정유/화학

터널의 끝

▪ 위정원 jungwon.weee@daishin.com

Summary (정유화학)

- 정유 업종에 대한 투자의견 Overweight 유지
- 국내 정유 기업들의 1Q24 평균 정제마진이 QoQ +72% 상승하며 강한 마진 반등을 보였으나, 3월 이후 중국의 석유제품 수출량 급증(455만톤, MoM +58%, YoY +37%)하며 2Q 마진 조정세
- 2Q 정제마진 단기 조정은 불가피하나, 하반기 등/경유 마진 반등에 따른 정제마진 회복세 전망(3Q 11.3 $/배럴 QoQ +4.5%)
- 정제마진 반등 전망 근거는 견조한 석유제품 수요 유지되는 가운데 1) 2H24 이후 중국의 석유제품 수출량 감소, 2) 러시아산 디젤 수출 물량 감소에 기인
- 단, 하반기 국내 정유 기업 실적 리스크 요소인 1) 신규 메가 프로젝트 조기 가동에 따른 공급 과잉 가능성, 2) 판가 하락에 따른 윤활부문 이익 축소는 점검 필요
- 화학 업종에 대한 투자의견 Overweight 유지
- 2H23 이후 중국 내 석유화학 제품 재고 감축은 지속되고 있으며 중국 내 NCC 가동률 역시 24년 3월 이후 85% 이상을 재차 회복했다는 점에서 석유화학 제품에 대한 수요 회복은 지속중
- 2H24 이후 동북아(중국 제외) NCC들의 평균 가동률 80% 이상 유지하며 상반기 대비 상승 전망. 에틸렌 다운스트림 계열 3Q 이후 흑자전환 달성 가능 기대
- 24년도 글로벌 태양광 예상 설치량 517GW(YoY +24%)로 기존 예상치 468GW(YoY +12.5%) 대비 증가
- 북미 지역 하반기 예상 설치량 42.3GW로 1H24 대비 +27.6% 증가 예상되며, 하반기 Q 증가 효과로 모듈 적자폭 축소 전망
- 24년 태양광 예상 설치량 증가와 함께 1H24 차별화된 마진율을 구가한 POE 제품의 높은 수익성 유지 전망
- Top pick으로 DL, 관심종목 한화솔루션 제시

정유/화학 업종 투자의견 Overweight 유지

정유 업종 2Q 단기 조정 이후 투자심리 회복 전망, 화학 업종 실적 저점 통과에 따른 투자심리 개선

- 정유 업종 2Q 정제마진 단기 조정 이후 하반기 마진 재차 반등 전망. 글로벌 석유제품 재고 낮은 수준 유지되는 가운데, 하반기 석유제품 공급 감소에 따른 수급 타이트 예상
- 이는 1) 24년도 중국의 휘발유+디젤 석유제품 예상 수출량은 50.3만 B/D로 YoY -3.5%, 2) 러시아 정제설비 가동 차질에 따른 디젤 수출 물량 감소에 기인
- 당사 추정 정제마진: **3Q** 11.3달러/배럴 QoQ +4.5%, **4Q** 7.8달러/배럴 QoQ -25%
- **화학 업종** 3Q23 에틸렌 예상 스프레드는 253.8달러/톤(YoY +51.4%)로 3분기 이후 국내 NCC들의 수익성 흑자 전환 달성 가능할 것으로 기대
- 1H24 강한 마진 반등을 보였던 부타디엔의 경우, 예상치대비 높은 SBR향 수요 증가(기존 예상치 대비 약 +5% 증가)로 하반기 추가적인 가격 상승 기대
- 글로벌 태양광 예상 설치량 상승(+10.4%)과 함께 태양광 모듈 봉지재(Encapsulation) 향 POE 수요 견조하게 유지될 것으로 전망. 2H24 타 석유화학 제품 대비 압도적인 마진율(약 40%) 유지 가능

당사 Universe 정유/화학 업체의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	S-Oil		SK이노베이션		LG화학		한화솔루션		DL		효성첨단소재		코오롱인더	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	90,000원		180,000원		650,000원		40,000원		77,000원		480,000원		57,000원	
현주가 (4/30)	72,700원		112,700원		402,500원		25,600원		53,400원		367,500원		40,100원	
Upside	23.10%		62.02%		61.49%		56.25%		44.19%		30.61%		42.14%	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1	31,517	75,589	74,853	57,579	76,425	11,502	11,810	5,733	5,768	3,532	3,754	4,751	4,894
영업이익	1,696	1,862	2,796	3,941	3,017	6,239	224	1,241	525	736	278	333	199	205
OPM	4.5	5.9	3.7	5.3	5.2	8.2	1.9	10.5	9.2	12.8	7.9	8.9	4.2	4.2
%yoy	4.7	-15.8	-2.2	-1.0	4.2	32.7	-13.4	2.7	14.3	0.6	10.3	6.3	-6.1	3.0
순이익	825	1,028	639	1,268	1,670	3,771	-532	584	122	335	99	124	94	99
ROE	8.8	10.2	2.5	4.8	5.9	11.5	-6.0	6.8	3.8	9.9	16.1	18.1	3.6	3.7
PBR	0.9	0.8	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6	0.6	0.2	0.2	1.9	1.6	0.4	0.4
PER	9.9	7.9	18.3	9.2	18.7	8.2	-9.8	9.0	8.9	3.2	15.5	12.3	12.6	11.9

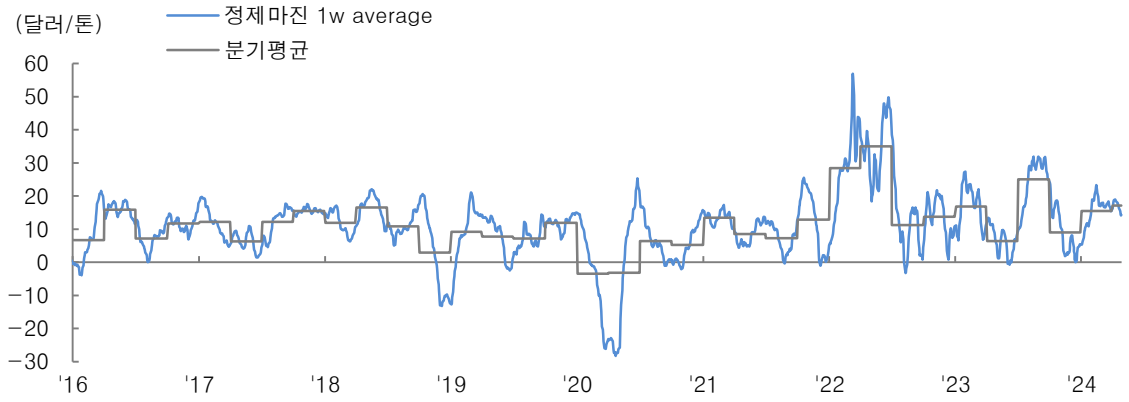
자료 : 대신증권 Research Center

정유: 2H24 이후 정제마진 반등 전망

2Q 정제마진 단기 조정 불가피하나, 3Q 이후 정제마진(10.4달러/배럴, QoQ +4.0%) 반등 전망

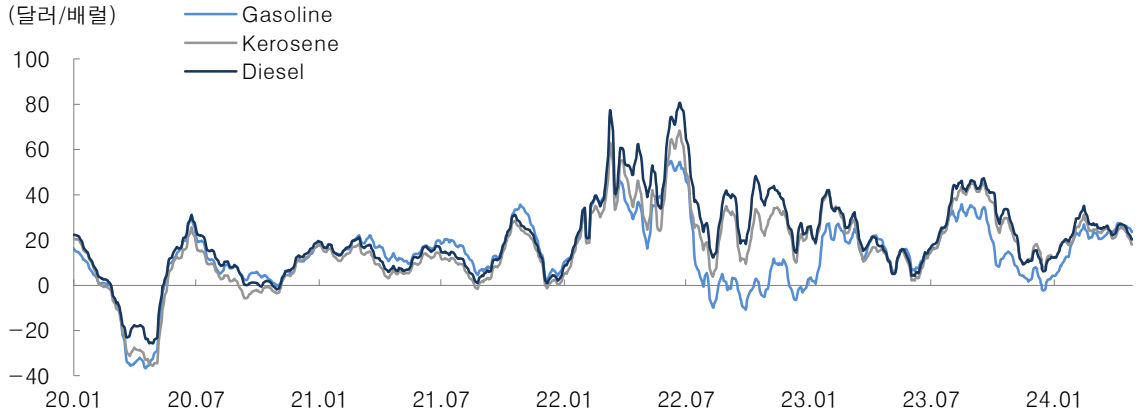
- 1Q24 Review: 국내 정제마진 15.5달러/배럴로 QoQ +72.5% 증가하며 예상대비 강세 시현
- 3월 등/경유 마진은 전월대비 약세를 보였으나, 휘발유 마진 초강세(19.5달러/배럴, QoQ +204.3%)
- 2Q 정제마진 단기 조정은 불가피하나, 하반기 등/경유 마진 반등에 따른 정제마진 회복세 전망
- 2Q24 정제마진 하락 전망 근거는 1) 중국의 석유제품 수출 물량 급증, 2) 디젤의 계절적 비수기 영향
- **딩사 추정 정제마진: 2Q** 10.0달러/배럴 QoQ -23.7%, **3Q** 11.3달러/배럴 QoQ +4.5%, **4Q** 7.8달러/배럴 QoQ -25% / **2024** 10.3달러/배럴(YoY -4.2%), **2025** 8.0달러/배럴(YoY -22.8%)

국내 정유 기업 평균 정제 마진: 24년 3월 이후 정제마진 조정 국면 진입



주: 해당 마진은 투입 원유 가중 평균 및 OSP 값을 고려하지않은 40일 래깅 기준 정제마진
자료:Petronet, 대신증권 Research Center

