2023 하반기 산업전망 | 2023. 5.30

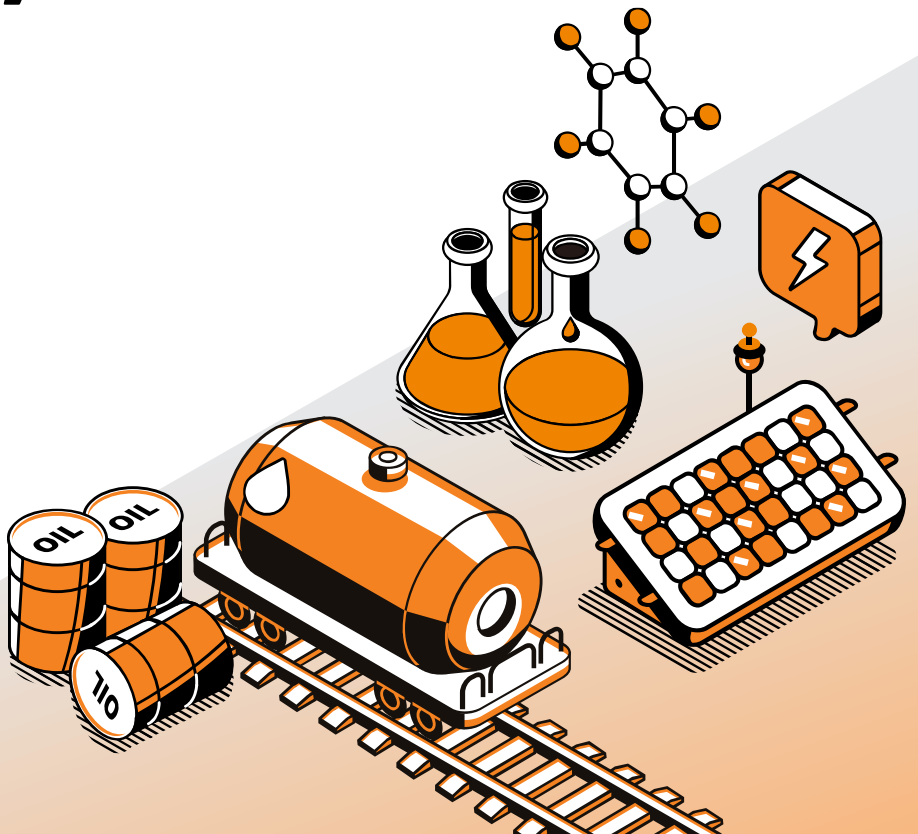
Analyst 이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com
RA 김태형 taehyoung.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Solar PV, Oil Refining, Chemicals

태양광/정유/화학 (비중확대)

느리게, 하지만 분명하게



CONTENTS

[요약] 느리게, 하지만 분명하게 03

I. 태양광 04

II. 정유 13

III. 화학 22

종목 분석 31
OCI (010060) | SK이노베이션 (096770) | 한화솔루션 (009830) | S-Oil (010950)
LG화학 (051910) | 금호석유 (011780) | 롯데케미칼 (011170)

[결론] 하반기 섹터 선호도: 정유 〉 화학 〉 태양광 48

[요약] 느리게, 하지만 분명하게

태양광



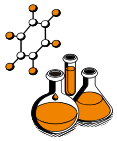
- 전반적인 시황은 약세를 예상. 1) 전년대비 천연가스 가격 조정, 2) 폴리실리콘 증설, 3) 경기 둔화 우려
- 폴리실리콘이 증설 물량으로 인해 글로벌 수요 전망치 대비 오버 캐파가 된 첫 해. 가격 약세 지속 전망
- 폴리실리콘-웨이퍼-셀의 약세에도, 전력 가격과 상관관계가 높은 모듈은 상대적으로 약세 영향 적을 것
- 기존 사업이 아닌 새로운 수익원에 주목해야. 1) 발전 자산 매각, 2) IRA, 3) 비중국 폴리실리콘

정유



- 국제유가 보합 전망: 상단과 하단이 제한되는 박스권 예상. 정유/화학 산업의 피드스탁 가격 안정화
- 정제마진 반등 예상. 드라이빙 시즌, 항공유 수요 증가, 중국 경기부양책 등 수요 감소 우려 해소 전망
- IEA/EIA/OPEC: 중국 리오프닝 효과로 인해 원유 수요 전망치 지속 상향 중. 역대 최고치 경신 중
- 중국 석유제품 수출 쿼타 발표 =/= 수출량 확대. 내수 수요 증가로 수출량 감소 전망

화학



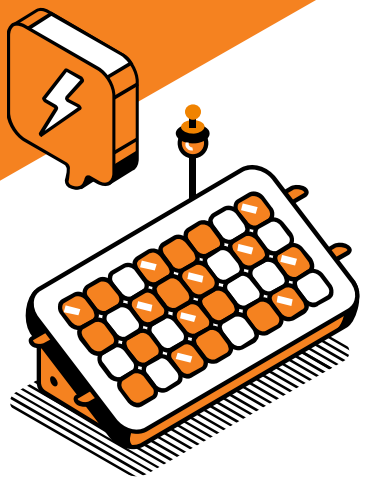
- 확실한 바닥은 1분기였을 것으로 판단. 다만 반등의 속도는 느리므로 조심해야할 필요
- 일부 스프레드(MEG, HDPE 등)에서 나타나고 있는 반등의 기미가 전체 화학 업종으로 확산 전망
- 하지만 1) 증설 및 가동률 상향 물량 소화 필요하며, 2) 중국 소비 장려 경기부양책이 선행되어야

Top Picks

- SK이노베이션: SKON, 2분기 흑자전환 전망 유지. 정유 시황 바닥 구간
- OCI: 폴리실리콘 약세에서도 빛날 비중국 폴리실리콘 가격 강세

SOLAR PV

태양광

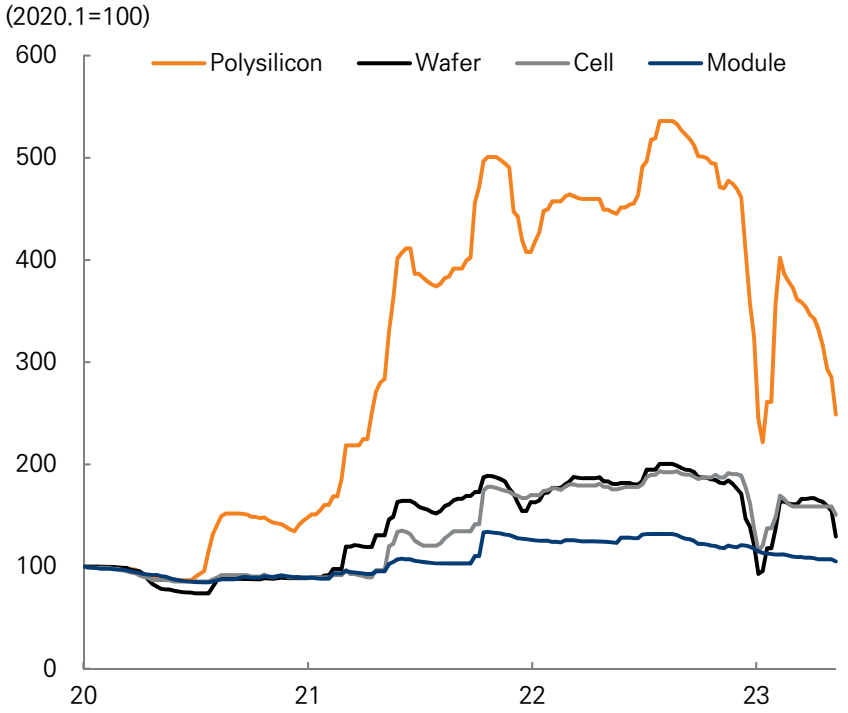


I. 태양광

태양광 시장 약세 지속

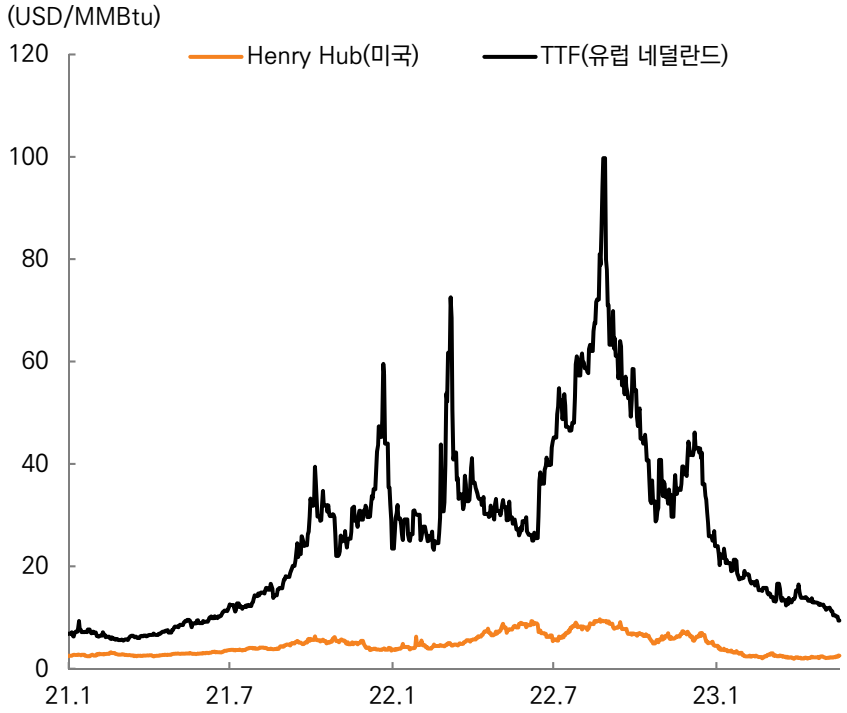
- 근거는 1) 폴리실리콘 초과 공급, 2) 글로벌 경기 둔화 우려, 3) 대체 에너지원들의 강세 가능성 제한적
- 위 전망 근거 중 달라질 수 있는 가능성은 천연가스 가격(중국 리오프닝 효과로 수요 증가 및 전력난 등)
- 미국 태양광 패널에 대한 프리미엄은 축소 예상. 전년대비 중국 물량 수입이 확대 중이기 때문
- 새로운 수익원 발굴 필요: 한화솔루션(발전 사업 매각, IRA), OCI(비중국 폴리실리콘 비중 확대)

태양광 밸류체인 상대 가격 추이



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

천연가스 가격 추이



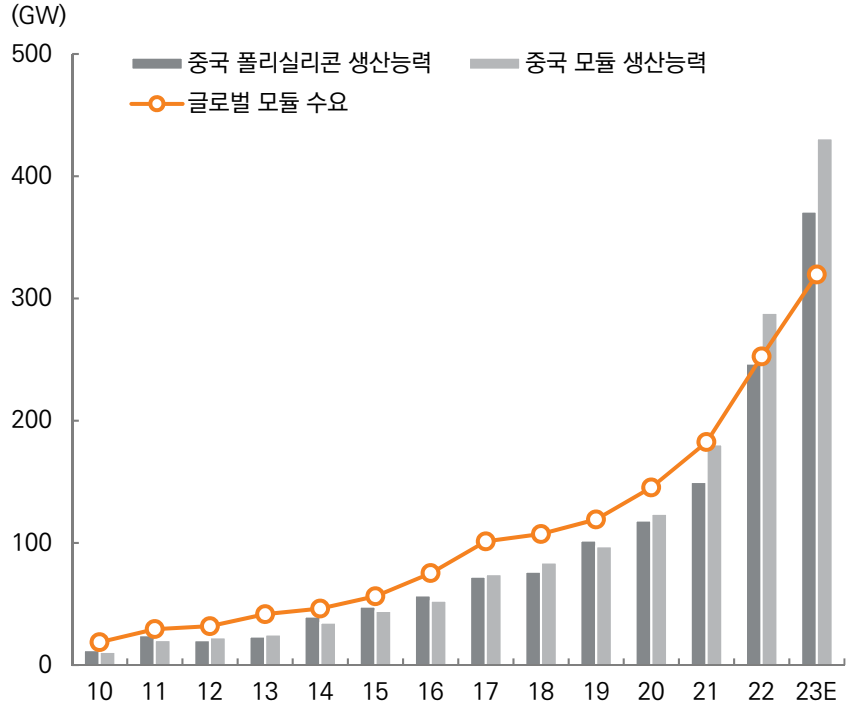
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 태양광

1) 폴리실리콘 약세

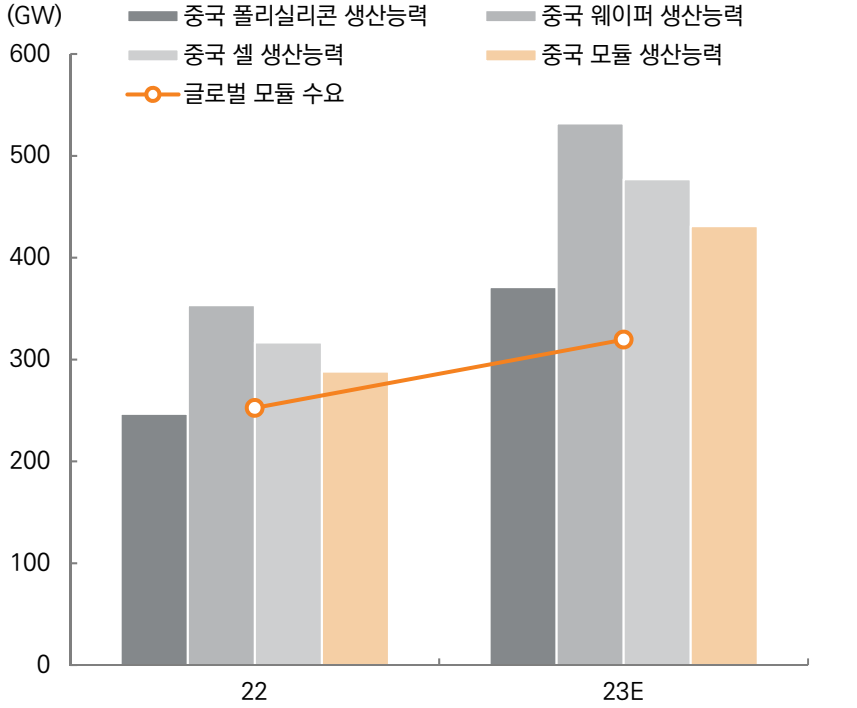
- 23년 중국 폴리실리콘 실생산량이 글로벌 모듈 수요를 넘어서는 첫 해로 전망
- 23년 증설 물량을 감안한 중국 폴리실리콘 실생산량은 대략 125만 톤으로 전망하며, 23년 글로벌 모듈 수요 전망치인 320~350GW 대비 초과 공급(125만 톤 = 약 375GW)
- 중국 폴리실리콘 생산 능력 대비 모듈 생산 능력이 더 크지만, 중국 모듈 가동률은 지난 10년간 50~70% 사이에서 머물렀음

폴리실리콘 약세 요인은 중국 폴리실리콘 초과 공급



자료: CPIA, BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

태양광 밸류체인별 생산 능력 추이



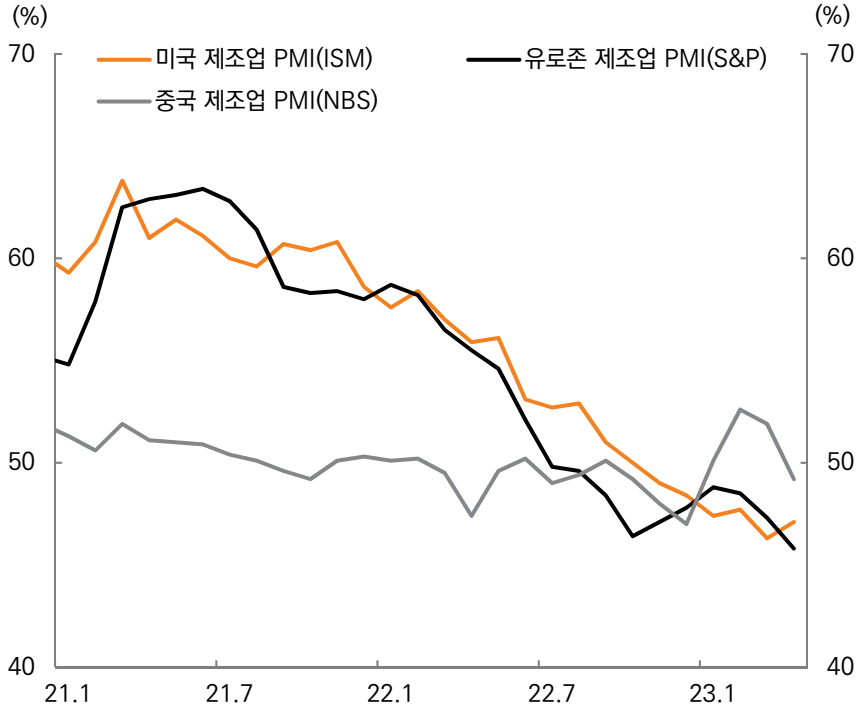
자료: CPIA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 태양광

2) 글로벌 경기 둔화 우려

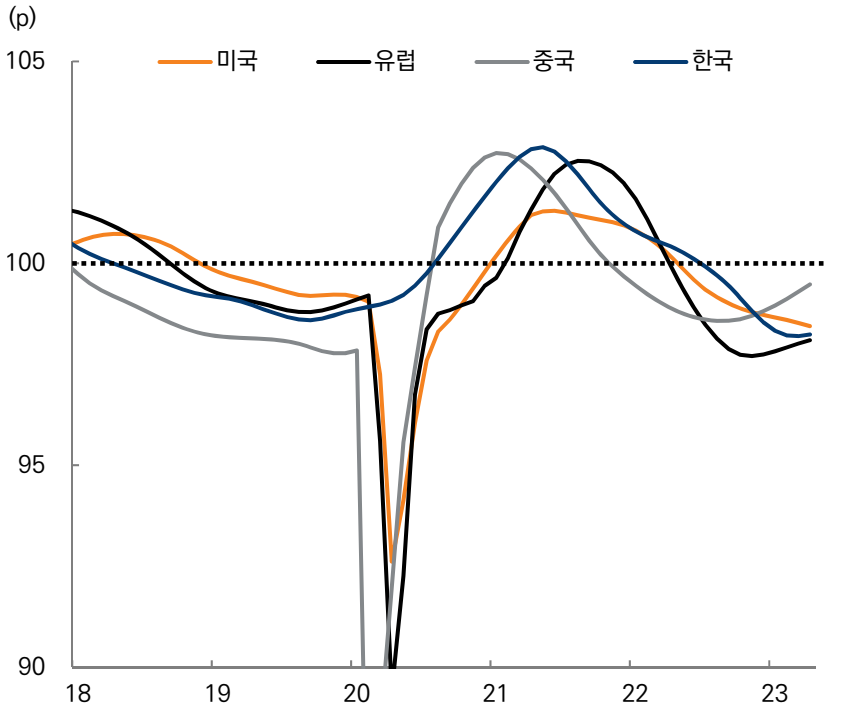
- 4월 제조업 지수는 미국 47.1%, 유럽 45.8%, 중국 49.2%로 모두 50%를 하회
- 미국은 6개월, 유럽은 10개월 연속 경기 위축 국면 지속
- 중국은 50% 선을 기준으로 상회/하회를 반복하는 중. 경기선행지수는 중국이 가장 빠르게 7개월 연속 상향 조정 중
- 하반기 미국/유럽의 부진을 중국이 만회해줄 것으로 전망

주요국 제조업 PMI 추이



자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

주요국 경기선행지수 추이



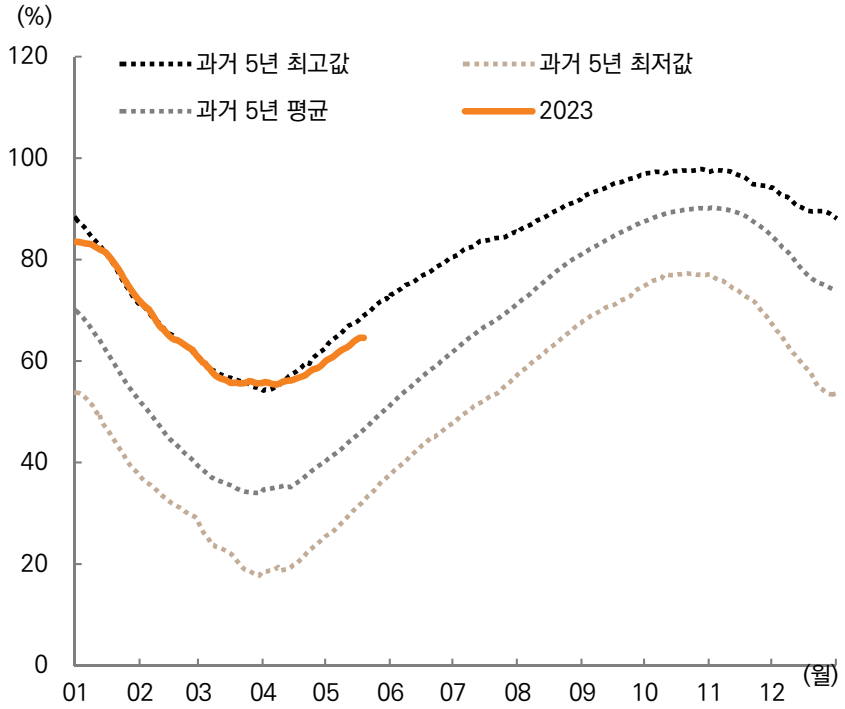
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 태양광

