

2017. 8. 4



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

롯데케미칼(011170)	Buy	480,000원
---------------	-----	----------

화학

롯데케미칼:

현대케미칼 가동의 최대 수혜기업

- ✓ 현대오일뱅크와 롯데케미칼의 합작사 현대케미칼의 수많은 이점이 부각될 시점
- ✓ 현대케미칼 이익은 (1) M-X, 벤젠-납사 마진, (2) 일반 정제마진으로 구성
- ✓ 2H17 현대케미칼 이익은 유가 및 BTX 반등을 고려해 이익은 1,030억원을 추정
- ✓ 현대케미칼 가동의 최대 수혜기업은 롯데케미칼: 수익성 개선과 지분법 이익 증가
- ✓ 화학업종에 투자의견 비중확대, 롯데케미칼(TP 48만원)을 최선호주로 유지

Win-Win 투자 사례: 현대케미칼(현대오일뱅크와 롯데케미칼 60:40 JV)

롯데케미칼 아로마틱스 사업부의 영업이익률은 1Q17 13.8%, 2Q17 22.4% 기록하며 16년 평균이익률 3.3% 대비 큰 폭으로 개선되었다. 동기간 지분법 이익은 606억원(현대케미칼 251억원), 885억원(현대케미칼 144억원)으로 증가하며 신규 가동된 설비의 위력을 증명했다.

롯데케미칼과 현대오일뱅크가 14년 5월 투자(투자비용 1.2조원)하여 16년 11월 본격 가동에 돌입한 현대케미칼은 (1) BTX의 핵심원료 M-X 조달, (2) 원재료 조달 비용 절감의 목적으로 탄생했다. 컨덴세이트 스플리터(13만배럴/일)를 통해 벤젠(31만톤)과 경질납사(85만톤)는 롯데케미칼에 조달, M-X(100만톤)을 비롯한 기타 제품들은 현대오일뱅크에 판매하는 사업구조이다. 현대오일뱅크는 M-X 100만톤을 현대케미칼에서 자체 조달 받으며 운송비를 절약했고, 롯데케미칼 아로마틱스 사업부는 현대오일뱅크의 기존 일본산 M-X 계약물량을 시장가격으로 대신 조달받는 구조다.

