

[2024 하반기]

정유/화학/에너지/Overweight

없으면 뭔가 짹짹할 하반기

[정유/화학/에너지] 전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 산업분석	4
II-1. 화학: 없으면 찹찹할, 턴어라운드 구간	5
II-2. 정유: 잠시 쉬어 가는 국면	17
II-3. 태양광: 업황 전환의 트리거가 될 중국 스탠스 변화	28

[기업분석]

롯데케미칼(011170)	39
대한유화(006650)	45
효성첨단소재(298050)	50
유니드(014830)	56
한화솔루션(009830)	61

Summary

[화학] 없으면 짹짹할, 턴어라운드 구간

- '21년 하반기부터 3년째 지속되어 온 석유화학 다운사이클은 '24년 상반기를 저점으로, 하반기는 점차 바닥 다질 전망
- 누적된 공급과잉이 해소되기까지 어느 정도 시간 소요될 수밖에 없어 업황 회복 속도가 가파르지는 않겠지만, 이제는 길었던 증설 사이클이 종료되고 절대적 증설 물량이 줄어든다는 점에 더 의의를 놓고 시장을 바라볼 필요가 있다는 판단
- 1)공급과잉 국면 종료, 2)중국의 적극적인 경기 부양책으로 인한 수요 회복, 3)유가 안정화 등의 펀더멘털 여건에 근거해 하반기 턴어라운드 국면 진입 예상. 특히 주요 업체들의 4)밸류에이션도 역사적 최하단을 돌파한 만큼 하반기 석유화학 업종 포지션을 비우기는 상당히 짹짹한 구간이 될 것
- 석유화학 업종 매수 전략 필요. 다만, 생각보다 더딜 업황 회복 속도와 중국의 높아진 자급률을 감안했을 때 Upstream 업체들은(롯데케미칼, 대한유화) Buy & Hold 전략보다는 주가 업사이드 리스크 관리 차원에서 PBR 상단을 정해 놓고 접근 필요. 분기 및 연간으로 이익 성장세 두드러지고 신규 성장 모멘텀 갖춘 Specialty Downstream 업체들은 단기는 물론, 중장기 관점에서도 계속 가져가는 전략 추천. 대표적으로 효성첨단소재, 유니드

[정유] 잠시 쉬어 가는 국면

- '22~23년에 이어 '24년 역시 연간으로는 글로벌 석유제품 수요가 신규 정제설비 물량을 상회하며 견조한 시장 지속될 것으로 전망. EV 침투율 확대에 의한 휘발유 수요 둔화, 탄소배출과 관련된 정량 및 정성적 압박 등으로 투자가 제한적으로 이뤄짐에 따라 신규 설비의 유입 규모가 글로벌 원유 수요를 하회하는 이 같은 추이는 '25~'28년까지 중장기적으로 이어질 것
- 다만, '24년 하반기는 올해 예정되어 있던 신규 정제설비들의 상업생산이 대거 예정되어 있어 단기적으로는 공급 부담 높아지며 잠시 쉬어 가는 국면. 또한 11월 대선 앞둔 바이든 행정부는 원유 SPR 방출에 이어 드라이빙 시즌 동안 휘발유 비축유도 방출하는 등 유가(=물가) 안정화 위해 진심으로 고군분투 중. 이는 유가 및 정제마진 상단을 제한하는 또 하나의 요인이 될 수밖에 없어 정유 업황에 우호적이진 않음

[태양광] 하반기 업황의 트리거가 되어 줄 중국 스탠스 변화

- '22년 하반기부터 지속되어 온 중국의 밀어내기 전략으로 글로벌 과잉재고 심각. 특히 한화솔루션의 주력 시장인 미국 내 모듈 재고는 연간 총 수요와 비슷한 41GW 내외로 추정. 참고로 유럽은 중국산 수입 물량만 고려하더라도 '24년 말 기준 모듈 재고는 연간 수요의 약 3배 달하는 140GW 수준으로 추정. 이처럼 글로벌 공급과잉 및 그에 따른 과잉재고는 업황에 있어 최대 부담 요인
- 그러나 최근 중국 태양광 업체들의 자발적인 구조조정 논의 등 스탠스 변화에 주목. 시진핑 주석도 이를 직접적으로 언급하며 구조조정 독려하는 모습. 이들의 최근 변화는 이제 더 이상 밀어내기가 어려운 여건이기 때문. Longi, JA Solar 등 주요 업체들의 적자 기조 이어지고 있는 것도 한 몫. 하반기 태양광 관심 필요

[산업분석]

I . Summary	3
II . 산업분석	4
II -1. 화학: 없으면 찹찹할, 턴어라운드 구간	5
II -2. 정유: 잠시 쉬어 가는 국면	17
II -3. 태양광: 업황 전환의 트리거가 될 중국 스탠스 변화	28

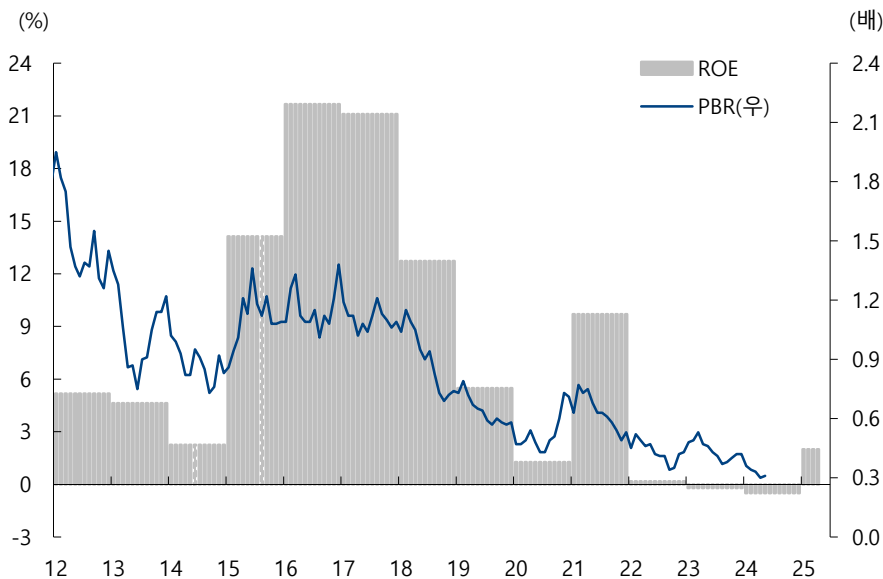
[산업분석]

II-1. 화학: 없으면 짹짹할, 턴어라운드 구간

[화학] 없으면 짹짹할, 턱어라운드 구간

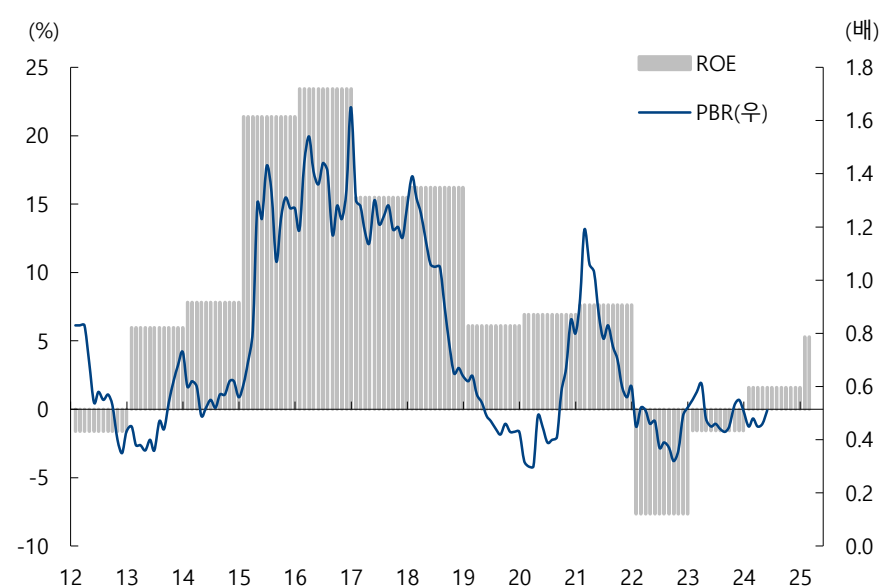
- '21년 하반기부터 약 3년째 지속되어 온 금번 석유화학 다운사이클은 '24년 상반기를 저점으로, 하반기 점차 바닥 다져갈 것으로 예상
- 에틸렌 기준 '21~23년 연간 평균 약 1,000만톤을 상회했던 신규 증설물량이 '24년에는 500만톤 내외로 대폭 줄어들고, PE 또한 '21~23년 평균 700만톤 규모에서 절반 가량 줄어든 330만톤으로 각 제품 모두 글로벌 전체 수요와 엇비슷한 수준으로 증설 규모 축소 예상
- 지난 3년 동안 누적된 공급과잉이 해소되기까지 어느 정도 시간이 소요될 수밖에 없어 업황의 회복 속도가 그리 가파르게 나타나진 않을 듯. 그러나 길었던 증설 사이클이 종료되는 국면이고, 절대적인 증설 물량 자체도 줄어든다는 점에 더 의의를 놓고 시황을 바라볼 필요가 있다는 판단
- 1)공급과잉 종료, 2)중국 적극적인 경기 부양책으로 인한 수요 회복, 3)유가 안정화 등의 펀더멘털 여건에 근거해 하반기 석유화학 업황 턱어라운드 구간 진입 전망. 특히 주요 업체들의 4)밸류에이션도 역사적 최하단을 돌파한 만큼 포지션을 비우기엔 상당히 짹짹한 구간. 화학업종 매수 전략 필요

<그림1> 롯데케미칼 ROE-PBR 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림2> 대한유화 ROE-PBR 추이

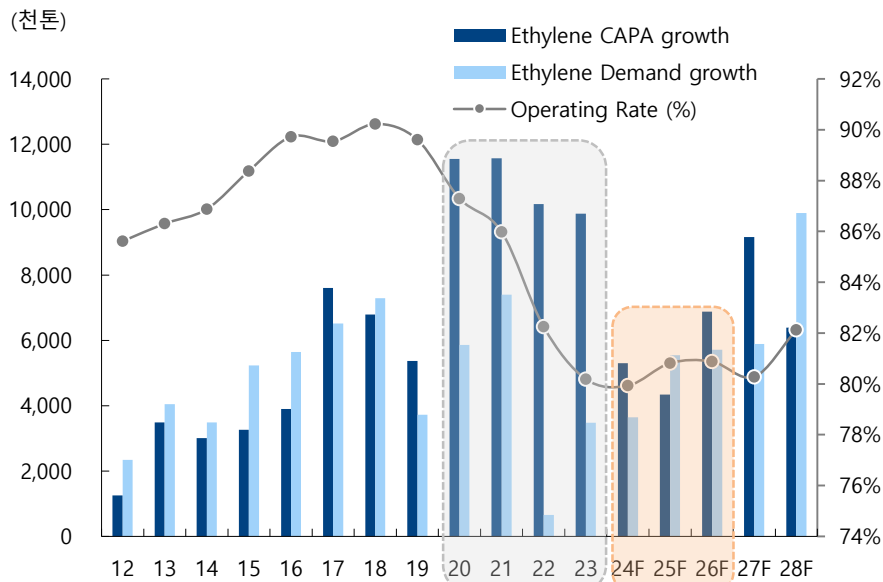


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

1. 증설 사이클 종료 및 절대적인 공급 물량 감소 : 에틸렌/PE

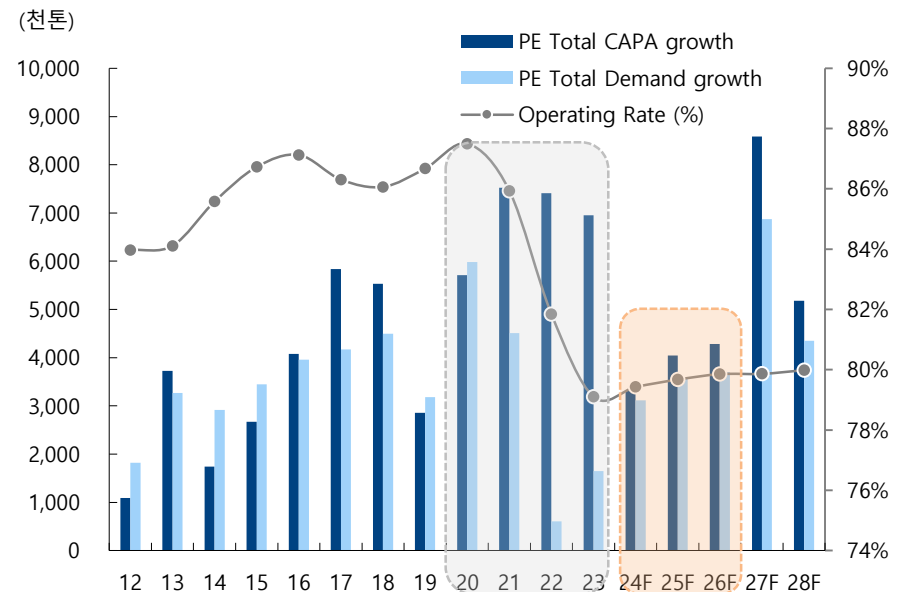
- '20~23년 석유화학 산업은 대규모 증설 물량 유입이 본격화되며 다운사이클 진입. 특히 금번 증설은 중국, 베트남 등 아시아 지역 주도로 이뤄졌음. 이에 NCC 설비가 대규모로 유입됨에 따라 에틸렌 체인 뿐만 아니라 프로필렌 및 다운스트림 체인 전반에서의 공급 부담 증가
- 가장 대표적인 석유화학 제품 **에틸렌 및 PE**는 이번 증설 사이클에서 에틸렌 기준 증설 물량이 연간 평균 1,000만톤(수요 증가 약 430만톤)을 상회. 그러나 그 물량이 '24년에는 500만톤, '25년 430만톤 내외로 대폭 감소. 폴리에틸렌 또한 연간 평균 700만톤 넘어섰던 증설(수요 증가 310만톤) 물량이 '24년 330만톤, '25년 400만톤으로 확실히 줄어들 것
- 회복 속도가 문제이긴 하나, 길고 길었던 증설 사이클이 종료되고 절대적인 증설 물량이 줄어든다는 점에 더 의의를 놓고 접근할 필요

<그림3> 에틸렌 증설 및 수요 증가 규모 비교



자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 폴리에틸렌 증설 및 수요 증가 규모 비교

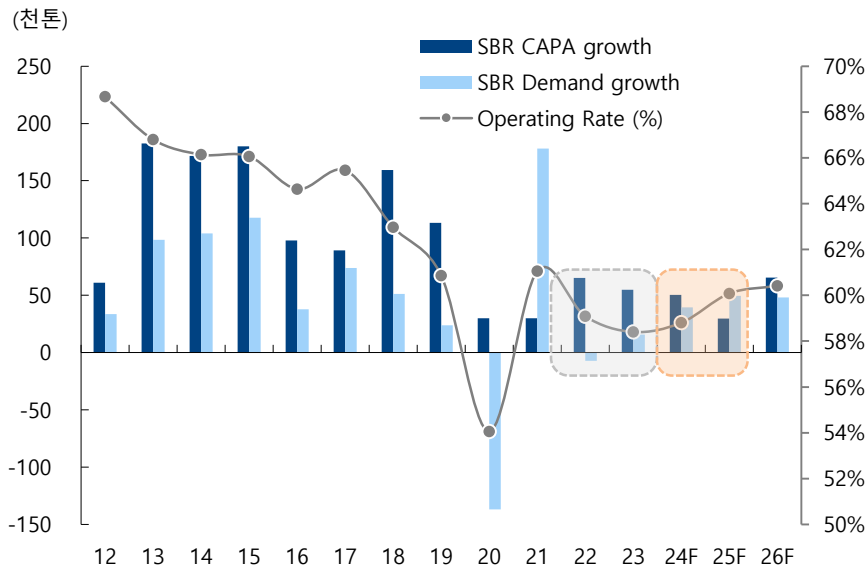


자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

증설 사이클 종료 및 절대적인 공급 물량 감소: BR/SBR, ABS

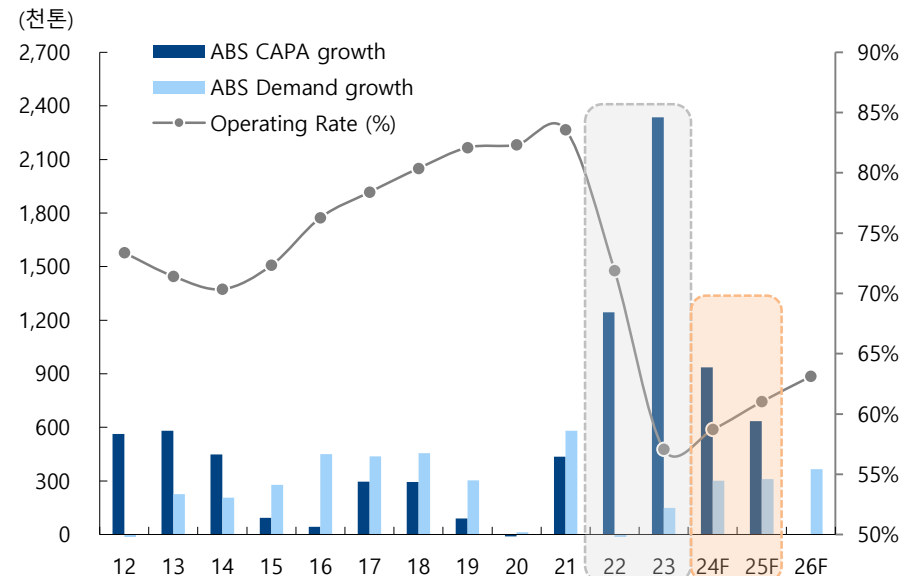
- BR/SBR: '10년대 초반 공급과잉으로 한바탕 대규모 구조조정이 진행됐던 고무 체인은 아직까지 대규모 신규 증설의 움직임은 보이지 않고 있음. 오히려 최근 중국/북미 타이어 판매량 증가로 수요가 호조 보이고 있어 '24년 하반기 다른 체인들 대비 더욱 두드러지는 업사이클 경험할 수 있을 듯
- ABS: '24년 수요 30만톤을 초과하는 약 90만톤의 신규 공급 예정돼 있어 여전히 공급과잉 국면. 그러나 '22년 120만톤, '23년 230만톤 대비로는 절대적인 증설 물량 감소하는 국면. 또한 자동차/가전제품 등의 주요 원재료로 활용되는 ABS는 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따른 내구재 수요 창출 효과로 수급밸런스는 '23년 대비 개선될 것으로 전망
- 단, NCC 외에 PDH 설비가 추가로 유입되는 C3 체인의 경우 '24년까지도 초과 증설 사이클은 지속돼 시황 회복 시기는 C2 대비 다소 늦어질 것으로 예상되며 Phenol/BPA 시황 역시 비슷한 모습

<그림5> SBR 증설 및 수요 증가 규모 비교



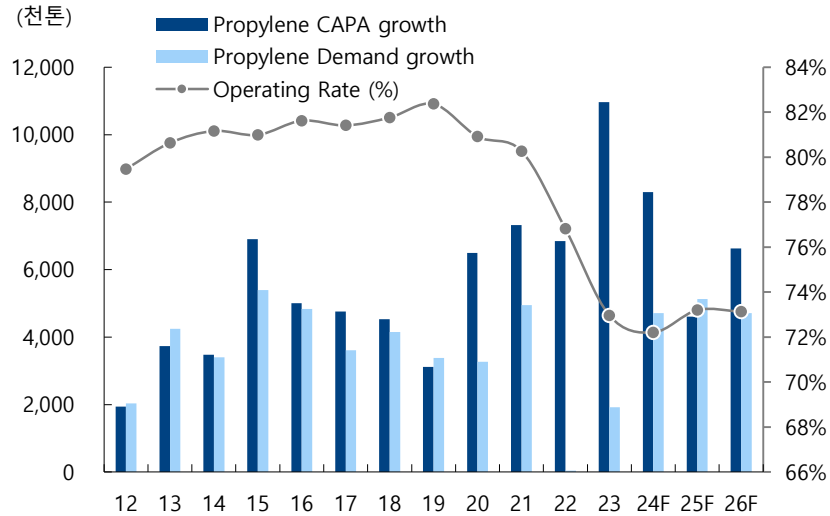
자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> ABS 증설 및 수요 증가 규모 비교



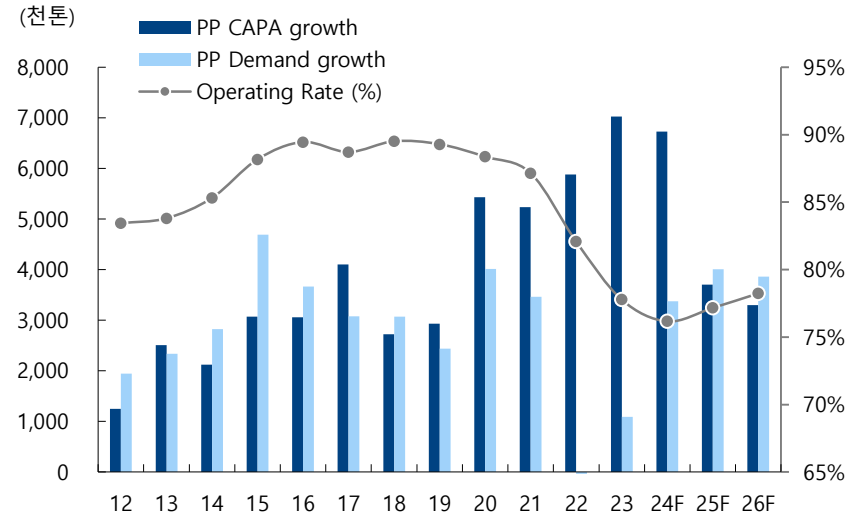
자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림7> 프로필렌 증설 및 수요 증가 규모 비교



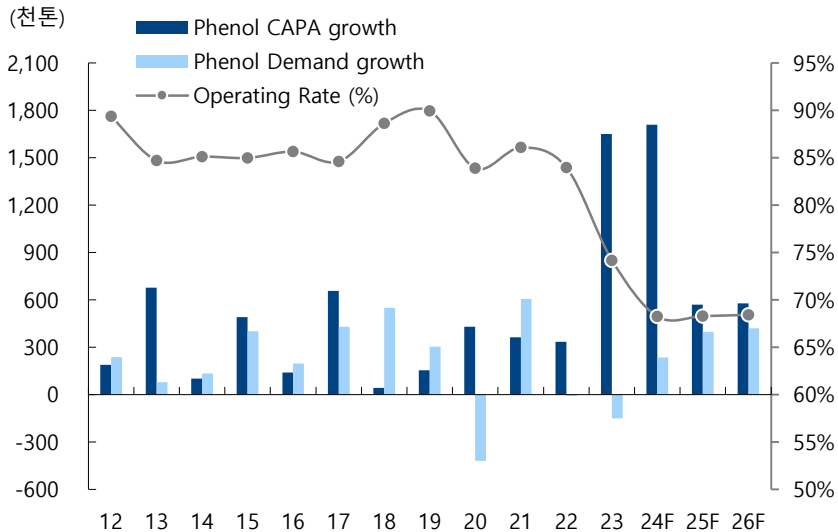
자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> PP 증설 및 수요 증가 규모 비교



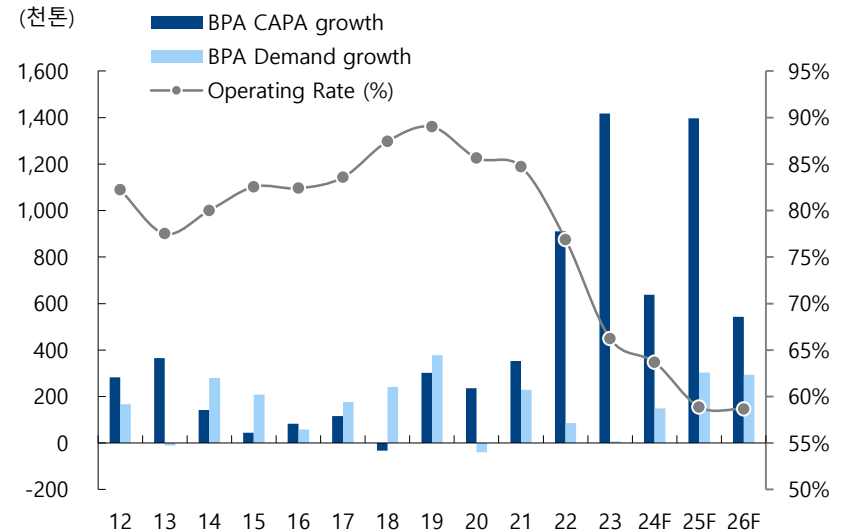
자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> Phenol 증설 및 수요 증가 규모 비교



자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

<그림10> BPA 증설 및 수요 증가 규모 비교



자료 : IHS, 하이투자증권 리서치본부

2. 중국 부양책, 그래도 이번에는 진짜 다를지도...

- 지난 3년 동안의 다운사이클에서 중국 부양책에 대한 기대감은 단기이라도 업황 회복의 희망을 갖게 해주는 유일한 요인이었음. 그러나 신규 수요를 창출하기에는 그 강도가 크지 않았고, 매년 지속된 증설 러쉬와 누적된 공급과잉에 의해 그 효과가 상쇄되기도 했음
- 올해도 중국 정부는 어김없이 지준율 인하와 더불어 내수 경기 부양을 위한 정책들을 발표. 내구재 소비를 촉진하기 위한 정책으로는 노후화된 제조 설비 및 낡은 소비재를 새로운 것으로 교체해 신규 투자와 소비를 유도하는 이구환신(以旧换新) 정책이 대표적인 사례
- 과거에도 이구환신 정책이 실행되긴 했으나, 소비 진작과 내수 확대에만 초점을 두고 있었음. 이번에 업데이트된 정책은 소비 및 투자 확대를 동시에 도모하려는 전략. 예를 들어 단순히 신제품이나 설비로 교체하는 것을 넘어 녹색 저탄소/스마트 지능화 등의 기능을 갖춘 제품 또는 설비를 구입하는 경우 각각 보조금과 투자세액 환급 등을 지원하는 형태

<그림11> '이구환신' 정책의 주요 내용

1. 설비 교체 사업

- a. 공업, 농업, 교통, 교육, 문화, 관광, 의료 등 7대 분야를 중심으로 진행
- b. 교체주기에 기반해 전통 산업(석유화학, 전력, 화공업 등) 설비 개선 및 기술 업그레이드
- c. 중점 생산설비, 에너지 사용설비, 배전·발전 설비 등이 해당
- 2023년 기준 중국의 중요 산업(공업, 농업) 등 설비 투자 규모는 4.9조위안 향후 교체 수요 증가 전망

2. 소비재 구매 사업

- a. 자동차, 가전, 가구 등 내구소비재를 대상으로 추진
- 2023년 기준 민간 자가용 보유량은 3.4억대, 가전 보유량은 30억대 상회
- 부품 공급 업체, 물류 서비스 업체, A/S업체 등 전후방 산업 역시 수혜 예상
- b. 친환경스마트 가전 구매에 대한 보조금 확대
- c. 폐가전 회수율 높일 수 있는 체계 구축
- 폐기 물품 및 생산설비의 재활용을 위한 재활용 순환시스템 구축 통해 폐기 물품 거래 활성화 도모

자료 : 한국은행, 하이투자증권 리서치본부

<그림12> '이구환신' 정책의 세부 목표

부문	정책 목표	현재 수준	목표 수준	잠재 성장률
1. 중점 분야 설비 투자 규모	YoY +25% 이상	6.3조 위안	7.8조 위안	5.70%
2. 중점 업종 주요 에너지 사용 설비	에너지 효율은 기본적으로 에너지 절약 수준에 도달	-	-	-
3. 환경보호성과 A급에 도달한 생산 능력의 비율	대폭 증가	-	-	-
4. 규모 이상 공업 기업의 디지털 연구개발 설계 장비 보급률	90% 이상	76.90%	90% 이상	연평균 2.6%
5. 규모 이상의 공업기업 핵심 공정 수치 제어율	75% 이상	69.20%	75% 이상	연평균 3.2%
6. 폐차 회수량	YoY +200%	399만대	798만대	18.90%
7. 중고차 거래량	YoY +45%	1,481만대	2,670만대	9.70%
8. 폐가전제품 회수량	YoY +30%	450만톤	585만톤	6.80%

자료 : 한국은행, 중국 국가발전개혁위원회, 중국 상무부, 하이투자증권 리서치본부

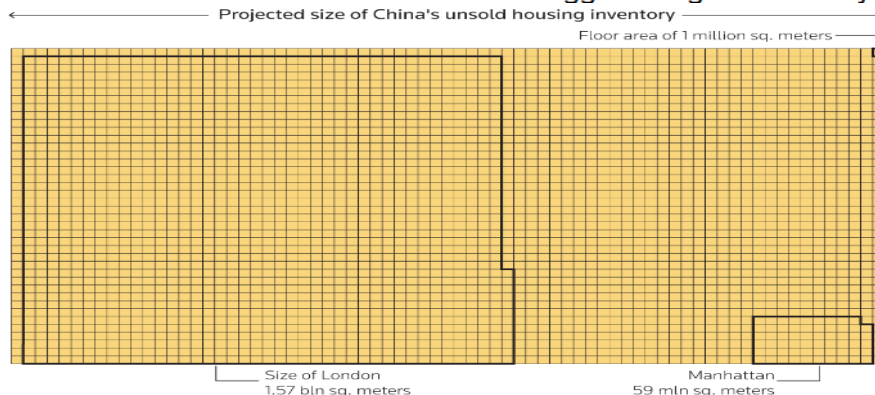
부동산 부양에 미온적이었던 과거와 달리, 최근엔 매우 적극적인 기조

- 이번에 특히 눈에 띄는 내용은 부동산 부양 정책인데, 지금까지 중국 정부는 지방 정부의 부채 부담과 좀비 기업 구조조정을 위해 선불리 부동산 시장 부양에 나서지 못하고 있었음. 오히려 장기 LPR 금리는 그대로 유지하고 1년 단기 LPR 금리 소폭 인하에 그치거나, 부채비율이 과도하게 높은 일부 부동산 개발 업체들을 구제하지 않으며 자연스러운 구조조정을 유발하는 모습이었음
- 그러나 '24년 5월 들어 부동산 부양에 대한 기조는 사뭇 달라진 분위기 포착
- 대표적으로 1)상해 등 주요 도시 주택 구매 수 규제 완화, 2)개인 주택 대출금리 인하, 3)대출 금리 하한선 폐지, 4)첫 번째 또는 두 번째 주택 구매 시 계약금 최소 비율 하향 등의 세부 정책을 통해 부동산 시장 부양에 적극적으로 힘쓰는 모습. 심지어 최근 Bloomberg 보도에 따르면 5)지방 정부가 미분양 주택을 매입하는 방안도 검토되고 있는 것으로 파악

<그림13> 중국 미분양 주택 지방정부 매입 검토 및 중국 내 미분양 주택 규모

China Considers Government Buying of Unsold Homes to Save Property Market

- Beijing is seeking feedback on preliminary proposal: people
- Move comes as officials vow to address biggest drag on economy