3) 천연가스 반등 가능성

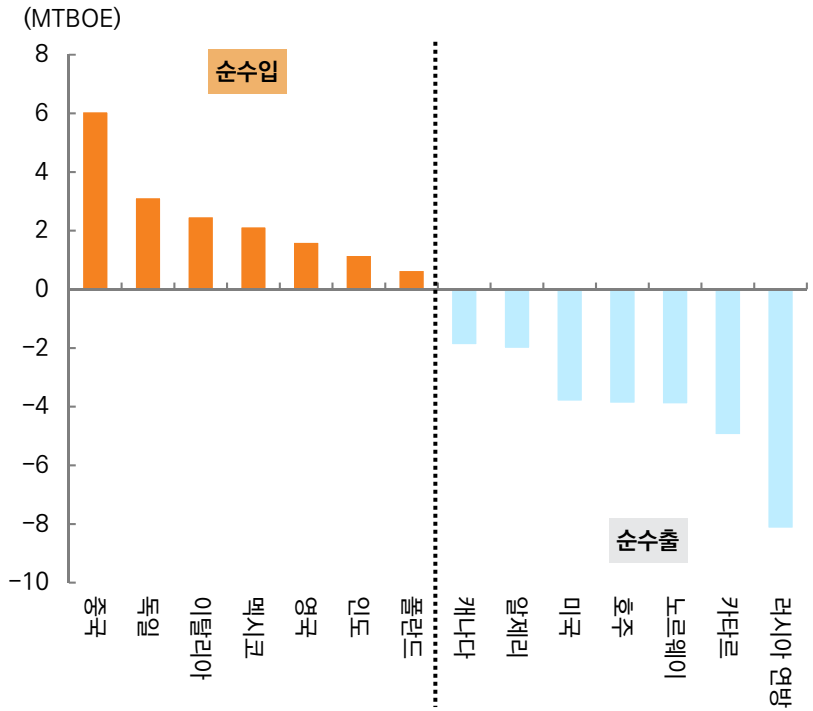
- 유럽 천연가스 재고는 66.7% 채워진 상황(5/25일 기준). 22-23년 따뜻했던 겨울 덕분에 쌓아둔 재고를 높은 수준에서 유지 중
- 올해 천연가스 순수입량이 가장 많은 중국이 경기를 회복하게 된다면, 가격 반등 가능성 존재
- 또한 라니냐로 인한 중국 내 가뭄으로 인해 수력 발전량 감소하며 전력난 가능성 높아. 이는 화석연료 수요 증가와 가격 상승으로 이어질 수 있음

유럽 천연가스 재고 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

천연가스 순수출입 규모(2021)



자료: IEA, 미래에셋증권 리서치센터

I. 태양광

동남아 우회수출 최종 결정일 8/17

- 기존 5/1 예정되었던 동남아 우회수출 최종 판정이 8/17일로 연기
- 22년 12월 초 예비 판정에서 총 8개 기업 중 4개 기업이 우회 수출 판정을 받은 상황
- 일반적으로 예비 판정 결과가 최종 판정에서 바뀌는 경우는 드물기에, 우회 수출 판정을 받은 4개 기업은 최종 판정까지 이어질 가능성이 높은 상황
- 해당 4개 기업은 관세 면제 기간이 종료되는 24년 6월부터 반덤핑/상계관세를 물게 될 예정

동남아 우회수출 예비 판정 결과(22년 12월 발표)

수출국가	기업명	우회수출 판정여부
캄보디아	BYD Hong Kong	O
캄보디아	New East Solar	X
말레이시아	Hanwha	X
말레이시아	Jinko	X
태국	Canadian Solar	O
태국	Trina	O
베트남	Boviet	X
베트남	Vina Solar	O

자료: 미국 상무부, 미래에셋증권 리서치센터

I. 태양광

IRA ITC 세부세칙 발표

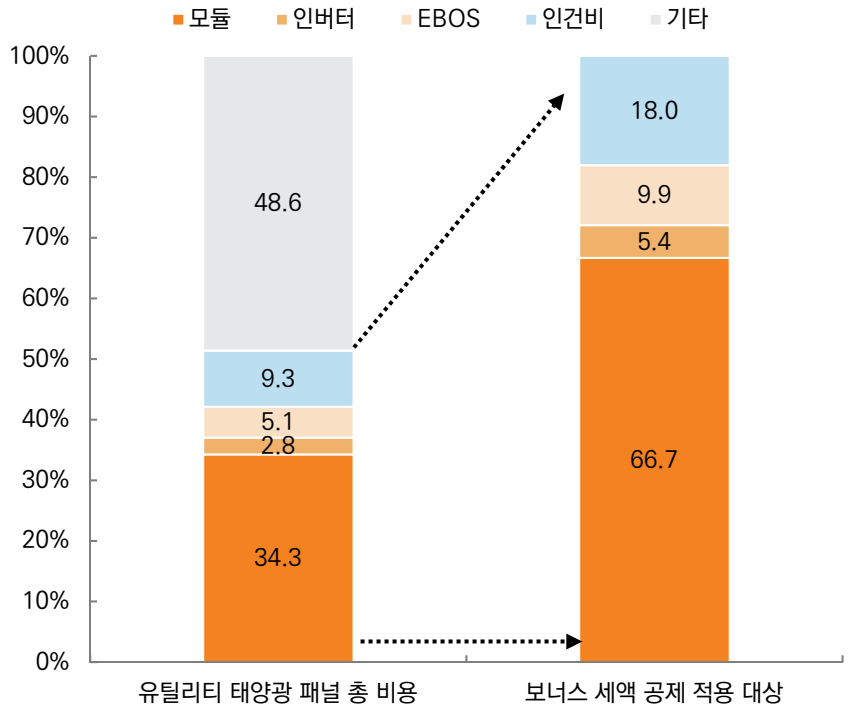
- IRA 설비투자 세액공제(ITC) 기존 30%에 보너스 세액 공제 10% 조건 발표
- 1) 설비 투자에 사용되는 모든 철강 제품들이 미국 내에서 생산
- 2) 트래커, 인버터, 모듈 내 미국산 제품 비중이 40% 이상
- 2번 조건에서 모듈이 차지하는 비중이 67%이기 때문에, 적어도 모듈 생산은 미국에서 이뤄져야 할 것
  → 미국 내 모듈 공장을 보유한 태양광 패널 생산 기업들 수혜

IRA 세액 공제 구분

유형	조항	내용	기간
설치관련 세액공제	ITC	설비 투자 비용의 일정 비율 공제 (최대 30%)	2032년 이후, 단계적 폐지 (phase-out)
	PTC	전력 단위 생산당 공제	
제조관련 세액공제	AMPC	폴리실리콘 : $3/kg 웨이퍼 : $12/m2 셀 : $0.04/w 모듈 : $0.07/w	30년 이후, 공제혜택 감소

자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

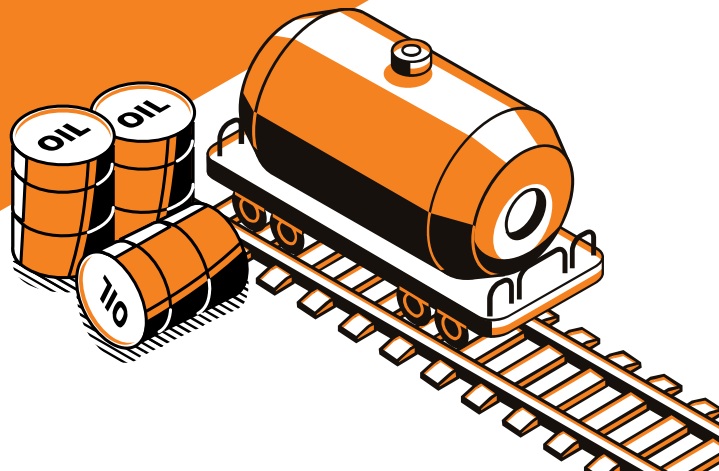
ITC 보너스 세액 적용대상 가격 분석 – 모듈 비중이 크다



자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

OIL REFINING

정 유

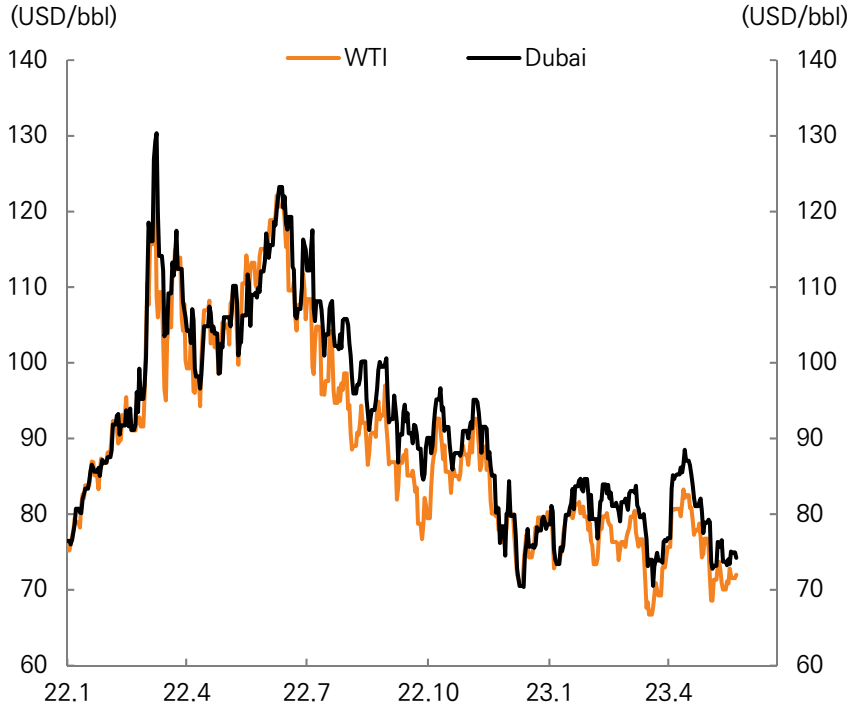


II. 정유

국제유가 보합 전망

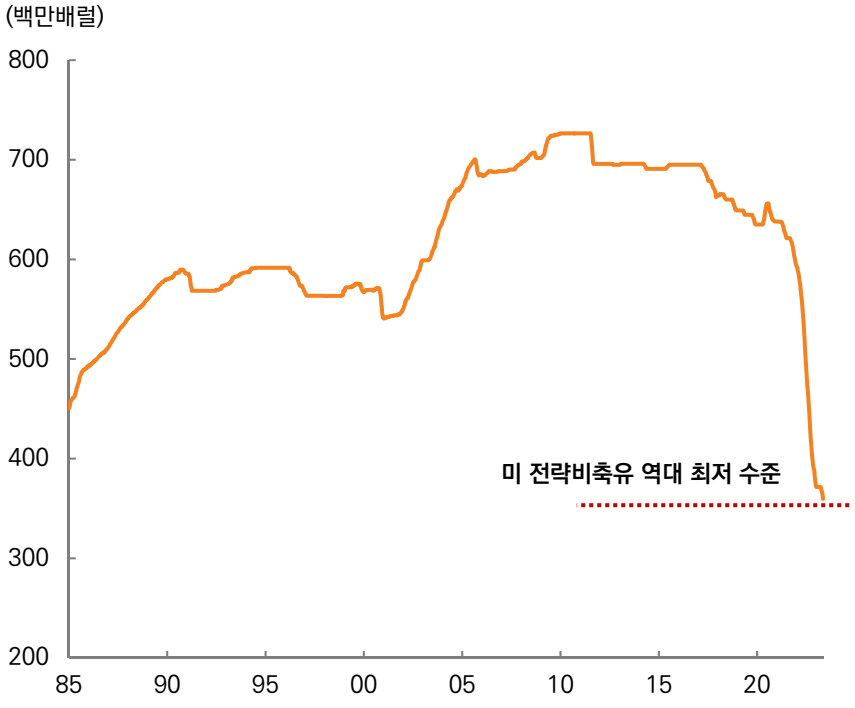
- 국제유가는 상단과 하단이 막힌 박스권 전망
- 상단을 뚫고 올라가기에는 받쳐주는 수요가 부족. 지난 OPEC+ 감산 소식이 발표된 후, 유가는 상승했으나 정제마진과 화학 스프레드는 축소. 유가도 다시 제자리로 하락
- 하단도 막혀있다고 판단하는 이유는 하반기 미국 전략비축유 재매입, 높아진 원유 생산비용(미국 셰일 BEP $62/bbl), OPEC+의 유가 부양 의지 등으로 인해 막혀있을 것으로 예상

국제유가 추이



자료: EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 전략비축유 추이 – 2H23 재매입 예상



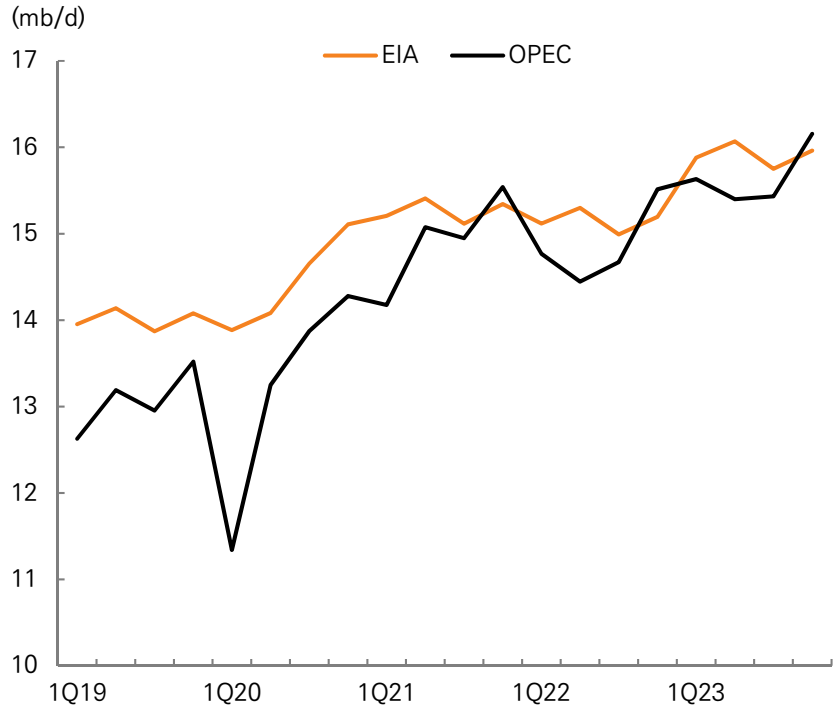
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

중국 수요 양호

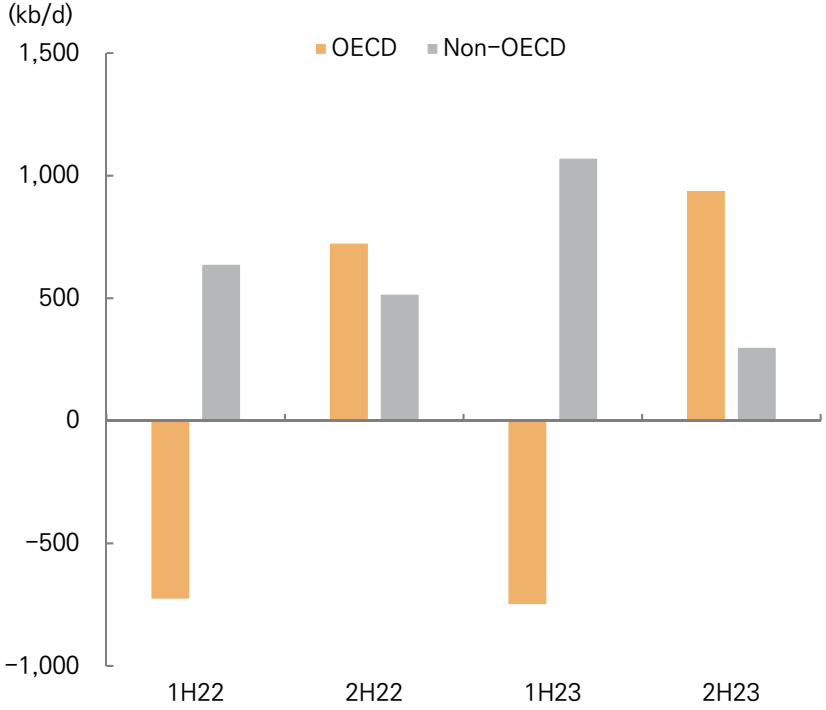
- 기대했던 중국의 드라마틱한 수요 개선은 아직이나, 최근 수요 둔화에 대한 우려는 과하다고 판단
- 국제 에너지 기구(IEA, EIA, OPEC)들은 5월 월간 보고서에서도 중국 리오프닝 효과로 인한 원유 수요 전망치를 3개월 연속 상향 중. 역대 최고치 경신할 전망
- 23년 Non-OECD 수요 증가 〉 OECD 수요 둔화. 하반기에는 OECD 수요도 회복할 전망

중국 원유 수요 전망치



자료: EIA, OPEC, 미래에셋증권 리서치센터

반기 원유 수요 전망치(OECD vs. Non-OECD)



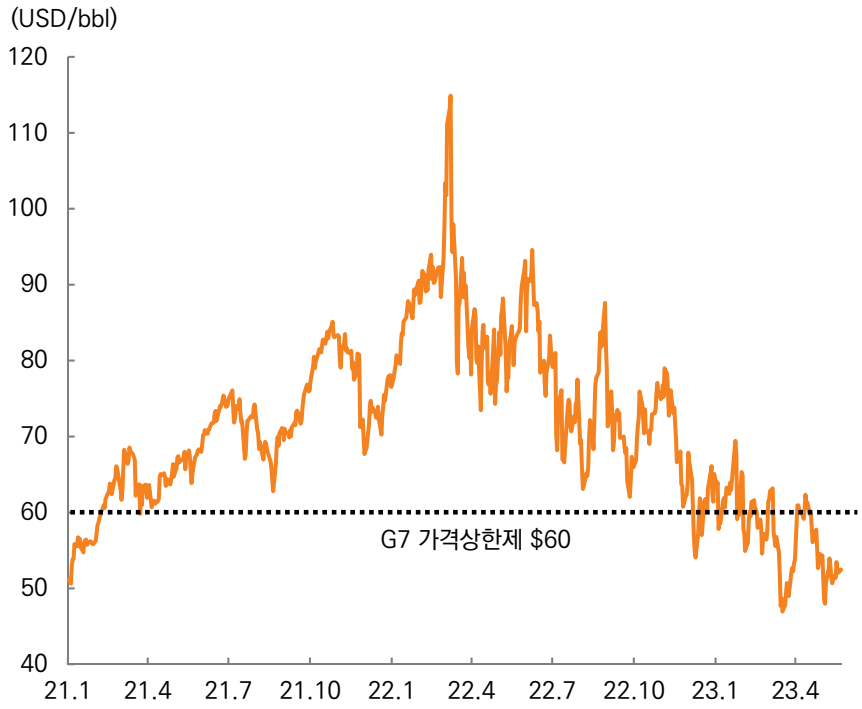
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

