에너지

(Overweight)

하반기 3가지 키워드: Double switch, CPR, Shortage

유진투자증권

20하반기
22산업전망

31 May 2022

정유/화학/유틸리티 황성현
02)368-6878
tjdgus2009@eugenefn.com

Contents

1 정유/화학: Double Switch 07

2 전력/가스: CPR 25

3 배터리: Shortage 33

4 추천주 47

Executive Summary

- **에너지:** 당사는 2022년 하반기 국제유가를 90~110달러로 전망한다. 기존 전망과 큰 차이가 없으나 상고하저, 연말로 갈수록 하향 안정화되는 것으로 추정한다. 수요 레벨은 여전히 낮아 성장 여력이 있다. 그러나 공급 측면에서 러시아의 원유 생산량은 5, 6월 모두 증가 중이며, 하반기로 갈수록 미국 생산량도 증가하며 수급 밸런스에 도달할 전망이다.

- **정유:** 원유 선물 기간 구조 변화를 보면 백워데이션의 정점은 지나갔다. 원유 시장의 극심한 수급차질이 점차 완화되었다는 뜻이며, 이를 의식한듯 사우디도 OSP를 대폭 하향하였다. 반면, 러시아 원유 생산 증가분이 인도와 중국으로 향하고 있으며, 이는 중국의 정제유 수출 쿼터를 확대시킬 것으로 예상된다. 현재의 너무 높은 정제마진은 Peak를 통과한 것으로 추정하며, 연쇄작용으로 방향족(아로마틱스) 가격도 하반기에 약세로 전환할 것이라 판단한다.

- **화학:** 중국의 락다운이 해제되며 통행량도 증가하고 있으며, 화학 제품 수요는 최악을 지나갔다고 판단한다. 특히, 예년보다 높은 석탄 가격과 천연가스 가격의 반사 수혜를 보는 제품은 긍정적일 전망이다. 이런 관점에서 PVC, 가성소다는 견조한 시황을 유지할 것이며, 물류비의 하락으로 한화솔루션의 태양광 사업부도 턴어라운드 되어 본격적으로 주가 반등이 시작될 것이라 판단한다.

- **유틸리티:** 한국가스공사의 Spot LNG 도입 비중이 30%에 도달하며 국내 전력 시장의 아시아 현물 LNG 시장에 노출되는 비중이 커졌다. 현 계약기간을 고려할 때 이런 상황은 2025년까지 해소되지 않는다. 이에 한국전력의 자본잠식 우려가 확대되었고, 정부는 SMP 상한제 도입을 고려하고 있다. 추가로 하반기 연료비조정요금 인상, 내년 기준연료비 인상까지 이어지며 유틸리티 섹터의 투자심리 회복이 기대된다.

- **배터리:** 자동차용 반도체에 이어 PVDF 쇼티지로 배터리 병목현상이 지속될 것으로 예상된다. 현재 Battery-Grade PVDF 생산은 글로벌 3개사 과점 구조로 일본의 Kureha, 벨기에 Solvay, 프랑스 Arkema가 시장의 73%를 점유하고 있다. LFP 배터리 확대로 수요는 대폭 증가하고 리드타임과 퀄테스트를 고려하면 공급은 2024년이 되어야 크게 늘어날 것으로 예상된다. 2022년 하반기부터 2차전지용 바인더 관련 기업에 대한 투자자들의 관심이 높아질 것이라 판단한다.

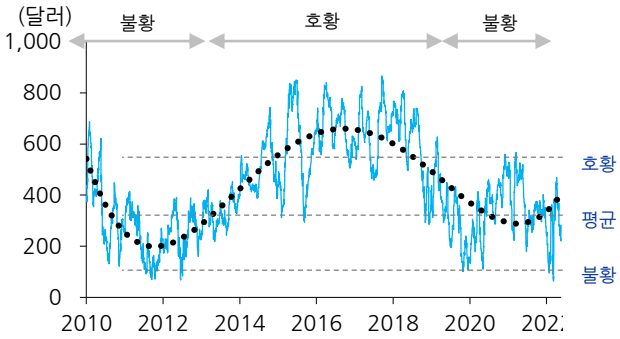
Key chart

정유: 정제마진 전망

	2017	2018	2020	2022
제품별 마진(달러/배럴)				
Gasoline	12.3	8.5	2.8	14.4
Gasoil/diesel	12.6	14.9	6.2	18.5
Jet/kero	12.2	15.6	2.4	14.9
B-C	(3.5)	(4.0)	(2.9)	(9.4)
Naphtha	0.7	(1.9)	(1.6)	1.0
복합정제마진	**8.7**	**9.2**	**2.9**	**12.0**

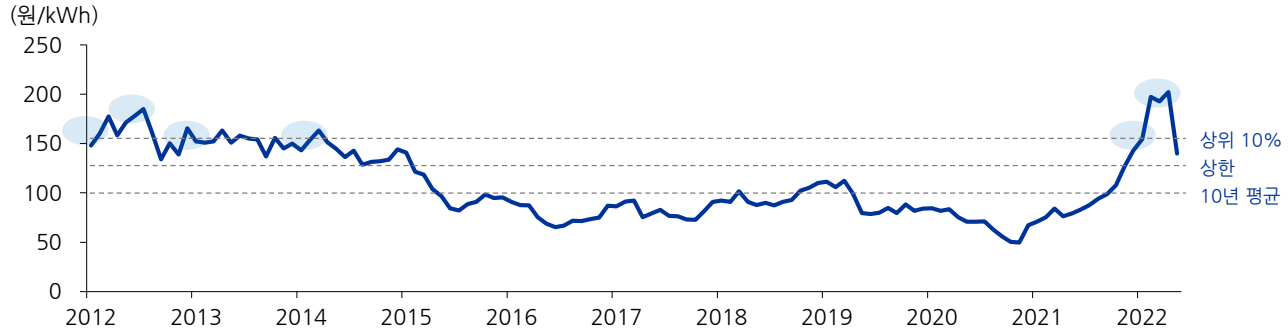
자료: OPEC, IEA, EIA, 유진투자증권

화학 에틸렌 마진 추이: 증설 사이클의 마무리 국면



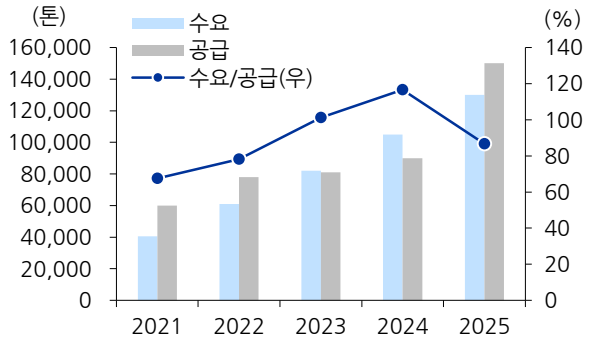
자료: 시스켐, 유진투자증권

유틸리티 SMP 상한제: 10년 평균 108, 상위 10% 158, 상한 134, 1분기 SMP 최대 200원/kWh



자료: EPSIS, KPX, 유진투자증권

배터리 PVDF 수요, 공급 전망



자료: ICCSINO, SMM, 유진투자증권

메이저 3사 배터리 PVDF 캐파

기업	공장 Site와 Capacity	Total
Kureha	일본 Iwaki 6,000톤 중국 Changshu 5,000톤	총 11,000톤
Solvay	프랑스 Tavaux 16,200톤 미국 West Deptford 7,700톤 중국 Changshu 8,000톤	총 31,900톤
Arkema	프랑스 Pierre-Benite 비공개 미국 Calvert City 2,000톤 중국 Changshu 14,500톤	프랑스 제외 16,500톤

자료: SMM, 유진투자증권

2022년 하반기 Top-picks

- **Top-pick:** 화학 시황 바닥, 태양광 성장성, 시장 눈높이를 상회하는 실적이 기대되는 **한화솔루션**
- **관심종목:** SMP 상한제 등 내년으로 갈수록 적자 축소가 예상되는 **한국전력,** PVDF 쇼티지로 관심이 부각될 바인더 관련 기업 **한솔케미칼(음극), 켐트로스(양극)**

업종 커버리지 하반기 실적 추정과 컨센서스 괴리율

Top Pick	(단위: 십억원)	시가총액	유진 추정 영업이익						컨센서스 영업이익					2022F		2023F	
			1Q22A	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022F	차이(%)	1Q22A	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022F	PER	PBR	PER	PBR
	S-OIL	12,666	1,332	925	962	1,061	4,280	31.5	1,195	726	652	632	3,255	5.5	1.4	7.8	1.3
O	한화솔루션	7,039	158	172	221	240	791	7.1	124	154	229	218	739	12.0	0.8	10.1	0.8
	한전KPS	1,679	23	55	43	45	166	6.2	39	51	35	41	156	12.9	1.4	11.7	1.3
	OCI	3,065	162	205	258	248	873	4.5	185	217	231	220	836	4.7	0.8	5.4	0.7
	SK	18,018	3,053	1,345	1,877	1,694	7,969	4.4	1,895	1,548	1,699	1,690	7,636	7.9	0.9	9.2	0.8
	삼천리	665	88	4	5	20	117	0.2	76	5	7	17	117	11.2	0.5	12.5	0.5
	SK이노베이션	19,418	1,649	769	845	835	4,098	(0.6)	1,065	915	815	848	4,123	8.7	1.0	13.4	1.0
	GS	4,139	1,243	921	911	452	3,527	(0.9)	1,030	876	895	844	3,558	1.7	0.3	2.1	0.3
	LG화학	39,320	1,024	764	885	975	3,648	(3.0)	895	876	941	940	3,761	16.8	1.9	11.3	1.7
	한국가스공사	4,034	913	7	(93)	588	1,415	(13.0)	833	165	25	542	1,626	3.9	0.4	4.1	0.4
	롯데케미칼	7,095	83	20	145	225	473	(15.5)	80	70	191	218	560	12.5	0.5	7.5	0.4
	대한유화	1,014	(2)	(15)	5	22	10	(82.7)	3	14	29	37	58	64.1	0.5	12.7	0.5
	한전기술	2,798	(5)	1	2	5	4	(88.0)	4	1	4	24	29	110.4	5.2	87.3	5.0
	지역난방공사	398	(110)	(71)	(15)	46	(150)	적지	96	(89)	(59)	32	(227)	-	0.3	-	0.3
O	한국전력	14,958	(7,787)	(3,151)	(3,555)	234	(14,259)	적지	(5,729)	(5,101)	(4,938)	(5,573)	(22,988)	-	0.3	-	0.3

자료: 유진투자증권

01

정유/화학: Double Switch

에너지 가격

상고하저 전망

- 국제유가는 컨센서스 97.5달러/배럴을 상회, 헨리허브 천연가스도 8달러/mmBTU를 돌파하며 컨센서스를 100% 상회 중
  → OPEC의 제한적인 증산, 미국의 공급 차질, 러시아, 우크라이나 지정학 이슈로 프리미엄 반영
- 현재 원유 재고 4~4.2억배럴 기준 적정 유가는 75~80달러/배럴. 현 유가는 오버슈팅 국면이긴 하나, 지정학 이슈가 끊이질 않고 있어 예측보다는 대응의 영역이라 판단. **당사 추정 하반기 국제유가 밴드 90~110달러/배럴을 유지하며, 상고하저의 흐름을 전망**

주요 기관들의 에너지가격 분기별/연간 전망

구분				수익률(%)					가격 전망							
				단기		중장기			분기전망				연간전망			
		단위	가격	MTD	YTD	1Y	2Y	3Y	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2022	2023	2024	2025
에너지	**원유**	**$/배럴**	**109.6**	**4.6**	**45.7**	**65.9**	**229.5**	**86.8**	**109.5**	**102.5**	**93.0**	**87.0**	**97.5**	**87.0**	**82.5**	**80.5**
	천연가스	$/mmBTU	8.7	20.7	134.5	203.0	405.3	236.6	5.2	5.1	5.2	5.3	4.7	4.4	4.0	4.5
농산물	소맥	$/부셸	1,194	14.3	54.8	80.2	134.6	143.8	1,150	1,150	1,017	900	1,033	801	790	650
	대두	$/부셸	1,679	-1.7	26.4	10.3	101.5	102.4	1,688	1,595	1,525	1,520	1,584	1,432	1,460	1,375
	옥수수	$/부셸	782	-4.5	31.8	18.9	145.8	93.4	778	775	725	700	735	635	650	550
	원당	¢/파운드	20	2.2	4.7	18.6	80.9	70.9	20	19	19	18	19	17	16	13
금속	**금**	$/온스	1,855	-2.2	1.4	-1.4	7.0	44.4	1,938	1,900	1,863	1,817	1,900	1,800	1,787	1,700
	구리	$/톤	9,548	-2.3	-1.8	-3.4	80.5	61.1	10,000	9,800	9,800	9,800	9,988	9,189	9,750	10,200
	알루미늄	$/톤	2,956	-3.2	5.3	24.7	96.2	64.5	3,363	3,250	3,100	3,100	3,316	2,975	3,300	2,975
	니켈	$/톤	27,732	-12.7	33.6	65.2	126.4	133.1	29,250	26,750	26,000	24,000	27,500	24,000	21,234	23,000

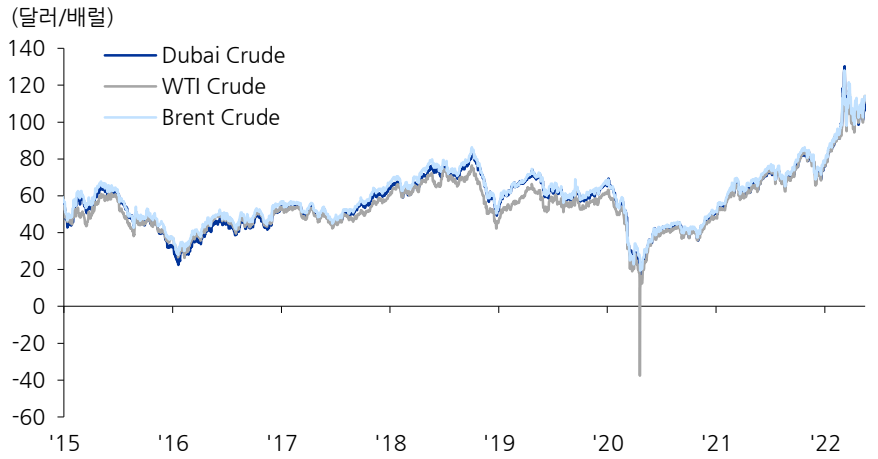
자료: Bloomberg, 유진투자증권

하반기 국제유가 90~110달러/배럴

아직 낮은 수요 레벨

- 러시아 공급이 일시적으로 줄어들며 WTI가 Brent를 초과하며 프리미엄 발생 → 현재의 비이성적인 시장 흐름을 대변. 러시아 물량이 중국, 인도로 본격적으로 들어가며 제자리를 찾을 것으로 예상
- 여전히 낮은 수요레벨로 성장 여력은 있음. 그러나 **러시아의 원유 생산량 5, 6월 모두 증가, 하반기 미국 생산량 증가되며 밸런스 도달 전망**

국제유가 동향: WTI가 Brent를 역전하는 등 기존과 다른 흐름

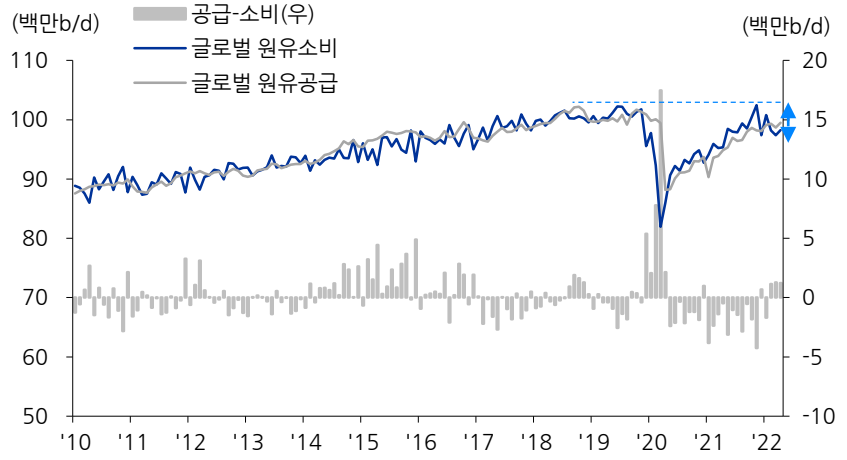


자료: Bloomberg, 유진투자증권

낮았던 수요의 기저효과로 가솔린 수요 증가 지속

자료: Bloomberg, 유진투자증권

원유 수요는 2019년 정상 레벨보다 여전히 낮아 증가 여력 있음



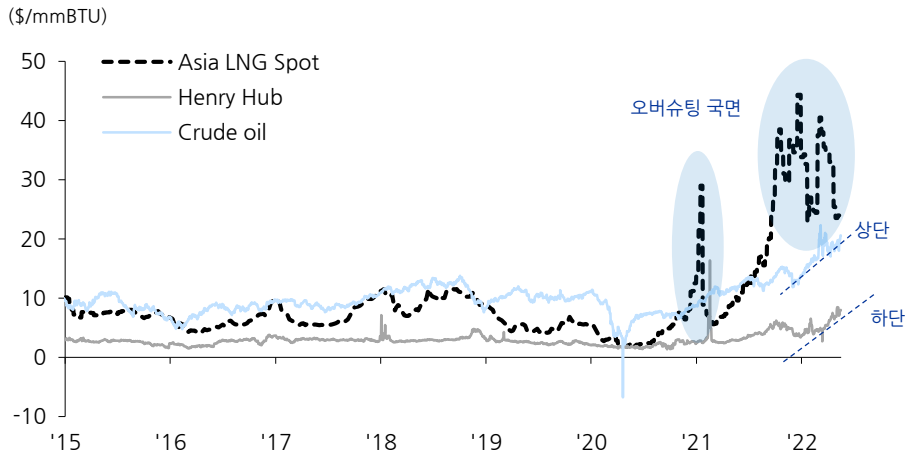
자료: Bloomberg, 유진투자증권

천연가스, LNG: 헨리허브 강세, Spot LNG 약세 전망

안정화 예상

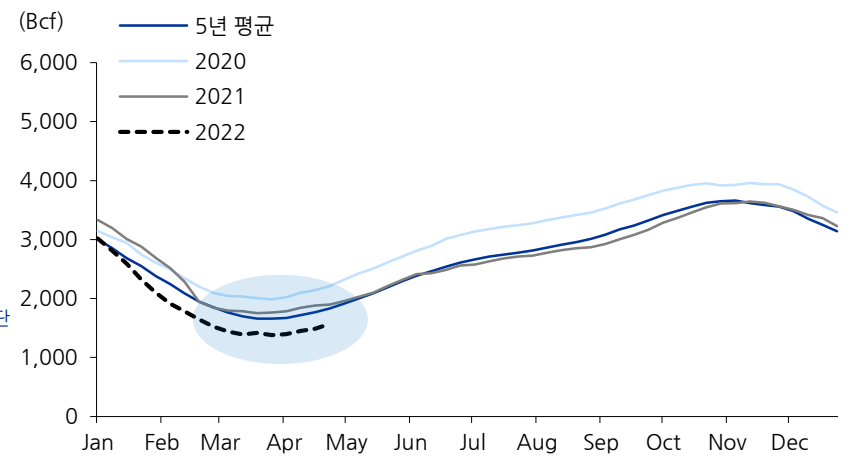
- 장기 수요: 친환경 에너지 전환 과정에서 탄소배출량 적은 천연가스가 과도기적 원료로 사용돼 수요의 지속적 증가
- 단기 수요: 2분기 비수기에 접어들며 아시아, 유럽 LNG도 하락 추세. 그러나 미국의 가스 수출 물량 증가, 낮은 재고로 헨리허브 천연가스는 8달러 상회
- **유럽 국가들의 러시아 루블 결제 이어지며 전쟁 장기화 전망. 유럽 천연가스 공급을 위한 미국 가스 물량 증가는 지속될 것**
- 미국 헨리허브와 연동하는 NGLs(에탄, 프로판, 부탄) 가격도 동반 강세 지속될 전망
- 아시아 LNG는 러시아 제재에 따라 달리질 수 있으나, 루블 결제가 이루어지며 40달러를 상회하는 비이성적인 흐름은 없어질 전망. **유가와 헨리허브 천연가스 사이에서 횡보하는 흐름 이어질 것이라 판단**

국제 LNG, 미국 천연가스 가격 동향



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 가스 재고 역사적 저점 수준



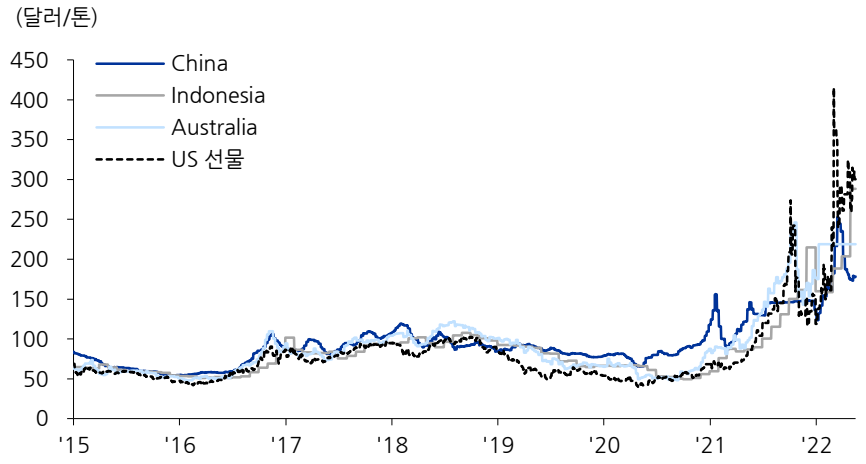
자료: Bloomberg, 유진투자증권

석탄: 급락은 어렵지만 하향 안정화

완만한 우하향

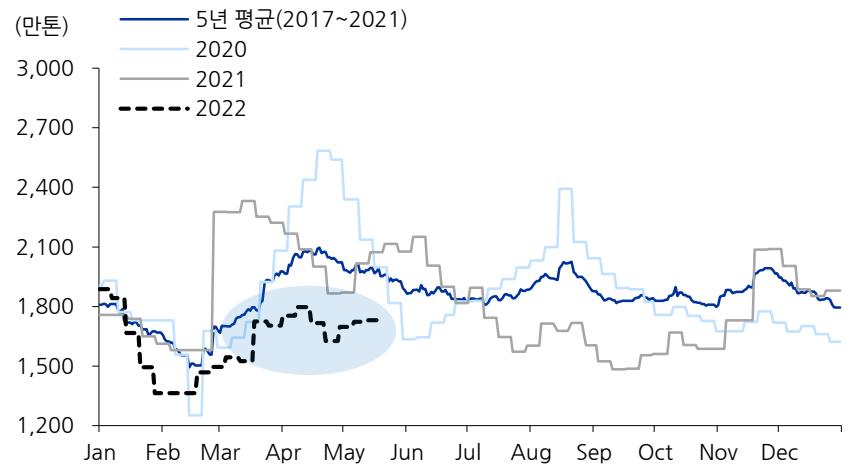
- 러시아 석탄 생산량 4.5억톤, 유럽향 수출물량 5천만톤으로 가격 상승에 영향 중. 유럽의 러시아 석탄 제재가 8월 이후 본격화 되며 가격 강세 유발 될 수 있음
- 국제유가와 LNG 가격 상승으로 석탄의 상대 투입량 증가해 높은 수준이 유지되고 있으나, 하반기 Spot LNG 안정화 시 석탄도 하락 예상
- 또한 중국의 석탄 3억톤 증설이 예정되어 있어 지금 보다 더 상승하기는 어려움
- 그러나 **중국 열탄은 열량 함량이 낮고 광산 재가동에 시간이 걸릴 수 있으므로 가격은 서서히 안정화 추세에 접어들 전망**

국제 석탄가격 추이: 러시아 사태까지 겹쳐 역대급 가격 상승 지속



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국 발전용 석탄 재고량



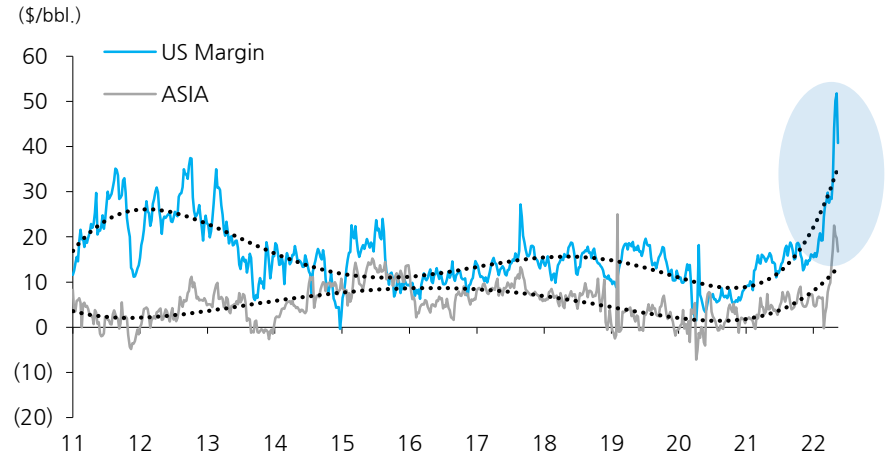
자료: Bloomberg, 유진투자증권

정유: 불안한 호황

더 좋아지기는 어려운

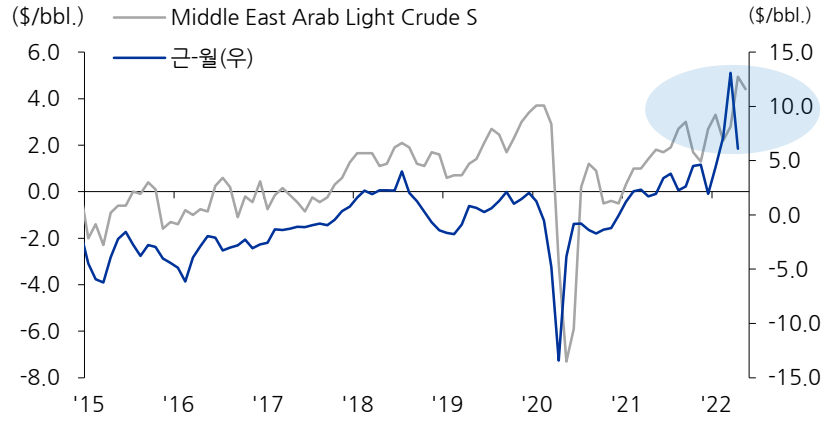
- 원유 선물 기간 구조 변화를 보면 백워데이션의 정점은 지나갔음. 원유 시장의 극심한 수급차질이 점차 완화된다는 뜻
- 6월 OSP가 원유 선물 기간 구조 변화보다 더 크게 하락. 사우디는 수요 하락 가능성을 염두해 M/S 확보 전략으로 선회
- 러시아 원유 생산 증가분이 인도와 중국으로 가고 있음. 중국의 정제유 쿼터 확대 검토
- **가솔린 마진은 드라이빙 시즌을 지나고 Peak를 통과할 것으로 예상되며 연쇄작용으로 방향족(아로마틱스) 가격도 약세로 전환할 것이라 판단**