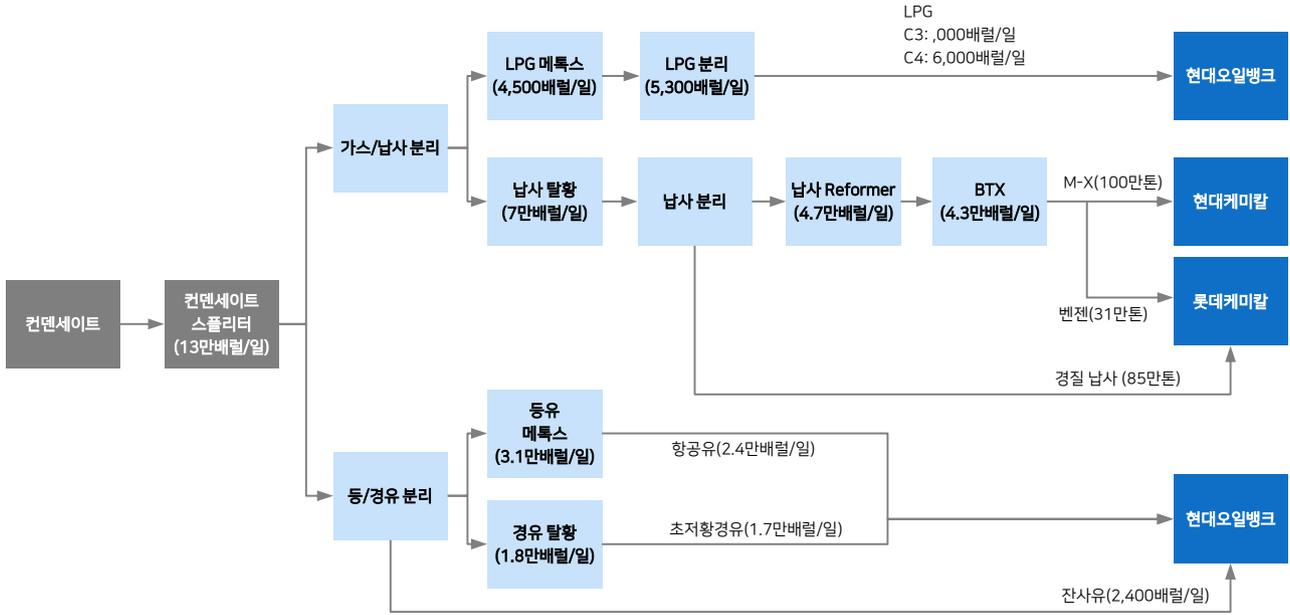
현대케미칼 수익지표: M-X와 벤젠 스프레드+단순 정제마진

동사의 이익은 (1) MX-납사 스프레드, (2) 벤젠-납사 스프레드, (3) 단순 정제마진으로 구성된다. 납사를 투입한 Reformate를 거쳐 BTX 공정에서 추출된 M-X는 외부 판매를, 톨루엔은 타도레이 공정 원재료로 사용되어 벤젠/자일렌을 생산 후 외부 판매하는 방법이다. 동사의 BEP는 170달러/톤으로 파악되는 바, 8월 현재 M-X와 벤젠 각각의 스프레드는 207달러/톤, 290달러/톤으로 기타 BTX공정 대비 높은 수익성을 확보했다는 판단이다.

롯데케미칼이 현대케미칼 가동의 최대 수혜 기업

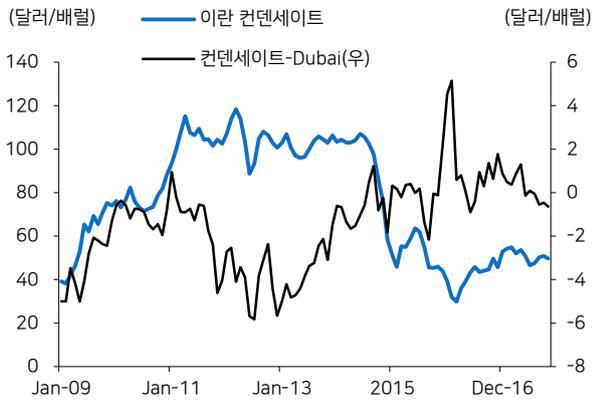
롯데케미칼은 현대케미칼 가동으로 지분법 이익 증가와 수익성 개선의 최대 수혜를 받는 기업이다. 이는 아로마틱스 원재료 M-X의 안정적인 조달과, (1) 신규 수요 창출: 중국의 페 폴리에스터 수입 중단 효과, (2) 다운스트림 설비 정상화: PX-PTA 정기보수 종료에 따라 2H17 아로마틱스 사업부 이익률은 12%로 여전히 높은 수익성을 시현할 전망이다. 현대케미칼의 지분법 이익기여도는 3Q, 4Q 각각 +108억원(정기보수 기회손실 약 -30억원)과 +144억원으로 증가하겠다. 상반기 재고조정의 최악의 구간을 통과했고, 2H17 수요 증가가 공급을 압도하는 NCC Up-cycle을 눈앞에 두고 있다. 2H17 롯데케미칼의 영업이익은 1.6조원(+14% H-H), 연간 이익은 3.0조원을 달성할 전망이다. 17년 추정치 기준 PER 5.0배, PBR 1.3배로 여전히 저평가된 구간이라 판단한다. 화학업종 최선호주로 롯데케미칼을 유지하고, 주가 조정 시마다 비중을 확대하는 전략을 제시한다.