러시아 가격상한제의 목적을 달성

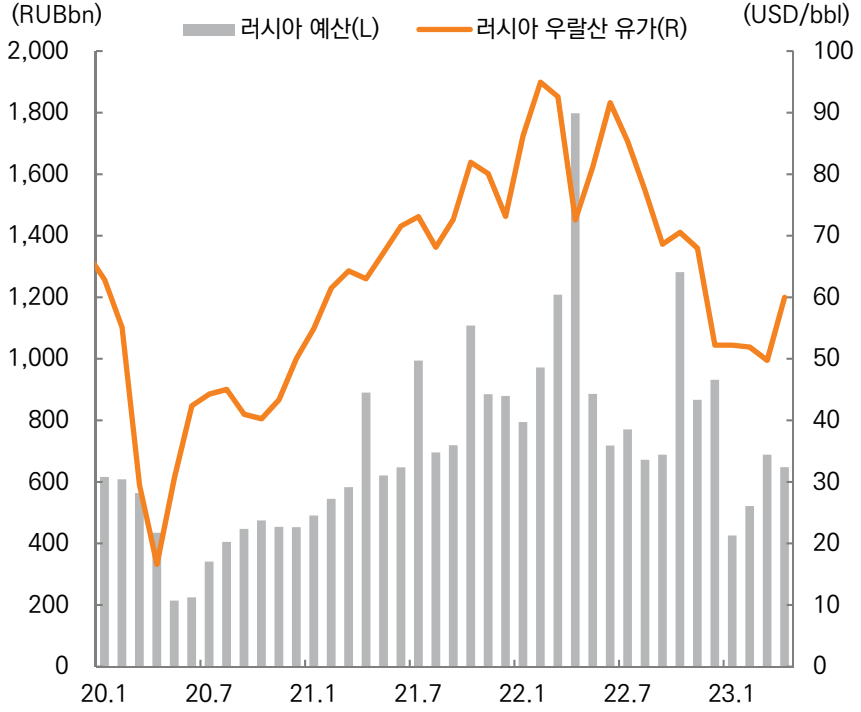
- 러시아 가격상한제의 목적은 1) 러시아 원유 및 석유제품 수출 규모는 유지시키면서, 2) 석유 및 가스 판매를 통한 전쟁 예산 삭감
- G7과 유럽은 두 목적을 모두 달성하고 있어, 추가적인 제재를 가할 가능성은 낮을 것으로 판단
- 현재 우랄산 원유는 브렌트 대비 약 25달러 수준의 디스카운트를 받고 있으며, 러시아 에너지 수출 금액 규모는 전년대비 52% 감소

러시아 우랄산 원유 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 에너지 예산 및 유가 추이



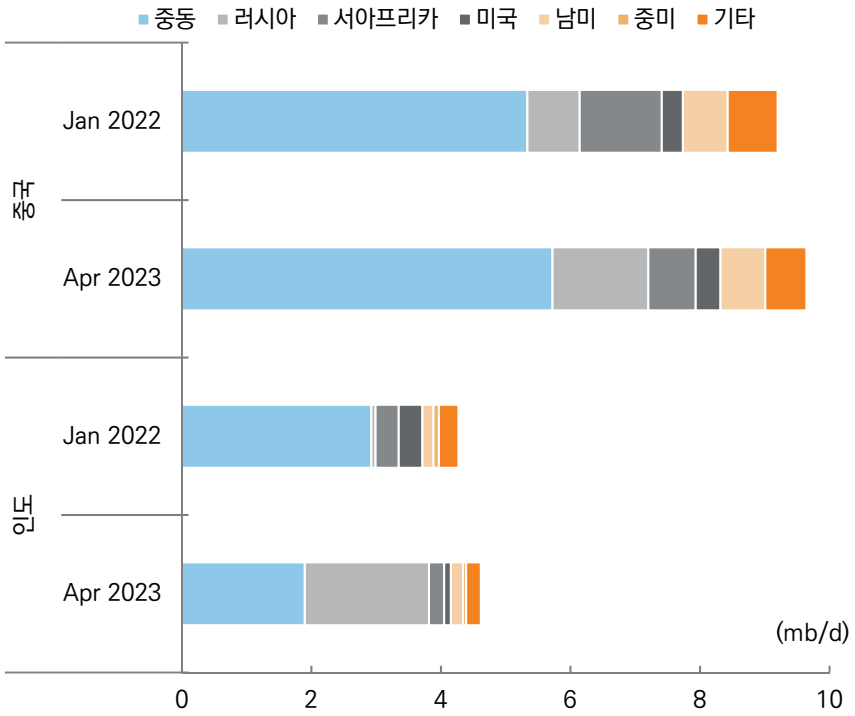
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

중국/인도,
러시아 원유 수입 확대

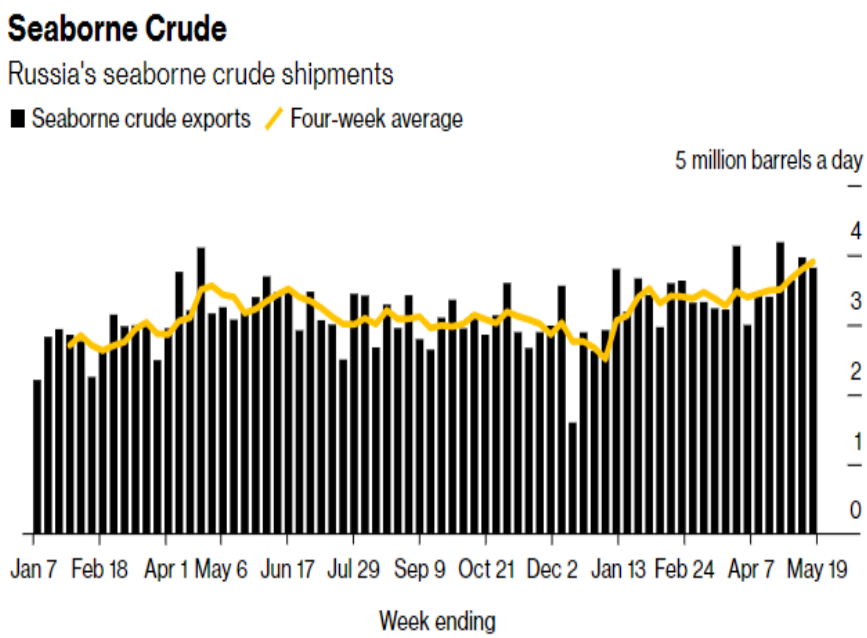
- 러시아 원유 가격 하락으로 인해 가장 크게 혜택을 본 국가는 중국과 인도. 저렴한 러시아 원유를 구입하여 석유제품으로 정제하여 판매
- 러시아 원유 수입량은 중국과 인도가 각각 80만→150만 bpd, 인도는 6.5만 →190만 bpd로 증가 (22년 1월 → 23년 4월). 러시아 해상 원유 수출량도 증가하는 추세
- 러시아 노박 장관은 OPEC+의 자발적 감산이 본인들과 협력 하에 이뤄진 결정이라고 발표. 하지만 최근 에너지 예산이 52% 감소한 점을 볼 때, 러시아는 감산보다는 생산량 유지해야할 것으로 예상

중국/인도 러시아 원유 수입 확대



자료: Vortexa, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

러시아 원유 해상운송 수출 규모 추이



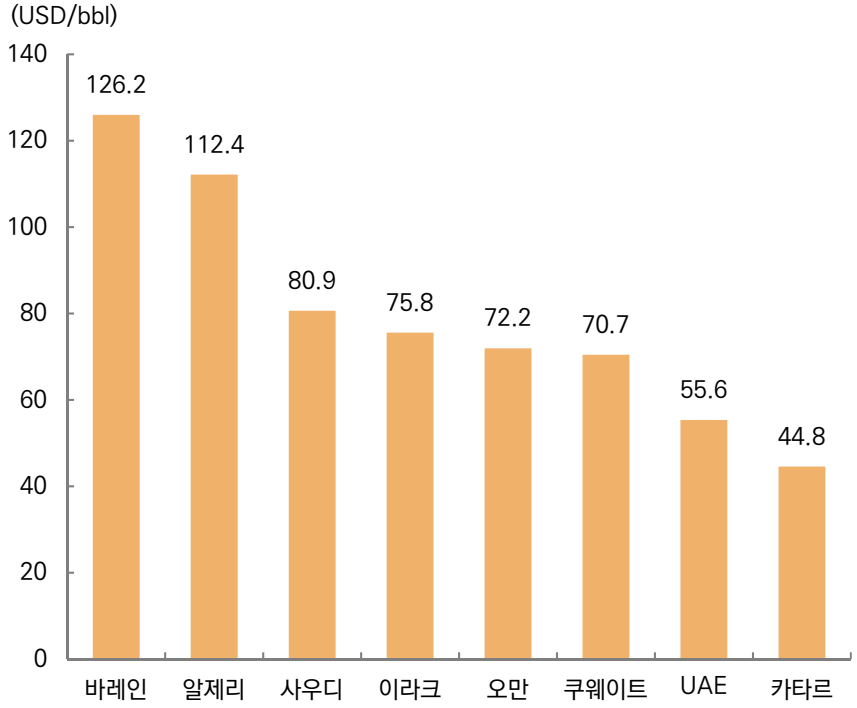
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

사우디,
유가 부양 의지 여전

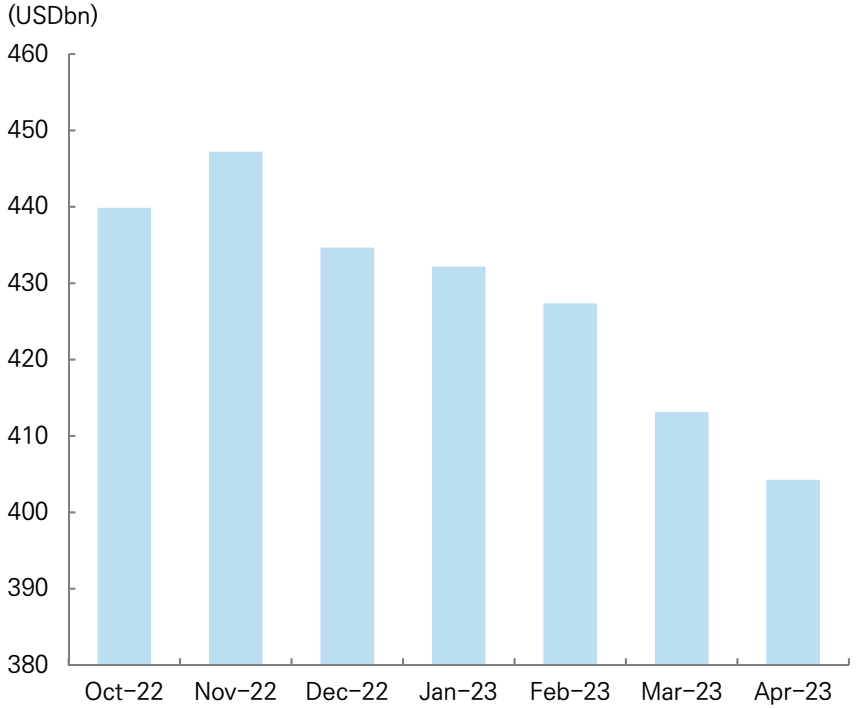
- OPEC 멤버들, 특히 사우디는 유가 부양 의지가 높을 것으로 판단
- UAE를 제외한 대부분의 주요국에서 70달러 이상의 유가를 필요. 특히, 사우디의 재정균형유가는 80달러 수준. 정부가 편성한 예산안을 충족시키기 위해서는 지속적인 유가 부양 전망
- 게다가 사우디의 외환 보유고 역시 5개월 내 10% 이상 감소해 2010년 이후 최저 수준 기록. 예산 지출 속도 고려 시, 달러 유입에 가장 중요한 유가를 부양할 필요

OPEC 국가별 재정균형유가



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

사우디 아라비아 외환 보유고 추이



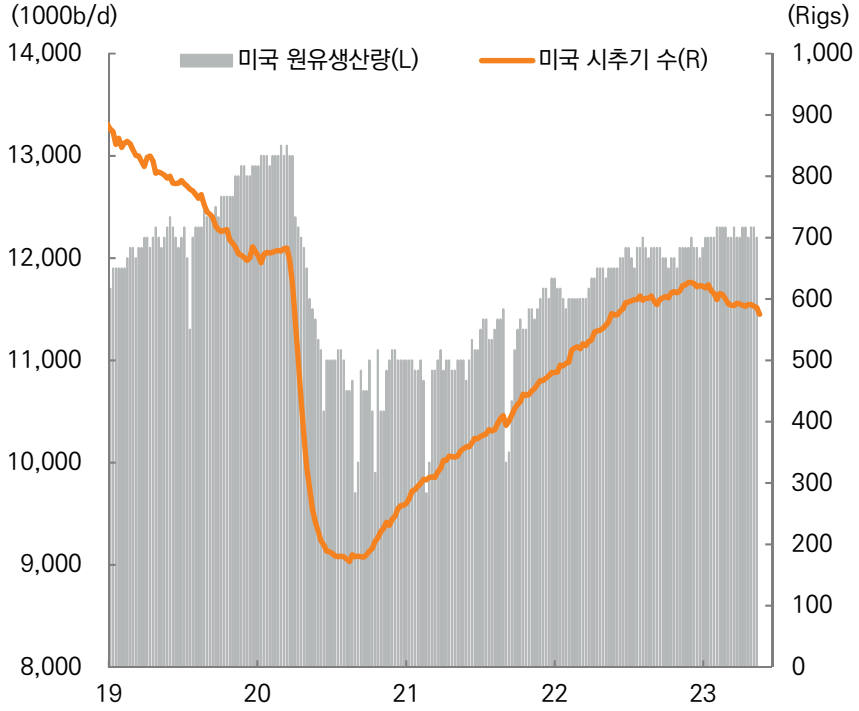
자료: SAMA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

미국, 타이트한 수급 지속

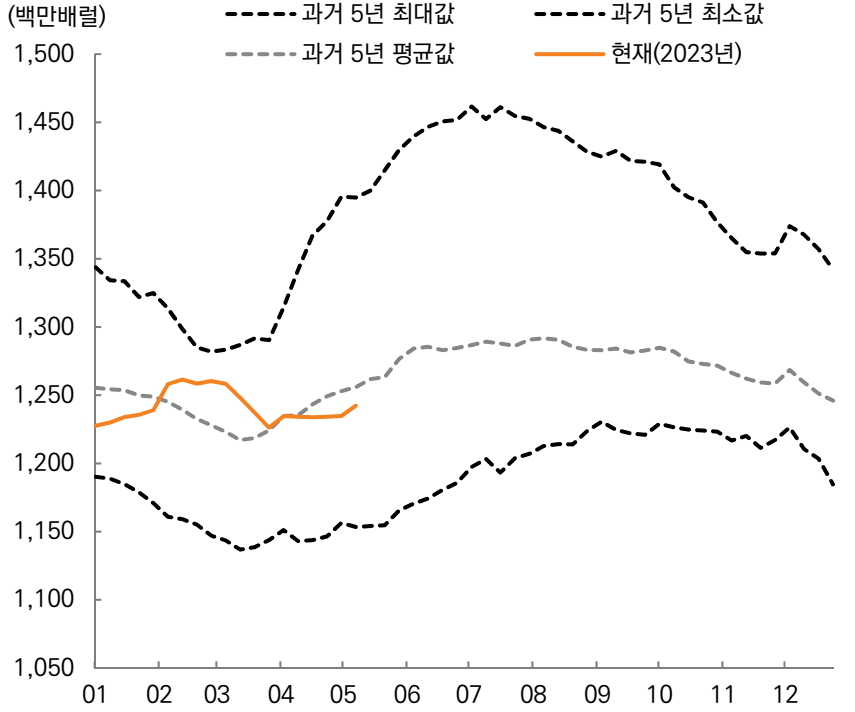
- 미국, 제한적인 공급 내 하반기 수요 회복 전망
- 미국 원유생산량은 연초와 유사하나, 시추기 수는 연초대비 46개 줄어든 575개 기록
- 대략 6~7월부터 시추기 수가 감소한 영향 나타나며 생산량 감소할 가능성 높아
- 연초 미국 석유제품의 수요가 주춤하며 재고가 증가했으나, 점차 드라이빙 시즌에 들어서며 석유제품 재고는 5년 평균값 하회. 향후 공급량 줄어들며 재고 역시 크게 늘진 않을 것

미국 원유생산량 및 원유 시추기 수 추이



자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

미국 총 석유제품 재고 추이



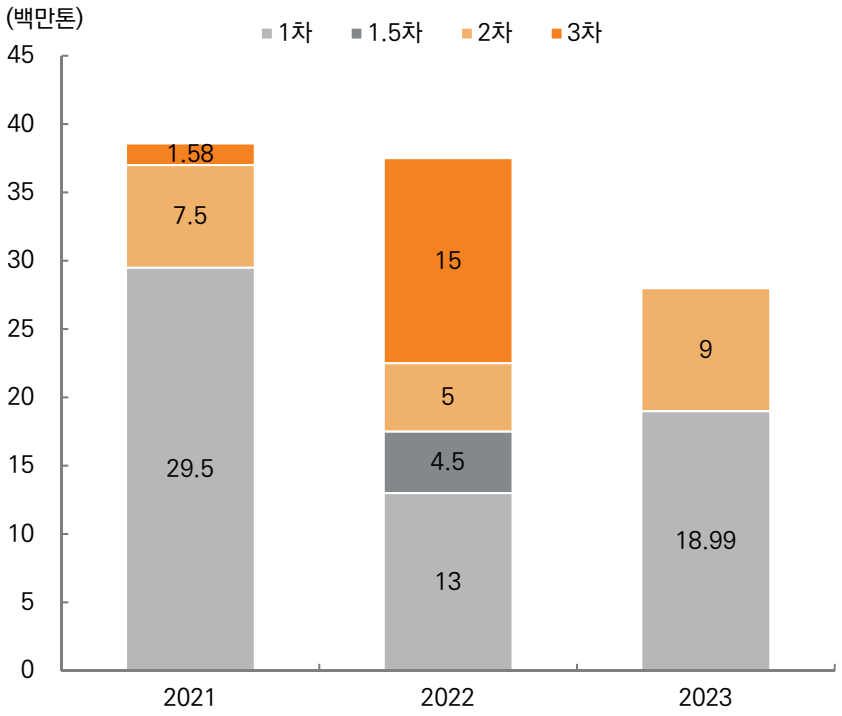
자료: EIA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

중국 석유제품 2차 수출 한도, 영향 제한적

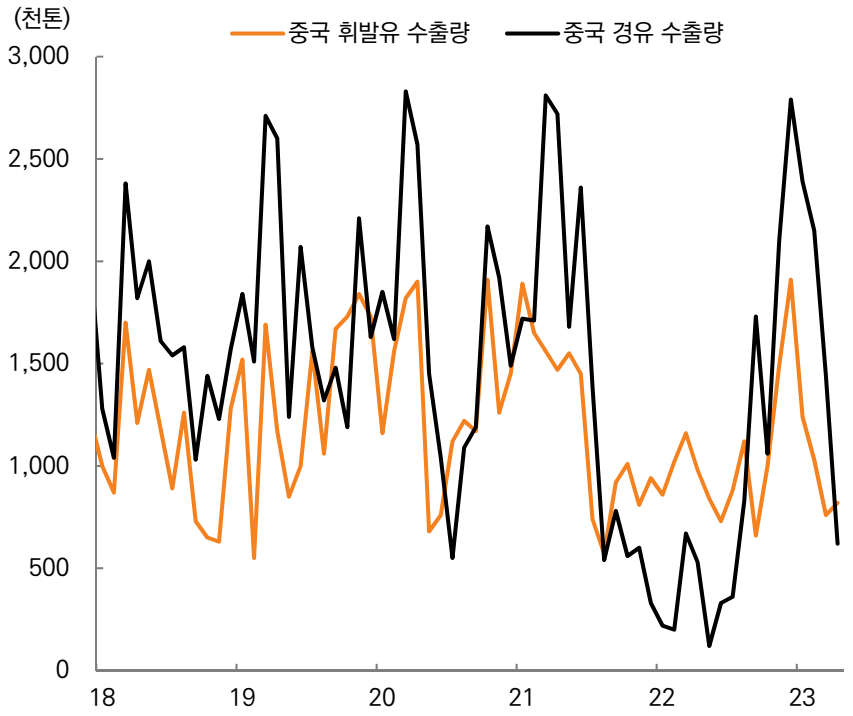
- 중국 석유제품 수출 한도 추가 발표는 향후 정제마진에 큰 영향이 없을 것으로 전망. 중국 내 높은 마진 및 리오프닝 효과로 인한 내수 수요 증가로 **수출량은 4개월째 지속 감소 중**
- 중국 정부는 2차 석유제품 수출 한도를 900만 톤으로 발표. 1차 한도였던 1,900만 톤보다는 절반 정도로 적은 양이지만, 시장 예상치와는 유사한 수준으로 발표되었음
- 시장의 우려와는 달리 2차 수출 한도 발표 이후로는 정제마진의 반등이 나오고 있는 상황

중국 석유제품 수출 한도(Quota)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 석유제품 수출량 추이



