688	659	614	-117	474	512	639	662	3,670	1,845	2,287	4,088
이익률 (%)												
영업이익	8.8	7.2	6.4	1.4	5.5	5.9	7.2	7.2	11.8	5.8	6.4	10.0
기초소재	10.6	8.6	1.7	-3.9	-1.1	1.9	2.4	3.1	19.7	4.9	1.7	3.0
첨단소재	10.1	16.9	16.1	1.0	7.9	6.3	8.7	8.8	4.9	11.6	7.9	9.0
전지	6.0	3.9	6.8	2.8	7.2	7.9	9.7	9.2	4.3	4.7	8.5	13.4
팜한농	15.7	7.1	-1.9	-10.4	12.8	7.6	-4.9	-1.5	4.5	5.2	5.3	5.7
생명과학	14.8	10.9	2.6	4.6	5.8	8.6	7.9	8.9	8.8	8.1	7.8	7.8
세전이익	8.8	7.7	6.5	-0.6	6.3	5.6	6.9	6.9	11.5	5.4	6.3	9.9
순이익	6.6	5.9	5.0	0.0	4.6	4.1	5.0	5.1	9.3	4.2	4.6	7.4

자료: LG화학, 삼성증권 추정

4) 한화솔루션 (009830 | 46,550원 | BUY | TP: 68,000원)

Investment points

1. 태양광 수익성 강세 지속 전망

2022년 글로벌 화석 에너지 공급 부족으로 인한 전력 가격 강세가 신재생 에너지 강세까지 이어지며 동사의 수익성 급격하게 개선. 현재까지 높은 수익성이 이어지고 있으며, 2H23 태양광 모듈-웨이퍼 스프레드 하락에도 동사의 발전자산 매각 및 IRA AMPC 반영으로 높은 수익성은 지속될 것.

2. 미국 정책 모멘텀 부각 예상

1Q23부터 동사 및 여타 국내 배터리업체들도 IRA AMPC를 손익에 반영하기 시작했지만, 여전히 연말까지 불확실성이 남아있다고 투자자들은 판단. 이로 인해 AMPC 반영 이후 주가 상승세가 제한적. 2H23 태양광 모듈 증설물량 가동될 뿐만 아니라 IRA AMPC에 대한 수령에 대한 가시성이 증가하여, 미국 정책 모멘텀이 부각될 전망.

Key information

현재 주가 (5월 22일 기준)	46,550원
시가총액	8.0조원
60일-평균거래대금	846.4억원
52주 최저/최고	31,700원/55,100원
Dividend yield	0.0%
Free float	60.1%
Foreign ownership	25.0%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	-15.5	13.3	-10.0	40.0
Relative	-15.9	7.1	-15.3	44.5

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년 대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	10,725	738	855	616	3,301	79.4	10.8	4,625	8.3	0.8	8.8
2022	13,654	966	569	366	1,864	-43.5	23.1	5,180	8.8	0.9	4.2
2023E	12,780	1,084	951	688	3,832	105.5	12.1	5,629	8.0	0.8	7.4
2024E	13,396	1,326	1,240	898	5,085	32.7	9.2	5,912	6.9	0.8	8.9
2025E	14,221	1,827	1,793	1,298	7,350	44.6	6.3	5,740	5.4	0.7	11.6

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준
자료: 한화솔루션, 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

