

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 25일 발간된

[2023년 하반기 전망 시리즈 6 - 이차전지/석유화학:관성과 가속의 업황] 임



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 6 (해설판)

이차전지/석유화학_관성과 가속의 업황

✓ 석유화학(관성)_ 희망고문(Neutral)

2023년 하반기를 기점으로 석유화학 Cycle의 바닥 확인/반등으로 해석하는 배경은 불확실성 해소(공급: 신규 증설규모 축소, 수요: 리오프닝 등 중단기 수요 개선)를 배경으로 함. 그럼에도 석유화학 업황에 다소 보수적인 투자 의견은 기존 관성의 법칙이 존재하는 불확실성이 지배적 → 과거와 달라진 공급 요인들(중국/동남아 중심의 공급과잉 및 자급화 기조)로 향후 석유화학 Cycle 반등구간에서도 적정 Multiple의 눈높이는 낮아질 전망

✓ 이차전지(가속)_ 2023년 하반기 주요 이슈 점검(Overweight)

하반기 주요 이슈 (1) Upstream 사업역량 확보를 통한 생산원가 및 수직계열화 전략(정/제련 → 전구체 → 양극재 등), (2) 미국 IRA 등 공급망 정책 프리미엄 이후 관련 소재 기업들의 적정 Multiple, (3) LG에너지솔루션 등 글로벌 생산기지별 소재/장비 발주, (4) 신규 폼팩터(4680) 양산, (5) 배터리 기술 포트폴리오 다변화 등 Road-map 점검

✓ 2023년 하반기 최선호주: LG에너지솔루션, LG화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프
관심 종목: 에코프로비엠, SK아이이테크놀로지

석유화학 희망고문(관성)_투자의견 Neutral, 최선호주 LG화학

2022년 연말 2023년 석유화학을 전망했던 주요 내용은 (1) 유가 변동성 축소로 투입 원가 부담감 완화, (2) 중국 리오프닝 및 재고 확보 등 수요 정상화 초입, (3) 공급 증가 risk 소멸 등으로 기존 투자의견(Underweight) 대비 상향한 중립(Neutral)을 제시했다.

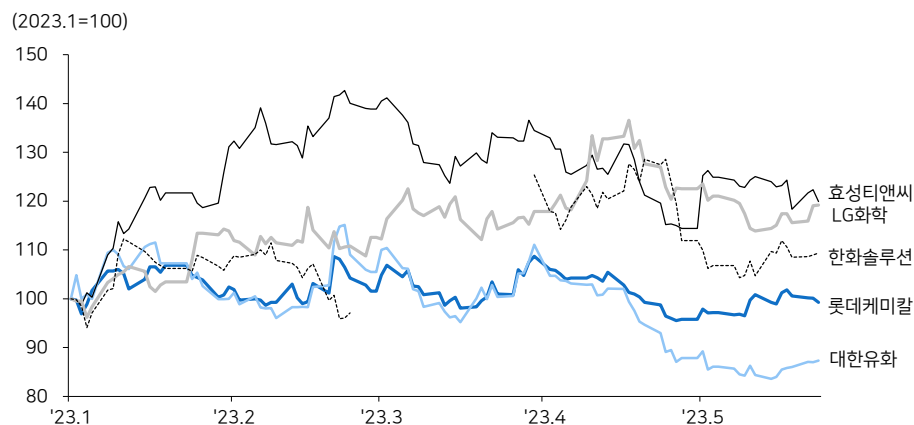
2023년 하반기 석유화학에 대한 투자의견 역시 중립(Neutral)으로 유지한다. 2023년 중국의 리오프닝 이후 각 제품별 수요 여건은 개선 중이다. 단, 제품을 둘러싼 과잉 재고 및 중국발 신규 Capa 증가 영향으로 기존 국내 석유화학 기업들에 가격 상승(P) 및 수익성 개선 흐름은 다소 지연될 전망이다.

과거와 달리, 석유화학은 공급 패러다임에 변화가 발생 중이다. 2023년 글로벌 예상 에틸렌 공급 Capa는 2.2억만톤(+5.5% YoY), 향후 4년간 연평균 공급증가는 +2%이다. 현재 석유화학 공급량 증가를 주도하는 주체는 국내 석유화학 기업들의 주력 수출국가 중국과 동남아 국가들이다. 또한 2023년 PE 예상 생산Capa는 1.5억만톤(+5.1% YoY)이다. 이들의 공급량 증가 집중구간은 2022~23년으로 연단위 공급량 증가 부담은 다소 완화 중이다. 그럼에도 중장기 석유화학 Cycle에 장밋빛 전망은 제한적으로 판단, 이는 만성적공급과잉과 사업 지속성 이슈(Sustainability)이다.