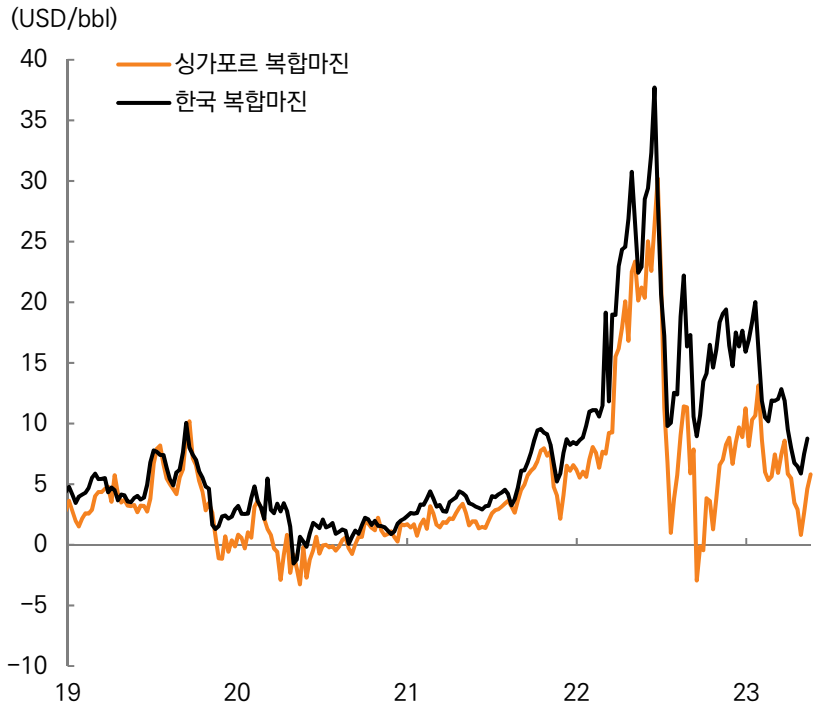
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 정유

정제마진 반등 전망

- 정제마진은 언더슈팅 구간을 벗어나는 중. 22년말 수준의 정제마진을 기대하기는 어려우나, 휘발유 20달러 이상, 등/경유 18~20 달러 수준의 마진으로는 회복 가능할 것으로 전망
- 휘발유는 드라이빙 시즌, 경유 및 항공유은 산업 수요 회복에 맞춰 수요 증가해 정제마진 반등 전망
- 정제마진의 약세를 이끌었던 중국 석유제품 수출 물량 확대, 러시아 가격상한제에 대한 공급 차질 우려 해소 등은 과도했었던 것으로 판단

싱가포르 복합마진 vs. 국내기업 복합마진 추이



자료: 페트로넷, Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

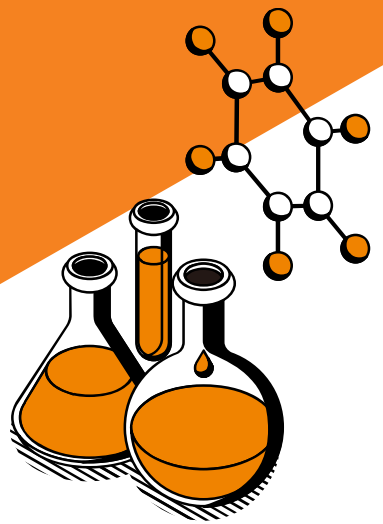
아시아 석유제품별 정제마진 추이



자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

CHEMICALS

화 학

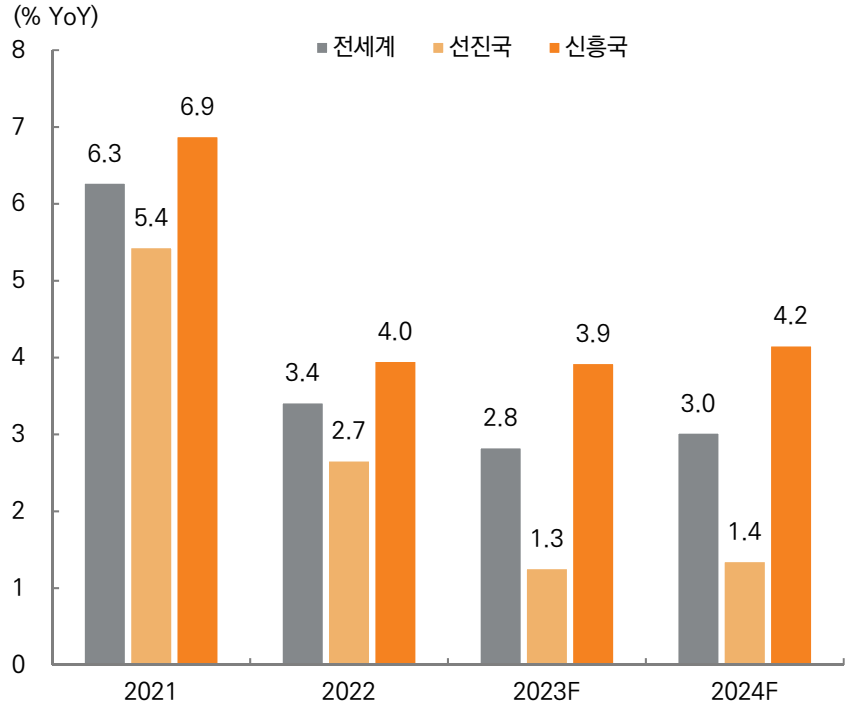


III. 화학

여전히 믿을 건 중국 뿐

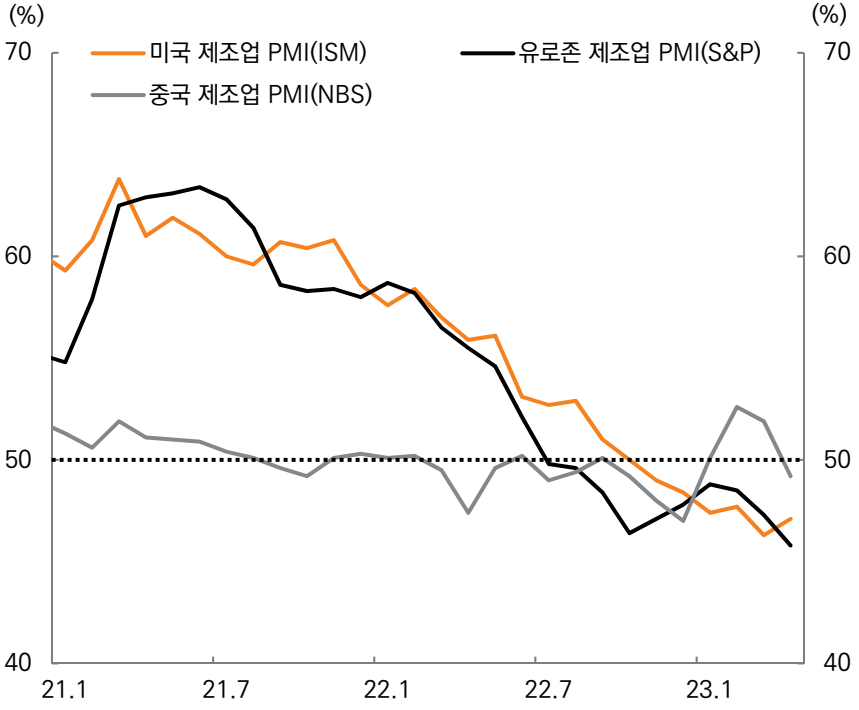
- 선진국 경기 둔화 우려를 신흥국 경제 성장이 상쇄해 줄 것으로 전망
- GDP 성장률은 선진국들보다는 신흥국에서 더 클 것으로 기대. 23년 GDP 성장률은 선진국과 신흥국이 각각 1.3%와 3.9%. 중국은 5.2% 성장할 것으로 전망하며 큰 비중을 차지
- 제조업 지수는 미국/유럽이 각각 6개월/10개월 연속 위축 국면을 기록. 중국은 그나마 나은 상황

전세계 및 지역별 GDP 성장률 전망



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

주요국 제조업 지수 추이



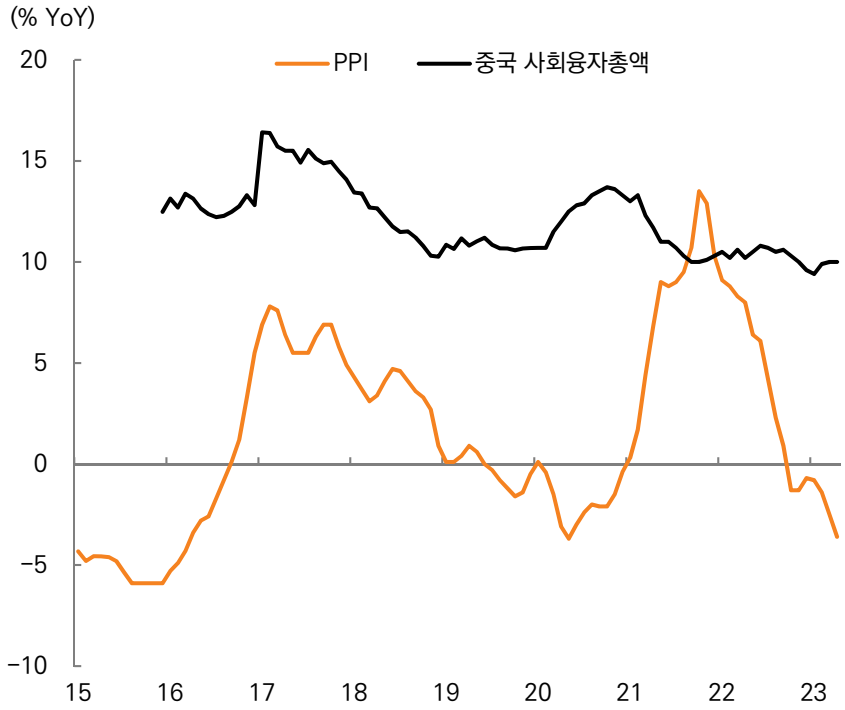
자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

힘들수록 경기부양책 기대감은 증폭

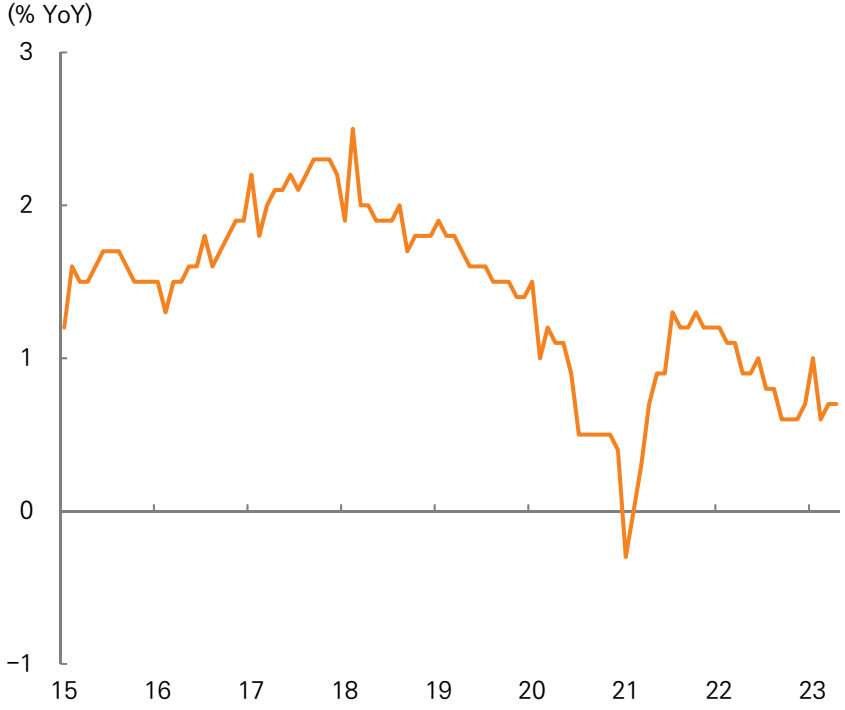
- 중국 경기 상황이 악화될수록 경기부양책에 대한 기대감은 커질 것으로 전망
- 23년 4월 중국 PPI는 -3.6%로 지속 하락세를 보이고 있으며, 시중 유동성을 나타내는 중국 사회융자총액은 10% 증가하며, 최근 5년 평균치인 11.2%를 1.2%p 하회
- 중국 Core CPI도 리오프닝 기대로 반짝 상승 후, 다시 0.7%까지 둔화
- 게다가 코로나 재확산 등의 우려까지 겹쳐 경기 둔화 우려가 커지며, 정부 개입 필요성 확대 중

중국 PPI와 사회융자총액 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 Core CPI 추이



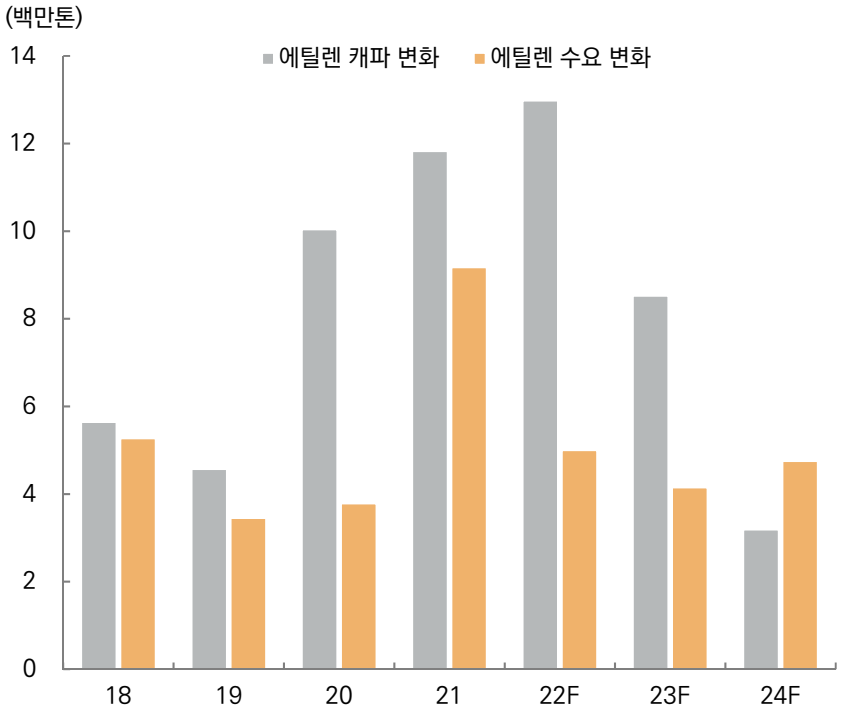
자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

에틸렌

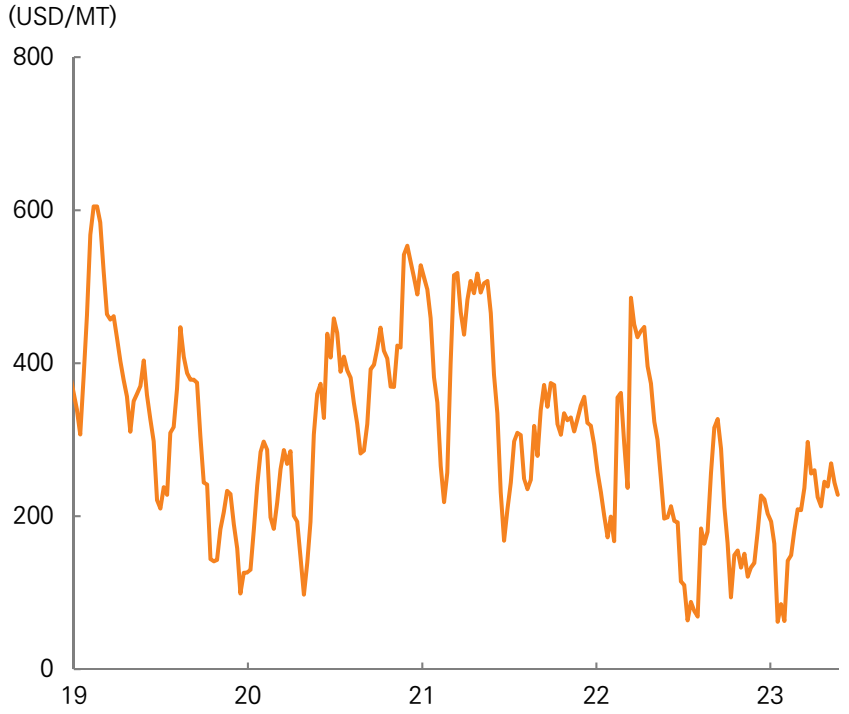
- 23년 에틸렌 생산능력 +800만 톤 → +850만 톤, 수요 +450만 톤 → +480만 톤으로 전망치 변화
- 22년말 전망했던 수준보다 생산능력과 수요 전망치 모두 상향 조정
- 동아시아 내 정기보수 이후 재가동 및 증설 물량이 3분기부터 추가로 들어올 예정
- 하지만 점차 성수기인 여름에 접어들며, 수요 역시 증가 전망

에틸렌 수급 전망



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌 스프레드



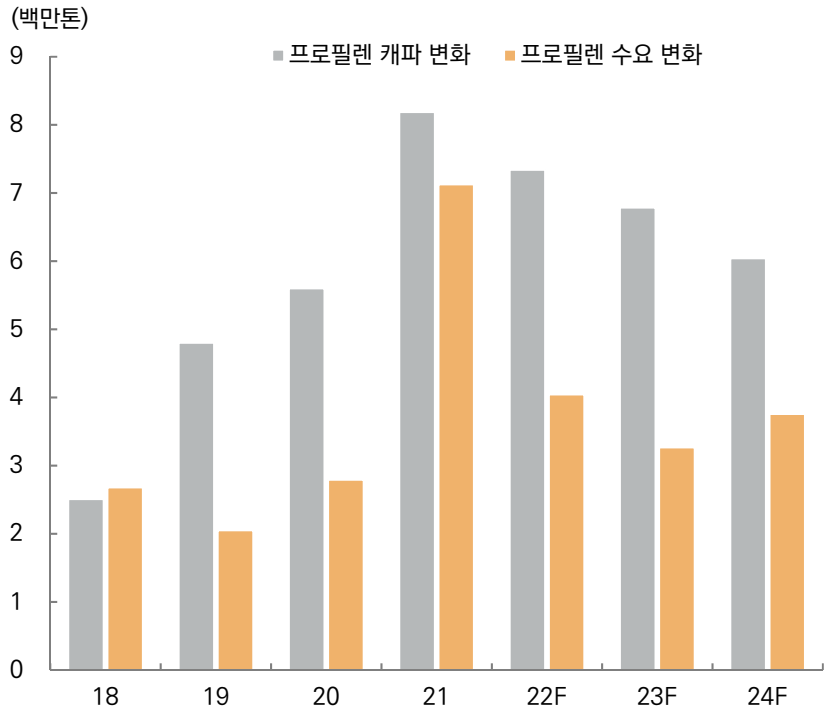
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

프로필렌

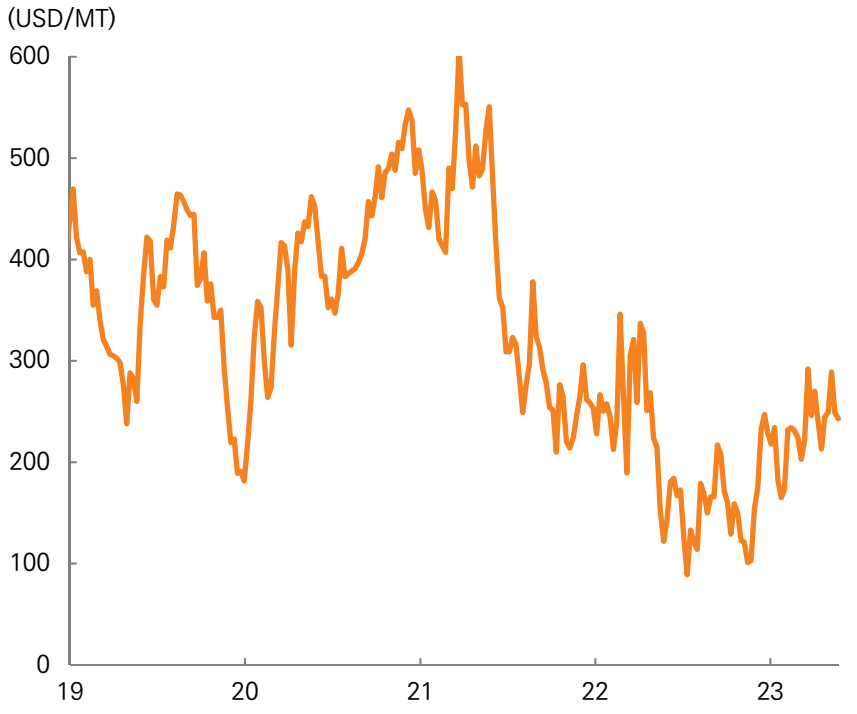
- 23년 프로필렌 생산능력 +680만 톤(변화없음), 수요 +350만 톤 → +330만 톤 전망
- 증설 물량 전망은 변하지 않았으나, 수요만 20만 톤 하향 조정
- 에틸렌과 마찬가지로 프로필렌 역시 중국 내 증설 구간에 해당. 최근에는 PDH(Propane Dehydrogenation) 공법을 통한 프로필렌 생산량이 스팀 크래킹을 통한 생산량을 넘어설 것으로 예상
- 에틸렌보다도 수요 대비 증설이 많을 것으로 예상되어, 점진적 반등 예상