석유 제품별 배럴 당 마진 추이: 4월 현재 기준 휘발유 23.9달러 〉 경유 20.4달러 〉 항공유 18달러



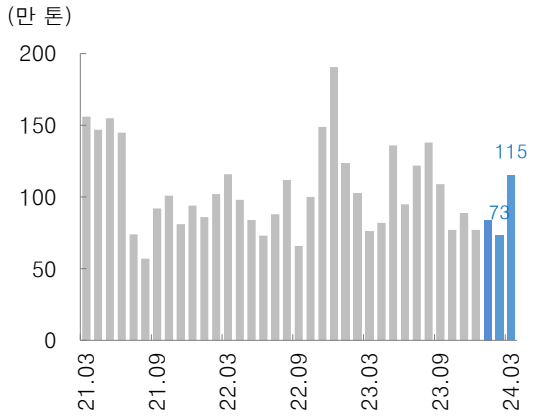
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

정유: 중국의 석유제품 수출 증가로 2Q 정제마진 단기 조정

3월 이후 중국 내 석유 제품 소비량 둔화되며 중국발 석유제품 수출량 급증하며 마진 하락세

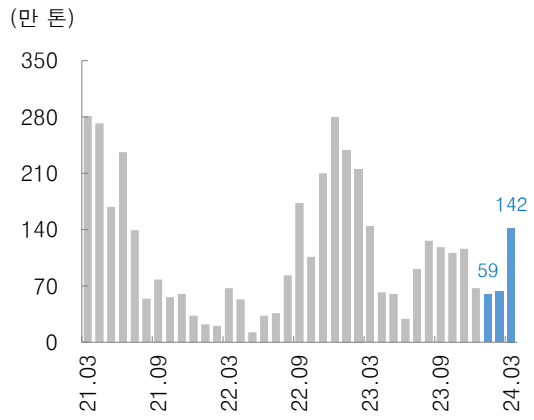
- 24년 1월 중국의 첫번째 Clean Products(휘발유, 디젤, 항공유) 수출 쿼터는 1,900만톤으로 23년 1차(1,899만톤)와 유사한 규모로 발행되며 중국발 석유제품 공급 증가 우려가 있었음
- 그러나 중국의 2월 춘절 연휴 기간 항공유 수요 증가 및 중동 지역 정기보수에 따른 공급 물량 감소로 24년 1~2월 석유제품 총 수출 물량은 462만톤으로 YoY -51.7% 수준에 그쳤음
- 3월 이후 중국 내 석유제품 소비량 둔화 및 수출쿼터 소진 목적으로 석유제품 수출량 급증 : 3월 중국 석유제품 수출량(455만톤, MoM +58%, YoY +37%)
- 그 결과 휘발유 대비 증가폭이 큰 디젤(MoM +140.7%) 마진 하락세(MoM -16.7%) 두드러짐

중국의 휘발유 수출량: 3월 MoM +57.5%



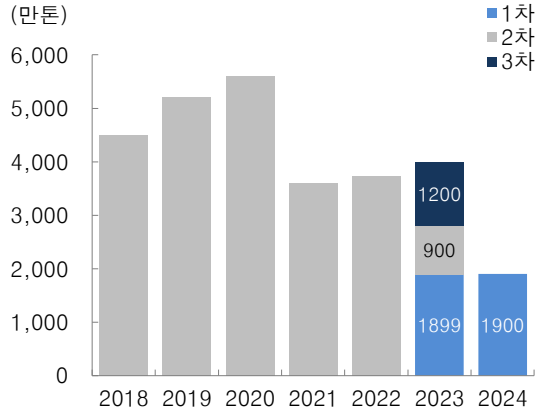
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국의 디젤 수출량: 3월 MoM +125.4%



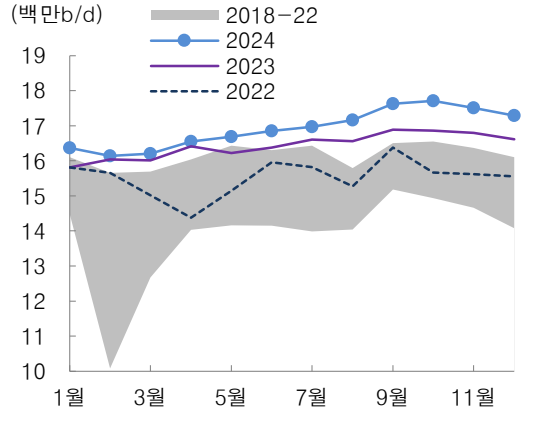
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 석유제품 수출 쿼터 추이



자료: Reuters, 대신증권 Research Center

24년 중국 석유제품 수요 성장률 둔화 전망



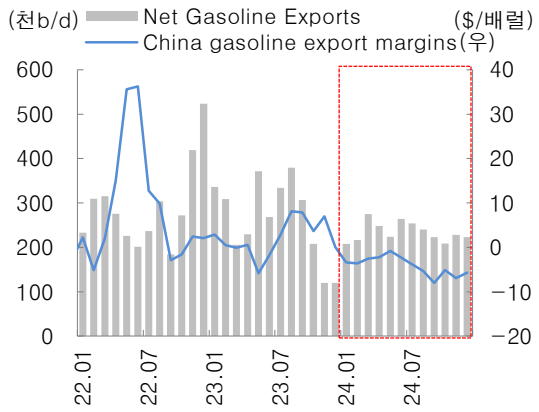
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

정유: 하반기 수출 물량 감소로 수급 안정화 전망

2H24 중국의 석유제품 수출 마진 하락으로 24년 연간 수출량 YoY -3.5% 전망

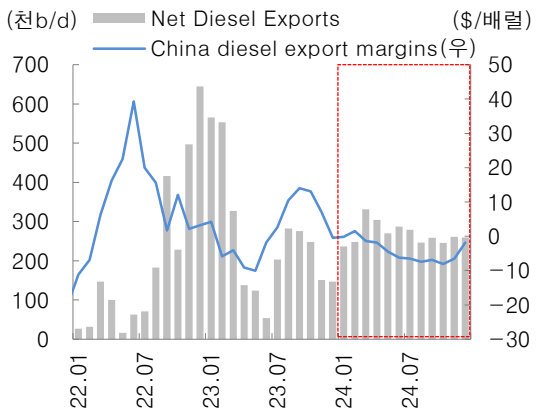
- 단, 2H24 이후 중국의 석유 제품 수출 증가세 진정되며 석유제품 수급은 균형을 찾아갈 것으로 전망 : 2H24 중국의 휘발유 예상 수출 마진-5.9달러/배럴, 디젤 예상 수출 마진 -6.2달러/배럴
- 이는 24년 중국의 석유제품 소비(16.9백만 b/d, YoY +3.0%)가 견조한 가운데, 중국 정부의 정제설비 증설 억제 정책으로 추가적인 정제설비 확대가 제한적이라는 점에 기인
- 중국 정부는 25년까지 전체 정제설비 원유 처리량을 20만 B/D 수준으로 제한. 23년 1.2만 B/D(YoY +6.5%)의 증설로 현재 19.6만 B/D에 도달했기 때문에 수출쿼터 제한을 통해 이를 억제
- 24년 중국의 휘발유+디젤 석유제품 연간 예상 수출량은 50.3만 B/D 수준으로 22년(49.3만 B/D) 대비 높게 유지되나, 23년(52.1만 B/D) 대비 YoY -3.5% 전망

중국 휘발유 수출량 및 수출 마진



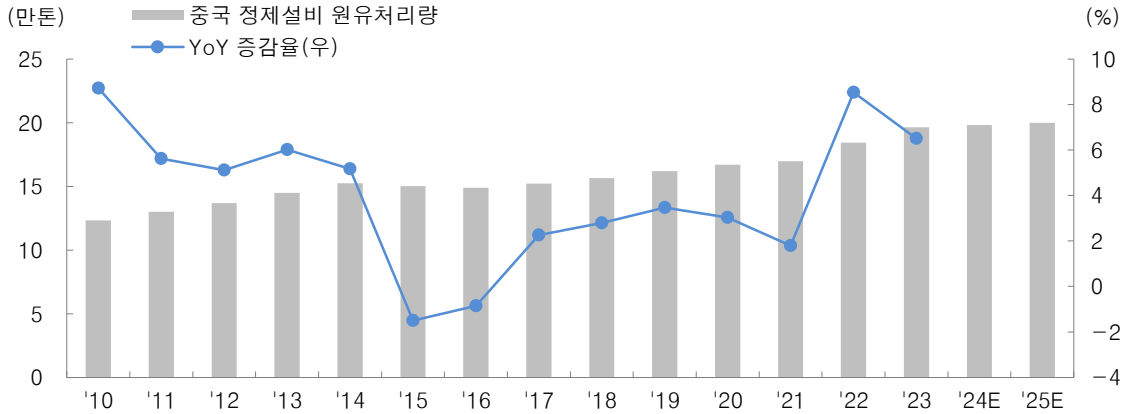
자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