4) 한화솔루션 - 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	3,100	3,073	3,308	3,298	10,725	13,654	12,780	13,396
기초소재	1,549	1,599	1,466	1,295	1,348	1,260	1,236	1,223	5,364	5,909	5,067	4,681
가공소재	262	300	313	278	254	229	231	225	939	1,152	938	966
태양광	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,445	1,691	1,722	3,569	5,569	6,224	7,143
기타	116	127	131	127	133	140	149	128	339	501	551	606
영업이익	158	278	348	182	271	267	302	244	738	966	1,084	1,326
기초소재	258	235	128	-32	34	20	31	25	1,047	589	110	241
가공소재	3	17	20	-4	22	20	13	8	10	35	62	63
태양광	-114	35	197	232	245	240	270	267	-329	350	1,022	1,143
기타	0	-15	-8	-28	-29	-12	-12	-57	-19	-51	-110	-121
지분법이익	-6	55	-71	-80	25	1	16	22	263	-102	64	84
세전이익	125	334	222	-113	201	235	276	239	855	569	951	1,240
순이익	103	245	139	-120	133	170	200	185	616	366	688	898
지배주주순이익	101	239	137	-118	116	168	197	198	619	359	680	887
이익률 (%)												
영업이익	5.3	8.2	10.4	4.6	8.8	8.7	9.1	7.4	6.9	7.1	8.5	9.9
기초소재	16.6	14.7	8.7	-2.5	2.5	1.6	2.5	2.1	19.5	10.0	2.2	5.2
가공소재	1.1	5.5	6.3	-1.5	8.6	8.6	5.6	3.6	1.0	3.1	6.6	6.5
태양광	-12.4	2.9	14.8	11.1	17.9	16.6	16.0	15.5	-9.2	6.3	16.4	16.0
기타	0.3	-11.9	-6.2	-21.9	-21.8	-8.7	-8.2	-44.3	-5.5	-10.1	-20.0	-20.0
세전이익	4.2	9.9	6.6	-2.9	6.5	7.6	8.3	7.2	8.0	4.2	7.4	9.3
순이익	3.5	7.2	4.1	-3.1	4.3	5.5	6.0	5.6	5.7	2.7	5.4	6.7

자료: 한화솔루션, 삼성증권 추정

5) 롯데케미칼 (011170 | 175,800원 | BUY | TP: 220,000원)

Investment points

1. 2차전지 소재, 매출 가이드스 상향

2차전지 소재, 매출 가이드스 상향: 롯데에너지머티리얼즈 인수와 여타 소재 증설 확대로 2030년 매출 목표가 기존 5조원에서 최소 7조원 이상으로 상향. 동박 외 양극박, 유기용매 등 여타 소재에서 2030년 매출 3조원 달성 전망.

2. 업황 상승반전을 앞두고 선매수 추천

2023년까지 글로벌 화학 업황 부진은 불가피하겠지만, 2024년 에틸렌 증설물량 급감에 따른 업황 상승반전을 기대. 이에 따라 2H23은 2024년 업황 회복 기대감이 점차 고조될 것을 감안하여 매수하기 좋은 시점. 특히 3Q23보다 4Q23에 갈수록 업황 회복에 대한 투자자 기대감이 커질 전망. 따라서 기대감이 낮은 현시점에서 선매수할 경우 상승 여력이 보다 클 것으로 판단.

Key information

현재 주가 (5월 22일 기준)	175,800원
시가총액	7.5조원
60일-평균거래대금	186.5억원
52주 최저/최고	137,161원/197,645원
Dividend yield	1.9%
Free float	44.8%
Foreign ownership	23.9%

Share performance (%)	1M	3M	6M	12M
Absolute	0.9	-7.3	9.9	-7.7
Relative	0.4	-12.4	3.3	-4.8

Key data

연말 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	성장률 (전년 대비, %)	P/E (배)	순부채 (십억원)	EV/EBITDA (배)	P/B (배)	ROE (%)
2021	18,120	1,536	1,887	1,414	37,014	741.6	2,368	5.6	0.5	3.7	9.8
2022	22,276	-763	-393	28	1,709	-95.4	185	104.4	0.4	63.2	0.4
2023E	21,205	243	424	339	4,246	148.4	1,242	41.4	0.5	14.2	1.2
2024E	20,906	980	1,153	921	16,665	292.4	2,018	10.5	0.5	9.5	4.8
2025E	21,247	1,190	1,345	1,074	19,630	17.8	2,355	9.0	0.5	8.4	5.5