정제마진: 역사적 고점을 통과



자료: Bloomberg, 유진투자증권

사우디 OSP 추이: 예상보다 큰 폭 하향 조정



자료: Bloomberg, 유진투자증권

정제설비 증설 스케줄

하반기부터 증설 부담

정제설비 증설 전망

시작 시기	국가	CDU(천b/d)	회사명
2Q21	사우디	400	Jizan
1Q22	중국	400	RongshengII
3Q22	중국	320	Local Shenghong
3Q22	말레이시아	300	Petronas
3Q22	중국	400	CNPC/PDVSA
3Q22	인도	125	Hindustan Petroleum
1Q23	태국	125	Thai Oil
1Q23	오만	230	Al-Duqm
2Q23	쿠웨이트	615	Al Zour
3Q23	중국	100	Sinopec Hainan
폐쇄			
3Q22	말레이시아	300	Petronas
3Q22	중국	100	Local Refineries
4Q22	일본	112	ENEOS
3Q23	이란	210	Abadan
4Q24	일본	195	Various Refineries
	증설(A)	**폐쇄(B)**	**순증설(A-B)**
2022	1,545	512	1,033
2023	1,070	210	860

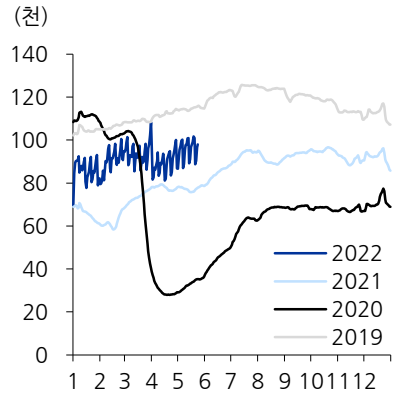
자료: 타이오일, 유진투자증권

- 타이오일에 의하면 2022년 증설되는 정제설비는 154만b/d, 2023년 107만 b/d이며 폐쇄 용량은 51 만b/d, 21만b/d
- 석유 제품의 연평균 수요 성장률은 역사적으로 평균 1%대이며 이를 환산하면 100만b/d 수준
- 2022년 순증설 규모가 103만b/d로 연평균 수요 성장 규모와 유사하기 때문에 설비가 본격 가동되기 시작하는 3분기부터는 마진 압박이 발생할 수 있음
- 그러나 2019년 정상보다 낮은 수요와 아직 늘어날 여력이 있다는 점을 고려할 때 우려 대비 양호한 시황의 소프트랜딩을 예상
- **러-우 사태, 항공유 수요회복 고려하면 평년대비 견조한 마진 추세 지속 가능**

항공유, 가솔린 수요와 마진

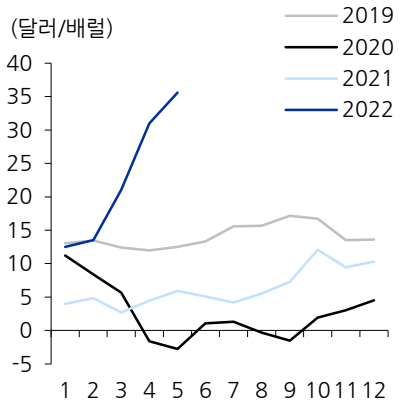
수요 회복 예상되나 현재 너무 높은 마진

항공수: 수요회복 포텐셜 존재



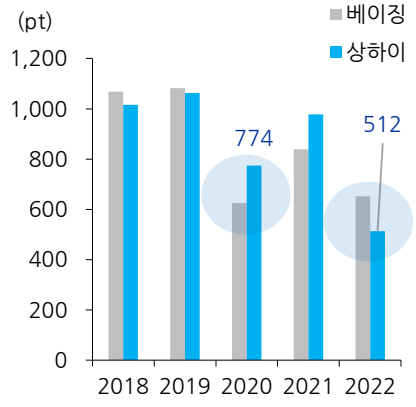
자료: Flightdata24, 유진투자증권

항공유 마진: 러시아 전쟁 영향



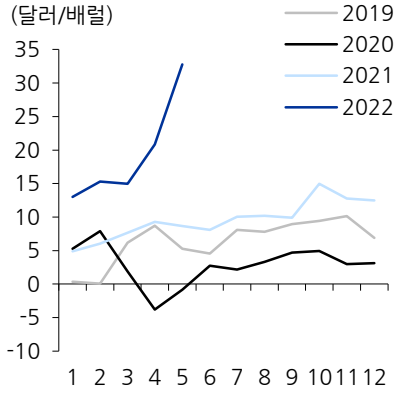
자료: 페트로넷, 유진투자증권

중국 교통 인덱스 바닥 형성



자료: MDB, 유진투자증권

가솔린 마진: 러시아 전쟁 영향



자료: 페트로넷, 유진투자증권

- Flight24에 의하면, 전체 항공편은 2019년 수준으로 회복되었으나, 여전히 승객용 항공수는 정상화되지 못함
- 2022년 하반기에는 정상화될 것이라 판단하지만, 현재의 등유 마진 강세가 러시아 전쟁으로 인한 경유 부족 현상의 연쇄작용이라는 측면에서 마진은 하향 안정화 전망
- 세계 정유사들의 등/경유 수율 상향으로 가솔린 마진도 강세를 보이고 있음
- **오미크론 영향 지표로 볼 수 있는 중국 트래픽 인덱스가 코로나가 극심했던 2020년 수준까지 하락해 수요의 바닥은 지나갔다고 판단**
- 가솔린 마진도 펀더멘털상 정상화될 것이라 판단

정제마진: 호황을 지나 안정화 국면으로

상고하저 전망

정제마진 추이와 전망: 연평균 12달러/배럴 전망

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2022
수요(백만b/d)							
Ethane/LPG	10.4	10.7	11.1	11.7	12.6	12.2	14.8
Naphtha	6.2	6.1	6.1	6.4	6.3	5.9	7.2
Gasoline	24.2	25.1	24.8	26.0	26.4	24.0	27.9
Jet/kero	6.8	7.0	7.4	7.3	7.6	4.4	8.5
Gasoil/diesel	27.5	28.5	29.4	29.0	28.4	26.3	29.8
Residual fuel	7.7	7.0	7.0	7.1	7.2	6.9	7.1
Other products	10.3	10.9	10.9	11.2	11.2	11.0	11.6
제품별 마진(달러/배럴)							
Gasoline	15.1	12.1	12.3	8.5	6.4	2.8	14.4
Gasoil/diesel	13.6	11.0	12.6	14.9	14.1	6.2	18.5
Jet/kero	13.6	11.6	12.2	15.6	14.1	2.4	14.9
B-C	(6.0)	(5.8)	(3.5)	(4.0)	(5.7)	(2.9)	(9.4)
Naphtha	1.3	1.3	0.7	(1.9)	(6.1)	(1.6)	1.0
복합정제마진	**9.4**	**7.5**	**8.7**	**9.2**	**7.6**	**2.9**	**12.0**

자료: OPEC WOO, eni, 타이오일, 유진투자증권

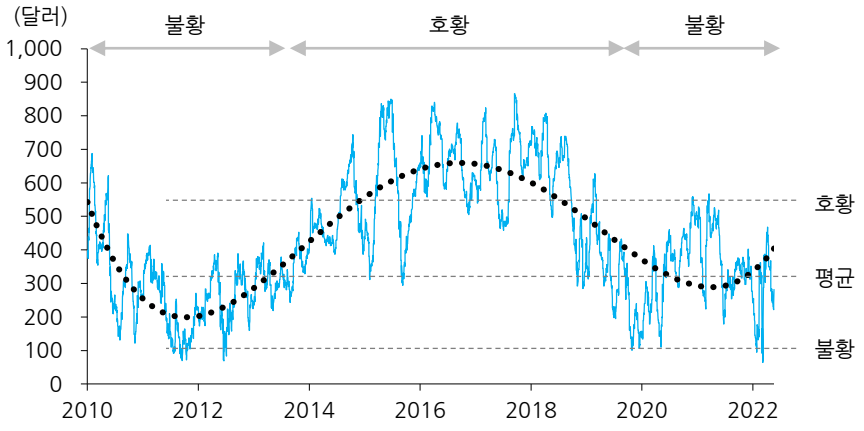
- 2020년 항공유 수요는 4백만b/d까지 감소했으며, 가솔린 수요도 2백만b/d 감소
- 2022년 하반기에는 항공유 수요가 800만b/d를 상회해 2019년 수준으로 회복될 전망
- 당사 추정에 의하면 가솔린 마진은 평균 14달러/배럴, 디젤, 항공유는 15, 18달러/배럴로 전망됨
- 현재 마진이 이를 크게 상회하므로 하반기까지 완만한 안정화 예상
- 연간 복합정제마진은 12달러/배럴로 전망
- **호황을 유지했던 2017~2018년을 넘어서는 수치이지만, 현재보다는 하락 불가피**

화학

더 나빠지기는 어려운

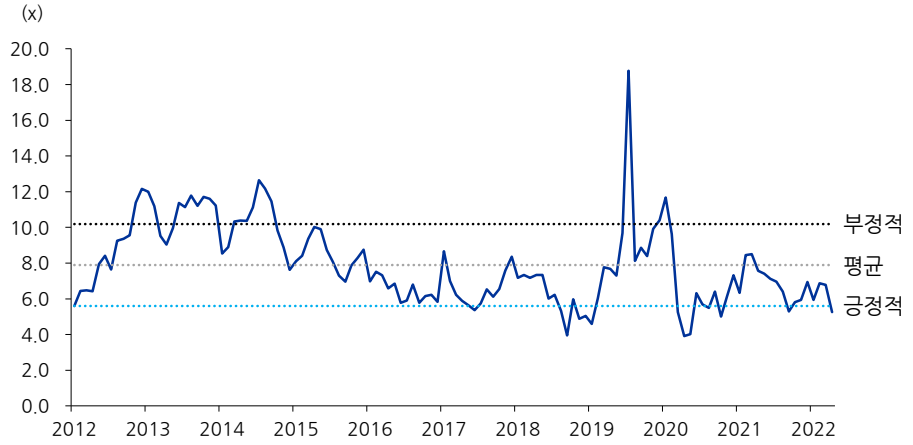
- 가솔린 마진 강세, 고옥탄가 석유제품 수요 견조, 재고와 공급 부족으로 인한 수율 변경, 방향족(PX) 강세와 이 영향으로 PTA도 강세 지속되고 있지만 일시적인 영향이라 판단. 계속 지속되기 어려우며, BTX 전반 큰 반등도 일시적인 현상이라 판단
- 중국 트래픽 인덱스 2022년 659 vs. 2020 625, 상하이 520 vs. 774로 바닥을 확인했으며, **화학 제품 수요도 최저점을 통과했다고 판단**
- 높은 석탄 가격과 천연가스 가격의 반사 수혜를 보는 제품은 긍정적이라 판단

에틸렌-납사 마진: 추세선이 5년을 기준으로 사이클 형성, 현재가 바닥



자료: Bloomberg, 유진투자증권

나프타/에탄 비율 추이: 에탄크래커 대비 납사 크래커 경쟁력 확보



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Pure chemical 수익성

최악에서 차악으로

예상 손익 계산서: 불황(3)에서 평균(2) 업황으로 이동하는 과정

	(1) Best case (호황)	(2) Base case (보통)	(3) Worst case (불황)
가정사항			
폴리올레핀($/톤)	1,200	1,100	1,000
나프타($/톤)	800	800	800
폴리올레핀-나프타 Spread($/톤)	400	300	200
가동률(%)	91	91	91
CAPEX			
투자비(백만달러)		412	
용량(톤)		450,000	
투자비/용량(달러/톤)		916	
영업손익(백만달러)			
매출액	493	452	411
영업비용	431	431	431
원재료	367	367	367
감가상각비	37	37	37
인건비	3	3	3
유지보수비	4	4	4
기타	20	20	20
영업이익	62	21	(20)
EBITDA	99	58	17
금융비용	9	9	9
세전이익	54	13	(28)
법인세	11	3	(6)
순이익	42	10	(22)
요약			
단위비용(달러/톤)	**1,048**	**1,048**	**1,048**
단위마진(달러/톤)	**152**	**52**	**(48)**
수익성(%)			
OP Margin	12.6	4.7	(4.8)
EBITDA Margin	20.1	12.8	4.1
NP Margin	8.6	2.7	(6.0)
ROE	**34.4**	**8.1**	**(18.2)**
ROA	**10.3**	**2.4**	**(5.5)**

자료: 유진투자증권

Pure chemical 수익성 민감도 분석

평균 스프레드 300달러/톤 적용

평균 업황에서는 국제유가 90달러까지 감내 가능. 가동률 조정 발생하지 않음

- 현재 예상 평균 영업이익률 0.2%에서 하반기 평균 4.7%로 점진적 상승 전망
- 나프타 50달러/톤 상승(국제유가 +5달러/배럴) 시 영업적자 전환

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진율 변화 전망

	나프타(달러/톤)	750	760	770	780	790	800	810	820	830	840	850
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50
81	-10	6.8	5.9	5.0	4.1	3.1	2.2	1.3	0.4	-0.5	-1.4	-2.3
83	-8	7.3	6.4	5.5	4.5	3.6	2.7	1.8	0.9	0.0	-0.9	-1.8
85	-6	7.8	6.9	5.9	5.0	4.1	3.2	2.3	1.4	0.5	-0.4	-1.3
87	-4	8.3	7.4	6.4	5.5	4.6	3.7	2.8	1.9	1.0	0.1	-0.8
89	-2	8.8	7.8	6.9	6.0	5.1	4.2	3.3	2.4	1.5	0.6	-0.3
91	0	9.2	8.3	7.4	6.5	5.6	4.7	3.8	2.9	2.0	1.1	0.2
93	2	9.7	8.8	7.9	7.0	6.1	5.2	4.3	3.4	2.5	1.6	0.7
95	4	10.2	9.3	8.4	7.5	6.6	5.7	4.8	3.9	3.0	2.1	1.1
97	6	10.7	9.8	8.9	8.0	7.1	6.2	5.3	4.4	3.5	2.6	1.6
99	8	11.2	10.3	9.4	8.5	7.6	6.7	5.8	4.9	4.0	3.0	2.1
101	10	11.7	10.8	9.9	9.0	8.1	7.2	6.3	5.4	4.4	3.5	2.6

	나프타(달러/톤)	750	760	770	780	790	800	810	820	830	840	850
가동률(%)	변화량(%p, 달러)	-50	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40	50
81	-10	15.9	15.0	14.1	13.2	12.3	11.4	10.4	9.5	8.6	7.7	6.8
83	-8	16.2	15.3	14.4	13.4	12.5	11.6	10.7	9.8	8.9	8.0	7.1
85	-6	16.5	15.6	14.6	13.7	12.8	11.9	11.0	10.1	9.2	8.3	7.4
87	-4	16.8	15.8	14.9	14.0	13.1	12.2	11.3	10.4	9.5	8.6	7.7
89	-2	17.1	16.2	15.2	14.3	13.4	12.5	11.6	10.7	9.8	8.9	8.0
91	0	17.4	16.5	15.6	14.6	13.7	12.8	11.9	11.0	10.1	9.2	8.3
93	2	17.7	16.8	15.9	15.0	14.1	13.1	12.2	11.3	10.4	9.5	8.6
95	4	18.0	17.1	16.2	15.3	14.4	13.5	12.6	11.7	10.7	9.8	8.9
97	6	18.4	17.4	16.5	15.6	14.7	13.8	12.9	12.0	11.1	10.2	9.3
99	8	18.7	17.8	16.9	16.0	15.1	14.1	13.2	12.3	11.4	10.5	9.6
101	10	19.0	18.1	17.2	16.3	15.4	14.5	13.6	12.7	11.8	10.9	10.0

자료: 유진투자증권

민감도 분석

롯데케미칼

롯데케미칼: MEG 등 범용 중심

- 현재 예상 평균 영업이익률 -1.9%에서 하반기 평균 2.4%로 점진적 상승 전망
- 2분기 정기보수로 적자 전망. 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.8%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 2.4%p

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진율 변화 전망

가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	800 0	810 10	820 20	830 30	840 40	850 50	860 60	870 70	880 80	890 90	900 100
71	-20	4.3	3.4	2.6	1.7	0.8	0.0	-0.9	-1.7	-2.6	-3.5	-4.3
73	-18	4.8	3.9	3.1	2.2	1.3	0.5	-0.4	-1.3	-2.1	-3.0	-3.8
75	-16	5.3	4.4	3.5	2.7	1.8	0.9	0.1	-0.8	-1.6	-2.5	-3.4
77	-14	5.7	4.9	4.0	3.1	2.3	1.4	0.6	-0.3	-1.2	-2.0	-2.9
79	-12	6.2	5.4	4.5	3.6	2.8	1.9	1.0	0.2	-0.7	-1.5	-2.4
81	-10	6.7	5.8	5.0	4.1	3.2	2.4	1.5	0.7	-0.2	-1.1	-1.9
83	-8	7.2	6.3	5.5	4.6	3.7	2.9	2.0	1.1	0.3	-0.6	-1.4
85	-6	7.7	6.8	5.9	5.1	4.2	3.3	2.5	1.6	0.8	-0.1	-1.0
87	-4	8.1	7.3	6.4	5.6	4.7	3.8	3.0	2.1	1.2	0.4	-0.5
89	-2	8.6	7.8	6.9	6.0	5.2	4.3	3.4	2.6	1.7	0.9	0.0
91	0	9.1	8.2	7.4	6.5	5.7	4.8	3.9	3.1	2.2	1.3	0.5

가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	800 0	810 10	820 20	830 30	840 40	850 50	860 60	870 70	880 80	890 90	900 100
71	-20	10.1	9.2	8.4	7.5	6.7	5.8	4.9	4.1	3.2	2.3	1.5
73	-18	10.4	9.6	8.7	7.8	7.0	6.1	5.3	4.4	3.5	2.7	1.8
75	-16	10.8	9.9	9.0	8.2	7.3	6.4	5.6	4.7	3.9	3.0	2.1
77	-14	11.1	10.2	9.4	8.5	7.6	6.8	5.9	5.1	4.2	3.3	2.5
79	-12	11.4	10.6	9.7	8.9	8.0	7.1	6.3	5.4	4.5	3.7	2.8
81	-10	11.8	10.9	10.1	9.2	8.3	7.5	6.6	5.8	4.9	4.0	3.2
83	-8	12.1	11.3	10.4	9.6	8.7	7.8	7.0	6.1	5.3	4.4	3.5
85	-6	12.5	11.7	10.8	9.9	9.1	8.2	7.3	6.5	5.6	4.8	3.9
87	-4	12.9	12.0	11.2	10.3	9.4	8.6	7.7	6.8	6.0	5.1	4.3
89	-2	13.3	12.4	11.5	10.7	9.8	8.9	8.1	7.2	6.4	5.5	4.6
91	0	13.6	12.8	11.9	11.0	10.2	9.3	8.5	7.6	6.7	5.9	5.0

자료: 유진투자증권

민감도 분석

LG화학: 스페셜티 중심

- 현재 예상 평균 영업이익률 8.3%에서 하반기 평균 11.4%로 점진적 상승 전망
- 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.6%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 3.5%p

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진율 변화 전망

가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	800 0	810 10	820 20	830 30	840 40	850 50	860 60	870 70	880 80	890 90	900 100
71	-20	11.0	10.4	9.8	9.2	8.5	7.9	7.3	6.7	6.0	5.4	4.8
73	-18	11.7	11.1	10.5	9.9	9.2	8.6	8.0	7.4	6.7	6.1	5.5
75	-16	12.4	11.8	11.2	10.6	9.9	9.3	8.7	8.1	7.4	6.8	6.2
77	-14	13.1	12.5	11.9	11.3	10.6	10.0	9.4	8.8	8.1	7.5	6.9
79	-12	13.8	13.2	12.6	12.0	11.3	10.7	10.1	9.5	8.8	8.2	7.6
81	-10	14.5	13.9	13.3	12.7	12.0	**11.4**	10.8	10.2	9.5	8.9	**8.3**
83	-8	15.2	14.6	14.0	13.4	12.7	12.1	11.5	10.9	10.2	9.6	9.0
85	-6	15.9	15.3	14.7	14.1	13.4	12.8	12.2	11.6	10.9	10.3	9.7
87	-4	16.6	16.0	15.4	14.8	14.1	13.5	12.9	12.3	11.6	11.0	10.4
89	-2	17.3	16.7	16.1	15.5	14.8	14.2	13.6	13.0	12.3	11.7	11.1
91	0	18.0	17.4	16.8	16.2	15.5	14.9	14.3	13.7	13.0	12.4	11.8

가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	800 0	810 10	820 20	830 30	840 40	850 50	860 60	870 70	880 80	890 90	900 100
71	-20	17.7	17.1	16.4	15.8	15.2	14.6	13.9	13.3	12.7	12.1	11.4
73	-18	18.2	17.6	17.0	16.3	15.7	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	12.0
75	-16	18.7	18.1	17.5	16.9	16.2	15.6	15.0	14.4	13.7	13.1	12.5
77	-14	19.3	18.6	18.0	17.4	16.8	16.1	15.5	14.9	14.3	13.6	13.0
79	-12	19.8	19.2	18.6	17.9	17.3	16.7	16.1	15.4	14.8	14.2	13.6
81	-10	20.4	19.7	19.1	18.5	17.9	**17.2**	16.6	16.0	15.4	14.7	**14.1**
83	-8	20.9	20.3	19.7	19.1	18.4	17.8	17.2	16.6	15.9	15.3	14.7
85	-6	21.5	20.9	20.2	19.6	19.0	18.4	17.7	17.1	16.5	15.9	15.2
87	-4	22.1	21.4	20.8	20.2	19.6	18.9	18.3	17.7	17.1	16.4	15.8
89	-2	22.6	22.0	21.4	20.8	20.1	19.5	18.9	18.3	17.6	17.0	16.4
91	0	23.2	22.6	22.0	21.4	20.7	20.1	19.5	18.9	18.2	17.6	17.0

자료: 유진투자증권

민감도 분석

한화솔루션: Greenflation, 코로나 지속으로 PVC, LDPE, 가성소다 높아진 이익 체력

- 현재 예상 평균 영업이익률 11.3%에서 하반기 평균 14.5%로 점진적 상승 전망
- 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.6%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 3.2%p

원재료와 가동률 변화에 따른 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진율 변화 전망

가동률(%)	나프타(달러/톤)	800	810	820	830	840	850	860	870	880	890	900
	변화량(%p, 달러)	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
71	-20	14.4	13.8	13.1	12.5	11.9	11.3	10.6	10.0	9.4	8.8	8.1
73	-18	15.0	14.4	13.8	13.2	12.5	11.9	11.3	10.7	10.0	9.4	8.8
75	-16	15.7	15.0	14.4	13.8	13.2	12.5	11.9	11.3	10.7	10.0	9.4
77	-14	16.3	15.7	15.1	14.4	13.8	13.2	12.6	11.9	11.3	10.7	10.1
79	-12	17.0	16.3	15.7	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	12.0	11.3	10.7
81	-10	17.6	17.0	16.3	15.7	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	12.0	11.3
83	-8	18.2	17.6	17.0	16.4	15.7	15.1	14.5	13.9	13.2	12.6	12.0
85	-6	18.9	18.2	17.6	17.0	16.4	15.7	15.1	14.5	13.9	13.2	12.6
87	-4	19.5	18.9	18.3	17.6	17.0	16.4	15.8	15.1	14.5	13.9	13.3
89	-2	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0	16.4	15.8	15.2	14.5	13.9
91	0	20.8	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0	16.4	15.8	15.2	14.5

가동률(%)	나프타(달러/톤)	800	810	820	830	840	850	860	870	880	890	900
	변화량(%p, 달러)	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
71	-20	20.9	20.3	19.6	19.0	18.4	17.8	17.1	16.5	15.9	15.3	14.6
73	-18	21.3	20.7	20.1	19.5	18.8	18.2	17.6	17.0	16.3	15.7	15.1
75	-16	21.8	21.2	20.6	19.9	19.3	18.7	18.1	17.4	16.8	16.2	15.6
77	-14	22.3	21.7	21.1	20.4	19.8	19.2	18.6	17.9	17.3	16.7	16.1
79	-12	22.8	22.2	21.5	20.9	20.3	19.7	19.0	18.4	17.8	17.2	16.5
81	-10	23.3	22.7	22.0	21.4	20.8	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0
83	-8	23.8	23.2	22.5	21.9	21.3	20.7	20.0	19.4	18.8	18.2	17.5
85	-6	24.3	23.7	23.0	22.4	21.8	21.2	20.5	19.9	19.3	18.7	18.0
87	-4	24.8	24.2	23.6	22.9	22.3	21.7	21.1	20.4	19.8	19.2	18.6
89	-2	25.3	24.7	24.1	23.5	22.8	22.2	21.6	21.0	20.3	19.7	19.1
91	0	25.9	25.2	24.6	24.0	23.4	22.7	22.1	21.5	20.9	20.2	19.6

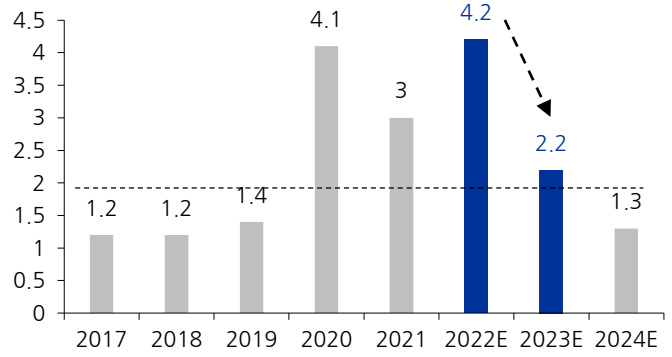
자료: 유진투자증권

화학 수급 전망

2023년으로 갈수록 증설 부담 완화

HDPE 수급

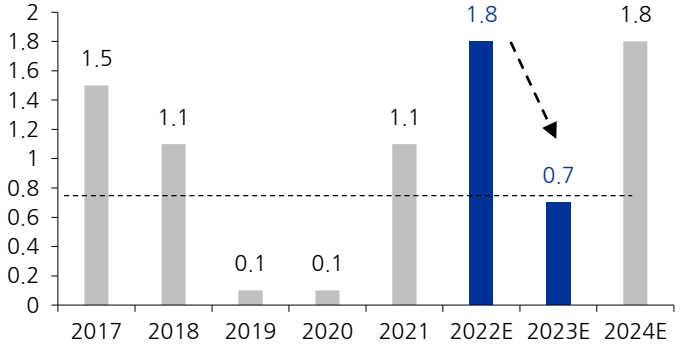
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

LDPE 수급

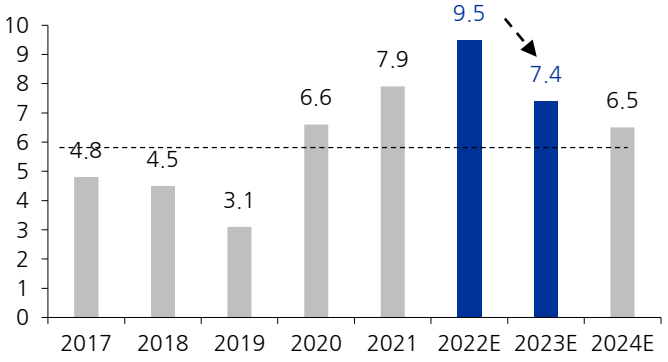
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

프로필렌 수급

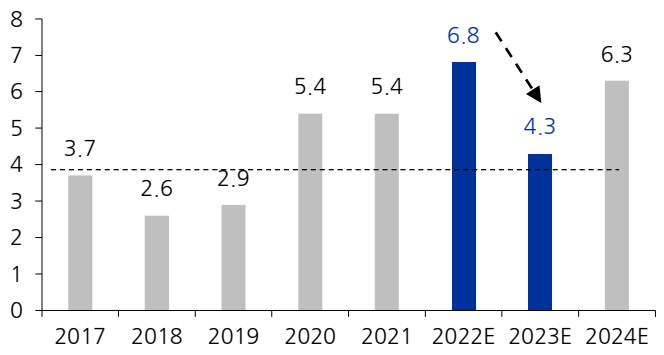
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

PP 수급

(백만톤)