자료 : Bloomberg, Reuters, 하이투자증권 리서치본부

<그림14> '24년 5월 발표된 중국 부동산 부양 관련 주요 정책

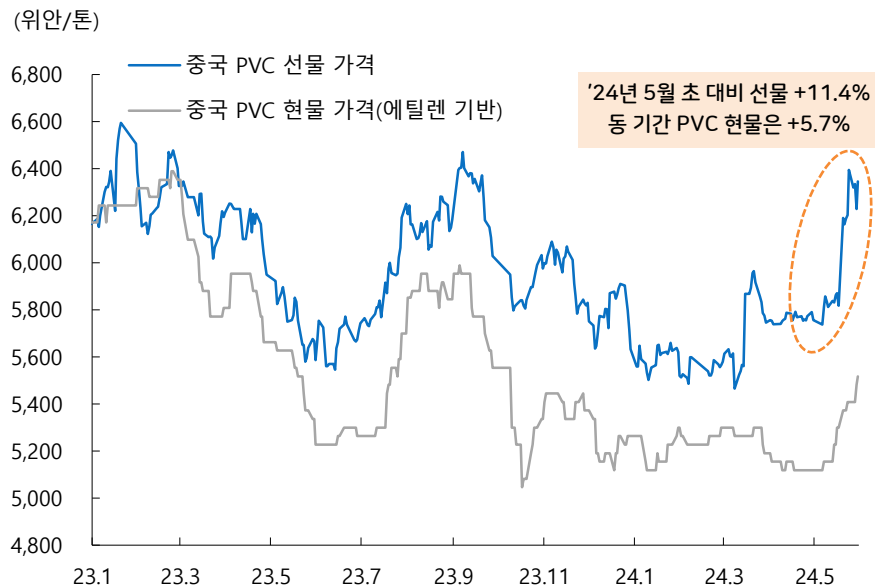
구분	내용
중국 정부	부동산 부양책 다수 발표 a. 주요 도시 주택 구매 수 규제 완화 b. 개인 주택 공적자금 대출 금리 25bp 인하 c. 첫/두번째 주택구매 상업 대출 금리 하한선 철폐 d. 1/2주택 구매 계약금 최소비율 하향 조정 : 첫 주택 15%, 두 번째 주택 25%로 조정
상하이 정부	1. 정부 부양책(2024.05.17)의 지역 도시로의 확장 시작 a. 1주택 구매 계약금 최소비율 30% → 20% b. 2주택 구매 계약금 최소비율 50% → 35% 2. '부동산 이구환신' 정책 a. 2000년 이전 준공된 70㎡ 이하 1주택 소유자가 상하이 외곽 신규 주택 구매 시 최대 3만 위안 보조금 지급

자료 : 한국은행, 언론 종합, 하이투자증권 리서치본부

선물 시장에서 이미 반영되고 있는 부동산 부양 기대(feat. PVC)

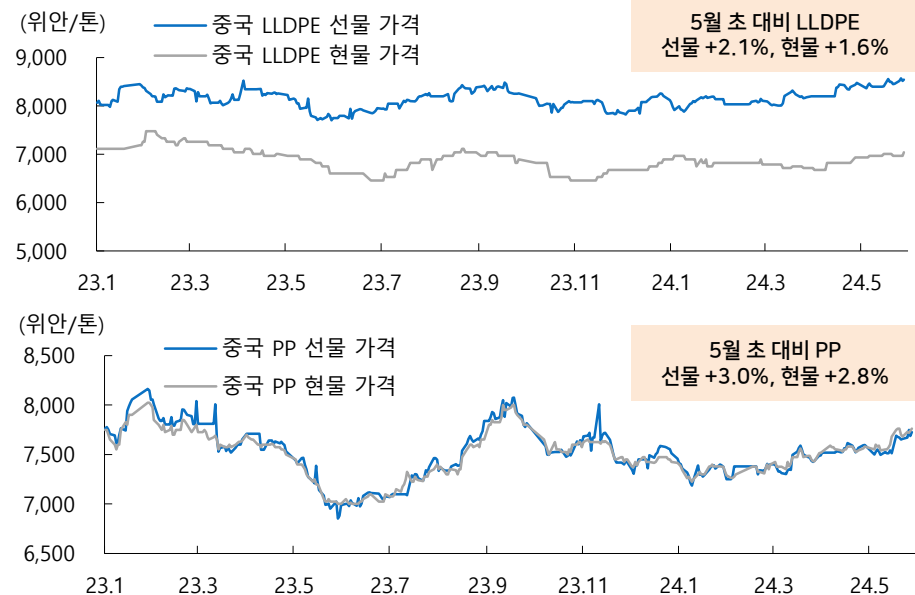
- 부동산 시장 부양에 대한 정부의 기조가 달라졌다는 점이 금번의 중국 부양책이 과거와는 다를 것이라 기대하는 가장 주요한 이유임
- 최근 중국 부양책에 따른 수요 회복 기대감은 주요 석유화학 제품 선물 가격 움직임에서도 나타남
- 특히 부동산 구매 규제 완화와 대출금리 인하 등의 부양책 발표 이후 상하이를 시작으로 5월 중순~말에 걸쳐 실제 실행되기 시작. 이와 동시에 중국 선물 시장에서 PVC 가격의 큰 폭 상승이 눈에 띈. 5월 초 톤당 5,738위안(789달러)에서 5월 말 6,395위안(880달러)으로 +11.4% 상승함. 반면, 현물 시장에서의 에틸렌 기반 PVC 가격은 동 기간 +5.7% 상승에 그쳤음
- PVC 전방 수요의 약 70% 이상이 건설 및 부동산에 활용됨을 감안하면, 이는 부동산 부양에 대한 기대감이 일부 반영된 움직임으로 해석
- 참고로 PE, PP, SBR 등 다른 석유화학 제품가격도 선물시장에서 상승세 보이긴 했으나 현물 대비 상승 폭의 괴리는 그리 크지 않았음

<그림15> 중국 PVC 현물 및 선물 가격 추이 비교



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

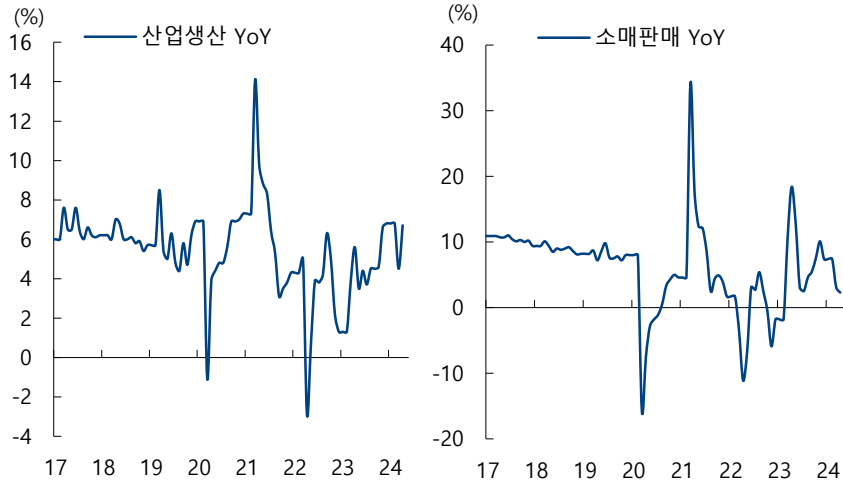
<그림16> PE/PP 현물 및 선물 가격 추이 비교



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

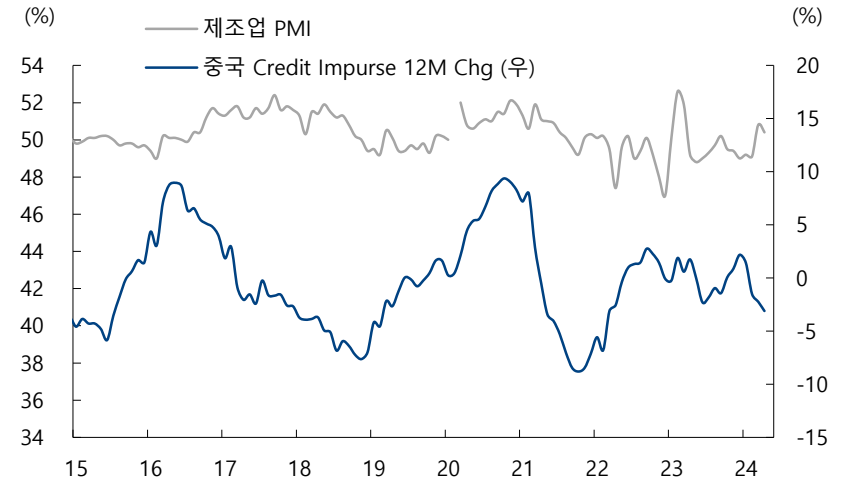
중국 경기 관련 주요 지표

<그림17> 중국 산업생산 및 소매판매 YoY 증가율 추이



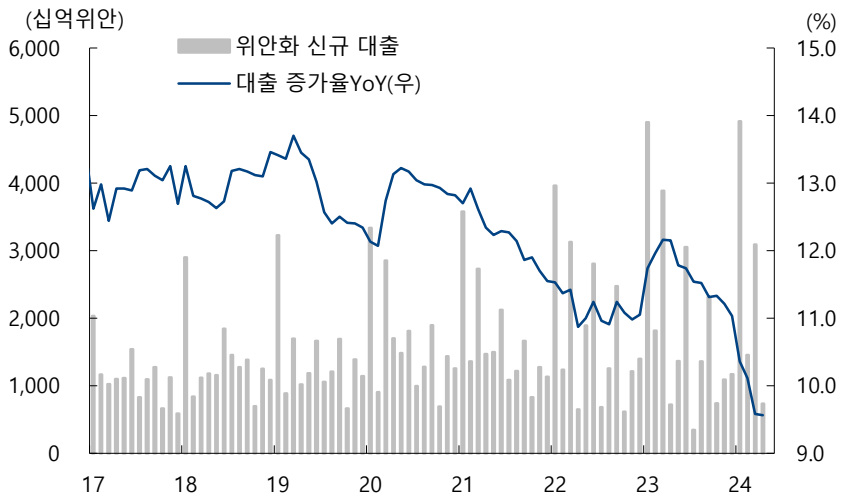
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림18> 중국 제조업 PMI 및 Credit Impulse YoY 증가율 추이



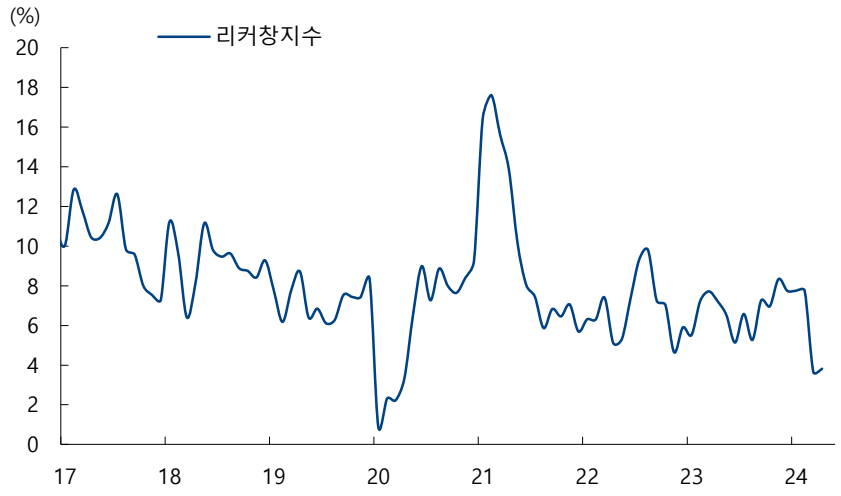
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주 : 2020년 2월 제조업 PMI = 35.7%

<그림19> 중국 위안화 기준 신규 대출액 및 대출 YoY 증가율 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

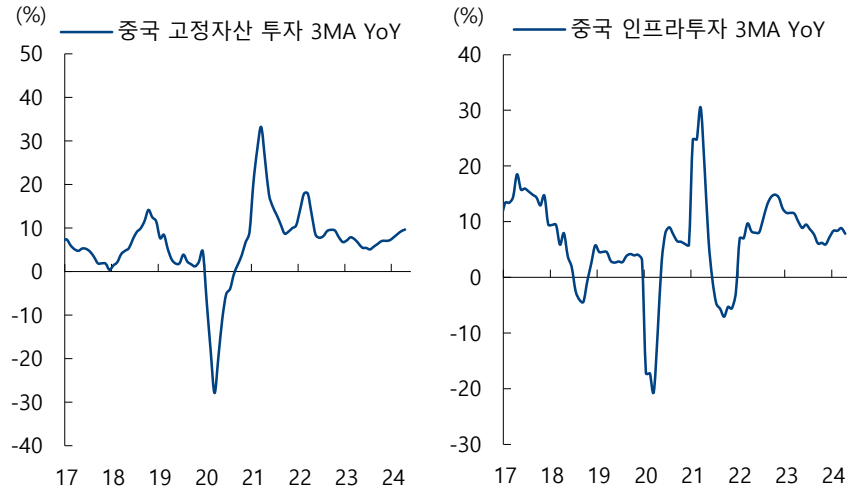
<그림20> 중국 리커창 지수 YoY 증가율 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

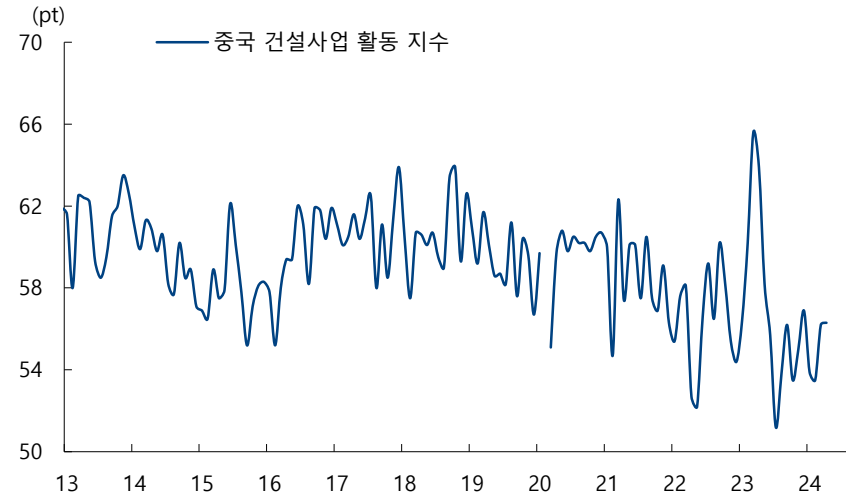
중국 부동산 관련 주요 지표

<그림21> 중국 고정자산 및 인프라 투자 YoY 증가율 추이



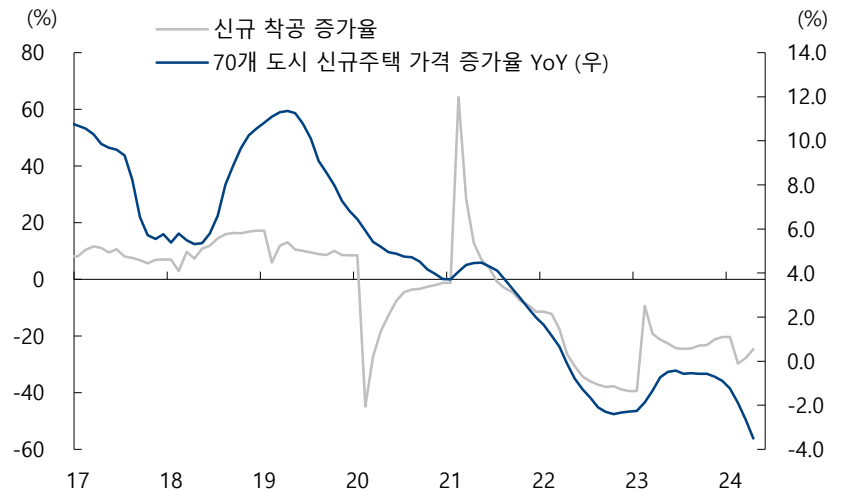
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림22> 중국 건설사업 활동 지수 추이



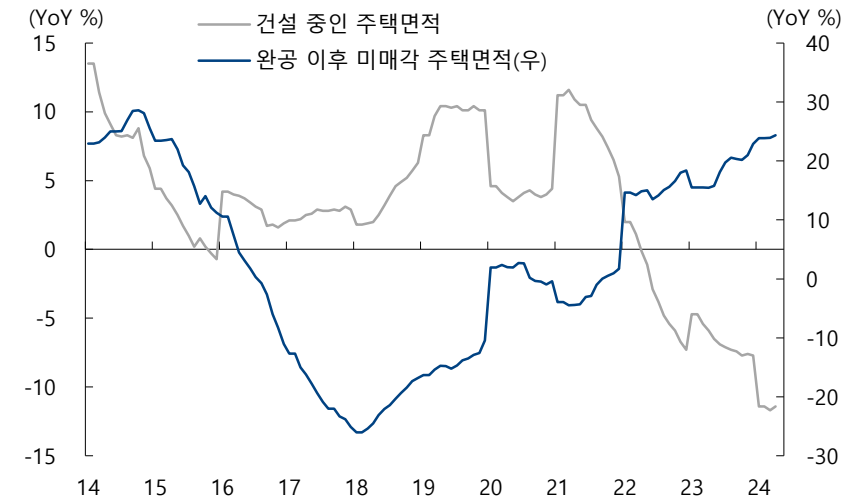
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주 : 2020년 2월 = 26.6pt

<그림23> 중국 신규 착공 증가율 및 70개 도시 신규주택 가격 증가율 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림24> 중국 건설 주택면적 및 완공 이후 미매각 주택면적 증가율 추이

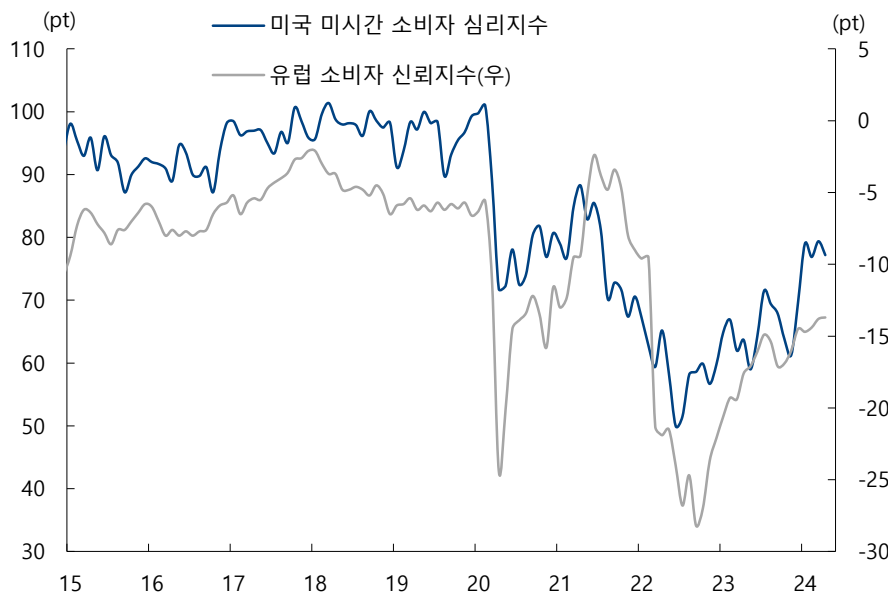


자료 : CEIC, 하이투자증권 리서치본부

3. 분명한 턴어라운드 구간. 그러나 회복 속도와 강도는 크지 않을 듯

- '24년 하반기 석유화학 업황은 1)절대적인 증설 규모 축소와 2)중국 부동산 중심의 적극적인 경기 부양책 출현, 3)유가 안정화 등의 여건에 근거해 지난 3년 동안의 다운사이클을 종료하고, 명확한 턴어라운드 구간 진입할 것으로 예상
- 최근 미국, 유럽 등 선진국 소비자 심리지수 개선되는 모습. 다만, 누적된 공급과잉 물량이 시장에서 해소되기까지는 시간이 꽤 소요될 수밖에 없고, 중국 석유화학 자급률 역시 과거 대비 확연히 높아진 만큼 업황의 회복 속도 및 강도 자체는 크지 않을 것
- 참고로 '24~25년쯤 중국의 자급률은 PE 제외한 PP/PVC/PS 및 그 외 주요 기초유분 제품들 전반에 대해 100% 수준 근접
- 따라서 Upstream 업체들은(롯데케미칼, 대한유화) Buy & Hold 전략보다는, 주가 업사이드 리스크 관리 차원에서 PBR 상단을 정해 놓고 접근하는 전략 필요

<그림25> 미국 미시간 소비자 심리지수 및 유럽 소비자 신뢰지수 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림26> 중국 주요 석유화학제품 자급률 추이 및 전망

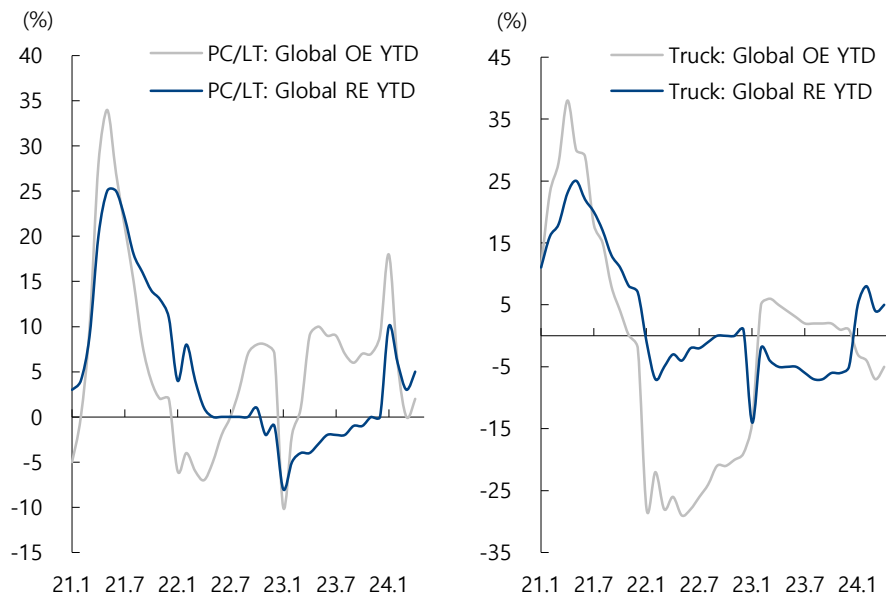


자료 : ICIS, 하이투자증권 리서치본부

4. 하반기에도 Upstream < Specialty Downstream 선호도 유지

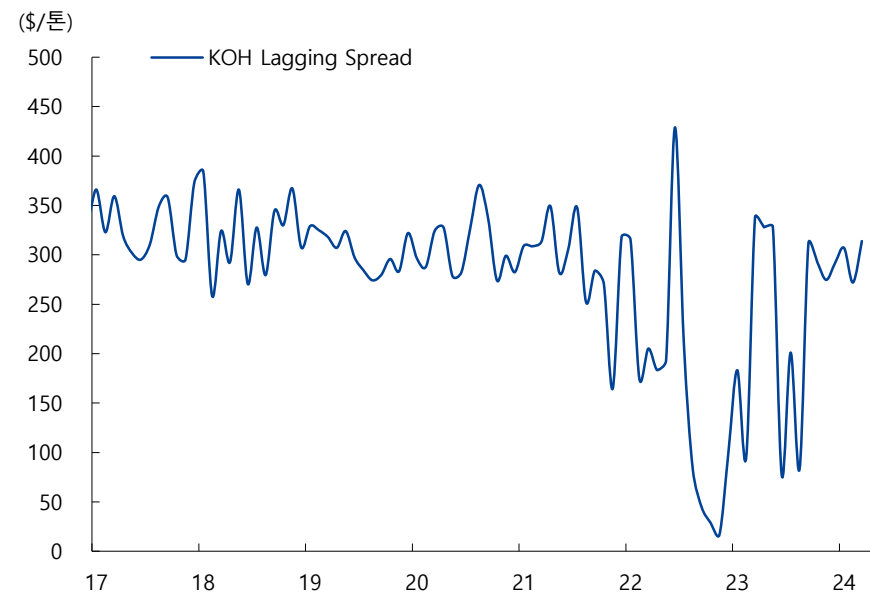
- 반면, 분기 및 연간으로 이익 성장세 두드러지고 신규 성장 모멘텀 갖춘 Specialty Downstream 업체들은 단기는 물론, 중장기 관점에서도 포지션 계속 가져가는 전략 추천. 대표적으로 효성첨단소재, 유니드
- 1)효성첨단소재: 글로벌 타이어(타이어코드) 수요 회복 구간 진입함에 따라 Q 증가 및 스프레드 개선 효과 기대. 탄소섬유도 '24년 1~3분기 매 분기 신규 설비 상업생산 가동됨에 따라 외형 확대 가능. 특히 탄소섬유는 기존 타이어코드 대비 이익률 및 멀티플 높은 사업인 만큼 탄소섬유 사업의 이익 기여도가 높아질수록 효성첨단소재 전체적인 기업가치 개선 이뤄질 수 있을 것
- 2)유니드: 염화칼륨 가격은 안정세 이어지는 반면, 인도/남미 지역 중심의 비료 수요 증가로 가성/탄산칼륨 가격 상승함에 따라 스프레드 확대 추세 이어질 전망. 하반기 중국 CPs 프로젝트 가동은 염소 적자규모를 축소할 수 있어 구조적인 이익 체력 개선 가능. 한편, 중장기적으로 CCS, DAC 등 탄소포집을 위한 전방 투자 현실화될수록 흡착제로서의 가성 및 탄산칼륨 수요 창출 가능. 신규 적용처 출현으로 전반적인 시장 레벨업되며 글로벌 가성칼륨 1위 업체인 동사의 최대 수혜 기대

<그림27> 효성첨단소재 - 타이어(타이어코드) 수요 회복 구간 진입



자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림28> 유니드 - 가성칼륨 스프레드 정상화 및 점진적 개선 지속



자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

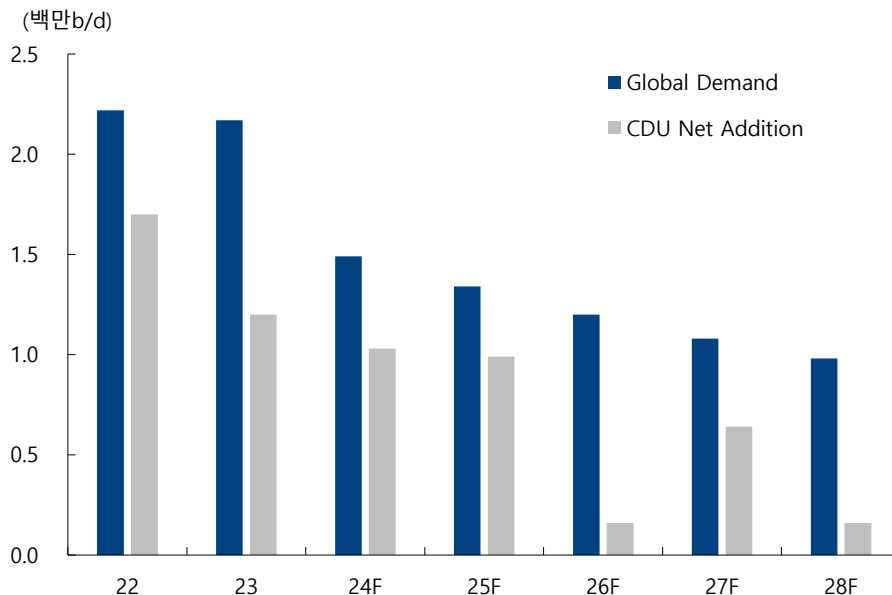
[산업분석]

II-2. 정유: 잠시 쉬어 가는 국면

[정유] 잠시 쉬어 가는 국면

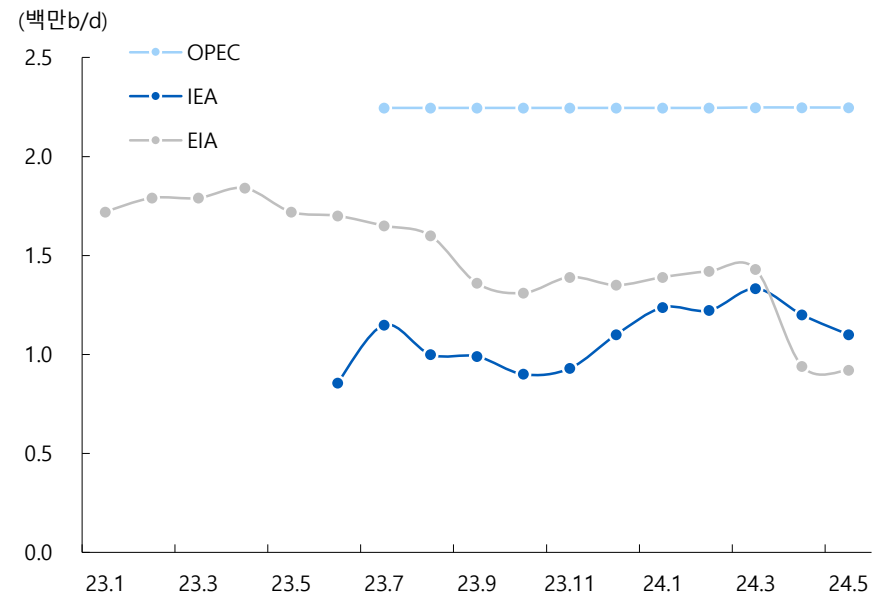
- '22~23년에 이어 '24년 역시 연간으로 글로벌 석유제품 수요가 신규 정제설비 물량을 상회하며 건조한 시황 지속될 것으로 전망
- IEA 및 EIA는 4~5월에 걸쳐 글로벌 원유 수요에 대한 전망치를 이전 대비 소폭 하향하기 시작. 그러나 최근 이들 조정을 감안하더라도 주요 에너지 기관들의 '24년 글로벌 원유 수요 평균 전망치는 140만b/d 내외로 신규 정제설비 예상 유입량인 100만b/d를 상회하는 규모임
- EV 침투율 확대에 따른 휘발유 수요 둔화, 탄소배출과 관련된 정량 및 정성적 압박 등으로 신규 설비 투자가 제한적으로 이뤄짐에 따라 신규 설비의 유입 규모가 글로벌 원유 수요를 하회하는 이 같은 추이는 '25~'28년까지 중장기적으로 이어질 것
- 다만, '24년 하반기에는 올해 예정되어 있던 신규 정제설비들의 상업생산 물량이 본격적으로 유입 예정되어 있어, 단기적으로는 공급 부담 높아짐에 따라 정유 업황 잠시 쉬어 가는 국면으로 판단

<그림1> 글로벌 CDU 설비 및 수요 증가 규모



자료 : 산업 자료, 하이투자증권 리서치본부

<그림2> 주요 에너지 기관들의 '24년 글로벌 원유 수요 전망 추이



자료 : OPEC, IEA, EIA, 하이투자증권 리서치본부

1. 신규 정제설비 생산물량 유입 본격화되며 단기 공급 부담 증가

- '24년 신규 정제설비들 대부분은 아직까지 석유제품 자급률이 저조해 수입에 의존하고 있는 아시아/아프리카/남미 등과 같은 신흥 국가에서 유입될 예정. 대표적으로 나이지리아 Dangote, 멕시코 Dos Bocas, 인도네시아 Balikpapan 등임
- 이들 모두 3분기 또는 4분기에 걸쳐서 상업생산을 예정하고 있어, 하반기는 공급부담이 일시적으로 높아질 수밖에 없을 것으로 예상
- 특히 그 중 규모가 가장 큰 나이지리아 Dangote(65만b/d) 정제설비는 연초부터 일부 unit 테스트 가동에 돌입. 정상가동에 도달하면서 4월 초부터 내수 시장에 디젤 및 항공유 판매를 시작했으며, 휘발유 등 그 외 경질제품 역시 5월부터 일부 상업판매 시작된 것으로 파악. 참고로 해당 정제설비에 투입되는 원유는 일부 나이지리아산과 더불어 미국에서 장기 공급계약 체결을 통해 확보할 예정

<그림3> '24년 신규 가동 및 폐쇄 예정된 정제설비 리스트

	Quarter	Country	Refinery	CDU Capacity (kb/d)
Strat-up	2024 3Q	Nigeria	Dangote	650
	2024 4Q	Mexico	Olmecca/Dos Bocas	340
	2024 4Q	China	Zhejiang	129
	2024 4Q	Indonesia	Balikpapan	100
Closure	2024 1Q	US	Rodeo (California)	-128
	2024 1Q	Japan	Yamaguchi	-120
	2024 4Q	China	Various	-86

자료 : 산업 자료, 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 나이지리아 Dangote, '24년 4월부터 자국 내 정제품 판매 시작

Nigeria Dangote starts domestic distillate sales

Market: Oil products | 03/04/24

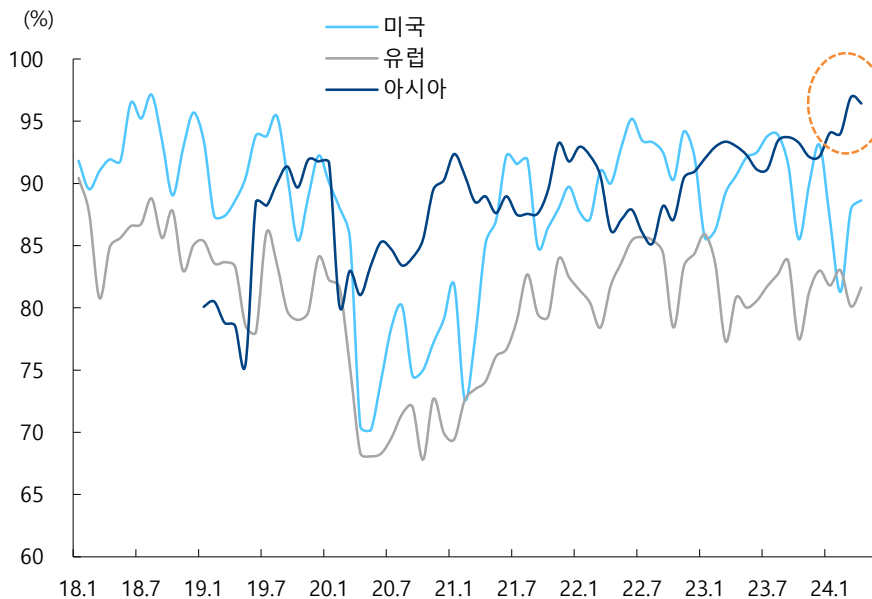
Nigeria's 650,000 b/d Dangote refinery has begun selling diesel and jet fuel to the domestic market, after the operators secured an exemption to sell higher sulphur gasoil within Nigeria. Other products, including gasoline, could follow in May.