중국 디젤 수출량 및 수출 마진



자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

23년 중국 정제설비는 19.6만 b/d (YoY +6.5%), 상단 20만 b/d에 근접해 추가 증설은 제한적



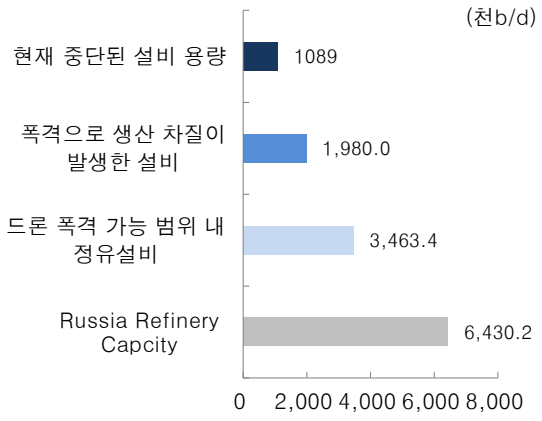
자료: 언론 종합, 대신증권 Research Center

정유: 러시아산 디젤 공급 감소 개연성 커져

2H24 이후 러시아산 디젤 수출 물량 20-25만 B/D 감소 전망

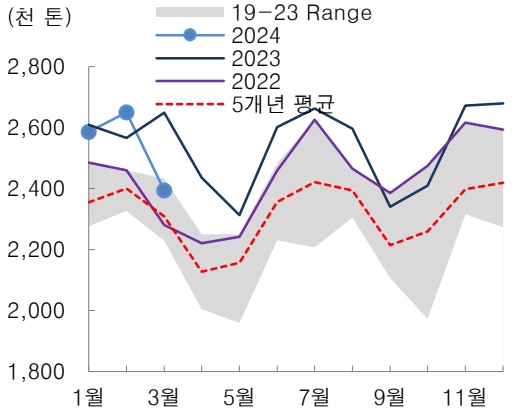
- 러시아 정제설비에 대한 드론 공격으로 현재 1.1백만b/d의 러시아 정유설비가 가동이 중단된 상태 : 이는 러시아 전체 정유설비 6.4백만 b/d의 17%에 해당하는 비중.
- 드론 공격이 가능한 반경 1,000km 내에 포함되어 있는 러시아의 전체 정유설비는 약 3.4백만 b/d로 전체 정유 설비의 53.9%에 해당하기 때문에 추가적인 생산설비 차질 가능성 높다고 판단
- 24년 3월 운송용 연료 공급 부족을 우려한 휘발유 수출 통제 정책에 더해 하반기 러시아의 디젤 수출 물량은 20만-25만 b/d 가량 감소할 것으로 전망
- 현재 1) 계절적 수요 감소, 2) 러시아 부유식 재고(35.3백만배럴) 영향으로 디젤 마진은 하락세를 보이고 있으나 Globla middle distillates 재고는 과거 5개년 평균 대비 -5.3% 수준이기 때문에 하반기 디젤 수출 감소에 따른 마진 반등 개연성 높을 것으로 전망

드론 공격으로 인한 러시아 정유설비 피해 규모



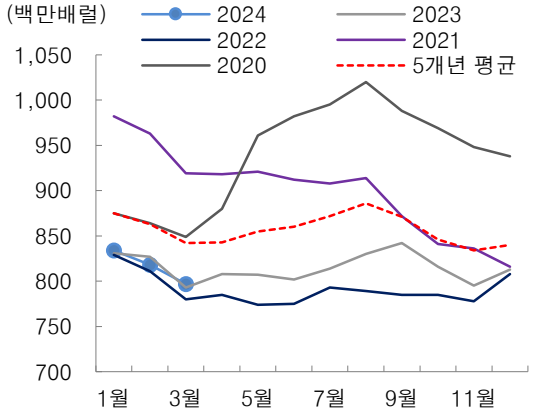
주: 드론 폭격 가능 범위는 약 1000km 로 가정
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

러시아 디젤 생산량: 3월 2.3만톤, YoY -9.7%



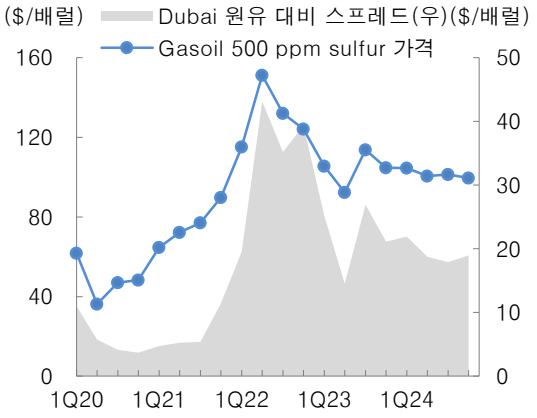
자료: 러시아 통계청, 대신증권 Research Center

Global middle distillates stocks



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

2H24 디젤 평균 마진 18.4달러/배럴 전망



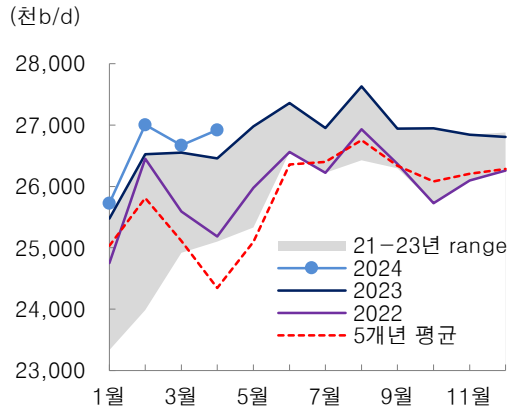
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

정유: 북미 드라이빙 시즌 도래로 휘발유 마진 강세 유지

1Q24 정제마진 강세를 이끌었던 휘발유, 드라이빙 시즌 도래와 함께 재차 강세 전망

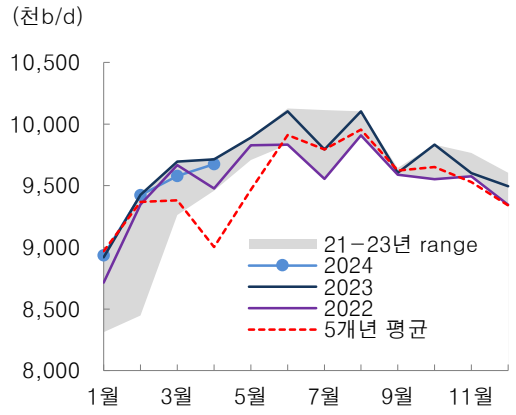
- 24년 4월 기준 글로벌 휘발유 수요는 26.9백만B/D로 YoY +1.74%, 과거 5개년 평균치 대비 +10.6% 수준으로 강세를 시현. 북미 지역 내 휘발유 수요 역시 9.6백만 B/D로 평균치 대비 +7.4%
- 반면, Global Light Distillates(휘발유, 납사) 재고는 과거 5개년 평균치(559만 배럴) 대비 -3.6%
- 전 세계 휘발유 수요의 40% 이상을 소비하는 북미 지역 내 휘발유 재고 역시 24년 4월 기준 227.6백만 배럴 수준으로 과거 5개년 평균치 대비 -4.6% 수준에 불과
- 단, 1Q24 이후 북미 지역 정유 설비 가동률 정상화와 함께 공급량 증가하며 23년 수준(28.8달러/배럴)의 휘발유 마진을 기대하기는 어려우나 코로나 이전 평균치 12.2달러/배럴을 능가하는 수준 기대

글로벌 휘발유 수요: YoY +1.25% 증가



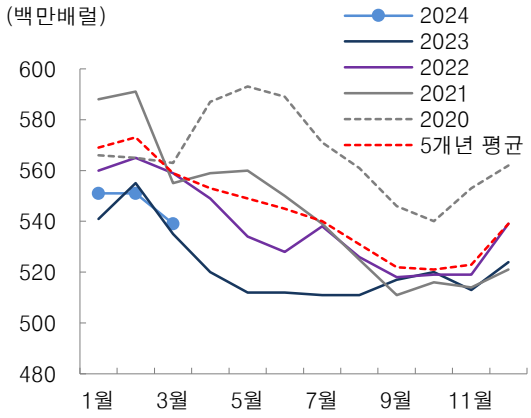
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

북미 지역 휘발유 수요: 3개년 밴드 상단



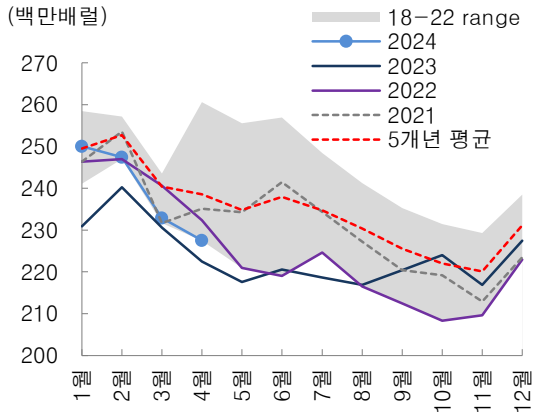
자료: EIA, IHS, 대신증권 Research Center

Global Light Distillates stocks



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

북미 지역 휘발유 재고



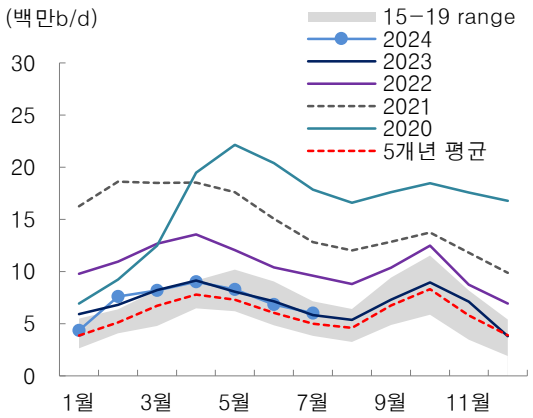
자료: EIA, 대신증권 Research Center

정유: 24년 말 공급 증가는 하반기 리스크 요소

하반기 리스크 점검: 신규 리파이너리 조기 가동에 따른 석유제품 공급 과잉 가능성

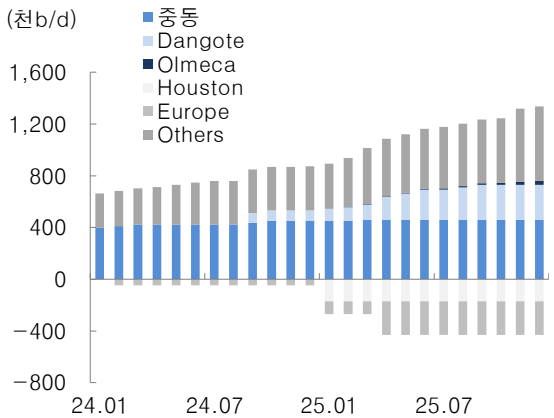
- 24년 이후 글로벌 정유설비 폐쇄 물량 감소(22년 대비 -70.4%)로 글로벌 원유 처리량 점진적 증가
- 25-26년 동안 95.7만 b/d에 달하는 신규 메가 리파이너리(Dangote 61.7만 b/d, Olmeca 34만 b/d) 가동 예정. 현재 Dangote의 경우 23년 12월 초기 가동을 시작해 현재 설비 중 25% 가동 중
- 25년 중순 이후 Dagonte 설비가 100% 가동이 될 경우 유럽의 아프리카향 휘발유 수출 물량은 약 26만 b/d 감소하게 되며 이 중 80% 가량만 유럽의 가동률 조정, 수출국 다변화로 흡수 가능 전망
- 또한 25년 말 Olmeca 설비 가동률 정상화 시 미국의 멕시코향 휘발유 수출 물량은 11만 b/d 감소하할 것으로 전망. 26년 미국 내 휘발유 유휴 물량 20만 b/d 를 감안 시 총 28.5만 b/d의 재고 발생
- 25년 공급 대비 수요 증분 8.1백만B/D로 YoY -4.7% 감소. 24년 말 석유제품 수급 완화 개연성 존재