중장기 석유화학에 보수적 의견을 유지, 단기 관점으로 아시아 역내 주요 제품별 재고 흐름에 따른 수요 움직임 변화 가능성을 주목한다. 특히 PTA를 비롯한 주요 Downstream 생산설비들의 가동률의 꾸준한 상승으로 2023년 연말 전후 재고 소진 국면을 맞이할 가능성이 높다. 이에 따른 재고 소진→ 재고 확보의 순환적 흐름을 예상한다.

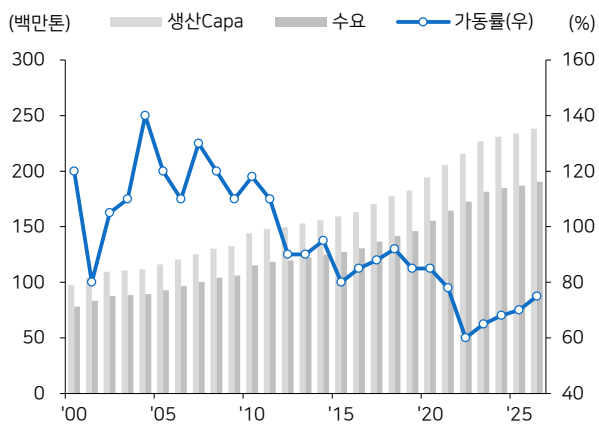
당사의 2023년 하반기 석유화학 최선호주는 LG화학을 제시한다.

그림1 KOSPI 대비 석유화학 기업들의 주가 추이 점검



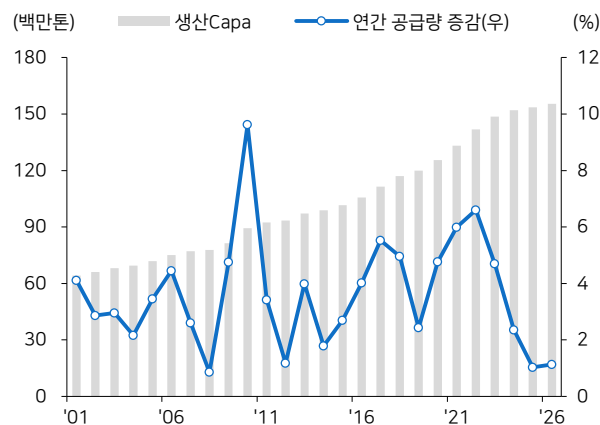
주: 한화솔루션은 거래정지기간 공백으로 처리
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 에틸렌 수급 동향



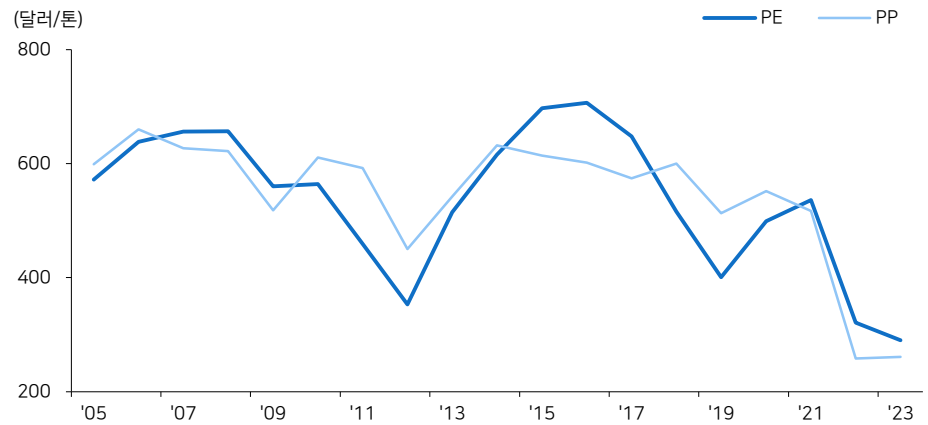
자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 석유화학 PE 생산 Capa 동향