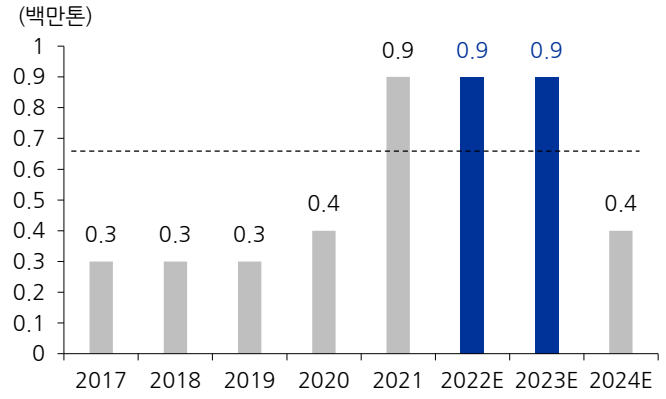


자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

화학 수급 전망

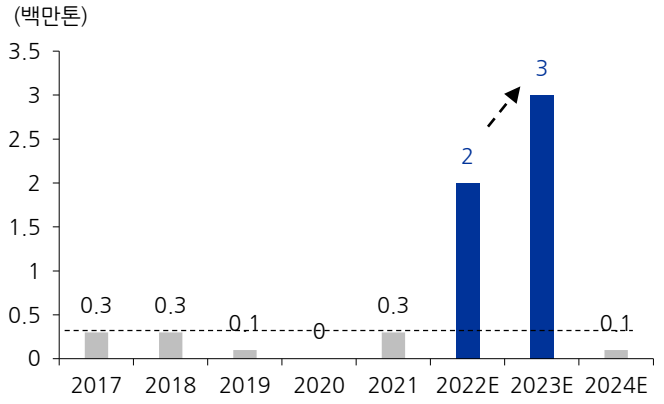
PVC, 가성소다는 양호

BD 수급



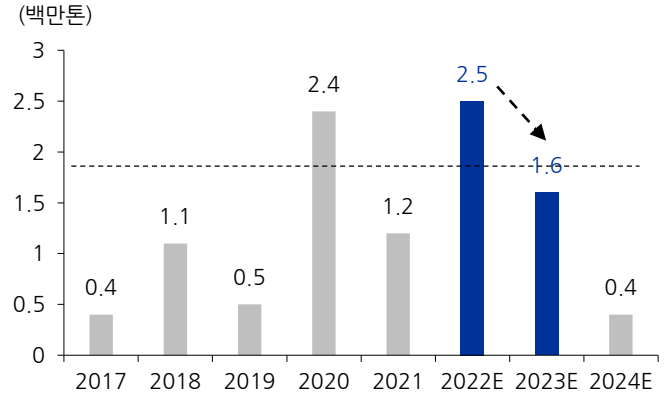
자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

ABS 수급



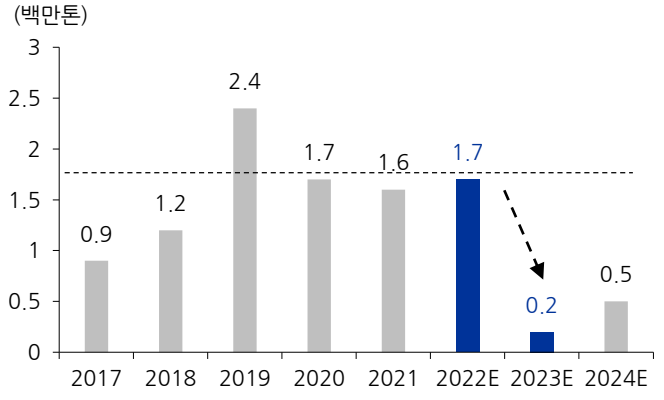
자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

PVC 수급



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

가성소다 수급



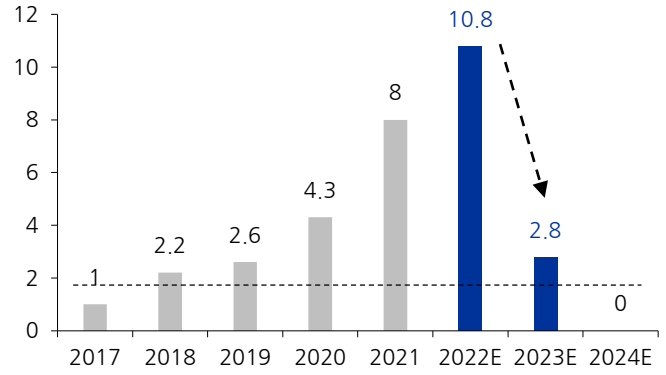
자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

화학 수급 전망

MEG 최악을 지나는 중

MEG 수급

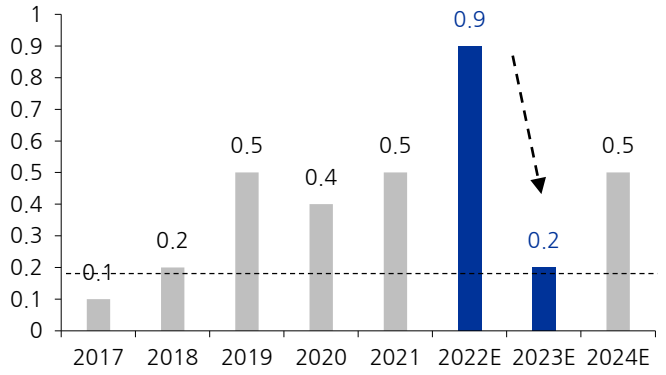
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

PC 수급

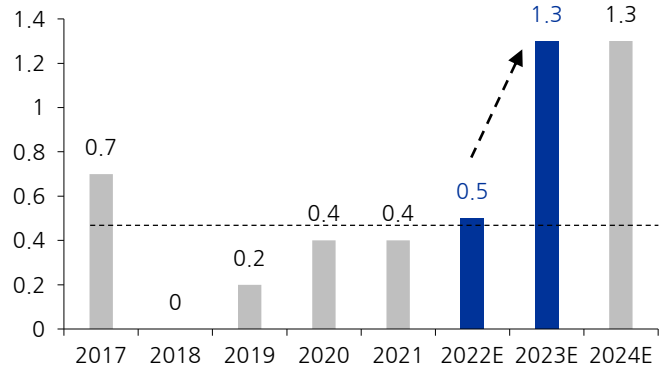
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

페놀 수급

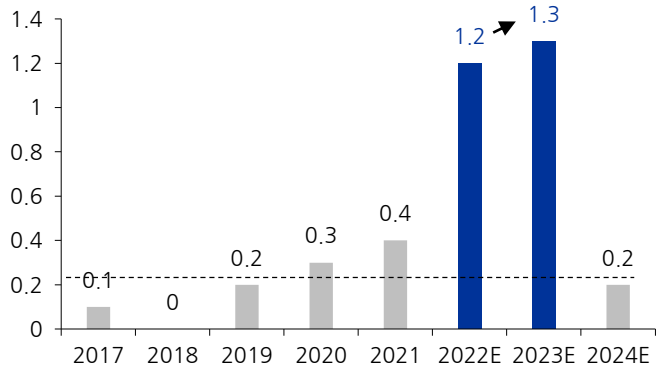
(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

BPA 수급

(백만톤)



자료: METI, 유진투자증권
주: 막대그래프는 공급, 선그래프는 수요

02

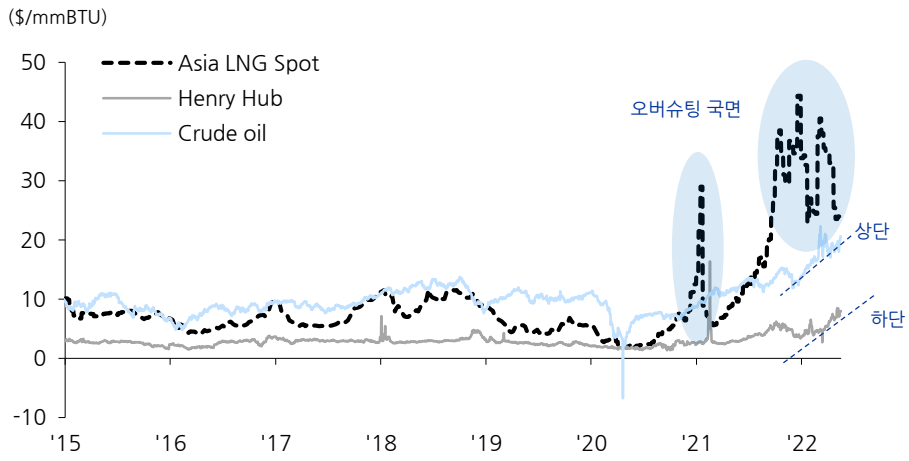
전력/가스: CPR

SMP 상한제 실시

정부의 개입 시작

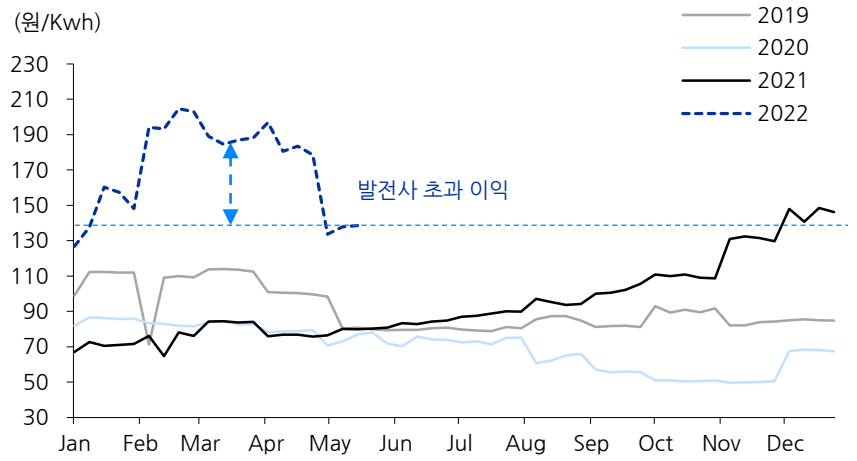
- 한국가스공사의 Spot LNG 도입 비중은 21%. 국내 SMP는 아시아 Spot LNG 시장에 노출되어 있음
- 2025년은 되어야 가스 장기계약 물량이 본격 도입되므로, 그 전까지는 Spot 비중이 20~30%를 유지할 전망
- 이미 계약되어 있는 것을 바꿀 수는 없고 외부 가스 시황에 따라 국내 전력시장의 도매 가격이 급등락해 SMP 상한제가 도입됨
- SMP 상한제를 활용해 요금인상 명분을 최소화 하려는 움직임
- 석탄이 많이 오르긴 했지만 2022년에도 LNG가 대부분 비중을 차지할 것으로 예상되며, **SMP 상한제 실시로 상단 제약 전망**

가스가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

SMP 추이: 한국가스공사의 현물 LNG 도입 비중 확대로 SMP 고공행진



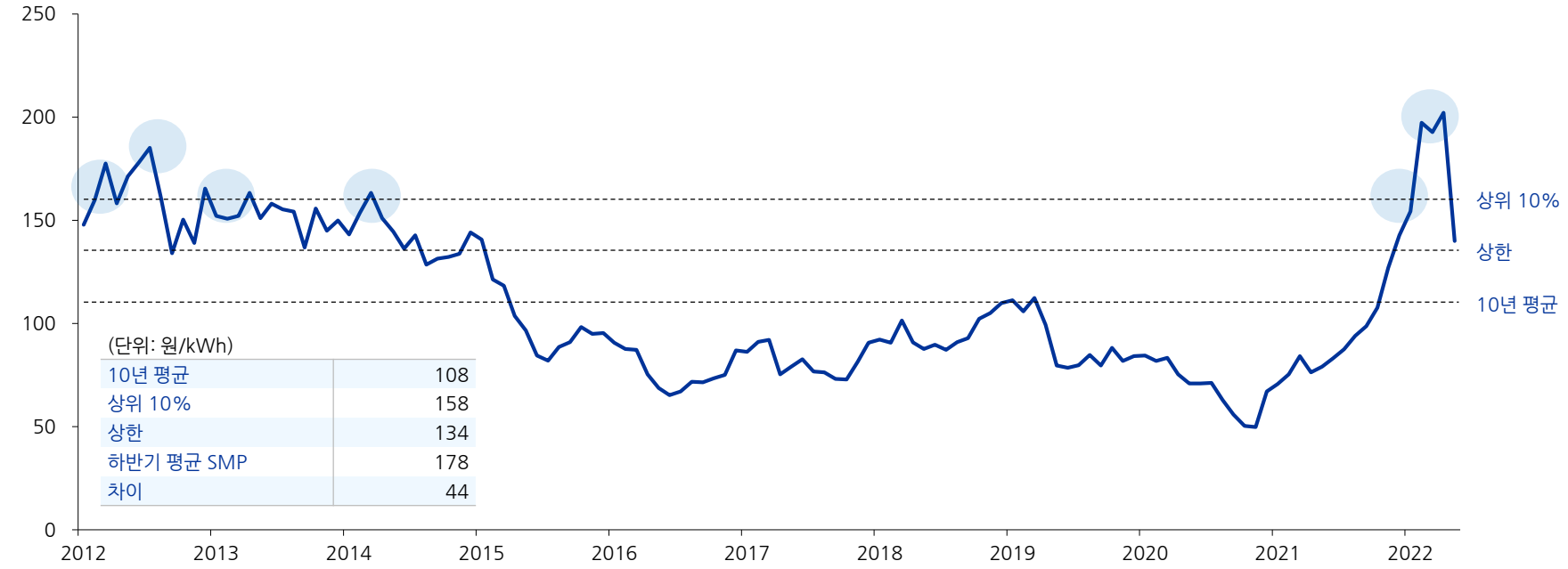
자료: KPX, 유진투자증권

SMP 상한제 영향

최대 5조원/년 비용 절감

- 시행 월의 직전 3개월(1분기) SMP가 직전 분기(4개월)부터 10년(123개월) 전 월별 가중평균 SMP의 상위 10%에 해당할 경우 적용
- 가중평균 SMP의 1.25배로 상한하며, 시행일부터 1개월간 적용
- 10년 평균 SMP는 108원/kWh, 상위 10%는 158원/kWh으로 이 이상의 SMP는 상단 134원/kWh로 제한
- **2022년 1분기와 같은 SMP 급등이 연간 내내 이어질 경우 비용 5조원 이상 절감 가능**

역사적 SMP 추이, 상위 10% 및 상한 범위



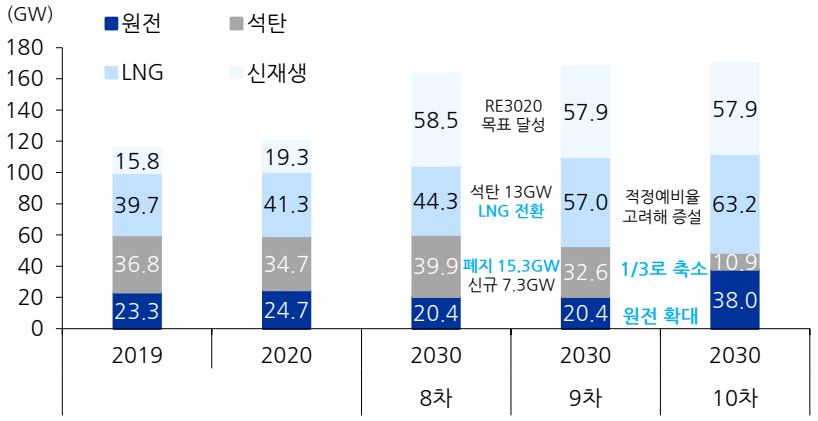
자료: KPX, 유진투자증권

10차 전력수급기본계획 발전 설비 용량 전망

원전 확대

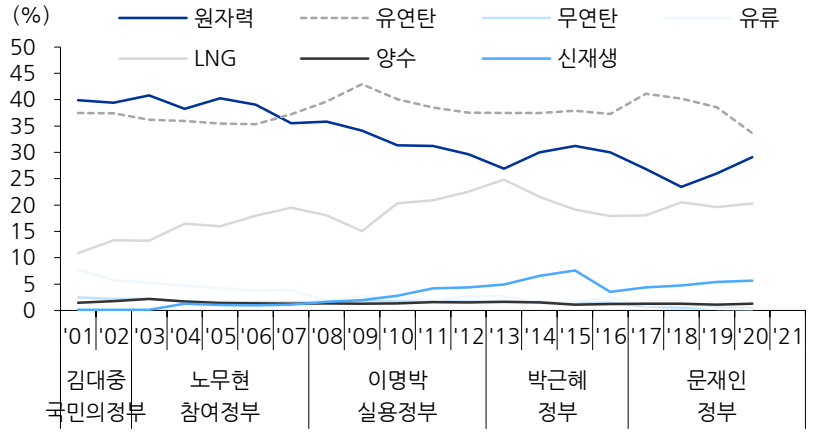
- 3차 에너지기본계획, 9차 전력수급기본계획, RE3020의 재생에너지 목표 설비 용량은 2030년 58GW이며, 이 중 한국전력 및 발전자회사의 비중이 70%를 상회
- 또한 화석연료인 석탄발전소의 장기 용량이 1/3로 감소하고, 국내 신규 원전(신한울 3, 4호 등) 건설 및 기존에 건설 중이었던 원전(신한울 1,2호, 신고리 5,6호)의 시장 참여로 원전 설비 용량은 2030년 38GW로 확대될 전망
- 기존 발전원의 캐파 비중 조절이 이루어질 것이라 판단하며, 석탄의 LNG발전소 연료전환으로 LNG발전소도 63GW로 증가 전망
- **원자력안전위원회와 협의를 통해 원전 가동률도 상승시키겠다고 발언하며 기저발전소의 비중이 더 높아질 것이라 예상 가능**

10차 전력수급기본계획 발전설비 용량 전망



자료: 산업부, 유진투자증권

발전소 평균 이용률 추이



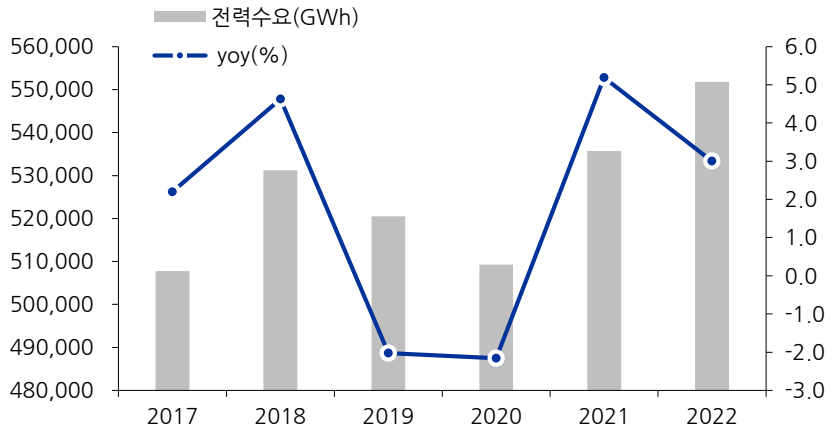
자료: KPX, 유진투자증권

2022년 전력 시장 수요, 공급

수요, 공급의 큰 변화는 없음

- 미중 무역분쟁 및 경기침체로 2019년 전력 수요 감소, COVID-19 효과로 2020년 전력 수요 감소. 그러나 2021년 기저효과로 크게 증가, 산업용 가동률 상승 등으로 2022년 5% 수준의 성장 유지 중
- 주요 기관들의 GDP 성장률 하향 조정, 최근 우크라이나-러시아 사태로 경기침체가 올 경우 수요가 둔화될 것이라 판단
- **2022년 이후 들어올 발전설비는 신한울 1,2,3,4호기, 신고리 5,6호기 등 총 10기 예상**
- 이외에 유류 발전소 3기 폐지, 신한울 1호기 6월 본격 운전 예정. 2022년 전체 발전소 용량 증가는 200MW로 공급의 단기 변화는 크지 않을 것이라 판단

전력 수요 전망



자료: 전력통계속보, 유진투자증권

전력 공급 전망

시기	구분	연료구분	발전소명	MW	상업운전일	회사명
22.1분기 (1~3월)	폐지	유류	울산#4	-400	2022.02	동서
	폐지	유류	울산#5	-400	2022.02	동서
	폐지	유류	울산#6	-400	2022.02	동서
	완공 예정	원자력	신한울#1	1,400	2022.03	한수원
			소계	**200**		
22.2분기 (4~6월)						
			소계	**0**		
22.3분기 (7~9월)						
			소계	**0**		
22.4분기 (10~12월)						
			소계	**0**		
22.연간			**합계**	**200**		

자료: 한국전력, 유진투자증권

전력 예비율

시장 수급은 전년과 유사

- 2022년에는 2021년에 비해 설비용량 증가, 감소 규모가 크지 않으므로 예비율의 변화가 크지 않을 것이라 예상
- 한전의 실적이 최악인 상황에서 예비율을 많이 늘릴 수 있을지는 의문이며, COVID-19 및 러시아-우크라이나 사태로 인한 경제성장률 둔화, 이로 인한 전력 수요감소가 발생하더라도 전체 적정 예비율은 10%를 소폭 하회하는 수준 전망
- **결국 수요와 공급의 차이가 크지 않으므로 전력 시장의 판도 자체가 2022년에 급격히 바뀔 것은 없음 → 2022년 기업 실적도 2021년과 비슷하다는 뜻**

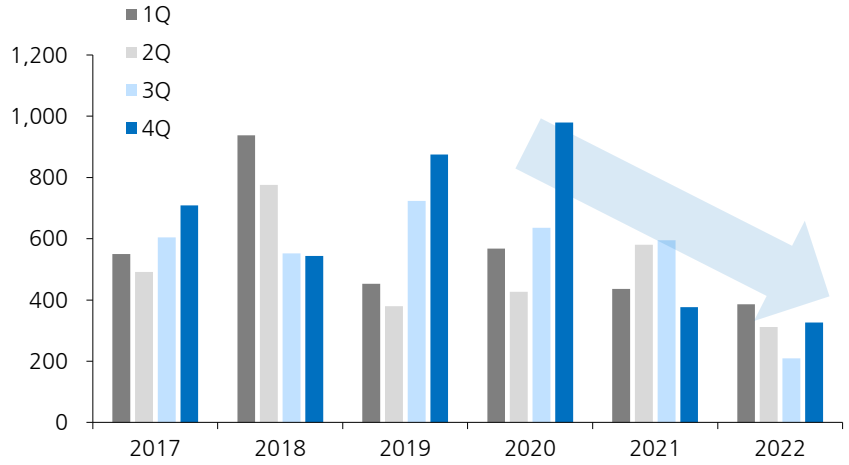
전력예비율 추이

(MW,%)	공급능력	증감%	최대전력	증감%	최대전력발생	평균전력	증감%	공급예비력	증감%	공급예비율	증감%	부하율	증감%	이용률	증감%
2006	65,183		58,994		Aug 16 12:00	43,514		6,189		10.5%		73.8%		66.9%	
2007	66,778	2.4%	62,285	5.6%	Aug 21 15:00	46,019	5.8%	4,493	-27.4%	7.2%	-31.2%	73.9%	0.2%	68.2%	1.9%
2008	68,519	2.6%	62,794	0.8%	Jul 15 15:00	48,318	5.0%	5,725	27.4%	9.1%	26.4%	76.9%	4.1%	66.6%	-2.3%
2009	72,071	5.2%	66,797	6.4%	Dec 18 18:00	49,465	2.4%	5,274	-7.9%	7.9%	-13.4%	74.1%	-3.8%	64.6%	-3.0%
2010	75,747	5.1%	71,308	6.8%	Dec 15 18:00	54,185	9.5%	4,439	-15.8%	6.2%	-21.2%	76.0%	2.6%	73.3%	13.5%
2011	77,179	1.9%	73,137	2.6%	JAN 17 12:00	56,723	4.7%	4,042	-8.9%	5.5%	-11.2%	77.6%	2.0%	73.9%	0.8%
2012	79,972	3.6%	75,987	3.9%	DEC 26 11:00	58,012	2.3%	3,985	-1.4%	5.2%	-5.1%	76.3%	-1.6%	66.4%	-10.1%
2013	80,713	0.9%	76,522	0.7%	JAN 3 11:00	59,035	1.8%	4,191	5.2%	5.5%	5.8%	77.1%	1.0%	68.7%	3.5%
2014	89,357	1.6%	80,154	1.7%	DEC 17 11:00	59,586	-0.3%	9,203	0.7%	11.5%	-0.9%	74.3%	-2.1%	63.9%	0.6%
2015	87,926	-4.8%	78,790	-7.5%	FEB 9 11:00	59,628	-1.7%	9,136	26.5%	11.6%	36.5%	75.7%	7.2%	63.4%	5.7%
2016	92,400	5.1%	85,180	8.1%	Aug 12 17:00	60,205	1.0%	7,220	-21.0%	8.5%	-26.7%	70.7%	-6.6%	60.1%	-5.2%
2017	96,095	4.0%	85,133	-0.1%	DEC 12 10:00	63,231	2.5%	10,962	51.8%	12.9%	51.8%	74.3%	2.6%	54.2%	-12.0%
2018	99,570	3.6%	92,478	8.6%	JUL 24 17:00	65,142	3.0%	7,092	-35.3%	7.7%	-40.3%	70.4%	-5.2%	54.7%	0.9%
2019	96,389	-3.2%	90,314	-2.3%	AUG 13 17:00	64,274	-1.3%	6,075	-14.3%	6.7%	-13.0%	71.2%	0.9%	51.3%	-6.4%
2020.3말	94,735	-6.0%	82,352	-3.6%	JAN 16 10:00	65,216	0.0%	12,383	-19.8%	15.0%	-17.1%	79.2%	0.8%	51.8%	-7.5%
2021.3말	99,189	4.7%	90,564	10.0%	JAN 11 11:00	63,474	-2.7%	15,318	23.7%	19.8%	32.0%	82.2%	3.8%	52.0%	0.4%
2020.6말	94,735	-6.0%	82,352	-3.6%	JAN 16 10:00	61,843	-3.1%	12,383	-19.8%	15.0%	-17.0%	75.1%	0.5%	48.6%	-7.8%
2021.6말	99,189	4.7%	90,564	10.0%	JAN 11 11:00	64,143	3.7%	8,625	-30.3%	9.5%	-36.7%	70.8%	-5.7%	48.9%	0.6%
2020.9말	97,951	1.6%	89,091	-1.4%	AUG 26 15:00	62,723	-2.8%	8,860	45.8%	9.9%	48.4%	70.4%	-0.8%	48.8%	-5.6%
2021.9말	100,739	2.8%	91,141	2.3%	JUL 27 18:00	65,675	4.7%	9,598	8.3%	10.5%	5.9%	72.1%	2.4%	49.7%	1.9%
2020.12말	97,951	1.6%	89,091	-1.4%	AUG 26 15:00	62,860	-2.2%	8,860	45.8%	9.9%	48.4%	70.6%	-0.9%	48.7%	-5.1%
2021.12말	100,739	2.8%	91,141	2.3%	JUL 27 18:00	65,789	4.7%	9,598	8.3%	10.5%	5.9%	72.2%	2.3%	49.1%	0.9%