World Curde distillation outages



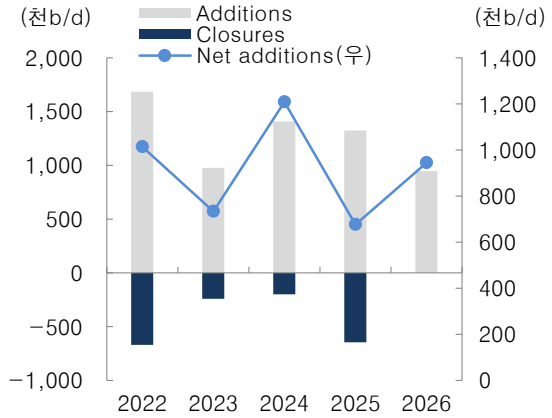
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

Supply increase from new refinery



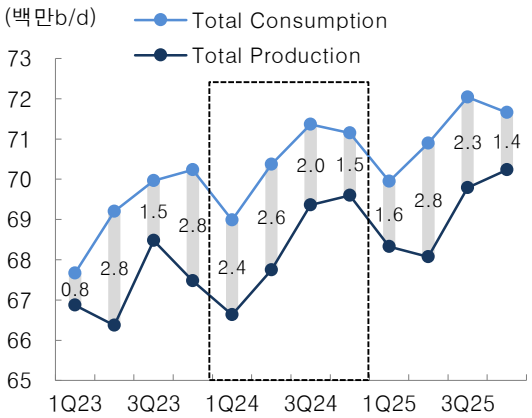
주: 신규 설비 가동에 따른 가솔린 + 디젤 공급 증가분
자료: EIA, IHS, 대신증권 Research Center

Crude capacity additions and closures to 2026



자료: S&P, IHS, 대신증권 Research Center

24-25년 분기별 석유제품 수급 데이터



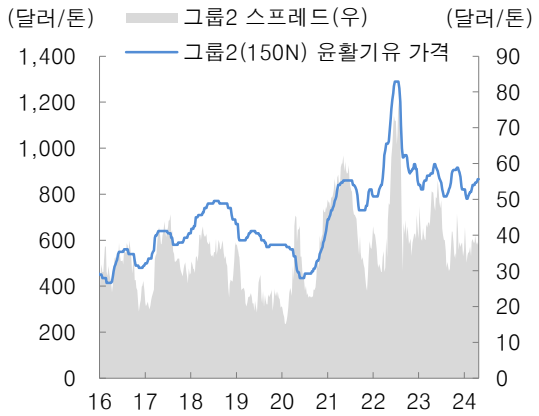
자료: S&P, IHS, 대신증권 Research Center

정유: 디젤 마진 하락에 따른 윤활기유 판가 하락

하반기 리스크 점검: 판가 하락에 따른 정유사 윤활 부문 실적 감소 우려

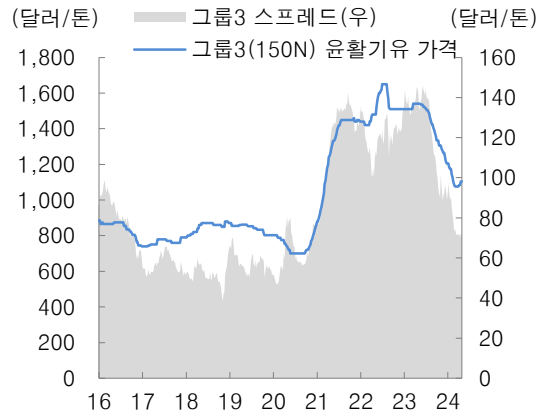
- 그룹2 윤활기유 1Q24 판가는 813.8달러/톤으로 QoQ -7.4%, YoY -5% 하락. 국내 정유사 비중이 높은 그룹 3 윤활기유 1Q24 판가는 1,121달러/톤으로 QoQ -11.9%, YoY -26% 하락
- 22~23년 디젤 마진 강세 당시 중간 기유 수율 최대화 운영으로 윤활기유 공급량 감소하며 판가 및 마진 강세 시현. 2Q24 이후 Diesel 마진 하락과 함께 윤활유 그룹3 마진 하락세 본격화
- 2Q24 그룹 3 – HSFO 스프레드 71.4달러/톤으로 QoQ -11.7%, YoY -49.5. 2H24 원재료가(HSFO 380cst) HoH +4.9% 상승과 함께 상반기 대비 마진 축소 불가피할 것으로 전망

그룹2 윤활유 가격 및 스프레드 추이



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그룹3 윤활유 가격 및 스프레드 추이



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

당사 추정 24-25년도 분기별 석유제품 가격 및 정제마진 추이

(달러/배럴, Naphtha는 달러/배럴)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
Dubai 원유 가격	80.3	77.8	86.7	83.6	81.3	82.8	84.7	81.9	75.0	73.9	74.0	74.7	82.1	82.7	74.4
(QoQ %)					-2.7%	1.9%	2.2%	-3.3%	-8.5%	-1.4%	0.1%	0.9%	(YoY%)	0.7%	-10.0%
Gasoline 95 RON	99.0	94.4	105.6	96.1	99.2	99.8	103.0	93.8	85.5	88.4	88.7	83.7	98.8	99.0	86.6
(QoQ %)					3.2%	0.6%	3.2%	-8.9%	-8.9%	3.4%	0.3%	-5.7%	(YoY%)	0.2%	-12.5%
Gasoil 500 ppm sulfur	105.5	92.3	113.6	104.7	104.5	100.6	101.3	99.6	92.2	87.6	88.8	91.6	104.0	101.5	90.0
(QoQ %)					-0.2%	-3.7%	0.7%	-1.6%	-7.5%	-5.0%	1.3%	3.3%	(YoY%)	-2.4%	-11.3%
Jet kerosene	106.8	91.8	112.8	107.2	102.5	100.2	101.9	101.1	93.3	87.1	88.9	93.8	104.6	101.4	90.8
(QoQ %)					-4.4%	-2.3%	1.7%	-0.7%	-7.8%	-6.6%	2.1%	5.5%	(YoY%)	-3.1%	-10.5%
High-sulfur fuel oil 380 centistoke	**62.1**	**68.6**	**80.2**	**70.2**	**69.0**	**73.5**	**77.7**	**71.8**	**63.4**	**64.3**	**67.3**	**65.0**	**70.3**	**73.0**	**65.0**
(QoQ %)					-1.6%	6.4%	5.7%	-7.5%	-11.8%	1.5%	4.6%	-3.4%	(YoY%)	3.9%	-11.0%
Naphtha(Japan CFR)	689.0	601.4	647.8	659.1	697.3	670.6	683.9	659.5	597.5	613.6	622.9	632.1	649.3	677.8	616.5
(QoQ %)					5.8%	-3.8%	2.0%	-3.6%	-9.4%	2.7%	1.5%	1.5%	(YoY%)	4.4%	-9.0%
투입 원유 가격	83.9	81.6	84.2	91.5	82.8	84.5	85.8	85.3	78.7	75.6	75.5	76.3	85.3	84.6	76.5
(QoQ %)					-9.5%	2.0%	1.6%	-0.6%	-7.7%	-4.0%	-0.1%	1.1%	(YoY%)	-0.8%	-9.5%
정제마진 추정	**13.1**	**5.8**	**18.4**	**5.8**	**13.1**	**10.0**	**10.4**	**7.8**	**6.8**	**7.5**	**8.6**	**8.9**	**10.8**	**10.3**	**8.0**
(QoQ %)					**126.0%**	**-23.6%**	**3.6%**	**-24.3%**	**-13.3%**	**10.5%**	**14.6%**	**3.8%**	**(YoY%)**	**-4.2%**	**-22.8%**

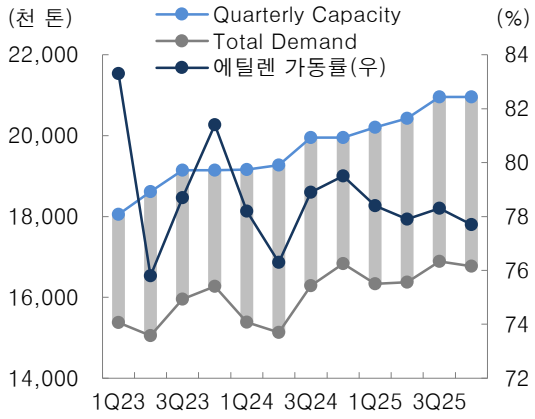
자료: Petronet, S&P Platts, IHS, 당사추정, 대신증권 Research Center