프로필렌 수급 전망



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

프로필렌 스프레드



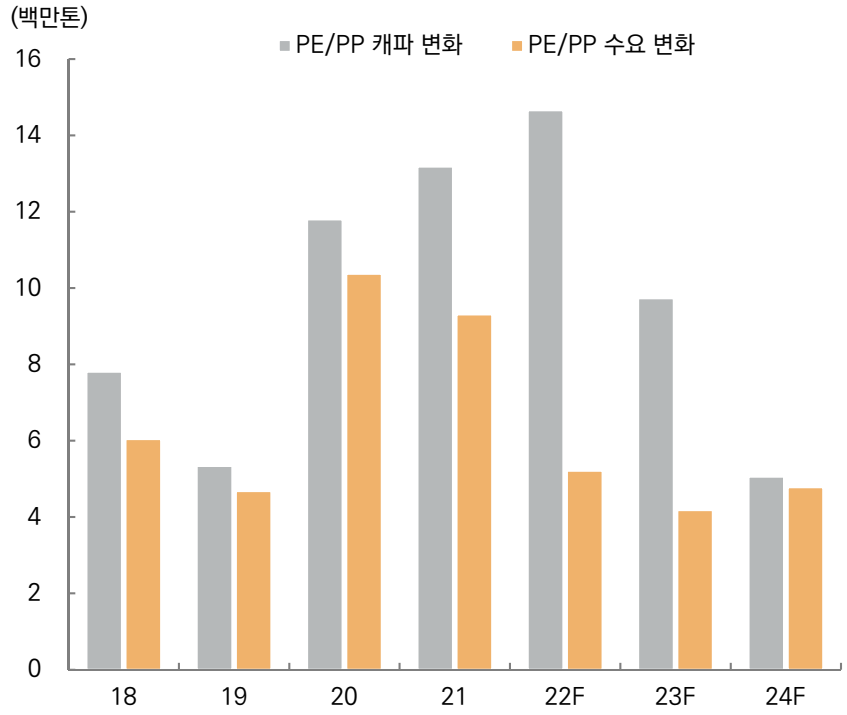
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

폴리에틸렌/폴리프로필렌

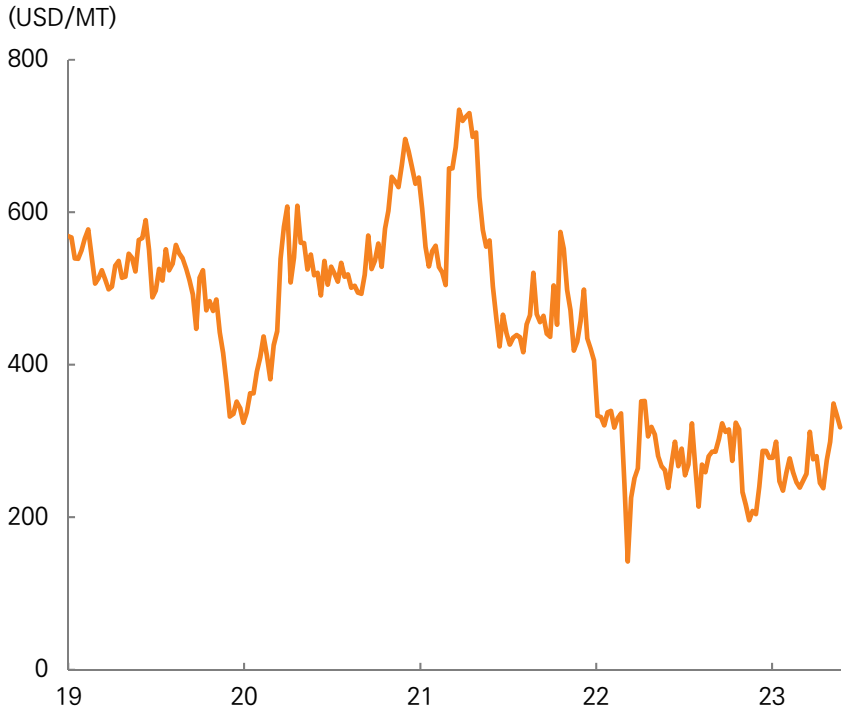
- 23년 PE/PP 총 생산능력 +970만 톤(변화없음), 수요 +450만 톤 → +420만 톤 전망
- PE/PP에 대한 수요 전망치만 30만 톤 감소. 증설 물량은 변화 없음
- 6월까지 아시아 내 공장 재가동으로 인한 물량 증가분이 많을 것으로 예상
- 납사 등 업스트림 제품 가격 안정화는 스프레드에 긍정적이나, 경제성장률 전망치의 하향 조정은 수요에 부정적

PE/PP 수급 전망



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

폴리프로필렌(PP) 스프레드



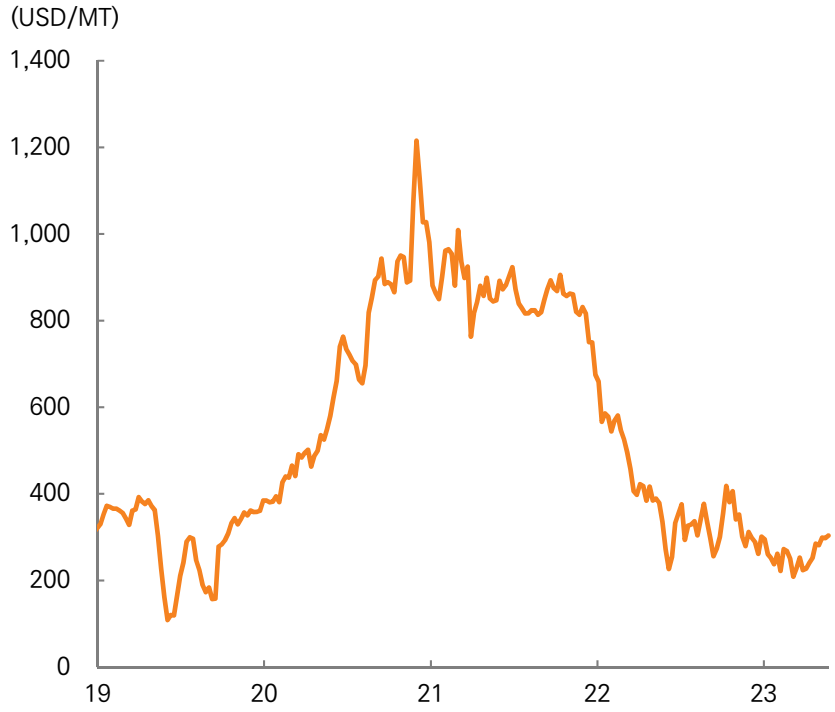
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

ABS/PVC

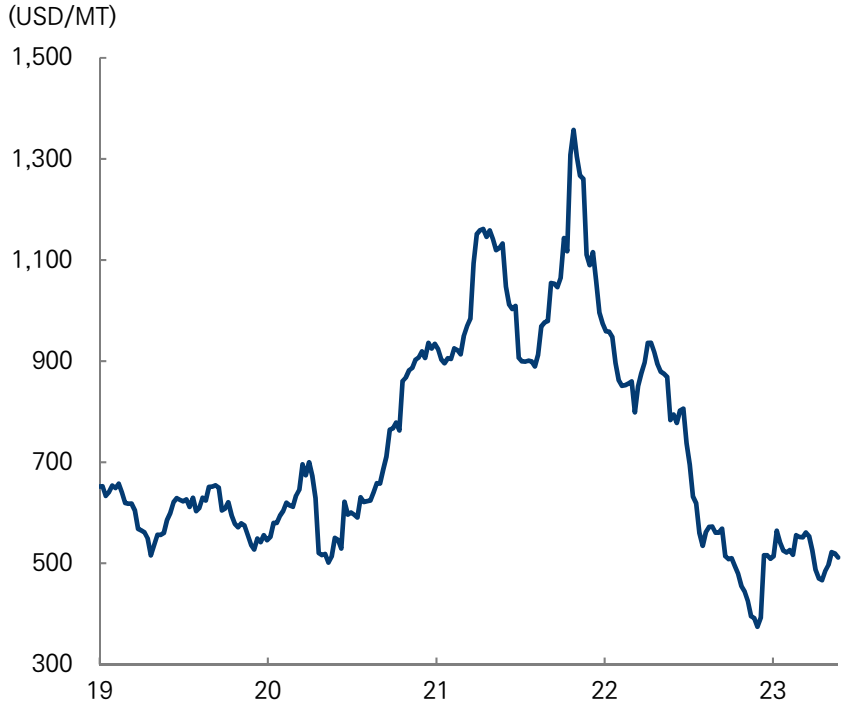
- ABS는 쇼핑 시즌을 앞둔 3분기 성수기를 앞두고 점차 마진이 개선될 전망
- ABS의 수요 80%는 가전제품, 10%는 자동차이기에 소비 회복이 중요. 현재 스프레드는 캐쉬 코스트를 포함한 BEP 수준
- PVC 스프레드는 매크로 상황 악화로 인한 건설 업황 부진이 반등을 제한. 게다가 미국 및 유럽 내 최근 공급량이 축소되었음에도 불구, 수요 대비 여전히 충분하다는 점은 가격 반등을 어렵게 하는 요인

ABS 스프레드



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

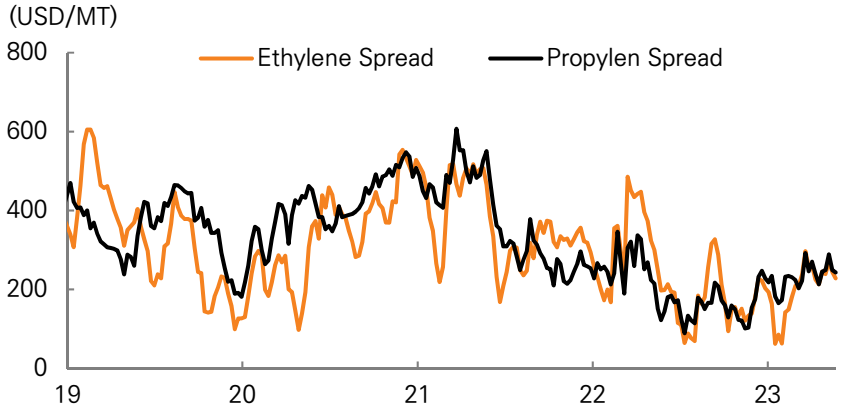
PVC 스프레드



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

화학 스프레드 반등의 서막

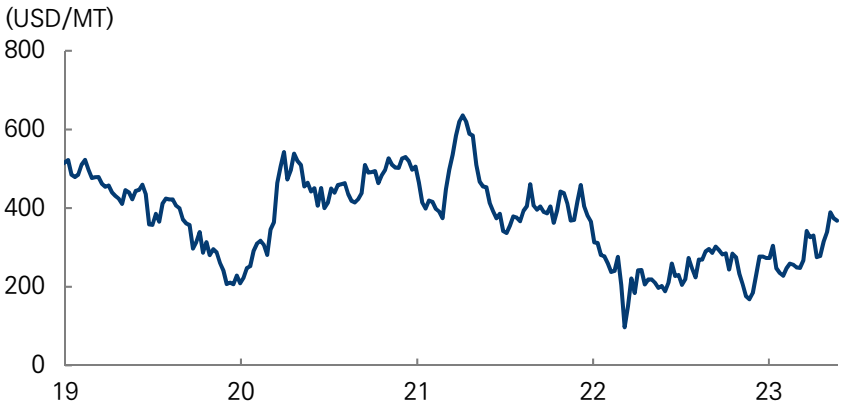
에틸렌&프로필렌 스프레드



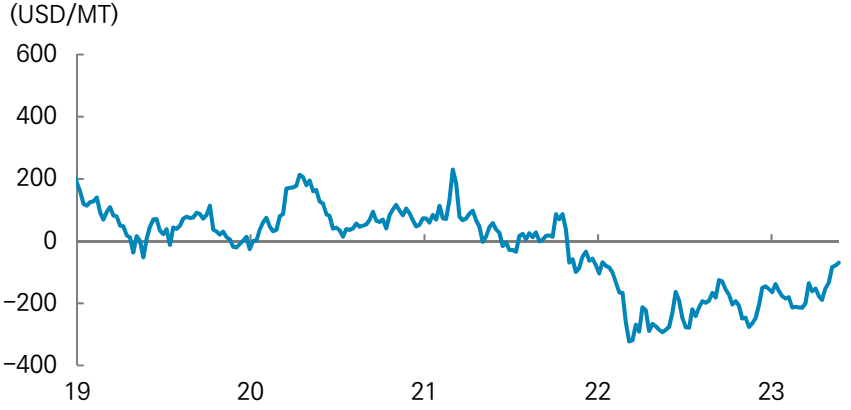
PX 스프레드



HDPE 스프레드



MEG 스프레드



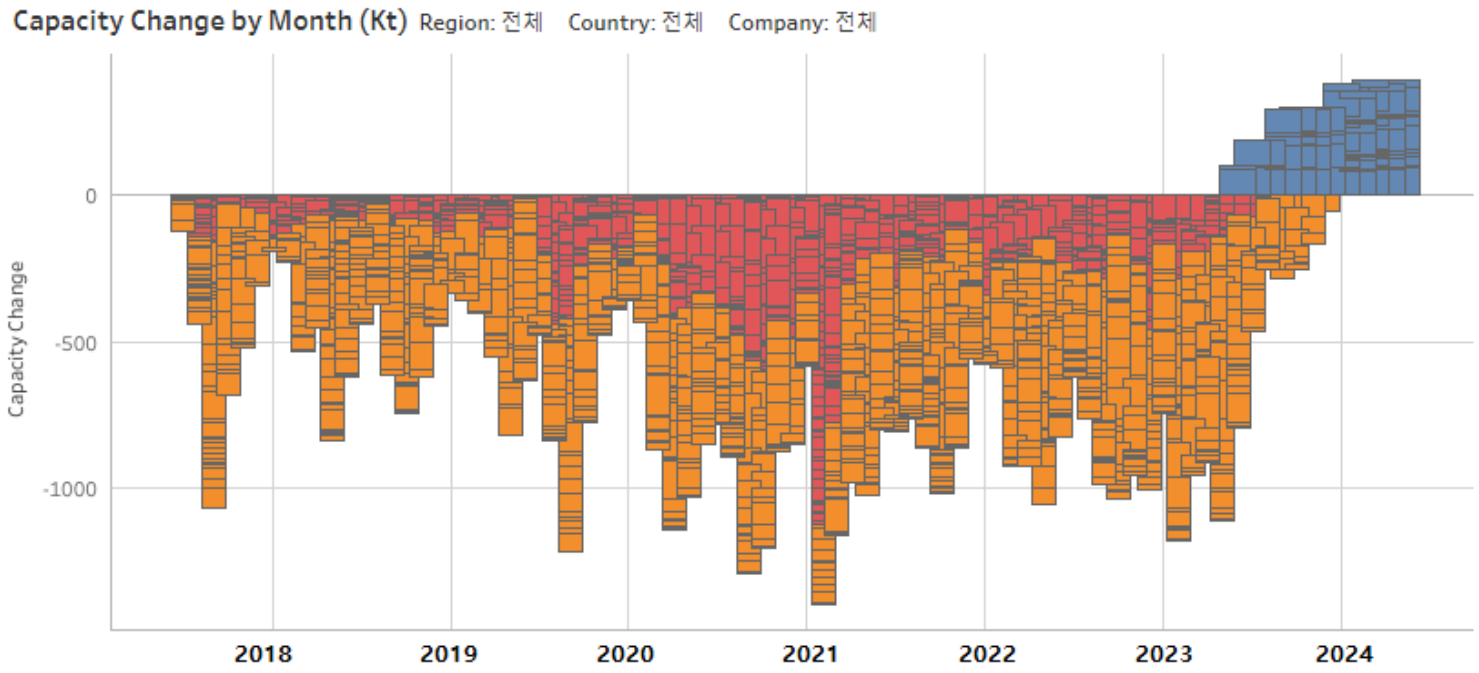
자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

III. 화학

반등 시작. 속도는 천천히

- 몇몇 제품군에서 나타나고 있는 반등의 기미가 전체 화학 업종으로 확산 전망
- 다만, 중국 경기부양책을 통해 소비 진작이 이루어지거나, 중국 리오프닝 효과 가시화 선행 필요
- 반등은 시작되었으나 1) 증설 및 가동률 상향 물량 소화, 2) 중국 소비 부진 등으로 인해 당분간 속도는 느릴 것으로 예상
- 24년 증설 물량이 22~23년 대비 크게 줄어들어, 23년 말부터 화학 스프레드 개선 기대감 확대 예상

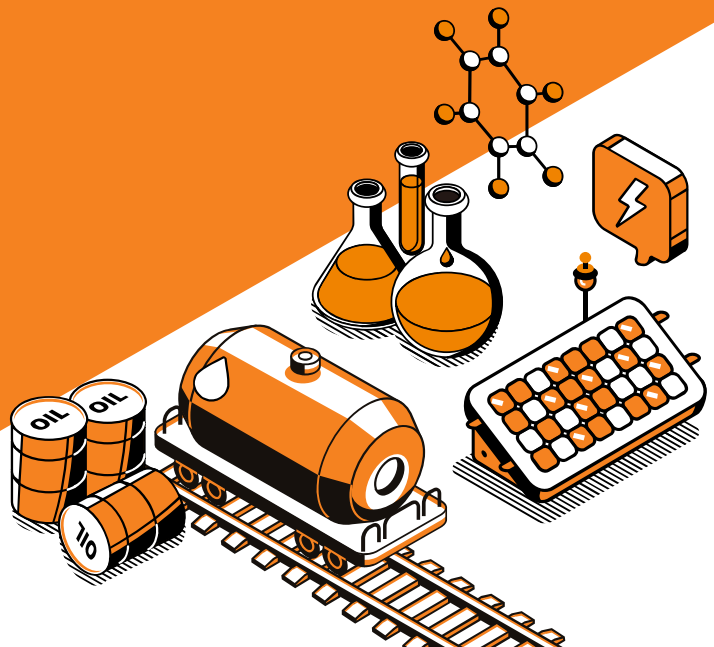
글로벌 에틸렌 생산 캐파 및 증설 계획



자료: ICIS, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

종목 분석



OCI (010060)

Top Pick

반도체 소재 기업으로 다시 태어나는 OCI 사업회사

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	166,000원
현재주가(23/5/26)	119,800원
상승여력	39%

영업이익(23F,십억원)	982
Consensus 영업이익(23F,십억원)	955
EPS 성장률(23F,%)	-0.6
P/E(23F,x)	3.3
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	2,857
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	76.5
외국인 보유비중(%)	18.9
베타(12M) 일간수익률	0.90
52주 최저가(원)	78,100
52주 최고가(원)	143,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	22.6	-3.0
상대주가	-2.9	16.8	-1.0

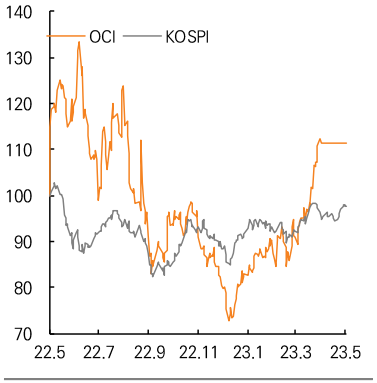
[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