자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림4 동북아 기준 연간 PE/PP 스프레드 동향



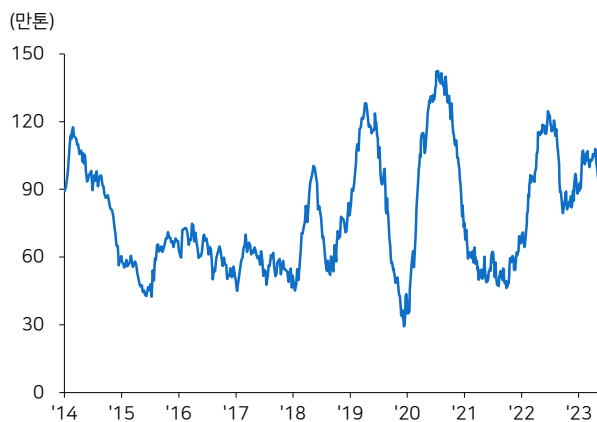
자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

표1 석유화학 공급과잉 기조에도, 여전한 신규 설비 유입

프로젝트	지역	회사	생산규모(만톤)	가동 시점
Golden Triange Polymers	미국	CP Chem and Qatar Energy	208	2026년
Fort saskatchewan Path2 Zero Expansion Project	캐나다	Dow Chemical	180	2027년
Project One	벨기에	INEOS	145	2026년
Ras Laffan	카타르	QatarEnergy and Cp Chem	210	2026년
Amiral	사우디	Saudi Aramco and TotalEnergies	165	2027년
Gulei 2	중국	Sinopec and Saudi Aramco	150	2025년
Shaheen	한국	S-Oil	180	2026년

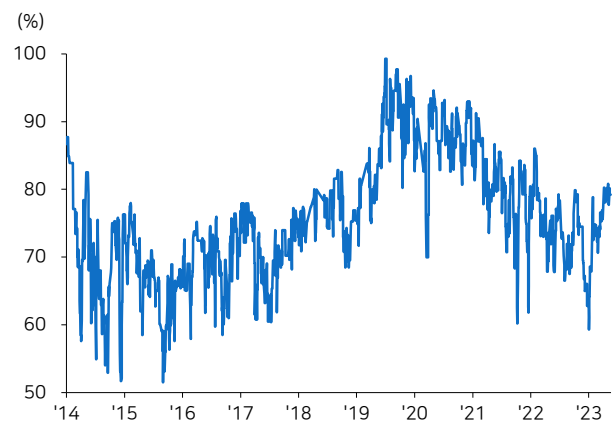
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 MEG 재고량 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 PTA 가동률 추이



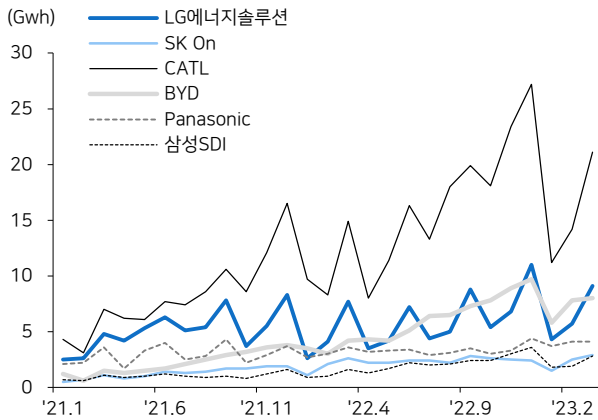
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

이차전지 주요 이슈 점검(가속)_Overweight

2023년 하반기 이차전지 섹터에 비중확대 전략을 유지한다. 2023년 상반기 이차전지 업종 주가는 타 섹터와의 Valuation 논쟁을 야기할만큼 단기간 급등했다. 주요 배경은 (1) 미국 IRA 등 주요 공급망 정책에 국내 배터리 기업들에 수혜, (2) AMPC(미국 첨단산업 세액공제) 반영으로 실적 추정치 상향, (3) 소재 주요 기업들의 신규 수주 등 Event 등에 기인한다. 하반기 최선호주는 LG에너지솔루션, 양극재 3개사(LG화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프)를 제시한다.