화학: 1Q24를 기점으로 화학 스프레드 저점을 통과

3Q24 에틸렌 예상 스프레드 253.8달러/톤(YoY +51.4%)으로 NCC 흑자 전환 전망

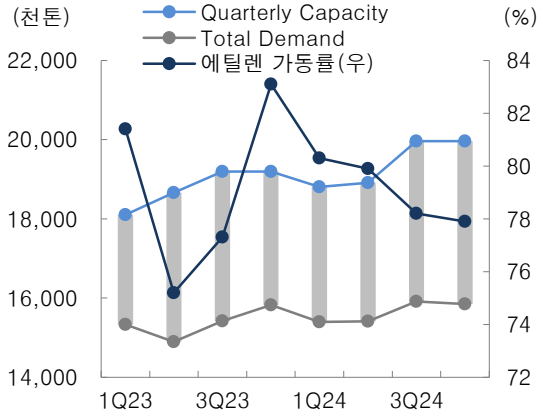
- 1Q24 에틸렌 스프레드 196.7달러/톤(QoQ +12.8%, YoY +5.2%)으로 2H23 이후 3개 분기 연속 스프레드 개선세 지속. 3Q23 예상 스프레드는 253.8달러/톤(YoY +51.4%)로 NCC 흑자 전환 전망
- 2H23 이후 중국 내 석유화학 제품 재고 감축은 지속되고 있으며 중국 내 NCC 가동률 역시 24년 3월 이후 85% 이상을 재차 회복했다는 점에서 석유화학 제품에 대한 수요 회복은 지속 개선중
- 24년 연간 전망 당시 동북아 지역 에틸렌 Nameplate 생산능력 대비 소비량은 76% 수준으로 전망했으나, 예상치 대비 견조한 수요 이어지며 현재 +81.6% 수준으로 전망치 상향
- 2H24 동북아 지역(중국 제외) NCC들의 평균 가동률 80% 이상으로 1H24 대비 상승 전망

24년 동북아시아 에틸렌 수급 전망치



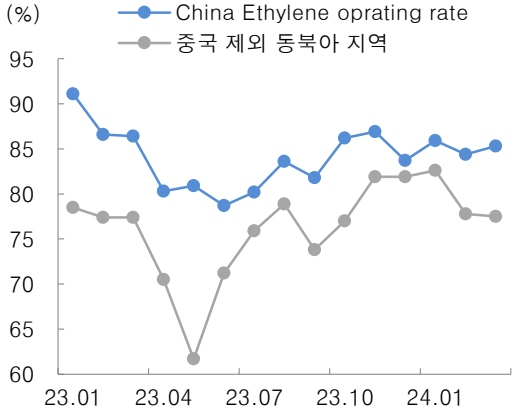
자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

연간 전망 당시 기존 추정치



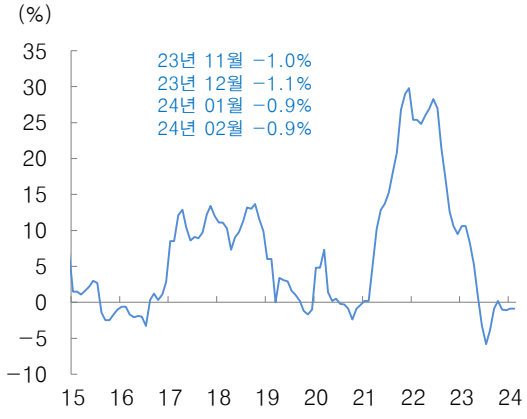
자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

중국 및 동북아 지역 에틸렌 가동률



자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

중국 내 석유화학 제품 재고 감소세 유지



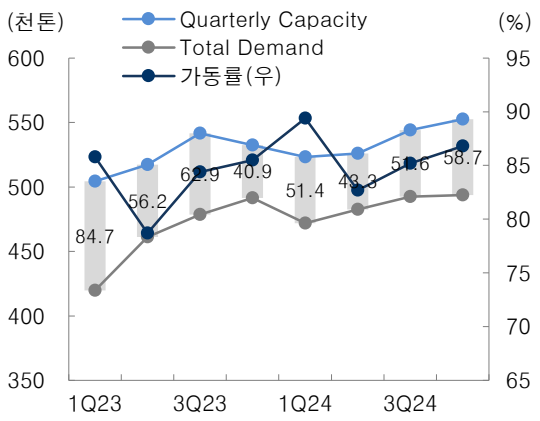
자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

화학: 에틸렌 다운스트림 계열 적자 구간은 벗어나

2H24 국내 NCC 가중평균 스프레드 2,099.6달러/톤으로 HoH +19.2% 상승 전망

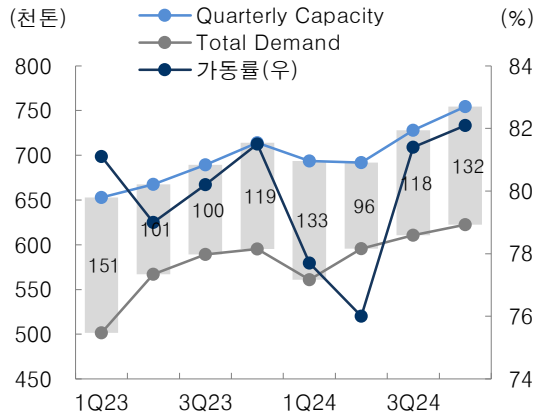
- 1Q24 에틸렌 다운스트림 계열 제품들의 마진 회복 지속. LDPE 352.3달러/톤 QoQ +16%, L-LDPE 329.9달러/톤 QoQ +3.9%로 적자구간은 벗어난 것으로 판단
- 24년 동북아 지역 내 L-LDPE 제품의 수요 대비 생산능력 여유분 합산은 20.5만톤 수준으로 전년대비 -16.2% 감소 전망. 하반기 가동률 상승과 함께 이익 점진적 회복 가능할 것으로 기대
- 단, 폴리에틸렌 계열 중 HDPE의 1Q24 평균 마진은 293.7달러/톤으로 QoQ -0.6%를 기록하며 마진 개선세 더디게 진행 중. 다운스트림 계열 제품 중 수급 개선세 가장 미진해 4Q 이후 흑자전환 기대
- 24년도 국내 NCC들의 가중 평균 스프레드 1,930달러/톤으로 YoY +18.4% 전망. **3Q** 2,032.7달러/톤(QoQ +6.8%, YoY +14.4%), **4Q** 2,166.5달러/톤(QoQ +6.6%, YoY +45.7%) 회복세 지속

동북아 L-LDPE 수요/공급 밸런스 + 가동률



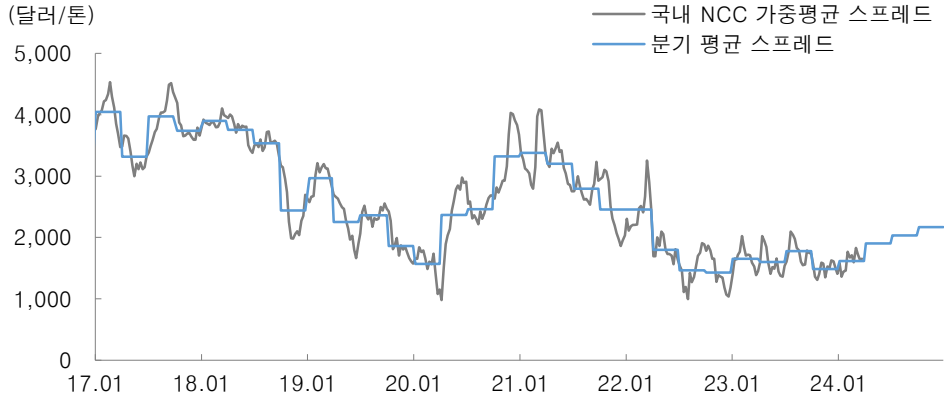
자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

동북아 HDPE 수요/공급 밸런스 + 가동률



자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

당사 추정 국내 NCC 가중평균 스프레드: 24년 1,930달러/톤, YoY +18.47%



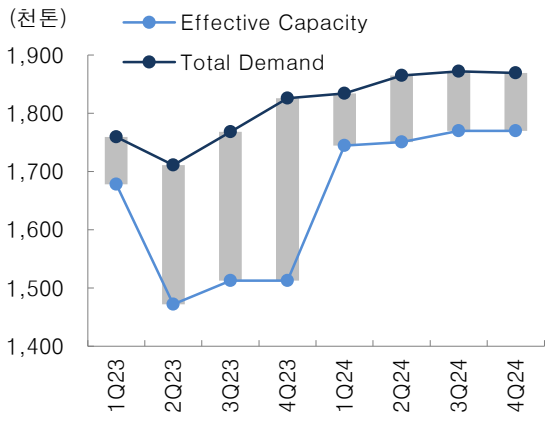
자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

화학: 24년 연중 부타디엔 수급 타이트 전망

기존 예상치 대비 동북아 부타디엔 수급 타이트 심화되며, 하반기 판가 상승 지속 전망

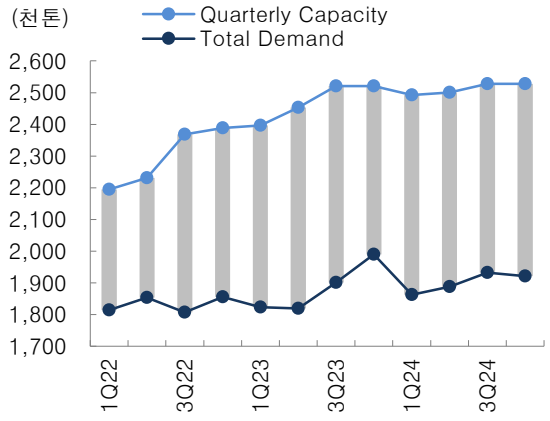
- 1Q24 동북아 지역 부타디엔 가격 1,205.4달러/톤(QoQ +17.4%, YoY +9.6%)으로 타 석유화학 제품 대비 마진 회복세(522.5달러/톤, QoQ +47.3%) 뚜렷하게 나타남.
- 24년 동북아 지역 내 부타디엔 수요 상승으로 기존 예상대비 수급 타이트 심화. 1Q SBR향 부타디엔 수요는 34.8만톤으로 QoQ +3.6%, 24년 연간 수요 142.8만톤으로 기존 예상치 대비 약 +5% 증가
- 24년 동북아 부타디엔 증설량은 15만톤(YoY +1.6%)로 23년(71만톤, YoY +7.7%) 대비 대폭 감소
- 부타디엔 가격 3Q 1,303달러/톤(QoQ +6.3%), 4Q 1,420달러/톤(QoQ +1.7%)으로 분기별 상승 전망. 2H24 이후 고무계열 다운스트림 제품 및 북미 지역 BD 가격 동반 상승 기대.