투자포인트

- OCI(사업회사) – 반도체/2차전지 소재, 카본 케미칼
  1) 반도체 소재 회사로서 평가받으며 밸류에이션 디스카운트 해소
  2) 화학 업황 악화에도 카본 케미칼의 안정적인 호실적
  3) 향후 반도체와 2차전지 소재 기업으로서 성장하며 추가 리레이팅 가능
- OCI홀딩스(지주회사) – 태양광 폴리실리콘, 에너지 솔루션, 도시개발
  1) 하반기부터 비중국 폴리실리콘 비중 확대 가속화
  2) 발전자산 매각 수익 – 2분기 Three W Solar, Stillhouse Solar 프로젝트 매각 인식 예정
  3) 주주환원 정책: 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 30% 배당(22년 배당수익률 3.1%)

분할 시나리오

- OCI: 기존 사업가치 8천억원 → 적정 사업가치 1.44조원. Upside 60% 산정
- OCI홀딩스: 기존 사업가치 2조원 → 적정 사업가치 2.1조원. Upside 5% 산정
- 합산: 기존 사업가치 2.8조원 → 적정 사업가치 3.54조원. **Total Upside 26% 산정**



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,003	3,244	4,671	4,794	5,221	5,577
영업이익 (십억원)	-86	626	977	982	1,305	1,530
영업이익률 (%)	-4.3	19.3	20.9	20.5	25.0	27.4
순이익 (십억원)	-246	648	880	875	1,184	1,406
EPS (원)	-10,321	27,156	36,910	36,671	49,626	58,947
ROE (%)	-9.9	23.9	25.2	20.3	22.4	21.6
P/E (배)	-	3.8	2.2	3.3	2.4	2.0
P/B (배)	0.9	0.8	0.5	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	0.0	1.9	3.1	2.1	2.1	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

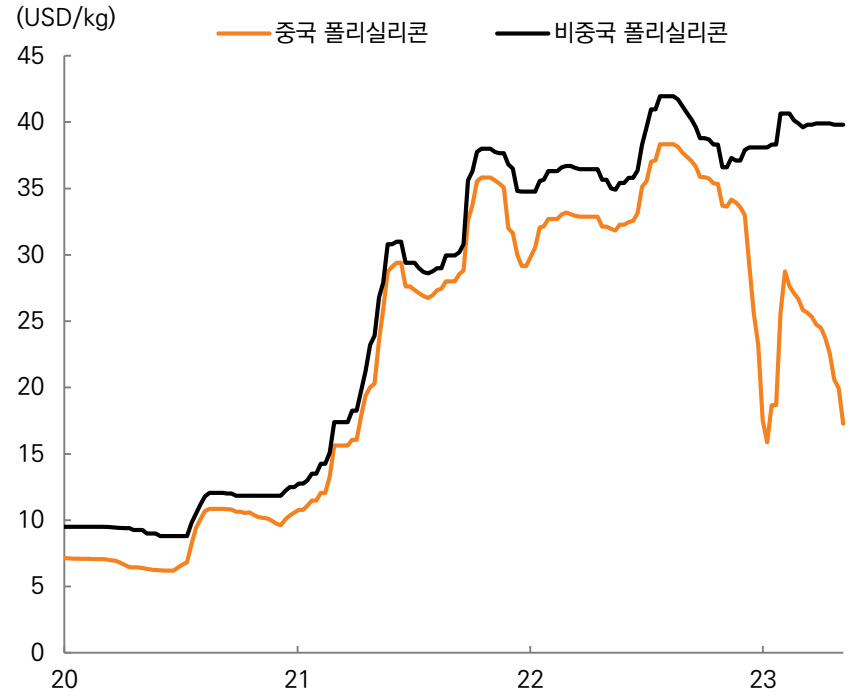
OCI (010060)

Top Pick

OCI홀딩스: 비중국 폴리실리콘 갭이 벌어진다

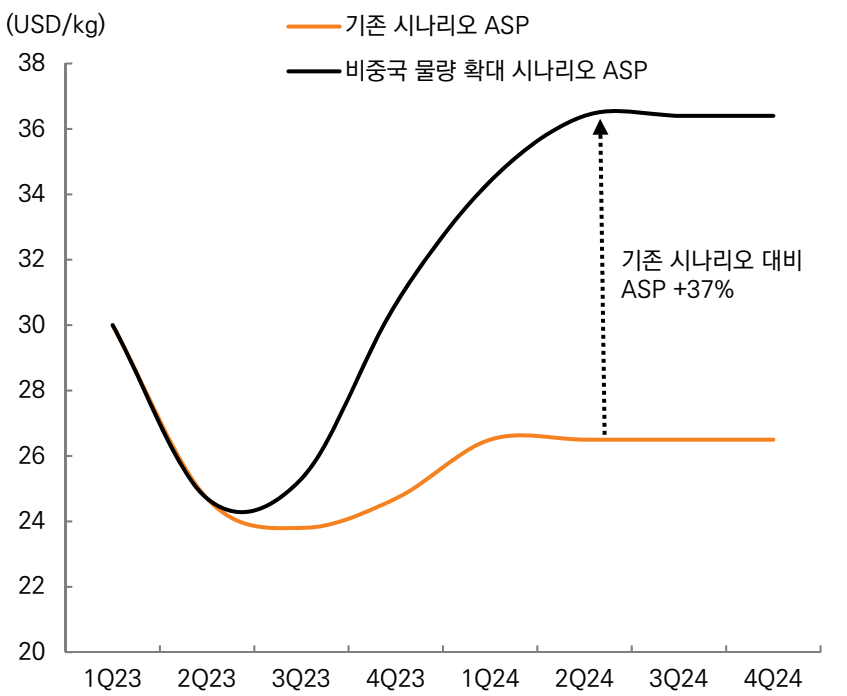
- 영업이익: 5,400억원(태양광 폴리) + 2,439억원(에너지솔루션, 도시개발) = 7,839억원 * 법인세율(1-0.25) * PER 3.6배 = **적정 사업가치 2.1조원**
- Risk: 신설법인 수급 쏠림 현상으로 단기 약세 가능성 존재. 단, 하반기를 바라보면 조정은 매수 기회
- 중국 폴리실리콘 가격 약세 지속 상황에서도 비중국 폴리실리콘의 프리미엄은 지속
- 현재 미국향 매출 비중 약 10% 수준이나, 올 하반기부터 해당 비중 확대 전망

중국 vs. 비중국 폴리실리콘 가격 차이는 벌어지는 중



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

OCI, 미국향 폴리실리콘 판매 비중 확대시 ASP 시나리오



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

OCI (010060)

Top Pick

OCI:
반도체/2차전지 소재 기업으로 변신

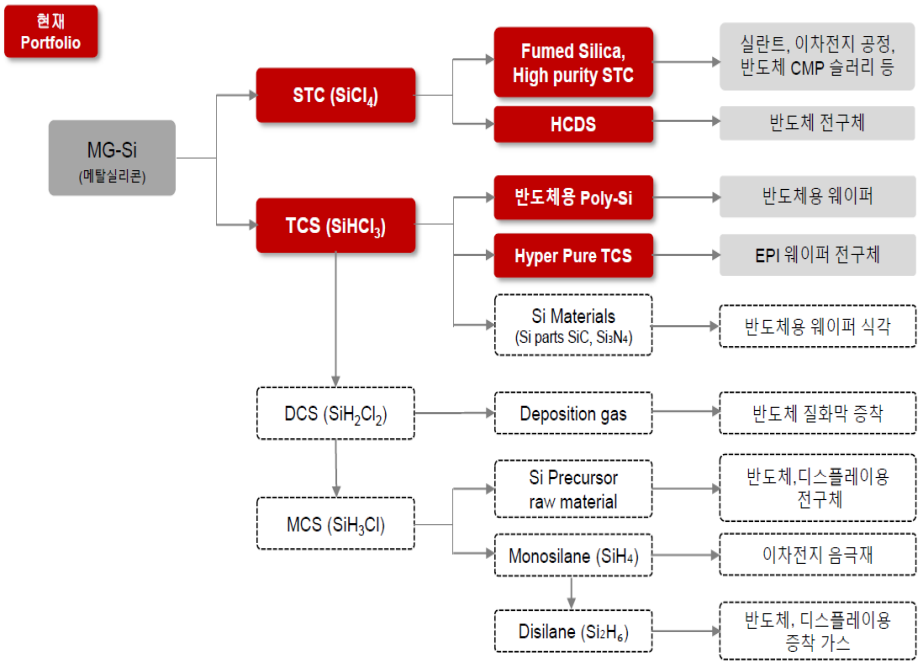
- 순이익: 22년 순이익 1,311억원 + 자산 매각으로 인한 세금 감면분 재인식 300억원 = 1,611억원 * 법인세율(1-0.25) * PER 10배 * 디스카운트 20% = **적정 사업가치 1.28조원**
- Peer: Corning, Wacker Chemie, CABOT, EVONIK, Tokuyama, Mitsubishi → 평균 PER 10배
- 아직은 사업 초기단계임을 감안, 보수적인 접근을 위해 피어 밸류에이션에 20% 디스카운트 적용
- 향후 도쿠야마와 JV, 2차전지 소재(고연화점 피치 등) 생산 정상화로 디스카운트 해소 전망

피어 그룹 생산제품과 밸류에이션

기업명	생산제품	12MF PER
Corning Inc	반도체 폴리실리콘	13.16
Wacker Chemie	반도체 폴리실리콘, 흄드실리카	11.89
CABOT	흄드실리카, 카본블랙	10.88
EVONIK	흄드실리카, 과산화수소	9.83
Tokuyama	반도체 폴리실리콘, 흄드실리카	6.95
Mitsubishi	반도체 폴리실리콘	7.52

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

반도체 폴리실리콘 및 소재 사업 확대 계획



자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

OCI 발전자산 리스트

현황	프로젝트명	유형	지역	매각일자	매각 금액	전력발전 규모(MWac)	거래 기업/매수자
매각완료	Alamo 4	발전소	TX, Kinney County	2014년 8월	$ 49,000,000	39.6	Consolidated Edison
매각완료	Alamo 3	발전소	TX, Bexar County	2015년 1월		5.5	Consolidated Edison
매각완료	Alamo 5	발전소	TX. Uvalde County	2015년 5월	$ 270,000,000	95.0	Consolidated Edison
매각완료	Alamo 7	발전소	TX, Haskell County	2016년 1월	$ 226,896,000	106.4	Consolidated Edison
매각완료	Alamo 6	발전소	TX, Pecos County	2017년 1월	$ 386,966,000	110.0	Berkshire Hathaway Energy (BHE)
매각완료	Pearl	발전소	TX, Pecos County	2017년 8월	$ 90,379,535	50.0	Berkshire Hathaway Energy (BHE)
매각완료	Ivory	발전소	TX, Lamesa County	2018년 10월		50.0	D.E. Shaw
매각완료	Crown	발전소	TX. Falls County	2021년 7월		100.0	
매각완료	Sol	발전소	TX. Falls County	2021년 7월		100.0	
매각완료	Parker	발전소	TX. Falls County	2021년 7월		200.0	Buckeye Partners
매각완료	SunRay	발전소	TX. Uvalde County	2021년 12월		200.0	Arava Power
매각예정	3W	발전소	TX, Hill County	2023년 1월	$ 7,700,000	110.0	Mitsui
매각예정	Stillhouse	발전소	TX, Bell County	2023년 2월	$ 15,904,000	210.0	MRUSA Stillhouse
매각예정	Bexar ESS	ESS	TX, Bexar County	2023년 4월			
개발중	LoneSun	발전소	TX, McClennan County				
개발중	La Salle	발전소	TX, La Salle County				
개발중	SunRoper	발전소	TX, Wharton County				
개발중	Clairemont	발전소	TX, Kent County				
개발중	Hillsboro	발전소	TX, Hill County				
운영중	Astro ESS	ESS	TX, Bexar County				
운영중	Alamo 1	발전소	TX, Bexar County				
운영중	Alamo 2	발전소	TX, Bexar County				
운영중	Delsea	발전소	NJ, Cumberland County				
운영중	Holmdel	발전소	NJ, Monmouth County				
운영중	Lavonia	발전소	GA, Franklin County				

OCI (010060)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**4,671**	**4,794**	**5,221**	**5,577**
매출원가	**3,383**	**3,557**	**3,661**	**3,793**
매출총이익	**1,288**	**1,237**	**1,560**	**1,784**
판매비와관리비	**312**	**255**	**255**	**255**
조정영업이익	**977**	**982**	**1,305**	**1,530**
영업이익	**977**	**982**	**1,305**	**1,530**
비영업손익	**25**	**15**	**37**	**66**
금융손익	-12	15	37	66
관계기업등 투자손익	27	0	0	0
세전계속사업손익	1,002	997	1,342	1,596
계속사업법인세비용	110	122	158	191
계속사업이익	892	875	1,184	1,406
중단사업이익	-14	0	0	0
당기순이익	**878**	**875**	**1,184**	**1,406**
지배주주	880	875	1,184	1,406
비지배주주	-3	0	0	0
총포괄이익	**914**	**875**	**1,184**	**1,406**
지배주주	917	920	1,245	1,479
비지배주주	-3	-46	-62	-73
EBITDA	1,127	1,163	1,496	1,727
FCF	336	1,070	881	1,213
EBITDA 마진율 (%)	24.1	24.3	28.7	31.0
영업이익률 (%)	20.9	20.5	25.0	27.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.8	18.3	22.7	25.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**4,111**	**4,545**	**5,376**	**6,240**
현금 및 현금성자산	1,246	2,054	2,579	3,254
매출채권 및 기타채권	783	653	736	788
재고자산	1,893	1,661	1,873	2,005
기타유동자산	189	177	188	193
비유동자산	**2,635**	**2,700**	**2,797**	**2,863**
관계기업투자등	319	278	313	335
유형자산	1,708	1,820	1,885	1,931
무형자산	36	31	27	24
자산총계	**6,746**	**7,245**	**8,173**	**9,103**
유동부채	**1,578**	**1,369**	**1,272**	**1,156**
매입채무 및 기타채무	479	420	473	507
단기금융부채	856	706	556	406
기타유동부채	243	243	243	243
비유동부채	**1,156**	**1,056**	**956**	**656**
장기금융부채	1,033	933	833	533
기타비유동부채	123	123	123	123
부채총계	**2,734**	**2,425**	**2,229**	**1,812**
지배주주지분	**3,912**	**4,720**	**5,845**	**7,192**
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	794	794	794	794
이익잉여금	2,935	3,751	4,876	6,223
비지배주주지분	**99**	**99**	**99**	**99**
자본총계	**4,011**	**4,819**	**5,944**	**7,291**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	2.2	3.3	2.4	2.0
P/CF (x)	1.7	2.5	1.9	1.7
P/B (x)	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	2.3	2.1	1.1	0.3
EPS (원)	36,910	36,671	49,626	58,947
CFPS (원)	48,499	48,744	62,743	72,424
BPS (원)	165,231	199,115	246,273	302,751
DPS (원)	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	6.7	6.7	5.0	4.2
배당수익률 (%)	3.1	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	44.0	2.6	8.9	6.8
EBITDA증가율 (%)	47.8	3.2	28.7	15.4
조정영업이익증가율 (%)	56.0	0.6	32.9	17.2
EPS증가율 (%)	35.9	-0.6	35.3	18.8
매출채권 회전율 (회)	7.7	7.6	8.4	8.2
재고자산 회전율 (회)	2.7	2.7	3.0	2.9
매입채무 회전율 (회)	12.0	11.5	11.6	10.9
ROA (%)	14.1	12.5	15.4	16.3
ROE (%)	25.2	20.3	22.4	21.6
ROIC (%)	24.3	22.8	30.0	33.0
부채비율 (%)	68.2	50.3	37.5	24.9
유동비율 (%)	260.5	332.0	422.5	539.9
순차입금/자기자본 (%)	13.7	-10.3	-21.6	-33.1
조정영업이익/금융비용 (x)	26.7	23.6	36.6	57.4

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770)

Top Pick

SKON, 오래 기다렸던 분기 흑자전환

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	300,000원
현재주가(23/5/26)	182,800원
상승여력	64%

투자포인트 (최근분기)

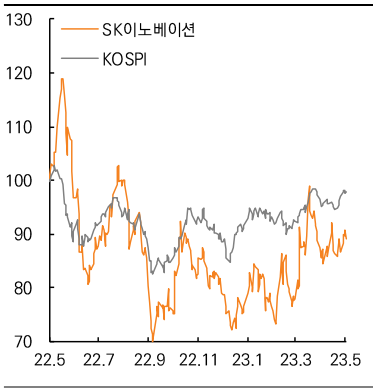
- SKON, 2Q23 IRA 인센티브 반영되며 흑자전환 예상.
  - 3월부터 전 지역 공장들의 수율이 개선되고 있으며, 1분기 미반영된 IRA 인센티브가 2분기에 소급 적용되는 점을 고려하면 2분기 충분히 흑자전환 가능할 것으로 판단
- 정제마진은 언더슈팅 구간으로 보고 있으며 반등 전망
  - 중국 리오프닝 및 항공유 수요 확대, 드라이빙 시즌 등
- 자금 조달 우려 해소. 계획했던 4조원의 Pre-IPO 자금보다도 더 많은 자금 유치

리스크

- 급등했던 PX 스프레드의 하락으로 화학 부문 실적 개선 속도 둔화

영업이익(23F,십억원)	3,503
Consensus 영업이익(23F,십억원)	2,159
EPS 성장률(23F,%)	40.6
P/E(23F,x)	7.8
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	16,903
발행주식수(백만주)	92
유동주식비율(%)	59.2
외국인 보유비중(%)	24.4
베타(12M) 일간수익률	1.61
52주 최저가(원)	143,500
52주 최고가(원)	244,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	4.2	-11.7
상대주가	0.0	-0.8	-9.8



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	34,550	46,853	78,057	72,405	75,706	79,481
영업이익 (십억원)	-2,420	1,742	3,917	3,503	6,574	8,919
영업이익률 (%)	-7.0	3.7	5.0	4.8	8.7	11.2
순이익 (십억원)	-2,173	292	1,569	2,207	4,470	6,283
EPS (원)	-23,185	3,117	16,743	23,545	47,699	67,047
ROE (%)	-13.6	1.8	8.5	10.6	18.8	21.8
P/E (배)	-	76.5	9.2	7.8	3.8	2.7
P/B (배)	1.1	1.2	0.7	0.7	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	2.7	2.7	2.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

SK이노베이션 (096770)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**78,057**	**72,405**	**75,706**	**79,481**
매출원가	**71,030**	**65,792**	**66,022**	**67,452**
매출총이익	**7,027**	**6,613**	**9,684**	**12,029**
판매비와관리비	**3,110**	**3,110**	**3,110**	**3,110**
조정영업이익	**3,917**	**3,503**	**6,574**	**8,919**
영업이익	**3,917**	**3,503**	**6,574**	**8,919**
비영업손익	**-1,057**	**-525**	**-542**	**-440**
금융손익	-440	-620	-636	-534
관계기업등 투자손익	2	80	80	80
세전계속사업손익	2,860	2,978	6,032	8,479
계속사업법인세비용	965	655	1,327	1,865
계속사업이익	1,895	2,323	4,705	6,614
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,895**	**2,323**	**4,705**	**6,614**
지배주주	1,569	2,207	4,470	6,283
비지배주주	326	116	235	331
총포괄이익	**2,066**	**2,323**	**4,705**	**6,614**
지배주주	1,803	2,232	4,521	6,355
비지배주주	262	91	184	259
EBITDA	5,710	5,709	9,218	11,659
FCF	-6,370	-1,512	928	6,995
EBITDA 마진율 (%)	7.3	7.9	12.2	14.7
영업이익률 (%)	5.0	4.8	8.7	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	3.0	5.9	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**31,967**	**30,348**	**32,131**	**39,741**
현금 및 현금성자산	9,479	8,371	8,345	14,478
매출채권 및 기타채권	7,846	7,596	8,221	8,732
재고자산	11,858	11,804	12,776	13,569
기타유동자산	2,784	2,577	2,789	2,962
비유동자산	**35,252**	**38,673**	**42,412**	**41,984**
관계기업투자등	4,772	4,417	4,781	5,077
유형자산	25,111	29,098	32,626	32,040
무형자산	2,078	1,884	1,712	1,559
자산총계	**67,219**	**69,021**	**74,542**	**81,725**
유동부채	**27,557**	**27,219**	**28,348**	**29,251**
매입채무 및 기타채무	11,900	11,904	12,884	13,684
단기금융부채	12,435	12,332	12,235	12,137
기타유동부채	3,222	2,983	3,229	3,430
비유동부채	**16,419**	**16,308**	**16,422**	**16,516**
장기금융부채	14,915	14,915	14,915	14,915
기타비유동부채	1,504	1,393	1,507	1,601
부채총계	**43,977**	**43,527**	**44,770**	**45,766**
지배주주지분	**19,651**	**21,787**	**25,830**	**31,686**
자본금	469	469	469	469
자본잉여금	8,198	8,198	8,198	8,198
이익잉여금	11,580	13,786	17,829	23,685
비지배주주지분	**3,591**	**3,707**	**3,942**	**4,273**
자본총계	**23,242**	**25,494**	**29,772**	**35,959**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	9.2	7.8	3.8	2.7
P/CF (x)	2.5	3.0	1.9	1.5
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	6.0	6.6	4.1	2.7
EPS (원)	16,743	23,545	47,699	67,047
CFPS (원)	61,484	60,357	97,802	123,846
BPS (원)	223,892	246,683	289,821	352,307
DPS (원)	0	5,000	5,000	4,800
배당성향 (%)	0.0	18.1	8.9	6.1
배당수익률 (%)	0.0	2.7	2.7	2.6
매출액증가율 (%)	66.6	-7.2	4.6	5.0
EBITDA증가율 (%)	75.4	0.0	61.5	26.5
조정영업이익증가율 (%)	124.9	-10.6	87.7	35.7
EPS증가율 (%)	437.2	40.6	102.6	40.6
매출채권 회전율 (회)	14.8	11.7	12.0	11.7
재고자산 회전율 (회)	7.9	6.1	6.2	6.0
매입채무 회전율 (회)	9.6	7.3	7.1	6.8
ROA (%)	3.2	3.4	6.6	8.5
ROE (%)	8.5	10.6	18.8	21.8
ROIC (%)	8.7	7.3	12.9	16.7
부채비율 (%)	189.2	170.7	150.4	127.3
유동비율 (%)	116.0	111.5	113.3	135.9
순차입금/자기자본 (%)	69.7	66.4	55.8	28.5
조정영업이익/금융비용 (x)	6.1	3.7	7.0	9.5

자료: SK이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

발전 사업 수익성, 생각보다 좋은데?