자료: 한국전력, 유진투자증권

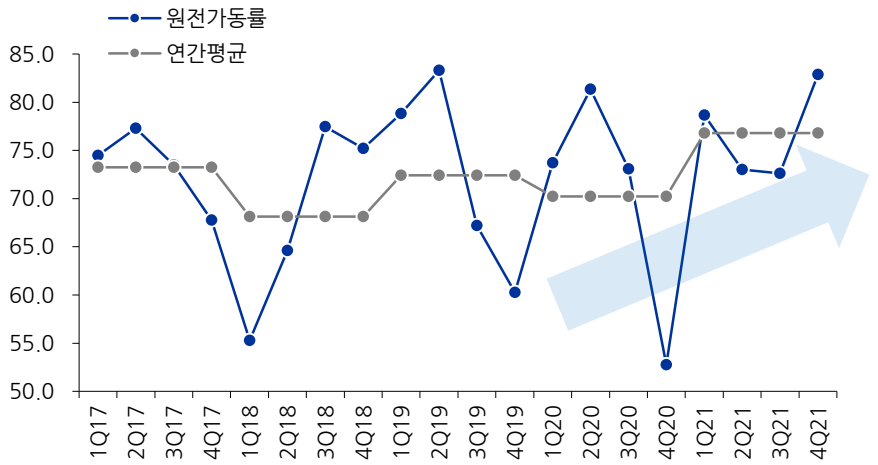
발전소 정비일정, 가동률, 발전믹스

원전 정비일수: 한수원 정비일정은 2021년 대비 감소



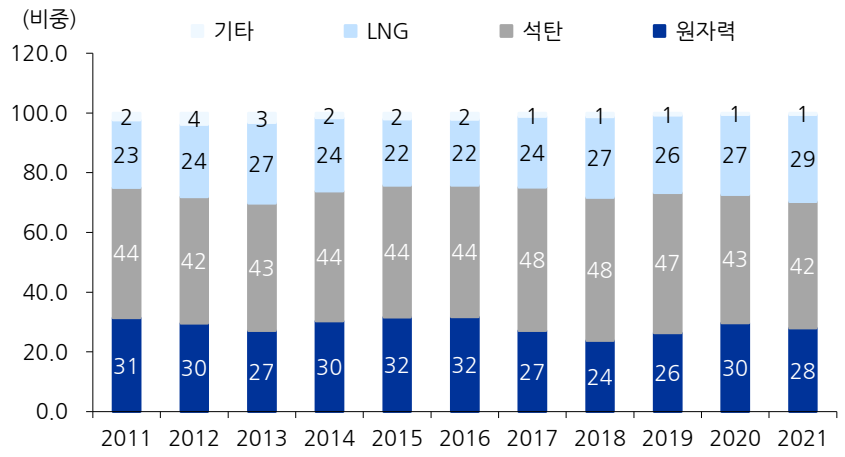
자료: 한수원, 유진투자증권

원전 가동률 추이: 2022년 80%를 상회하는 원전 가동률 전망



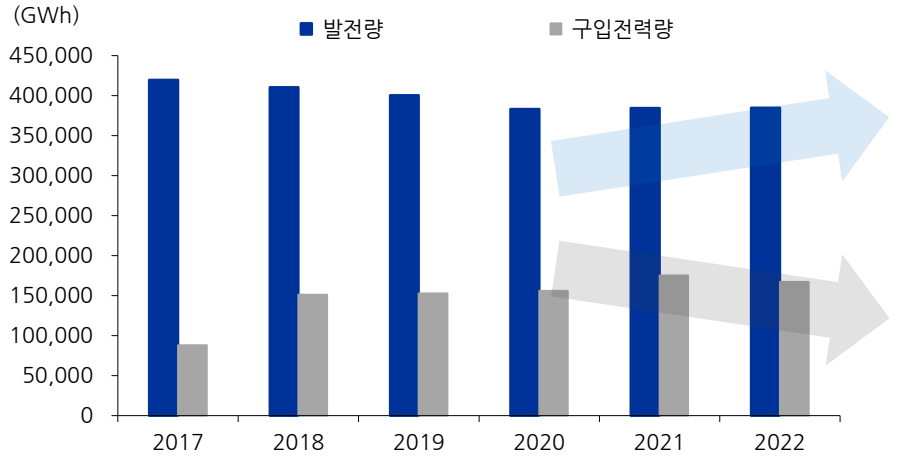
자료: 한수원, 유진투자증권

발전 믹스 추이: 2022년 발전믹스 원전 30% 돌파, 장기 확대 전망



자료: 한국전력, 유진투자증권

한국전력의 원전 발전량 증가, 전력구입량 감소 추세로 전환 전망



자료: 한국전력, 유진투자증권

계획예방정비 스케줄

원전 정비 일정

발전소명	용량(MW)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
고리#2	650					43	21		
고리#3	950			79	51				
고리#4	950			72	58				
신고리#1	1,000	30	30					31	30
신고리#2	1,000		55						57
한빛#1	950	64	34					34	92
한빛#2	950					74	62		
한빛#3	1,000					10	90	36	
한빛#4	1,000	90	91	92	92	90	69		
한빛#5	1,000	90	91	92	22				
한빛#6	1,000	84	50					5	48
한울#1	950					14	42		
한울#2	950			63	9				
한울#3	1,000		72	49					
한울#4	1,000		16	88					
한울#5	1,000		52	1					51
한울#6	1,000					42	17		
월성#1	679								
월성#2	700				22	113			
월성#3	700		24	22					
월성#4	700				57				48
신월성#1	1,000		65	17					
신월성#2	1,000	43					11	37	
신고리#3	1,400			20	66				
신고리#4	1,400	35						66	

자료: 한수원, 유진투자증권

03

배터리: Shortage

기업별 전기차 생산목표

완성차의 목표 상향

환경규제로 인해 완성차 목표 및 전망 지속 상향

- Top-OEMs: 테슬라, 폭스바겐, 르노-닛산 등 판매 목표 급증. 2030년 기준 폭스바겐 670만대, 르노-닛산 440만대, 테슬라 550만대 전망
- 현대기아, GM, 스탈란티스 등 12개 주요 업체의 판매 목표는 3,936만대로 EV 예상 시장 규모의 94%. 신규 기업 진입을 고려하면 시장 성장 더욱 가파를 전망

OEM 전기차 판매 목표 및 전망

(단위: 천대, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
EV+PHEV 판매	3,022	6,073	8,487	11,547	14,477	17,500	42,000
VW	370	690	1,143	1,595	2,048	2,500	6,770
르노닛산	200	250	588	925	1,263	1,600	4,430
테슬라	500	820	1,293	1,765	2,238	2,710	5,540
토요타	50	120	315	510	705	900	3,300
현대기아	180	270	538	805	1,073	1,340	4,080
GM	130	240	398	555	713	870	3,500
Stellantis	140	330	595	860	1,125	1,390	3,380
Geely	140	240	360	480	600	720	1,610
Daimler	150	260	373	485	598	710	1,350
Ford	30	110	243	375	508	640	2,320
BMW	20	320	440	560	680	800	1,550
Honda	20	30	123	215	308	400	1,550
12대 OEM 비중	64	61	75	79	82	83	94

자료: SNE리서치, 유진투자증권

배터리 수요 전망

공급을 초과하는 수요 성장

2020~2025 CAGR 58% 성장

- 2022년 EV, PHEV 848만대, 배터리 542GWh 전망
- 차량당 탑재되는 배터리 소요량 2022년 평균 61kWh에서 2030년 90kWh까지 확대

EV, ESS용 배터리 수요 전망

단위	구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
(천대)	승용차판매량	63,800	69,800	71,894	74,051	76,272	78,561	120,000
(%)	침투율	4.7	8.7	11.8	15.6	19.0	22.3	35.0
(천대)	누적 EV+PHEV Sales	11,640	17,713	26,200	37,747	52,224	69,724	111,724
(천대)	연간 EV+PHEV Sales	3,022	6,073	8,487	11,547	14,477	17,500	42,000
	VW	370	690	1,143	1,595	2,048	2,500	6,770
	르노닛산	200	250	588	925	1,263	1,600	4,430
	테슬라	500	820	1,293	1,765	2,238	2,710	5,540
	토요타	50	120	315	510	705	900	3,300
	현대기아	180	270	538	805	1,073	1,340	4,080
	GM	130	240	398	555	713	870	3,500
	Stellantis	140	330	595	860	1,125	1,390	3,380
	Geely	140	240	360	480	600	720	1,610
	Daimler	150	260	373	485	598	710	1,350
	Ford	30	110	243	375	508	640	2,320
	BMW	20	320	440	560	680	800	1,550
	Honda	20	30	123	215	308	400	1,550
	기타	1,092	2,393	2,082	2,417	2,622	2,920	2,620
(GWh)	Battery 타입별 수요	147	235	542	790	1,086	1,438	4,028
	EV	193	287	518	751	1,013	1,348	3,906
	ESS	18	18	24	39	73	91	122
(GWh)	Battery 폼팩터별 수요	147	235	542	790	1,086	1,438	4,028
	원형	34	54	89	124	159	194	403
	파우치	41	89	153	158	211	319	1,450
	각형	72	92	300	508	717	925	2,175

자료: Statista, SNE리서치, LMC, 유진투자증권

배터리 공급 전망

국내 업체도 공격적인 증설

2020~2025 CAGR 23% 성장

- 2022년말 전세계 배터리 캐파 1,166GWh, K배터리 261GWh에서 2025년 725GWh로 확대, 시장점유율 34.9%에서 44.4%로 확대 전망
- LG에너지솔루션은 JV 통해 점유율 2021년 22.2%에서 2025년 25.7%까지 확대

배터리 공급 전망

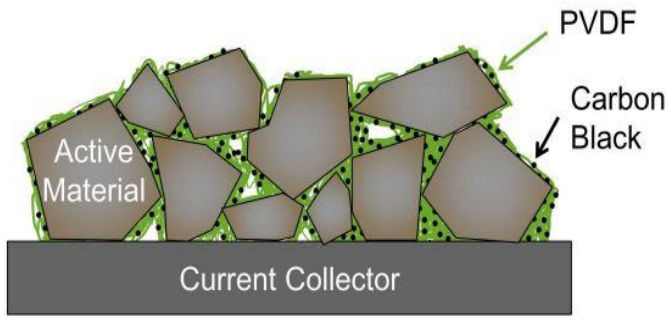
단위	구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
(GWh)	Capacity 합계	484	908	1,166	1,520	2,025	2,489	5,281
	CATL	63	155	236	334	483	633	1,125
	LGES	100	131	157	246	333	410	922
	Panasonic	54	56	67	71	91	126	216
	삼성SDI	22	30	35	39	68	115	325
	SK On	20	40	69	85	143	200	508
	BYD	50	105	167	201	229	238	381
	기타	175	391	435	544	678	767	1,804
(GWh)	출하량 합계	147	235	542	790	1,086	1,438	4,028
	CATL	36	68	163	245	348	475	1,007
	LGES	35	52	126	191	274	370	886
	Panasonic	27	32	43	55	65	86	201
	삼성SDI	9	11	27	32	54	86	282
	SK On	8	13	36	69	127	183	463
	BYD	10	21	43	55	76	86	242
	기타	23	37	104	143	142	152	947
(%)	M/S							
	CATL	24.4	29.0	30.0	31.0	32.0	33.0	25.0
	LGES	23.6	22.2	23.2	24.2	25.2	25.7	22.0
	Panasonic	18.4	13.6	8.0	7.0	6.0	6.0	5.0
	삼성SDI	5.8	4.8	5.0	4.0	5.0	6.0	7.0
	SK On	5.5	5.7	6.7	8.7	11.7	12.7	11.5
	BYD	6.7	9.0	8.0	7.0	7.0	6.0	6.0
	기타	15.6	15.7	19.1	18.1	13.1	10.6	23.5

자료: SNE리서치, 유진투자증권

차량용 반도체에 이어 PVDF까지 Shortage

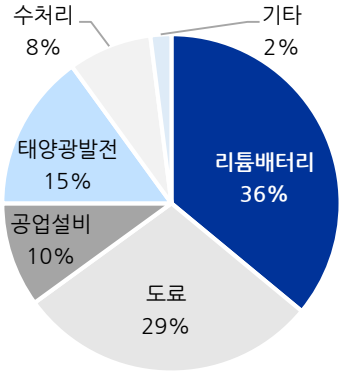
양극재 바인더로 활용

2차전지 내 바인더의 역할



자료:Sandia National Laboratories, 유진투자증권

PVDF 용도별 수요



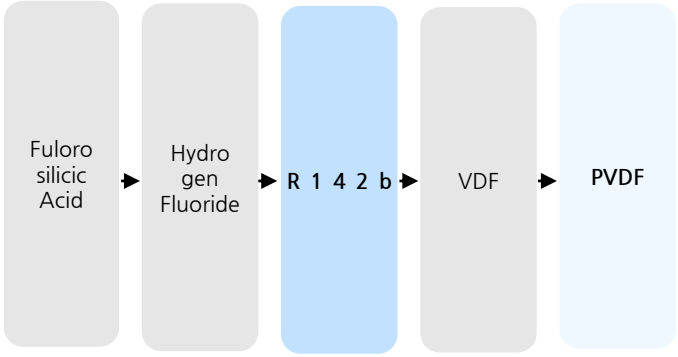
자료: ICCSINO, 유진투자증권
주: 2020년 중국 기준

- 2차전지의 바인더(Binder)는 **활물질과 도전재를 집전체에 고정시켜 전극의 구조를 유지**하는 역할
- 양극은 PVDF를 유기 용매인 NMP(N-methyl-2-pyrrolidone)에 녹인 용액과 양극 활물질과 도전재를 섞어 슬러리를 만들고, 이를 집전체(알루미늄, 동박)에 코팅하여 제조
- 양극 바인더에 90% 이상은 **PVDF(Polyvinylidene Fluoride; 폴리비닐리덴 플로라이드)를 사용**
- PVDF는 일반 고분자물질보다 내열성, 내화학성, 인장강도가 뛰어나 전기전자, 항공우주, 화학공업, 태양광 산업 등에 사용되어 왔음
- 2차전지 분야에서도 PVDF는 열적, 전기적 안정성, 높은 접착성 등의 특징을 가지며, 에너지 밀도와 수명을 높여주기 때문에 바인더에 사용되고 있음

PVDF Chain

환경규제로 타이트한 PVDF 업스트림

PVDF Value Chain



자료: Invest Saudi, 유진투자증권

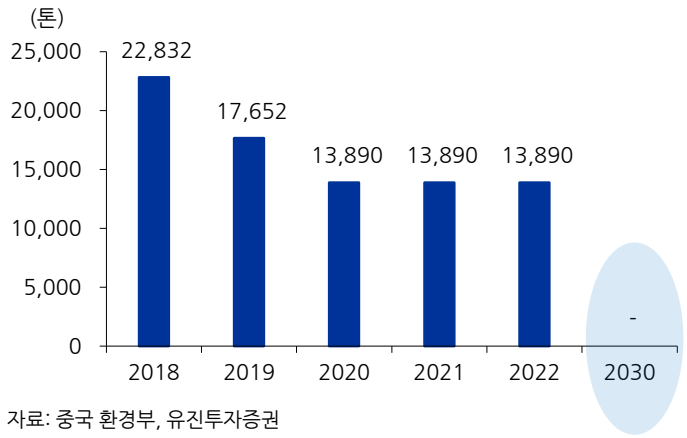
- PVDF는 프레온가스(R142b)를 반응시켜 VDF를 만들고, VDF를 중합하면 PVDF가 제조됨
- 몬트리올 의정서 협약 당시 개발도상국에 포함되어 R142b 생산 감축에 비교적 덜 규제를 받았던 **중국은 2030년까지 오존층파괴물질 생산이 금지됨**
- 오존층파괴물질이 Feedstock인 경우 생산 할당량이 적용되지 않으나 **다운스트림 시설과 함께 지어져야 하며, 외부 판매가 금지됨**
- PVDF 업스트림 원료인 R142b의 생산 제한은 다운스트림인 PVDF, 배터리 셀 제조에 병목현상을 유발할 수 있음

몬트리올 의정서 규제물질인 142b

물 질	화학식	오존파괴지수
디클로로플루오르메탄(HCFC-21)	CHFCl2	0.04
클로로디플루오르메탄(HCFC-22)	CHF2Cl	0.055
클로로플루오르메탄(HCFC-31)	CH2FCl	0.02
테트라클로로플루오르에탄(HCFC-121)	C2HFCl4	0.01-0.04
트리클로로디플루오르에탄(HCFC-122)	C2HF2Cl3	0.02-0.08
디클로로트리플루오르에탄(HCFC-123)	C2HF3Cl2	0.02-0.06
디클로로트리플루오르에탄(HCFC-123)	CHCl2CF3	0.02
클로로테트라플루오르에탄(HCFC-124)	C2HF4Cl	0.02-0.04
클로로테트라플루오르에탄(HCFC-124)	CHFClCF3	0.022
트리클로로플루오르에탄(HCFC-131)	C2H2FCl3	0.007-0.05
디클로로디플루오르에탄(HCFC-132)	C2H2F2Cl2	0.008-0.05
클로로트리플루오르에탄(HCFC-133)	C2H2F3Cl	0.02-0.06
디클로로플루오르에탄(HCFC-141)	C2H3FCl2	0.005-0.07
디클로로플루오르에탄(HCFC-141b)	CH3CFCl2	0.11
클로로디플루오르에탄(HCFC-142)	C2H3F2Cl	0.008-0.07
클로로디플루오르에탄(HCFC-142b)	CH3CF2Cl	0.065

자료: 유진투자증권

중국 R142b 생산 할당량



자료: 중국 환경부, 유진투자증권

PVDF 시장 전망

2024년이 되어야 공급 증가

현재 글로벌 3개사 PVDF 생산능력 현황(총 5~6만톤 수준)

기업	공장 Site와 Capacity	Total
Kureha	일본 Iwaki 6,000톤 중국 Changshu 5,000톤	총 11,000톤
Solvay	프랑스 Tavaux 16,200톤 미국 West Deptford 7,700톤 중국 Changshu 8,000톤	총 31,900톤
Arkema	프랑스 Pierre-Benite 비공개 미국 Calvert City 2,000톤 중국 Changshu 14,500톤	프랑스 제외 16,500톤

자료: 각사, 언론, 유진투자증권

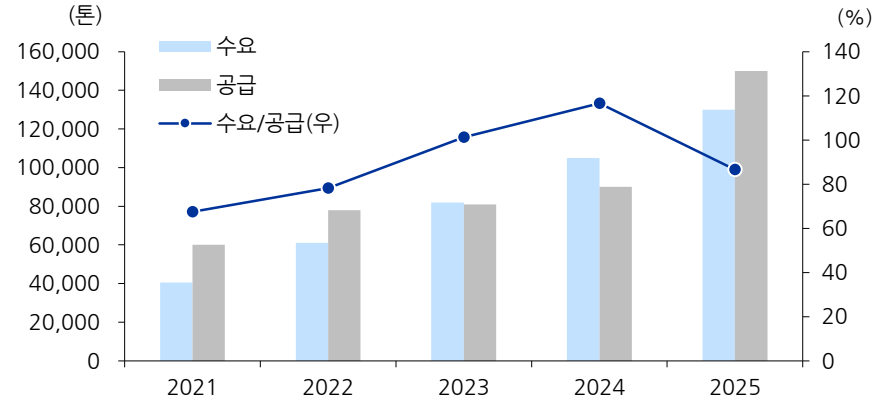
- 현재 Battery-Grade PVDF 생산은 글로벌 3개사 과점 구조. **일본의 Kureha, 벨기에 Solvay, 프랑스 Arkema가 시장의 73%를 점유.** Battery-Grade PVDF가 과점 체제인 이유는 1) 생산능력 확대 주기(2년)가 길고 2) 품질 요구 수준이 높으며, 3) OEM들은 이미 신뢰성이 확보된 기존 기업과 거래를 지속하기 때문
- 올해 배터리 수요 542GWh 가정 시 PVDF는 5만톤 필요, 글로벌 3사 PVDF 생산능력에 Battery-Grade만 포함된 것이 아니기에 공급이 부족한 상황. 특히, 중국을 중심으로 LFP용 바인더 수요 급증, 이를 충족시키기 위한 중국 업체들은 PVDF 증설이 계획되고 있으나, **리드타임과 성능 인증, R142b 쇼티지 등을 고려하면 실제 물량이 들어오는 시점은 2024년 이후일 것으로 전망**
- **국내 바인더 관련 업체는 한솔케미칼(음극), 켐트로스(양극)**

중국 기업들의 증설 계획

기업	현재 PVDF 용량(톤)	R142b 생산 능력(톤)	PVDF 증설 용량(톤)	상업생산 시작 예상시기
Zhejiang uorine	3,000	-	25,000	2023
Huayi 3F New Materials	10,000	44,500	28,000	2022-2023
Hua' an New Materials	3,000	20,000	11,000	2023
Sinochem Lantian	5,000	4,000	15,000	2022-2023
Dongyue Group	12,000	33,000	43,000	2022-2025
Juhua Group	3,500	20,000	36,500	2022-2023
HaoHua Tech	-	6,000	2,500	2022 상반기

자료: 각사, 언론, 유진투자증권

PVDF 수요, 공급 전망



자료: ICCSINO, SMM, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 정유업체 performance

정유		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
한국 정유	SK 이노베이션	15.5	54.5	3.0	1.6	9.1	1.0	5.9	0.3	11.3	0.9	6.8	0.3
	S-Oil	10.0	30.7	2.4	1.7	5.9	1.5	4.3	0.3	8.4	1.3	5.5	0.3
	현대중공업지주	5.1	13.9	0.2	0.1	47.4	0.6	17.9	0.4	12.4	0.6	8.9	0.3
	GS	3.3	18.7	2.6	1.3	2.5	0.4	4.6	0.2	3.0	0.3	5.4	0.2
Major	Saudi Aramco	2,425.2	564.4	303.1	157.3	15.4	6.5	7.5	4.3	16.8	5.7	8.0	4.6
	Exxon Mobil	411.1	394.6	58.8	42.2	9.8	2.3	5.1	1.0	11.6	2.1	6.0	1.2
	Chevron	350.3	222.0	42.5	31.5	11.0	2.3	5.6	1.6	12.1	2.1	6.0	1.7
	RD SHELL	223.6	391.9	53.5	33.0	-	-	4.0	0.7	-	-	4.0	0.7
	Total	153.7	295.9	46.7	26.7	4.8	1.2	2.8	0.5	5.8	1.1	3.2	0.6
	BP	105.2	221.0	31.1	2.5	5.1	1.4	3.2	0.5	5.6	1.2	3.3	0.5
아시아 정유	PTT	9.5	17.6	0.4	0.3	27.2	3.0	15.4	0.5	23.8	2.8	13.6	0.5
	Formosa	23.1	9.4	1.5	2.0	11.6	1.7	12.8	2.4	12.4	1.7	13.7	2.6
	Petronas	18.3	6.0	1.7	1.6	11.3	2.2	7.4	3.0	12.6	2.0	7.8	3.0
미국 정유	Marathon Petro	55.2	150.9	9.3	5.2	9.9	2.5	6.3	0.4	13.5	2.5	7.5	0.4
	Philips 66	48.9	150.1	6.3	4.8	10.2	2.0	7.2	0.3	11.4	1.8	7.8	0.4
	Valero	53.8	157.4	8.0	5.6	9.9	2.5	6.0	0.3	12.9	2.2	7.0	0.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 화학업체 performance

화학		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
한국 석유화학	LG화학	31.3	39.0	3.1	2.1	16.3	1.5	6.7	0.8	12.9	1.4	5.7	0.7
	롯데케미칼	5.6	16.6	0.5	0.5	11.6	0.5	5.8	0.3	7.7	0.5	4.5	0.3
	한화솔루션	5.5	9.6	0.6	0.4	12.8	0.8	8.1	0.6	8.9	0.8	6.4	0.5
	금호석유	3.8	6.5	1.1	0.9	4.3	0.8	2.4	0.6	5.2	0.7	2.4	0.6
	대한유화	0.8	2.2	0.1	0.1	10.4	0.5	3.3	0.3	6.0	0.4	2.2	0.4
한국 정밀화학	SKC	4.7	3.4	0.4	0.2	24.7	2.6	11.6	1.4	22.4	2.4	10.8	1.3
	효성티앤씨	1.4	7.2	0.7	0.4	3.9	1.0	2.5	0.2	4.1	0.9	2.6	0.2
	효성첨단소재	1.9	3.1	0.3	0.2	10.2	3.0	6.3	0.6	10.8	2.4	6.2	0.6
	롯데정밀화학	1.7	2.0	0.4	0.3	6.1	0.9	2.0	0.8	6.3	0.8	1.4	0.9
	효성화학	0.6	2.5	0.1	0.1	9.3	1.3	6.1	0.2	3.9	1.0	4.3	0.2
	휴켐스	0.8	1.0	0.1	-	7.4	1.2	3.6	0.8	8.5	1.1	4.0	1.1
Major	SABIC	91.2	52.6	8.3	5.8	14.9	1.8	8.8	1.7	15.0	1.7	8.0	1.8
	BASF	50.4	88.8	7.2	4.8	8.7	1.2	6.2	0.6	8.9	1.1	6.4	0.6
	Dow	50.3	59.9	8.3	5.8	8.6	2.5	5.4	0.8	9.1	2.2	5.6	0.9
	Dupont	34.8	13.5	2.8	1.4	19.9	1.2	12.0	2.6	16.4	1.2	11.0	2.4
미국 화학	Lyondellbasell	38.4	52.9	7.0	5.5	7.0	2.7	5.6	0.7	7.1	2.3	5.5	0.7
	Eastman	14.1	10.8	1.7	1.2	11.2	2.4	8.9	1.3	10.3	2.1	8.4	1.3
	Westlake	16.9	16.0	3.9	2.8	6.0	1.6	3.9	1.1	7.4	1.4	4.2	1.1
	Huntsman	7.7	9.4	1.2	0.9	8.2	1.7	5.7	0.8	7.5	1.5	5.6	0.8
아시아 화학	Nanya Plcs	22.3	13.7	1.9	2.1	10.3	1.6	9.4	1.6	10.7	1.5	9.2	1.6
	Formosa Plcs	23.1	9.4	1.5	2.0	11.6	1.7	12.8	2.4	12.4	1.7	13.7	2.6
	Mitsubishi	52.6	128.2	5.3	6.8	7.4	1.0	9.7	0.4	6.3	0.9	9.5	0.4
	PTT GC	6.3	17.3	0.9	0.7	8.8	0.7	7.1	0.4	8.0	0.6	6.5	0.4
	Sumitomo	6.9	21.6	1.8	1.2	5.8	0.8	6.0	0.3	6.5	0.7	6.1	0.3
	SINOPEC SPC	76.3	520.3	15.3	11.2	5.9	0.5	2.9	0.1	5.9	0.5	2.9	0.1
	LC Titan	1.1	2.4	0.1	0.1	17.8	0.4	6.0	0.5	15.6	0.4	9.4	0.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 2차 전지 업체 performance