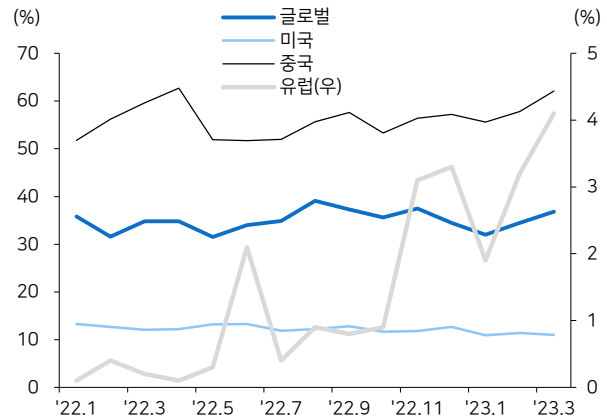
2023년 하반기 배터리 생산 기업별 격차는 확대될 전망이다. Tier 1(CATL, LG에너지솔루션, BYD), Tier 2(Panasonic, 삼성SDI, SK On, CALB 등) 간의 생산 Capa, 고객사향 출하량 규모에 따름이다. 또한 중국 시장 기반 및 LFP를 주력으로 생산하는 중국 배터리 생산기업들은 중국 외 유럽 시장향 출하량 증가가 인상적이다.

그림7 주요 기업들의 월간 배터리 출하량 비교



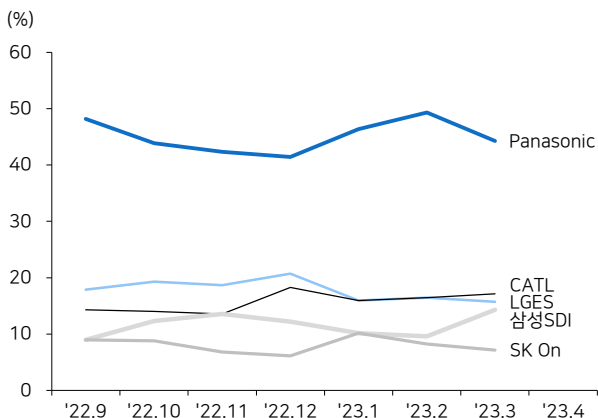
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 지역별 LFP 침투율 점검



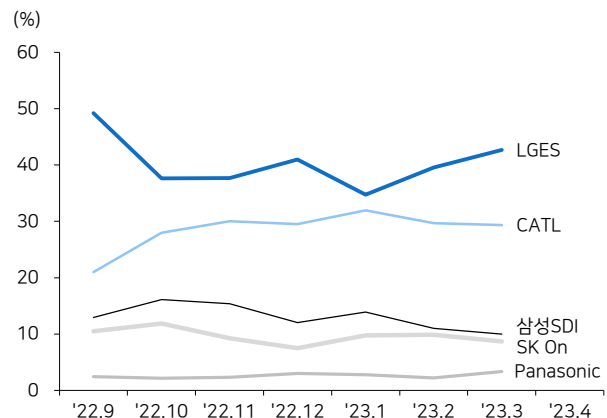
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 시장 배터리 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

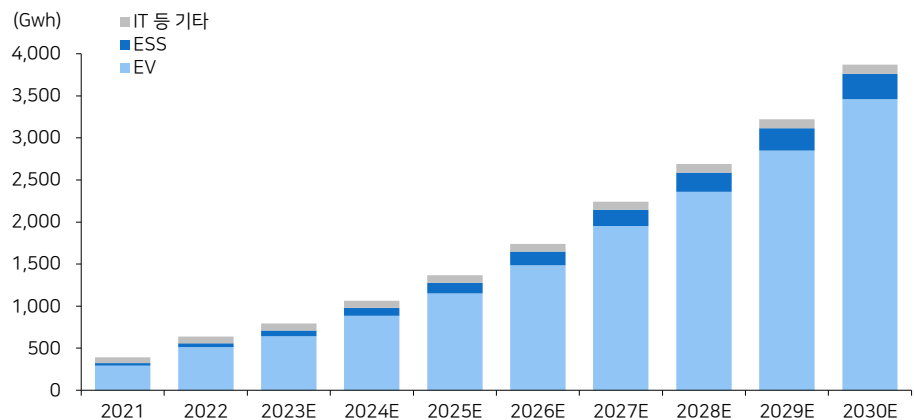
그림10 유럽 시장 배터리 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