24년 동북아시아 부타디엔 수급 밸런스 타이트



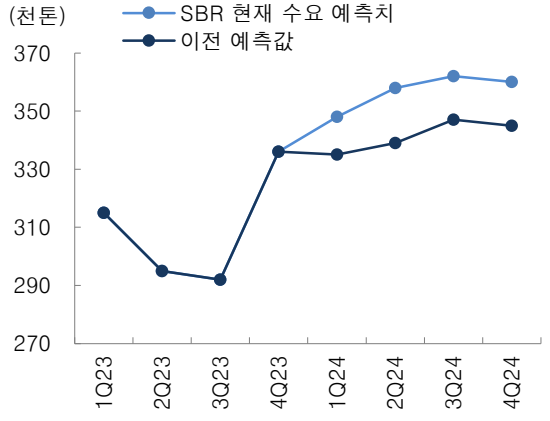
자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

연간 전망 당시 기존 추정치



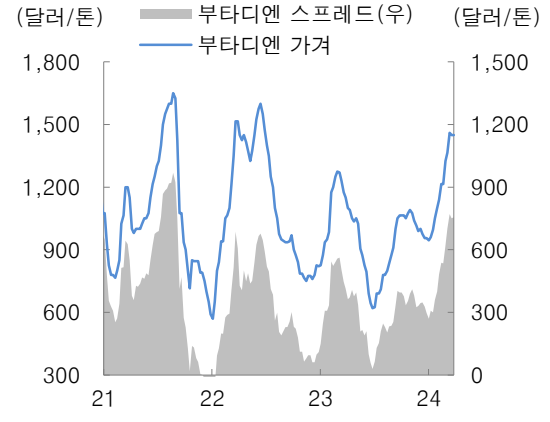
자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

24년도 SBR향 부타디엔 수요 예측값 상향



자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

부타디엔 가격 및 스프레드 추이



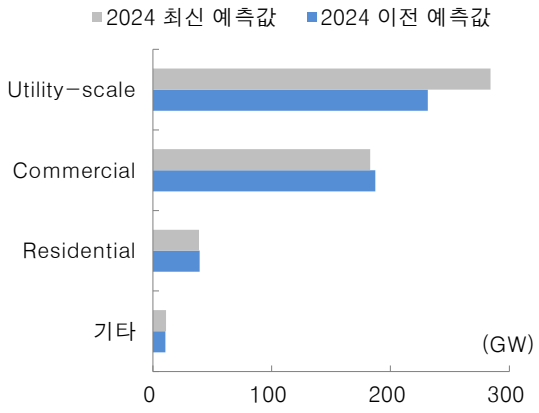
자료: CISCHEM, S&P Platts, 대신증권 Research Center

화학: 24년 글로벌 태양광 예상 설치량 상향

24년 글로벌 태양광 예상 설치량 기존대비 +12.5% 증가: 하반기 국내 태양광 기업 Q 증가 효과 기대

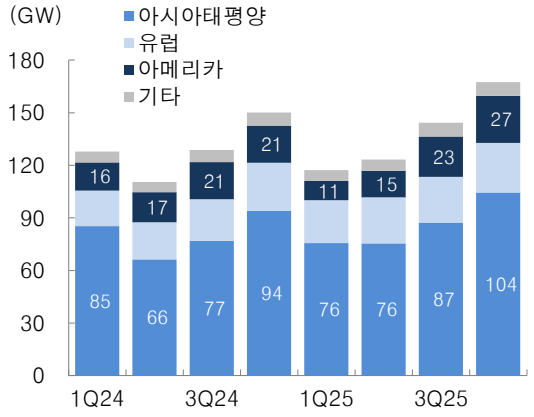
- 24년도 글로벌 태양광 예상 설치량 517GW(YoY +24%)로 기존 예상치 468GW(12.5%) 대비 증가
- Commercial 및 Residential 설치량 예상치 변화는 미미하나, Utility-Scale의 예상 설치량 284GW로 기존 예상치 대비 +22.8% 증가
- 2H24 예상 설치량 279GW로 24년 상반기 대비 +17.0% 증가. 특히 국내 태양광 기업에게 중요한 시장인 북미 지역 하반기 예상 설치량 42.3GW로 상반기대비 +27.6% 증가 예상되며, 하반기 Q 증가로 현재 모듈 판매를 통해 발생하는 적자폭 축소 전망
- 하반기 24년 생산되는 태양광 모듈 중 N-Type 비중 60% 이상으로 증가할 것으로 전망. 23년 하반기 폴리실리콘 증설에 따른 웨이퍼 가격 하락으로 P타입 대비 N타입의 가격 프리미엄 대폭 하락

24년 글로벌 태양광 예상 설치량 증가



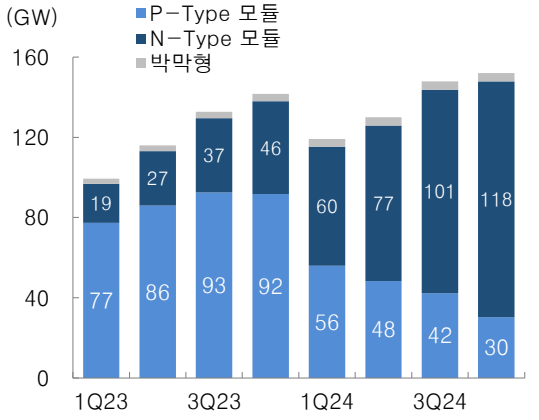
자료: BNEF, 산업자료, 대신증권 Research Center

분기별 태양광 설치량 추정치 변화



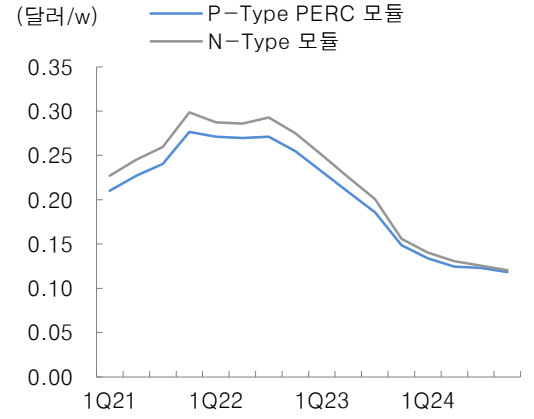
자료: BNEF, 산업자료, 대신증권 Research Center

24년 모듈 생산량 YoY +12%, N- type 65%



자료: BNEF, 산업자료, 대신증권 Research Center

24년 타입별 모듈 가격 차이는 미미



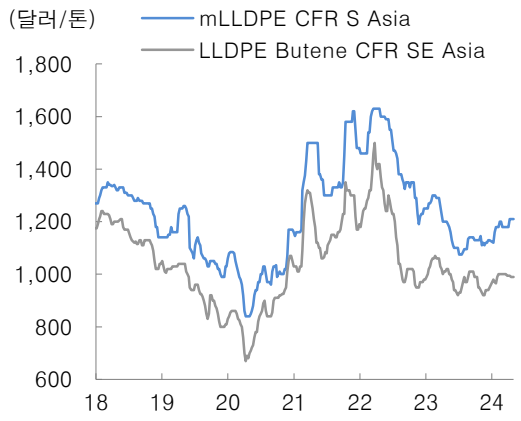
자료: BNEF, 산업자료, 대신증권 Research Center

화학: 태양광 설치량 증가와 함께 POE 견조한 마진율 유지

24년 차별화된 마진율을 보이는 POE(Poly Olefin Elastomer)

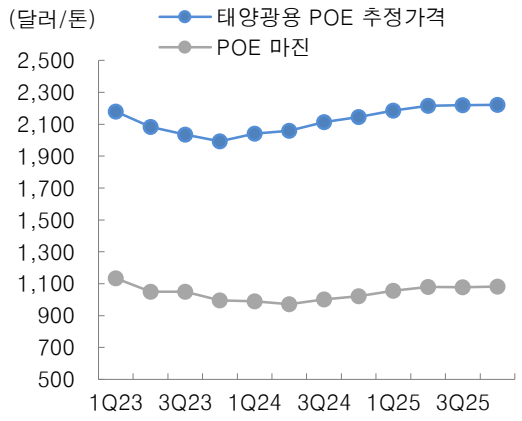
- 24년도 글로벌 태양광 예상 설치량 상승과 함께 태양광 모듈 생산에 사용되는 POE 수요 동반 상승
- POE는 메탈로센(Metallocene) 촉매를 사용한 mLLDPE를 기반으로 만드는 초저밀도PE(VLDPE)의 일종. POE는 플라스틱과 합성고무의 특성을 모두 가지고 있는데 최근 태양광 봉지재(Encapsulation) 용도로 각광을 받으며 기타 폴리에틸렌 제품 대비 월등히 높은 마진율을 보임
- 태양광용 POE는 mLLDPE 대비 톤 당 800~1,200달러 정도의 프리미엄 유지. 1Q24 기준 태양광용 POE 가격은 2,041달러/톤, 스프레드(POE-납사) 마진율 46% 수준
- 24년도 POE 예상 수요는 90만톤 수준으로 YoY +54%의 견조한 성장 지속 전망(23년 YoY +97.4%)