2차 전지		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
배터리/전기차	Tesla	787.0	86.3	14.6	13.0	63.6	19.0	38.6	9.1	48.7	13.1	27.9	6.8
	CATL	137.2	38.5	4.3	3.2	42.6	8.5	24.8	3.5	28.2	6.4	16.3	2.6
	BYD	115.8	51.2	1.7	0.9	93.6	6.6	28.8	2.3	61.6	5.6	21.2	1.7
	LG화학	31.3	39.0	3.1	2.1	16.3	1.5	6.7	0.8	12.9	1.4	5.7	0.7
	삼성 SDI	31.5	14.5	1.3	1.3	24.7	2.4	13.8	2.2	20.3	2.1	11.2	1.8
	Panasonic	23.1	56.0	2.8	1.9	11.5	1.0	5.6	0.4	11.2	0.9	4.7	0.4
	SK 이노베이션	15.5	54.5	3.0	1.6	9.1	1.0	5.9	0.3	11.3	0.9	6.8	0.3
양극재	Umicore	11.1	4.4	0.9	0.6	18.2	2.9	10.2	2.5	19.6	2.7	10.5	2.4
	SMM	6.5	21.6	1.8	1.2	5.5	0.7	5.9	0.3	6.2	0.7	6.0	0.3
	에코프로비엠	8.8	2.8	0.2	0.1	62.6	12.4	35.1	3.1	40.9	9.6	24.2	2.1
	Easpring	5.1	2.7	0.3	0.2	22.4	3.1	19.2	1.9	17.3	2.6	15.0	1.4
	Shanshan	7.0	3.3	0.5	0.4	16.7	2.2	11.4	2.1	13.7	2.0	10.0	1.8
	엘앤에프	7.0	2.6	0.2	0.2	39.7	10.2	31.0	2.6	30.9	7.7	21.4	1.8
	Nichia	1.2	1.9	0.2	0.2	7.6	1.0	3.9	0.7	7.2	0.9	3.3	0.7
음극재	포스코케미칼	8.1	2.1	0.1	0.1	69.5	4.1	44.4	3.8	47.7	3.8	29.2	2.8
	SD(Hitachi)	7.0	7.1	0.3	0.1	63.9	1.8	9.0	1.0	26.3	1.7	7.6	0.9
	Baoan(BTR)	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	TokaiCarbon	1.9	2.3	0.3	0.2	9.2	0.9	-	0.8	7.5	0.9	-	0.7
	대주전자재료	1.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
분리막	Asahi Kasei	11.4	18.8	1.7	1.4	7.8	0.9	5.4	0.6	9.5	0.8	5.2	0.6
	Yunnan(Semcorp)	28.2	2.0	0.9	0.7	39.7	10.1	28.2	13.9	27.5	7.1	19.6	9.6
	Toray	8.5	17.0	1.0	0.7	11.3	0.8	7.4	0.5	10.5	0.8	6.9	0.5
	W-Scope	0.5	0.3	0.0	0.0	37.2	1.8	7.4	1.5	23.1	1.6	5.9	1.3
동박	SKC	4.7	3.4	0.4	0.2	24.7	2.6	11.6	1.4	22.4	2.4	10.8	1.3
	일진머터리얼즈	2.9	0.8	0.1	0.1	37.8	2.9	22.0	3.8	29.1	2.7	17.0	3.0
	Furukawa Elec	1.2	6.9	0.1	0.1	19.4	0.6	8.9	0.2	10.7	0.6	7.2	0.2
	솔루스첨단소재	1.7	0.5	0.0	0.0	92.0	6.7	31.2	3.5	34.4	5.6	16.3	2.3
전해액/전해질	Tinci	10.8	3.6	0.9	0.8	14.3	6.1	10.9	3.0	11.9	4.0	9.1	2.4
	Capchem	4.4	1.5	0.3	0.3	15.7	3.5	12.6	2.9	13.5	3.0	10.3	2.5
	천보	2.1	0.3	0.1	0.0	46.3	7.9	27.9	7.1	31.6	6.1	20.1	4.9
	동화기업	1.3	0.9	0.1	0.1	19.0	2.2	11.6	1.4	15.4	1.9	9.5	1.2
	후성	1.7	0.5	0.2	0.1	14.4	5.6	9.7	3.4	13.9	4.1	8.5	3.0
원소재(메탈)	Glencore	87.4	280.3	25.5	17.6	4.9	1.8	3.2	0.3	7.1	1.8	4.1	0.4
	Albermarle	31.7	5.7	1.7	1.4	23.0	4.6	16.2	5.6	19.1	4.0	13.6	4.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 태양광 업체 performance

태양광		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
한국태양광	한화솔루션	5.5	9.6	0.6	0.4	12.8	0.8	8.1	0.6	8.9	0.8	6.4	0.5
	OCI	2.4	3.1	0.6	0.4	5.8	0.9	4.0	0.8	6.1	0.8	3.6	0.8
	신성이엔지	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	현대에너지솔루션	0.3	0.6	0.0	0.0	13.1	1.1	-	0.5	10.0	1.0	-	0.4
폴리실리콘	질트로닉(Siltronic)	2.8	1.8	0.4	0.3	8.2	1.7	4.6	1.6	7.7	1.4	4.4	1.5
	GCL Poly	9.2	4.1	1.6	1.4	6.9	1.6	3.1	2.2	7.5	1.3	4.5	2.0
	Daqo	3.5	3.5	2.3	1.5	2.6	0.9	1.0	1.0	4.4	0.7	0.9	1.2
	REC Silicon	0.8	0.2	-0.0	-0.0	-	8.5	49.5	5.4	-	6.6	289.9	4.5
	Xinte	3.2	4.4	2.0	-	2.3	0.8	2.1	0.7	3.1	0.6	2.8	0.7
셀/모듈	Longi(융기)	60.7	17.3	2.4	2.1	29.1	6.7	21.3	3.5	22.6	5.3	16.3	2.9
	First Solar	7.7	2.5	-0.1	0.0	260.0	1.3	39.7	3.1	35.5	1.3	13.0	2.3
	Canadian	2.0	7.2	0.3	0.2	14.0	0.9	8.4	0.3	8.3	0.8	5.8	0.3
	Risen Energy	3.5	5.7	0.2	0.2	20.1	2.5	-	0.6	12.1	2.0	-	0.5
	Jinko Solar	2.9	9.7	0.4	0.2	17.3	1.2	12.2	0.3	11.1	1.1	8.6	0.3
	통위	30.0	14.7	3.6	2.6	11.5	3.8	7.6	2.0	12.5	3.1	8.0	1.8
	트리나솔라	20.4	11.9	0.7	0.5	38.0	5.9	24.5	1.7	27.1	4.9	18.5	1.4
	맥시온솔라	0.6	1.1	-0.2	-0.2	-	-	-	-	-	-	-	0.4
인버터	EnphaseEnergy	25.5	2.1	0.5	0.2	54.4	36.8	44.7	12.2	43.9	20.1	33.6	9.3
	Sungrow	17.2	5.6	0.5	0.5	36.9	6.2	27.6	3.1	26.6	5.1	19.4	2.4
	SolarEdge	15.5	3.0	0.3	0.3	42.4	7.3	32.5	5.1	29.2	6.0	20.9	4.1
설치	Sunrun	5.6	2.0	-0.7	-0.2	-	0.9	-	2.8	-	0.9	-	2.6
	SunPower	3.2	1.6	0.1	0.0	68.4	6.7	35.2	2.0	28.6	5.5	20.1	1.7
	선노바	2.3	0.4	-0.1	-0.1	-	1.3	60.4	6.6	-	0.9	46.2	4.6
	그린스카이	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	신의광능	15.0	2.6	0.9	0.7	21.7	3.5	15.0	5.8	16.9	3.1	12.0	4.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

한국 전력 가스 업체 performance

전력/가스		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
한국	한국전력	12.2	52.4	-17.4	-14.1	-	0.3	-	0.2	-	0.4	24.1	0.2
	한국가스공사	3.3	34.0	1.1	0.8	4.1	0.4	9.3	0.1	5.1	0.4	11.4	0.1
	한전KPS	1.4	1.1	0.1	0.1	13.3	1.4	7.2	1.2	12.1	1.4	6.5	1.2
	한전기술	2.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	지역난방공사	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	삼천리	0.5	3.8	0.1	0.1	8.8	0.5	-	0.1	8.4	0.4	-	0.1
	SK가스	1.0	7.5	0.2	0.2	6.3	0.5	10.3	0.1	7.1	0.5	10.5	0.1

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 수소 업체 performance

수소		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
한국	SK	14.3	93.0	5.6	2.1	7.0	0.7	6.6	0.2	7.7	0.7	6.5	0.2
연료전지	플러그파워	11.0	0.9	-0.4	-0.4	-	2.5	-	12.0	-	2.5	405.9	7.8
	블룸에너지	3.3	1.1	-0.1	-0.1	-	18.1	133.4	2.9	250.4	-	27.3	2.2
	발라드파워	2.3	0.1	-0.1	-0.2	-	2.0	-	21.0	-	2.3	-	14.9
	퓨얼셀에너지	1.5	0.1	-0.1	-0.1	-	3.2	-	11.5	-	6.5	-	9.5
수전해	ITM파워	2.4	0.0	-0.0	-0.0	-	4.6	-	165.3	-	5.2	-	31.9
	넬	2.4	0.1	-0.1	-0.0	-	4.0	-	19.8	-	4.1	-	12.1
	McPhy	0.5	0.0	-0.0	-0.0	-	2.9	-	23.3	-	3.5	-	11.4
	지멘스	111.6	73.2	10.2	7.3	14.6	2.1	12.2	1.5	13.6	1.9	10.8	1.4
기타	린데	165.4	33.6	7.8	4.8	27.7	3.8	16.5	4.9	25.3	3.7	15.4	4.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권

아시아, 글로벌업체 주가 동향

글로벌 풍력 업체 performance

풍력		시가총액(십억 USD)	2022F 컨센서스(십억 USD)			2022F 벨류에이션				2023F 벨류에이션			
			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR	PER	PBR	EV/EBITDA	PSR
터빈	베스타스	24.5	16.5	-0.4	-0.6	-	5.5	32.3	1.5	44.8	4.6	13.2	1.4
	지멘스 가메사	13.1	10.2	-0.5	-0.7	-	3.2	353.1	1.3	163.1	3.2	17.9	1.2
	GE	86.7	76.0	6.2	2.5	27.2	2.1	10.9	1.1	16.1	2.4	7.8	1.0
	Nordex	1.8	5.8	-0.2	-0.2	-	1.9	-	0.3	-	2.0	9.0	0.3
	금풍과기	7.4	8.3	0.7	0.5	13.5	1.3	10.0	1.0	11.9	1.2	9.2	0.9
기자재	TPI컴포지츠	0.6	1.7	-0.0	-0.1	-	2.4	10.5	0.3	-	2.4	4.6	0.3
	브로드윈드	0.0	0.2	-0.0	-0.0	-	-	24.1	0.2	16.6	-	3.5	0.2
	천순풍력	3.5	1.5	0.2	0.2	16.7	2.6	-	2.3	11.3	2.2	-	1.5
디벨로퍼	Orsted	47.7	12.5	2.9	2.5	23.3	3.9	12.8	3.8	35.7	3.7	16.3	4.1
	넥스트에라	152.1	21.4	7.2	5.6	27.5	3.5	18.8	7.1	25.5	3.2	16.8	6.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

04

추천주

2022년 하반기 Top-picks

- **Top-pick:** 화학 시황 바닥, 태양광 성장성, 시장 눈높이를 상회하는 실적이 기대되는 **한화솔루션**
- **관심종목:** SMP 상한제 등 내년으로 갈수록 적자 축소가 예상되는 **한국전력,** PVDF 쇼티지로 관심이 부각될 바인더 관련 기업 **한솔케미칼(음극), 켐트로스(양극)**

업종 커버리지 하반기 실적 추정과 컨센서스 괴리율

Top Pick	(단위: 십억원)	시가총액	유진 추정 영업이익						컨센서스 영업이익					2022F		2023F	
			1Q22A	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022F	차이(%)	1Q22A	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022F	PER	PBR	PER	PBR
	S-OIL	12,666	1,332	925	962	1,061	4,280	31.5	1,195	726	652	632	3,255	5.5	1.4	7.8	1.3
O	한화솔루션	7,039	158	172	221	240	791	7.1	124	154	229	218	739	12.0	0.8	10.1	0.8
	한전KPS	1,679	23	55	43	45	166	6.2	39	51	35	41	156	12.9	1.4	11.7	1.3
	OCI	3,065	162	205	258	248	873	4.5	185	217	231	220	836	4.7	0.8	5.4	0.7
	SK	18,018	3,053	1,345	1,877	1,694	7,969	4.4	1,895	1,548	1,699	1,690	7,636	7.9	0.9	9.2	0.8
	삼천리	665	88	4	5	20	117	0.2	76	5	7	17	117	11.2	0.5	12.5	0.5
	SK이노베이션	19,418	1,649	769	845	835	4,098	(0.6)	1,065	915	815	848	4,123	8.7	1.0	13.4	1.0
	GS	4,139	1,243	921	911	452	3,527	(0.9)	1,030	876	895	844	3,558	1.7	0.3	2.1	0.3
	LG화학	39,320	1,024	764	885	975	3,648	(3.0)	895	876	941	940	3,761	16.8	1.9	11.3	1.7
	한국가스공사	4,034	913	7	(93)	588	1,415	(13.0)	833	165	25	542	1,626	3.9	0.4	4.1	0.4
	롯데케미칼	7,095	83	20	145	225	473	(15.5)	80	70	191	218	560	12.5	0.5	7.5	0.4
	대한유화	1,014	(2)	(15)	5	22	10	(82.7)	3	14	29	37	58	64.1	0.5	12.7	0.5
	한전기술	2,798	(5)	1	2	5	4	(88.0)	4	1	4	24	29	110.4	5.2	87.3	5.0
	지역난방공사	398	(110)	(71)	(15)	46	(150)	적지	96	(89)	(59)	32	(227)	-	0.3	-	0.3
O	한국전력	14,958	(7,787)	(3,151)	(3,555)	234	(14,259)	적지	(5,729)	(5,101)	(4,938)	(5,573)	(22,988)	-	0.3	-	0.3

자료: 유진투자증권

LG화학
(051910)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	18.8	0.7	-13.6
절대기준(%)	18.8	-0.7	-23.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	770,000	770,000	-
영업이익(22)	3,648	-	-
영업이익(23)	5,338	-	-

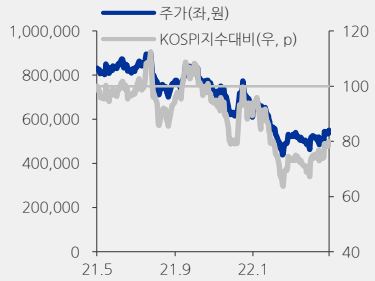
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
770,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**557,000원**
시가총액(십억원)	39,320
발행주식수(천주)	70,592천주
52주 최고가(원)	910,000원
최저가(원)	437,000원
52주 일간 Beta	0.4
60일 일평균거래대금	1,416억원
외국인 지분율(%)	47.9%
배당수익률(2022F)(%)	1.8%
주주구성(%)	
LG	33.4
국민연금	6.8

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **770,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	30,059	42,655	52,366	62,191	68,681
영업이익(십억원)	1,805	5,025	3,648	5,338	6,511
세전계속사업손익(십억원)	952	4,891	3,369	5,009	6,146
당기순이익(십억원)	682	3,954	2,518	3,744	4,593
EPS(원)	7,262	51,986	33,100	49,221	60,384
증감률(%)	63.6	615.9	-36.3	48.7	22.7
PER(배)	113.5	11.8	16.8	11.3	9.2
ROE(%)	2.9	18.5	10.6	14.6	15.8
PBR(배)	3.6	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	16.4	7.2	7.1	5.9	5.3

자료: 유진투자증권

불황을 견디는 체력

투자포인트

- 투자의견 BUY, 목표주가 770,000원 유지
- 동사는 포트폴리오 다변화로 안정적 이익 창출 가능. 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.6%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 3.5%p

최근 실적 동향 및 이슈

- 2Q21 영업이익은 7,640억원을 기록하며 감익 예상. 작년 반영되었던 1회성 이익을 제거해도 실적 감소는 불가피. 1분기 급등했던 국제유가와 원재료 나프타가 2분기에 본격 투입되면서 마진 스프레드가 축소되었기 때문. 그러나 동사는 SAP, PVC 등 다양한 제품 믹스로 하락장을 충분히 방어 가능. 당사 추정에 의하면 하반기 화학 사업 적정 이익률은 11%를 상회할 것이라 판단
- 또한 오미크론으로 인한 중국 베이징, 상하이 락다운이 완화되며 화학 제품의 수요는 최악의 국면을 통과했다고 판단
- 공급 측면에서는 2022년을 끝으로 대규모 PE, PP 등 대부분 화학제품의 증설 사이클이 종료된다는 측면에서 긍정적 기대감을 가질 수 있을 전망
- 원료 측면에서는 천연가스 강세와 이와 연동되는 NGL의 동반 강세, 석탄의 완만한 하향을 고려할 때 나프타 크래커의 경쟁력이 부각되는 해로 돌입할 것이라 판단
- 이외에 첨단소재 사업부도 2차전지용 양극소재의 증설과 전방 수요 증가로 양호한 수익성 지속되며 2022년 이후 증익 지속 가능

LG화학(051910.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	41,389	51,135	55,347	65,105	72,927
유동자산	16,320	20,414	17,425	20,618	22,468
현금성자산	3,906	3,914	214	349	179
매출채권	5,615	7,306	7,931	9,419	10,402
재고자산	5,350	8,283	8,369	9,939	10,976
비유동자산	25,069	30,721	37,922	44,488	50,460
투자자산	2,222	3,899	4,787	5,685	6,278
유형자산	20,567	24,378	30,792	36,546	41,998
기타	2,280	2,444	2,343	2,257	2,184
부채총계	22,598	27,925	31,305	38,372	42,794
유동부채	12,624	15,062	17,427	19,479	20,835
매입채무	9,248	8,577	10,942	12,994	14,350
유동성이자부채	1,566	3,477	3,477	3,477	3,477
기타	1,811	3,008	3,008	3,008	3,008
비유동부채	9,974	12,863	13,878	18,893	21,958
비유동이자부채	8,679	11,289	12,289	17,289	20,339
기타	1,295	1,574	1,589	1,604	1,619
자본총계	18,790	23,210	24,042	26,733	30,134
지배지분	18,039	21,694	22,526	25,217	28,618
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,692	2,696	2,696	2,696	2,696
이익잉여금	15,175	18,092	19,493	22,184	25,585
기타	(220)	514	(55)	(55)	(55)
비지배지분	751	1,516	1,516	1,516	1,516
자본총계	18,790	23,210	24,042	26,733	30,134
총차입금	10,245	14,766	15,766	20,766	23,816
순차입금	6,339	10,852	15,551	20,416	23,637

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	5,841	5,510	7,040	6,830	8,905
당기순이익	682	3954	2,518	3,744	4,593
자산상각비	2,311	2,841	4,295	5,045	5,757
기타비현금성손익	1,184	1,755	(1,443)	(970)	(796)
운전자본증감	1,266	(3,007)	1,654	(1,005)	(664)
매출채권감소(증가)	(3,182)	(654)	(625)	(1,488)	(983)
재고자산감소(증가)	(566)	(2,816)	(85)	(1,570)	(1,037)
매입채무증가(감소)	3,652	289	2,364	2,053	1,356
기타	1,362	174	0	0	0
투자현금	(5,296)	(5,349)	(10,804)	(10,911)	(11,264)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	430	(200)	(196)	(199)	(128)
설비투자	(5,536)	(5,774)	(10,473)	(10,573)	(10,989)
유형자산처분	37	86	0	0	0
무형자산처분	(106)	(129)	(135)	(140)	(146)
재무현금	938	124	65	4,216	2,188
차입금증가	879	555	1,000	5,000	3,050
자본증가	(178)	(861)	(935)	(784)	(862)
배당금지급	(178)	(870)	(935)	(784)	(862)
현금 증감	1,386	487	(3,699)	135	(170)
기초현금	1,889	3,274	3,761	61	196
기말현금	3,274	3,761	61	196	26
Gross Cash flow	4,154	4,697	5,386	7,835	9,570
Gross Investment	4,030	8,356	9,150	11,917	11,928
Free Cash Flow	124	(3,659)	(3,764)	(4,081)	(2,358)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	30,059	42,655	52,366	62,191	68,681
증가율(%)	9.9	41.9	22.8	18.8	10.4
매출원가	23,741	31,436	42,277	50,155	55,203
매출총이익	6,317	11,218	10,089	12,036	13,478
판매 및 일반관리비	4,512	6,193	6,441	6,698	6,966
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	1,805	5,025	3,648	5,338	6,511
증가율(%)	118.7	178.4	(27.4)	46.3	22.0
EBITDA	4,116	7,866	7,943	10,383	12,268
증가율(%)	53.5	91.1	1.0	30.7	18.2
영업외손익	(854)	(122)	(280)	(328)	(366)
이자수익	36	83	70	50	48
이자비용	198	211	288	316	351
지분법손익	312	8	8	8	8
기타영업손익	(1,004)	(2)	(70)	(71)	(71)
세전순이익	952	4,891	3,369	5,009	6,146
증가율(%)	65.7	413.9	(31.1)	48.7	22.7
법인세비용	368	1,236	851	1,266	1,553
당기순이익	682	3,954	2,518	3,744	4,593
증가율(%)	81.4	479.4	(36.3)	48.7	22.7
지배주주지분	513	3,670	2,337	3,475	4,263
증가율(%)	63.6	615.9	(36.3)	48.7	22.7
비지배지분	170	284	181	269	330
EPS(원)	7,262	51,986	33,100	49,221	60,384
증가율(%)	63.6	615.9	(36.3)	48.7	22.7
수정EPS(원)	7,262	51,986	32,000	48,013	59,066
증가율(%)	63.6	615.9	(38.4)	50.0	23.0

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,262	51,986	33,100	49,221	60,384
BPS	230,440	277,127	287,755	322,132	365,576
DPS	10,000	12,000	10,000	11,000	12,000
밸류에이션(배,%)					
PER	113.5	11.8	16.8	11.3	9.2
PBR	3.6	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	16.4	7.2	7.1	5.9	5.3
배당수익율	1.2	2.0	1.8	2.0	2.2
PCR	15.5	10.2	8.1	5.6	4.6
수익성(%)					
영업이익율	6.0	11.8	7.0	8.6	9.5
EBITDA이익율	13.7	18.4	15.2	16.7	17.9
순이익율	2.3	9.3	4.8	6.0	6.7
ROE	2.9	18.5	10.6	14.6	15.8
ROIC	4.6	13.0	7.6	9.5	9.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	33.7	46.8	64.7	76.4	78.4
유동비율	129.3	135.5	100.0	105.8	107.8
이자보상배율	9.1	23.8	12.7	16.9	18.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	6.3	6.6	6.9	7.2	6.9
재고자산회전율	5.8	6.3	6.3	6.8	6.6
매입채무회전율	3.7	4.8	5.4	5.2	5.0

한화솔루션
(009830)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	17.1	8.5	16.6
절대기준(%)	17.0	7.0	6.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	50,000	40,000	▲
영업이익(22)	791	-	-
영업이익(23)	958	-	-

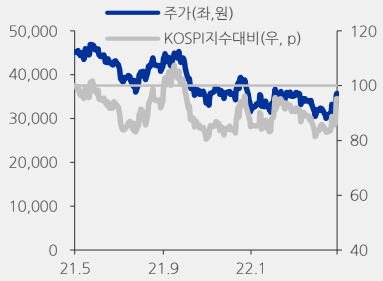
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
50,000원
(상향)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**36,800원**
시가총액(십억원)	7,039
발행주식수(천주)	191,278천주
52주 최고가(원)	47,700원
최저가(원)	30,000원
52주 일간 Beta	1.2
60일 일평균거래대금	270억원
외국인 지분율(%)	18.6%
배당수익률(2022F)(%)	-
주주구성(%)	
한화 외 4인	36.5
국민연금공단	7.9

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **50,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	9,195	10,725	12,772	13,044	13,322
영업이익(십억원)	594	738	791	958	976
세전계속사업손익(십억원)	452	855	766	936	954
당기순이익(십억원)	302	616	594	721	730
EPS(원)	1,861	3,236	3,056	3,636	3,610
증감률(%)	흑전	73.9	-5.6	19.0	-0.7
PER(배)	24.9	11.0	12.0	10.1	10.2
ROE(%)	5.3	8.8	7.0	7.8	7.2
PBR(배)	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	10.5	8.3	7.6	6.6	6.3

자료: 유진투자증권

화학이 받쳐주고 태양광이 밀고

투자포인트

- 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 상향
- 화학사업은 현재 예상 평균 영업이익률 11.3%에서 하반기 평균 14.5%로 점진적 상승 전망
- 국제유가 1달러/배럴 당 영업이익률 변화 0.6%p, 가동률 10%p 당 영업이익률 변화 3.2%p
- 최근 중국의 부동산 착공 면적 감소 등 전방 수요 감소 우려가 존재하나, 중국 경쟁사들의 원재료(석탄) 강세로 가동률 조정이 예상되고, 2분기 대규모 정비가 많이 몰려있어 동사에는 긍정적으로 작용 가능

태양광 사업부 턴어라운드 시작

- 1분기 신재생에너지 영업이익은 -1,142억원(OPM -12.4%)으로 적자가 지속되었음. 전반적으로 지난 분기 연말에 반영되었던 성과금 및 일회성 요인 소멸로 기저효과가 컸고 업황의 큰 변화는 없었음. 태양광의 비용 부담은 지속되었으며 해상운송 병목 현상으로 동사의 판매 물량도 -10%qoq 감소
- 그러나 물류 병목현상이 점차 해소되며 SCFI는 하락하고 있으며, 중국을 중심으로 태양광 업스트림(폴리실리콘) 증설이 연말까지 이어지며 가격 하향 안정화, 원재료비 절감으로 이어질 전망. 여기에 모듈 판가 인상이 이어지고, 증설 모멘텀 부각되며 태양광 가치 주가에 반영 시작될 것이라 판단

한화솔루션 (009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	15,137	20,008	19,103	19,924	20,993
유동자산	4,958	6,074	5,614	6,192	6,997
현금성자산	1,391	1,794	1,093	1,495	2,118
매출채권	1,459	1,634	1,878	1,957	2,038
재고자산	1,432	2,232	2,225	2,318	2,414
비유동자산	10,179	12,524	13,490	13,732	13,996
투자자산	3,349	4,491	5,349	5,463	5,579
유형자산	6,416	6,452	6,641	6,846	7,069
기타	414	1,581	1,500	1,423	1,349
부채총계	9,170	11,806	10,468	10,593	10,972
유동부채	5,251	5,788	5,685	5,801	5,921
매입채무	1,726	2,687	2,680	2,792	2,908
유동성이자부채	3,060	2,710	2,610	2,610	2,610
기타	465	391	394	398	402
비유동부채	3,918	4,774	4,783	4,792	5,051
비유동이자부채	3,073	3,708	3,708	3,708	3,958
기타	845	1,066	1,075	1,084	1,092
자본총계	5,968	8,201	8,635	9,331	10,021
지배지분	5,929	8,159	8,593	9,289	9,979
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	2,003	2,003	2,003	2,003
이익잉여금	4,430	5,051	5,636	6,332	7,022
기타	(120)	127	(24)	(24)	(24)
비지배지분	39	42	42	42	42
자본총계	5,968	8,201	8,635	9,331	10,021
총차입금	6,133	6,419	6,319	6,319	6,569
순차입금	4,742	4,625	5,226	4,824	4,451

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	1,045	1,126	965	1,424	1,437
당기순이익	302	616	594	721	730
자산상각비	595	649	795	814	835
기타비현금성손익	(503)	(806)	(809)	(695)	(724)
운전자본증감	(129)	(191)	(244)	(60)	(62)
매출채권감소(증가)	111	(21)	(244)	(78)	(82)
재고자산감소(증가)	(26)	(692)	7	(93)	(97)
매입채무증가(감소)	12	507	(7)	112	116
기타	(226)	15	(0)	(0)	(0)
투자현금	(43)	(1,655)	(1,567)	(1,022)	(1,063)
단기투자자산감소	0	4	0	0	0
장기투자증권감소	(31)	(392)	(663)	(79)	(80)
설비투자	(884)	(813)	(894)	(933)	(973)
유형자산처분	19	33	0	0	0
무형자산처분	8	(6)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(887)	1,076	(100)	0	250
차입금증가	(631)	(157)	(100)	0	250
자본증가	(62)	1,325	0	0	0
배당금지급	(33)	0	0	0	0
현금 증감	115	452	(702)	402	624
기초현금	1,085	1,200	1,567	866	1,268
기말현금	1,200	1,652	866	1,268	1,891
Gross Cash flow	1,174	1,317	1,209	1,484	1,499
Gross Investment	172	1,850	1,811	1,081	1,125
Free Cash Flow	1,002	(533)	(602)	402	374

