

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 5월 31일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 9 - 이차전지/석유화학: 공급망의 역습] 임



▲ 기업분석
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

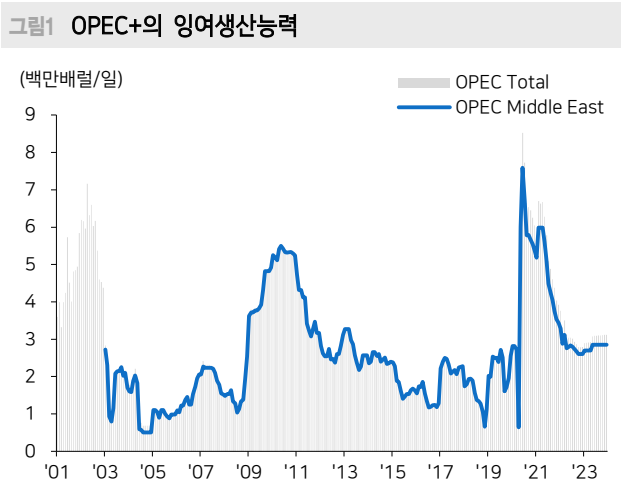
2022년 하반기 전망 시리즈 9 (해설판)
[이차전지/석유화학] 공급망의 역습

- ✓ **[정유]** 친환경에너지 전환의 과도기에서 정제설비 규모는 지속적으로 감소. 지정학적 리스크로 인한 공급의 감소와 산유국들의 더딘 증산으로 정유 업종의 구조적 이익 성장 기대.
- ✓ **[석유화학]** 고유가 장기화되며 동반 상승한 납사 가격은 Pure-NCC에 원가 부담으로 작용. 전방 최대 소비국인 중국의 자체 공급망 확보 및 하향 조정된 경기 전망치로 인해 석유화학 수요 개선 여지는 제한적일 것으로 판단.
- ✓ **[이차전지]** 2H22 전기차 생산량 정상화 궤도 돌입하며 발생할 배터리 공급 병목현상에 주목. 대량 생산 설비 구축 및 원재료의 선제적 확보가 이루어진 상위 기업 중심으로 과점화 전망.

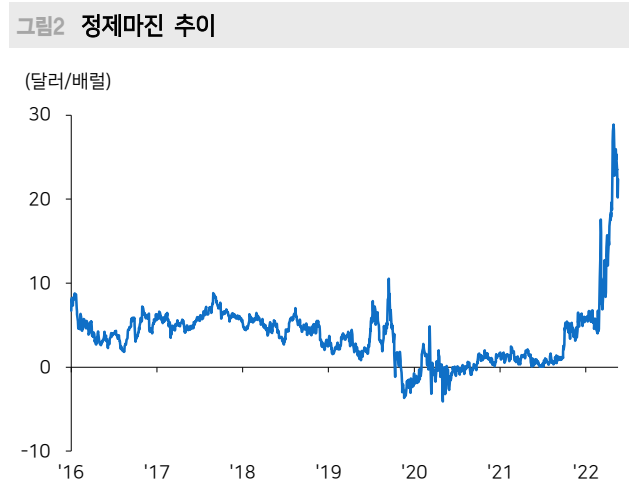
정유 비탄력적 공급의 역설

연말 국제유가 100달러/배럴 전망

2022년 상반기 국제유가는 산유국들의 더딘 증산과 지정학적 리스크로 인해 가파르게 상승했다. 러시아의 연간 원유 공급량 감소 규모는 -190만배럴/일, 미국의 원유/석유 제품 추가 생산량은 +170만배럴/일 수준으로 파악된다. 미국과 OPEC의 증산 속도가 관건이 될 전망이다. 러시아의 공급이 급격하게 감소하는 것에 비해 미국과 OPEC의 증산에는 Ramp-up 시간이 필요한 상황으로, 연말 기준 국제유가 전망을 기존 90달러/배럴에서 100달러/배럴로 상향 조정한다.