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준
 자료: 롯데케미칼, 삼성증권 추정

Part 5. 기업분석

5) 롯데케미칼 - 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,290	1,260	1,240	1,145	1,292	1,267	1,184
매출액	5,311	5,317	5,503	5,372	4,932	5,518	5,437	5,318	18,120	21,503	21,205	20,906
Olefin	2,682	2,528	2,706	2,407	2,148	2,473	2,427	2,401	8,295	10,323	9,449	9,213
Aromatic	654	732	703	636	644	668	656	649	2,342	2,725	2,617	2,489
LC Titan	791	822	726	620	575	578	567	561	2,722	2,959	2,281	2,153
롯데첨단소재	1,314	1,235	1,161	1,079	1,050	1,055	1,036	1,024	4,668	4,790	4,165	3,931
LC USA	162	178	167	208	128	151	148	147	579	715	574	563
롯데정밀화학			210	497	706	520	516	443		706	2,004	2,014
롯데에너지머티리얼즈						210	223	230			663	1,090
영업이익	57	-60	-451	-415	-26	56	96	117	1,536	-870	243	980
Olefin	-39	-67	-277	-243	29	11	16	23	797	-626	79	304
Aromatic	29	21	-28	-58	-1	-5	-10	-9	93	-35	-25	41
LC Titan	7	-60	-131	-112	-74	-50	-10	19	290	-295	-115	139
롯데첨단소재	55	71	12	32	46	64	51	38	345	170	198	154
LC USA	16	4	-31	-26	-28	5	7	7	143	-36	-8	76
롯데정밀화학			40	44	42	44	50	45		84	181	255
롯데에너지머티리얼즈						20	25	27			72	144
세전이익	167	81	-86	-555	278	24	56	64	1,887	-393	424	1,153
순이익	117	36	-31	-94	227	18	43	49	1,414	28	339	921
지배주주순이익	105	43	14	-100	139	11	13	15	1,334	62	178	713
이익률 (%)												
영업이익	1.1	-1.1	-8.2	-7.7	-0.5	1.0	1.8	2.2	8.5	-4.0	1.1	4.7
Olefin	-1.4	-2.7	-10.2	-10.1	1.4	0.4	0.7	0.9	9.6	-6.1	0.8	3.3
Aromatic	4.5	2.8	-3.9	-9.1	-0.2	-0.8	-1.6	-1.4	4.0	-1.3	-1.0	1.6
LC Titan	0.9	-7.3	-18.0	-18.0	-12.8	-8.6	-1.7	3.3	10.7	-10.0	-5.0	6.4
롯데첨단소재	4.1	5.8	1.0	3.0	4.3	6.0	4.9	3.7	7.4	3.5	4.7	3.9
LC USA	9.9	2.1	-18.3	-12.3	-21.8	3.3	5.0	4.8	24.8	-5.1	-1.5	13.5
롯데정밀화학			19.2	8.9	5.9	8.5	9.7	10.2		11.9	9.0	12.7
롯데에너지머티리얼즈						9.7	11.1	11.8			10.9	13.2
세전이익	3.1	1.5	-1.6	-10.3	5.6	0.4	1.0	1.2	10.4	-1.8	2.0	5.5
순이익	2.2	0.7	-0.6	-1.7	4.6	0.3	0.8	0.9	7.8	0.1	1.6	4.4

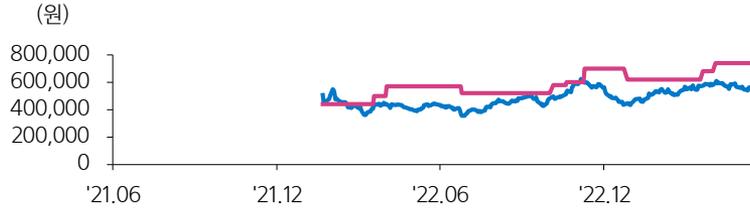
자료: 롯데케미칼, 삼성증권 추정

Compliance Notice

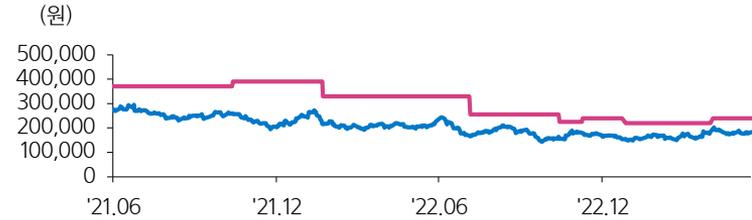
- 당사는 2023년 5월 22일 현재 금호석유의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이

