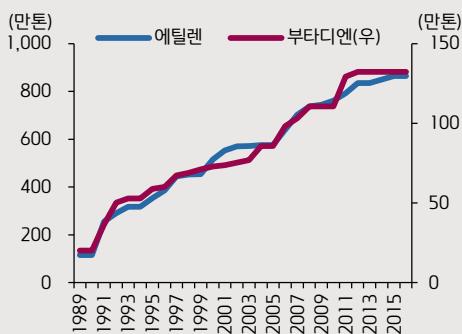




Overweight
(Maintain)

화학/정유
Analyst 이동우
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

국내 부타디엔/에틸렌 생산능력 추이



롯데케미칼 여수 부타디엔 공장 전경



- 당사는 9월 29일 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.

화학

부타디엔 스프레드, 에틸렌과 역전 현상



이번 주 부타디엔 가격/스프레드가 에틸렌 보다 높게 형성되었다. 역내 크래커의 정기보수에 따른 수급타이트 현상이 지속되었기 때문이다. 현재 부타디엔 스프레드는 톤당 \$790로 제품 가격을 고려할 경우 국내 NCC의 부타디엔은 30% 이상의 고마진율을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 부타디엔 등 에틸렌 부산물의 가격 상승으로 국내 NCC 업체의 에틸렌 Cash Cost 또한 추가적인 하락이 전망된다.

>>> 부타디엔 고 마진율 유지 중

이번 주(9월 26일) 부타디엔 스프레드는 톤당 \$790을 기록하며 에틸렌 스프레드를 뛰어 넘었다. 부타디엔 가격이 톤당 \$1,200인 것을 고려하면 감가상각비 및 일부 변동/고정비를 고려하더라도 부타디엔 생산업체(크래커 통합)는 30~40% 이상의 높은 영업이익률을 기록하고 있는 것으로 보인다. 여전히 에틸렌 스프레드가 견조한 수준을 유지하는 가운데, 부타디엔 등 부산물(By-Products)의 가격/스프레드 상승으로 국내 NCC 경제성의 주요 벤치마크인 에틸렌 Cash Cost는 추가적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 롯데케미칼(Buy, TP 46만원), 대한유화(Buy, TP 34만원), 한화토탈/여천NCC(비상장) 등 국내 NCC 업체에 대한 기존의 긍정적인 시각을 유지한다.

한편 최근 부타디엔 가격/스프레드의 강세는 3분기 중국(Sinopec SABIC Tianjian)/대만(Formosa)/싱가폴(PCS)/일본(JX Energy)/한국(SK종합화학) 등 크래커들의 정기보수 확대 및 일본 크래커 합리화 증가에 따라 역내 부타디엔 수급이 타이트해졌기 때문이다. 또한 유럽 등 역외 지역도 크래커 및 추출업체 모두 생산 제한에 직면해서 동시에 수급타이트 현상이 발생한 점도 또 하나의 요인이다. 지난 6월 프랑스의 파업 여파가 예상보다 커진 것으로 보인다. 참고로 부타디엔은 기체 상태의 특성 상 재고 처리/보관 비용이 많이 들어 타 모노머/폴리머 대비 재고 비축이 제한되어, 수급이 타이트해질 경우 스프레드 및 마진이 급속히 개선되고, 공급 과잉이 발생할 경우 제조업체 및 트레이더의 투매 현상이 발생하는 등 마진 변동성이 큰 패턴이 보인다.

>>> On-Purpose BD, 대안이 되지 못하고 있다

일부 정기보수 크래커의 재 가동 및 역내 1위 합성고무 업체 정기보수로 10월 이후 부타디엔 스프레드의 일부 축소가 예상되지만, 중장기 스프레드 개선세는 지속될 전망이다. 북미 크래커의 경질 원료 투입 증가, 북미 에탄 활용 증가에 따른 유럽 크래커 개조 확대, 중국 CTO/MTO 신증설 등으로 부타디엔은 작년을 바닥으로 2020년까지 수급이 개선될 전망이기 때문이다. 참고로 올해 순증하는 세계 생산능력은 21만톤 수준으로 2014년 대비 30% 수준에 불과할 전망이다. 한편 프로필렌과 다르게 On-Purpose 방식의 부타디엔은 아직까지는 Capex(예: 40만톤 플랜트, 1조원 이상 투자)가 크고, 제조원가가 현재 부타디엔 가격 보다 톤당 \$200~300 이상 높기에 향후 5년내 크래커에서 나오는 부타디엔을 대체할 스윙 공급자 위치에는 도달하지 못할 전망이다.

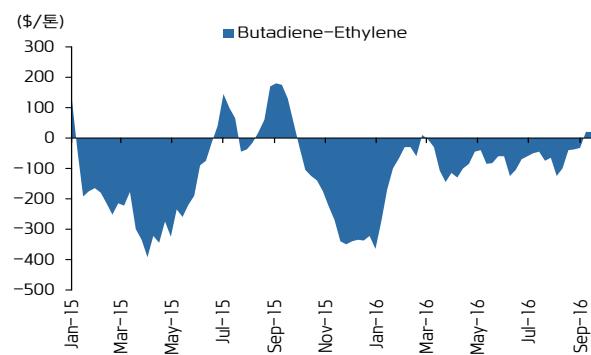
국내 부타디엔 업체 생산능력 현황

구분	롯데케미칼		LG화학		한화토탈		금호석유화학		YNCC	SK종합화학	대한유화		
	대산	여수	대산	여수	대산	여수	울산	여수	울산	온산(증설전)	온산(증설후)		
부타디엔	150	150	140	155	120	147	90	240	130	63	107		
B/E 비율	13.5%	15.0%	13.5%	13.4%	11.0%	-	-	12.6%	15.1%	13.4%	13.4%		

* 대한유화는 국내 평균 수율을 고려한 이론적 가정치. 현재 Mixed C4 형태로 외부 판매하고, Raffinate 1, 2 등을 거래 상대방과 스왑함.

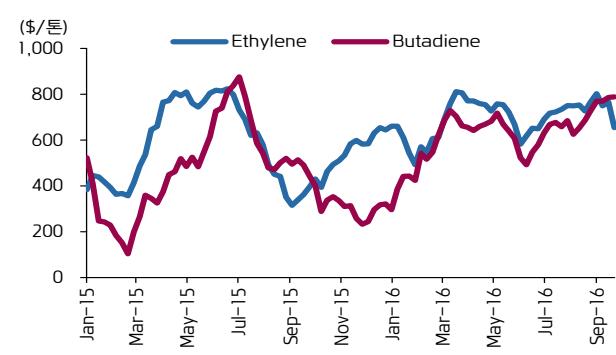
자료: KPIA, 키움증권 리서치

부타디엔-에틸렌 가격 차이 추이(주별)



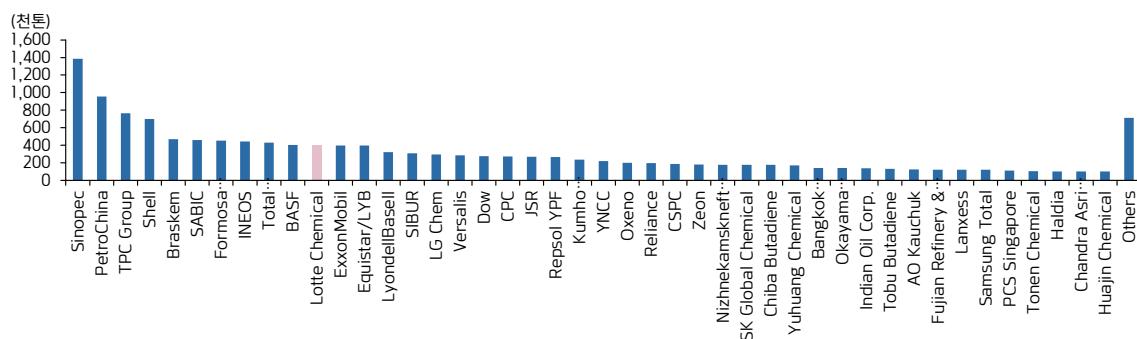
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