자료 : Argus, 하이투자증권 리서치본부

2. 할 수 있는 최대치로 생산하고 있는 아시아 국가들

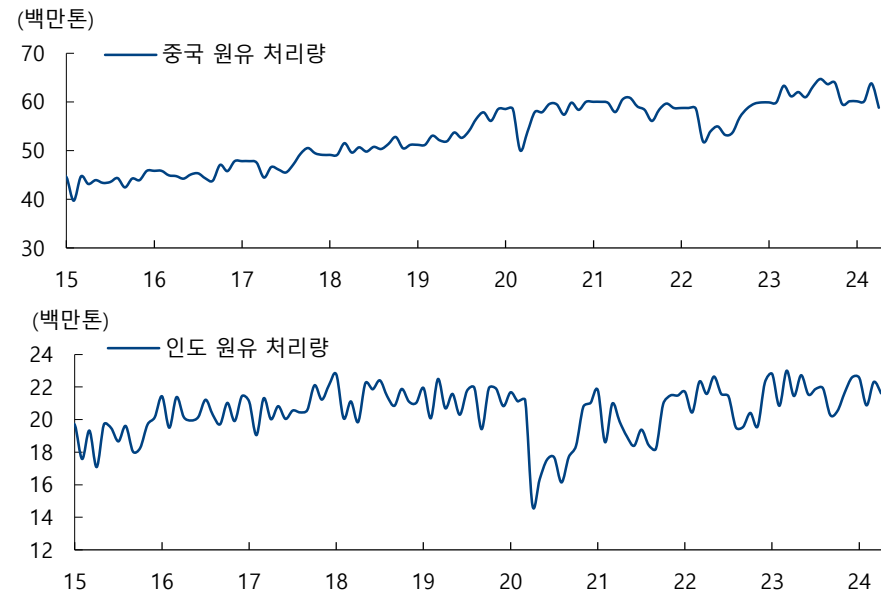
- 신규 정제설비 유입의 부담이 있는 와중에, 아시아 국가들은 유럽/미국 대비 할 수 있는 최대 수준에서 정제설비를 가동하고 있는 모습
- '23년 아시아 5개국(일본/중국/인도/싱가포르/한국) 정제설비 평균 가동률은 92.6%로 사실상 할 수 있는 최대치로 정제품을 생산했음. '24년 들어 그들의 가동률은 추가 상향되며 1~4월 평균 95.4%, 4월 기준 96.4% 도달하는 등 역대 최고치를 기록
- 세부 국가별로는 인도와 중국의 생산량 급증이 눈에 띈다. 특히 인도의 경우, 정정보수 시즌으로 전월 대비 투입량이 소폭 감소하긴 했지만 1~4월 평균 원유 처리량 21.8백만톤으로 전년 평균 대비 소폭 증가. 인도 정제설비 총 용량을 감안하면 현재 가동률은 100% 지속적으로 상회하고 있는 셈

<그림5> 미국/아시아/유럽 정제설비 가동률 추이



자료 : OPEC, 하이투자증권 리서치본부
 주: 아시아는 일본/중국/인도/싱가포르/한국 총 5개국
 주: 유럽은 EURO-14/영국/노르웨이 총 16개국

<그림6> 중국, 인도 원유 처리량 추이

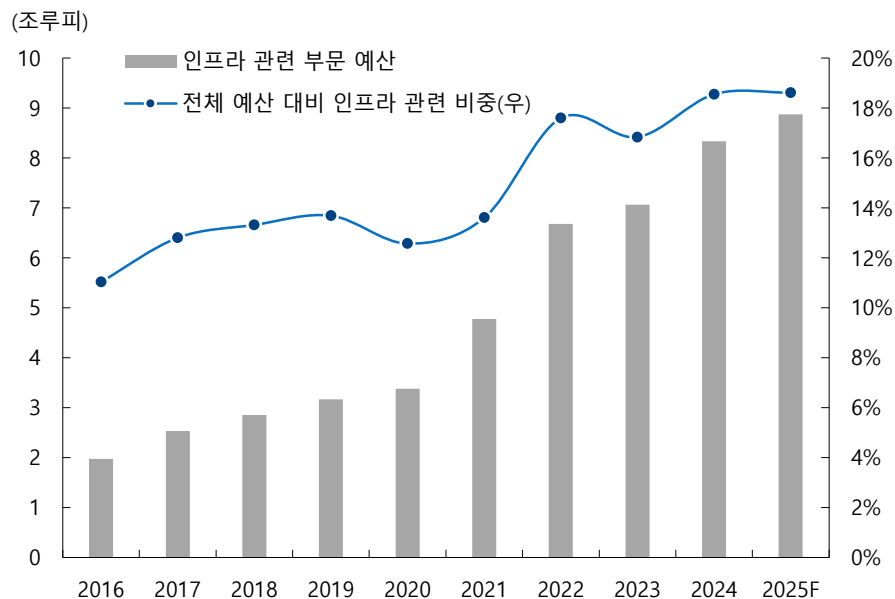


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

인도는 내수 수요를 충족시키기 위한 생산 증가

- 한편, 이와 같은 인도의 정제품 생산량 확대는 견고한 내수 수요를 충족시키기 위한 움직임으로 해석
- 4월 총선(3선)을 앞뒀던 모디 정부는 일자리 창출과 GDP 성장률 견인 등을 위해 인프라 부문 중심의 적극적인 경기 부양책 실행. 특히 도로 건설 및 도시개발 부문에 FY24/25 전체 예산안의 18.6% 달하는 총 8.8조루피(약 146조원) 할당. 이는 '15년 모디 정부 취임한 이후 역대 최고치였음
- 이에 인도 주요 경제지표들은 호조 보이고 있으며, 정제품 수요 역시 '23년 하반기 기점으로 매월 꾸준히 상승하는 모습 포착. 산업용 수요와 관련된 디젤과 Bitumen 뿐만 아니라 휘발유 수요도 가파르게 증가함에 따라 인도 내수 경기의 회복이 완연하게 확인되고 있음
- 이처럼 내수 수요가 증가함에 따라 인도는 역대 최고치 수준의 정제설비 가동률을 이어가고 있는 것으로 파악. 러-우 전쟁 이후 러시아와의 관계가 가까워지며 원유 구매에 대한 다양한 옵션이 생겼고, Dubai 대비 저렴한 Ural 원유를 대량으로 확보할 수 있다는 점도 주요 요인으로 작용했을 것

<그림7> 인도 인프라 부문 할당 예산 및 총 예산 대비 비중



자료 : India Budget, 하이투자증권 리서치본부

주 : 인프라 관련 부문에는 교통/도로, 지방 및 도시개발 등을 포함해 산출하였음

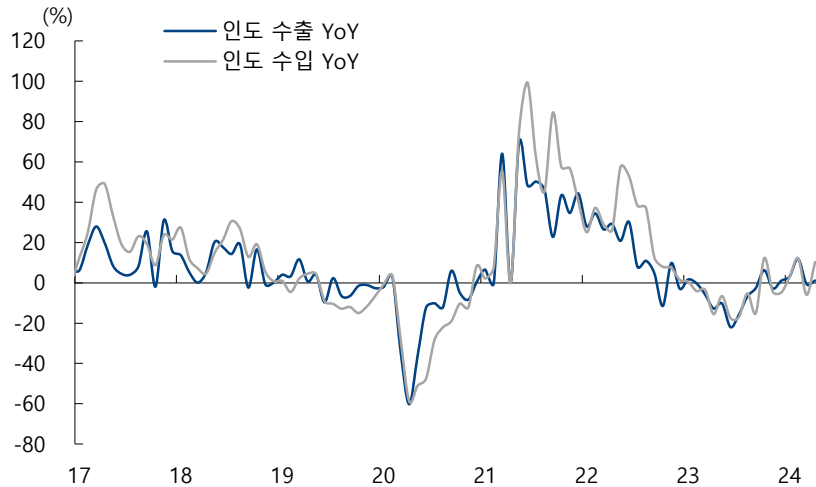
<그림8> 인도 중앙정부 주요 부문별 예산 할당 추이

(십억루피)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25(F)
교통 및 도로	2,168	3,322	3,905	5,249	5,440
지방 개발	2,142	2,288	2,384	2,390	2,658
도시 개발	467	1,068	773	693	775
에너지	327	537	657	550	763
국방	3,401	3,665	3,991	4,559	4,548
지방정부 지원	2,115	2,746	2,734	2,740	2,868
식료품	5,413	2,890	2,728	2,123	2,053
농업 및 비료	2,623	2,303	3,772	3,294	3,108
건강 및 가정 관련	1,767	1,964	1,945	2,126	2,295
교육	842	804	986	1,089	1,246
IT 및 통신	328	251	1,116	958	1,158
금융 및 이자지원	7,169	8,629	9,401	10,794	12,781
기타	6,335	7,473	7,539	8,340	7,965
전체 예산액	35,098	37,938	41,932	44,905	47,658

자료 : India Budget, 하이투자증권 리서치본부

인도 주요 경제지표

<그림9> 인도 수출 및 수입 YoY 증가율 추이



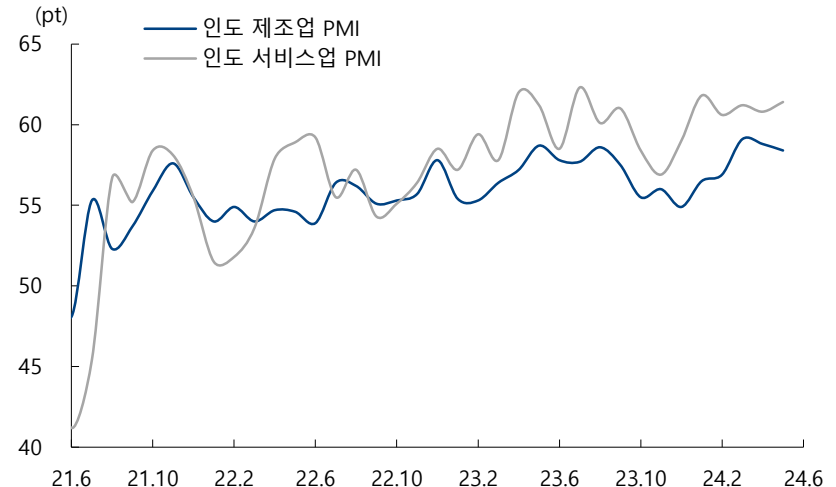
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주 : 2021년 4월 수출 YoY = 196.9%, 수입 YoY = 168.9%

<그림11> 인도 산업생산 및 제조업 생산 YoY 증가율 추이



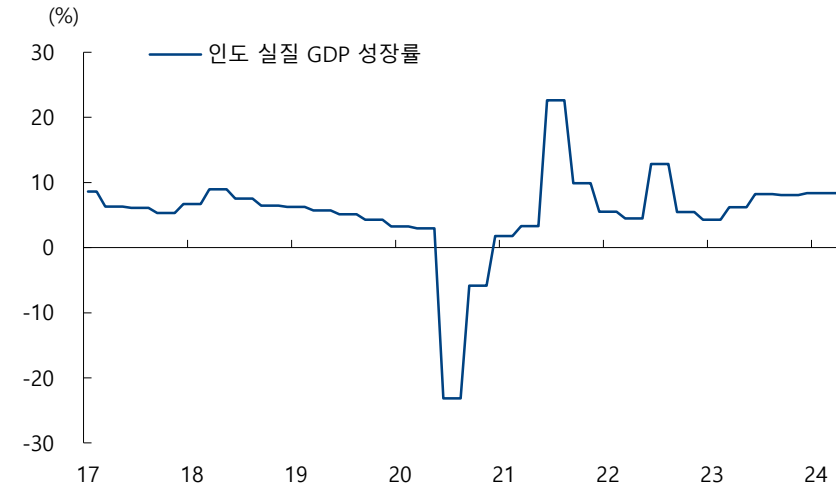
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주 : 2020년 4월 산업생산 YoY = -57.3%, 제조업 생산 YoY = -66.6%
주 : 2021년 4월 산업생산 YoY = 133.5%, 제조업 생산 YoY = 196.0%

<그림10> 인도 제조업 및 서비스업 PMI 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

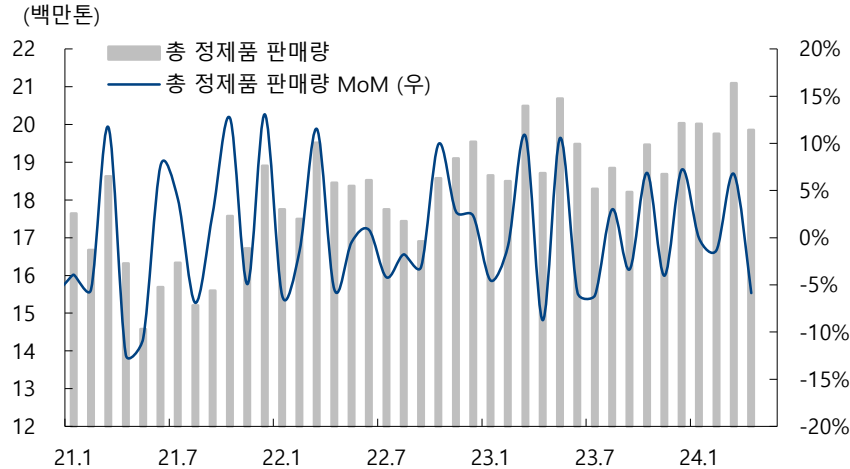
<그림12> 인도 실질 GDP 성장률 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

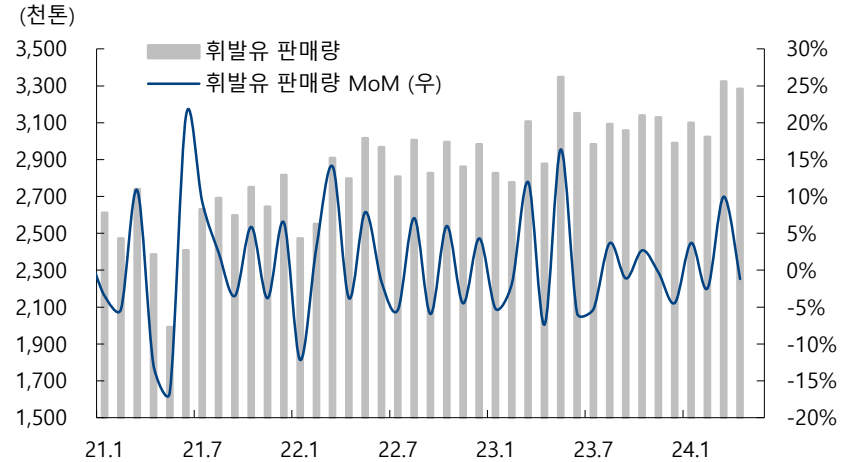
인도 정제품 내수 판매량 추이

<그림13> 인도 총 정제품 내수 판매량 및 MoM 증가율 추이



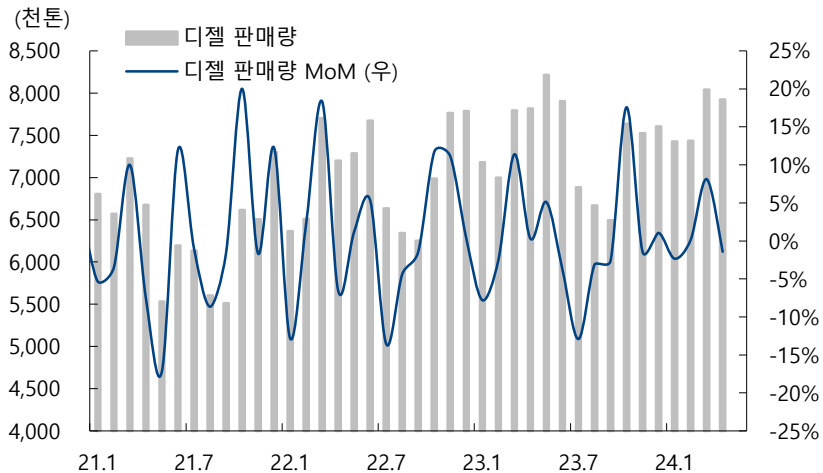
자료 : PPAC, 하이투자증권 리서치본부

<그림14> 인도 휘발유 내수 판매량 및 MoM 증가율 추이



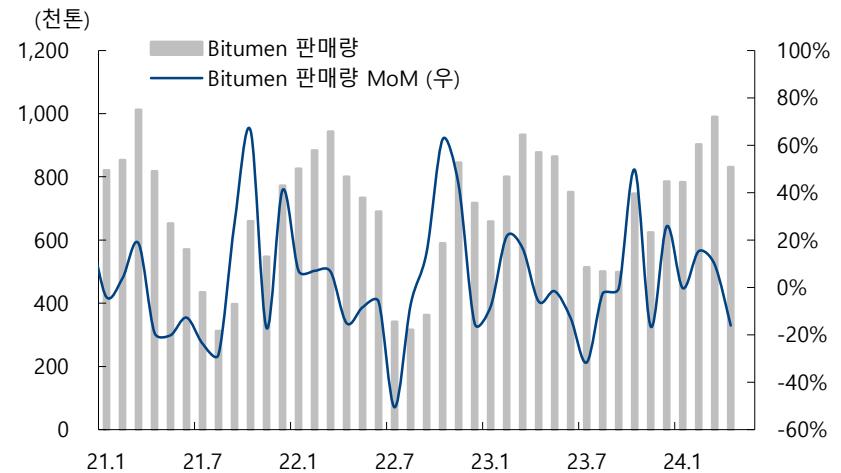
자료 : PPAC, 하이투자증권 리서치본부

<그림15> 인도 디젤 내수 판매량 및 MoM 증가율 추이



자료 : PPAC, 하이투자증권 리서치본부

<그림16> 인도 Bitumen 내수 판매량 및 MoM 증가율 추이

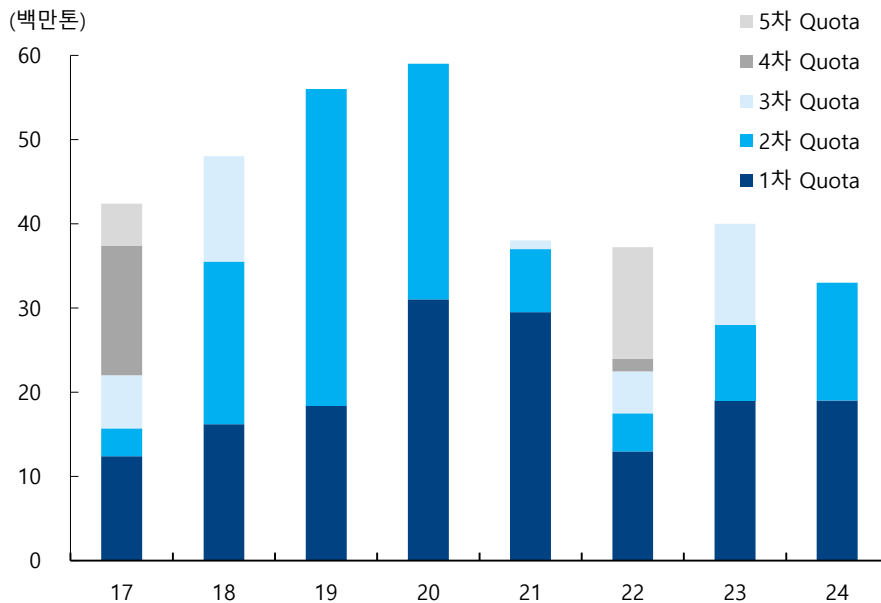


자료 : PPAC, 하이투자증권 리서치본부

중국은 수출 쿼터 확대로 합리화되는 생산량 증가

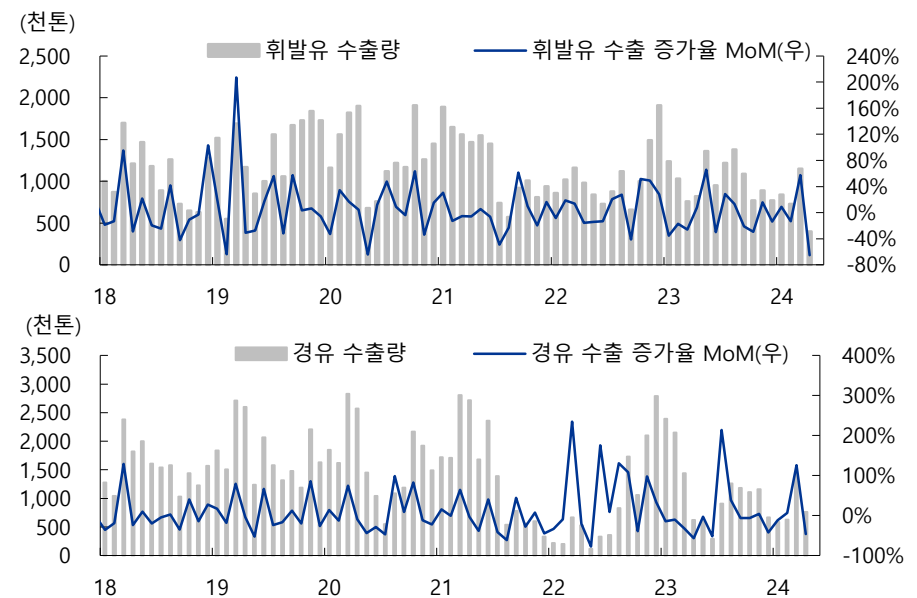
- 중국의 정제품 수출은 통상 1년에 약 3~4번에 걸쳐 정부가 각 업체 및 제품별로 할당하는 쿼터에 근거해서 이뤄지는 구조임
- 5월 초, 중국 정부는 '24년 2차 수출 쿼터로 총 14백만톤을 할당했는데, 이는 '23년 2차 쿼터 9백만톤 대비 +55% 더 많은 규모. 참고로 1차 쿼터가 '23년과 '24년 모두 각 19백만톤으로 동일한 규모였음을 감안하면 2차 쿼터는 절대적으로도, 상대적으로도 큰 셈
- 최근 중국 정부가 내수 경기 부양책을 적극적으로 실행하고 있는 만큼 정제품 내수 회복에 대응한 정제설비 가동률 상향이라고 볼 수도 있겠지만, 수출 쿼터가 확대된 것 또한 그들의 생산량 증가를 합리화시키는 요인이라 해석
- 글로벌 2위 생산국이자, 아시아 최대 생산국인 중국의 생산 & 역내 수출량 증가는 정제마진 하방 압력으로의 작용 불가피

<그림17> 중국 정제품 수출 쿼터 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림18> 중국 휘발유 및 경유 수출량 추이

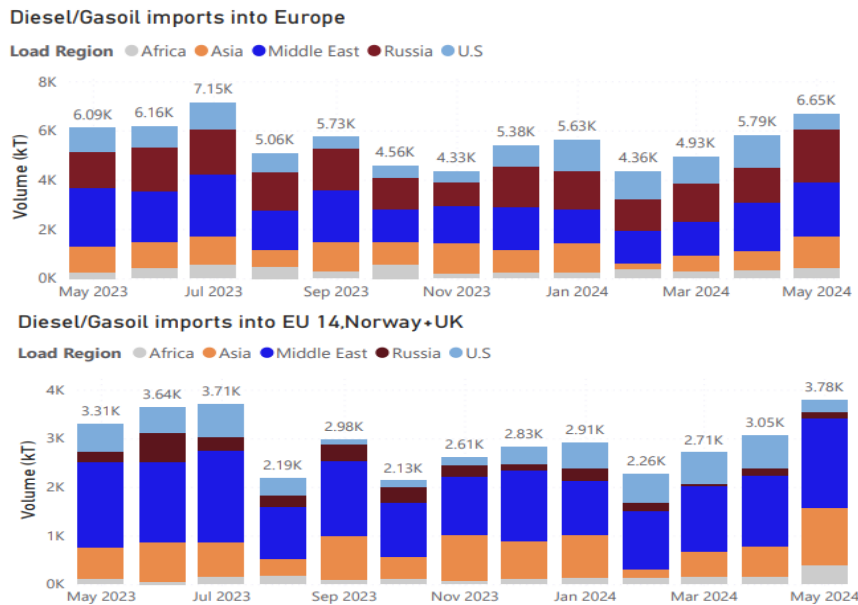


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

3. 글로벌 재고도 꽤나 여유로운 상황

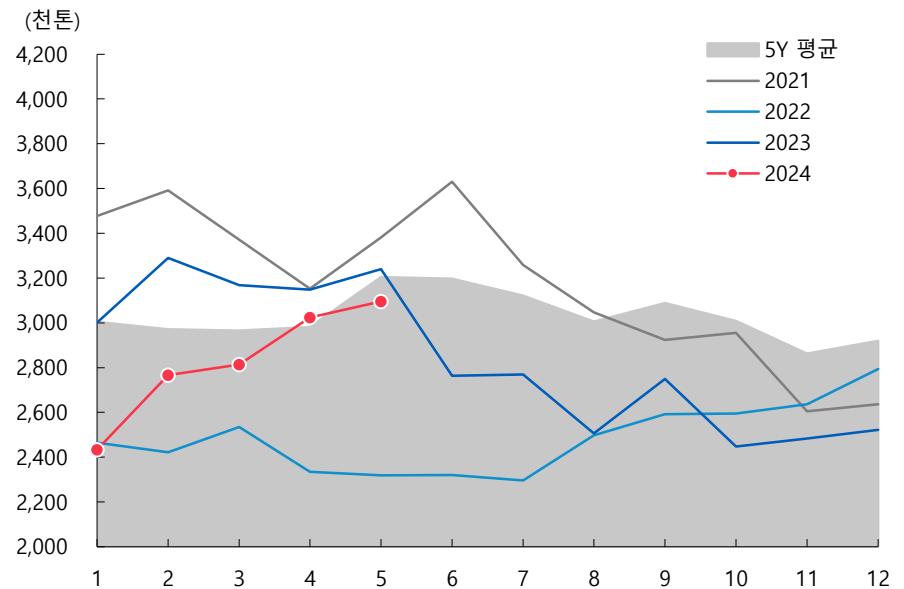
- '22년 러-우 전쟁 이후 유럽의 러시아산 디젤 수입 중단으로 공급 타이트 심화되며 유럽 내 디젤 Shortage 발발. 그러나 이는 이미 옛날 일이 되었고 유럽은 오히려 러시아가 없어진 새로운 상황에 완전히 적응해버린 모습
- 러시아산 디젤 수입이 중단된 이후 유럽은 중동과 아프리카, 아시아 등의 대체 공급처를 확보하며 오히려 전체적인 수입량은 꾸준히 증가하는 모습
- 한편, 디젤 수요는 유럽 내 경기 둔화로 그리 강하지 않은 상황. 이에 '22~23년 5년 평균치를 크게 하회하던 중간유분 재고는 연초 이후 빠르게 늘어 5월 기준 310백만톤에 달하며 5년 평균 수준에 근접
- 이 같은 재고 증가 추이는 유럽 뿐만 아니라 아시아, 미국 등에서도 동일하게 포착. 특히 미국은 5월 드라이빙 시즌 진입하고 있음에도 휘발유 재고가 평년처럼 감소하긴 커녕 오히려 증가하는 추이. 재고 부담은 하반기 정유 업황에 또 하나의 부담 요인으로 작용

<그림19> 유럽 디젤 수입량 주요 선적지별 추이



자료 : LSEG Data & Analysis, 하이투자증권 리서치본부

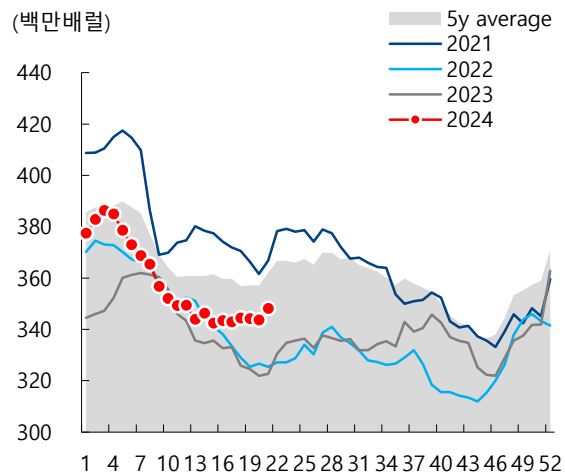
<그림20> 유럽 중간유분 재고 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