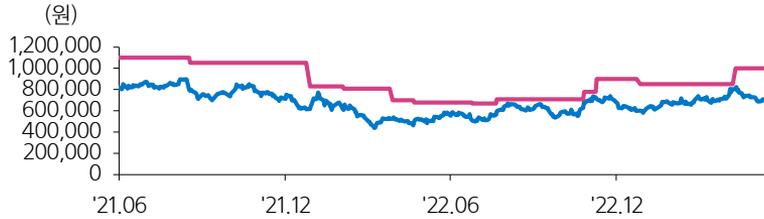
LG에너지솔루션



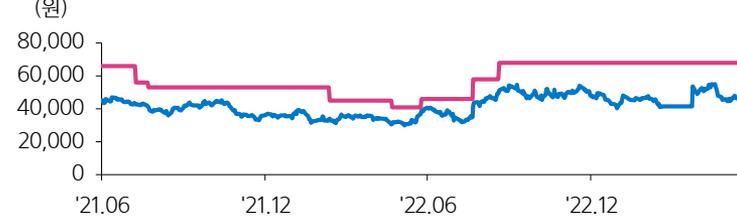
SK이노베이션



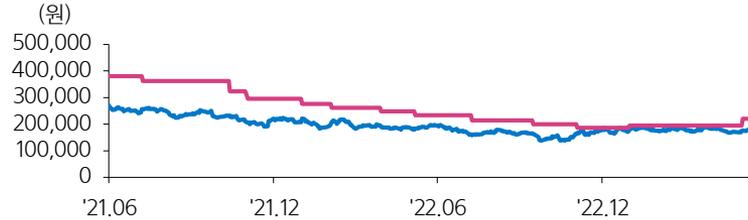
LG화학



한화솔루션



롯데케미칼



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

LG에너지솔루션

일 자	2022/1/27	3/25	4/8	7/1	10/11	10/26	11/15
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	440,000	500,000	570,000	520,000	580,000	600,000	700,000
과리율 (평균)	-1.13	-12.08	-26.55	-15.31	-14.91	-3.59	-24.63
과리율 (최대or 최소)	-18.30	-10.20	-22.11	-1.73	-11.90	4.00	-14.29
일 자	2023/1/2	3/27	4/10				
투자 의견	BUY	BUY	BUY				
TP (원)	620,000	680,000	740,000				
과리율 (평균)	-16.49	-14.36					
과리율 (최대or 최소)	-7.10	-13.53					

LG화학

일 자	2021/4/29	6/2	8/24	2022/1/3	2/9	4/4	4/28
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	1250,000	1100,000	1050,000	830,000	810,000	700,000	680,000
과리율 (평균)	-29.76	-23.58	-28.62	-17.83	-32.90	-27.85	-20.19
과리율 (최대or 최소)	-24.96	-18.36	-19.05	-6.87	-18.40	-22.86	-13.38
일 자	7/1	7/28	11/1	11/15	2023/1/2	4/17	
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
TP (원)	670,000	710,000	780,000	900,000	850,000	1000,000	
과리율 (평균)	-20.64	-13.99	-10.07	-25.88	-19.40		
과리율 (최대or 최소)	-15.07	-5.49	-5.51	-17.78	-5.18		

롯데케미칼

일 자	2021/5/10	6/2	7/14	10/19	11/8	2022/1/7	2/9
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	400,053	381,003	361,953	323,852	295,277	276,227	261,939
과리율 (평균)	-32.58	-33.01	-33.24	-31.74	-28.99	-27.81	-23.91
과리율 (최대or 최소)	-28.45	-29.50	-27.89	-28.68	-24.35	-20.69	-16.73
일 자	4/5	5/13	7/15	2023/1/6	5/12		
투자 의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY		
TP (원)	247,652	233,364	214,314	195,000	220,000		
과리율 (평균)	-25.18	-21.70	-21.77	-8.08			
과리율 (최대or 최소)	-23.65	-15.31	-16.67	-2.15			

SK이노베이션

일 자	2021/5/14	6/2	10/19	2022/1/28	7/12	10/20	11/15
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	350,000	370,000	390,000	330,000	255,000	225,000	240,000
과리율 (평균)	-21.86	-29.93	-40.42	-37.06	-29.64	-22.71	-29.75
과리율 (최대or 최소)	-20.00	-20.14	-30.26	-26.06	-17.45	-15.78	-25.42
일 자	2023/1/2	4/10					
투자 의견	BUY	BUY					
TP (원)	220,000	240,000					
과리율 (평균)	-25.67						
과리율 (최대or 최소)	-14.91						

한화솔루션

일 자	2021/1/26	7/15	7/29	2022/2/17	4/28	5/31	7/28
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	66,000	56,000	53,000	45,000	41,000	46,000	58,000
과리율 (평균)	-29.10	-24.11	-27.81	-23.56	-21.48	-20.91	-21.33
과리율 (최대or 최소)	-17.88	-22.86	-14.53	-18.44	-10.24	-11.52	-15.00
일 자	8/26						
투자 의견	BUY						
TP (원)	68,000						
과리율 (평균)							
과리율 (최대or 최소)							

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중 확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중 축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023. 03. 31

매수(78.1%)·중립(21.9%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA