



Overweight (Maintain)

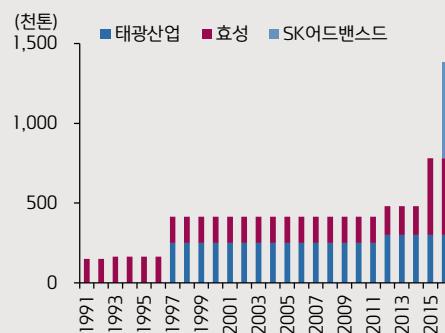
화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

국내 PDH 업체 생산능력 추이



한화토탈 신규 LPG(C3) 탱크



- 당사는 9월 27일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

산업분석

화학

LPG, 새로운 대안이 되고 있다



북미와 이란의 LPG 수출 증가, 동북아시아 LPG 도입처 다각화 확대 등으로 역내 LPG 가격이 하락하고 있다. 이에 국내 NCC 업체는 원가 측면에서 나프타 대비 LPG가 프리미엄을 갖는 구간이 오면 크래커에 LPG 투입 비중을 늘리며 전사 마진을 확대하고 있는 상황이다. 또한 LPG 가격 하향 안정화로 PDH를 통하여 PP를 생산하는 효성도 견조한 실적 흐름을 기록하고 있다.

>>> 국내 NCC 업체, LPG 대체 투입 비중 확대 추세

롯데케미칼, LG화학, 한화토탈 등 국내 NCC 업체는 최근 가격이 낮아진 LPG를 크래커에 나프타와 혼용하는 비중이 커지고 있는 상황이다. 이는 1) 난방유 수요가 제한된 4~9월 등 하절기에는 LPG 가격이 나프타 대비 할인 거래가 되어 크래커에 LPG 투입 비중을 늘리게 되면 전사 에틸렌 마진이 증가하고, 2) LPG 투입 비중을 높이게 되면 부산물 생산 비중은 감소하지만 최근 시황이 좋은 에틸렌 산출 비중은 커지기 때문이다. 일반적으로 LPG를 사용(40%)하면 에틸렌 산출 비중이 나프타 사용(25%) 대비 약 17%가 증가한다.

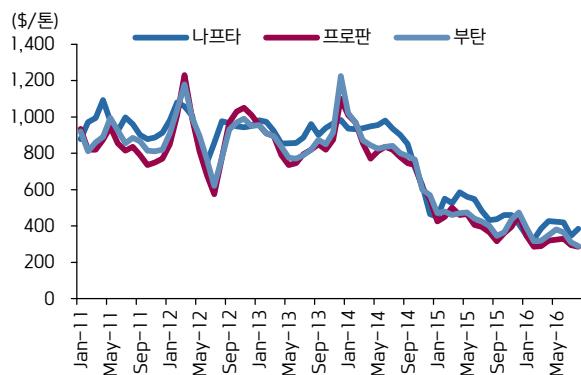
한편 현재 롯데케미칼, LG화학, 한화토탈 등은 지속적인 설비 개조 및 탱크 확보를 통하여 크래커의 LPG 대체 투입 비중을 10~20%까지 확대가 가능한 상황이다. 원료 다변화 측면에서 미진하였던 대한유화도 최근 NCC 리밸핑과 동시에 LPG를 원료로 투입할 수 있는 비중을 높이고 있다. 참고로 LPG 가격이 나프타 가격의 95% 수준이거나, 톤당 \$50 수준 할인 거래될 때 LPG가 대체 원료로 경제성을 가지는 것으로 보인다.

>>> PP를 통합한 PDH는 경제성이 견고한 상황

중국 및 국내 On-Purpose 설비(CTO/CTP/PDH/OCU) 확대로 인하여 프로필렌 가격이 하락하여 최근 국내 PDH 업체 경제성에 대한 우려가 존재하였다. 하지만 파나마 운하 확장에 따른 미국 LPG 수출 확대 및 이란의 아시아 수출 증가로 역내/외 LPG 시장의 경쟁이 심화되고 있어, 역내 LPG 가격의 벤치마크이자 기준 가격인 사우디아라비아의 LPG 계약 가격이 지속적으로 하락하고 있는 상황이다.