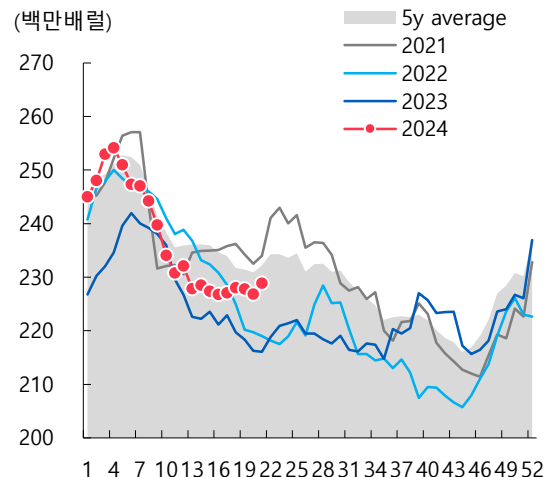
글로벌 정제품 재고 추이: 미국, 아시아

<그림21> 미국 총 석유제품 재고 추이



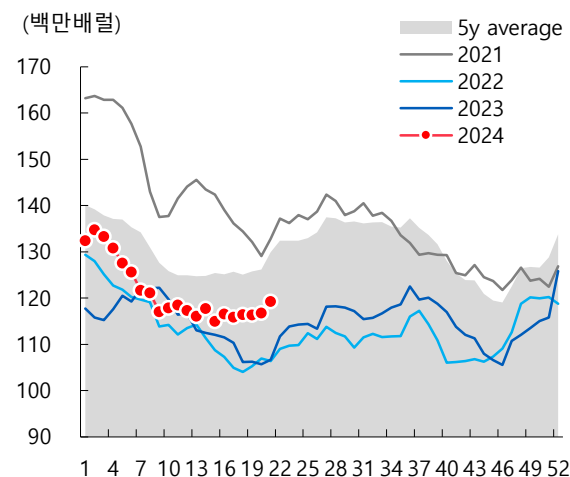
자료: EIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림22> 미국 휘발유 재고 추이



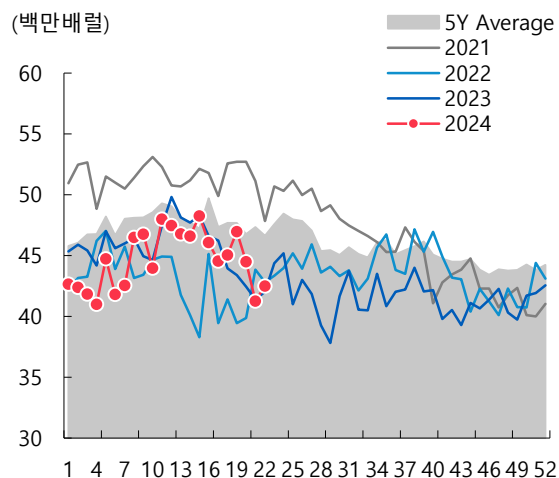
자료: EIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림23> 미국 중간유분 재고 추이



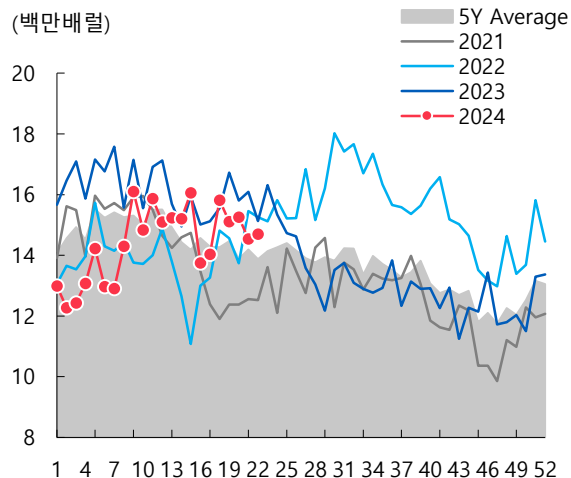
자료: EIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림24> 싱가포르 총 석유제품 재고 추이



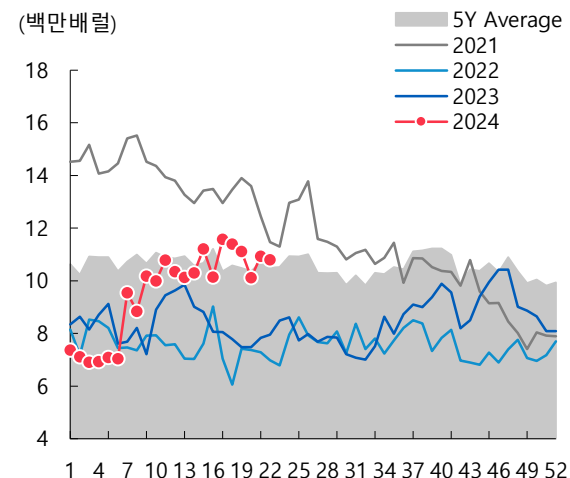
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림25> 싱가포르 경질유분 재고 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림26> 싱가포르 중간유분 재고 추이

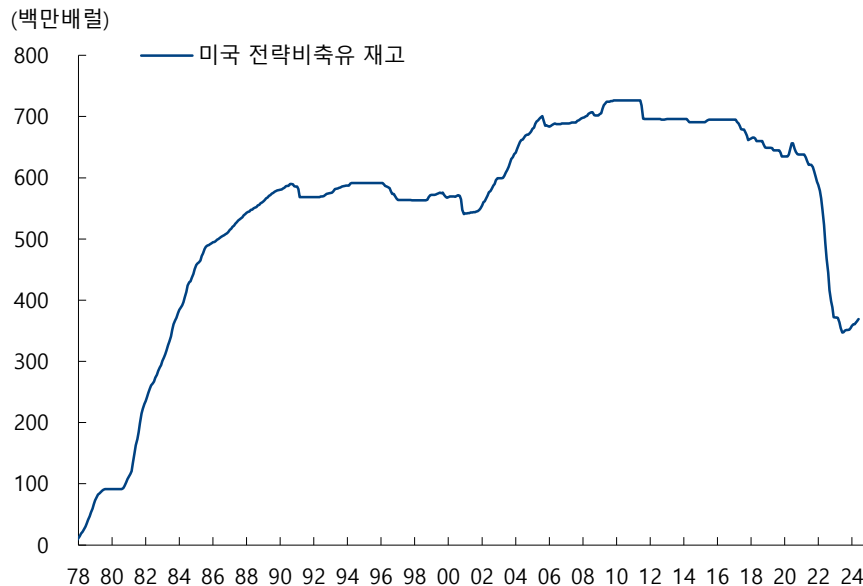


자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

4. 대선 앞두고 유가(=물가) 안정화가 절실한 미국의 움직임

- 1)하반기 예정된 신규 정제설비 유입, 2)최근 글로벌리 나타나고 있는 재고 증가 추이 외에도 11월 대선 앞두고 3)유가(=물가) 안정화에 어느때보다 더 적극적인 미국의 정책 역시 하반기 정유 업황에 우호적이진 않음
- 바이든 행정부는 지난 2년 동안 유가 안정화를 위해 약 1.8억 배럴의 원유 전략비축유를 방출. 이에 현재 미국 전략비축유는 '80년대 이후 최저 수준 도달. 연초 들어 70달러 초중반의 유가에서 일부 물량을 재매입을 하긴 했으나, 그럼에도 여전히 그 규모는 3.68억 배럴로 '20년 COVID-19 여파에 따른 방출 직전 대비 56% 불과한 수준. 현재 미국이 보유하고 있는 SPR 물량 및 최근의 유가를 감안하면 추가 SPR 방출에 대한 정당성은 크지 않음
- 그럼에도 불구하고, 미국은 이동수요 증가하는 메모리얼 데이(5/27) 및 독립기념일(7/4) 연휴 사이 총 100만배럴의 휘발유 비축유 방출 계획 발표. 이는 결국 11월 대선을 의식한 정치적 행보에 기인하는 것. 의도가 어떻든 미국은 유가(=휘발유) 하향 안정화를 위해 연말까지 쓸 수 있는 최대한의 옵션을 실행할 것으로 예상되고, 이는 유가 및 휘발유 마진 상단을 제한시키는 요인이 될 수밖에 없어 정유 업황에는 비우호적인 여건

<그림27> 미국 원유 전략비축유(SPR) 추이



자료: EIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림28> 미국 휘발유 SPR 총 100만배럴 방출 계획 발표(5/21)

Biden to release 1 million barrels of gasoline to reduce prices at the pump ahead of July 4

PUBLISHED TUE, MAY 21 2024-1:16 PM EDT | UPDATED TUE, MAY 21 2024-9:42 PM EDT

KEY POINTS

- The Department of Energy said the release is timed to maximize the impact on prices at the pump this summer.
- The gasoline will be sold through a competitive bidding process to retailers and terminals, according to the DOE.
- Gasoline futures have rallied 19% this year as crude oil prices have risen due to OPEC cutting production and fear of wider war in the Middle East.

자료: CNBC, 하이투자증권 리서치본부

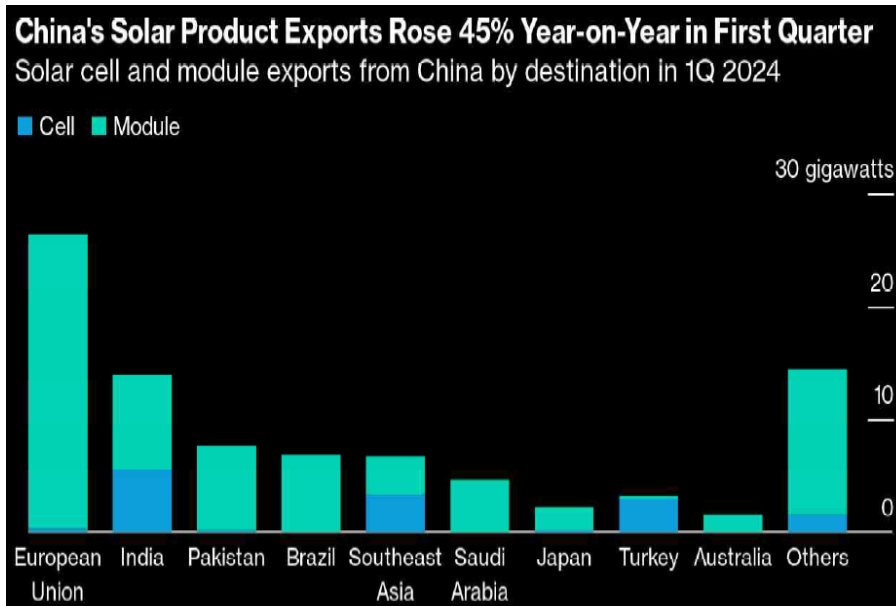
[산업분석]

II-3. 태양광: 업황 전환의 트리거가 될 중국 스탠스 변화

1. 중국의 밀어내기 전략으로 아비규환인 글로벌 태양광 시장

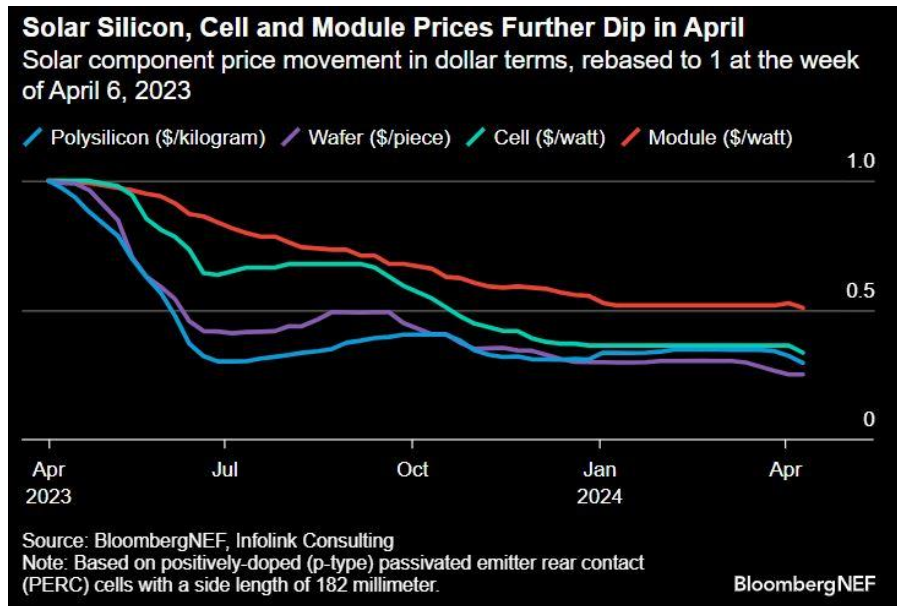
- '24년 상반기 글로벌 태양광 시장은 중국의 무차별적인 공급(=밀어내기) 움직임으로 전 밸류체인에 걸친 가격 하락세가 두드러졌음
- 폴리실리콘은 미국의 중국산 규제로 비중국산 가격 프리미엄 이어지며 OCI홀딩스의 경우 그래도 11.4% 내외의 이익률(정기보수 효과 포함) 유지. 4~5월에도 비중국산 폴리실리콘은 20~21달러/kg 지속되고 있어 2분기는 물량 증가 효과까지 감안하면 절대적인 이익 및 이익률 개선 전망
- 반면, 모듈은 중국 업체들의 물량 밀어내기가 가장 공격적으로 이뤄지며 지역 상관없이 가격 급락. 이에 한화솔루션은 '24년 1분기 태양광 부문에서 -2.8천억원의 적자 기록(IRA 보조금 966억원 제외). 2분기는 모듈 출하량 증가 및 스프레드 소폭 개선되겠지만 적자 기조는 이어질 것으로 예상
- 참고로 '24년 1분기에만 중국은 총 88GW의 모듈을 수출한 것으로 파악. 지역별로는 유럽이 26GW로 30% 차지했고, 인도/파키스탄/브라질 등의 신흥국들이 그 뒤를 이었음. 유럽은 '23년에도 전체 수요(54GW)의 약 2배에 달하는 100GW 내외 중국산 모듈을 수입해 재고는 심각한 과잉 상태. 그럼에도 '24년 상반기 현재까지도 중국의 밀어내기는 여전히 지속되고 있는 상황

<그림1> 24년 1분기 중국의 셀/모듈 국가별 수출량



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

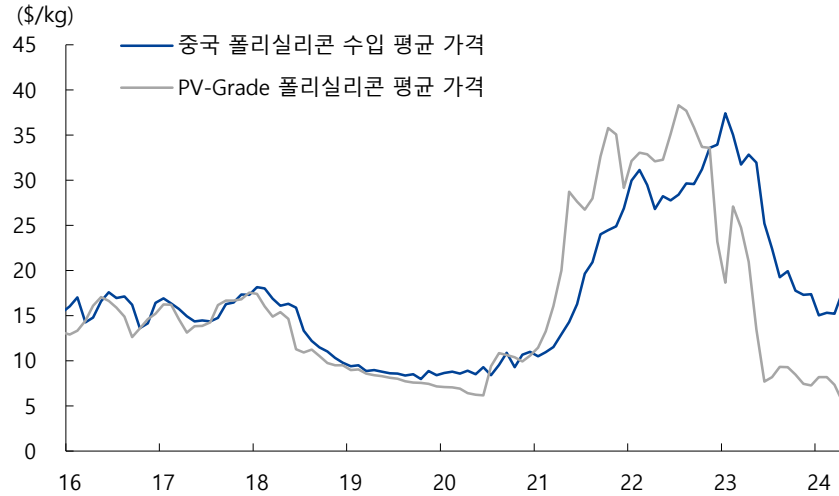
<그림2> 태양광 밸류체인에 걸쳐 두드러지고 있는 가격 하락세



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

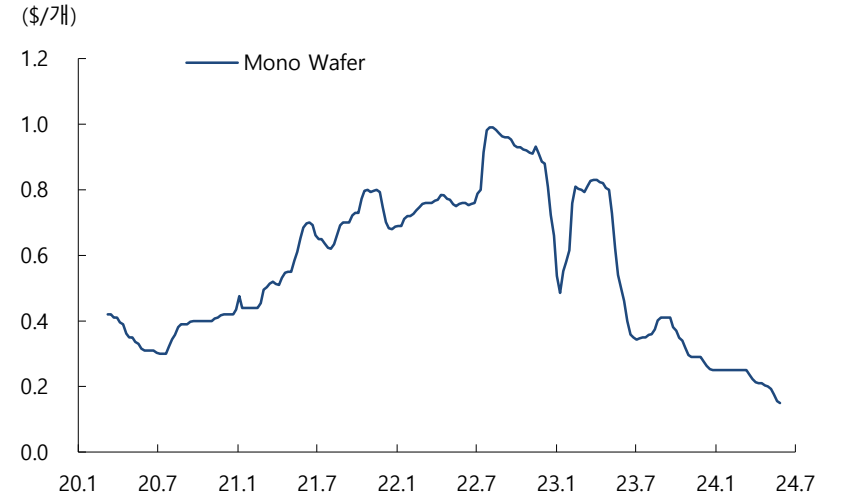
태양광 산업 주요 제품 차트

<그림3> 비중국산 및 중국산 폴리실리콘 가격 추이



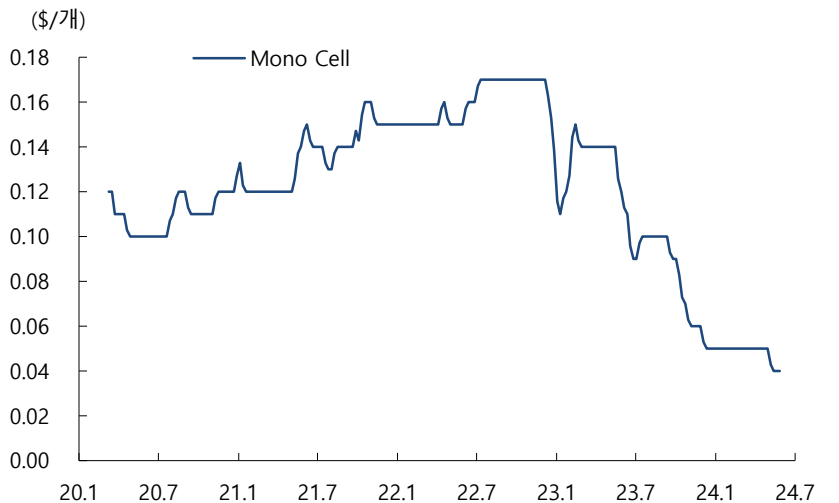
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 웨이퍼 가격 추이



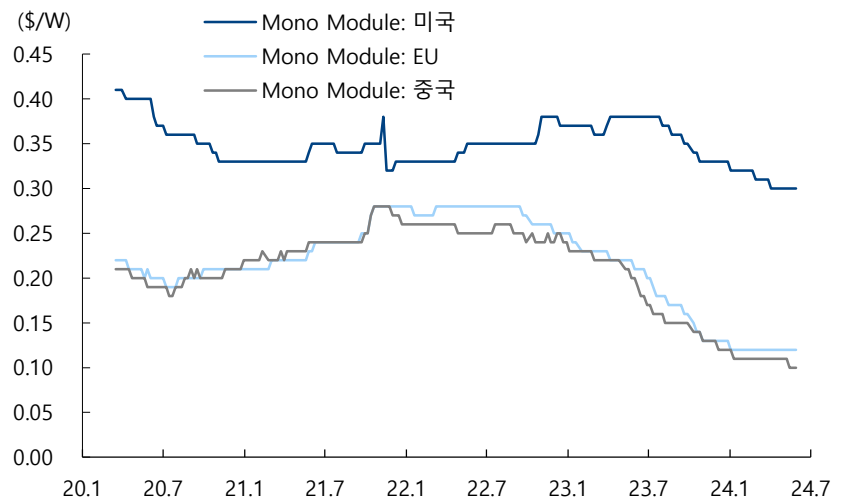
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림5> 셀 가격 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> 지역별 모듈 가격 추이

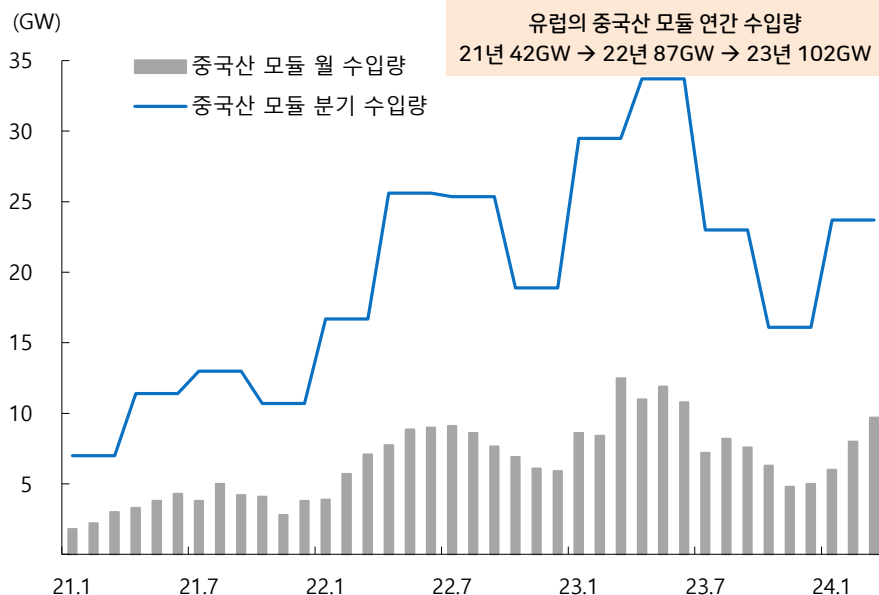


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그 첫 번째 희생양은 단연코 유럽

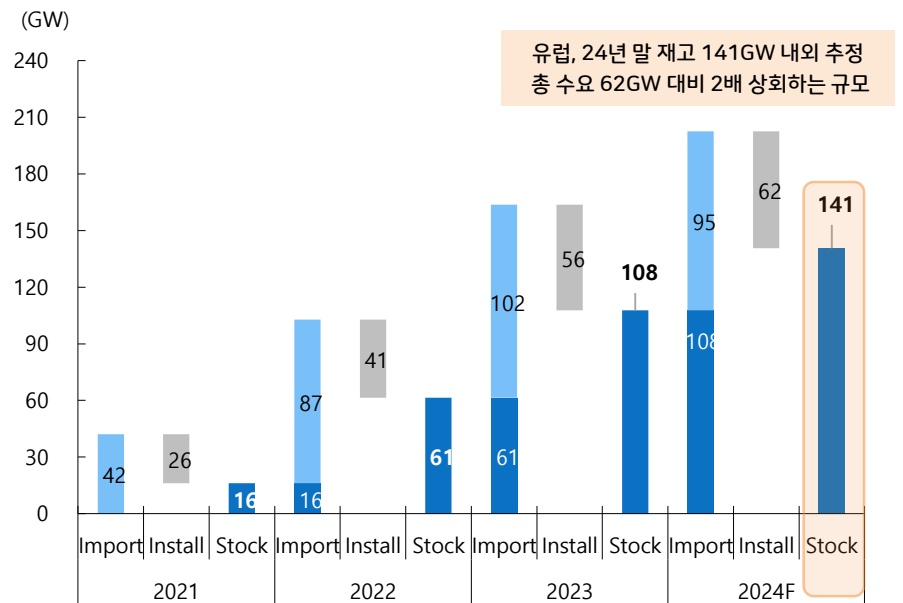
- 중국의 무작위한 밀어내기 전략에서 첫 번째 희생양은 유럽이었음. '18년 트럼프 행정부 집권 이후 미국은 중국산 태양광 제품에 대한 반덤핑 조사 및 관세 부과로 그 유입이 제한되었고, '21년 바이든 행정부에서도 비슷한 기조를 이어감에 따라 제재가 없던 유럽으로 수출을 집중했기 때문
- 유럽 역시 신재생에너지 설치에는 누구보다 적극적이었고, 무엇보다 '22년 2월 러-우 전쟁 이후 천연가스 조달에 어려움이 생기며 그 대체에너지로 신재생에너지에 대한 수요가 더 급증. 반면, 권역 내 태양광 제조설비 부족으로 자급자족이 불가능했던 만큼 저렴한 중국산 부품 조달을 적극 수용
- 이에 '21년 총 42GW 내외였던 유럽의 중국산 모듈 수입량은 '22년 87GW → '23년 102GW 수준으로 대폭 증가. 참고로 동 기간 유럽 내에서 각각 41GW, 56GW 태양광 설치가 이뤄졌음을 감안하면 수요의 2배에 달하는 물량이 '중국에서만' 수입된 셈. '24년에는 1분기 평균 물량이 연간 내내 유입된다고 가정했을 때 연말 기준 유럽 내 모듈 재고는 약 141GW 육박할 것으로 예상
- 참고로 이는 '중국산' 물량만 감안한 것. '23년 기준 유럽 전체 수입에서 중국이 97.6% 차지해 대부분이긴 하나, 그 외 국가로부터의 소량 수입까지 모두 감안하면 실제 수입 및 재고는 이보다 더 높을 가능성 농후

<그림7> 유럽의 중국산 모듈 수입량 추이



자료 : Platts, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> 유럽의 중국산 모듈 수입 및 설치 감안한 예상 재고 규모



자료 : InfoLink, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

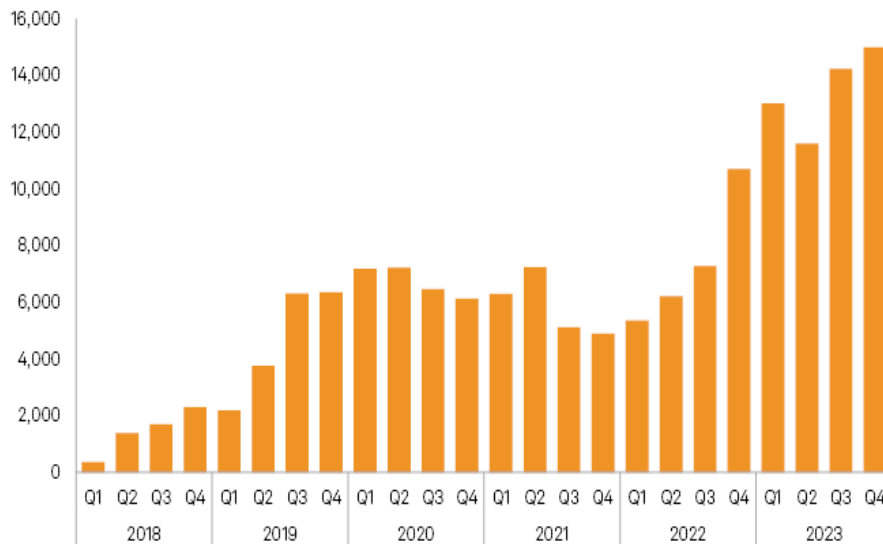
주: 중국산 모듈 수입만 감안한 것으로, 실제 수입/재고 데이터는 이보다 더 높을 가능성 농후

2. 미국 역시 그 타격에서 자유롭지 못하며 시장 붕괴

- 미국 시장 역시 중국의 무차별적인 밀어내기 전략에서 자유로울 수 없었음
- 특히 바이든 행정부가 '22년 6월부터 동남아시아 4개국(베트남/캄보디아/말레이시아/태국) 수입산 모듈에 대한 관세를 2년 동안 유예해줌에 따라 동 기간을 기점으로 미국의 모듈 수입량은 급증하기 시작. '23년 미국의 총 수입량은 연간 수요 33GW를 훌쩍 넘어서는 54GW 달했던 것으로 파악
- 이에 미국 내 모듈 가격은 '22년 3분기 W당 0.43달러 수준에서 '23년 3분기 0.33달러로 약 -23.3% 하락. 동 기간 양면형 패널의 글로벌 평균 가격 하락 폭인 -42.3% 대비로는 작은 수준이지만, 그래도 수입량 급증으로 지난 3년 동안의 가격 추이와는 완전히 다른 양상 출현

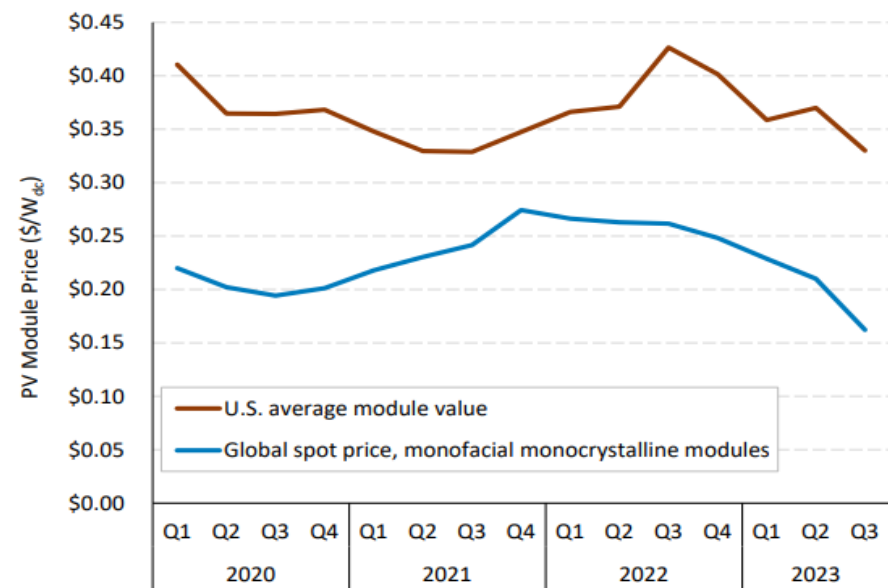
<그림9> 미국의 분기별 태양광 모듈 수입량 추이

Quarterly US solar panel imports (MW)



자료 : Platts, 하이투자증권 리서치본부

<그림10> 미국 및 글로벌 모듈 가격 추이



자료 : 백악관, PV Magazine, 하이투자증권 리서치본부

그러나 하반기부터는 수입 물량 제한되며 재고 소진 사이클 진입할 것

- '22년부터 미국으로 수입된 모듈과 실제 설치 등을 감안했을 때 '24년 6월 말 기준 모듈 재고는 약 41GW 수준으로 추정
- '24년 미국의 연간 태양광 설치가 약 38~42GW 내외로 예상됨을 감안하면 해당 재고는 1년치 수요에 달하는 셈. 유럽만큼은 아니지만, 미국 역시 과잉 재고가 쌓여 있는 만큼 업황이 의미있게 반등하기 위해서는 재고 소진이 이뤄지는 것이 선제적 필수조건
- 그나마 당장 이번주인 6월 6일부터 동남아시아 수입산 관세 유예 정책이 종료됨에 따라 지난 2년과 같은 무분별한 모듈 수입 움직임은 일단락될 것. 현재 진행 중인 동남아시아 4개국 모듈에 대한 USITC 반덤핑 조사와 관련해 6월 2일 최종 판정이 이뤄지고 나면, 국가 및 업체별로 차이는 있겠지만 70.35%~271.45% 내외의 추가 관세가 부과될 예정. 사실상 동남아시아 4개국의 수입을 차단하는 장벽이 되는 셈
- 또한 5월부터 미국은 1)중국산 모듈 관세 25% → 50% 인상, 2) 관세 정책을 유명무실하게 만들었던 양면형 패널 관세 면제 조치 즉각 폐지 등을 결정했는데, 이러한 조치들은 현재 미국의 공급과잉을 완화할 수 있다는 점에서 고무적. '24년 하반기 주요 수입국으로부터의 물량이 제한됨에 따라 미국 태양광 모듈은 속도의 문제일 뿐, <재고 소진 사이클>에 진입할 것으로 판단

<그림11> 미국, 중국산 모듈 관세 인상(상), 양면형 수입 모듈 관세 부과 시작(하)

Solar Cells

The tariff rate on solar cells (whether or not assembled into modules) will increase from 25% to 50% in 2024.