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

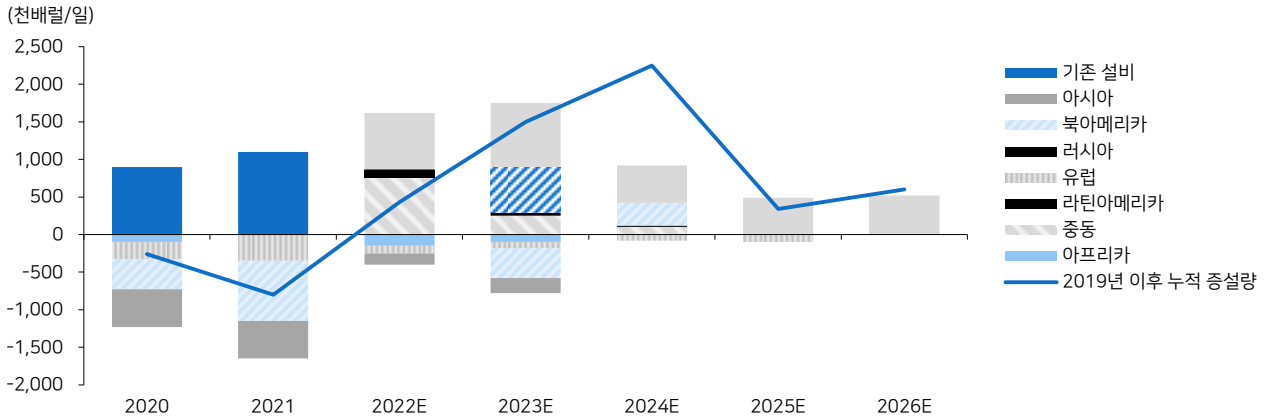
**Carbon to Green 전환의 과도기
→ 정유업종 역설적 수혜 경험**

상반기 국제유가 상승을 바탕으로 국내 정유 4개사는 모두 재고이익 증가를 경험했다. 친환경 연료 전환의 과도기에서 대규모 신규 투자 부채 및 기존 정제설비 폐쇄를 감안 시, 정유 산업의 수익성 향상은 일회성이 아닐 것으로 판단한다. 비탄력적 공급 여건은 자연스레 가격 결정권으로 연결, 수익성 강세 장기화가 예상된다. 향후 정유 산업의 수익성 변수는 1) 수요의 지지여부, 2) 중동/중국의 정제설비 공급 정책, 3) 기존 정유사들의 가동률 대응이다.

**정제설비 부족으로 인한
구조적 수급 불균형**

정유사들의 근본적인 공급 축소 움직임의 배경은 1) 전기차 시대 전환으로 인한 미래 수요의 불확실성, 2) 국가별 Net Zero 정책 강화이다. 정유사들의 자발적인 공급 감소를 바탕으로 2021~23년 글로벌 정제설비는 구조적으로 수급 불균형 구간에 돌입했다. 더하여, 지정학적 리스크로 인한 공급 감소와 노후화된 정제설비의 폐쇄 및 팬데믹으로 인한 중설 시점 지연은 수급 불균형을 가속화했다. 2008년 이후 누적 정제설비 폐쇄 규모는 아시아권 246만 배럴/일, 중동 28.5만배럴/일 수준으로 파악된다. 특히 중국의 Net Zero 정책 시행으로 인한 역내 잉여공급량 감소 및 러시아의 정유사 가동률 하향 조정은 구조적 수급 불균형 장기화에 기여, 향후 2년 이상 지속될 것으로 전망한다.