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(12M, 유지)	**73,000원**
현재주가(23/5/26)	44,900원
상승여력	63%

투자포인트

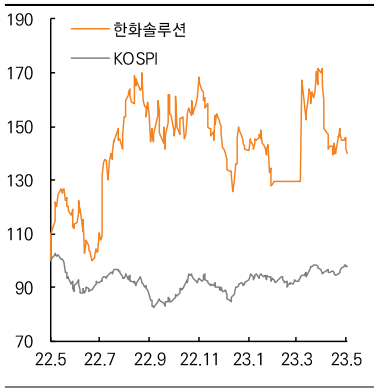
- 미국 내 폴리실리콘부터 모듈까지 태양광 밸류체인 수직계열화를 도전하는 유일한 생산자
- 23년 발전 사업 매각 매출액 가이던스 1조원과 높은 수익성 기대(1Q23 OPM 39.4%)
- IRA 혜택의 가시화 (23년 1,200억원 수준의 AMPC 기대)
- Domestic Content Bonus 규정 발표에 따라 미국 내 생산 모듈(3.1GW) 수요 증가

리스크

- 태양광 밸류체인 전반의 가격 하락세로 인한 모듈 판매 매출 감소
- 중국 태양광 패널 수입으로 인한 경쟁 심화

영업이익(23F,십억원)	1,257
Consensus 영업이익(23F,십억원)	1,066
EPS 성장률(23F,%)	204.5
P/E(23F,x)	7.9
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	7,718
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.1
외국인 보유비중(%)	24.9
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	32,000
52주 최고가(원)	55,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.4	-16.2	27.2
상대주가	-17.9	-20.2	29.9



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,195	10,725	13,654	13,011	13,399	14,151
영업이익 (십억원)	594	738	966	1,257	1,823	2,649
영업이익률 (%)	6.5	6.9	7.1	9.7	13.6	18.7
순이익 (십억원)	309	619	359	1,008	1,512	1,861
EPS (원)	1,840	3,301	1,864	5,677	8,666	10,668
ROE (%)	5.3	8.8	4.2	10.7	14.2	15.1
P/E (배)	25.2	10.8	23.1	7.9	5.2	4.2
P/B (배)	1.3	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

한화솔루션 (009830)

한화솔루션 발전자산 리스트

유형	종류	지역	시기	규모(MW)	거래 기업/매수자
매각완료	EPC	TX, Cooke County	2021-05	81.0	Adapture Renewables
매각완료	EPC~O&M	스페인 (Jerez de la frontera)	2021-09	50.0	Next Energy Capital
매각완료	ESS	TX, Hunt County	2021-11	380.0	Acciona
매각예정	ESS*	미국	2022-12	2400.0	Acciona
운영중	EPC	TX	2018	235.0	
운영중	EPC, 직접운영	TX, Fannin County	2021-10	168.0	
개발중	EPC, ESS 직접운영	포르투갈 (Alentejo)	2020-08	315.0	
개발중	EPC~PPA	미국	2022-06	150.0	
개발중	EPC	미국	2023-01	2500.0	Microsoft
개발예정	EPC	독일	2022-07	500.0	Enviria
개발예정	EPC	네덜란드	2022-09	300.0	Tomorrow Energy

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**13,654**	**13,011**	**13,399**	**14,151**
매출원가	**10,853**	**9,918**	**9,741**	**9,667**
매출총이익	**2,801**	**3,093**	**3,658**	**4,484**
판매비와관리비	**1,835**	**1,835**	**1,835**	**1,835**
조정영업이익	**966**	**1,257**	**1,823**	**2,649**
영업이익	**966**	**1,257**	**1,823**	**2,649**
비영업손익	**-397**	**61**	**154**	**-216**
금융손익	-193	-231	-246	-219
관계기업등 투자손익	-102	289	397	0
세전계속사업손익	569	1,318	1,977	2,433
계속사업법인세비용	203	290	435	535
계속사업이익	366	1,028	1,542	1,898
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**366**	**1,028**	**1,542**	**1,898**
지배주주	359	1,008	1,512	1,861
비지배주주	7	20	30	37
총포괄이익	**585**	**1,028**	**1,542**	**1,898**
지배주주	580	968	1,452	1,787
비지배주주	4	60	90	111
EBITDA	1,642	2,119	2,936	3,784
FCF	-787	-1,054	-361	2,677
EBITDA 마진율 (%)	12.0	16.3	21.9	26.7
영업이익률 (%)	7.1	9.7	13.6	18.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	7.7	11.3	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**8,573**	**7,517**	**7,371**	**9,504**
현금 및 현금성자산	2,548	2,103	2,095	3,894
매출채권 및 기타채권	2,196	1,823	1,771	1,896
재고자산	3,060	2,855	2,775	2,969
기타유동자산	769	736	730	745
비유동자산	**13,634**	**15,063**	**16,651**	**16,158**
관계기업투자등	3,745	3,272	3,180	3,403
유형자산	6,879	8,859	10,585	9,884
무형자산	1,644	1,603	1,566	1,532
자산총계	**23,832**	**24,204**	**25,646**	**27,286**
유동부채	**6,808**	**6,824**	**7,245**	**6,934**
매입채무 및 기타채무	2,388	2,082	2,039	2,143
단기금융부채	3,199	3,674	4,169	3,681
기타유동부채	1,221	1,068	1,037	1,110
비유동부채	**5,685**	**5,072**	**4,550**	**4,603**
장기금융부채	4,786	4,286	3,786	3,786
기타비유동부채	899	786	764	817
부채총계	**13,935**	**13,336**	**13,236**	**12,978**
지배주주지분	**8,921**	**9,872**	**11,384**	**13,245**
자본금	978	978	978	978
자본잉여금	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,561	6,569	8,081	9,942
비지배주주지분	**976**	**996**	**1,026**	**1,063**
자본총계	**9,897**	**10,868**	**12,410**	**14,308**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	23.1	7.9	5.2	4.2
P/CF (x)	4.9	4.0	2.8	2.1
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	8.8	6.8	4.9	3.2
EPS (원)	1,864	5,677	8,666	10,668
CFPS (원)	8,854	11,251	16,130	20,990
BPS (원)	46,887	57,223	65,889	76,556
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.3	-4.7	3.0	5.6
EBITDA증가율 (%)	18.4	29.0	38.6	28.9
조정영업이익증가율 (%)	30.9	30.1	45.0	45.3
EPS증가율 (%)	-43.5	204.5	52.6	23.1
매출채권 회전율 (회)	7.6	6.9	8.0	8.3
재고자산 회전율 (회)	5.2	4.4	4.8	4.9
매입채무 회전율 (회)	6.0	5.9	6.5	6.3
ROA (%)	1.7	4.3	6.2	7.2
ROE (%)	4.2	10.7	14.2	15.1
ROIC (%)	5.9	7.8	10.2	14.5
부채비율 (%)	140.8	122.7	106.7	90.7
유동비율 (%)	125.9	110.2	101.7	137.1
순차입금/자기자본 (%)	52.3	51.8	45.5	23.3
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	4.3	6.2	9.2

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

S-Oil (010950)

중국 수출 쿼타 걱정은 이제 그만

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	94,000원
현재주가(23/5/26)	74,400원
상승여력	26%

투자포인트

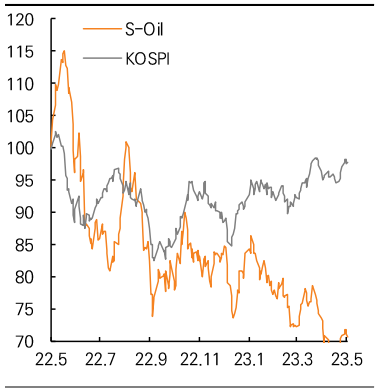
- 정제마진 반등 전망
  - 중국 석유제품 수출 쿼타 발표에도 오히려 중국 수출량은 감소하는 중
  - 하반기에는 드라이빙 시즌으로 인한 휘발유 수요 증가 및 항공유 수요 증가 기대
- 화학 시황 회복하며 샤힌 프로젝트의 재평가 전망
- 역사적 저평가 구간
  - PBR 0.9배 수준. Covid-19 최저점이 0.81배임을 감안하면 매수 구간으로 판단

리스크

- 중국/인도가 러시아 원유를 싼 가격에 구매하고 있어, 전반적인 석유제품 가격 하락을 유도

영업이익(23F,십억원)	2,792
Consensus 영업이익(23F,십억원)	1,997
EPS 성장률(23F,%)	-6.6
P/E(23F,x)	4.4
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	8,376
발행주식수(백만주)	113
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	79.3
베타(12M) 일간수익률	0.82
52주 최저가(원)	71,400
52주 최고가(원)	121,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-15.2	-30.1
상대주가	-4.7	-19.2	-28.7



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	16,830	27,464	42,446	38,498	37,230	36,048
영업이익 (십억원)	-1,099	2,141	3,405	2,792	3,433	3,601
영업이익률 (%)	-6.5	7.8	8.0	7.3	9.2	10.0
순이익 (십억원)	-796	1,379	2,104	1,966	2,500	2,294
EPS (원)	-6,827	11,822	18,047	16,858	21,439	19,673
ROE (%)	-13.1	21.8	27.2	21.4	23.1	18.2
P/E (배)	-	7.2	4.6	4.4	3.5	3.8
P/B (배)	1.4	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	4.4	6.6	6.9	8.6	7.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

S-Oil (010950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**42,446**	**38,498**	**37,230**	**36,048**
매출원가	**38,291**	**34,956**	**33,047**	**31,698**
매출총이익	**4,155**	**3,542**	**4,183**	**4,350**
판매비와관리비	**749**	**749**	**749**	**749**
조정영업이익	**3,405**	**2,792**	**3,433**	**3,601**
영업이익	**3,405**	**2,792**	**3,433**	**3,601**
비영업손익	**-506**	**-205**	**-144**	**-583**
금융손익	-120	-206	-144	-582
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	2,899	2,587	3,289	3,018
계속사업법인세비용	794	621	789	724
계속사업이익	2,104	1,966	2,500	2,294
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**2,104**	**1,966**	**2,500**	**2,294**
지배주주	2,104	1,966	2,500	2,294
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**2,113**	**1,966**	**2,500**	**2,294**
지배주주	2,113	1,966	2,500	2,294
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	4,055	3,542	4,357	4,716
FCF	680	683	693	976
EBITDA 마진율 (%)	9.6	9.2	11.7	13.1
영업이익률 (%)	8.0	7.3	9.2	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	5.1	6.7	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**9,206**	**8,657**	**8,117**	**7,824**
현금 및 현금성자산	1,310	444	409	57
매출채권 및 기타채권	2,963	2,957	2,775	2,797
재고자산	4,733	5,072	4,760	4,797
기타유동자산	200	184	173	173
비유동자산	**10,407**	**11,652**	**13,725**	**15,610**
관계기업투자등	36	33	31	31
유형자산	9,588	10,844	12,926	14,815
무형자산	106	101	95	91
자산총계	**19,613**	**20,308**	**21,841**	**23,435**
유동부채	**8,213**	**7,524**	**7,168**	**7,211**
매입채무 및 기타채무	3,936	4,191	3,933	3,964
단기금융부채	2,609	1,802	1,798	1,798
기타유동부채	1,668	1,531	1,437	1,449
비유동부채	**2,917**	**2,892**	**2,875**	**2,877**
장기금융부채	2,611	2,611	2,611	2,611
기타비유동부채	306	281	264	266
부채총계	**11,130**	**10,416**	**10,043**	**10,087**
지배주주지분	**8,483**	**9,892**	**11,798**	**13,347**
자본금	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	1,332	1,332
이익잉여금	6,829	8,212	10,118	11,667
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**8,483**	**9,892**	**11,798**	**13,347**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.6	4.4	3.5	3.8
P/CF (x)	2.6	2.4	2.0	1.8
P/B (x)	1.1	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.3	3.5	2.9	2.7
EPS (원)	18,047	16,858	21,439	19,673
CFPS (원)	32,059	30,377	37,363	40,442
BPS (원)	72,770	84,853	101,199	114,482
DPS (원)	5,500	5,100	6,400	5,900
배당성향 (%)	29.4	29.2	28.8	29.0
배당수익률 (%)	6.6	6.9	8.6	7.9
매출액증가율 (%)	54.6	-9.3	-3.3	-3.2
EBITDA증가율 (%)	45.2	-12.6	23.0	8.2
조정영업이익증가율 (%)	59.0	-18.0	23.0	4.9
EPS증가율 (%)	52.7	-6.6	27.2	-8.2
매출채권 회전율 (회)	19.9	16.5	16.3	16.3
재고자산 회전율 (회)	10.3	7.9	7.6	7.5
매입채무 회전율 (회)	12.3	10.5	9.8	9.6
ROA (%)	11.0	9.8	11.9	10.1
ROE (%)	27.2	21.4	23.1	18.2
ROIC (%)	21.4	16.2	17.7	16.5
부채비율 (%)	131.2	105.3	85.1	75.6
유동비율 (%)	112.1	115.1	113.2	108.5
순차입금/자기자본 (%)	43.9	38.4	32.6	31.4
조정영업이익/금융비용 (x)	22.5	12.4	22.4	5.9

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

LG화학 (051910)

높여가는 목표치와 커지는 기대감

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	930,000원
현재주가(23/5/26)	706,000원
상승여력	32%

투자포인트 (최근분기)

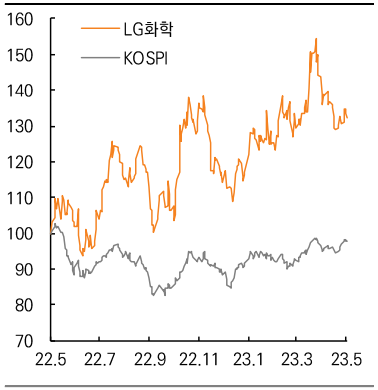
- 3대 신성장 동력(전지소재/친환경/신약) 2030년 매출 가이던스 30조원 → 40조원으로 상향
  - 전지소재 30조원, 친환경 비즈니스 8조원, 혁신 신약 2조원
- 우월한 양극재 마진: 메탈 가격 연동 계약 덕분에 판가 하락 및 수익성 감소에도 경쟁사 대비 높은 양극재 마진 기록
- 석유화학 흑자전환 전망: 고부가 제품(PVC/ABS 등) 위주의 수익성 개선을 필두로 2분기 흑자전환 전망. 성수기 진입 및 중국 리오프닝 수요 개선으로 인한 시황 회복 때문

리스크

- 중국 지표들의 더딘 개선과 아직 낮은 가동률 회복 필요
- 2분기 양극재 판가 하락

영업이익(23F,십억원)	4,079
Consensus 영업이익(23F,십억원)	3,870
EPS 성장률(23F,%)	66.0
P/E(23F,x)	18.0
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	49,838
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	66.6
외국인 보유비중(%)	48.0
베타(12M) 일간수익률	1.76
52주 최저가(원)	500,000
52주 최고가(원)	825,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.9	-2.1	32.2
상대주가	-5.7	-6.7	35.0



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	30,059	42,599	51,865	64,090	83,900	102,575
영업이익 (십억원)	1,805	5,026	2,996	4,079	8,146	8,544
영업이익률 (%)	6.0	11.8	5.8	6.4	9.7	8.3
순이익 (십억원)	513	3,670	1,845	3,063	6,207	6,487
EPS (원)	6,549	46,880	23,574	39,129	79,288	82,874
ROE (%)	2.9	18.5	6.9	9.4	17.0	15.4
P/E (배)	125.8	13.1	25.5	18.0	8.9	8.5
P/B (배)	3.6	2.2	1.5	1.6	1.4	1.2
배당수익률 (%)	1.2	2.0	1.7	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

LG화학 (051910)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**51,865**	**64,090**	**83,900**	**102,575**
매출원가	**41,878**	**53,020**	**68,764**	**87,040**
매출총이익	**9,987**	**11,070**	**15,136**	**15,535**
판매비와관리비	**6,991**	**6,991**	**6,991**	**6,991**
조정영업이익	**2,996**	**4,079**	**8,146**	**8,544**
영업이익	**2,996**	**4,079**	**8,146**	**8,544**
비영업손익	**-183**	**-152**	**-189**	**-227**
금융손익	-38	-154	-190	-229
관계기업등 투자손익	-46	0	0	0
세전계속사업손익	2,813	3,927	7,957	8,317
계속사업법인세비용	641	864	1,751	1,830
계속사업이익	2,171	3,063	6,207	6,487
중단사업이익	24	0	0	0
당기순이익	**2,196**	**3,063**	**6,207**	**6,487**
지배주주	1,845	3,063	6,207	6,487
비지배주주	350	0	0	0
총포괄이익	**2,135**	**3,063**	**6,207**	**6,487**
지배주주	1,801	2,384	4,830	5,049
비지배주주	334	679	1,377	1,439
EBITDA	6,392	7,778	12,013	12,668
FCF	-7,836	-504	-1,151	4,324
EBITDA 마진율 (%)	12.3	12.1	14.3	12.3
영업이익률 (%)	5.8	6.4	9.7	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	4.8	7.4	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**29,674**	**34,168**	**41,192**	**45,140**
현금 및 현금성자산	8,498	7,893	5,023	8,526
매출채권 및 기타채권	7,938	9,778	13,994	14,166
재고자산	11,881	15,488	22,166	22,438
기타유동자산	1,357	1,009	9	10
비유동자산	**38,299**	**39,464**	**41,737**	**43,652**
관계기업투자등	950	1,207	1,727	1,748
유형자산	29,663	30,648	32,223	34,305
무형자산	2,690	2,406	2,164	1,959
자산총계	**67,974**	**73,633**	**82,929**	**88,792**
유동부채	**16,460**	**18,340**	**21,205**	**21,322**
매입채무 및 기타채무	4,756	6,635	9,496	9,613
단기금융부채	3,812	3,814	3,818	3,818
기타유동부채	7,892	7,891	7,891	7,891
비유동부채	**14,033**	**15,532**	**16,540**	**16,581**
장기금융부채	12,193	13,193	13,193	13,193
기타비유동부채	1,840	2,339	3,347	3,388
부채총계	**30,493**	**33,872**	**37,745**	**37,903**
지배주주지분	**31,450**	**33,730**	**39,154**	**44,858**
자본금	391	391	391	391
자본잉여금	11,570	11,570	11,570	11,570
이익잉여금	19,142	21,422	26,846	32,550
비지배주주지분	**6,031**	**6,031**	**6,031**	**6,031**
자본총계	**37,481**	**39,761**	**45,185**	**50,889**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	25.5	18.0	8.9	8.5
P/CF (x)	6.7	7.1	4.6	4.4
P/B (x)	1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	9.1	8.7	5.9	5.3
EPS (원)	23,574	39,129	79,288	82,874
CFPS (원)	89,671	99,388	153,477	161,845
BPS (원)	401,768	430,892	500,176	573,046
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	32.2	23.0	11.4	10.9
배당수익률 (%)	1.7	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	21.8	23.6	30.9	22.3
EBITDA증가율 (%)	-18.8	21.7	54.4	5.5
조정영업이익증가율 (%)	-40.4	36.2	99.7	4.9
EPS증가율 (%)	-49.7	66.0	102.6	4.5
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.9	7.8	8.1
재고자산 회전율 (회)	5.1	4.7	4.5	4.6
매입채무 회전율 (회)	9.9	9.3	8.5	9.1
ROA (%)	3.7	4.3	7.9	7.6
ROE (%)	6.9	9.4	17.0	15.4
ROIC (%)	6.1	7.6	13.4	11.9
부채비율 (%)	81.4	85.2	83.5	74.5
유동비율 (%)	180.3	186.3	194.3	211.7
순차입금/자기자본 (%)	19.6	22.9	26.5	16.7
조정영업이익/금융비용 (x)	9.9	10.6	21.0	22.0