그림1 현대케미칼의 컨덴세이트 스플리터 사업 구조(이란산 컨덴세이트 투입량 10만배럴/일)



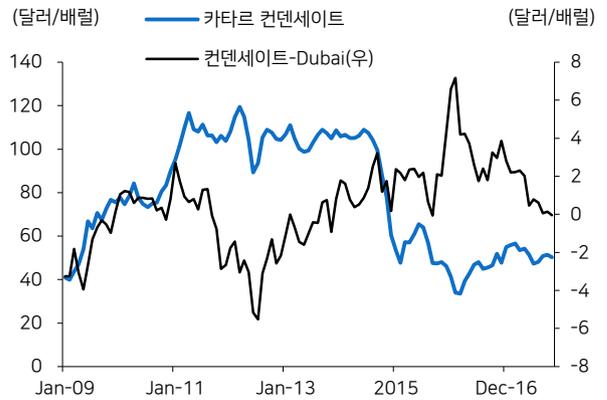
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 이란 기준 컨덴세이트 가격과 Dubai 간 스프레드 추이



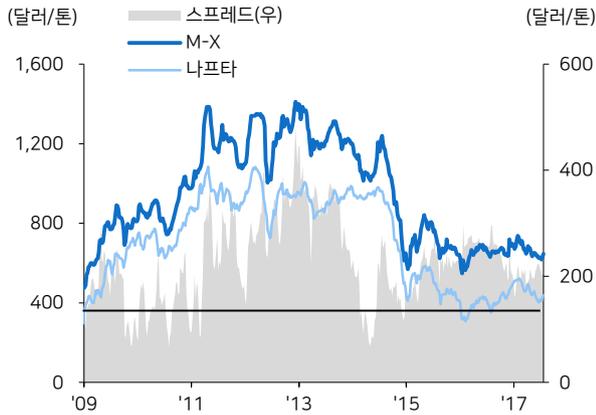
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 카타르 기준 컨덴세이트 가격과 Dubai 간 스프레드 추이



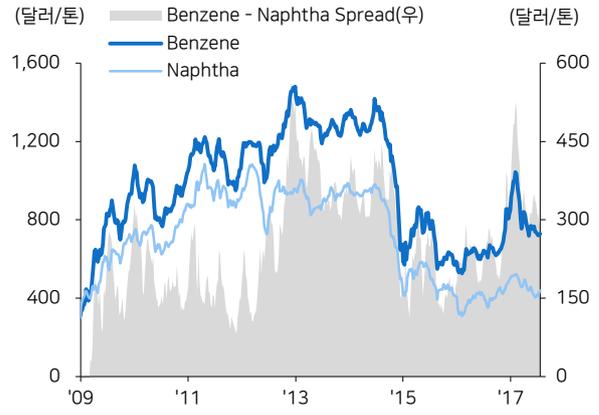
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 현대케미칼 수익 추정 1순위: M-X와 납사 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 현대케미칼 수익 추정 2순위: 벤젠-납사 스프레드



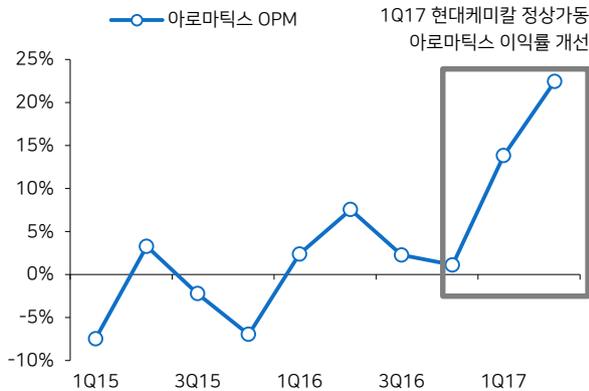
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 현대케미칼 수익 추정 3순위: 단순 정제마진