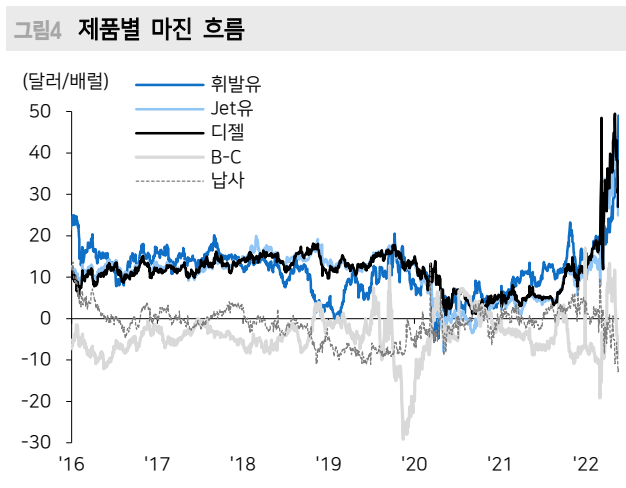
그림3 글로벌 정제설비 증감 추이



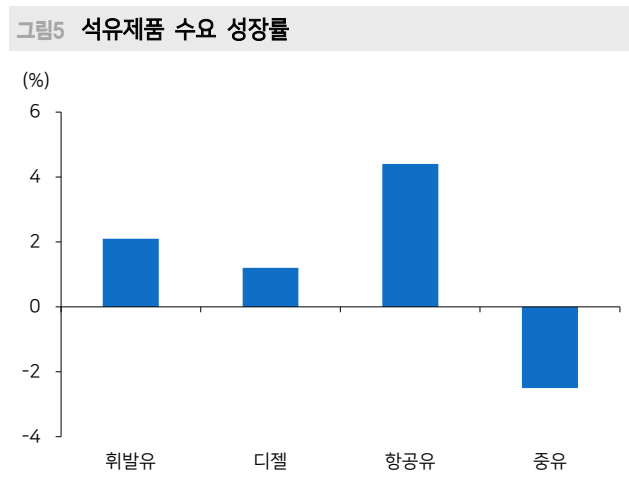
자료: IHS 2022 자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

정제마진 강세 유지 전망

비탄력적인 공급이 확정적인 상황에서 부정적 수요가 발생하지 않을 경우, 중단기 정유 업황에 긍정적일 것으로 전망한다. 현재 정유사들은 높은 정제마진 수준을 유지 중이다. 정제마진 Peak-out에 대한 우려가 꾸준히 제기되고 있으나, 현재 높은 수준의 정제마진은 구조적인 것으로 판단, 장기화 될 전망이다. 이러한 판단의 근거는 1) 글로벌 정제설비 폐쇄 가속화 국면에서 2) 리오프닝 이후로 이어질 석유제품 수요 증가이다. 특히 엔데믹 시점에 돌입하며 수요가 증가한 경우, 제트유와 등유는 공급 부족으로 인한 수익성 장기화가 예상된다. 역내 최대 원유 소비국인 중국의 주요 도시 봉쇄조치로 인해 수요 전망치 하향 조정 이루어졌으나 2Q22를 기점으로 수요 반등이 예상된다.



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터



자료: IHS 2022 자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

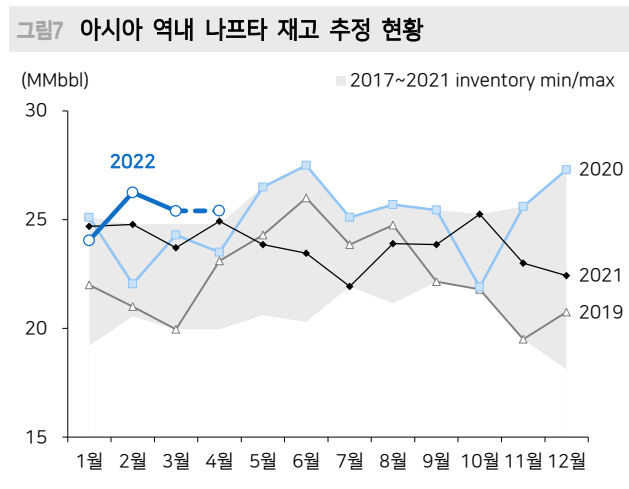
석유화학 구조적 공급 증가

2022년 상반기 국내 NCC기업들의 부진한 수익성은 1) 고유가로 인한 원재료 가격 상승, 2) 전방 수요의 부진, 3) 신규 생산설비 증가에 기인한다.