24년 mLLDPE의 가격 프리미엄 +19.5%



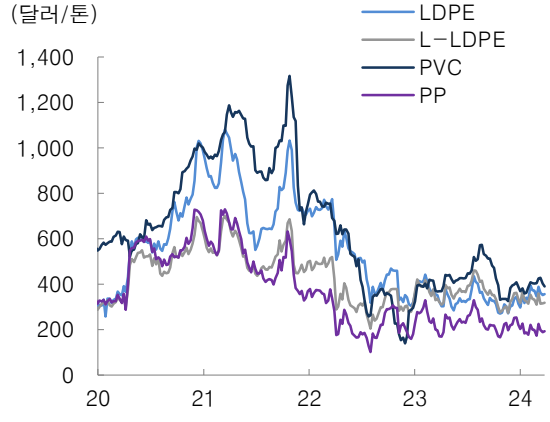
자료: IHS, S&P Platts, 대신증권 Research Center

태양광용 POE 가격 및 마진 추정치



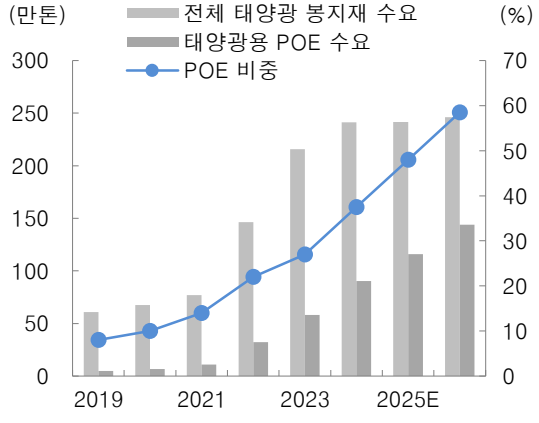
자료: S&P Platts, 대신증권 Research Center

24년도 주요 석유화학 제품 마진 비교



자료: S&P Platts, CISCHEM, 대신증권 Research Center

태양광용 POE 수요 전망치



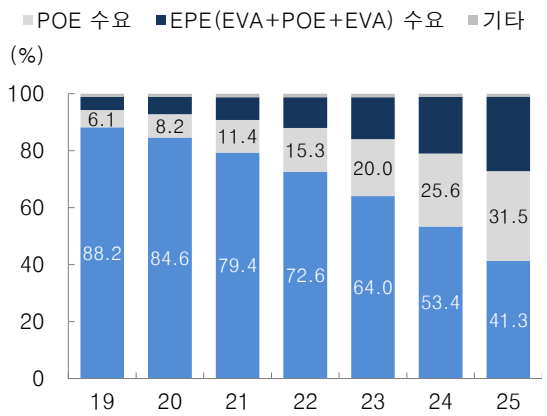
자료: 산업자료, S&P Platts, 대신증권 Research Center

화학: 24년도 POE 수급 연중 타이트 전망

24년도 POE 예상 수요 90만톤(YoY +55.4%), 견조한 성장 지속 전망

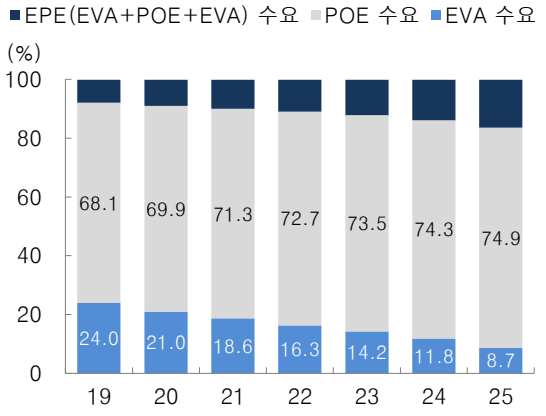
- 24년도 예상 태양광 봉지재 수요 241만톤 중 POE 수요는 약 90만톤(비중 37.5%로 가정) 전망. 24년 태양광 모듈 중 N타입의 비중이 60% 이라는 점을 감안 시 해당 수치는 보수적인 추정치
- 23년도 글로벌 태양광 POE의 생산능력은 약 56만톤 수준으로 연중 타이트한 수급 유지 전망

p형 태양광 모듈 봉지재 비중 추이



자료: 산업자료, S&P Platts, 대신증권 Research Center

n형 태양광 모듈 봉지재 비중 추이



자료: 산업자료, S&P Platts, 대신증권 Research Center

태양광 모듈 봉지재(Encapsulation) 수요 추정 테이블

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
태양광 설치량(MW)	125,301	148,237	175,925	246,274	385,796	468,381	500,641	523,998	549,245
손실률(%)	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
Net Module Demandd(GW)	126.6	149.7	177.7	248.8	389.7	473.1	505.8	529.4	554.9
모듈 생산량(GW)	129.2	155.7	217.1	333.1	490.1	549.5	552.0	562.7	570.3
P-Type c-Si	115	140	197	283	348	177	54	28	17
N-Type c-Si	7	8	11	40	130	356	477	512	529
전체 태양광 봉지재 수요(만 톤)	60.9	67.6	77.0	146.2	215.6	241.3	241.7	246.1	249.4
P형 태양광 모듈 봉지재 수요	54.6	60.9	69.1	125.9	154.5	78.6	24.0	12.4	7.7
P형 태양광 모듈 수요 배수	4.72	4.45	4.17	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
P형 monofacail 모듈 설치량(GW)	101.85	114.75	126.42						
p형 monofacial 봉지재 수요(톤)	479,014	509,940	530,444						
P형 monofacial 1GW당 수요(만 톤)	4.70	4.44	4.20						
P형 bifacial 모듈 설치량(GW)	14.14	22.30	38.68						
P형 bifacial 봉지재 수요(톤)	66,898	99,278	160,277						
P형 bifacial 1GW당 수요(만 톤)	4.73	4.45	4.14						
N형 태양광 모듈 봉지재 수요	3.9	4.2	5.1	17.7	57.7	158.2	211.9	227.3	235.2
N형 태양광 모듈 수요 배수	4.71	4.43	4.18	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
N형 monofacail 모듈 설치량(GW)	7.18	6.98	8.20						
N형 monofacial 봉지재 수요(톤)	35,172	32,423	36,234						
N형 monofacial 1GW당 수요(만 톤)	4.90	4.64	4.42						
N형 bifacial 모듈 설치량(GW)	0.79	2.33	3.75						
N형 bifacial 봉지재 수요(톤)	3,601	9,823	14,783						
N형 bifacial 1GW당 수요(만 톤)	4.53	4.22	3.94						

자료: 산업자료, S&P Platts, 대신증권 Research Center

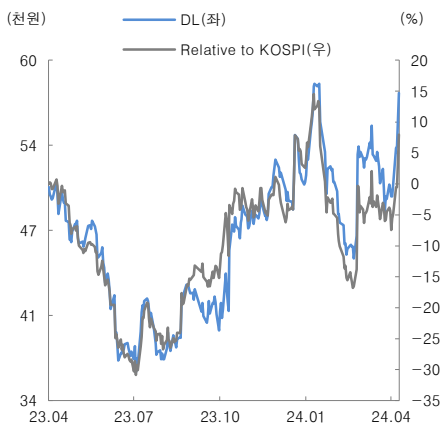
DL (000210)

DL케미칼 및 KRATON 실적 호조로 24년도 예상 영업이익 YoY +245.9%

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	77,000원 유지
현재주가 (23.04.30)	57,500원

KOSPI	2,683.65
시가총액	1,251십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	128십억원
52주 최고/최저	58,200원 / 36,150원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	12.79%
주요주주	대림 외 6인 49.13% 국민연금공단 11.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	-1.2	40.8	13.4
상대수익률	10.7	-3.7	22.9	6.7



- 24년 태양광용 POE 견조한 수요 성장 계속(90만톤, YoY +55.4%)되는 가운데, 동사의 POE 판매량 분기별로 증가하며 연간 1,310억원 이익 기여 전망
- 23년 주가 하락 요소였던 KRATON 부문 1Q24 이후 흑자 전환(1Q 556억원) 달성. 24년도 연간 이익 추정치 1,167억원으로 기존 추정 2H24 대비 +37.3% 상향 조정
- KRATON 가동률 상승(4Q23 71.5% → 1Q 90%) 및 인프라 투자가 집중되는 2~3분기 계절적 성수기 진입에 따라 21~22년도 수준 판매량 회복 기대
- 부타디엔 수급 견조하게 유지되는 가운데 2H24 가격 점진적 우상향(3Q QoQ +6.3%, 4Q QoQ +1.7%) 전망에 따라 KRATON 폴리머 주요 제품 SBS의 스프레드 개선 전망.
- DL케미칼의 호실적을 바탕으로 24/25년 연간 3,000억원 규모의 차입금 상환 예정. 주가 디스카운트 요소였던 순차입금 규모 감소와 함께 밸류에이션 매력도 상승 전망

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,174	5,018	5,733	5,768	5,826
영업이익	284	151	525	736	743
세전순이익	122	-173	220	596	603
총당기순이익	98	-121	174	477	482
지배지분순이익	70	-133	122	335	479
EPS	3,246	-6,460	5,762	15,937	22,788
PER	18.2	NA	10.0	3.6	2.5
BPS	173,131	169,697	174,100	187,908	208,049
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	1.8	-3.4	3.1	8.2	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 05월 04일 종가 기준
자료: DL, 대신증권 Research Center