당사의 이차전지 수요 전망은 2023년 793GW(EV 643Gw, ESS 67Gw 등)이다. Tesla 등 기존 내연기관 자동차 생산기업들의 중장기 EV 전략이 가시화 중으로 전기차용 이차전지는 2021~30년 연평균 +28% 성장할 전망이다. 기존 전망치 EV 외 수요 전망치에 추가 개선 요인은 (1) 신재생 에너지 설치량 증가에 ESS 수요 전망치 상향, (2) 신규 용도 적용(항공기/배/철도 등 Mobility 영역 및 데이터센터 등)이다. 결국 이차전지 생산기업들에게 요구되는 사업 역량은 (1) 전방 수요 대응 가능한 생산Capa, (2) 다변화된 배터리 Chemistry 등 기술 Road-map, (3) 신규 투자 가능한 현금확보 등이다.

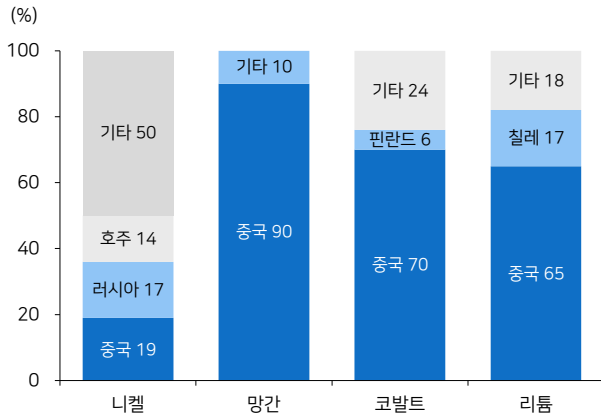
그림11 이차전지 수요 전망



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

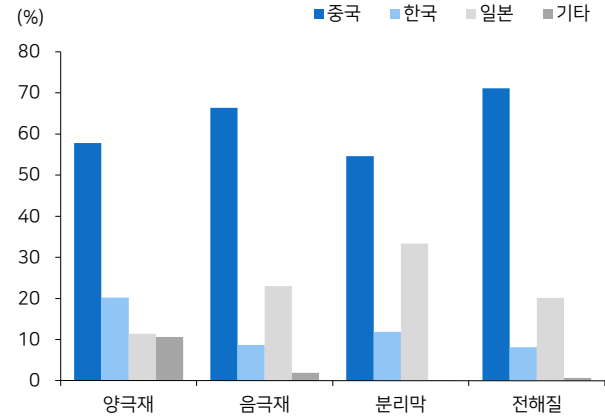
또한 미국 IRA, 유럽 CRMA 등 구체적인 공급망 정책 발표로 소재-셀 생산의 수직 계열화, 공급망 관리(Supply-chain Management)가 핵심이다. 당사가 주목하는 2023년 하반기 공급망 전략의 핵심은 (1) Upstream의 정/제련(Refining/Smelting), (2) 양극재의 전구체 확보이다. Tesla의 Elon Musk는 2022년 'A License to Print Monty', 2023년 'Please Refine Lithium' 등으로 배터리 Upstream의 정/제련 사업의 중요성을 역설하기도 했다. 특히 미국 IRA 및 유럽 CRMA에서 주요 광물로 지정되어 중국 외 기업/국가에서 정/제련된 광물을 확보하는 전략이 핵심이다.

그림12 이차전지 주요 원자재 국가별 정/제련 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

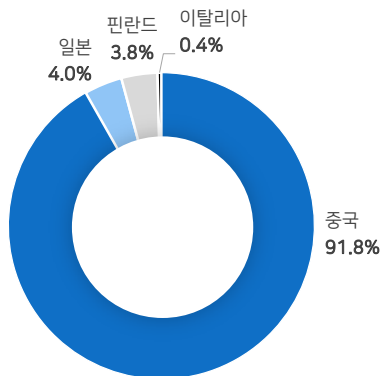
그림13 이차전지 주요 소재 중국의 생산량 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