1H22 NCC의 원재료인 나프타는 1,100달러/톤 이상을 기록하며 급등, 석유화학 업종 전반적인 원가부담으로 작용했다. 이러한 추세는 강세 유지가 전망되는 유가와 별개로 하반기 중 완화될 것을 전망한다. 기존 가격 상승에 영향을 미친 투기적 수요가 감소하며 재고확보를 위한 움직임 둔화와 동시에 계절적 수요 감소하며 블렌딩 용도의 수요 또한 감소가 예상되기 때문이다.



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터



자료: IHS 2022자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

부정적인 대외환경으로 인해 순수 NCC 기업들에 대한 이익 추정치 하락은 불가피하다. 나프타 가격의 안정세 돌입에도 불구하고, 석유화학 기업들의 절대적인 원가 수준은 여전히 높은 상황으로 NCC기업들의 통합 스프레드는 역대 최저 수준을 기록 중이다.

최대 소비국 중국이 최대 변수:

- 1) 소비 회복 불투명
- 2) 자체 공급망 구축

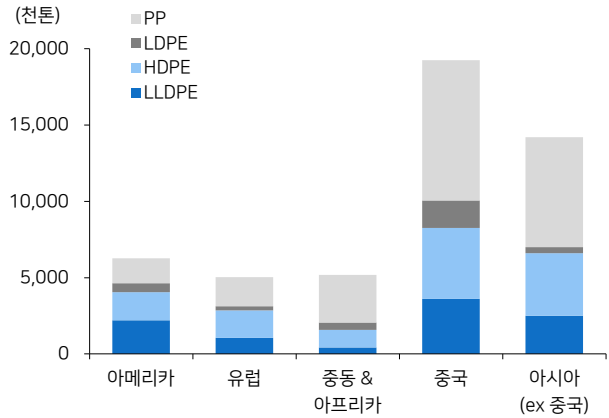
역내 수요 회복 불확실한 상황에서 글로벌 석유화학 제품 신규 생산설비 및 증설이 이어지며 초과공급 상태가 심화되었다. 중국은 글로벌 석유화학 제품 연간 수요량에 50%이상 기여하는 최대 소비국으로 제로-코로나 정책 기조가 완화되는 추세이긴 하나, 락다운에 대한 우려는 여전히 남아있는 상황이다. 2022년 연간 수요량은 감소추세에 돌입, 하반기 중 경기 반등이 예상되나 석유화학 업종의 펀더멘털 개선에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 또한, 중국의 자체 공급망 구축을 위한 에틸렌 생산설비 증설은 국내 기업의 수출 악화로 이어질 것으로 예상된다.

그림8 롯데케미칼 기준 통합 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 2020~2025년 글로벌 폴리올레핀 생산Capa 증가



자료: IHS2022 자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

Pure-NCC의 필연적 De-rating
→ 이차전지/태양광 매력도 부각

석유화학 업종 내 Pure-NCC의 부진이 명확한 상황에서 경쟁력을 보유한 기업은 범용성 제품 생산 기업이 아닌 하이브리드 업체들로 판단된다. 이에 해당하는 기업은 LG화학(양극재 및 이차전지 소재)과 OCI(태양광-폴리실리콘)이다. LG화학은 자회사인 LG에너지솔루션에 양극재 및 이차전지 소재를 공급, 하반기 본격화될 전기차 생산 정상화 시점의 수혜가 기대된다.

태양광 업종의 경우, 폴리실리콘 가격 Peak-Out에 대한 논란 꾸준히 제기되고 있으나, 연내 공급 예정되었던 중국 증설 물량의 생산 시점 지연 및 품질 미달로 인해 가격 강세 유지될 예정이다. 추가적으로 미국의 BBB(Build Back Better) 법안 발표 및 중국산 태양광 소재 규제에 의한 반사 수혜가 기대된다.