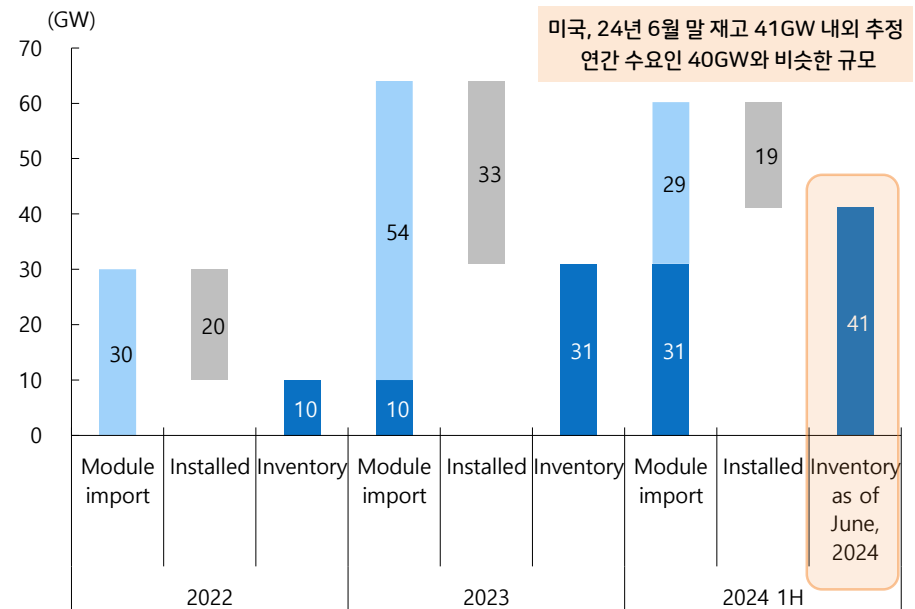
The tariff increase will protect against China's policy-driven overcapacity that depresses prices and inhibits the development of solar capacity outside of China. China has used unfair practices to dominate upwards of 80 to 90% of certain parts of the global solar supply chain, and is trying to maintain that status quo. Chinese policies and nonmarket practices are flooding global markets with artificially cheap solar modules and panels, undermining investment in solar manufacturing outside of China.

US government reinstates bifacial solar module tariffs

The Office of the President has turned its focus to solar panels, announcing the removal of the bifacial solar panel Section 301 tariff exclusion and addressing issues of stockpiling during trade cases, alongside promoting the nation's manufacturing base.

자료 : 백악관, 하이투자증권 리서치본부

<그림12> 2024년 6월 말 기준 미국 내 예상 모듈 재고



자료 : Platts, Wood Mackenzie, 하이투자증권 리서치본부

3. 혼동의 주범이었던 중국 태양광 업체들의 기조 변화

- 한편, 미국 재고 소진과 별개로 지금까지 글로벌 태양광 시장 혼란의 주범이었던 중국 업체들의 기조 변화 조짐은 시장의 분위기를 환기시킬 전망
- 5/17 중국 태양광산업협회(CPIA) 주최로 개최된 심포지엄에 Jinko Solar, Trina Solar, Longi, Tongwei 등 중국 주요 태양광 업체들과 정부 관계자들 일부가 참석하여 현재의 공급과잉 해결을 위한 방안 논의
- 구체적으로 1)업체 간 M&A 등을 통한 구조조정, 2)원가 이하 판매 저지, 3)정부 개입을 통한 모니터링 강화 등에 대한 논의가 이뤄진 것으로 파악
- 미국과 유럽은 물론, 글로벌 태양광 시장을 아비규환으로 만든 주범인 중국 업체들이 먼저 나서서 구조조정을 주도하고 있다는 점은 상당히 고무적. 실제로 그들이 얼마나 적극적으로 참여해서 구조조정을 이행할 것인지에 대해서는 보다 중기적인 관점에서 지켜봐야 하겠지만, 움직임이 포착되면 현재 공격적인 가격 경쟁과 과잉 재고로 고전하고 있는 태양광 업황의 방향성을 전환시키는 핵심 트리거가 될 것

<그림13> 5/17 CPIA <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 주요 내용

1. 주요 제안 내용
(1) 태양광 산업에 시장 지향적 수단 통한 관리 필요
(2) 정부의 실질적 영향력 있는 개입 통해 업계 어려움 해소 위한 노력 필요
a. 원활한 시장 퇴출 메커니즘 수립을 통한 업계 내 M&A 및 구조조정 장려
b. 원가 이하로 판매되는 악의적 경쟁에 대한 단속 강화
c. 저가 낙찰 상황 개선
d. 태양광 기술의 빠른 순환 적응
e. 효과적인 지적 재산권 보호 조치 수립
f. 중국 내수 태양광 시장의 꾸준한 성장 보장
g. 시범 프로젝트 시행을 통한 선진 기술 적용 지원책 모색
(3) 정부 노력과 별개로, 태양광 업계와 기업들 역시 공동 질서 유지를 위해 움직여야 함
2. 향후 추진 예정 업무
a. 가격지수 모델 구축 지속 추진해 모듈 선물 거래 등 통한 합리적 국내외 거래 가격 형성
b. 중국 공업정보화부 전자 부서 지원
c. PV Manufacturing Industry Specification Conditions의 요구 역할 이행
d. 업계 발전을 가이드하고 표준화
e. TopCon 배터리 효율성 보정 및 저장 용량 저하 문제에 대한 심포지엄 개최 및 논의
f. 업계 모니터링 지속 강화

자료 : 중국태양광산업협회(CPIA), 하이투자증권 리서치본부

<그림14> 5/23 <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 회의 원문 보도

中国光伏行业协会组织召开光伏行业高质量发展座谈会

중국 태양광산업협회, 태양광 산업의 고품질 발전을 위한 심포지엄 개최

来源 : 中国光伏行业协会CPIA 2024-05-23

近段时间以来,我国光伏产业链价格一路下滑,企业经营承压,对我国光伏行业高质量发展产生不利影响。为探讨当前光伏行业面临的问题、产生的原因和应对措施,引导行业有序发展,2024年5月17日下午,在工业和信息化部电子信息司指导下,中国光伏行业协会在北京组织召开“光伏行业高质量发展座谈会”。

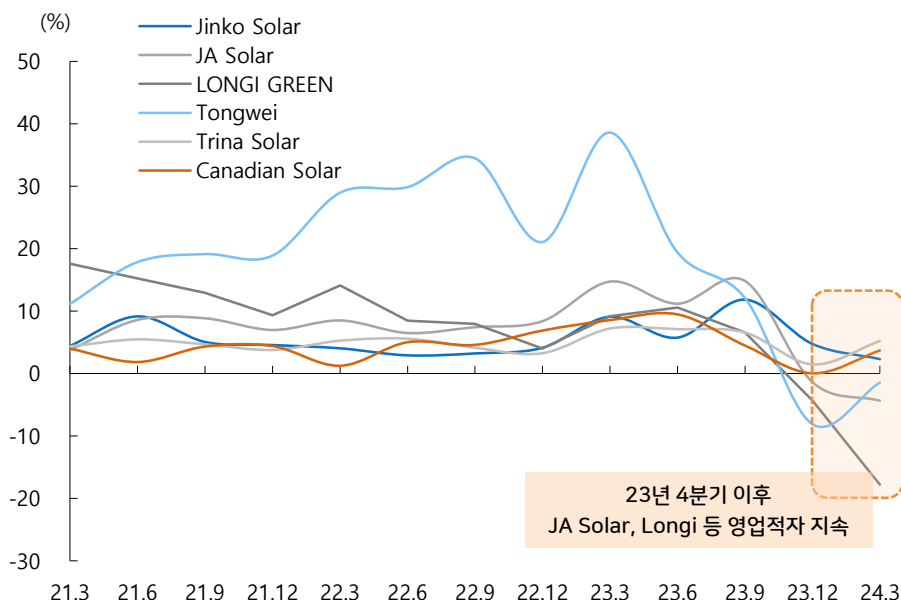
현재 태양광 산업이 직면한 문제와 원인 및 대책을 논의하고 산업의 질서 있는 발전을 유도하기 위해, 2024년 5월 17일 오후 중국 공업정보화부 전자정보부의 지도 아래 중국 태양광산업협회(CPIA)가 베이징에서 '태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄'을 조직해 개최했다.

자료 : SemiChina, 하이투자증권 리서치본부

업체들의 자발적 구조조정 움직임은 진퇴양난의 현 상황을 방증

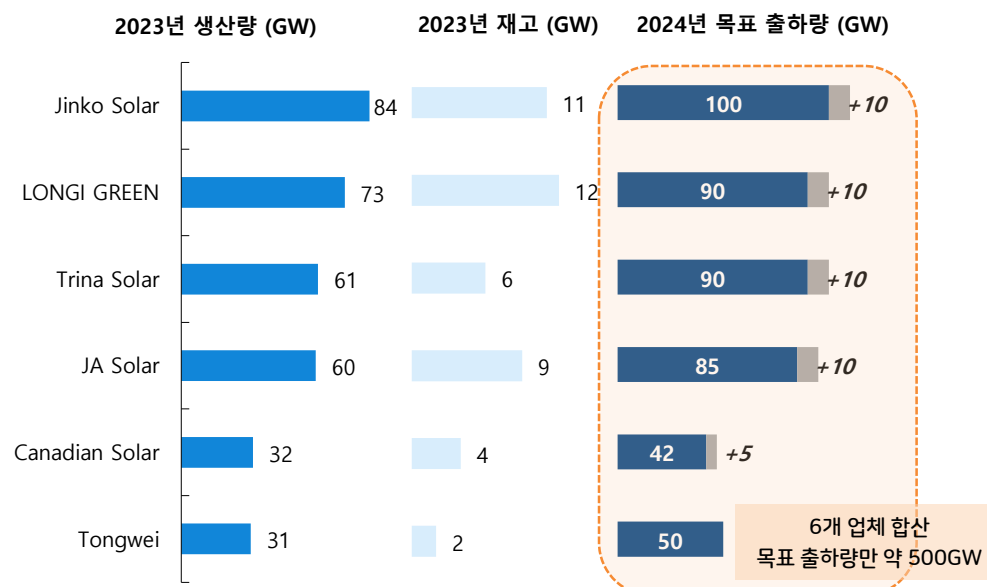
- '23년 말 중국의 1st tier 업체들은 '24년 목표 출하량 언급. Jinko Solar, Longi, Trina Solar 등 메이저 업체들은 각각 90~100GW 내외 출하량을 목표한다고 밝혔는데, 주요 6개 업체들이 발표한 목표치만 합산해도 500GW로 글로벌 전체 수요와 비슷한 규모에 달함
- 유럽은 이미 과잉재고에 허덕이고 있고, 미국으로는 고율 관세로 인해 직접 및 동남아시아를 통한 간접 수출로도 물량을 더 밀어내기 어려운 상황. 물론, 미국의 수입 제재가 적용되지 않는 인도와 멕시코 등의 지역을 통하는 것도 또 하나의 새로운 꿈수가 될 수 있겠지만 해당 지역에 신규로 공장 또는 법인을 설립해 생산/판매 네트워크를 확보하기까지는 물리적 시간 소요 불가피
- 또한 최근 각 업체 간 과다경쟁 속에서 출혈이 심화되고 있는 것도 자발적 구조조정을 고민하게 만든 근본적인 요인이 되었을 것. '23년 출하량 기준 2위였던 Longi는 물론, JA Solar, Tongwei 등 중국 주요 업체들마저 '23년 4분기부터 영업적자 전환해 '24년 1분기도 적자기조 지속되었음
- 이번 구조조정 발표는 중국 태양광 업체들의 진퇴양난 상황 속에서 논의된 만큼 실제 이행 가능성은 크다는 판단

<그림15> 중국 주요 태양광 업체들의 분기별 영업이익률 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

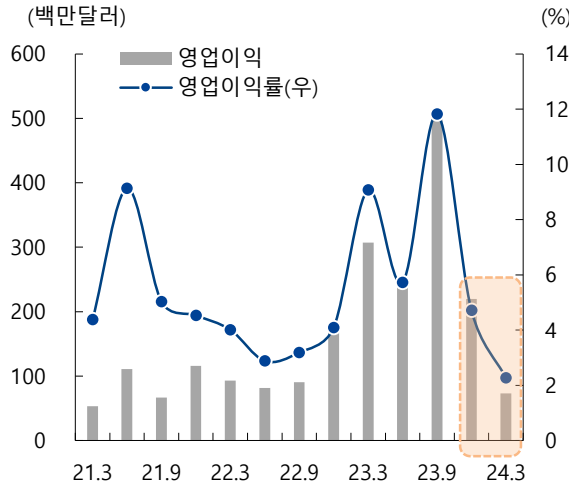
<그림16> 중국 태양광 업체들의 '23년 모듈 출하량/재고 및 '24년 목표 출하량



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

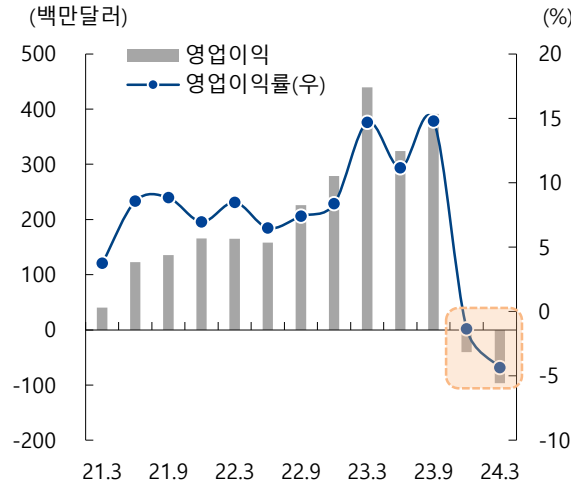
중국 주요 태양광 업체들의 영업이익 및 이익률 추이

<그림17> Jinko Solar 영업이익 및 OPM 추이



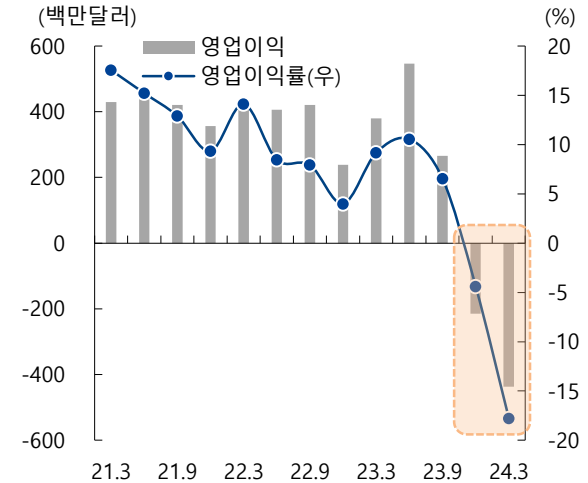
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림18> JA Solar 영업이익 및 OPM 추이



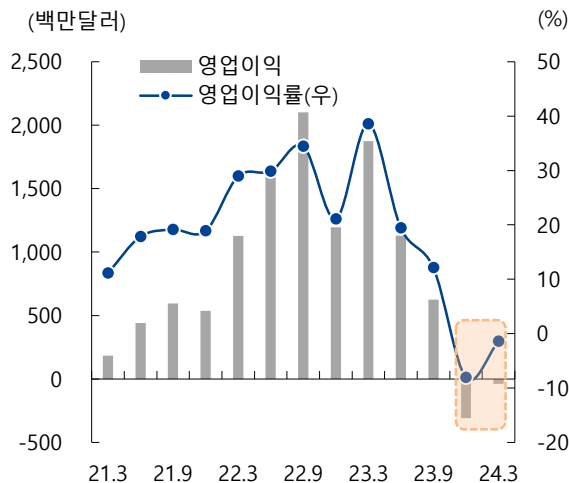
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림19> LONGI GREEN 영업이익 및 OPM 추이



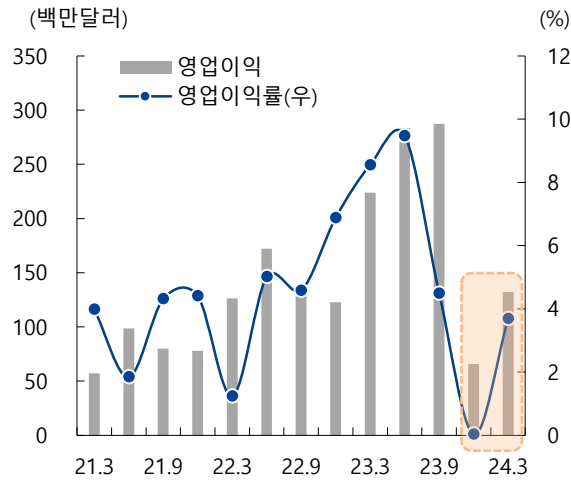
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림20> Tongwei 영업이익 및 OPM 추이



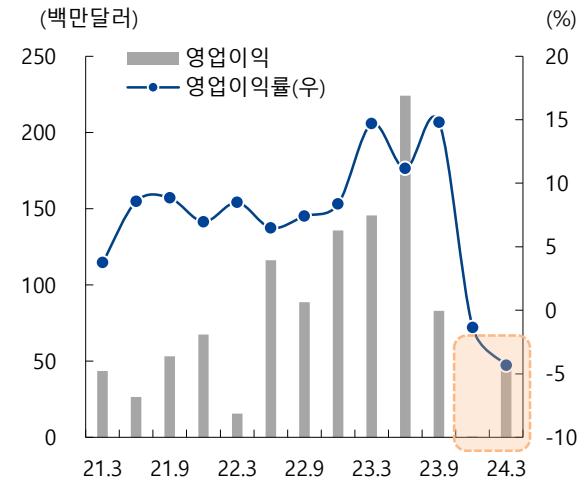
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림21> Trina Solar 영업이익 및 OPM 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림22> Canadian Solar 영업이익 및 OPM 추이

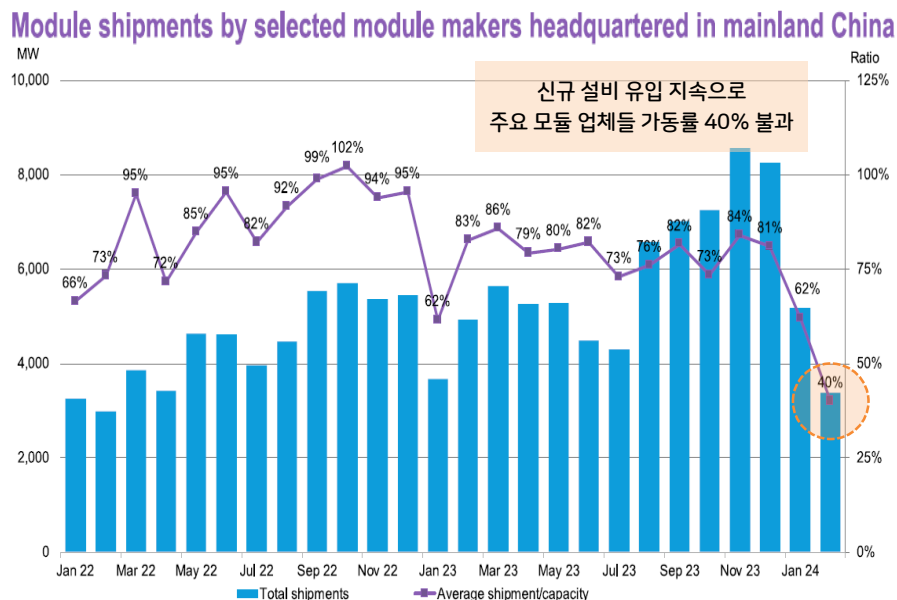


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

시진핑 정부도 업체들의 자발적 구조조정을 독려하는 분위기

- 주요 업체들의 자발적인 발표에 이어 중국 정부 차원에서도 구조조정 필요성을 언급하며 이를 독려하려는 모습
- 지난 5월 17일, 중국 태양광산업협회(CPIA) 주최로 열린 심포지엄에서 업체들이 자발적인 구조조정 방안 논의 및 공격적인 평가 인하 경쟁에 대한 정부 모니터링 강화를 요청. 그 직후인 5월 23일 주요 국영 및 사기업 경영진과 이코노미스트 등이 참여한 미팅에서 시진핑 주석은 신재생에너지 부문의 과잉투자는 역효과를 낼 수 있다고 언급(=an excess of investment into new energy would be counterproductive)
- '22년 이후 중국 업체들이 미국/유럽, 심지어 인도 등 신흥국으로 밀어내기를 적극적으로 했음에도 신규설비 유입으로 가동률은 '24년 초 기준 40% 수준까지 조정. 이런 와중에 글로벌 전반적으로 재고가 쌓여가는 만큼 추가로 물량을 더 밀어내기가 어려운 상황
- 이 같은 진퇴양난의 태양광 산업 구제를 위해 정부 차원에서도 업계가 요청한 시장 개입 및 모니터링 의지 내비치며 구조조정 독려. 지금까지 시장을 흐린 주범이었던 중국 각 업체들 및 정부 모두 구조조정에 입을 모으고 있는 만큼 업황 회복의 트리거가 될 것. 하반기 태양광 업종에 대한 관심 필요

<그림23> 중국 주요 업체들의 모듈 출하량 및 가동률 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림24> 5/28 중국 시진핑 주석, 에너지 과잉투자에 대해 경고

China's Xi Jinping cautions against energy investment overload at meeting

May 28 (South China Morning Post) --

- At a meeting with major business figures and economists, President Xi Jinping said an excess of investment into new energy would be counterproductive
- President also repeated assertion China is 'level playing field', affirmed equal rights for foreign and domestic companies

President Xi Jinping warned against a lopsided rush of investment into the new energy sector and promised China would be a place for fair competition in a meeting with business executives and economists, held as a row with the US and Europe over purported industrial overcapacity is all but certain to escalate.

자료 : Bloomberg, South China Morning Post, 하이투자증권 리서치본부

[기업분석]

롯데케미칼 (011170)	39
대한유화 (006650)	45
효성첨단소재 (298050)	50
유니드 (014830)	56
한화솔루션 (009830)	61

롯데케미칼(011170)

없으면 원가 짊짊할 하반기

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	140,000원(유지)
증가(2024.06.03)	109,900원
상승여력	27.4 %

Stock Indicator

자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	4,701십억원
외국인지분율	25.5%
52주 주가	97,300~185,000원
60일평균거래량	136,357주
60일평균거래대금	15.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	-10.2	-30.2	-34.6
상대수익률	1.2	-11.7	-37.3	-37.7



[투자포인트]

- 동사에 대한 목표주가 14만원과 투자의견 매수 유지
- '24년 영업손익은 -1,370억원으로 '22년 -7,626억원 → '23년 -3,477억원 대비 적자규모 확실히 줄어갈 것
- 석유화학 업황은 '24년 상반기 저점으로, 하반기 바닥 다지는 턴어라운드 구간 진입 예상. 1)절대적인 증설 규모 축소, 2)중국 정부의 경기 부양책 효과 점차 출현되며 수요의 점진적 회복 예상. 3)유가 하향 안정화된다는 점도 동사 영업여건에 긍정적으로 작용할 전망
- 펀더멘털 개선 속도가 빠르지는 않더라도 방향성은 분명 상방으로 가고 있고,センチ멘털 측면에서도 경기 부양을 위한 중국 정부의 추가적인 정책이 출현될 때마다 멀티플 반등 여지는 충분
- 동사 주가도 '24년 예상 BPS 기준 PBR 0.3배를 겨우겨우 방어하고 있는 만큼 현 레벨에서 주가는 다운사이드 리스크보다 업사이드 리스크가 더 크다는 판단. 하반기 석유화학 업종은 없으면 원가 짊짊한 구간이 지속될 수밖에 없어, 절대적 포지션 확보 필요

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	19,946	20,600	21,962	22,503
영업이익(십억원)	-348	-137	531	763
순이익(십억원)	-50	-79	317	479
EPS(원)	-1,194	-1,847	7,401	11,209
BPS(원)	363,366	359,053	363,988	372,731
PER(배)			14.8	9.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	-0.3	-0.5	2.0	3.0
배당수익률(%)	2.3	3.2	3.2	3.2
EV/EBITDA(배)	14.7	8.3	5.7	5.5

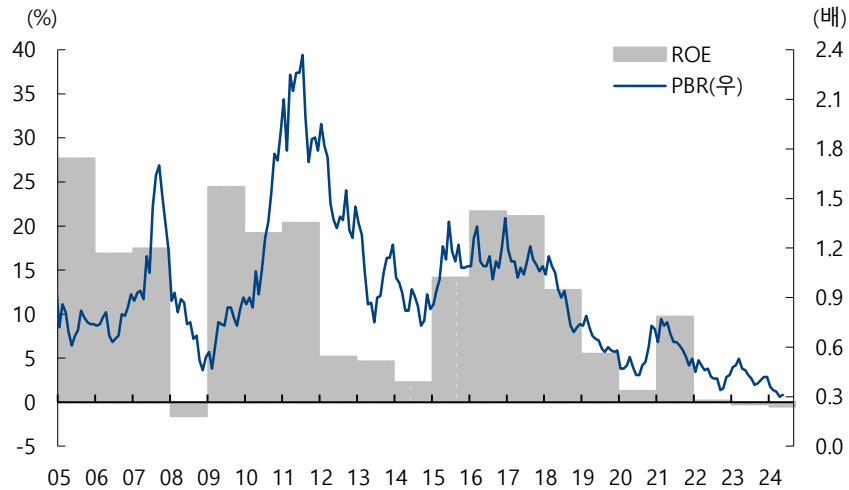
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

롯데케미칼 부문별 실적 추이 및 전망

<그림1> 롯데케미칼 부문별 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	4,932	5,002	4,816	5,196	5,086	5,159	5,291	5,064	22,276	19,946	20,600
영업이익	-26.2	-77.1	28.1	-272.6	-135.3	-54.3	20.7	31.9	-762.6	-347.7	-137.0
영업이익률	-0.5%	-1.5%	0.6%	-5.2%	-2.7%	-1.1%	0.4%	0.6%	-3.4%	-1.7%	-0.7%
올레핀											
매출액	2,148	2,200	2,048	2,109	2,149	2,239	2,350	2,288	10,323	8,505	9,026
영업이익	29.0	-75.8	-7.3	-132.9	-70.7	-56.0	-15.4	12.6	-625.9	-187.0	-129.5
영업이익률	1.4%	-3.4%	-0.4%	-6.3%	-3.3%	-2.5%	-0.7%	0.5%	-6.1%	-2.2%	-1.4%
아로마틱스											
매출액	556	556	470	492	477	495	479	419	3,158	2,074	1,870
영업이익	-7.0	-7.0	-22.8	-40.8	-20.3	-6.0	4.1	1.7	64.6	-77.6	-20.5
영업이익률	-1.3%	-1.3%	-4.9%	-8.3%	-4.3%	-1.2%	0.9%	0.4%	2.0%	-3.7%	-1.1%
타이탄											
매출액	548	544	556	521	541	534	562	525	2,959	2,169	2,161
영업이익	-73.6	-111.6	-7.7	-61.2	-53.3	-28.4	-3.7	-6.6	-295.1	-254.1	-91.9
영업이익률	-13.4%	-20.5%	-1.4%	-11.8%	-9.8%	-5.3%	-0.7%	-1.2%	-10.0%	-11.7%	-4.3%
롯데첨단소재											
매출액	1,050	1,099	1,068	967	1,032	1,092	1,088	1,071	4,790	4,184	4,283
영업이익	45.5	75.1	75.5	36.4	44.4	47.0	46.8	41.7	169.9	232.5	179.9
영업이익률	4.3%	6.8%	7.1%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	3.9%	3.5%	5.6%	4.2%
LC USA											
매출액	128	150	121	141	135	132	140	121	715	540	528
영업이익	-27.9	7.8	-16.0	-9.0	-5.7	-0.6	2.6	-5.1	-36.4	-45.1	-8.8
영업이익률	-21.8%	5.2%	-13.2%	-6.4%	-4.2%	-0.5%	1.9%	-4.2%	-5.1%	-8.4%	-1.7%
롯데정밀화학											
매출액	431	431	401	411	399	426	434	401	706	1,675	1,661
영업이익	69.1	69.1	35.1	8.5	10.8	21.1	30.9	34.9	84.2	181.8	97.6
영업이익률	16.0%	16.0%	8.7%	2.1%	2.7%	4.9%	7.1%	8.7%	11.9%	10.9%	5.9%
롯데에너지머티리얼즈											
매출액		198	218	230	242	243	239	239		645	962
영업이익		1.5	3.0	1.3	4.3	4.9	4.8	5.7		5.8	19.7
영업이익률		0.8%	1.4%	0.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.4%		0.9%	2.0%

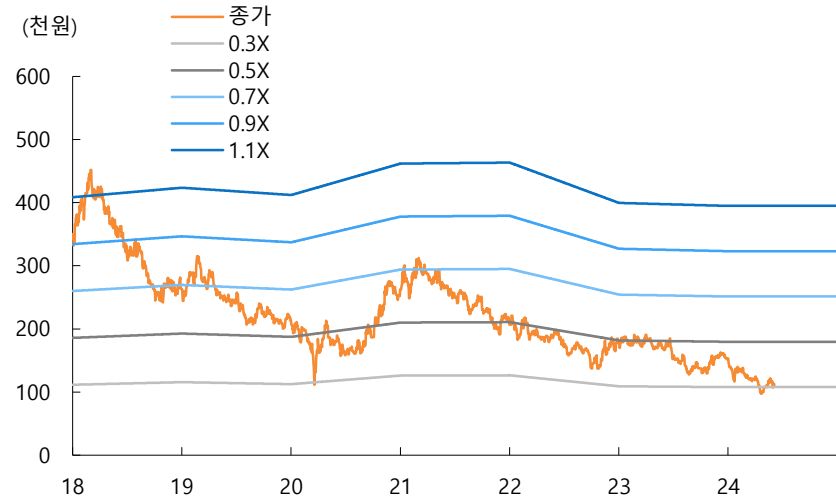
롯데케미칼 관련 주요 차트

<그림2> 롯데케미칼 ROE-PBR 밸류에이션 추이



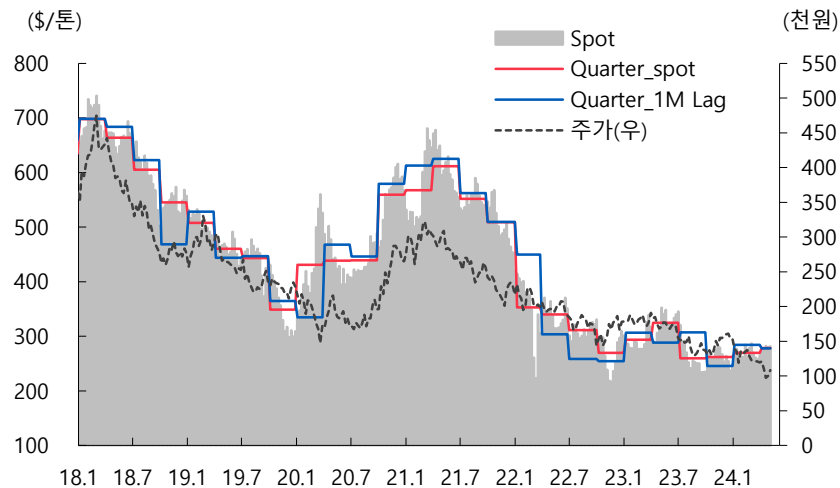
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림3> 롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