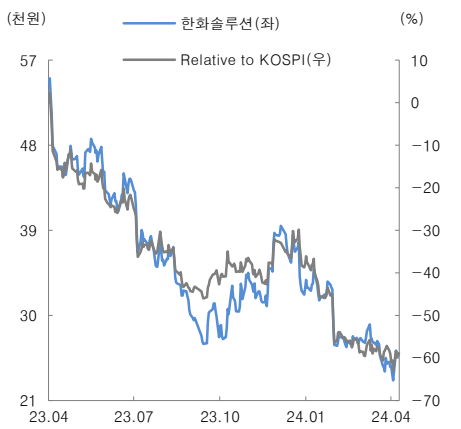
한화솔루션 (009830)

24~25년 AMPC 효과로 실적 락 바텀(Rock-bottom) 확보

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	40,000원 유지
현재주가 (23.04.30)	25,950원

KOSPI	2,683.65
시가총액	4,143십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	55,100원 / 23,800원
120일 평균거래대금	377억원
외국인지분율	23.19%
주요주주	한화 외 4인 36.48%
	BlackRock Fund Advisors 외 12 인 6.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.7	-27.8	-17.9	-56.8
상대수익률	-9.0	-32.1	-26.2	-59.1



- 24~25년 폴리실리콘 증설 물량을 감안 시, 태양광 모듈 가격 하락에 따른 모듈 판매 부문 연간 적자는 불가피
- 단, AMPC 세제혜택 금액 증가로 모듈 적자를 상쇄하며 1Q24를 기점으로 OP는 저점을 통과했다고 판단
- 23년 12월 공표된 AMPC 가이던스는 '관련자(=계열사)와의 거래에서도 크레딧을 청구할 수 있도록 하는 특별 규정을 포함' 이에 따라 동사는 태양광 모듈 실제 판매 여부와 관계없이 AMPC 혜택을 받을 수 있는 효과 발생
- 따라서 모듈 적자에도 불구하고 북미 지역 가동률은 90% 이상으로 상향 조정되고 있으며 AMPC 세제혜택 규모도 분기별 증가 전망(24년 연간 6,201억원, YoY +196.6%)
- 조지아 3공장 램프업과 함께 25년 AMPC 세제혜택 규모는 9,883억원(YoY +59.3%)으로 증가할 전망
- 동사의 24년 북미 예상 설치량(9GW) 중 70% 가량이 하반기 집중되며 Q 증가에 따른 모듈 적자폭 축소 전망

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,502	11,810	12,046
영업이익	924	605	224	1,241	1,266
세전순이익	549	-102	-603	688	619
총당기순이익	366	-155	-523	596	536
지배지분순이익	359	-208	-532	584	526
EPS	1,904	-1,211	-3,146	3,443	3,099
PER	22.6	NA	NA	7.9	8.8
BPS	46,307	44,221	41,930	45,335	48,477
PBR	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
ROE	4.2	-2.5	-7.0	7.7	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 05월 04일 종가 기준
자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

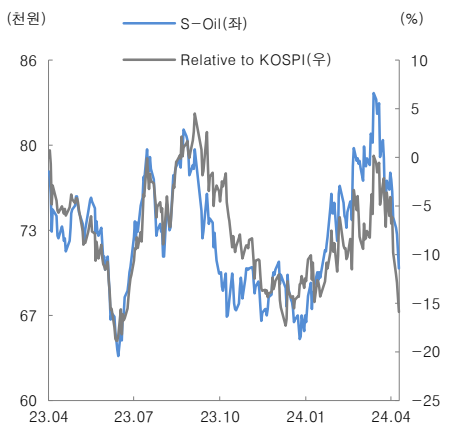
S-Oil (010950)

1H24 마진 반등과 함께 밸류에이션 매력도 부각 전망

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	90,000원 유지
현재주가 (23.04.30)	70,100원

KOSPI	2,683.65
시가총액	1,251십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 63,400원
120일 평균거래대금	189억원
외국인지분율	79.02%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43 국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	8.8	7.7	-2.4
상대수익률	-3.3	1.5	-6.8	-8.7



- 2Q24 예상 영업이익은 3,977억원으로 QoQ -12.4% 전망. 24년 3월 이후 중국 석유제품 수출량 급격히 증가하며 정제마진 단기 조정 불가피
- 단, 글로벌 석유제품 재고량은 여전히 낮기(24년 3월 중간 기유 재고량 5개년 평균치 대비 -5.3%) 때문에 하반기 동급 차질 이슈 발생 시 정제마진 반등 전망
- 2H24 중국의 석유제품 수출량 감소(24년 중국 휘발유+디젤 예상 수출량 50.3만 B/D, YoY -3.5%)
- 러시아 정유 설비 생산 차질(6.4백만 B/D, 전체 정유 설비 내 17%)로 하반기 20~25만 B/D의 디젤 수출 감소 전망
- 2H24 화학부문 예상 OP 1,270억원 HoH +16.9% 전망. 휘발유 마진 반등에 따른 P-X 및 벤젠 마진 강세 전망
- 현재 PBR 밸류에이션은 0.82배 수준으로 역사적 저점에 재근접. 2Q 단기 조정 이후 매수 관점으로 접근 권고

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	37,416	31,517	32,147
영업이익	3,405	1,355	1,696	1,862	1,907
세전순이익	2,899	1,132	1,127	1,405	1,676
총당기순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
지배지분순이익	2,104	949	825	1,028	1,226
EPS	1,028	1,267	1,007	1,260	1,406
PER	5.3	4.5	5.4	4.3	3.8
BPS	6,728	8,404	9,261	10,371	11,627
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	17.2	16.7	11.4	12.8	12.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 05월 04일 종가 기준
자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 위정원)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

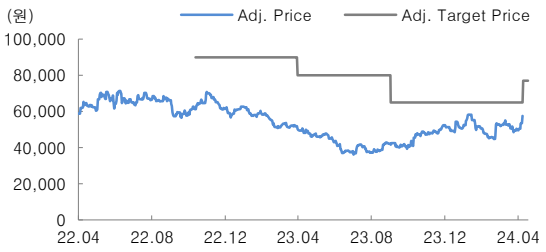
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

기준일자: 2024.05.03

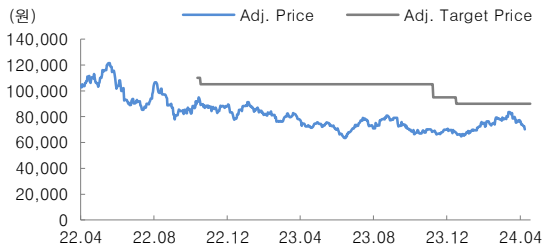
[정유/화학]

DL(000210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



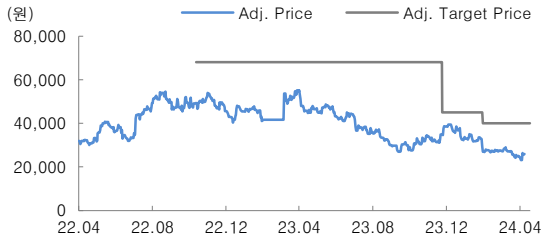
제시일자	24.05.09	24.05.03	24.04.26	24.04.01	24.03.26	24.03.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	77,000	77,000	65,000	65,000	65,000	65,000
괴리율(평균,%)			(20.48)	(21.26)	(18.77)	(25.55)
괴리율(최대/최소,%)		(100.00)	(11.54)	(15.38)	(17.38)	(10.46)
제시일자	24.02.08	24.01.11	23.12.02	23.11.03	23.09.26	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	80,000
괴리율(평균,%)	(25.90)	(26.11)	(28.79)	(31.82)	(36.63)	(47.01)
괴리율(최대/최소,%)	(10.46)	(10.46)	(19.38)	(24.77)	(32.77)	(36.63)
제시일자	23.05.04	23.04.24	23.01.10	22.11.10	22.11.05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	80,000	80,000	90,000	90,000	90,000	
괴리율(평균,%)	(38.09)	(37.80)	(34.09)	(28.74)	(29.04)	
괴리율(최대/최소,%)	(36.63)	(36.63)	(21.33)	(21.33)	(28.22)	

S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.09	24.04.29	24.03.29	24.02.05	24.01.09	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	95,000
괴리율(평균,%)		(18.01)	(17.93)	(19.76)	(25.68)	(28.16)
괴리율(최대/최소,%)		(7.22)	(7.22)	(11.78)	(22.44)	(25.68)
제시일자	23.11.11	23.10.31	23.10.04	23.07.31	23.06.26	23.05.11
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
괴리율(평균,%)	(34.10)	(30.72)	(30.32)	(30.10)	(32.32)	(30.11)
괴리율(최대/최소,%)	(33.14)	(23.14)	(23.14)	(23.14)	(28.00)	(28.00)
제시일자	23.04.28	23.03.29	23.02.02	23.01.10	22.11.10	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	110,000
괴리율(평균,%)	(21.06)	(20.50)	(19.66)	(17.96)	(18.04)	(14.91)
괴리율(최대/최소,%)	(13.24)	(13.24)	(13.24)	(13.24)	(14.48)	(13.73)

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.09	24.04.18	24.02.23	24.02.03	24.01.12	23.12.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	45,000	45,000	45,000
괴리율(평균,%)		(33.44)	(32.39)	(23.07)	(20.49)	(16.59)
괴리율(최대/최소,%)		(27.38)	(27.38)	(12.22)	(12.22)	(12.22)
제시일자	23.11.11	23.05.11	23.05.05	23.04.28	23.02.17	22.12.29
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
괴리율(평균,%)	(51.93)	(44.05)	(33.27)	(31.06)	(31.04)	(30.25)
괴리율(최대/최소,%)	(48.53)	(28.38)	(32.13)	(18.97)	(18.97)	(20.59)
제시일자	22.12.23	22.12.16	22.12.09	22.12.02	22.12.01	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
괴리율(평균,%)	(27.66)	(26.94)	(26.65)	(26.00)	(25.50)	(25.56)
괴리율(최대/최소,%)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)