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	12,772	13,044	13,322
증가율(%)	(2.8)	16.6	19.1	2.1	2.1
매출원가	7,269	8,529	10,214	10,283	10,502
매출총이익	1,926	2,196	2,558	2,761	2,820
판매 및 일반관리비	1,332	1,458	1,768	1,803	1,843
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	594	738	791	958	976
증가율(%)	29.4	24.3	7.1	21.2	1.9
EBITDA	1,190	1,387	1,586	1,773	1,812
증가율(%)	16.6	16.6	14.3	11.8	2.2
영업외손익	(143)	117	(24)	(22)	(23)
이자수익	25	20	28	28	29
이자비용	205	148	157	156	158
지분법손익	8	11	11	11	11
기타영업손익	29	233	95	95	96
세전순이익	452	855	766	936	954
증가율(%)	168.7	89.4	(10.4)	22.1	1.9
법인세비용	112	239	172	215	223
당기순이익	302	616	594	721	730
증가율(%)	흑전	104.3	(3.6)	21.4	1.3
지배주주지분	309	619	585	696	691
증가율(%)	흑전	100.3	(5.6)	19.0	(0.7)
비지배지분	(7)	(3)	9	25	40
EPS(원)	1,861	3,236	3,056	3,636	3,610
증가율(%)	흑전	73.9	(5.6)	19.0	(0.7)
수정EPS(원)	1,861	3,236	3,056	3,636	3,609
증가율(%)	흑전	73.9	(5.6)	19.0	(0.7)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,861	3,236	3,056	3,636	3,610
BPS	36,829	42,408	44,663	48,279	51,868
DPS	0	0	0	0	100
밸류에이션(배,%)					
PER	24.9	11.0	12.0	10.1	10.2
PBR	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.5	8.3	7.6	6.6	6.3
배당수익율	0.0	0.0	-	-	0.3
PCR	6.6	5.2	5.9	4.8	4.7
수익성(%)					
영업이익율	6.5	6.9	6.2	7.3	7.3
EBITDA이익율	12.9	12.9	12.4	13.6	13.6
순이익율	3.3	5.7	4.7	5.5	5.5
ROE	5.3	8.8	7.0	7.8	7.2
ROIC	5.6	6.2	6.5	7.6	7.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	79.5	56.4	60.5	51.7	44.4
유동비율	94.4	104.9	98.7	106.7	118.2
이자보상배율	2.9	5.0	5.0	6.1	6.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	6.1	6.9	7.3	6.8	6.7
재고자산회전율	6.3	5.9	5.7	5.7	5.6
매입채무회전율	5.3	4.9	4.8	4.8	4.7

자료: 유진투자증권

OCI
(010060)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	29.7	23.5	25.5
절대기준(%)	29.7	22.0	15.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	180,000	180,000	-
영업이익(22)	873	-	-
영업이익(23)	765	-	-

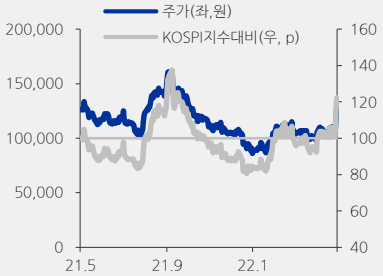
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
180,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**128,500원**
시가총액(십억원)	3,065
발행주식수(천주)	23,849천주
52주 최고가(원)	169,000원
최저가(원)	84,100원
52주 일간 Beta	0.8
60일 일평균거래대금	354억원
외국인 지분율(%)	16.7%
배당수익률(2022F)(%)	1.6%
주주구성(%)	
이화영 외 31인	22.2
국민연금	11.1

투자의견	**BUY(유지)**
목표주가(12M)	**180,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	2,003	3,244	4,665	4,979	5,085
영업이익(십억원)	-86	626	873	765	795
세전계속사업손익(십억원)	-350	612	872	775	807
당기순이익(십억원)	-251	652	675	597	618
EPS(원)	-10,321	27,156	27,568	23,873	24,230
증감률(%)	-	흑전	1.5	-13.4	1.5
PER(배)	-	3.8	4.7	5.4	5.3
ROE(%)	-9.9	23.9	19.6	14.7	13.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	62.0	4.2	3.7	3.9	3.4

자료: 유진투자증권

시황을 반영하지 못하고 있는 주가

투자포인트

- 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지
- 중국의 폴리실리콘 증설로 태양광 업스트림 수급밸런스 악화, 폴리실리콘 가격은 장기적으로 하향 안정화 전망. 그러나 현 국제정세와 중국 밸류체인들의 리스크를 감안할 때 탈 중국 태양광 설비를 보유한 동사의 가치가 부각될 수 있을 듯
- 동사의 말레이시아 설비 원가 경쟁력을 감안할 때, 마진 스프레드는 10달러/kg 이상 유지될 것이라 판단하며, 연간 6천억원 이상의 베이직 케미칼 영업이익 창출 전망. 탄탄한 카본케미칼의 견조한 수익성과 DCRE 실적이 반영되며 밸류에이션 매력 부각 가능

최근 실적 동향 및 이슈

- 1분기 매출액 1.1조원(-0.8%qoq +75.4%yoy), 영업이익 1,620억원(-25.7%qoq, +244.6%yoy), 당기순이익 1,342억원(-53.6%qoq, +237.4%yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 실적. 폴리실리콘 대규모 정기보수가 1분기에 집중되어 판매량이 -40%qoq 감소했고 지난 분기에 구입한 비싼 원재료(메타실리콘) 투입 영향 때문. 2분기에는 말레이시아 폴리실리콘 5만톤 디보틀네킹이 완료될 예정이며, 3분기부터 실적에 본격 기여 가능 전망
- 석유화학, 카본소재 사업은 원자재 가격 상승을 전가하며 증익으로 전환했고, 도시개발 사업도 전분기 반영된 분양관련 일회성 비용(오피스텔 평가손실) 제거 효과로 실적이 개선되었으나 베이직케미칼의 이익 감소를 만회하지는 못하였음. 내년까지 베이직케미칼 이익 감소를 기타 사업부가 만회해줄 것이라 전망

OCI (010060.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	4,437	5,704	5,945	6,315	6,577
유동자산	2,036	3,339	3,178	3,376	3,508
현금성자산	638	1,102	678	660	682
매출채권	329	553	647	704	734
재고자산	814	1,605	1,774	1,931	2,011
비유동자산	2,401	2,365	2,767	2,939	3,069
투자자산	651	709	1,019	1,088	1,111
유형자산	1,710	1,618	1,712	1,818	1,926
기타	40	38	36	34	32
부채총계	2,052	2,580	2,269	2,118	1,844
유동부채	860	1,236	1,224	1,172	1,198
매입채무	272	428	514	559	583
유동성이자부채	544	580	480	380	380
기타	43	228	230	233	235
비유동부채	1,192	1,344	1,045	946	646
비유동이자부채	1,130	1,244	944	844	544
기타	62	100	101	102	103
자본총계	2,386	3,124	3,676	4,198	4,733
지배지분	2,341	3,071	3,624	4,145	4,680
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	794	794	794	794
이익잉여금	1,455	2,093	2,702	3,224	3,759
기타	(27)	58	0	0	0
비지배지분	45	52	52	52	52
자본총계	2,386	3,124	3,676	4,198	4,733
총차입금	1,674	1,824	1,424	1,224	924
순차입금	1,036	721	746	564	242

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	(75)	402	350	512	646
당기순이익	(251)	652	675	597	618
자산상각비	139	136	151	160	169
기타비현금성손익	176	(20)	(386)	(164)	(145)
운전자본증감	(169)	(402)	(176)	(168)	(85)
매출채권감소(증가)	39	(177)	(94)	(57)	(29)
재고자산감소(증가)	137	(178)	(169)	(157)	(80)
매입채무증가(감소)	(42)	77	85	46	23
기타	(304)	(124)	1	2	2
투자현금	6	(284)	(326)	(283)	(281)
단기투자자산감소	102	(176)	0	0	0
장기투자증권감소	(8)	(26)	(84)	(18)	(6)
설비투자	(73)	(94)	(240)	(261)	(273)
유형자산처분	12	1	0	0	0
무형자산처분	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
재무현금	77	137	(448)	(248)	(343)
차입금증가	84	147	(400)	(200)	(300)
자본증가	(8)	(13)	(48)	(48)	(43)
배당금지급	(1)	(0)	(48)	(48)	(43)
현금 증감	(44)	255	(424)	(18)	22
기초현금	488	444	699	274	256
기말현금	444	699	274	256	278
Gross Cash flow	95	804	526	680	731
Gross Investment	265	509	502	450	366
Free Cash Flow	(170)	295	23	230	364

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,003	3,244	4,665	4,979	5,085
증가율(%)	(23.1)	62.0	43.8	6.7	2.1
매출원가	1,874	2,338	3,443	3,848	3,915
매출총이익	129	906	1,222	1,131	1,170
판매 및 일반관리비	215	280	349	366	375
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(86)	626	873	765	795
증가율(%)	적지	흑전	39.5	(12.4)	3.9
EBITDA	53	762	1,024	925	964
증가율(%)	(59.7)	1,351.2	34.4	(9.7)	4.2
영업외손익	(264)	(14)	(1)	10	12
이자수익	12	9	8	8	9
이자비용	48	36	32	22	20
지분법손익	1	0	0	0	0
기타영업손익	(229)	13	23	23	23
세전순이익	(350)	612	872	775	807
증가율(%)	적지	흑전	42.4	(11.1)	4.2
법인세비용	(99)	(40)	196	178	189
당기순이익	(251)	652	675	597	618
증가율(%)	적지	흑전	3.6	(11.6)	3.6
지배주주지분	(246)	648	657	569	578
증가율(%)	적지	흑전	1.5	(13.4)	1.5
비지배지분	(5)	4	18	28	40
EPS(원)	(10,321)	27,156	27,568	23,873	24,230
증가율(%)	적지	흑전	1.5	(13.4)	1.5
수정EPS(원)	(10,321)	27,156	27,568	23,873	24,230
증가율(%)	적지	흑전	1.5	(13.4)	1.5

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(10,321)	27,156	27,568	23,873	24,230
BPS	98,159	128,783	151,940	173,813	196,243
DPS	0	2,000	2,000	1,800	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	-	3.8	4.7	5.4	5.3
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	62.0	4.2	3.7	3.9	3.4
배당수익율	0.0	1.9	1.6	1.4	1.6
PCR	23.4	3.1	5.8	4.5	4.2
수익성(%)					
영업이익율	(4.3)	19.3	18.7	15.4	15.6
EBITDA이익율	2.6	23.5	22.0	18.6	19.0
순이익율	(12.5)	20.1	14.5	12.0	12.2
ROE	(9.9)	23.9	19.6	14.7	13.1
ROIC	(1.9)	13.0	17.4	13.7	13.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	43.4	23.1	20.3	13.4	5.1
유동비율	236.8	270.0	259.6	288.0	292.9
이자보상배율	(1.8)	17.4	27.0	34.6	39.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	5.4	7.4	7.8	7.4	7.1
재고자산회전율	2.3	2.7	2.8	2.7	2.6
매입채무회전율	6.5	9.3	9.9	9.3	8.9

자료: 유진투자증권

대한유화
(006650)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	2.4	-9.3	-1.9
절대기준(%)	2.4	-10.7	-12.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	200,000	310,000	▼
영업이익(22)	10	-	-
영업이익(23)	96	-	-

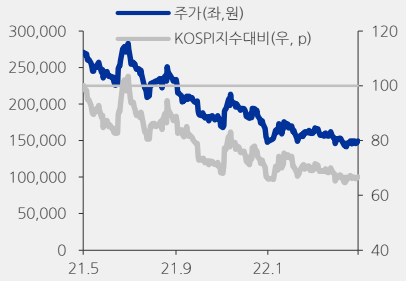
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
200,000원
(하향)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**156,000원**
시가총액(십억원)	1,014
발행주식수(천주)	6,500천주
52주 최고가(원)	288,500원
최저가(원)	136,500원
52주 일간 Beta	2.1
60일 일평균거래대금	45억원
외국인 지분율(%)	11.2%
배당수익률(2022F)(%)	1.9%
주주구성(%)	
이순규 외 1인	39.5
국민연금	7.1

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **200,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,883	2,515	2,911	3,002	3,066
영업이익(십억원)	170	179	10	96	157
세전계속사업손익(십억원)	168	198	21	108	168
당기순이익(십억원)	127	150	16	83	129
EPS(원)	19,576	23,067	2,432	12,289	18,656
증감률(%)	19.7	17.8	-89.5	405.3	51.8
PER(배)	11.7	7.9	64.1	12.7	8.4
ROE(%)	6.9	7.6	0.8	3.9	5.7
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.9	2.4	3.8	2.5	1.9

자료: 유진투자증권

시황은 바닥을 통과

투자포인트

- 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 제시
- 2022년부터 급격히 하향 조정된 화학 업황을 고려해 실적 전망 수정, 목표주가 기존 310,000에서 하향
- 중국 트래픽 인덱스 2022년 659 vs. 2020 625, 상하이 520 vs. 774로 바닥을 확인했으며, 화학 제품 수요도 최저점을 통과했다고 판단

바닥을 통과 중인 화학 업황

- 2022년 매출액 2.9조원(+16%yoy), 영업이익 100억원(-95%yoy) 전망. 러-우 전쟁으로 촉발된 국제유가와 높은 원재료 나프타 가격이 투입되며 상반기까지 실적 부진은 불가피
- 그러나 오미크론으로 인한 중국 베이징, 상하이 락다운이 완화되며 화학 제품의 수요는 최악의 국면을 통과했다고 판단
- 공급 측면에서는 2022년을 끝으로 대규모 PE, PP, MEG 등 대부분 화학제품의 증설 사이클이 종료된다는 측면에서 긍정적 기대감을 가질 수 있을 전망
- 원료 측면에서는 천연가스 강세와 이와 연동되는 NGL의 동반 강세, 석탄의 완만한 하향을 고려할 때 나프타 크래커의 경쟁력이 부각되는 해로 돌입할 것이라 판단

대한유화 (006650.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,128	2,479	2,388	2,458	2,568
유동자산	605	971	816	845	911
현금성자산	293	461	331	335	380
매출채권	185	202	228	240	250
재고자산	124	303	252	265	276
비유동자산	1,522	1,508	1,571	1,613	1,657
투자자산	208	227	262	271	276
유형자산	1,306	1,273	1,298	1,329	1,365
기타	8	9	11	14	16
부채총계	233	450	370	379	388
유동부채	69	308	226	235	243
매입채무	31	244	163	171	178
유동성이자부채	8	29	29	29	29
기타	30	34	35	35	36
비유동부채	164	142	143	144	145
비유동이자부채	60	41	41	41	41
기타	105	101	102	103	104
자본총계	1,894	2,029	2,018	2,079	2,180
지배지분	1,894	2,029	2,018	2,079	2,180
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
이익잉여금	1,595	1,728	1,722	1,783	1,884
기타	(6)	(4)	(9)	(9)	(9)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,894	2,029	2,018	2,079	2,180
총차입금	68	70	70	70	70
순차입금	(225)	(391)	(262)	(265)	(310)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	288	305	127	246	296
당기순이익	127	150	16	83	129
자산상각비	155	156	179	183	188
기타비현금성손익	(37)	(10)	(30)	(23)	(27)
운전자본증감	14	(20)	(57)	(16)	(14)
매출채권감소(증가)	9	(3)	(26)	(12)	(10)
재고자산감소(증가)	38	(201)	51	(13)	(11)
매입채무증가(감소)	(15)	183	(81)	8	7
기타	(17)	1	0	0	0
투자현금	(139)	(298)	(235)	(224)	(231)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	(7)	0	(28)	(7)	(5)
설비투자	(88)	(120)	(204)	(215)	(224)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	0	(3)	(3)	(3)
재무현금	(13)	(20)	(22)	(20)	(20)
차입금증가	3	(1)	0	0	0
자본증가	(15)	(19)	(22)	(20)	(20)
배당금지급	(15)	(19)	(22)	(20)	(20)
현금 증감	152	(8)	(130)	3	45
기초현금	98	250	241	112	115
기말현금	250	241	112	115	160
Gross Cash flow	274	325	183	263	309
Gross Investment	125	318	291	240	245
Free Cash Flow	150	7	(108)	23	65

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,883	2,515	2,911	3,002	3,066
증가율(%)	(9.2)	33.6	15.8	3.1	2.1
매출원가	1,667	2,288	2,853	2,856	2,859
매출총이익	215	227	58	146	207
판매 및 일반관리비	45	48	49	50	51
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	170	179	10	96	157
증가율(%)	49.5	5.4	(94.7)	909.8	62.3
EBITDA	325	336	189	280	345
증가율(%)	24.3	3.3	(43.8)	48.4	23.2
영업외손익	(2)	19	11	12	12
이자수익	2	5	6	7	7
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(4)	15	6	6	6
세전순이익	168	198	21	108	168
증가율(%)	31.3	18.2	(89.5)	418.6	55.8
법인세비용	40	48	5	25	39
당기순이익	127	150	16	83	129
증가율(%)	19.7	17.8	(89.2)	415.6	54.9
지배주주지분	127	150	16	80	121
증가율(%)	19.7	17.8	(89.5)	405.3	51.8
비지배지분	0	0	0	3	8
EPS(원)	19,576	23,067	2,432	12,289	18,656
증가율(%)	19.7	17.8	(89.5)	405.3	51.8
수정EPS(원)	19,576	23,067	2,432	12,289	18,656
증가율(%)	19.7	17.8	(89.5)	405.3	51.8

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	19,576	23,067	2,432	12,289	18,656
BPS	291,403	312,175	310,493	319,782	335,438
DPS	3,000	3,500	3,000	3,000	3,500
밸류에이션(배,%)					
PER	11.7	7.9	64.1	12.7	8.4
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.9	2.4	3.8	2.5	1.9
배당수익율	1.3	1.9	1.9	1.9	2.2
PCR	5.5	3.7	5.5	3.9	3.3
수익성(%)					
영업이익율	9.0	7.1	0.3	3.2	5.1
EBITDA이익율	17.3	13.4	6.5	9.3	11.2
순이익율	6.8	6.0	0.6	2.8	4.2
ROE	6.9	7.6	0.8	3.9	5.7
ROIC	8.4	9.2	0.5	4.7	7.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(11.9)	(19.3)	(13.0)	(12.7)	(14.2)
유동비율	876.8	315.6	360.7	359.1	375.4
이자보상배율	354.5	165.7	11.4	115.3	187.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율	9.9	13.0	13.5	12.8	12.5
재고자산회전율	13.2	11.8	10.5	11.6	11.3
매입채무회전율	38.6	18.3	14.3	18.0	17.5

자료: 유진투자증권

한국전력
(015760)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	13.1	10.6	18.1
절대기준(%)	13.1	9.2	7.9

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	28,000	28,000	-
영업이익(22)	-14,259	-	-
영업이익(23)	207	-	-

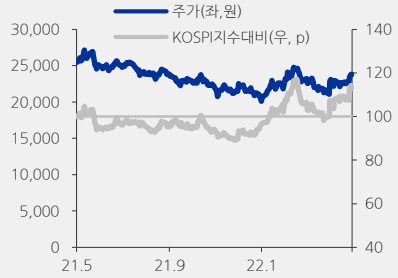
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
28,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**23,300원**
시가총액(십억원)	14,958
발행주식수(천주)	641,964천주
52주 최고가(원)	27,450원
최저가(원)	20,050원
52주 일간 Beta	0.7
60일 일평균거래대금	489억원
외국인 지분율(%)	14.8%
배당수익률(2022F)(%)	-
주주구성(%)	
한국산업은행	51.1
국민연금	6.1

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **28,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	59,173	58,569	60,575	62,655	63,416
영업이익(십억원)	-1,277	4,086	-5,860	-14,259	207
세전계속사업손익(십억원)	-3,266	2,992	-7,185	-15,516	-1,379
당기순이익(십억원)	-2,264	2,092	-5,323	-12,025	-1,069
EPS(원)	-3,654	3,102	-8,319	-18,792	-1,670
증감률(%)	-	흑전	적전	-	-
PER(배)	-	8.8	-	-	-
ROE(%)	-3.3	3.1	-8.0	-20.9	-2.1
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	9.0	5.7	15.2	-	8.8

자료: 유진투자증권

하반기 요금 인상 기대

투자포인트

- **투자의견 BUY, 목표주가 28,000원 유지**
- **SMP 상한제 실시:** 최근 산업부는 SMP상한제 도입을 위한 행정 예고를 실시. 당사 추정에 의하면 상한 133원/kWh 적용 시, 1분기 기준 30원/kWh 이상의 비용 절감이 가능. 러-우 전쟁과 같은 지정학 이슈로 인한 국제유가, LNG, 석탄 가격이 내년까지 강세를 보일 경우 최대 5조원 이상의 비용절감 가능
- **하반기 요금 인상 기대:** 동사는 3분기 연료비조정단가를 6월말 발표할 예정이며, 조정 여부에 따라 실적과 주가도 반등 가능할 전망. 정부의 RE3020 재생에너지 목표 설비 60GW 중 한국전력과 발전자회사의 목표가 40GW를 차지해 총 120조원의 투자재원 마련이 필요한데 현재 현금창출력으로 이를 달성하는 것이 쉽지 않기 때문. 또한 현 상태 지속 시, 2023년 자본잠식으로 이어져 요금인상은 필수적이라 판단

최근 실적 동향 및 이슈

- **1Q22 Review:** 매출액 16.5조원(+9%yoy), 영업손실 7.8조원(적전yoy), 당기순손실 5.9조원(적전yoy)으로 부진한 실적 기록. 국제 에너지 가격 상승에 비해 요금 인상 규모가 적어 적자 확대. 연료비는 전년대비 32%, 구입전력비는 44% 증가하며 변동비 부담 지속. 원전이용률이 84%까지 회복되었으나 석탄발전소 이용률은 59%에 머물렀고, 발전믹스 개선 영향은 미미
- 최악의 펀더멘털과 외부 환경에도 불구하고 정부의 여러 지원책 도입 가능성을 고려할 때 트레이딩 관점의 매수 전략은 충분히 가능한 상황. 2021~2022년이 원자재 가격 상승 규모가 한전에 미치는 영향이 가장 컸고, 정부의 한전 지원책 시행 가능성을 고려하면 2023~2024년까지 재무상태는 적자 축소 예상. 3분기 연료비조정단가 발표에 주목할 필요

한국전력(015760.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
자산총계	197,598	203,142	204,508	208,480	214,585
유동자산	19,483	20,562	19,264	19,127	21,149
현금성자산	3,457	4,887	4,047	3,857	5,801
매출채권	7,301	7,585	6,665	6,402	6,150
재고자산	7,051	6,743	7,552	7,859	8,178
비유동자산	178,115	182,580	185,244	189,353	193,437
투자자산	11,127	11,652	13,509	14,057	14,628
유형자산	164,702	168,709	170,657	174,317	177,916
기타	2,286	2,219	1,077	978	893
부채총계	128,708	132,475	139,366	155,364	162,537
유동부채	24,232	25,881	28,508	28,429	28,358
매입채무	4,812	4,392	4,514	4,336	4,165
유동성이자부채	9,566	11,301	14,101	14,101	14,101
기타	9,853	10,188	9,893	9,992	10,092
비유동부채	104,476	106,594	110,858	126,935	134,180
비유동이자부채	63,550	63,409	67,134	81,534	87,034
기타	40,926	43,185	43,724	45,401	47,146
자본총계	68,890	70,667	65,142	53,117	52,048
지배지분	67,496	69,297	63,650	51,624	50,556
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,070	2,068	15,370	15,370	15,370
이익잉여금	49,202	51,134	45,120	33,095	32,026
기타	13,014	12,885	-50	-50	-50
비지배지분	1,393	1,370	1,492	1,492	1,492
자본총계	68,890	70,667	65,142	53,117	52,048
총차입금	73,117	74,711	81,235	95,635	101,135
순차입금	69,660	69,824	77,188	91,778	95,334

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업현금	7,998	12,971	7,667	1,330	12,542
당기순이익	-2,264	2,092	-5,255	-12,025	-1,069
자산상각비	11,129	11,548	11,950	12,159	12,397
기타비현금성손익	548	-744	4,226	1,329	1,362
운전자본증감	-3,408	-3,127	-1,171	-133	-148
매출채권감소(증가)	159	352	1,216	263	252
재고자산감소(증가)	-980	-723	-1,334	-307	-319
매입채무증가(감소)	-354	-626	124	-178	-171
기타	-2,234	-2,129	-1,178	89	90
투자현금	-13,284	-14,594	-13,939	-16,065	-16,248
단기투자자산감소	216	238	143	-144	-150
장기투자증권감소	0	0	-11	42	65
설비투자	-14,000	-13,281	-12,892	-15,664	-15,854
유형자산처분	523	332	183	0	0
무형자산처분	-222	-110	-65	-56	-56
재무현금	5,775	1,881	4,660	14,400	5,500
차입금증가	5,769	1,925	5,347	14,400	5,500
자본증가	-113	-95	-821	0	0
배당금지급	-113	-95	-821	0	0
현금 증감	452	219	-1,538	-335	1,794
기초현금	1,358	1,810	2,030	492	157
기말현금	1,810	2,030	492	157	1,951
Gross Cash flow	13,506	18,409	10,922	1,463	12,690
Gross Investment	16,908	17,959	15,254	16,053	16,246
Free Cash Flow	-3,402	450	-4,332	-14,591	-3,556

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	59,173	58,569	60,575	62,655	63,416
증가율(%)	-2.4	-1.0	3.4	3.4	1.2
매출원가	57,780	51,805	63,778	74,408	60,648
매출총이익	1,393	6,765	-3,204	-11,753	2,767
판매 및 일반관리비	2,670	2,678	2,656	2,506	2,560
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	-1,277	4,086	-5,860	-14,259	207
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	9,852	15,634	6,091	-2,100	12,604
증가율(%)	0.4	58.7	-61.0	적전	흑전
영업외손익	-1,989	-1,095	-1,325	-1,257	-1,586
이자수익	282	250	201	114	113
이자비용	2,047	1,995	1,929	2,315	2,623
지분법손익	214	281	315	348	383
기타영업손익	-439	370	88	596	541
세전순이익	-3,266	2,992	-7,185	-15,516	-1,379
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	적지
법인세비용	-1,002	899	-1,862	-3,491	-310
당기순이익	-2,264	2,092	-5,323	-12,025	-1,069
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	적지
지배주주지분	-2,346	1,991	-5,341	-12,064	-1,072
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	적지
비지배지분	82	101	86	39	3
EPS(원)	-3,654	3,102	-8,319	-18,792	-1,670
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	적지
수정EPS(원)	-3,654	3,102	-8,319	-18,792	-1,670
증가율(%)	적지	흑전	적전	적지	적지

주요투자지표

	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(3,654)	3,102	(8,319)	(18,792)	(1,670)
BPS	105,140	107,945	99,148	80,416	78,752
DPS	0	1,216	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	8.8	-	-	-
PBR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.0	5.7	15.2	-	8.8
배당수익율	0.0	4.4	-	-	-
PCR	1.3	1.0	1.4	10.2	1.2
수익성(%)					
영업이익율	(2.2)	7.0	(9.7)	(22.8)	0.3
EBITDA이익율	16.6	26.7	10.1	(3.4)	19.9
순이익율	(3.8)	3.6	(8.8)	(19.2)	(1.7)
ROE	(3.3)	3.1	(8.0)	(20.9)	(2.1)
ROIC	(0.7)	2.2	(3.2)	(7.6)	0.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	101.1	98.8	118.5	172.8	183.2
유동비율	80.4	79.4	67.6	67.3	74.6
이자보상배율	(0.6)	2.0	(3.0)	(6.2)	0.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	8.1	7.9	8.5	9.6	10.1
재고자산회전율	8.3	8.5	8.5	8.1	7.9
매입채무회전율	12.0	12.7	13.6	14.2	14.9