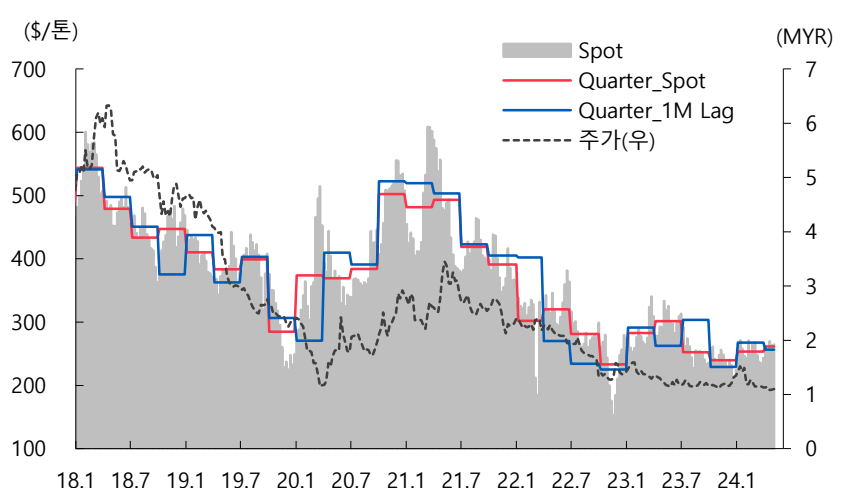
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 롯데케미칼 연결 기준 가중평균 스프레드 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

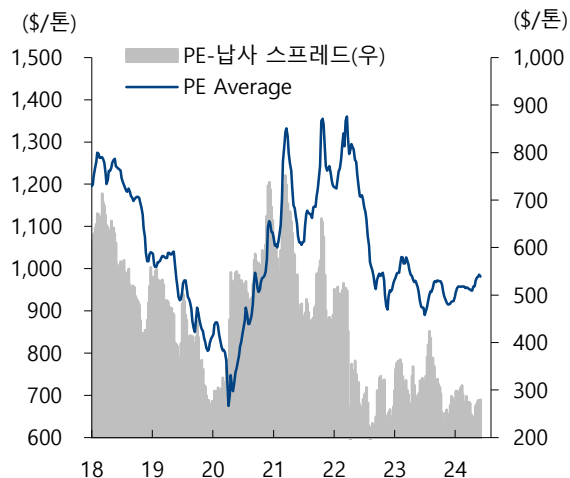
<그림5> 롯데타이탄 가중평균 스프레드 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

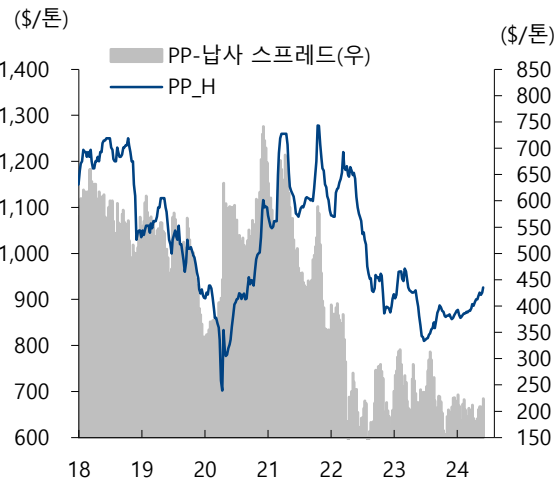
롯데케미칼 주요 생산제품 관련 차트

<그림6> PE 가격 및 스프레드 추이



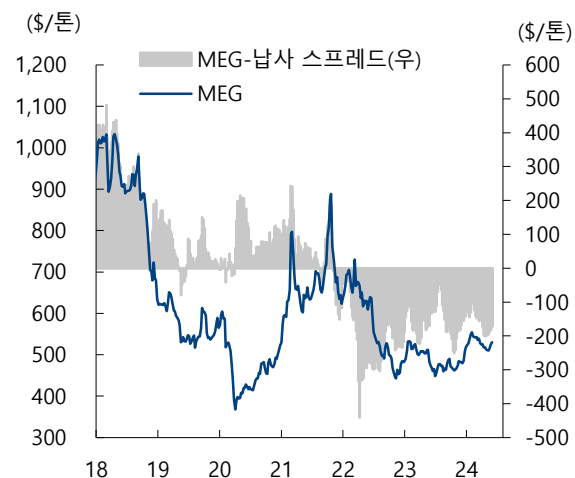
자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

<그림7> PP 가격 및 스프레드 추이



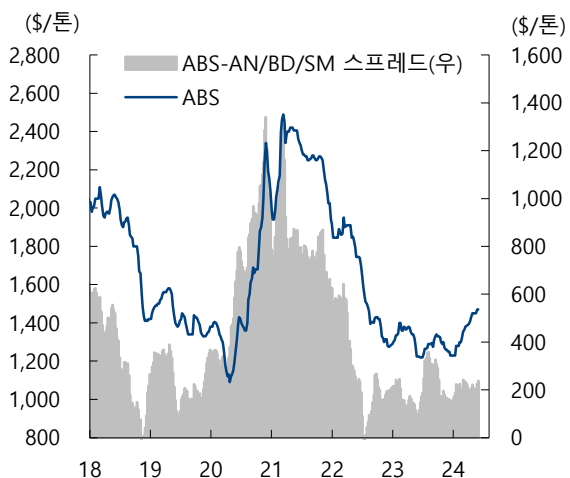
자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> MEG 가격 및 스프레드 추이



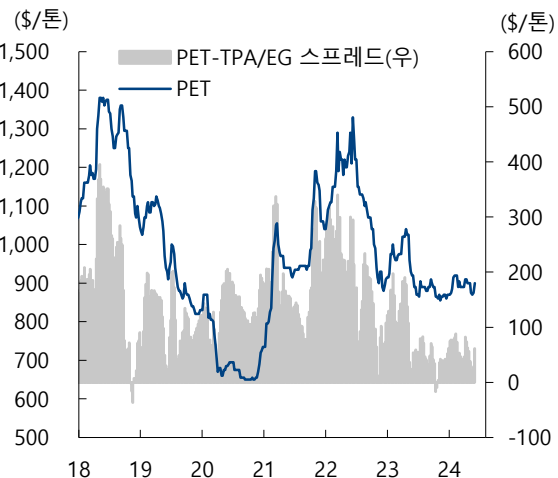
자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> ABS 가격 및 스프레드 추이



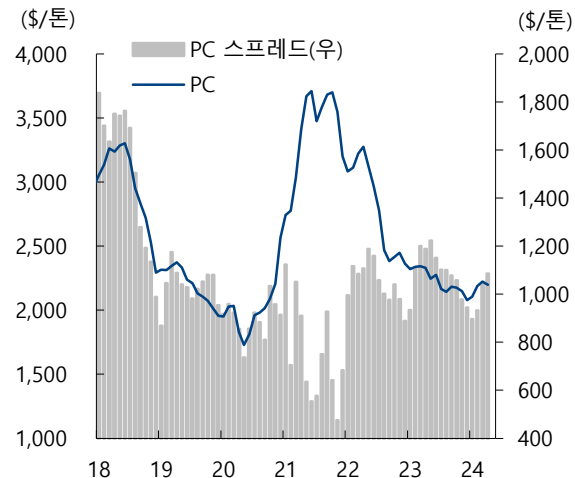
자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

<그림10> PET 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

<그림11> PC 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscchem, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		9,814	10,803	12,515	12,379
현금 및 현금성자산		2,702	3,761	5,118	4,830
단기금융자산		1,527	1,543	1,558	1,574
매출채권		2,395	2,299	2,447	2,506
재고자산		2,802	2,809	2,994	3,068
비유동자산		23,662	23,952	24,332	24,974
유형자산		14,273	15,893	16,747	17,480
무형자산		3,732	2,867	2,278	2,051
자산총계		33,476	34,756	36,847	37,354
유동부채		6,524	6,892	7,654	8,257
매입채무		1,354	1,569	1,673	1,714
단기차입금		3,444	3,544	4,144	4,644
유동성장기부채		676	676	676	676
비유동부채		6,720	7,820	8,920	8,420
사채		2,291	2,791	3,591	3,091
장기차입금		3,416	4,016	4,316	4,316
부채총계		13,244	14,712	16,574	16,678
지배주주지분		15,543	15,359	15,570	15,944
자본금		214	214	214	214
자본잉여금		1,943	1,943	1,943	1,943
이익잉여금		12,965	12,738	12,907	13,239
기타자본항목		422	464	506	548
비지배주주지분		4,689	4,685	4,704	4,732
자본총계		20,233	20,043	20,273	20,676

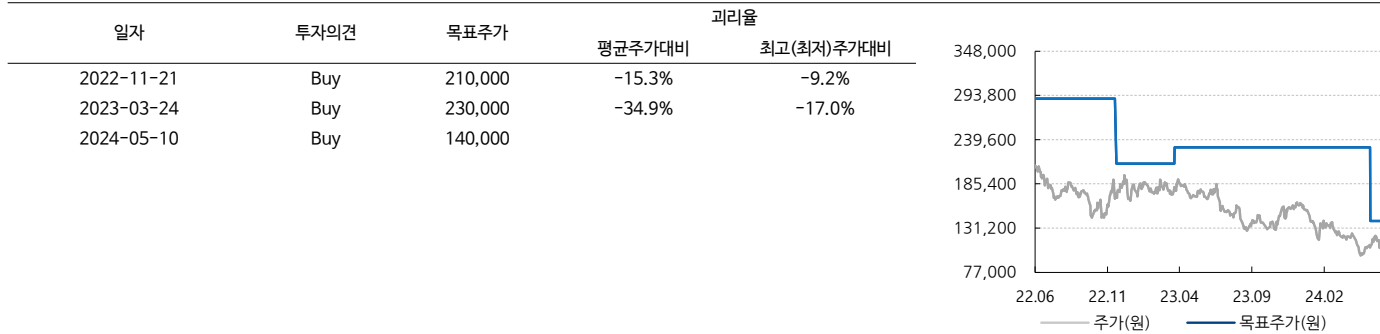
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		790	854	711	887
당기순이익		-39	-84	336	508
유형자산감가상각비		987	1,030	1,076	997
무형자산상각비		185	366	288	227
지분법관련손실(이익)		20	30	46	68
투자활동 현금흐름		-5,075	-4,102	-3,332	-3,155
유형자산의 처분(취득)		-3,548	-2,650	-1,930	-1,730
무형자산의 처분(취득)		-6	-	-	-
금융상품의 증감		-141	-165	-114	-137
재무활동 현금흐름		4,196	761	1,261	-439
단기금융부채의증감		-	100	600	500
장기금융부채의증감		3,511	1,100	1,100	-500
자본의증감		1,216	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-108	1,059	1,358	-289
기초현금및현금성자산		2,810	2,702	3,761	5,118
기말현금및현금성자산		2,702	3,761	5,118	4,830

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		19,946	20,600	21,962	22,503
증가율(%)		-10.5	3.3	6.6	2.5
매출원가		19,165	19,646	20,250	20,535
매출총이익		781	954	1,712	1,969
판매비와관리비		1,129	1,091	1,181	1,206
연구개발비		120	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-348	-137	531	763
증가율(%)		적지	적지	흑전	43.8
영업이익률(%)		-1.7	-0.7	2.4	3.4
이자수익		206	258	300	288
이자비용		379	393	452	452
지분법이익(손실)		20	30	46	68
기타영업외손익		100	92	92	92
세전계속사업이익		-452	-194	472	715
법인세비용		-413	-110	137	207
세전계속이익률(%)		-2.3	-0.9	2.2	3.2
당기순이익		-39	-84	336	508
순이익률(%)		-0.2	-0.4	1.5	2.3
지배주주귀속 순이익		-50	-79	317	479
기타포괄이익		42	42	42	42
총포괄이익		3	-42	378	550
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-1,194	-1,847	7,401	11,209
BPS		363,366	359,053	363,988	372,731
CFPS		26,779	30,770	39,288	39,840
DPS		3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation(배)					
PER				14.8	9.8
PBR		0.4	0.3	0.3	0.3
PCR		5.7	3.6	2.8	2.8
EV/EBITDA		14.7	8.3	5.7	5.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-0.3	-0.5	2.0	3.0
EBITDA이익률		4.1	6.1	8.6	8.8
부채비율		65.5	73.4	81.8	80.7
순부채비율		27.7	28.6	29.8	30.6
매출채권회전율(x)		8.4	8.8	9.3	9.1
재고자산회전율(x)		7.5	7.3	7.6	7.4

롯데케미칼 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급 공시 2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

대한유화(006650)

24년 바닥 다지고 25년 턴어라운드 국면 진입

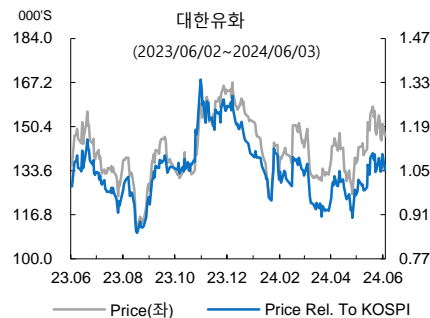
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(상향)
증가(2024.06.03)	147,000원
상승여력	36.1 %

Stock Indicator

자본금	41십억원
발행주식수	650만주
시가총액	956십억원
외국인지분율	7.7%
52주 주가	111,800~167,300원
60일평균거래량	33,185주
60일평균거래대금	4.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	3.2	-10.4	8.4
상대수익률	2.9	1.6	-17.5	5.3



[투자포인트]

- 동사에 대한 투자의견 매수 유지. 목표주가는 기존 18만원에서 20만원으로 상향하는데, 업황이 바닥을 다지고 턴어라운드 예상되는 24~25년 평균 BPS 290,986원에 PBR 기존 대비 +10% 할증한 0.68배 적용
- '24년 영업이익 180억원으로 2년 만에 영업적자에서 탈출, '25년은 1,096억원으로 확실한 턴어라운드 예상
- 석유화학 업황은 '24년 상반기 저점으로, 하반기 바닥 다지는 턴어라운드 구간 진입 예상. 1)절대적인 증설 규모 축소, 2)중국 정부의 경기 부양책 효과 점차 출현되며 수요의 점진적 회복 예상. 3)유가 하향 안정화된다는 점도 동사 영업여건에 긍정적으로 작용할 전망
- 펀더멘털 개선 속도가 빠르지는 않더라도 방향성은 분명 상방으로 가고 있고,センチ멘털 측면에서도 경기 부양을 위한 중국 정부의 추가적인 정책이 출현될 때마다 멀티플 반등 여지는 충분
- 중국 부양책 출현 및 석유화학 업황 바닥 탈출에 대한 기대감으로 최근 동사 주가는 바닥 대비 약 +20% 반등. 그러나 여전히 PBR 0.5배 수준에 그치고 있어, 현 레벨에서 주가 다운사이드 리스크보다는 업사이드 리스크가 더 커 매수 전략 유효. 하반기 석유화학 업종은 없으면 짹짹한 구간이 지속될 수밖에 없어 지속적인 관심 필요

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,500	2,617	2,895	3,117
영업이익(십억원)	-62	18	110	129
순이익(십억원)	-29	29	99	115
EPS(원)	-4,468	4,484	15,277	17,689
BPS(원)	280,737	283,972	297,999	314,439
PER(배)		32.8	9.6	8.3
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-1.6	1.6	5.3	5.8
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.1	4.2	2.9	2.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

대한유화 분기별 실적 및 목표주가 산정 내역

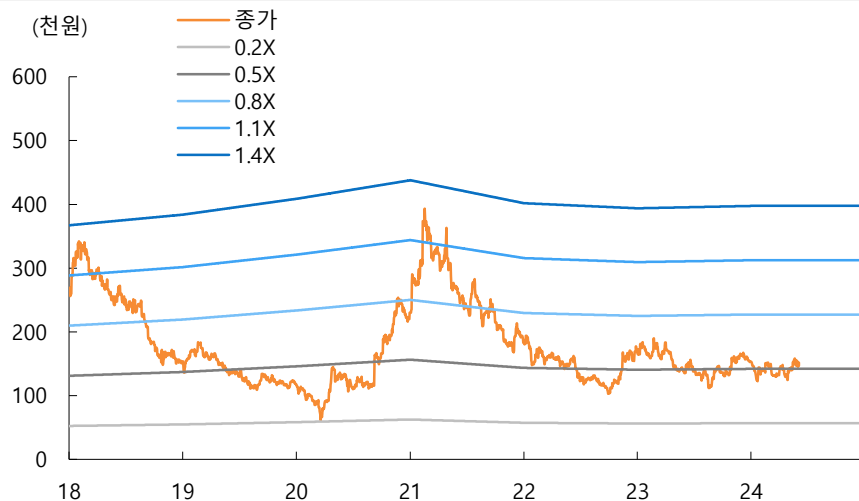
<그림1> 분기 및 연간 실적(상), 목표주가 PBR Valuation 산출 내역(하)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	529.1	632.7	666.2	671.9	663.6	647.5	694.1	611.6	2,222.1	2,500.0	2,616.8
영업이익	-36.1	-35.1	18.8	-9.9	-15.7	-5.5	20.8	18.4	-214.6	-62.3	18.0
영업이익률	-6.8%	-5.5%	2.8%	-1.5%	-2.4%	-0.9%	3.0%	3.0%	-8.6%	-2.4%	0.7%

(원, 배, %)	기존 적용	변경 적용	참고내용
BPS (원)	289,643	290,986	2024~2025년 예상 BPS 평균값 적용
Target PBR (배)	0.62	0.68	2024년 바닥으로 업황 턴어라운드 구간 진입. 기존 대비 +10% 할증 적용
적정주가 (원)	179,579	197,870	BPS * Target PBR
목표주가 (원)	180,000	200,000	-
현재주가 (원)		147,000	2024년 6월 3일 종가 기준
상승여력 (%)		36.1%	

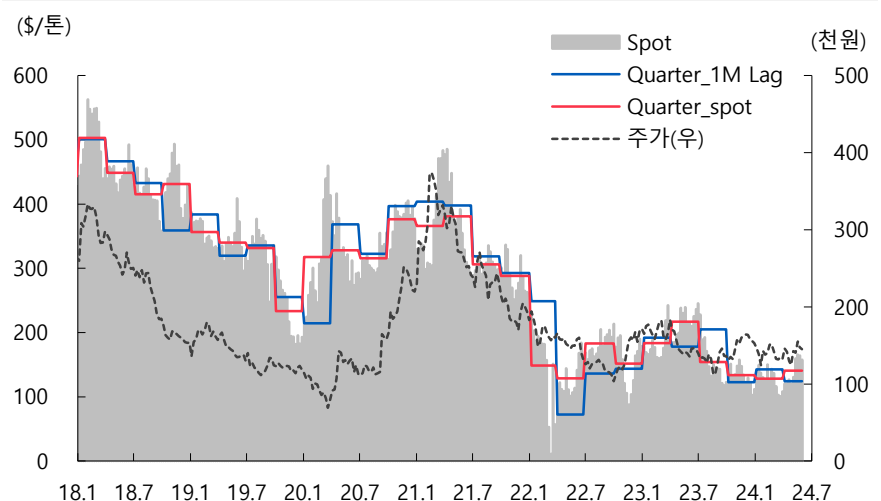
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림2> 대한유화 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

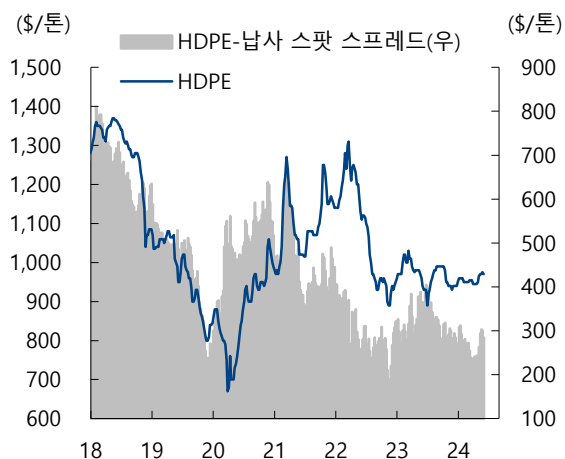
<그림3> 대한유화 가중평균 스프레드 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

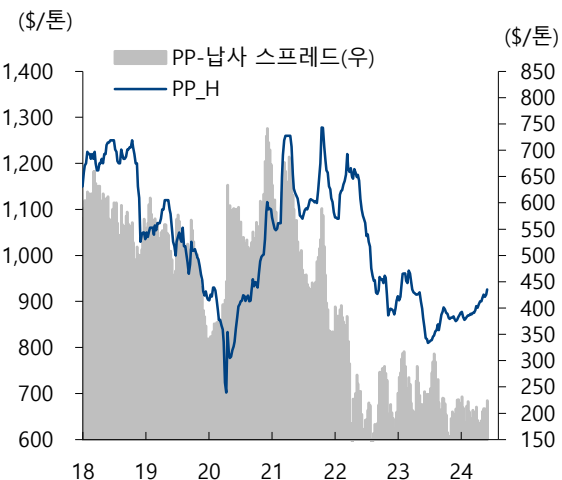
대한유화 주요 생산제품 관련 차트

<그림4> HDPE 가격 및 스프레드 추이



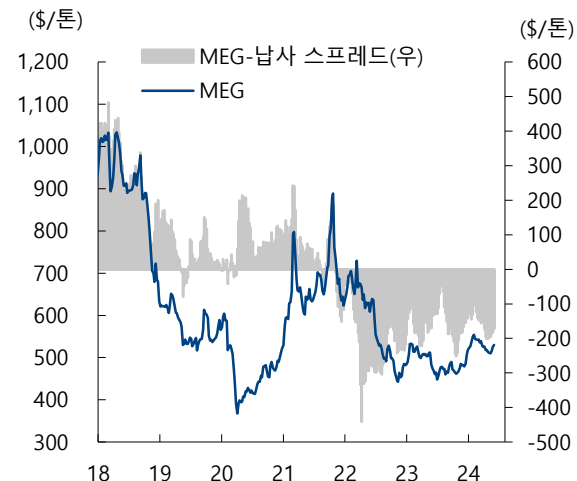
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림5> PP 가격 및 스프레드 추이



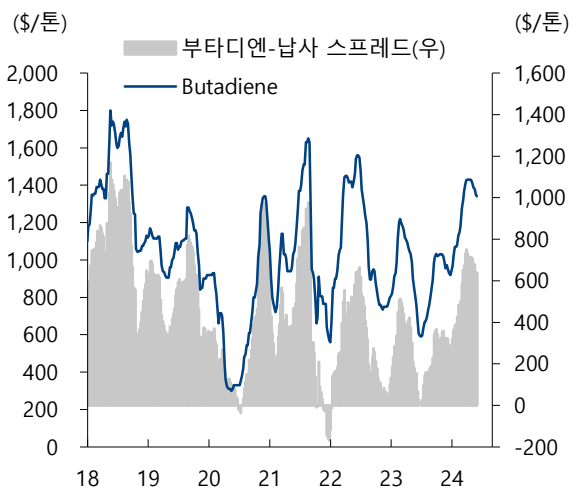
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> MEG 가격 및 스프레드 추이



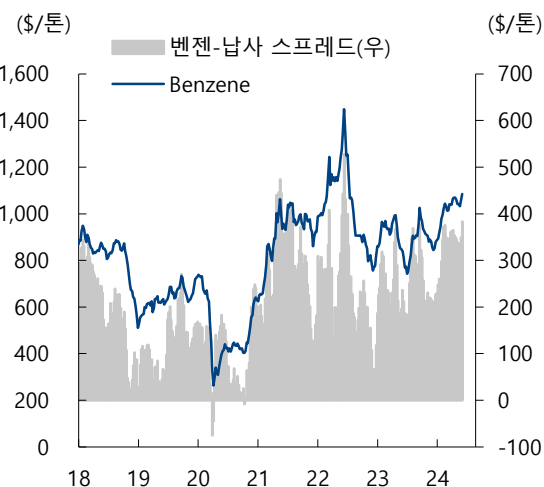
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림7> 부타디엔 가격 및 스프레드 추이



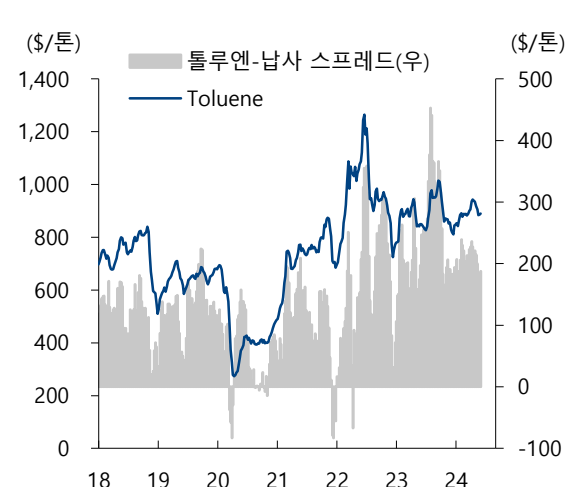
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> 벤젠 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> 톨루엔 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		502	711	859	912
현금 및 현금성자산		34	256	357	373
단기금융자산		8	8	8	9
매출채권		246	234	259	278
재고자산		211	209	232	249
비유동자산		1,694	1,627	1,617	1,643
유형자산		1,393	1,281	1,218	1,191
무형자산		9	9	9	9
자산총계		2,196	2,337	2,475	2,555
유동부채		288	353	375	363
매입채무		131	183	203	218
단기차입금		92	102	102	72
유동성장기부채		10	10	10	10
비유동부채		83	138	163	148
사채		-	-	-	-
장기차입금		32	82	102	87
부채총계		372	491	538	512
지배주주지분		1,825	1,846	1,937	2,044
자본금		41	41	41	41
자본잉여금		264	264	264	264
이익잉여금		1,525	1,548	1,641	1,749
기타자본항목		-5	-7	-9	-11
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		1,825	1,846	1,937	2,044

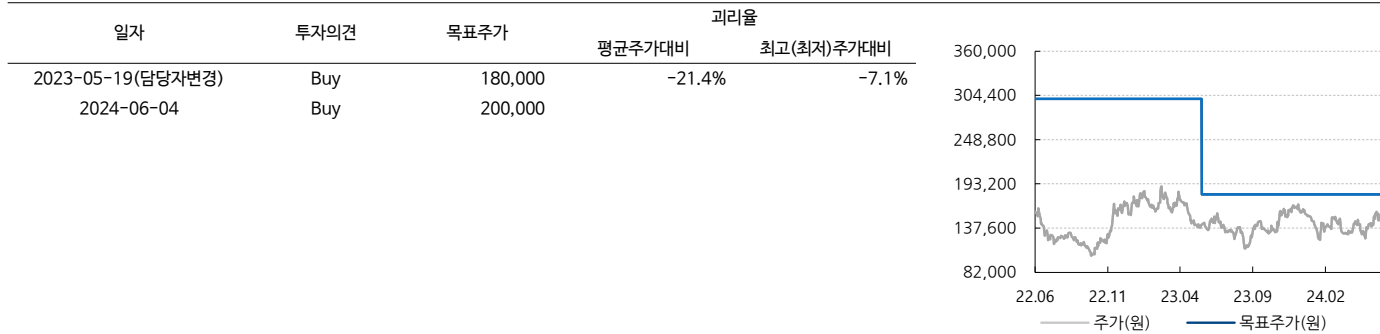
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		86	229	177	172
당기순이익		-29	29	99	115
유형자산감가상각비		181	192	163	137
무형자산상각비		0	0	0	0
지분법관련손실(이익)		13	13	13	13
투자활동 현금흐름		-159	-121	-144	-154
유형자산의 처분(취득)		-113	-80	-100	-110
무형자산의 처분(취득)		0	-	-	-
금융상품의 증감		-37	-37	-40	-40
재무활동 현금흐름		68	50	10	-55
단기금융부채의증감		-	10	-	-30
장기금융부채의증감		78	50	20	-15
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감		-5	222	101	16
기초현금및현금성자산		39	34	256	357
기말현금및현금성자산		34	256	357	373

자료 : 대한유화, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		2,500	2,617	2,895	3,117
증가율(%)		12.5	4.7	10.6	7.7
매출원가		2,512	2,547	2,727	2,928
매출총이익		-12	70	168	189
판매비와관리비		51	52	58	60
연구개발비		-	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-62	18	110	129
증가율(%)		적지	흑전	508.5	17.5
영업이익률(%)		-2.5	0.7	3.8	4.1
이자수익		3	13	18	19
이자비용		6	7	8	7
지분법이익(손실)		13	13	13	13
기타영업외손익		3	3	3	3
세전계속사업이익		-50	40	136	157
법인세비용		-21	11	36	42
세전계속이익률(%)		-2.0	1.5	4.7	5.0
당기순이익		-29	29	99	115
순이익률(%)		-1.2	1.1	3.4	3.7
지배주주귀속 순이익		-29	29	99	115
기타포괄이익		-2	-2	-2	-2
총포괄이익		-31	27	97	113
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-4,468	4,484	15,277	17,689
BPS		280,737	283,972	297,999	314,439
CFPS		23,428	33,974	40,407	38,736
DPS		1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)					
PER			32.8	9.6	8.3
PBR		0.5	0.5	0.5	0.5
PCR		6.5	4.3	3.6	3.8
EV/EBITDA		9.1	4.2	2.9	2.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-1.6	1.6	5.3	5.8
EBITDA이익률		4.8	8.0	9.4	8.5
부채비율		20.4	26.6	27.8	25.0
순부채비율		5.0	-3.9	-7.9	-10.4
매출채권회전율(x)		11.3	10.9	11.8	11.6
재고자산회전율(x)		11.7	12.4	13.1	13.0

대한유화 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

효성첨단소재(298050)

기존 투자포인트들 여전히 순항 중

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	510,000원(유지)
증가(2024.06.03)	364,000원
상승여력	40.1 %

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	448만주
시가총액	1,631십억원
외국인지분율	11.5%
52주 주가	312,000~497,000원
60일평균거래량	25,321주
60일평균거래대금	8.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	9.1	-6.9	-18.7
상대수익률	-1.3	7.6	-14.0	-21.9



[투자포인트]

- 동사에 대한 목표주가 51만원과 투자의견 매수 유지
- 주요 투자포인트는 1)글로벌 RE 타이어 수요 회복에 따른 Q 확대 및 스프레드 개선, 2)탄소섬유 매 분기 증설 물량 반영에 따른 외형성장 및 그에 근거한 전체적인 이익의 질적 개선 등임
- 이에 근거해 '24년 영업이익은 2,763억원으로 '23년 1,724억원 대비 +60.3% 대폭 증가할 것으로 예상. 또한 분기별로도 매 분기 꾸준한 이익 성장세 이어갈 전망
- 타이어코드는 전방인 타이어 판매량이 북미, 특히 RE 제품 중심으로 호조세 이어지고 있음. '24년 4월 YTD 기준 글로벌 타이어 판매량은 RE +6.0%, OE +8.0% 기록했고, 지역별로는 RE 기준 북미/유럽 각각 +8.0%로 약진
- 한편, 1분기 탄소섬유는 중국 증설로 판가가 하락한 것 외에, 신규 설비 상업화에 따른 고정비 반영 및 저가 제품 믹스 증가로 예상보다 부진한 영업이익 기록. 그러나 2분기부터는 신규 생산 라인에 대한 기존 고객사들의 품질 인증이 마무리됨에 따라 제품 포트폴리오가 정상화되고, 고정비도 축소되며 영업이익 점진적 개선 기대