자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

금호석유 (011780)

포트폴리오 다각화의 좋은 예

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	180,000원
현재주가(23/5/26)	129,500원
상승여력	39%

투자포인트

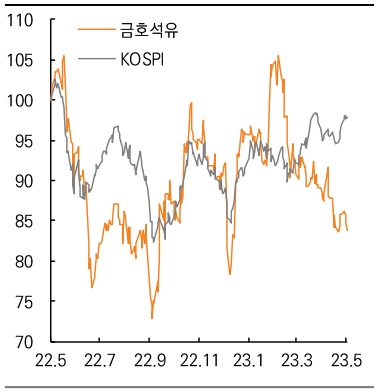
- 원료가 하락 및 포트폴리오 다각화로 실적 개선세 나타날 것
  1) 합성고무: BD 가격 하락 및 고부가 제품군의 선전으로 수익성 소폭 개선 예상
  2) 합성수지: ABS의 수익성 개선은 3분기부터로 예상. 그 전까지는 PS가 ABS 부진 상쇄
  3) 페놀: BPA 증설 물량이 많아 본격적인 반등은 어려우나, 수요 개선되며 차차 개선 전망
  4) 에너지: SMP 상한제 5월 미적용될 정도로 SMP는 이미 하락한 상황. 1분기보다는 감익 예상

리스크

- 가시성 있는 신성장 동력의 부재

영업이익(23F,십억원)	620
Consensus 영업이익(23F,십억원)	540
EPS 성장률(23F,%)	-24.8
P/E(23F,x)	5.6
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	3,796
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	55.1
외국인 보유비중(%)	21.2
베타(12M) 일간수익률	1.34
52주 최저가(원)	112,500
52주 최고가(원)	163,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	-11.9	-16.2
상대주가	-7.3	-16.1	-14.4



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	4,810	8,462	7,976	7,374	8,217	8,214
영업이익 (십억원)	742	2,407	1,148	620	1,064	1,140
영업이익률 (%)	15.4	28.4	14.4	8.4	12.9	13.9
순이익 (십억원)	583	1,965	1,025	754	1,278	1,411
EPS (원)	17,405	58,694	31,017	23,310	39,530	43,628
ROE (%)	20.2	47.8	19.1	12.7	18.8	17.6
P/E (배)	8.3	2.8	4.1	5.6	3.3	3.0
P/B (배)	1.5	1.1	0.7	0.7	0.6	0.5
배당수익률 (%)	2.9	6.0	4.3	3.1	3.1	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

금호석유 (011780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**7,976**	**7,374**	**8,217**	**8,214**
매출원가	**6,549**	**6,475**	**6,874**	**6,795**
매출총이익	**1,427**	**899**	**1,343**	**1,419**
판매비와관리비	**279**	**279**	**279**	**279**
조정영업이익	**1,148**	**620**	**1,064**	**1,140**
영업이익	**1,148**	**620**	**1,064**	**1,140**
비영업손익	**104**	**19**	**-5**	**22**
금융손익	1	-21	-5	21
관계기업등 투자손익	118	40	0	0
세전계속사업손익	1,252	639	1,059	1,162
계속사업법인세비용	226	-115	-220	-250
계속사업이익	1,026	754	1,279	1,411
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,026**	**754**	**1,279**	**1,411**
지배주주	1,025	754	1,278	1,411
비지배주주	0	0	1	1
총포괄이익	**1,002**	**754**	**1,279**	**1,411**
지배주주	1,002	754	1,278	1,411
비지배주주	0	0	1	1
EBITDA	1,392	870	1,308	1,379
FCF	86	554	1,310	1,450
EBITDA 마진율 (%)	17.5	11.8	15.9	16.8
영업이익률 (%)	14.4	8.4	12.9	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.9	10.2	15.6	17.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**2,744**	**3,442**	**4,671**	**6,013**
현금 및 현금성자산	567	732	1,896	3,237
매출채권 및 기타채권	710	930	953	953
재고자산	826	1,029	1,053	1,053
기타유동자산	641	751	769	770
비유동자산	**4,976**	**5,062**	**5,041**	**5,002**
관계기업투자등	757	890	911	911
유형자산	3,636	3,594	3,556	3,522
무형자산	44	37	32	27
자산총계	**7,719**	**8,505**	**9,711**	**11,015**
유동부채	**1,463**	**1,634**	**1,662**	**1,662**
매입채무 및 기타채무	603	709	726	726
단기금융부채	493	495	495	495
기타유동부채	367	430	441	441
비유동부채	**603**	**655**	**663**	**663**
장기금융부채	307	307	307	307
기타비유동부채	296	348	356	356
부채총계	**2,066**	**2,290**	**2,325**	**2,325**
지배주주지분	**5,652**	**6,213**	**7,384**	**8,686**
자본금	167	167	167	167
자본잉여금	378	378	378	378
이익잉여금	5,186	5,793	6,963	8,266
비지배주주지분	**1**	**2**	**2**	**3**
자본총계	**5,653**	**6,215**	**7,386**	**8,689**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.1	5.6	3.3	3.0
P/CF (x)	3.0	4.9	3.3	3.1
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	2.6	3.9	1.7	0.6
EPS (원)	31,017	23,310	39,530	43,628
CFPS (원)	42,622	26,183	39,720	41,924
BPS (원)	175,944	193,312	229,498	269,783
DPS (원)	5,400	4,000	4,000	4,000
배당성향 (%)	12.7	12.7	7.5	6.8
배당수익률 (%)	4.3	3.1	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	-5.7	-7.5	11.4	0.0
EBITDA증가율 (%)	-46.8	-37.5	50.3	5.5
조정영업이익증가율 (%)	-52.3	-46.0	71.5	7.2
EPS증가율 (%)	-47.2	-24.8	69.6	10.4
매출채권 회전율 (회)	10.5	9.3	9.0	8.9
재고자산 회전율 (회)	9.9	8.0	7.9	7.8
매입채무 회전율 (회)	16.5	17.1	16.6	16.2
ROA (%)	13.0	9.3	14.0	13.6
ROE (%)	19.1	12.7	18.8	17.6
ROIC (%)	23.3	16.5	27.7	30.0
부채비율 (%)	36.5	36.8	31.5	26.8
유동비율 (%)	187.6	210.6	281.1	361.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.3	-10.0	-24.4	-36.2
조정영업이익/금융비용 (x)	39.3	13.0	22.2	23.8

자료: 금호석유, 미래에셋증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

적자를 툭툭 털고 일어날 시간

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	240,000원
현재주가(23/5/26)	170,400원
상승여력	41%

투자포인트

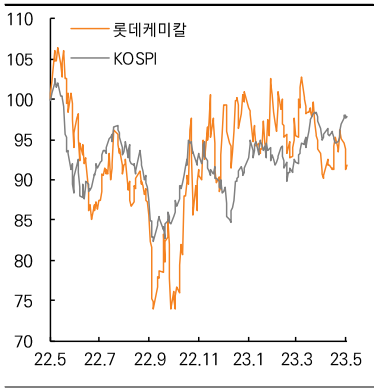
- 2Q23 흑자전환 전망. 업황의 반등 속도가 극적이지는 않으나, 점진적 회복 추세 예상
  1) 2분기 말부터 중국의 리오프닝 효과가 나타날 것으로 예상하며,
  2) LC USA는 MEG 스프레드 개선으로 흑자전환 예상하기 때문
- 동사 가동률은 90% 수준. 스프레드 회복은 가파른 실적 회복 속도를 의미
  - NCC 가동률은 이미 90%까지 올라왔으며, 특히 PE/PP/ABS/PET 등은 정상 수준
- 예상보다 빠른 실적 개선 속도. 올레핀 부문 흑자전환
  - 흑자전환 요인은 원료인 납사 가격 안정화 및 재고평가손익 환입으로 약 2,700억원 이익 개선

리스크

- 경쟁사들의 가동률 상향 조정 및 증설 물량 반영으로 인한 생산량 증가

영업이익(23F,십억원)	641
Consensus 영업이익(23F,십억원)	400
EPS 성장률(23F,%)	273.9
P/E(23F,x)	26.7
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,558.81
시가총액(십억원)	7,289
발행주식수(백만주)	43
유동주식비율(%)	44.8
외국인 보유비중(%)	25.6
베타(12M) 일간수익률	1.09
52주 최저가(원)	137,161
52주 최고가(원)	197,645

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	1.4	-9.0
상대주가	-1.7	-3.4	-7.1



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	12,223	18,120	22,276	23,204	25,371	25,261
영업이익 (십억원)	357	1,536	-763	641	1,873	1,882
영업이익률 (%)	2.9	8.5	-3.4	2.8	7.4	7.5
순이익 (십억원)	158	1,334	62	269	997	1,074
EPS (원)	4,398	37,014	1,709	6,392	23,318	25,102
ROE (%)	1.2	9.8	0.4	1.8	6.2	6.3
P/E (배)	59.8	5.6	104.4	26.7	7.3	6.8
P/B (배)	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	1.3	3.8	1.9	2.0	2.0	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

[정유/화학] 이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

롯데케미칼 (011170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**22,276**	**23,204**	**25,371**	**25,261**
매출원가	**21,993**	**21,517**	**22,452**	**22,334**
매출총이익	**283**	**1,687**	**2,919**	**2,927**
판매비와관리비	**1,046**	**1,046**	**1,046**	**1,046**
조정영업이익	**-763**	**641**	**1,873**	**1,882**
영업이익	**-763**	**641**	**1,873**	**1,882**
비영업손익	**370**	**-300**	**-610**	**-522**
금융손익	-75	-448	-610	-522
관계기업등 투자손익	253	160	0	0
세전계속사업손익	-393	341	1,263	1,360
계속사업법인세비용	-420	89	328	354
계속사업이익	28	253	935	1,006
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**28**	**253**	**935**	**1,006**
지배주주	62	269	997	1,074
비지배주주	-34	-17	-63	-67
총포괄이익	**298**	**253**	**935**	**1,006**
지배주주	280	196	725	780
비지배주주	18	57	210	226
EBITDA	185	2,319	3,795	3,948
FCF	-2,760	-5,208	94	150
EBITDA 마진율 (%)	0.8	10.0	15.0	15.6
영업이익률 (%)	-3.4	2.8	7.4	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.3	1.2	3.9	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**9,466**	**13,061**	**13,286**	**10,214**
현금 및 현금성자산	2,810	5,164	5,536	2,430
매출채권 및 기타채권	2,269	2,648	2,595	2,607
재고자산	2,549	3,198	3,134	3,149
기타유동자산	1,838	2,051	2,021	2,028
비유동자산	**17,318**	**21,891**	**22,891**	**23,843**
관계기업투자등	3,808	3,808	3,732	3,750
유형자산	10,726	15,427	16,614	17,642
무형자산	1,217	1,089	979	886
자산총계	**26,785**	**34,952**	**36,176**	**34,057**
유동부채	**6,384**	**10,133**	**10,579**	**8,591**
매입채무 및 기타채무	2,005	2,177	2,133	2,143
단기금융부채	3,943	7,448	7,947	5,947
기타유동부채	436	508	499	501
비유동부채	**3,136**	**6,242**	**6,227**	**5,230**
장기금융부채	2,505	5,505	5,505	4,505
기타비유동부채	631	737	722	725
부채총계	**9,520**	**16,375**	**16,805**	**13,821**
지배주주지분	**14,445**	**15,776**	**16,632**	**17,564**
자본금	171	214	214	214
자본잉여금	826	1,999	1,999	1,999
이익잉여금	13,139	13,289	14,145	15,077
비지배주주지분	**2,819**	**2,802**	**2,739**	**2,672**
자본총계	**17,264**	**18,578**	**19,371**	**20,236**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	104.4	26.7	7.3	6.8
P/CF (x)	9.8	3.8	2.2	2.1
P/B (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	63.2	7.0	4.3	4.2
EPS (원)	1,709	6,392	23,318	25,102
CFPS (원)	18,296	44,509	78,665	82,227
BPS (원)	400,900	368,804	388,814	410,609
DPS (원)	3,329	3,329	3,329	3,329
배당성향 (%)	427.6	56.0	15.1	14.1
배당수익률 (%)	1.9	2.0	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	22.9	4.2	9.3	-0.4
EBITDA증가율 (%)	-92.2	1,151.2	63.7	4.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	192.1	0.5
EPS증가율 (%)	-95.4	273.9	264.8	7.7
매출채권 회전율 (회)	11.2	10.3	10.5	10.6
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.1	8.0	8.0
매입채무 회전율 (회)	13.8	13.3	13.3	13.3
ROA (%)	0.1	0.8	2.6	2.9
ROE (%)	0.4	1.8	6.2	6.3
ROIC (%)	0.4	3.0	6.4	6.2
부채비율 (%)	55.1	88.1	86.8	68.3
유동비율 (%)	148.3	128.9	125.6	118.9
순차입금/자기자본 (%)	16.1	33.4	32.8	31.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.1	1.2	2.4	3.0

자료: 롯데케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

[결론] 하반기 섹터 선호도: 정유 〉 화학 〉 태양광

태양광



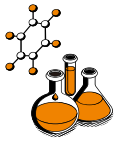
- 전반적인 시황은 약세를 예상. 1) 전년대비 천연가스 가격 조정, 2) 폴리실리콘 증설, 3) 경기 둔화 우려
- 폴리실리콘이 증설 물량으로 인해 글로벌 수요 전망치 대비 오버 캐파가 된 첫 해. 가격 약세 지속 전망
- 폴리실리콘-웨이퍼-셀의 약세에도, 전력 가격과 상관관계가 높은 모듈은 상대적으로 약세 영향 적을 것
- 기존 사업이 아닌 새로운 수익원에 주목해야. 1) 발전 자산 매각, 2) IRA, 3) 비중국 폴리실리콘

정유



- 국제유가 보합 전망: 상단과 하단이 제한되는 박스권 예상. 정유/화학 산업의 피드스탁 가격 안정화
- 정제마진 반등 예상. 드라이빙 시즌, 항공유 수요 증가, 중국 경기부양책 등 수요 감소 우려 해소 전망
- IEA/EIA/OPEC: 중국 리오프닝 효과로 인해 원유 수요 전망치 지속 상향 중. 역대 최고치 경신 중
- 중국 석유제품 수출 쿼타 발표 =/= 수출량 확대. 내수 수요 증가로 수출량 감소 전망

화학



- 확실한 바닥은 1분기였을 것으로 판단. 다만 반등의 속도는 느리므로 조심해야할 필요
- 일부 스프레드(MEG, HDPE 등)에서 나타나고 있는 반등의 기미가 전체 화학 업종으로 확산 전망
- 하지만 1) 증설 및 가동률 상향 물량 소화 필요하며, 2) 중국 소비 장려 경기부양책이 선행되어야

Top Picks

- SK이노베이션: SKON, 2분기 흑자전환 전망 유지. 정유 시황 바닥 구간
- OCI: 폴리실리콘 약세에서도 빛날 비중국 폴리실리콘 가격 강세

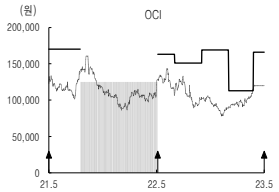
Compliance

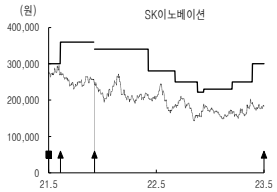
투자의견 및 목표주가 변동추이

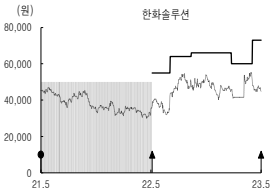
제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI (010060)				
2023.04.20	매수	166,000	-	-
2023.01.26	매수	113,000	-13.20	2.04
2022.10.27	매수	169,000	-44.92	-37.28
2022.07.27	매수	151,000	-27.50	-11.92
2022.05.30	매수	163,000	-22.30	-11.96
2021.09.10	분석 대상 제외		-	-
2021.04.29	매수	170,000	-29.66	-17.06
SK이노베이션 (096770)				
2023.04.17	매수	300,000	-	-
2023.02.08	매수	250,000	-32.30	-18.80
2022.11.03	매수	230,000	-27.65	-19.57
2022.10.13	매수	222,000	-26.48	-17.34
2022.07.29	매수	250,000	-27.15	-15.80
2022.04.29	매수	280,000	-28.57	-12.86
2021.10.28	매수	340,000	-35.36	-20.00
2021.10.27	분석 대상 제외		-	-
2021.07.05	매수	360,000	-29.69	-23.06
2021.01.08	Trading Buy	300,000	-11.16	5.83
한화솔루션 (009830)				
2023.04.28	매수	73,000	-	-
2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18
2020.11.25	분석 대상 제외		-	-
S-Oil (010950)				
2023.04.27	매수	94,000	-	-
2023.01.19	매수	114,000	-28.12	-20.09
2022.04.07	매수	133,000	-28.69	-8.65
2022.01.27	매수	121,000	-26.20	-16.53
2021.10.28	매수	140,000	-34.84	-26.79
2021.10.27	분석 대상 제외		-	-
2021.07.05	매수	130,000	-22.96	-11.54
2021.01.08	매수	100,000	-12.81	6.00
LG화학 (051910)				
2023.04.28	매수	930,000	-	-
2023.02.01	매수	840,000	-14.94	-1.79
2022.11.24	매수	950,000	-31.93	-22.11
2022.11.01	매수	760,000	-7.86	-3.03
2022.07.28	매수	750,000	-18.58	-10.53
2022.04.28	매수	650,000	-17.09	-9.38
2022.02.09	매수	940,000	-43.53	-29.68
2022.01.14	매수	980,000	-32.35	-27.86
2021.10.28	매수	1,030,000	-29.91	-18.83
2021.10.27	분석 대상 제외		-	-
2021.06.04	매수	1,200,000	-32.34	-25.17
2021.02.19	매수	1,400,000	-38.29	-31.00
금호석유 (011780)				
2022.11.04	매수	180,000	-	-
2022.08.05	매수	160,000	-19.34	-13.13
2022.05.04	매수	200,000	-28.99	-18.50
2022.02.11	매수	220,000	-29.71	-26.14
2021.10.28	매수	260,000	-35.40	-26.92
2021.10.27	분석 대상 제외		-	-
2021.07.05	Trading Buy	260,000	-23.77	-14.04
2021.01.08	중립	180,000	29.83	64.44
롯데케미칼 (011170)				
2023.05.12	매수	240,000	-	-
2022.08.08	매수	224,792	-23.97	-15.12
2022.05.16	매수	242,889	-26.82	-18.63
2022.02.09	매수	276,227	-30.05	-21.03
2021.10.28	매수	295,277	-29.74	-24.35
2021.10.27	분석 대상 제외		-	-
2021.07.05	매수	333,377	-27.61	-21.71
2021.01.08	매수	361,953	-23.30	-13.68

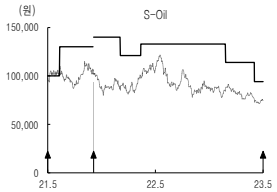
* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

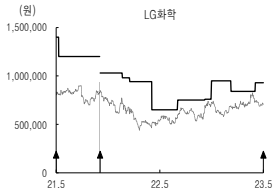
Compliance

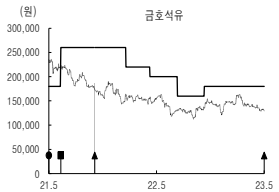


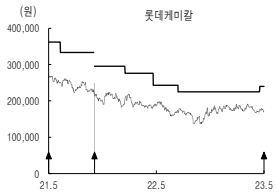












투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 S-Oil,한화솔루션,OCI,금호석유,LG화학,SK이노베이션,롯데케미칼 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 금호석유 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 롯데케미칼의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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