이차전지 과점화되는 공급망

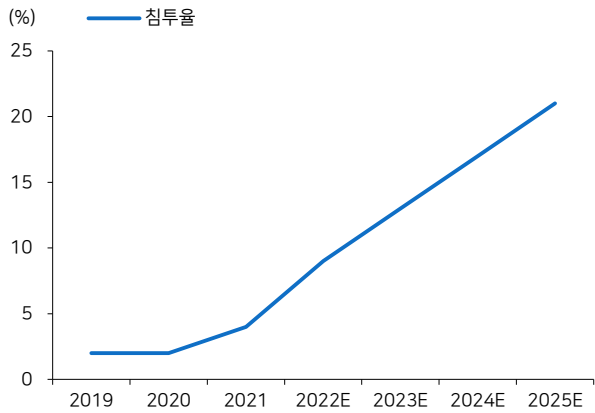
이차전지 Overweight

글로벌 친환경에너지 전환의 중심은 운송수단의 전동화 계획으로, 세계 각국은 친환경 자동차 육성 정책을 제시하고 있다. 현재 8%에 불과한 전기차 침투율은 2025년 20%를 상회할 전망으로, 확고한 성장성에 근거하여 이차전지 관련 기업들의 주가는 재평가가 진행 중이다. 높은 인플레이션과 금리상승, 경제 성장률 전망치 하향 등 비우호적인 시장환경에도 불구하고, 이차전지 업종에는 비중확대의 의견을 유지한다.

상위권 기업의 과점화 예상

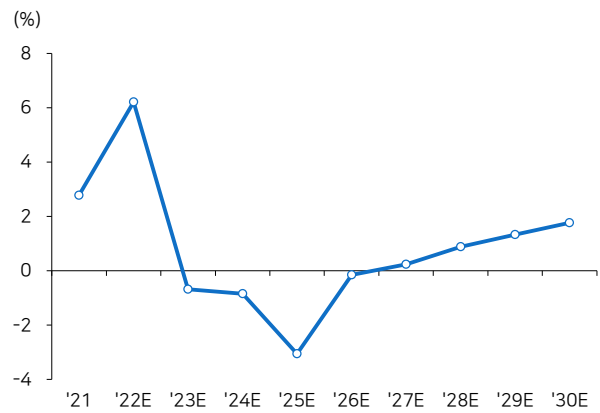
팬데믹으로 인해 빚어진 물류차질 및 차량용 반도체 수급문제는 2H22를 기점으로 서서히 회복될 전망으로, 정상화 시점에서 전기차용 배터리 생산에 병목현상 발생의 가능성이 높다. 이는 급격하게 증가하는 전기차 출시 계획에 대응 가능한 생산 설비 보유한 기업은 소수에 불과한 점과 원재료 가격 급등으로 인한 조달 문제에 기인한다. 따라서, 선제적인 생산설비 확보 및 원재료 조달에 계획을 보유한 기업들을 중심으로 과점화가 진행될 것으로 전망한다.