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,202	3,444	3,539	3,775
영업이익(십억원)	172	283	323	369
순이익(십억원)	36	98	129	157
EPS(원)	7,936	21,882	28,706	35,005
BPS(원)	151,266	165,327	184,218	207,412
PER(배)	50.3	16.6	12.7	10.4
PBR(배)	2.6	2.2	2.0	1.8
ROE(%)	5.1	13.8	16.4	17.9
배당수익률(%)	1.6	2.2	2.7	3.3
EV/EBITDA(배)	10.1	7.2	6.7	6.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

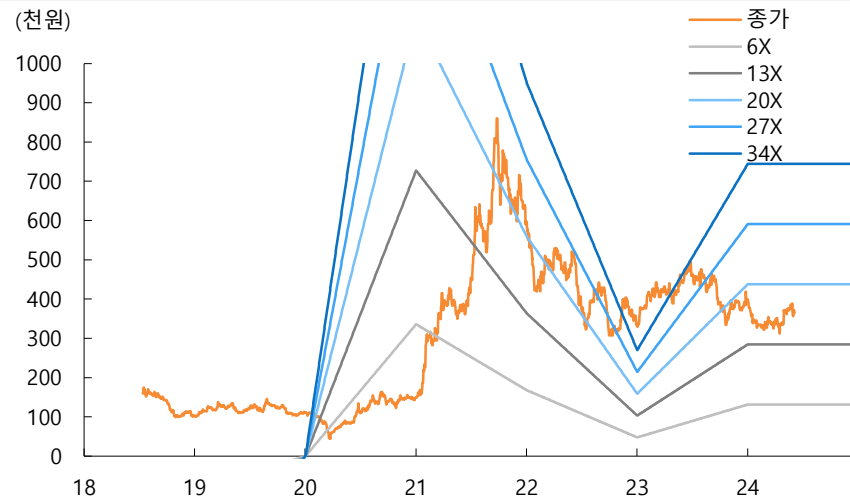
효성첨단소재 부문별 실적 및 주요 차트

<그림1> 효성첨단소재 부문별 실적

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	834.5	816.4	783.4	768.1	836.7	865.4	883.7	857.9	3,841.7	3,202.4	3,443.7
영업이익	67.3	48.6	35.7	20.8	63.8	70.0	77.7	71.7	315.2	172.4	283.1
영업이익률	8.1%	6.0%	4.6%	2.7%	7.6%	8.1%	8.8%	8.4%	8.2%	5.4%	8.2%
타이어코드											
매출액	491.1	457.7	426.5	430.9	484.3	510.5	507.4	475.5	2,271.5	1,806.2	1,977.6
영업이익	44.5	31.3	17.2	34.7	56.2	57.8	57.3	49.3	245.4	127.7	220.6
영업이익률	9.1%	6.8%	4.0%	8.1%	11.6%	11.3%	11.3%	10.4%	10.8%	7.1%	11.2%
산업용사/기타											
매출액	343.4	358.7	356.9	337.2	352.4	354.9	376.4	382.4	1,570.2	1,396.2	1,466.1
영업이익	22.8	17.3	18.5	-14.0	7.6	12.1	20.3	22.4	69.8	44.7	62.5
영업이익률	6.6%	4.8%	5.2%	-4.1%	2.2%	3.4%	5.4%	5.9%	4.4%	3.2%	4.3%

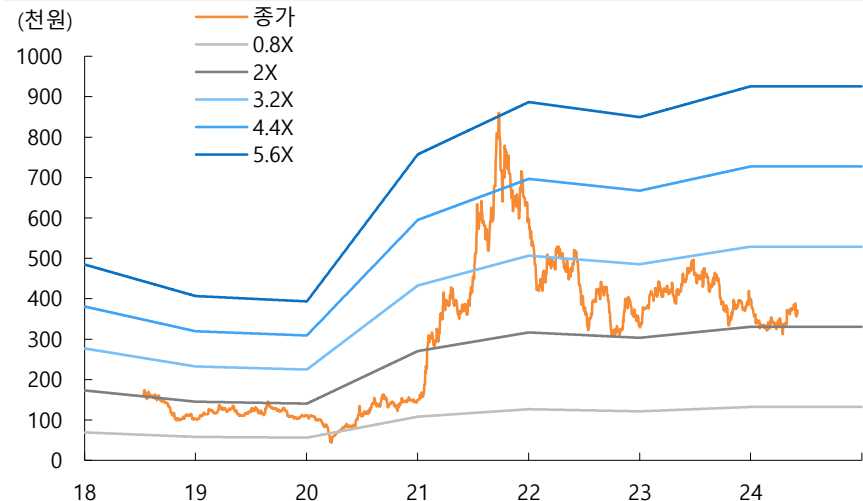
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림2> 효성첨단소재 12M Forward 기준 PER 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

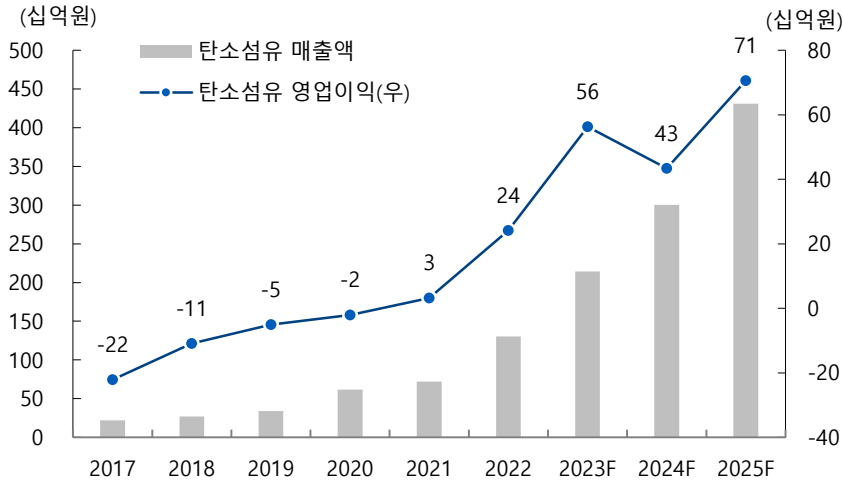
<그림3> 효성첨단소재 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

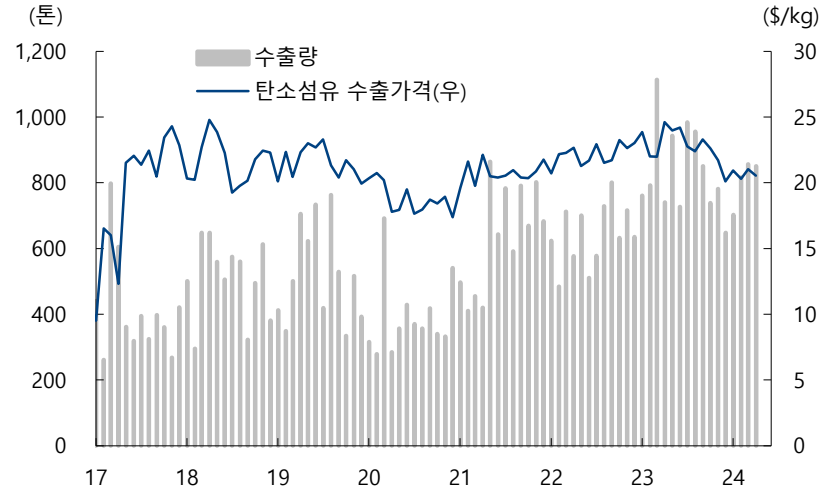
효성첨단소재 주요 생산제품 관련 차트

<그림4> 효성첨단소재 탄소섬유 매출액, 영업이익 추이 및 전망



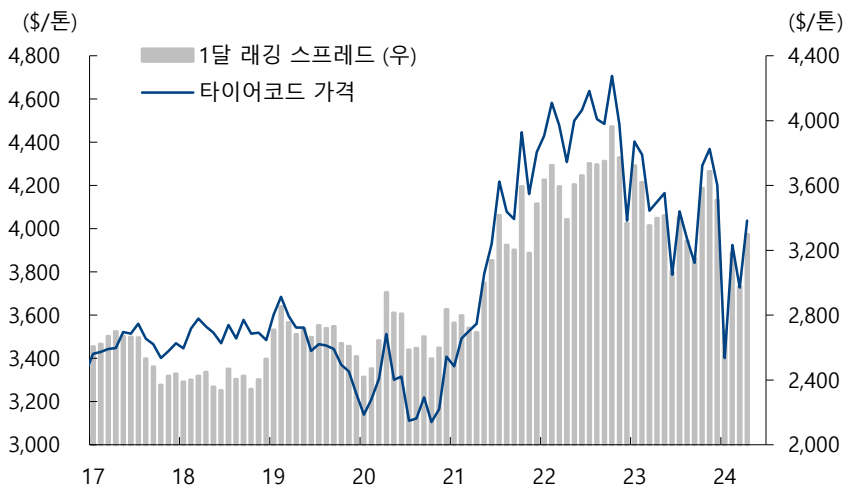
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림5> 탄소섬유 수출량 및 수출가격 추이



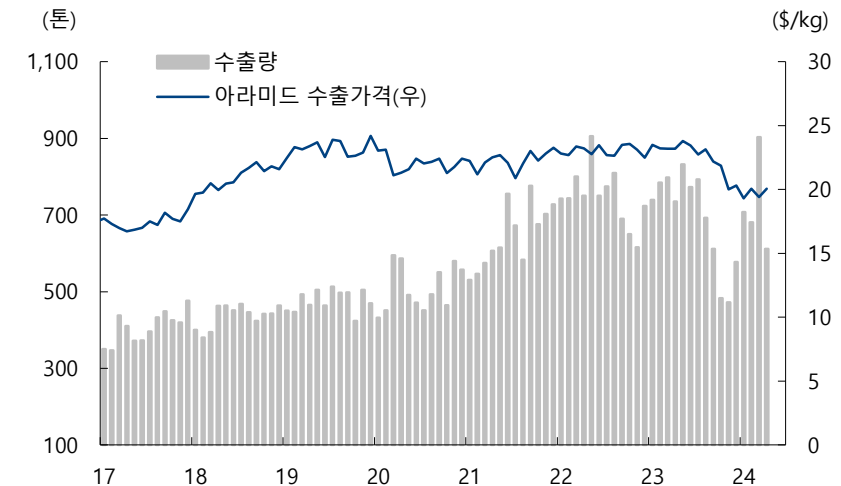
자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> 타이어코드 수출가격 및 래깅 스프레드 추이



자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

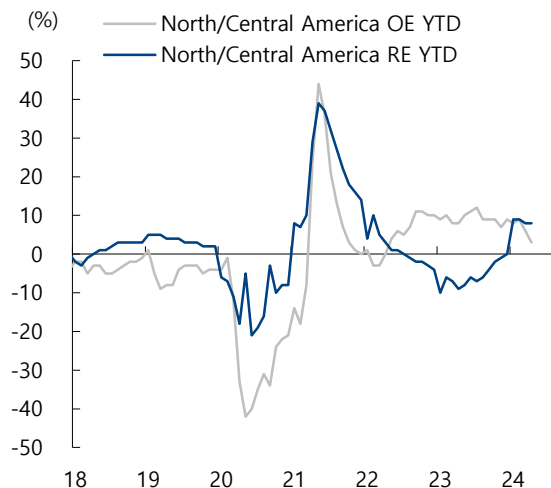
<그림7> 아라미드 수출량 및 수출가격 추이



자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

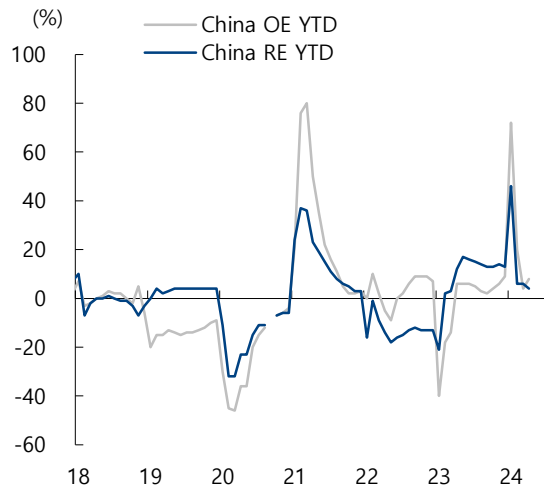
글로벌 및 주요 지역별 타이어 판매량 추이

<그림8> (승용차) 미주 RE/OE 타이어 판매 증가율



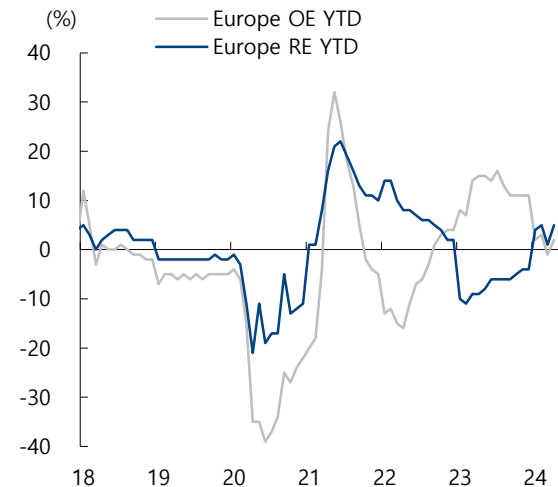
자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> (승용차) 중국 RE/OE 타이어 판매 증가율



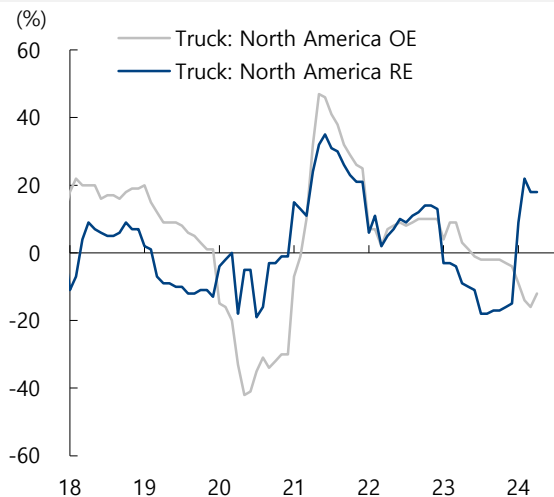
자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림10> (승용차) 유럽 RE/OE 타이어 판매 증가율



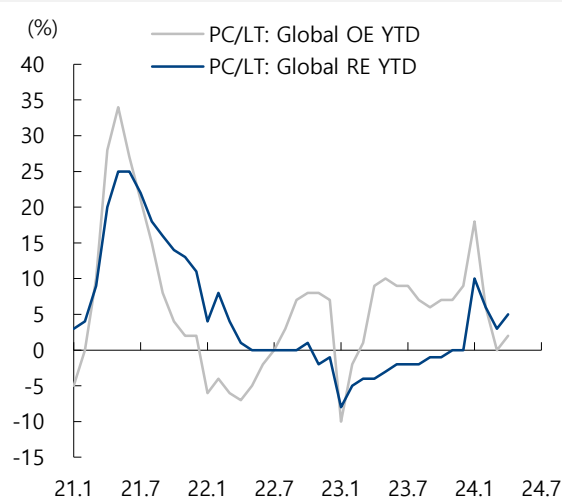
자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림11> (트럭/버스) 북미 RE/OE 판매 증가율



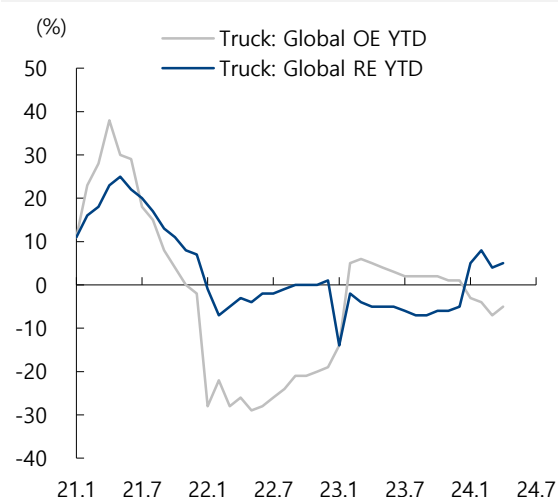
자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림12> (승용차) 글로벌 RE/OE 판매 증가율



자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

<그림13> (트럭/버스)글로벌 RE/OE 판매 증가율



자료 : Michelin, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		1,192	1,330	1,359	1,424
현금 및 현금성자산		20	95	89	73
단기금융자산		10	10	11	11
매출채권		595	618	635	677
재고자산		507	545	560	597
비유동자산		1,842	1,938	1,990	2,059
유형자산		1,572	1,668	1,716	1,780
무형자산		31	32	35	40
자산총계		3,034	3,269	3,349	3,483
유동부채		1,751	1,843	1,833	1,786
매입채무		247	266	273	291
단기차입금		1,000	1,060	1,030	950
유동성장기부채		226	226	226	226
비유동부채		533	583	548	578
사채		99	99	99	99
장기차입금		414	464	429	459
부채총계		2,284	2,426	2,381	2,364
지배주주지분		678	741	825	929
자본금		22	22	22	22
자본잉여금		384	384	384	384
이익잉여금		204	267	351	454
기타자본항목		67	67	68	69
비지배주주지분		72	103	142	190
자본총계		750	843	967	1,120

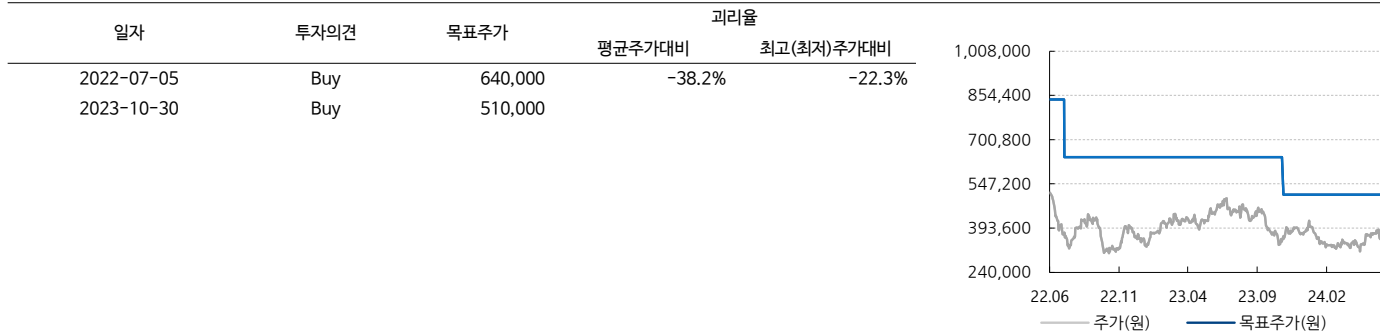
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		353	354	398	381
당기순이익		47	128	168	205
유형자산감가상각비		174	185	172	156
무형자산상각비		-	-	-	-
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-350	-284	-227	-229
유형자산의 처분(취득)		-335	-280	-220	-220
무형자산의 처분(취득)		-1	-1	-3	-5
금융상품의 증감		-12	-	-	-
재무활동 현금흐름		-13	72	-110	-104
단기금융부채의증감		-85	60	-30	-80
장기금융부채의증감		178	50	-35	30
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		0	0	0	0
현금및현금성자산의증감		-4	75	-6	-17
기초현금및현금성자산		24	20	95	89
기말현금및현금성자산		20	95	89	73

자료 : 효성첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		3,202	3,444	3,539	3,775
증가율(%)		-16.6	7.5	2.8	6.7
매출원가		2,842	2,949	3,000	3,176
매출총이익		361	494	539	600
판매비와관리비		188	211	216	231
연구개발비		33	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		172	283	323	369
증가율(%)		-45.3	64.3	14.1	14.3
영업이익률(%)		5.4	8.2	9.1	9.8
이자수익		1	2	2	1
이자비용		83	88	72	70
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-7	-8	-8	-8
세전계속사업이익		73	175	230	280
법인세비용		26	47	61	75
세전계속이익률(%)		2.3	5.1	6.5	7.4
당기순이익		47	128	168	205
순이익률(%)		1.5	3.7	4.8	5.4
지배주주귀속 순이익		36	98	129	157
기타포괄이익		1	1	1	1
총포괄이익		48	129	169	206
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		7,936	21,882	28,706	35,005
BPS		151,266	165,327	184,218	207,412
CFPS		46,666	63,114	66,990	69,757
DPS		6,500	8,000	10,000	12,000
Valuation(배)					
PER		50.3	16.6	12.7	10.4
PBR		2.6	2.2	2.0	1.8
PCR		8.6	5.8	5.4	5.2
EV/EBITDA		10.1	7.2	6.7	6.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		5.1	13.8	16.4	17.9
EBITDA이익률		10.8	13.6	14.0	13.9
부채비율		304.5	287.7	246.2	211.1
순부채비율		227.8	206.8	174.1	147.4
매출채권회전율(x)		5.4	5.7	5.7	5.8
재고자산회전율(x)		5.5	6.6	6.4	6.5

효성첨단소재 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

유니드(014830)

단기 및 중장기 관점 모두 매력적

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	126,000원(상향)
증가(2024.06.03)	106,900원
상승여력	17.9 %

Stock Indicator

자본금	34십억원
발행주식수	677만주
시가총액	723십억원
외국인지분율	15.6%
52주 주가	53,100~115,400원
60일평균거래량	69,389주
60일평균거래대금	6.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	37.4	46.4	70.5
상대수익률	9.1	35.9	39.4	67.4



[투자포인트]

- 동사에 대한 투자의견 매수 유지하고, 목표주가는 12만원에서 12.6만원으로 상향. 금번 목표주가는 24~25년 실적 추정치 상향 조정에 근거하며 24~25년 예상 BPS 154,363원에 PBR 기존 0.8배 적용해 산출
- 주요 투자포인트는 1)글로벌(특히, 인도/남미 지역 중심) 농업 및 식품부문 가성칼럼 수요 증가, 2)염화칼륨 가격 하향 안정화에 따른 스프레드 개선, 3)하반기 중국 CPs 프로젝트 상업화로 인한 염소 적자 폭 축소 및 구조적인 이익 체력 개선 등임
- 이에 근거해 '24년 연간 영업이익은 1,262억원으로 전년대비 +294% 증가할 전망. 기저효과를 감안하더라도 큰 폭의 이익 성장을 보이는 유일무이한 업체. '25년에도 1,442억원으로 +14.2% 증가하며 이익 기초체력 개선 추이 이어갈 전망
- 중장기적으로는 탄소포집 흡착제로서의 가성/탄산칼륨 활용도 높아지며 전체적인 시장 규모 레벨업 가능

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,134	1,142	1,336	1,457
영업이익(십억원)	32	126	144	154
순이익(십억원)	16	104	120	128
EPS(원)	2,403	15,297	17,759	18,912
BPS(원)	133,446	146,570	162,156	178,503
PER(배)	28.2	7.0	6.0	5.7
PBR(배)	0.5	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	1.8	10.9	11.5	11.1
배당수익률(%)	2.4	1.9	1.9	2.2
EV/EBITDA(배)	6.2	3.8	3.4	3.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

유니드 분기별 실적 및 목표주가 산정 내역

<그림1> 유니드 부문별 분기 및 연간 실적											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	334.5	301.2	250.7	247.3	254.7	288.5	305.5	293.7	1,404.9	1,133.7	1,142.4
영업이익	1.6	8.3	0.8	21.4	27.5	33.0	35.1	30.6	147.9	32.1	126.2
영업이익률%	0.5%	2.7%	0.3%	8.7%	10.8%	11.4%	11.5%	10.4%	10.5%	2.8%	11.1%
국내 화학											
매출액	193.9	175.8	143.0	133.1	147.8	159.1	170.9	165.1	792.6	645.8	642.8
영업이익	2.6	17.4	0.7	8.9	17.0	19.7	20.2	17.3	98.2	29.6	74.2
영업이익률%	1.3%	9.9%	0.5%	6.7%	11.5%	12.4%	11.8%	10.5%	12.4%	4.6%	11.6%
중국 화학											
매출액	164.9	133.5	109.5	118.6	110.2	129.4	134.6	128.6	585.6	526.5	502.9
영업이익	-1.6	-9.7	-0.3	11.7	10.1	13.3	14.8	13.3	49.7	0.1	51.6
영업이익률%	-1.0%	-7.3%	-0.3%	9.9%	9.2%	10.3%	11.0%	10.4%	8.5%	0.0%	10.3%

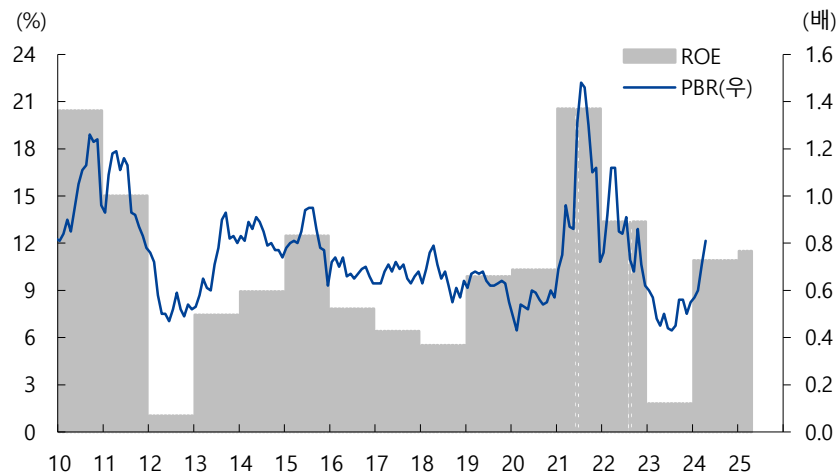
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림2> 유니드 목표주가 변경: PBR Valuation			
(원, 배, %)	기존 적용	변경 적용	참고내용
적용 BPS (원)	150,169	154,363	2024~2025년 BPS 당사 추정치 평균
2024년 예상 BPS	144,121	146,570	2024년 BPS 당사 추정치
2025년 예상 BPS	156,217	162,156	2025년 BPS 당사 추정치
Target PBR (배)	0.8	0.8	코로나 및 러-우 전쟁으로 염화/가성칼륨 가격 변동 커지기 전인 2017~2019년 평균 대비 +20% 할증
적정주가(원)	118,459	125,882	BPS * Target PBR
목표주가(원)	120,000	126,000	
현재주가(원)	87,900	106,900	2024년 6월 3일 종가 기준
상승여력(%)		17.9%	

자료 : 하이투자증권 리서치본부

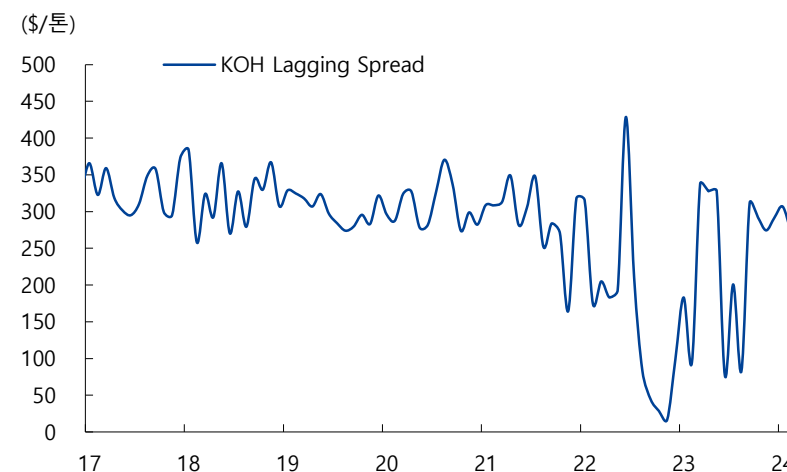
유니드 관련 주요 차트

<그림3> 유니드 ROE-PBR 추이



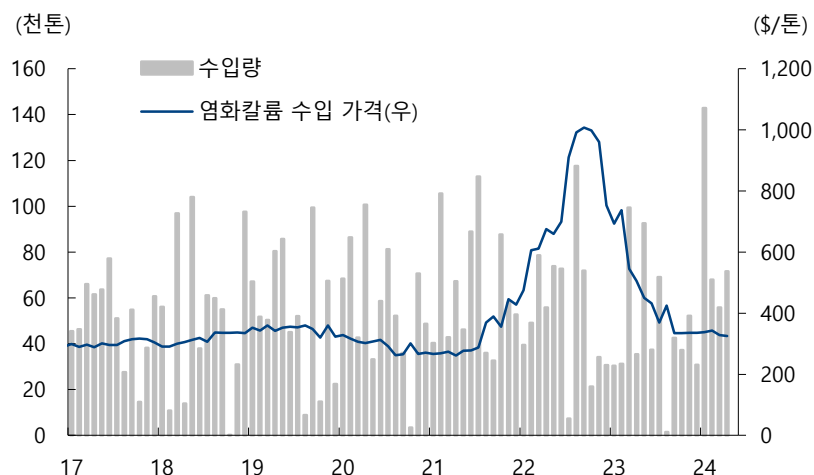
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 가성칼륨 스프레드 추이



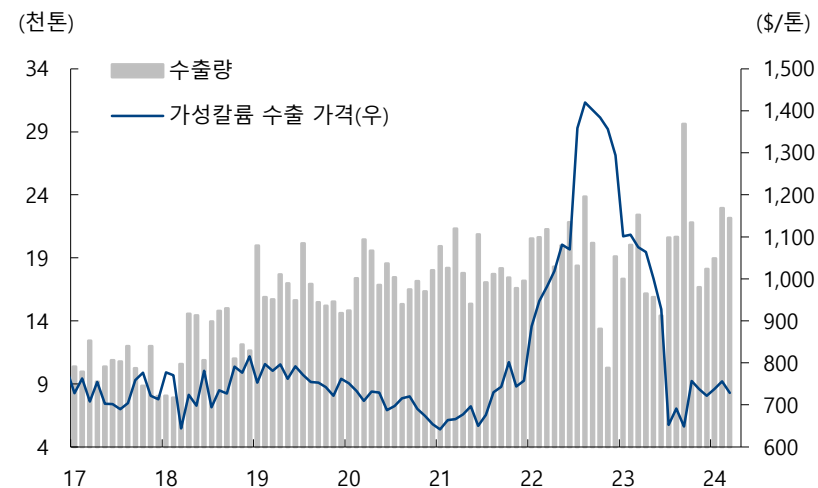
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림5> 염화칼륨 수입 기준 가격 추이



자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> 가성칼륨 수출 기준 가격 추이



자료 : KITA, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		570	739	921	880
현금 및 현금성자산		146	365	486	392
단기금융자산		14	14	15	15
매출채권		268	228	267	306
재고자산		137	127	148	161
비유동자산		689	733	775	857
유형자산		501	548	592	675
무형자산		12	8	6	4
자산총계		1,259	1,472	1,695	1,736
유동부채		308	382	450	410
매입채무		88	88	103	113
단기차입금		166	236	286	236
유동성장기부채		13	13	13	13
비유동부채		48	98	148	118
사채		-	-	-	-
장기차입금		26	76	126	96
부채총계		356	480	598	528
지배주주지분		903	992	1,097	1,208
자본금		34	34	34	34
자본잉여금		3	3	3	3
이익잉여금		1,036	1,126	1,233	1,345
기타자본항목		-170	-171	-173	-174
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		903	992	1,097	1,208