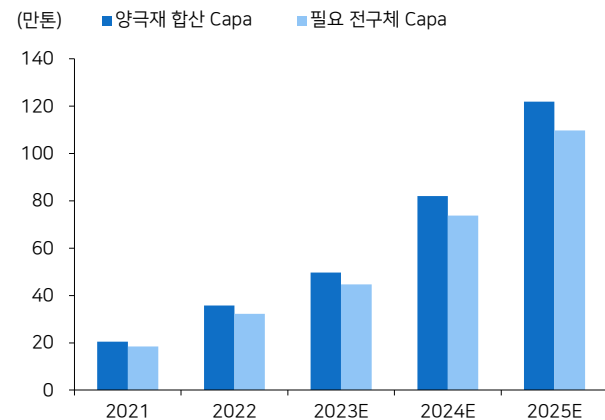
2023년 하반기 국내 증시 상장을 앞둔 에코프로 머트리얼즈로 전구체 사업가치에 대한 관심이 높아지겠다. 현 시점 양극재 기업들의 전구체 사업 전략이 (1) 계열사를 통한 조달(에코프로 머트리얼즈), (2) 전략적 JV(엘앤에프-LS, LG화학-화유코발트 등)를 통한 조달이다. 전구체 생산기업들은 3가지로 사업이 분류된다. Type 1: Upstream 정/제련 사업 역량을 보유하여 원재료를 직접 조달 가능한 기업들(해외 GEM, 화유코발트, SMM, 국내 에코프로 머트리얼즈, LS MnM), Type 2: 자체 원재료 조달 및 전구체 생산하여 고객사향 판매(해외 CNGR, Ningbo Ronbay, 국내 에코앤드림), Type 3: 전구체-양극재를 내재한 기업(JH케미칼-엘앤에프 등)이다. 당사 판단은 Type 1 및 3의 사업 경쟁력이 가장 높다는 판단이다.

그림14 한국의 전구체 수입 국가별 비중



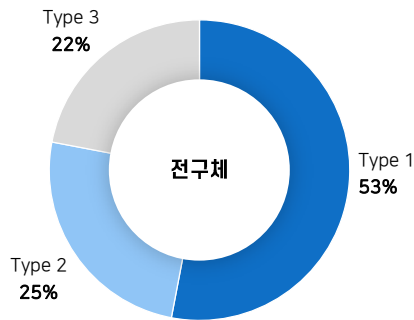
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 양극재 기업들 생산Capa에 맞춘 전구체 필요량



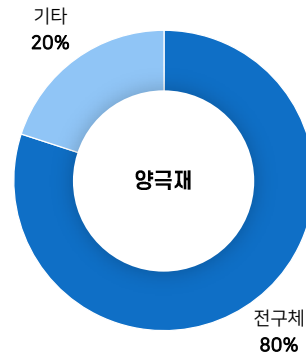
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 전구체 생산 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

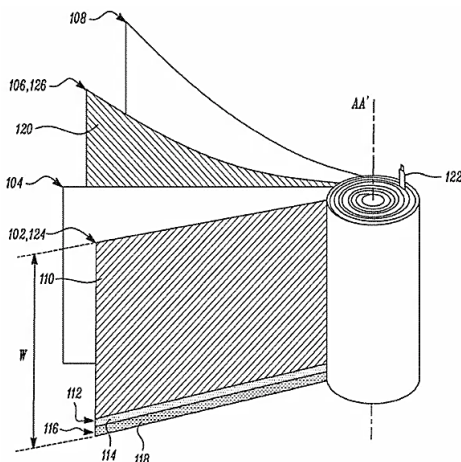
그림17 양극재의 원가 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

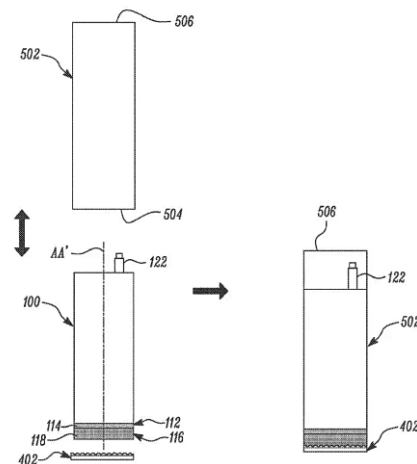
4Q23 LG에너지솔루션을 필두로 신규 폼팩터 4680 전지 양산이 예상된다. 4680 전지 양산으로 (1) 생산원가 절감, (2) 전지 효율성 개선, (3) 생산량 극대화가 이뤄질 전망이다. 특히 Tesla는 4680 전지에 Tabless로 전기와 열 저항을 개선했으며, Tab의 용접 공정이 없어 기존 형태의 2170 전지 대비 생산성이 향상된 전지이다.

그림18 Tesla의 원통형 전지 모형



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

그림19 기존 2170 Vs. Tesla의 4680 전지 탭 구조



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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 발생 할 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.