SK
(034730)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-8.9	8.7	3.3
절대기준(%)	-9.0	7.2	-6.8

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	300,000	300,000	-
영업이익(22)	7,969	-	-
영업이익(23)	7,156	-	-

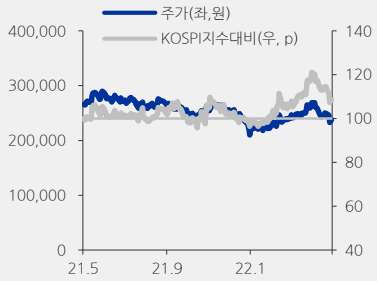
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
300,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**243,000원**
시가총액(십억원)	18,018
발행주식수(천주)	74,149천주
52주 최고가(원)	293,000원
최저가(원)	203,500원
52주 일간 Beta	0.9
60일 일평균거래대금	386억원
외국인 지분율(%)	21.7%
배당수익률(2022F)(%)	3.7%
주주구성(%)	
최태원 외 34인	26.4
자사주	24.3

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **300,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	80,819	98,325	119,512	125,172	131,581
영업이익(십억원)	-77	4,936	7,969	7,156	6,274
세전계속사업손익(십억원)	32	6,027	8,712	7,649	6,736
당기순이익(십억원)	-108	5,718	6,752	5,893	5,159
EPS(원)	2,691	26,571	30,744	26,299	22,563
증감률(%)	-73.6	887.2	15.7	-14.5	-14.2
PER(배)	89.4	9.4	7.9	9.2	10.8
ROE(%)	1.1	10.2	10.9	9.2	7.5
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.3	4.8	4.0	4.3	4.6

자료: 유진투자증권

저평가

투자포인트

- **투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지**
- **정유업황 강세:** SK이노베이션은 정유업 강세로 인한 역대급 실적을 기록하고 있으며, 동사도 자회사 가치 상승의 수혜를 입을 전망. 현재 항공유 재고는 1996년 이후 최저 수준을 기록하고 있으며, 러시아 제재로 인한 등/경유 마진 강세가 이어져 실적 강세가 연간 내내 이어질 전망. 실제로 세계 정유사들의 항공유 수율 상향이 지속되고 있으며 러시아 제재와 맞물려 마진 강세 지속 예상
- **SMP 상한제를 커버할 LNG 트레이딩:** SK E&S는 미국 프리포트 물량을 도입해 Asia 현물 LNG 가격으로 차익거래를 하고 있음. 최근 하락하긴 했으나 지정학적 이슈로 아시아 현물 LNG와 헨리허브 천연가스의 가격 차이로 역대급 실적을 지속 중

2022년 실적 전망: 매출액 120조원, 영업이익 8조원

- 매출액 120조원(++22%yoy), 영업이익 8조원(+62%yoy), 순이익 7조원(+18%yoy) 전망
- 자회사 SK이노베이션과 SK E&S의 역대급 실적 이어지며 시장 눈높이를 대폭 상회하는 턴어라운드 기대
- 첨단소재, 바이오를 중심으로 포트폴리오 가치 재평가 본격화 예상. 비상장 SK에코플랜트 등 상장을 통한 지분가치 부각되며 주가 반등 기대

SK(034730.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	137,668	165,381	167,861	172,511	180,614
유동자산	38,052	49,193	40,150	40,221	42,954
현금성자산	14,961	18,687	8,499	6,755	7,446
매출채권	10,658	13,922	15,237	16,278	17,453
재고자산	6,179	10,681	10,452	11,165	11,972
비유동자산	99,616	116,188	127,711	132,290	137,661
투자자산	37,224	46,481	56,497	59,172	62,202
유형자산	45,896	51,406	54,059	57,024	60,347
기타	16,496	18,300	17,155	16,094	15,112
부채총계	85,808	99,816	102,998	106,370	113,473
유동부채	37,213	44,975	47,300	49,114	51,159
매입채무	18,202	23,676	25,960	27,734	29,737
유동성이자부채	14,760	17,219	17,219	17,219	17,219
기타	4,251	4,080	4,120	4,162	4,203
비유동부채	48,595	54,841	55,698	57,256	62,314
비유동이자부채	41,021	46,939	47,739	49,239	54,239
기타	7,574	7,901	7,959	8,016	8,075
자본총계	51,860	65,565	64,863	66,141	67,141
지배지분	17,435	21,248	20,546	21,824	22,825
자본금	15	16	16	16	16
자본잉여금	7,062	8,258	8,258	8,258	8,258
이익잉여금	12,497	14,066	15,898	17,175	18,176
기타	(2,139)	(1,092)	(3,626)	(3,626)	(3,626)
비지배지분	34,425	44,317	44,317	44,317	44,317
자본총계	51,860	65,565	64,863	66,141	67,141
총차입금	55,781	64,158	64,958	66,458	71,458
순차입금	40,820	45,472	56,459	59,703	64,012

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	11,917	9,089	7,186	10,531	10,582
당기순이익	(108)	5,718	6,752	5,893	5,159
자산상각비	7,984	8,388	10,510	10,909	11,370
기타비현금성손익	(5,061)	(6,956)	(18,260)	(12,954)	(12,808)
운전자본증감	3,520	(4,102)	1,180	0	2
매출채권감소(증가)	1,590	(2,501)	(1,315)	(1,041)	(1,176)
재고자산감소(증가)	2,975	(4,719)	229	(714)	(806)
매입채무증가(감소)	(55)	4,451	2,284	1,773	2,003
기타	(990)	(1,333)	(18)	(18)	(19)
투자현금	(10,419)	(15,432)	(17,733)	(13,103)	(14,219)
단기투자자산감소	31	(152)	0	0	0
장기투자증권감소	1,729	(2,383)	(5,715)	(290)	(508)
설비투자	(9,239)	(8,750)	(11,286)	(12,072)	(12,961)
유형자산처분	334	350	0	0	0
무형자산처분	(435)	(636)	(732)	(741)	(750)
재무현금	3,244	11,598	359	828	4,328
차입금증가	4,156	6,188	800	1,500	5,000
자본증가	(1,212)	(1,394)	(441)	(672)	(672)
배당금지급	(1,212)	(1,394)	(448)	(672)	(672)
현금 증감	2,115	2,221	(10,188)	(1,744)	691
기초현금	7,982	10,097	12,318	2,130	386
기말현금	10,097	12,318	2,130	386	1,077
Gross Cash flow	8,396	13,191	6,006	10,531	10,580
Gross Investment	6,930	19,382	16,553	13,103	14,217
Free Cash Flow	1,467	(6,192)	(10,547)	(2,572)	(3,637)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	80,819	98,325	119,512	125,172	131,581
증가율(%)	(17.4)	21.7	21.5	4.7	5.1
매출원가	75,442	87,259	105,290	111,637	118,801
매출총이익	5,377	11,066	14,222	13,535	12,779
판매 및 일반관리비	5,454	6,131	6,253	6,378	6,506
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	(77)	4,936	7,969	7,156	6,274
증가율(%)	적전	흑전	61.5	(10.2)	(12.3)
EBITDA	7,907	13,323	18,479	18,066	17,644
증가율(%)	(30.2)	68.5	38.7	(2.2)	(2.3)
영업외손익	109	1,091	743	492	463
이자수익	207	238	341	357	375
이자비용	1,394	1,435	1,684	1,699	1,741
지분법손익	1,355	484	1,955	1,760	1,812
기타영업손익	(59)	1,805	131	75	16
세전순이익	32	6,027	8,712	7,649	6,736
증가율(%)	(98.9)	18,885.7	44.6	(12.2)	(11.9)
법인세비용	267	628	1,960	1,755	1,577
당기순이익	(108)	5,718	6,752	5,893	5,159
증가율(%)	적전	흑전	18.1	(12.7)	(12.5)
지배주주지분	189	1,970	2,280	1,950	1,673
증가율(%)	(73.6)	940.4	15.7	(14.5)	(14.2)
비지배지분	(298)	3,748	4,472	3,943	3,486
EPS(원)	2,691	26,571	30,744	26,299	22,563
증가율(%)	(73.6)	887.2	15.7	(14.5)	(14.2)
수정EPS(원)	2,691	26,571	30,676	26,230	22,487
증가율(%)	(73.6)	887.2	15.4	(14.5)	(14.3)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,691	26,571	30,744	26,299	22,563
BPS	245,819	284,390	274,995	292,095	305,487
DPS	7,000	8,000	9,000	9,000	10,000
밸류에이션(배,%)					
PER	89.4	9.4	7.9	9.2	10.8
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	7.3	4.8	4.0	4.3	4.6
배당수익율	2.9	3.2	3.7	3.7	4.1
PCR	2.0	1.4	3.0	1.7	1.7
수익성(%)					
영업이익율	(0.1)	5.0	6.7	5.7	4.8
EBITDA이익율	9.8	13.6	15.5	14.4	13.4
순이익율	(0.1)	5.8	5.6	4.7	3.9
ROE	1.1	10.2	10.9	9.2	7.5
ROIC	0.9	6.2	8.0	7.0	5.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	78.7	69.4	87.0	90.3	95.3
유동비율	102.3	109.4	84.9	81.9	84.0
이자보상배율	(0.1)	3.4	4.7	4.2	3.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	7.0	8.0	8.2	7.9	7.8
재고자산회전율	10.6	11.7	11.3	11.6	11.4
매입채무회전율	4.4	4.7	4.8	4.7	4.6

SK이노베이션 (096770)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-1.4	6.4	11.1
절대기준(%)	-1.4	5.0	1.0

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	300,000	300,000	-
영업이익(22)	3,379	-	-
영업이익(23)	2,019	-	-

투자의견 **BUY** (유지)

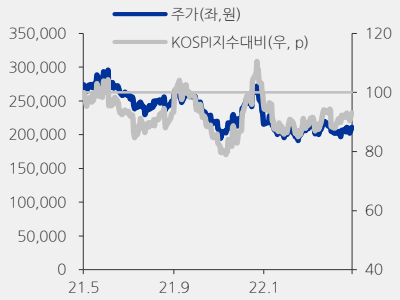
목표주가 **300,000원** (유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**210,000원**
시가총액(십억원)	19,418
발행주식수(천주)	92,466천주
52주 최고가(원)	302,000원
최저가(원)	188,500원
52주 일간 Beta	1.1
60일 일평균거래대금	703억원
외국인 지분율(%)	24.3%
배당수익률(2022F)(%)	1.4%
주주구성(%)	
SK	33.8
자사주	9.5

투자의견 **BUY(유지)**

목표주가(12M) **300,000원**



결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	49,307	34,550	46,843	61,729	65,449
영업이익(십억원)	1,114	-2,420	1,754	4,098	2,494
세전계속사업손익(십억원)	501	-2,758	831	3,379	2,019
당기순이익(십억원)	66	-2,147	501	2,415	1,581
EPS(원)	-387	-23,498	3,294	24,016	15,721
증감률(%)	적전	-	흑전	629.1	-34.5
PER(배)	-	-	63.8	8.7	13.4
ROE(%)	-0.2	-13.6	1.9	12.1	7.3
PBR(배)	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	9.3	-	9.1	5.4	7.7

자료: 유진투자증권

정유 업황 개선과 배터리 수익성 개선

투자포인트

- 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지
- 동사 시가총액은 본업 가치만 겨우 반영하고 있는 수준이며, 유의미한 주가 상승을 위해서는 SK On의 턴어라운드가 절실. 또한 배터리 투자비 마련을 위한 Pre IPO 등 구체적인 방안이 확정되어야 불확실성이 해소될 전망
- 항공유 재고는 1996년 이후 최저 수준을 기록하고 있으며, 러시아 제재로 인한 등/경유 마진 강세가 이어져 실적 강세가 연간 내내 이어질 전망
- 실제로 세계 정유사들의 항공유 수율 상향이 지속되고 있으며 러시아 제재와 맞물려 마진 강세 지속 예상

최근 실적 동향 및 이슈

- **1Q22 Review:** 매출액 16조원(+19%qoq, +73%yoy), 영업이익 1.6조원(흑전qoq, +182%yoy), 순이익 1.4조원(+468%qoq, 흑전yoy)으로 영업이익 컨센서스를 55% 상회하는 어닝 서프라이즈 기록. 정유, E&P 등 탄소사업의 호실적, 배터리의 부진이 돋보였던 분기
- 정유 1.5조원(OPM 14%): 국제유가(분기 평균 +17달러, 분기말 +38달러), 정제마진 상승(경유 +9달러, 등유 +6달러) 등 본업 강세로 역대급 실적 기록. 저가법을 포함한 재고평가 이익이 5천억원 반영되었고 환율효과를 제거하면 9천억원 수준의 실질 이익 창출. 정제마진 효과로만 5천억원 이상이 발생했는데, 외부 원료 도입을 통한 고도화설비 가동률 최대화, CDU 가동률을 적정규모 상향(+9%p)해 시황 레버리지를 극대화하고 있어 긍정적으로 해석

SK이노베이션(096770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	39,535	38,498	49,557	52,051	57,122
유동자산	17,354	13,295	21,482	19,865	20,765
현금성자산	4,642	5,025	7,484	5,407	4,481
매출채권	4,888	2,920	5,020	5,345	6,073
재고자산	6,495	3,878	7,849	7,974	9,060
비유동자산	22,181	25,203	28,076	32,185	36,357
투자자산	5,590	6,101	6,819	7,096	7,384
유형자산	15,418	17,878	19,350	23,248	27,190
기타	1,173	1,224	1,907	1,842	1,783
부채총계	21,321	23,040	29,924	30,432	34,331
유동부채	10,457	11,015	14,512	14,696	15,869
매입채무	5,458	4,780	8,201	8,348	9,485
유동성이자부채	2,525	3,265	2,716	2,716	2,716
기타	2,475	2,971	3,595	3,631	3,667
비유동부채	10,864	12,025	15,412	15,736	18,462
비유동이자부채	9,782	11,541	14,772	15,072	17,772
기타	1,082	483	639	664	690
자본총계	18,213	15,458	19,633	21,619	22,791
지배지분	17,468	14,540	17,323	19,309	20,482
자본금	469	469	469	469	469
자본잉여금	5,766	5,942	7,698	7,698	7,698
이익잉여금	12,175	9,891	10,211	12,197	13,369
기타	(941)	(1,762)	(1,054)	(1,054)	(1,054)
비지배지분	745	918	2,310	2,310	2,310
자본총계	18,213	15,458	19,633	21,619	22,791
총차입금	12,307	14,806	17,488	17,788	20,488
순차입금	7,665	9,781	10,004	12,382	16,007

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	1,826	2,851	(483)	3,656	2,799
당기순이익	66	(2,147)	501	2,415	1,581
자산상각비	1,208	1,367	1,514	1,857	2,141
기타비현금성손익	(19)	(51)	499	(338)	(271)
운전자본증감	535	4,272	(2,585)	(278)	(652)
매출채권감소(증가)	294	1,817	(1,881)	(325)	(728)
재고자산감소(증가)	(67)	2,635	(4,126)	(125)	(1,086)
매입채무증가(감소)	236	(2,679)	1,550	147	1,137
기타	73	2,500	1,872	25	25
투자현금	(3,167)	(4,129)	(4,123)	(5,964)	(6,315)
단기투자자산감소	17	(35)	2	(165)	(172)
장기투자증권감소	0	0	0	(18)	(24)
설비투자	(2,577)	(3,763)	(3,188)	(5,556)	(5,890)
유형자산처분	80	6	902	0	0
무형자산처분	(167)	(114)	(78)	(134)	(134)
재무현금	1,686	2,145	5,030	65	2,419
차입금증가	2,892	2,438	1,593	300	2,700
자본증가	(1,004)	(149)	0	(235)	(281)
배당금지급	(1,004)	(149)	0	(235)	(281)
현금 증감	370	745	483	(2,242)	(1,097)
기초현금	1,826	2,196	2,941	3,424	1,181
기말현금	2,196	2,941	3,424	1,181	84
Gross Cash flow	2,021	(1,004)	2,513	3,935	3,451
Gross Investment	2,649	(179)	6,711	6,077	6,796
Free Cash Flow	(628)	(825)	(4,198)	(2,142)	(3,345)

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	49,307	34,550	46,843	61,729	65,449
증가율(%)	(9.1)	(29.9)	35.6	31.8	6.0
매출원가	46,344	34,878	42,649	53,984	59,074
매출총이익	2,963	(328)	4,194	7,745	6,375
판매 및 일반관리비	1,849	2,093	2,440	3,647	3,882
기타영업손익	0	(0)	(0)	0	0
영업이익	1,114	(2,420)	1,754	4,098	2,494
증가율(%)	(47.0)	적전	흑전	133.6	(39.2)
EBITDA	2,322	(1,053)	3,268	5,956	4,635
증가율(%)	(23.4)	적전	흑전	82.2	(22.2)
영업외손익	(613)	(338)	(923)	(720)	(475)
이자수익	106	68	64	53	56
이자비용	341	354	394	495	627
지분법손익	54	(29)	575	168	169
기타영업손익	(432)	(24)	(1,169)	(446)	(72)
세전순이익	501	(2,758)	831	3,379	2,019
증가율(%)	(79.0)	적전	흑전	306.6	(40.2)
법인세비용	256	(598)	374	963	438
당기순이익	66	(2,147)	501	2,415	1,581
증가율(%)	(96.1)	적전	흑전	382.1	(34.5)
지배주주지분	(36)	(2,173)	305	2,221	1,454
증가율(%)	적전	적지	흑전	629.1	(34.5)
비지배지분	102	26	196	195	127
EPS(원)	(387)	(23,498)	3,294	24,016	15,721
증가율(%)	적전	적지	흑전	629.1	(34.5)
수정EPS(원)	(387)	(23,498)	3,260	23,976	15,694
증가율(%)	적전	적지	흑전	635.4	(34.5)

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(387)	(23,498)	3,294	24,016	15,721
BPS	186,398	155,153	184,853	206,042	218,554
DPS	3,000	0	2,510	3,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	63.8	8.7	13.4
PBR	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.3	-	9.1	5.4	7.7
배당수익율	2.0	0.0	1.2	1.4	1.0
PCR	7.0	-	7.8	5.0	5.7
수익성(%)					
영업이익율	2.3	(7.0)	3.7	6.6	3.8
EBITDA이익율	4.7	(3.0)	7.0	9.6	7.1
순이익율	0.1	(6.2)	1.1	3.9	2.4
ROE	(0.2)	(13.6)	1.9	12.1	7.3
ROIC	2.6	(8.1)	4.2	10.8	6.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	42.1	63.3	51.0	57.3	70.2
유동비율	165.9	120.7	148.0	135.2	130.9
이자보상배율	3.3	(6.8)	4.5	8.3	4.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	0.9	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율	9.9	8.9	11.8	11.9	11.5
재고자산회전율	7.8	6.7	8.0	7.8	7.7
매입채무회전율	9.4	6.7	7.2	7.5	7.3

자료: 유진투자증권

GS
(078930)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	2.1	11.7	24.5
절대기준(%)	2.1	10.2	14.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	65,000	65,000	-
영업이익(22)	3,527	-	-
영업이익(23)	2,980	-	-

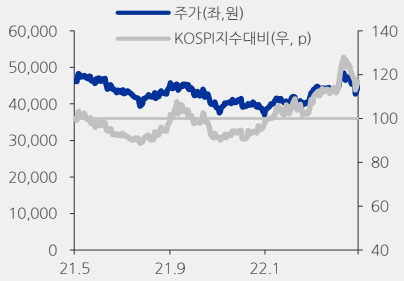
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
65,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**44,550원**
시가총액(십억원)	4,139
발행주식수(천주)	92,915천주
52주 최고가(원)	49,350원
최저가(원)	37,000원
52주 일간 Beta	0.7
60일 일평균거래대금	127억원
외국인 지분율(%)	20.8%
배당수익률(2022F)(%)	4.5%
주주구성(%)	
허창수 외 53인	52.5
국민연금	7.4

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **65,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	15,444	20,240	24,678	23,512	24,716
영업이익(십억원)	921	2,640	3,527	2,980	2,973
세전계속사업손익(십억원)	431	2,838	3,523	2,957	2,954
당기순이익(십억원)	-188	1,615	2,731	2,278	2,263
EPS(원)	-2,612	15,595	25,844	21,132	20,567
증감률(%)	적전	흑전	65.7	-18.2	-2.7
PER(배)	-	2.5	1.7	2.1	2.2
ROE(%)	-2.8	15.5	21.1	14.6	12.6
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	14.1	5.5	4.6	5.0	5.0

자료: 유진투자증권

저평가

투자포인트

- **투자의견 BUY, 목표주가 65,000원 유지**
- 동사 시가총액은 자회사 GS칼텍스의 가치도 겨우 반영하지 못하고 있음. 역대급 실적이 예고되어 있는 정유 업황을 고려하면 최근의 주가 부진은 아쉬운 상황. 시황 변동성에 영향이 덜한 사업 포트폴리오와 현금배당 여력을 고려하면 주가 하락 가능성은 낮다고 판단
- **SMP 상한제 영향:** GS E&R, GS EPS, GS 파워는 정부의 SMP 상한제로 인해 매출액, 영업이익이 기존 예상 대비 15% 감소할 것으로 예상. 그러나 당진 지역 송전 제약 이슈 해소로 이익 감소를 일부 만회할 것으로 전망

최근 실적 동향 및 이슈

- 2022년 매출액 25조원(+22%yoy), 영업이익 3.5조원(+34%yoy), 순이익 2.7조원(+69%yoy) 전망
- GS칼텍스는 정유업 강세로 인한 역대급 실적을 기록하고 있으며, 동사도 자회사 가치 상승의 수혜를 입을 전망
- 현재 항공유 재고는 1996년 이후 최저 수준을 기록하고 있으며, 러시아 제재로 인한 등/경유 마진 강세가 이어져 실적 강세가 연간 내내 이어질 전망. 실제로 세계 정유사들의 항공유 수율 상향이 지속되고 있으며 러시아 제재와 맞물려 마진 강세 지속 예상

GS (078930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	24,477	31,191	33,720	35,459	37,347
유동자산	3,437	5,389	4,151	5,659	5,761
현금성자산	1,289	1,774	606	2,168	2,092
매출채권	976	1,809	1,731	1,683	1,804
재고자산	377	629	626	608	652
비유동자산	21,040	25,802	29,569	29,801	31,586
투자자산	11,402	12,671	15,449	14,719	15,473
유형자산	8,439	11,228	12,200	13,145	14,160
기타	1,198	1,903	1,920	1,936	1,953
부채총계	13,720	16,988	17,280	17,246	17,412
유동부채	3,998	5,502	5,628	5,578	5,728
매입채무	1,357	1,917	2,036	1,979	2,122
유동성이자부채	2,367	2,880	2,880	2,880	2,880
기타	274	704	711	718	726
비유동부채	9,723	11,487	11,652	11,668	11,684
비유동이자부채	8,380	9,684	9,834	9,834	9,834
기타	1,343	1,803	1,818	1,834	1,850
자본총계	10,757	14,203	16,440	18,214	19,935
지배지분	8,354	10,289	12,525	14,299	16,021
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,181	1,693	1,693	1,693	1,693
이익잉여금	9,835	11,131	13,343	15,117	16,839
기타	(3,135)	(3,009)	(2,984)	(2,984)	(2,984)
비지배지분	2,403	3,914	3,914	3,914	3,914
자본총계	10,757	14,203	16,440	18,214	19,935
총차입금	10,747	12,564	12,714	12,714	12,714
순차입금	9,458	10,790	12,109	10,547	10,622

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	2,429	2,200	1,547	2,156	1,536
당기순이익	(188)	1,615	2,731	2,278	2,263
자산상각비	0	0	0	0	0
기타비현금성손익	2,133	(300)	(1,754)	(487)	(1,068)
운전자본증감	180	(821)	195	4	(27)
매출채권감소(증가)	157	(581)	77	49	(122)
재고자산감소(증가)	116	(202)	3	18	(44)
매입채무증가(감소)	(150)	71	119	(57)	143
기타	58	(109)	(5)	(5)	(5)
투자현금	(1,424)	(1,424)	(2,668)	(404)	(1,422)
단기투자자산감소	(307)	(57)	0	0	0
장기투자증권감소	190	801	(1,680)	558	(390)
설비투자	(598)	(768)	(971)	(945)	(1,015)
유형자산처분	38	44	0	0	0
무형자산처분	(4)	(10)	(17)	(17)	(17)
재무현금	(297)	864	(48)	(190)	(190)
차입금증가	117	400	150	0	0
자본증가	(254)	(237)	(198)	(190)	(190)
배당금지급	(254)	(237)	(198)	(190)	(190)
현금 증감	6	462	(1,168)	1,562	(75)
기초현금	737	743	1,205	36	1,599
기말현금	743	1,205	36	1,599	1,523
Gross Cash flow	2,248	3,021	1,352	2,151	1,564
Gross Investment	937	2,188	2,473	400	1,449
Free Cash Flow	1,312	833	(1,121)	1,752	114

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	15,444	20,240	24,678	23,512	24,716
증가율(%)	(13.2)	31.1	21.9	(4.7)	5.1
매출원가	12,686	15,275	18,780	18,113	19,276
매출총이익	2,759	4,965	5,898	5,399	5,440
판매 및 일반관리비	1,838	2,324	2,371	2,418	2,467
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	921	2,640	3,527	2,980	2,973
증가율(%)	(54.7)	186.8	33.6	(15.5)	(0.2)
EBITDA	921	2,640	3,527	2,980	2,973
증가율(%)	(54.7)	186.8	33.6	(15.5)	(0.2)
영업외손익	(490)	198	(4)	(23)	(19)
이자수익	75	69	109	104	109
이자비용	309	324	290	291	291
지분법손익	0	182	100	90	93
기타영업손익	(256)	270	77	74	70
세전순이익	431	2,838	3,523	2,957	2,954
증가율(%)	(75.7)	558.7	24.2	(16.1)	(0.1)
법인세비용	619	1,223	793	679	692
당기순이익	(188)	1,615	2,731	2,278	2,263
증가율(%)	적전	흑전	69.1	(16.6)	(0.7)
지배주주지분	(243)	1,449	2,401	1,963	1,911
증가율(%)	적전	흑전	65.7	(18.2)	(2.7)
비지배지분	55	166	329	315	352
EPS(원)	(2,612)	15,595	25,844	21,132	20,567
증가율(%)	적전	흑전	65.7	(18.2)	(2.7)
수정EPS(원)	(2,612)	15,595	25,805	21,092	20,527
증가율(%)	적전	흑전	65.5	(18.3)	(2.7)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,612)	15,595	25,844	21,132	20,567
BPS	88,213	108,644	132,264	150,997	169,175
DPS	1,900	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	-	2.5	1.7	2.1	2.2
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	14.1	5.5	4.6	5.0	5.0
배당수익율	5.1	5.1	4.5	4.5	4.5
PCR	1.6	1.2	3.1	2.0	2.7
수익성(%)					
영업이익율	6.0	13.0	14.3	12.7	12.0
EBITDA이익율	6.0	13.0	14.3	12.7	12.0
순이익율	(1.2)	8.0	11.1	9.7	9.2
ROE	(2.8)	15.5	21.1	14.6	12.6
ROIC	(3.0)	10.0	15.4	12.1	11.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	87.9	76.0	73.7	57.9	53.3
유동비율	86.0	97.9	73.8	101.5	100.6
이자보상배율	3.0	8.1	12.2	10.2	10.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	14.9	14.5	13.9	13.8	14.2
재고자산회전율	36.8	40.2	39.3	38.1	39.2
매입채무회전율	10.9	12.4	12.5	11.7	12.1