부타디엔/에틸렌 스프레드 추이(주별)



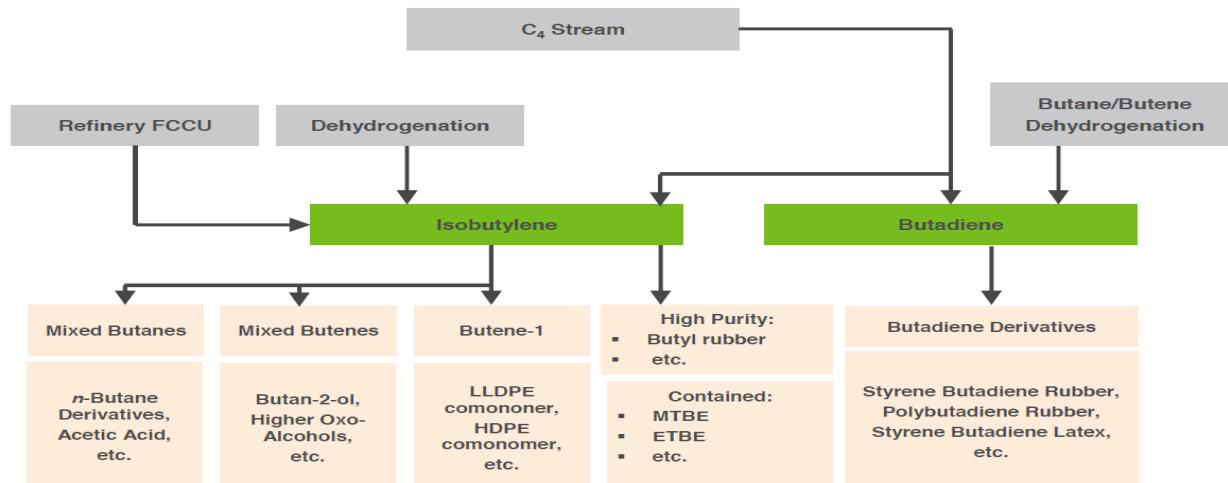
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

부타디엔 생산능력 현황(업체별)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

C4 체인 Flow



자료: Nexant, 키움증권 리서치

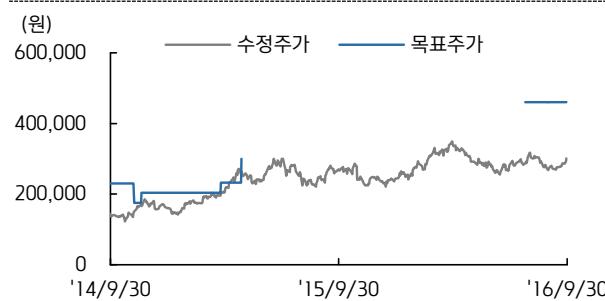
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
롯데케미칼 (011170)	2014/11/07	Buy(Maintain)	175,000원
	2014/11/19	Buy(Maintain)	204,000원
	2015/03/10	Buy(Maintain)	204,000원
	2015/03/26	Buy(Maintain)	232,000원
	2015/04/28	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	460,000원
	2016/09/02	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/28	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/30	Buy(Maintain)	460,000원

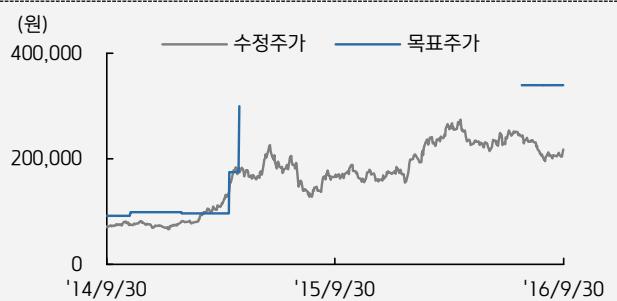
종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2014/11/07	Buy(Maintain)	99,000원
	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	340,000원
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)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

목표주가 추이 (2개년)

롯데케미칼(011170)



대한유화(006650)



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%