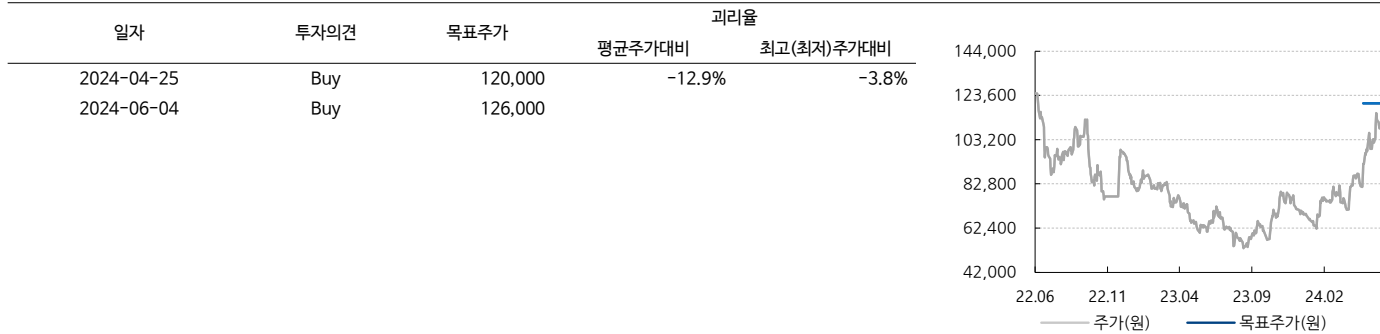
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		335	197	118	123
당기순이익		16	104	120	128
유형자산감가상각비		47	48	46	47
무형자산감가상각비		2	4	3	2
지분법관련손실(이익)		-4	-	-	-
투자활동 현금흐름		-90	-95	-90	-130
유형자산의 처분(취득)		-87	-95	-90	-130
무형자산의 처분(취득)		-5	-	-	-
금융상품의 증감		-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름		-233	107	84	-96
단기금융부채의증감		-226	70	50	-50
장기금융부채의증감		9	50	50	-30
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-3	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감		11	218	121	-94
기초현금및현금성자산		135	146	365	486
기말현금및현금성자산		146	365	486	392

자료 : 유니드, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		1,134	1,142	1,336	1,457
증가율(%)		-19.3	0.8	16.9	9.1
매출원가		977	883	1,042	1,135
매출총이익		157	260	294	322
판매비와관리비		125	134	150	168
연구개발비		16	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32	126	144	154
증가율(%)		-78.3	293.6	14.2	6.9
영업이익률(%)		2.8	11.1	10.8	10.6
이자수익		4	10	13	11
이자비용		15	10	13	11
지분법이익(손실)		-4	-	-	-
기타영업외손익		12	9	12	12
세전계속사업이익		23	131	152	162
법인세비용		7	28	32	34
세전계속이익률(%)		2.0	11.5	11.4	11.1
당기순이익		16	104	120	128
순이익률(%)		1.4	9.1	9.0	8.8
지배주주귀속 순이익		16	104	120	128
기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
총포괄이익		15	102	119	127
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		2,403	15,297	17,759	18,912
BPS		133,446	146,570	162,156	178,503
CFPS		9,610	22,974	24,986	26,088
DPS		1,600	2,000	2,000	2,400
Valuation(배)					
PER		28.2	7.0	6.0	5.7
PBR		0.5	0.7	0.7	0.6
PCR		7.1	4.7	4.3	4.1
EV/EBITDA		6.2	3.8	3.4	3.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.8	10.9	11.5	11.1
EBITDA이익률		7.1	15.6	14.5	13.9
부채비율		39.4	48.4	54.5	43.7
순부채비율		5.0	-5.4	-6.9	-5.1
매출채권회전율(x)		3.6	4.6	5.4	5.1
재고자산회전율(x)		5.3	8.7	9.7	9.4

유니드 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

한화솔루션(009830)

업황 전환의 트리거가 될 수 있는 중국 스탠스 변화

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(유지)
증가(2024.06.03)	30,850원
상승여력	29.7 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	5,303십억원
외국인지분율	22.2%
52주 주가	23,150~48,700원
60일평균거래량	1,767,006주
60일평균거래대금	52.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	11.2	-3.1	-34.7
상대수익률	16.2	9.7	-10.2	-37.8



[투자포인트]

- 동사에 대한 목표주가 4만원과 투자의견 매수 유지
- '22년 하반기부터 본격화된 중국(=동남아산) 업체들의 공격적인 밀어내기로 '24년 6월 말 기준 미국 내 모듈 재고는 약 41GW 달할 것으로 추정. 이는 '24년 연간 수요에 달하는 규모인 만큼 재고 소진 및 가격 반등까지는 시간 소요 불가피하겠고, 그 시기는 대략 3분기 말에서 4분기 초 정도로 예상
- 다만, 5월 중순부터 양면형 모듈 수입 관세가 부과되기 시작했고, 6월부터 동남아산 4개국 수입산에 대한 고율 관세 부과안도 발효된 만큼 미국으로의 절대적인 모듈 수입량은 감소할 것으로 예상
- 미국 재고 소진과 별개로, 하반기에는 중국 태양광 업체들의 구조조정 스탠스 변화에 더욱 주목해야 한다는 판단
- 지금까지 글로벌 시장을 흐린 주범인 중국 업체들은 자발적으로 구조조정 필요성 및 구체적 방안들에 대해 논의. 시진핑 역시 신재생에너지 과잉투자가 역효과를 낼 수 있다고 언급하며 이들의 구조조정 독려. 금번 움직임은 유럽/미국 등 글로벌 과잉재고로 더 이상 밀어내기 전략이 불가한데다 주요 업체들 역시 영업적자 전환하는 등 사면초가에 처했기 때문. 따라서 실제 구조조정 실행 가능성 높을 것으로 전망. 하반기 태양광 업종 관심 필요

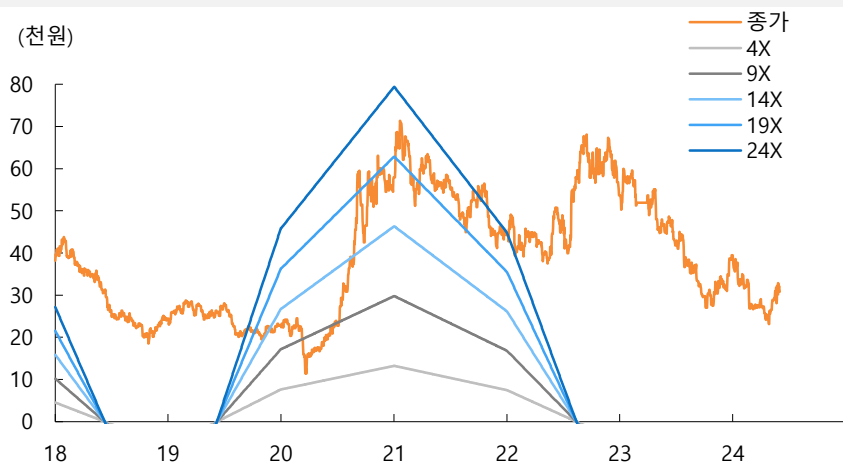
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	12,234	12,493	12,508
영업이익(십억원)	605	122	922	1,219
순이익(십억원)	-208	-260	367	646
EPS(원)	-1,172	-1,489	2,103	3,701
BPS(원)	44,979	43,316	45,244	48,771
PER(배)			14.7	8.3
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	-2.5	-3.4	4.7	7.9
배당수익률(%)	1.6	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	11.0	16.7	8.9	7.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 부문별 실적 및 밸류에이션 차트

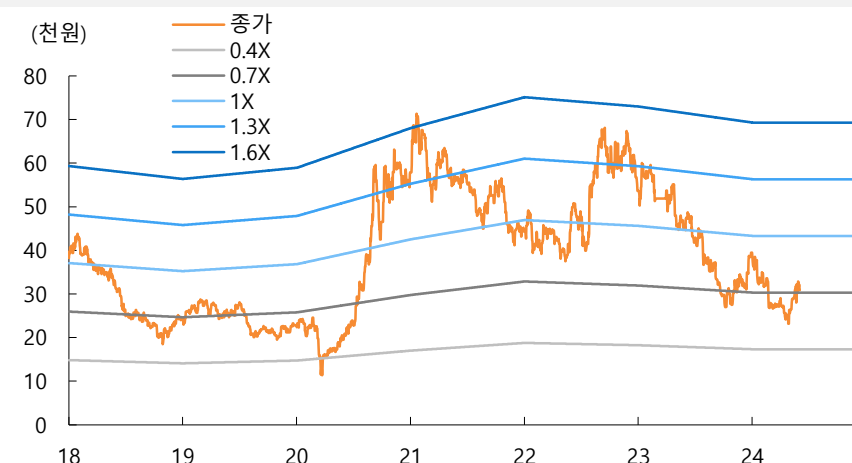
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,787.1	3,266.2	3,863.2	13,663.3	13,288.7	12,234.4
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-19.4	105.4	253.0	961.0	604.5	122.4
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-0.7%	3.2%	6.5%	7.0%	4.5%	1.0%
케미칼											
매출액	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,266.8	1,301.8	1,272.9	5,909.2	5,097.4	5,063.8
영업이익	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-16.7	18.3	34.2	588.9	59.5	16.9
영업이익률	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.3%	1.4%	2.7%	10.0%	1.2%	0.3%
신재생에너지											
매출액	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,141.0	1,575.5	2,199.2	5,568.5	6,615.9	5,694.2
영업이익	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-14.2	76.3	211.2	350.1	568.2	86.2
영업이익률	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-1.2%	4.8%	9.6%	6.3%	8.6%	1.5%
IRA 예상 금액	22.9	29.0	35.0	123.8	96.6	122.9	145.3	192.5		210.7	557.3
IRA 제외 영업이익	222.1	109.0	-0.3	26.7	-283.7	-137.1	-68.9	18.7		357.5	-471.1
가공소재											
매출액	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	252.3	233.6	257.4	1,152.2	988.9	992.9
영업이익	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	12.6	10.2	9.7	35.3	64.3	43.1
영업이익률	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	5.0%	4.4%	3.8%	3.1%	6.5%	4.3%
기타											
매출액	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	127.1	155.3	133.6	500.7	586.5	558.6
영업이익	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-1.2	0.6	-2.1	-50.6	-87.5	-23.9
영업이익률	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-14.9%	-0.9%	0.4%	-1.5%	-10.1%	-14.9%	-4.3%

<그림1> 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

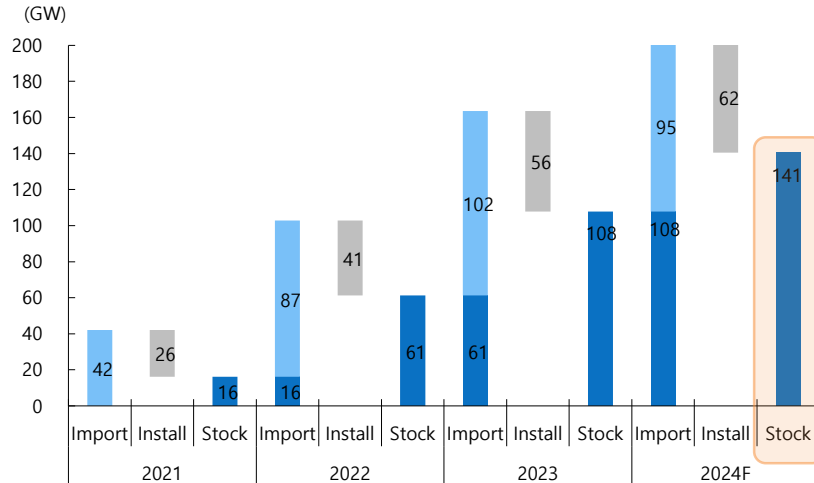
<그림2> 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 태양광 부문 관련 주요 차트

<그림3> 2024년 말 기준 유럽 내 예상 모듈 재고



자료: InfoLink, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

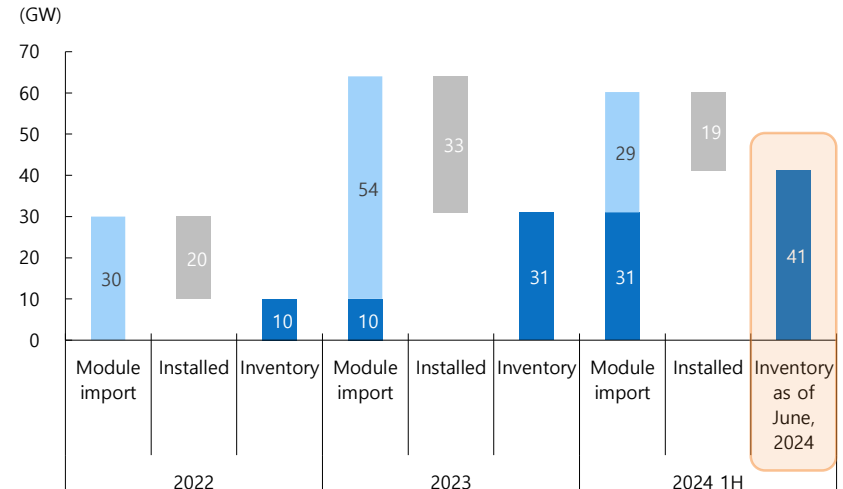
주: 중국산 모듈 수입만 감안한 것으로, 실제 수입/재고 데이터는 이보다 더 높을 가능성 농후

<그림5> 5/17 CPIA <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 주요 내용

1. 주요 제안 내용
(1) 태양광 산업에 시장 지향적 수단 통한 관리 필요
(2) 정부의 실질적 영향력 있는 개입 통해 업계 어려움 해소 위한 노력 필요
a. 원활한 시장 퇴출 메커니즘 수립을 통한 업계 내 M&A 및 구조조정 장려
b. 원가 이하로 판매되는 악의적 경쟁에 대한 단속 강화
c. 저가 낙찰 상황 개선
d. 태양광 기술의 빠른 순환 적응
e. 효과적인 지적 재산권 보호 조치 수립
f. 중국 내수 태양광 시장의 꾸준한 성장 보장
g. 시범 프로젝트 시행을 통한 선진 기술 적용 지원책 모색
(3) 정부 노력과 별개로, 태양광 업계와 기업들 역시 공동 질서 유지를 위해 움직여야 함
2. 향후 추진 예정 업무
a. 가격지수 모델 구축 지속적으로 추진해 모듈 선물 거래 등 통해 합리적 거래 가격 형성
b. 중국 공업정보화부 전자 부서 지원
c. PV Manufacturing Industry Specification Conditions의 요구 역할 이행
d. 업계 발전을 가이드하고 표준화
e. TopCon 배터리 효율성 보정 및 저장 용량 저하 문제에 대한 심포지엄 개최 및 논의
f. 업계 모니터링 지속 강화

자료: CPIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림4> 2024년 6월 기준 미국 내 예상 모듈 재고



자료: Platts, Wood Mackenzie, 하이투자증권 리서치본부

주1: 24년 상반기 모듈 수입량은 23년 하반기 평균 수입량(29.2GW)으로 가정

주2: 24년 상반기 미국 태양광 설치량은 연간 38GW 기준 절반 규모(19GW) 가정

<그림6> 5/23 <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 관련 원문 보도

中国光伏行业协会组织召开光伏行业高质量发展座谈会

중국 태양광산업협회, 태양광 산업의 고품질 발전을 위한 심포지엄 개최

来源: 中国光伏行业协会CPIA 2024-05-23

近段时间以来,我国光伏产业链价格一路下滑,企业经营承压,对我国光伏行业高质量发展产生不利影响。为探讨当前光伏行业面临的问题、产生的原因和应对措施,引导行业有序发展,2024年5月17日下午,在工业和信息化部电子信息司指导下,中国光伏行业协会在北京组织召开“光伏行业高质量发展座谈会”。

현재 태양광 산업이 직면한 문제와 원인 및 대책을 논의하고 산업의 질서 있는 발전을 유도하기 위해, 2024년 5월 17일 오후 중국 공업정보화부 전자정보부의 지도 아래 중국 태양광산업협회(CPIA)가 베이징에서 '태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄'을 조직해 개최했다.

자료: SemiChina, 하이투자증권 리서치본부

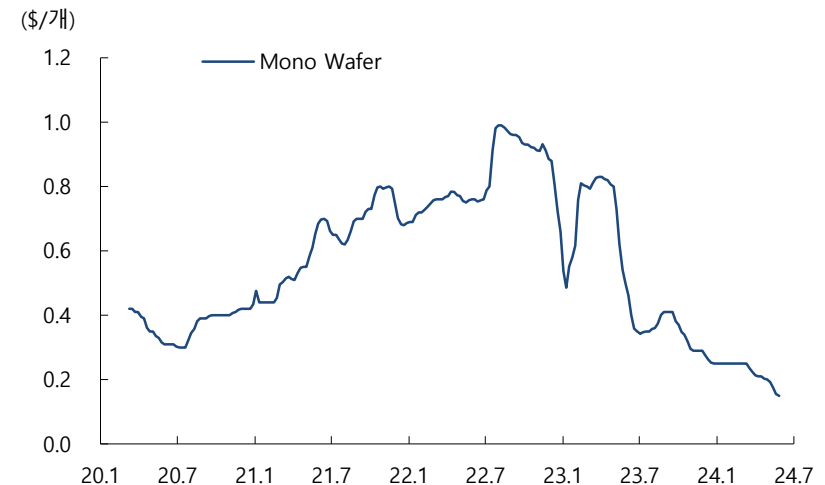
한화솔루션 태양광 부문 주요 제품 차트

<그림7> 폴리실리콘 가격 추이



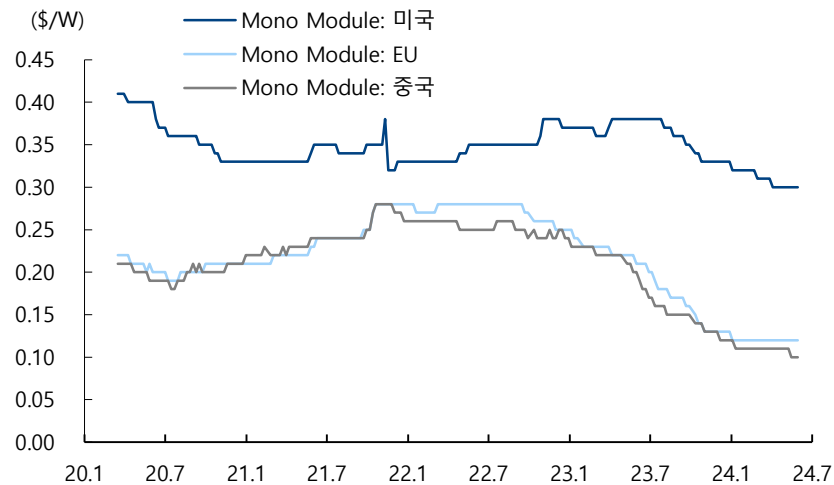
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> 웨이퍼 가격 추이



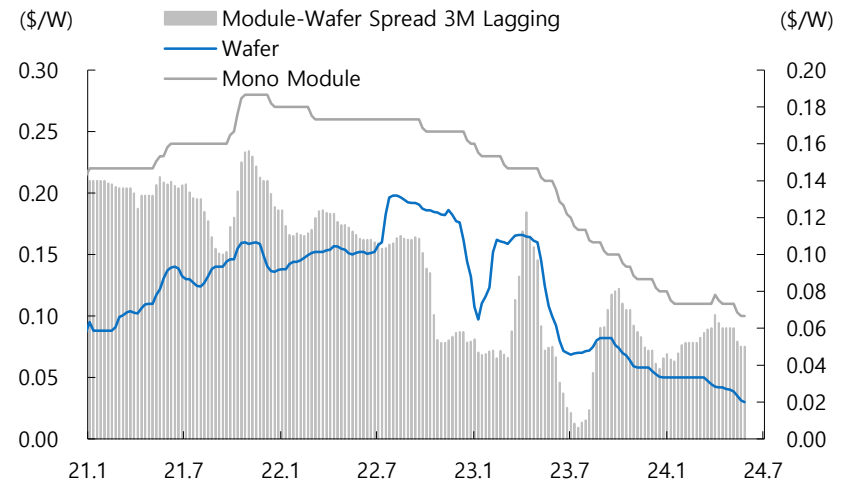
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> 주요 지역별 모듈 가격 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

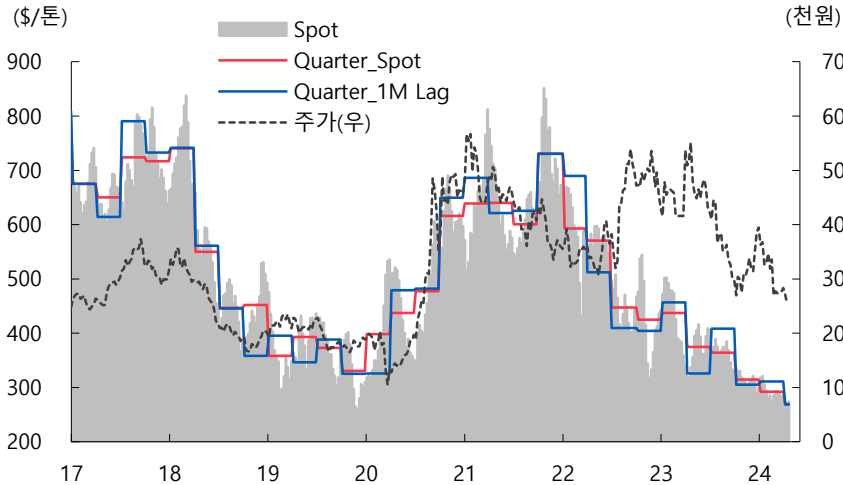
<그림10> 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

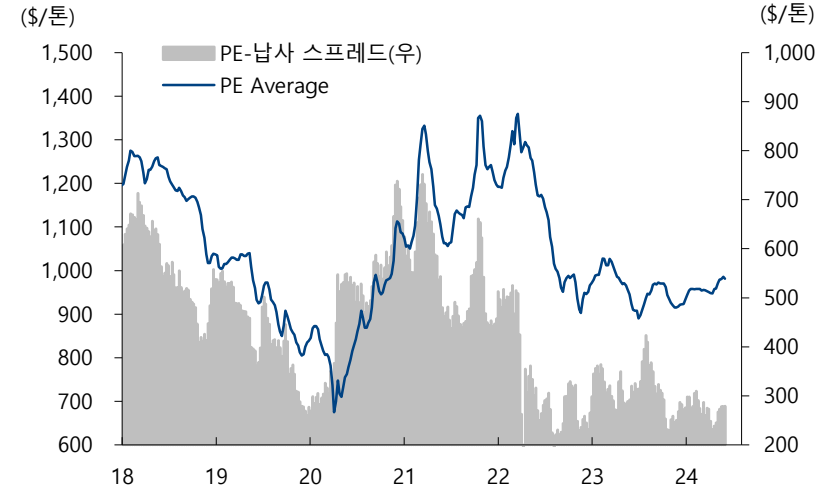
한화솔루션 케미칼 부문 주요 제품 차트

<그림11> 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드 추이



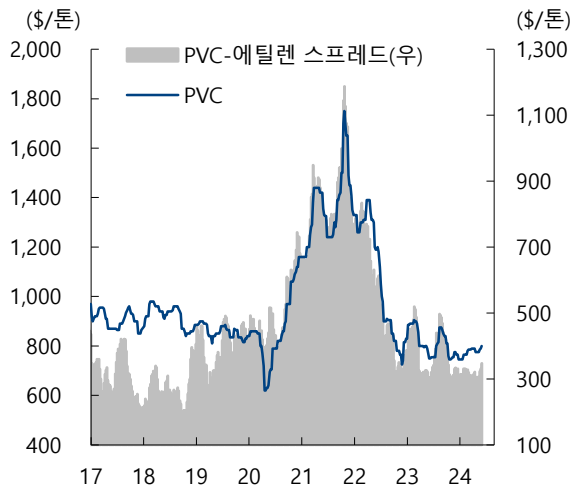
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림12> PE 가격 및 스프레드 추이



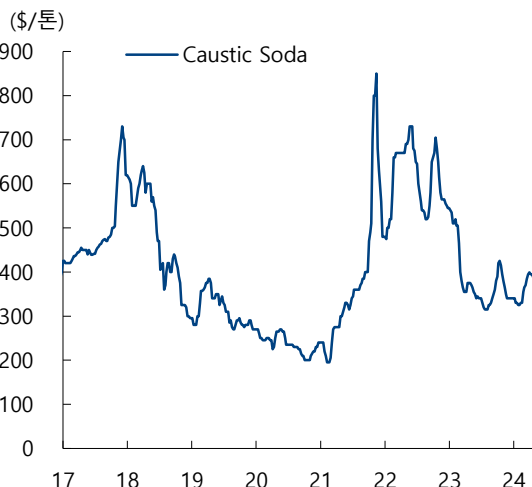
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림13> PVC 가격 및 스프레드 추이



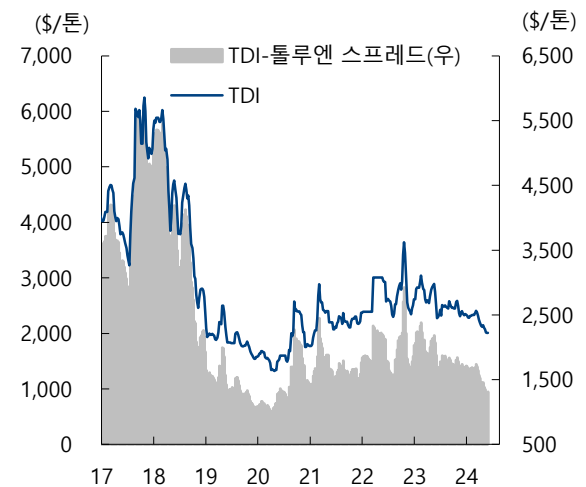
자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림14> 가성소다 가격 추이



자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

<그림15> TDI 가격 및 스프레드 추이



자료 : Ciscem, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		8,705	6,701	6,140	6,780
현금 및 현금성자산		1,958	1,578	899	1,500
단기금융자산		196	216	222	229
매출채권		2,823	1,839	1,878	1,880
재고자산		3,297	2,202	2,249	2,251
비유동자산		14,407	17,098	19,377	20,431
유형자산		7,046	9,567	11,301	11,779
무형자산		1,768	1,692	1,626	1,568
자산총계		24,493	25,179	26,898	28,591
유동부채		7,689	8,214	8,948	9,529
매입채무		1,837	1,691	1,727	1,729
단기차입금		2,947	3,447	3,947	4,297
유동성장기부채		841	841	841	841
비유동부채		6,598	7,048	7,698	8,198
사채		2,387	2,537	2,687	2,887
장기차입금		3,174	3,474	3,974	4,274
부채총계		15,482	16,458	17,841	18,922
지배주주지분		7,847	7,557	7,894	8,509
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금		5,339	5,028	5,343	5,937
기타자본항목		123	144	165	186
비지배주주지분		1,163	1,164	1,163	1,160
자본총계		9,011	8,721	9,056	9,669

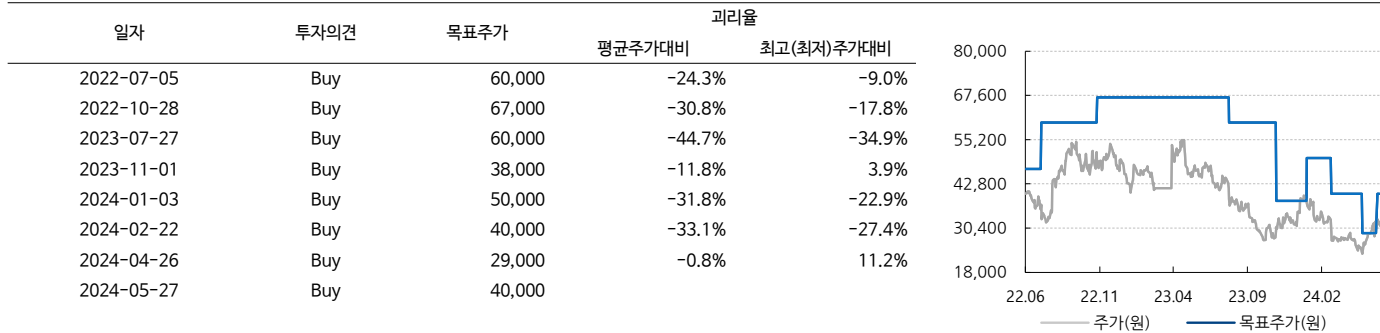
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		518	2,351	1,556	1,999
당기순이익		-155	-259	365	643
유형자산감가상각비		613	625	768	872
무형자산상각비		66	81	69	59
지분법관련손실(이익)		14	18	22	28
투자활동 현금흐름		-2,799	-3,948	-3,242	-2,104
유형자산의 처분(취득)		-2,349	-3,145	-2,503	-1,350
무형자산의 처분(취득)		-18	-5	-3	-1
금융상품의 증감		-311	-638	-589	-606
재무활동 현금흐름		1,609	415	615	315
단기금융부채의증감		-	500	500	350
장기금융부채의증감		2,052	450	650	500
자본의증감		49	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-658	-380	-679	601
기초현금및현금성자산		2,616	1,958	1,578	899
기말현금및현금성자산		1,958	1,578	899	1,500

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		13,289	12,234	12,493	12,508
증가율(%)		1.2	-7.9	2.1	0.1
매출원가		11,050	10,580	10,063	9,727
매출총이익		2,239	1,654	2,430	2,781
판매비와관리비		1,634	1,531	1,508	1,561
연구개발비		129	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		605	122	922	1,219
증가율(%)		-34.6	-79.7	652.8	32.3
영업이익률(%)		4.5	1.0	7.4	9.7
이자수익		92	72	45	60
이자비용		416	425	471	442
지분법이익(손실)		14	18	22	28
기타영업외손익		-400	25	0	47
세전계속사업이익		-102	-184	521	917
법인세비용		41	74	155	274
세전계속이익률(%)		-0.8	-1.5	4.2	7.3
당기순이익		-155	-259	365	643
순이익률(%)		-1.2	-2.1	2.9	5.1
지배주주귀속 순이익		-208	-260	367	646
기타포괄이익		21	21	21	21
총포괄이익		-134	-237	386	664
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-1,172	-1,489	2,103	3,701
BPS		44,979	43,316	45,244	48,771
CFPS		2,652	2,555	6,904	9,038
DPS		650	650	650	650
Valuation(배)					
PER				14.7	8.3
PBR		0.9	0.7	0.7	0.6
PCR		14.9	12.1	4.5	3.4
EV/EBITDA		11.0	16.7	8.9	7.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.5	-3.4	4.7	7.9
EBITDA이익률		9.7	6.8	14.1	17.2
부채비율		171.8	188.7	197.0	195.7
순부채비율		79.9	97.5	114.1	109.3
매출채권회전율(x)		5.2	5.2	6.7	6.7
재고자산회전율(x)		4.2	4.4	5.6	5.6

한화솔루션 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-