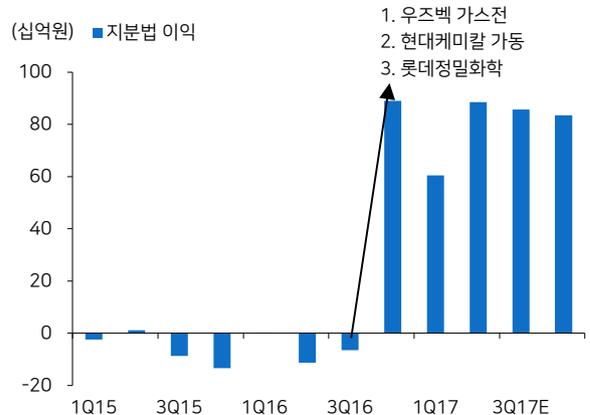
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 현대케미칼 가동 후 롯데케미칼 아로마틱스 이익률 개선



자료: 롯데케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 롯데케미칼: 적재적소 투자를 잘하는 기업



자료: 롯데케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 현대케미칼 분기 실적 및 지분법 이익 추이

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
현대케미칼 영업이익	902	522	420	610
지분법이익(롯데케미칼 귀속)	251	144	108	144

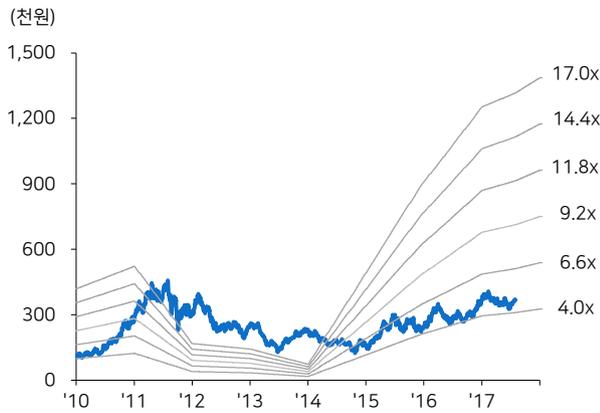
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 현대오일뱅크와 현대케미칼의 정기보수 스케줄

회사	설비	기간	비고
현대오일뱅크	#2 정제설비	8/20~9/18	
	FCC	8/19~9/19	
	#2,3 SRU	8/21~9/11	
현대케미칼	케로신 공정	9/1~9/8	기회손실 약 30억원 예상

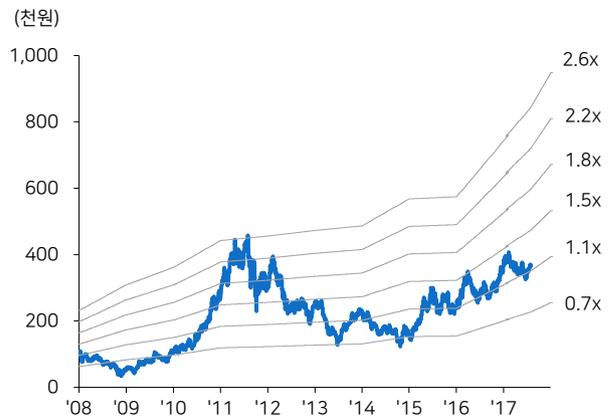
자료: 현대오일뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 롯데케미칼 12M Fwd. PER 밴드차트



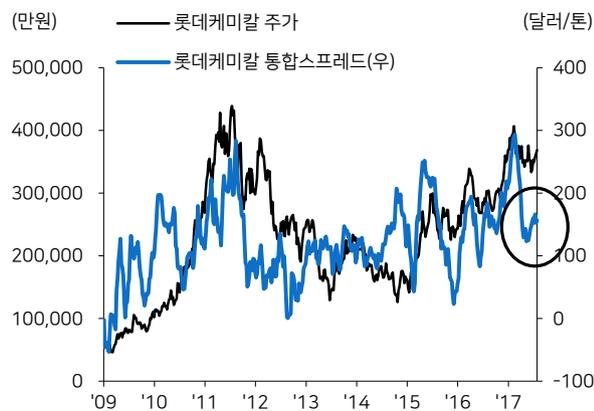
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 롯데케미칼 스팟 스프레드: 최악의 국면 통과



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 롯데케미칼 래깅 스프레드: 부정적 래깅 효과 제거



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.05	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.02	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.06	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2016.02.03	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.04.28	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.08.04	산업브리프	Buy	480,000	노우호	