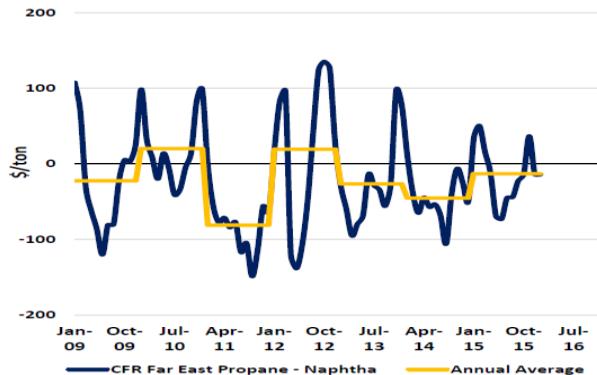
이에 따라 효성, SK아드밴스 등 PDH 업체는 설비 특성 상 원래 석유화학 원료가 아닌 프로판이라는 연료를 유일한 원료로 사용하기 때문에 동절기에는 마진율 훼손이 일부 존재하나, 프로판 가격 안정화 지속으로 연간 전체로는 견조한 실적 흐름을 지속할 전망이다. 한편 효성의 경우 다운스트림 PP를 통합하고 있어, PP를 통합한 NCC와 유사한 고 마진율을 기록하고 있는 것으로 추정된다.

LPG/프로판/나프타 가격 추이



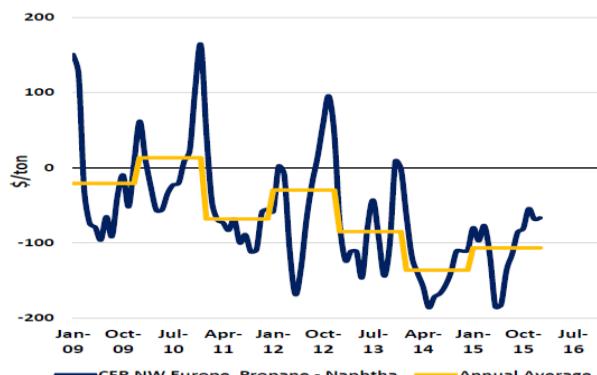
자료: 페트로넷, 블룸버그, 키움증권 리서치

동북아시아 프로판-나프타 스프레드 추이



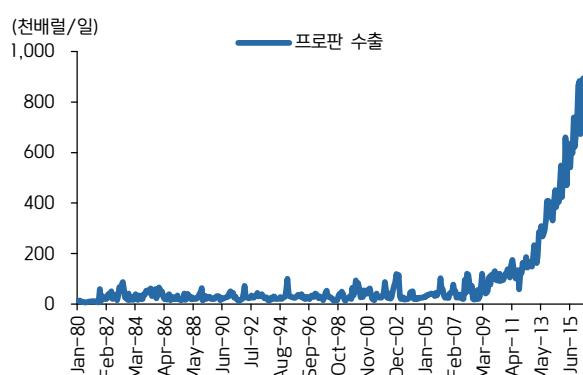
자료: Poten, 키움증권 리서치

서유럽 프로판-나프타 스프레드 추이



자료: Poten, 키움증권 리서치

미국 프로판 수출 추이(월별)



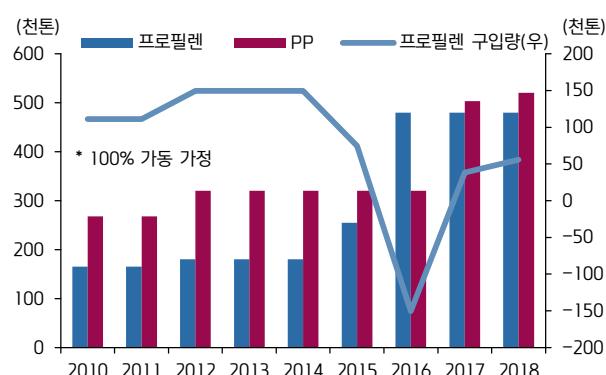
자료: EIA, 키움증권 리서치

SK어드밴스드 울산 공장 전경



자료: SK가스, 키움증권 리서치

효성 PP/DH 생산능력 및 프로필렌 구입량 추이(연별)



자료: 효성, 키움증권 리서치

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2014/11/07	Buy(Maintain)	99,000원
	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/28	Buy(Maintain)	340,000원

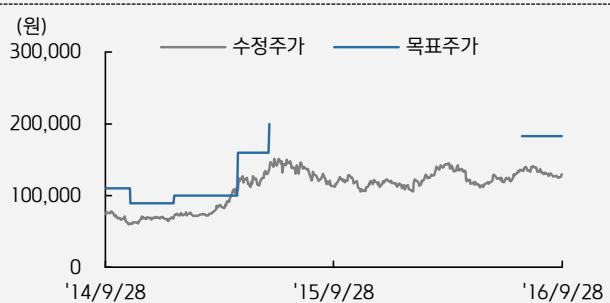
종목명	일자	투자의견	목표주가
효성 (004800)	2014/08/19	Buy(Upgrade)	110,000원
	2014/11/07	Buy(Maintain)	89,000원
	2015/01/16	Buy(Maintain)	100,000원
	2015/04/29	Buy(Maintain)	160,000원
	2015/06/17	Buy(Maintain)	200,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	183,000원
	2016/09/28	Buy(Maintain)	183,000원

목표주가 추이 (2개년)

대한유화(006650)



효성(004800)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%