자료: 유진투자증권

삼천리
(004690)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	46.2	60.7	93.2
절대기준(%)	46.1	59.2	83.1

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	▼
목표주가(원)	110,000	110,000	-
영업이익(22)	117	-	-
영업이익(23)	109	-	-

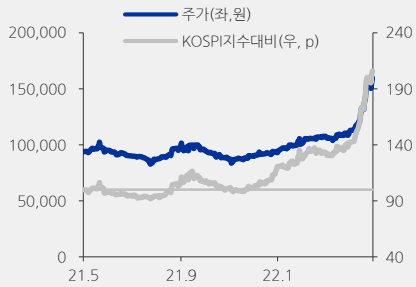
투자의견
HOLD
(하향)

목표주가
110,000원
(유지)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**164,000원**
시가총액(십억원)	665
발행주식수(천주)	4,055천주
52주 최고가(원)	163,500원
최저가(원)	82,400원
52주 일간 Beta	0.5
60일 일평균거래대금(백만원)	22억원
외국인 지분율(%)	15.7%
배당수익률(2022F)(%)	1.8%
주주구성(%)	
이만득 외 27인	39.2
자사주	15.6

투자의견 **HOLD(하향)**
목표주가(12M) **110,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	3,208	3,763	4,835	4,932	5,185
영업이익(십억원)	95	70	117	109	93
세전계속사업손익(십억원)	44	72	93	86	70
당기순이익(십억원)	27	71	72	66	54
EPS(원)	7,883	14,680	14,627	13,168	10,473
증감률(%)	(15.5)	86.2	(0.4)	(10.0)	(20.5)
PER(배)	10.3	6.2	11.2	12.5	15.7
ROE(%)	2.5	4.5	4.4	4.0	3.1
PBR(배)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.0	6.1	6.7	6.9	7.5

자료: 유진투자증권

오버슈팅

투자포인트

- **투자의견 HOLD로 하향, 목표 주가 110,000원 유지.** 최근 주가 급등으로 인한 상승 여력 축소로 투자의견 조정
- **안정적인 이익 성장:** 일회성 비용 소멸, 견조한 도시가스 본업 실적 창출 지속되는 중. 여기에 보유하고 있는 도시가스 배관 시설은 중장기 수소 신사업에 활용될 만한 잠재력 보유. 실제로 경쟁사 SK E&S도 부산도시가스 지분을 100% 취득하며 미래 사업 추진에 대한 FI들과의 이해관계를 미리 정리하는 모습. 포트폴리오 검토를 통해 본업과의 중장기 시너지 창출을 기대
- **쌓이는 현금과 신사업 기대감:** 에너지 산업과 동떨어진 신규 사업 추진으로 외면 받았던 요식업, 자동차 유통업에서도 안정적 외형성장이 지속되고 있음. 본업의 안정적 현금창출로 시가총액보다 많은 현금성자산을 활용한 신사업 투자, 배당 확대 등 주주가치 개선을 위한 사측의 적극적 대응을 기대

최근 실적 동향 및 이슈

- 2022년 매출액 4.8조원(+29%yoy), 영업이익 1,170억원(+65%yoy) 전망
- 최근 급등한 국제유가, 아시아 현물 LNG 상승에도 도시가스 도매, 소매 요금 인상이 대선이후 본격적으로 시작되고 있어 긍정적으로 해석
- 소매 요금 전가에 걸리는 시차를 고려하면 연간 별도 이익은 큰 변화가 없을 것이라 판단. SMP 상한으로 인한 발전 실적 감소 우려는 존재. 열요금 인상으로 인한 열사업 적자 축소로 만회할 것이라 판단

삼천리(004690.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	3,860	4,245	4,242	4,275	4,475
유동자산	1,254	1,552	1,362	1,320	1,417
현금성자산	510	417	132	56	93
매출채권	448	609	692	720	772
재고자산	20	16	24	25	26
비유동자산	2,606	2,694	2,880	2,954	3,058
투자자산	391	452	581	593	623
유형자산	2,187	2,214	2,274	2,339	2,415
기타	29	28	25	22	20
부채총계	2,469	2,785	2,796	2,787	2,957
유동부채	731	914	968	1,003	1,066
매입채무	494	782	836	870	932
유동성이자부채	170	56	56	56	56
기타	67	76	77	77	78
비유동부채	1,739	1,872	1,828	1,784	1,891
비유동이자부채	1,132	1,240	1,190	1,140	1,240
기타	606	631	638	644	651
자본총계	1,391	1,460	1,446	1,487	1,518
지배지분	1,287	1,345	1,331	1,372	1,402
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	1,309	1,362	1,411	1,452	1,482
기타	(63)	(57)	(120)	(120)	(120)
비지배지분	104	115	115	115	115
자본총계	1,391	1,460	1,446	1,487	1,518
총차입금	1,302	1,296	1,246	1,196	1,296
순차입금	792	879	1,114	1,140	1,203

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	124	375	22	202	187
당기순이익	27	71	72	66	54
자산상각비	129	133	145	149	154
기타비현금성손익	54	(1)	(155)	(14)	(25)
운전자본증감	(89)	168	(41)	0	5
매출채권감소(증가)	42	(160)	(83)	(28)	(52)
재고자산감소(증가)	9	3	(7)	(1)	(2)
매입채무증가(감소)	(165)	294	54	34	63
기타	25	31	(4)	(4)	(4)
투자현금	(39)	(397)	(247)	(216)	(237)
단기투자자산감소	139	(280)	0	0	0
장기투자증권감소	(6)	(2)	(44)	(4)	(10)
설비투자	(166)	(123)	(203)	(211)	(227)
유형자산처분	4	5	0	0	0
무형자산처분	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	112	(41)	(60)	(62)	88
차입금증가	133	(31)	(50)	(50)	100
자본증가	(21)	(10)	(10)	(12)	(12)
배당금지급	(11)	(10)	(10)	(12)	(12)
현금 증감	174	(99)	(285)	(76)	38
기초현금	328	501	402	117	41
기말현금	501	402	117	41	79
Gross Cash flow	213	206	63	201	183
Gross Investment	267	(52)	288	215	233
Free Cash Flow	(54)	259	(225)	(14)	(50)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	3,208	3,763	4,835	4,932	5,185
증가율(%)	(7.3)	17.3	28.5	2.0	5.1
매출원가	2,828	3,386	4,405	4,503	4,765
매출총이익	380	378	430	429	420
판매 및 일반관리비	285	308	314	320	326
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	95	70	117	109	93
증가율(%)	10.5	(26.0)	66.4	(6.4)	(14.3)
EBITDA	223	203	262	258	247
증가율(%)	8.0	(9.0)	28.9	(1.4)	(4.3)
영업외손익	(38)	2	(23)	(23)	(23)
이자수익	7	7	8	8	8
이자비용	37	31	32	31	31
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(8)	27	1	0	(0)
세전순이익	44	72	93	86	70
증가율(%)	(14.8)	63.6	28.8	(7.6)	(18.4)
법인세비용	23	(0)	21	20	16
당기순이익	27	71	72	66	54
증가율(%)	(24.2)	160.9	1.7	(8.1)	(18.8)
지배주주지분	32	60	59	53	42
증가율(%)	(15.5)	86.2	(0.4)	(10.0)	(20.5)
비지배지분	(5)	12	13	13	11
EPS(원)	7,883	14,680	14,627	13,168	10,473
증가율(%)	(15.5)	86.2	(0.4)	(10.0)	(20.5)
수정EPS(원)	7,883	14,680	14,627	13,168	10,473
증가율(%)	(15.5)	86.2	(0.4)	(10.0)	(20.5)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,883	14,680	14,627	13,168	10,473
BPS	317,378	331,622	328,166	338,334	345,806
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
밸류에이션(배,%)					
PER	10.3	6.2	11.2	12.5	15.7
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.0	6.1	6.7	6.9	7.5
배당수익율	3.7	3.3	1.8	1.8	1.8
PCR	1.6	1.8	10.5	3.3	3.6
수익성(%)					
영업이익율	2.9	1.9	2.4	2.2	1.8
EBITDA이익율	7.0	5.4	5.4	5.2	4.8
순이익율	0.8	1.9	1.5	1.3	1.0
ROE	2.5	4.5	4.4	4.0	3.1
ROIC	2.1	2.4	4.0	3.5	2.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	56.9	60.2	77.0	76.7	79.2
유동비율	171.6	169.9	140.7	131.7	132.9
이자보상배율	2.6	2.2	3.7	3.5	3.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율	6.9	7.1	7.4	7.0	6.9
재고자산회전율	131.9	209.0	243.4	204.9	203.8
매입채무회전율	5.6	5.9	6.0	5.8	5.8

지역난방공사
(071320)

주가상승	1M	3M	6M
상대기준(%)	-3.2	-1.1	0.6
절대기준(%)	-3.2	-2.5	-9.6

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	▼
목표주가(원)	40,000	55,000	▼
영업이익(22)	-150	-	-
영업이익(23)	-52	-	-

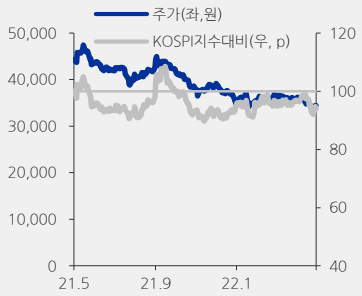
투자의견
HOLD
(하향)

목표주가
40,000원
(하향)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

현재주가(22.5.30)	**34,400원**
시가총액(십억원)	398
발행주식수(천주)	11,579천주
52주 최고가(원)	48,200원
최저가(원)	33,650원
52주 일간 Beta	0.4
60일 일평균거래대금(백만원)	1억원
외국인 지분율(%)	0.8%
배당수익률(2022F)(%)	-
주주구성(%)	
산업부 외 4인	75.0
우리사주	4.8

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **40,000원**



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	2,099	2,537	3,322	3,381	3,554
영업이익(십억원)	133	40	-150	-52	13
세전계속사업손익(십억원)	22	29	-212	-121	-60
당기순이익(십억원)	28	21	-164	-93	-46
EPS(원)	2,413	1,853	-13,886	-7,714	-3,730
증감률(%)	흑전	-23.2	적전	-	-
PER(배)	16.7	20.9	-	-	-
ROE(%)	1.7	1.2	-10.0	-6.6	-3.4
PBR(배)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	8.6	11.2	28.7	17.9	14.9

자료: 유진투자증권

대규모 판가 인상 필요

투자포인트

- **투자의견 HOLD, 목표 주가 40,000원으로 하향**
- 일회성 비용 소멸, 자산재평가로 인한 환입 가능성, 최악인 열사업 시황을 고려하면 최악은 지나간 상황. 그러나 적자가 지속되고 있는 열사업에 SMP 상한제까지 겹쳐 투자심리 회복에는 시간이 소요될 전망
- 대선 이후 천연가스 도매, 소매, 지역난방 열 요금 인상이 본격화되고 있음. 실제로 4월부터 인상이 되고 있으며, 작년 하반기 부터 이어진 원가 급등의 우려가 점차 완화될 것이라 판단

최근 실적 동향 및 이슈

- 2022년 매출액 3.3조원(+31%yoy), 영업적자 1,500억원(적전yoy) 전망
- 작년부터 이어진 열 사업의 대규모 적자로 실적은 부진. 그러나 요금 인상 시작으로 내년까지 열 마진 정상화 전망
- SMP 상한제가 도입되며 동사의 열병합 발전소도 영향 불가피할 전망. 그러나 전기와 열을 판매하는 지역난방 발전소 특성상 원가 배분의 방식에 따라 영향을 일부 만회할 수 있을 전망
- 최근 나주 SRF 열병합 발전소 관련 고형연료 품질 이슈가 부각되는 중. 소송이 장기화되고 있는 상황에서 품질 이슈는 동사 발전소 재가동에 부정적인 이슈. 승소할 경우 장기적으로 환입 가능성이 높아져 긍정적이나, 아직은 알 수 없는 상황. 향후 추이를 지켜볼 필요

지역난방공사(071320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	6,073	6,517	7,171	7,617	8,031
유동자산	584	712	911	1,002	1,016
현금성자산	39	29	93	154	107
매출채권	496	632	753	782	839
재고자산	39	39	52	54	58
비유동자산	5,489	5,806	6,260	6,614	7,015
투자자산	327	378	495	503	529
유형자산	5,080	5,348	5,691	6,040	6,419
기타	82	80	75	71	67
부채총계	4,269	4,694	5,772	6,306	6,764
유동부채	921	1,515	1,533	1,557	1,604
매입채무	324	600	617	640	687
유동성이자부채	439	810	810	810	810
기타	158	104	105	106	107
비유동부채	3,348	3,180	4,239	4,749	5,159
비유동이자부채	2,424	2,196	3,246	3,746	4,146
기타	924	984	994	1,003	1,013
자본총계	1,804	1,823	1,400	1,310	1,267
지배지분	1,804	1,823	1,400	1,310	1,267
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	1,385	1,398	1,228	1,139	1,095
기타	247	254	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,804	1,823	1,400	1,310	1,267
총차입금	2,864	3,006	4,056	4,556	4,956
순차입금	2,825	2,977	3,963	4,402	4,849

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	447	484	(332)	226	268
당기순이익	28	21	(164)	(93)	(46)
자산상각비	252	265	303	320	339
기타비현금성손익	128	33	(354)	4	(13)
운전자본증감	34	158	(117)	(6)	(13)
매출채권감소(증가)	29	(146)	(122)	(29)	(56)
재고자산감소(증가)	(2)	1	(13)	(2)	(4)
매입채무증가(감소)	(28)	269	17	24	46
기타	36	33	1	1	1
투자현금	(430)	(542)	(644)	(666)	(715)
단기투자자산감소	(0)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	(0)	(3)	(4)	(0)	(1)
설비투자	(426)	(516)	(636)	(661)	(710)
유형자산처분	5	2	0	0	0
무형자산처분	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
재무현금	58	111	1,041	500	400
차입금증가	(190)	130	1,050	500	400
자본증가	(2)	(18)	(9)	0	0
배당금지급	(2)	(18)	(9)	0	0
현금 증감	9	(13)	65	60	(47)
기초현금	20	30	17	81	142
기말현금	30	17	81	142	95
Gross Cash flow	413	326	(215)	232	281
Gross Investment	396	383	761	672	728
Free Cash Flow	17	(57)	(976)	(440)	(447)

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,099	2,537	3,322	3,381	3,554
증가율(%)	(11.4)	20.9	31.0	1.8	5.1
매출원가	1,856	2,385	3,359	3,317	3,423
매출총이익	243	151	(37)	64	132
판매 및 일반관리비	110	112	114	116	118
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	133	40	(150)	(52)	13
증가율(%)	214.7	(70.1)	적전	적지	흑전
EBITDA	385	305	152	268	353
증가율(%)	37.7	(20.7)	(50.1)	76.3	31.4
영업외손익	(111)	(11)	(61)	(69)	(73)
이자수익	3	3	4	4	4
이자비용	57	52	63	70	73
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(57)	38	(2)	(3)	(4)
세전순이익	22	29	(212)	(121)	(60)
증가율(%)	흑전	32.2	적전	적지	적지
법인세비용	(6)	8	(48)	(28)	(14)
당기순이익	28	21	(164)	(93)	(46)
증가율(%)	흑전	(23.2)	적전	적지	적지
지배주주지분	28	21	(161)	(89)	(43)
증가율(%)	흑전	(23.2)	적전	적지	적지
비지배지분	0	0	(3)	(4)	(3)
EPS(원)	2,413	1,853	(13,886)	(7,714)	(3,730)
증가율(%)	흑전	(23.2)	적전	적지	적지
수정EPS(원)	2,413	1,853	(13,886)	(7,714)	(3,730)
증가율(%)	흑전	(23.2)	적전	적지	적지

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,413	1,853	(13,886)	(7,714)	(3,730)
BPS	155,780	157,459	120,872	113,158	109,427
DPS	965	797	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	16.7	20.9	-	-	-
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.6	11.2	28.7	17.9	14.9
배당수익율	2.4	2.1	-	-	-
PCR	1.1	1.4	-	1.7	1.4
수익성(%)					
영업이익율	6.3	1.6	(4.5)	(1.5)	0.4
EBITDA이익율	18.3	12.0	4.6	7.9	9.9
순이익율	1.3	0.8	(4.9)	(2.8)	(1.3)
ROE	1.7	1.2	(10.0)	(6.6)	(3.4)
ROIC	2.1	0.6	(2.2)	(0.7)	0.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	156.6	163.3	283.2	336.0	382.7
유동비율	63.4	47.0	59.4	64.4	63.3
이자보상배율	2.3	0.8	(2.4)	(0.7)	0.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.1	4.5	4.8	4.4	4.4
재고자산회전율	57.0	65.1	72.8	63.7	63.4
매입채무회전율	6.2	5.5	5.5	5.4	5.4

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-06-02	Buy	500,000	1년	-18.2	-16.5
2020-06-05	Buy	600,000	1년	-15.8	-5.3
2020-06-09	Buy	600,000	1년	-15.2	-5.3
2020-08-03	Buy	700,000	1년	1.4	8.9
2020-08-05	Buy	700,000	1년	2.4	8.9
2020-08-07	Buy	700,000	1년	2.5	-4.7
2020-08-28	Buy	970,000	1년	-23.5	4.1
2020-09-18	Buy	970,000	1년	-22.9	4.1
2020-09-23	Buy	970,000	1년	-22.4	4.1
2020-10-06	Buy	970,000	1년	-21.4	4.1
2020-10-13	Buy	970,000	1년	-20.9	4.1
2020-10-15	Buy	970,000	1년	-20.4	4.1
2020-10-22	Buy	970,000	1년	-19.1	4.1
2020-10-28	Buy	970,000	1년	-18	4.1
2020-11-24	Buy	970,000	1년	-12.1	4.1
2021-01-15	Buy	1,300,000	1년	-31.3	-20.9
2021-01-28	Buy	1,300,000	1년	-31.9	-20.9
2021-01-29	Buy	1,300,000	1년	-32	-20.9
2021-04-13	Buy	1,300,000	1년	-31.8	-26.8
2021-04-29	Buy	1,300,000	1년	-32	-27.8
2021-05-31	Buy	1,150,000	1년	-32.8	-21.9
2021-07-15	Buy	1,150,000	1년	-34.1	-21.9
2021-07-30	Buy	1,150,000	1년	-34.6	-21.9
2021-09-01	Buy	1,150,000	1년	-36.1	-26.1
2021-10-26	Buy	1,150,000	1년	-37.7	-26.1
2022-02-07	Buy	920,000	1년	-42	-28.2
2022-02-09	Buy	920,000	1년	-42.3	-28.2
2022-04-05	Buy	920,000	1년	-45.3	-42.4
2022-04-28	Buy	770,000	1년	-32.5	-28.6
2022-05-31	Buy	770,000	1년		

LG화학 (051910KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2021-05-31	Buy	60,000	1년	-26.4	-21.8
2021-07-30	Buy	54,000	1년	-28.6	-16.1
2021-09-01	Buy	54,000	1년	-28.8	-16.1
2022-02-07	Buy	43,000	1년	-21.5	-17.6
2022-02-18	Buy	40,000	1년	-15.9	-8.3
2022-03-02	Buy	40,000	1년	-15.8	-9.5
2022-03-23	Buy	40,000	1년	-17.1	-10.1
2022-03-28	Buy	40,000	1년	-17.4	-10.1
2022-04-05	Buy	40,000	1년	-18.5	-10.8
2022-04-08	Buy	40,000	1년	-18.8	-10.8
2022-04-25	Buy	40,000	1년	-20.4	-10.8
2022-04-29	Buy	40,000	1년	-20.1	-10.8
2022-05-06	Buy	40,000	1년	-20.2	-10.8
2022-05-23	Buy	40,000	1년	-15.8	-10.8
2022-05-31	Buy	50,000	1년		

한화솔루션(009830.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2021-05-31	Buy	180,000	1년	-36.4	-10.6
2021-07-29	Buy	180,000	1년	-37.0	-10.6
2021-09-01	Buy	180,000	1년	-37.0	-10.6
2021-10-01	Buy	180,000	1년	-39.0	-10.6
2021-10-28	Buy	180,000	1년	-41.1	-28.1
2022-02-09	Buy	180,000	1년	-41.8	-29.2
2022-03-02	Buy	180,000	1년	-40.6	-29.2
2022-03-23	Buy	180,000	1년	-41.1	-29.2
2022-03-28	Buy	180,000	1년	-41.2	-29.2
2022-04-08	Buy	180,000	1년	-41.2	-29.2
2022-04-25	Buy	180,000	1년	-40.4	-29.2
2022-04-29	Buy	180,000	1년	-39.5	-29.2
2022-05-06	Buy	180,000	1년	-39.5	-29.2
2022-05-23	Buy	180,000	1년	-35.8	-29.2
2022-05-31	Buy	180,000	1년		

OCI (010060.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

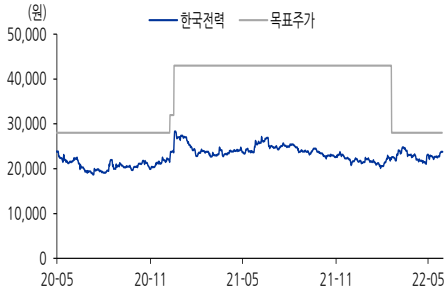
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-11-24	Buy	160,000	1년	84.0	35.0
2021-05-31	Buy	310,000	1년	-36.3	-8.7
2021-09-01	Buy	310,000	1년	-42.1	-19.0
2021-11-30	Buy	310,000	1년	-45.9	-31.1
2022-04-05	Buy	310,000	1년	-51.0	-47.7
2022-05-31	Buy	200,000	1년		

대한유화(006650.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-06-30	Buy	28,000	1년	-26.7	-19.5
2020-08-14	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5
2020-08-19	Buy	28,000	1년	-25.3	-19.5
2020-10-06	Buy	28,000	1년	-24.2	-19.5
2020-10-12	Buy	28,000	1년	-24.1	-19.5
2020-11-13	Buy	28,000	1년	-22.3	-19.5
2020-11-24	Buy	28,000	1년	-21.7	-20.0
2020-12-10	Buy	32,000	1년	-24.2	-18.8
2020-12-18	Buy	43,000	1년	-44.8	-34.8
2021-02-22	Buy	43,000	1년	-45.4	-36.9
2021-04-20	Buy	43,000	1년	-45.4	-36.9
2021-05-17	Buy	43,000	1년	-45.5	-36.9
2021-05-31	Buy	43,000	1년	-45.7	-36.9
2021-08-17	Buy	43,000	1년	-47.6	-43.0
2021-09-01	Buy	43,000	1년	-47.9	-43.0
2021-09-24	Buy	43,000	1년	-48.4	-44.5
2022-02-25	Buy	28,000	1년	-18.5	-11.6
2022-03-30	Buy	28,000	1년	-20.0	-15.0
2022-05-16	Buy	28,000	1년	-17.5	-15.0
2022-05-24	Buy	28,000	1년	-15.2	-15.0
2022-05-31	Buy	28,000	1년		

한국전력(015760.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

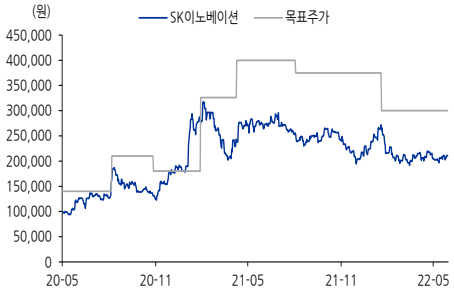
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-09-28	Buy	230,000	1년	12.2	54.3
2021-03-31	Buy	230,000	1년	22.2	13.3
2021-05-31	Buy	300,000	1년	-14.9	-3.3
2021-08-31	Buy	300,000	1년	-17.2	-8.0
2021-11-30	Buy	300,000	1년	-18.7	-10.3
2022-03-30	Buy	300,000	1년	-16.5	-10.3
2022-05-31	Buy	300,000	1년		

SK(034730.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-07-30	Buy	140,000	1년	1.6	16.8
2020-08-05	Buy	140,000	1년	16.8	16.8
2020-08-07	Buy	210,000	1년	-28.5	-11.0
2020-08-07	Buy	210,000	1년	-28.5	-11.0
2020-11-02	Buy	180,000	1년	12.9	63.3
2020-11-02	Buy	180,000	1년	12.9	63.3
2020-11-24	Buy	180,000	1년	23.1	63.3
2021-02-01	Buy	326,000	1년	-22.7	-2.6
2021-02-05	Buy	326,000	1년	-24.5	-8.9
2021-04-12	Buy	400,000	1년	-32.2	-26.1
2021-05-14	Buy	400,000	1년	-32.2	-26.1
2021-05-31	Buy	400,000	1년	-32.4	-26.1
2021-07-07	Buy	400,000	1년	-34.7	-31.9
2021-08-05	Buy	375,000	1년	-36.4	-27.5
2021-08-31	Buy	375,000	1년	-36.4	-27.5
2021-09-01	Buy	375,000	1년	-36.5	-27.5
2021-11-01	Buy	375,000	1년	-38.8	-27.5
2021-11-15	Buy	375,000	1년	-39.0	-27.5
2022-01-12	Buy	375,000	1년	-33.5	-27.5
2022-02-03	Buy	300,000	1년	-30.8	-24.0
2022-04-11	Buy	300,000	1년	-30.6	-26.7
2022-05-02	Buy	300,000	1년	-31.7	-29.7
2022-05-31	Buy	300,000	1년		

SK이노베이션(096770.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-09-28	Buy	35,000	1년	11.4	42.9
2021-03-31	Buy	35,000	1년	25.0	10.7
2021-05-31	Buy	65,000	1년	-34.2	-25.5
2021-09-01	Buy	65,000	1년	-35.1	-25.5
2021-11-30	Buy	65,000	1년	-35.7	-25.5
2022-01-12	Buy	65,000	1년	-34.8	-25.5
2022-03-30	Buy	65,000	1년	-30.9	-25.5
2022-05-31	Buy	65,000	1년		

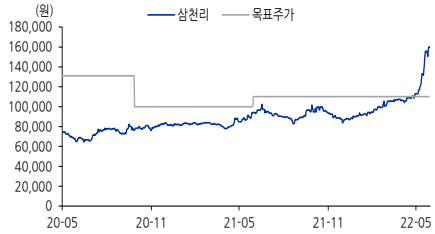
GS(078930KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 황성현

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-09-28	Buy	100,000	1년	-17.5	-6.1
2021-03-31	Buy	100,000	1년	-14.8	-6.1
2021-05-31	Buy	110,000	1년	-10.5	45.5
2021-08-31	Buy	110,000	1년	-8.4	45.5
2021-09-01	Buy	110,000	1년	-8.3	45.5
2021-09-07	Buy	110,000	1년	-8.1	45.5
2021-11-30	Buy	110,000	1년	-4.9	45.5
2022-05-31	Buy	110,000	1년		

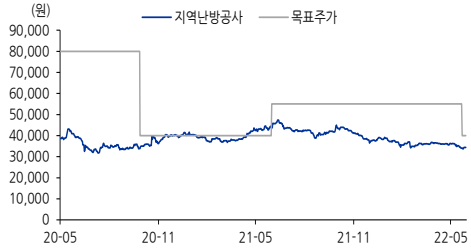
삼천리(004690.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-09-28	Buy	40,000	1년	-1.6	11.5
2021-03-31	Buy	40,000	1년	4.5	11.5
2021-05-31	Buy	55,000	1년	-28.5	-13.8
2021-08-31	Buy	55,000	1년	-30.9	-18.3
2021-09-01	Buy	55,000	1년	-30.9	-18.3
2021-09-07	Buy	55,000	1년	-31.0	-18.3
2021-11-30	Buy	55,000	1년	-33.9	-28.8
2022-05-31	Buy	40,000	1년		

지역난방공사(071320.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현