그림10 미국 내 전기차 침투율 전망



자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

그림11 이차전지 연간 공급/수요 비율: 배터리 공급 병목현상

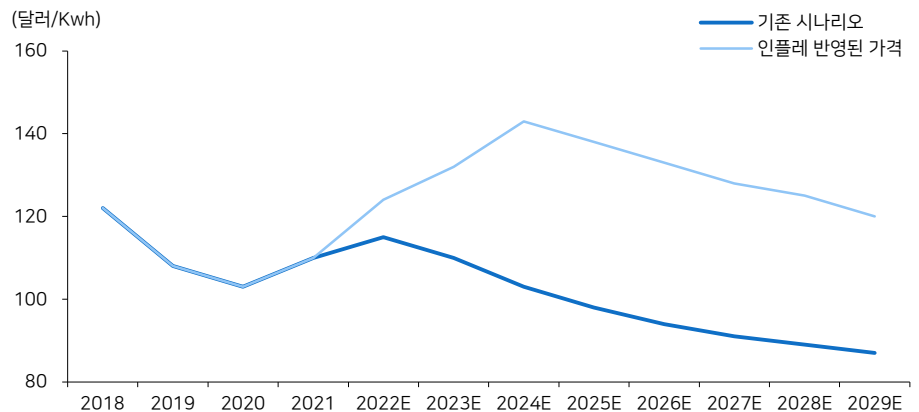


자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

기술력만큼 중요한 원재료 조달

코로나바이러스 사태와 지정학적 마찰로 인한 원재료 가격 상승은 배터리 가격에도 영향을 미쳤다. 2017년 이후 배터리/완성차 업체간 원재료 가격 연동 계약 시행으로 이차전지 업종의 수익성이 보존되고 있어 현재 배터리 가격결정력을 보유한 기업은 완성차 업체가 아닌 배터리 셀/소재 업체이다. 이번 가격 상승을 계기로 LFP배터리와 NCM배터리의 가격 격차가 좁혀지며 NCM배터리의 상대적 매력도가 부각되었다. Tesla를 비롯한 상위 전기차 생산 기업들은 NCM811이상의 하이니켈 양극재를 적용하고 있어 향후 리튬 및 핵심 광물 확보가 핵심 경쟁요소로 부각되고 있다.

그림12 이차전지 가격 전망 시나리오



자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

국내 기업의 미국향 투자 증가
→ 점유율 상승 기대

Tesla를 시작으로 전기차 업체들의 EV배터리 내재화 계획이 꾸준히 발표되고 있는 상황으로, 이러한 시도들의 성공 여부에 따라 기존 셀/소재 업체들의 장기 전략 방향성 점검이 필요할 것으로 전망한다. 배터리 내재화 달성까지 시간이 필요하기에 현재 미국의 운송수단 전동화 계획의 중심은 배터리 조달을 위한 JV 설립과 이를 바탕으로 한 자국 내 생산 설비의 구축이다.

현재 국내 기업들은 이러한 미국에 대한 투자를 확대 중이다. 5월 기준 미국 시장 내 한국 배터리 기업들의 점유율을 11% 수준이나, 확정된 투자 내역 및 픽업트럭 등 다수의 EV 출시가 기대됨에 따라 향후 80% 이상의 점유율을 기대한다.

표1 이차전지 생산기업들의 미국 내 투자 현황

(Gw)		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
LG에너지솔루션	독자	5	5	5	5	25	25
	GM JV		40	80	80	120	120
	원통형 전지			11.8	20	30	40
	Stellantis JV				40	40	40
	혼다(확정 전)					40Gw 이상(추정)	
	현대차(확정 전)					40Gw 이상(추정)	
SK On	독자		10	22	22	22	22
	Ford JV					43	129
	현대차(확정 전)					80Gw 이상(추정)	
삼성SDI	Stellantis JV					30Gw 이상(추정)	
Tesla	독자	10	10	110	110	110	110
	파나소닉 JV	39	39	39	39	39	39
Total		54	104	267	316	429	525

자료: 메리츠증권 리서치센터

대량생산을 위한 선제적 Capa 확보 필요성 ↑

2023년 전기차 생산 정상화 시점에서 이차전지 셀/소재 업체는 점유율 상위 기업의 Supply-chain 소속 여부가 중요 투자포인트로 작용할 전망이다. 이러한 관점에서 Tesla-LG에너지솔루션 공급망을 중심으로 한 기업들에 주목할 필요가 있다. Tesla는 글로벌 전기차 시장 점유율 20% 이상을 달성, 2030년까지 연간 2,000만대 생산을 목표로 하고 있다. 경쟁사들 또한 이에 발 맞추어 2030년까지 EV내재화 및 JV를 통한 장기 배터리 공급 계약을 맺고 있는 상황으로 배터리 내재화 시점 이전까지 이차전지 셀/소재 업체들의 과점화가 예상된다.

표2 Tesla - 국내 Supply Chain 요약

소재	기업	내용
양극재	엘앤에프	LG에너지솔루션형 하이니켈 양극재 공급 중
	LG화학	
실리콘 음극재	미정	SKC(Nexxon)는 2023년 이후 납품 계약 논의 중
CNT도전재	나노신소재	Tesla 4680 원통형 전지형 납품 가능성 높아
동박	SKC	LG에너지솔루션/Panasonic을 통한 동박 납품
	솔루스첨단소재	LG에너지솔루션을 통한 납품 예정

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 파라다이스의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.