

2018. 5. 8



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

롯데케미칼(code)	Buy	600,000원
대한유화(code)	Buy	400,000원

화학

유가에 대한 과민반응

- ✓ 5/4 롯데케미칼과 대한유화의 증가는 각각 -5.1%, -5.6% 전일대비 하락 마감
- ✓ 주가 급락 요인은 국제유가 상승에 따른 NCC 원재료 나프타 강세 전환 우려감
→ 5/12 이란 핵협정 폐기 시한 도래 및 원유 비상업포지션 증가에 기인
- ✓ 여전히 견고한 화학업종 펀더멘털과 주요 제품 스프레드 반등 구간 도래
- ✓ 유가 85 달러/배럴까지 수익성에 무리가 없다는 판단, 화학업종 비중확대 전략 제시

원재료 가격 상승 우려감에 따른 과도한 주가 하락

5/4 롯데케미칼과 대한유화의 증가는 전일대비 -5.1%, -5.6% 하락마감했다. 화학업종 주가 약세의 주된 이유는 (1) 원재료 상승 압박 우려감, (2) 수요 둔화 우려감(5 월 중동 라마단 돌입 등) 때문이다. 70 달러/배럴에 안착한 유가의 추가 상승은 제한적, 나프타 강세도 지속되기 어렵다. 유가 변동의 주된 축은 수급이다. 이는 지정학적 리스크(5/12 이란 핵 재협상 시한 도래)와 금융요인(유가에 대한 비상업적 포지션 증가)보다 유가를 움직이는 큰 원동력이다. 불확실성이 해소되는 5월부터 원유수급 Re-balancing에 따라 유가는 65 달러/배럴로 회귀하겠다.

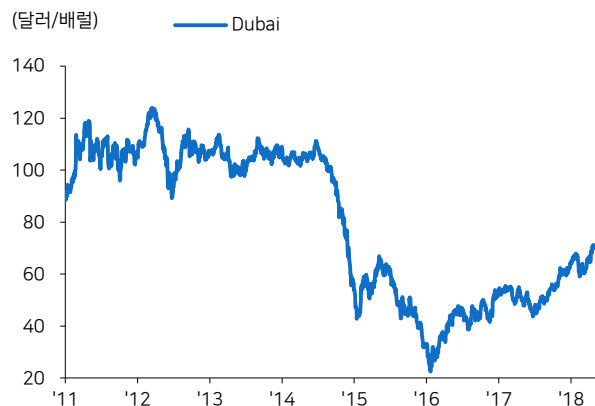
원가 경쟁력 확보가 관건: 85 달러/배럴 수준에도 국내 NCC 수익성 양호

화학산업은 원가와 전/후방 제품들의 수급구조와 연동되어 가동률이 고려되는 특성을 갖추고 있다. 북미 ECC 신규가동으로 글로벌 수급변화가 가시화된 현 시점에서 화학 설비별 원가 경쟁력이 향후 수급을 결정할 요인이다. 이미 수익성 한계에 봉착한 유럽/일본(NCC)과 중국(CTO/MTO)의 설비 폐쇄 스케줄을 감안하면 타이트한 수급은 지속될 전망이다. 2020년을 기점으로 일본/유럽 소재 가동연수가 50년이 넘는 설비는 총 1,070 만톤(유럽 800 만톤, 일본 270 만톤)으로 추산되고, 이 중 스크랩 대상이 되는 설비는 총 3 백만톤으로 파악된다. 중국 석탄설비는 환경규제 영향(석탄 사용량 규제와 환경세 부담)으로 가동률 추가하락이 예상된다.

방향성에 논란이 많을수록 상승여력은 더 큰 법!

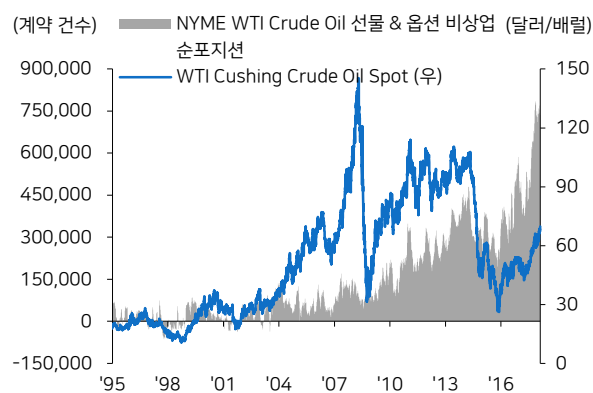
패러다임의 변화에 주목하자. 1 차 호황(16~17 년)이 저유가에 따른 원가 Cycle, 2 차(18 년 현재)는 수요개선에 따른 Re-rating 이 현실화되는 Super-Cycle 이다. 원가수준 논쟁에도 불구하고, 국내 NCC 의 수익성은 유가 85 달러/배럴까지도 유지된다. 결론적으로 꾸준히 외형확대가 가능한 기업에 집중할 필요가 있다는 판단이다. 화학업종 비중확대 전략과 롯데케미칼과 대한유화에 대해 업종 최선호주로 제시한다.

그림1 국제유가 흐름: 60달러/배럴 후반에 안착



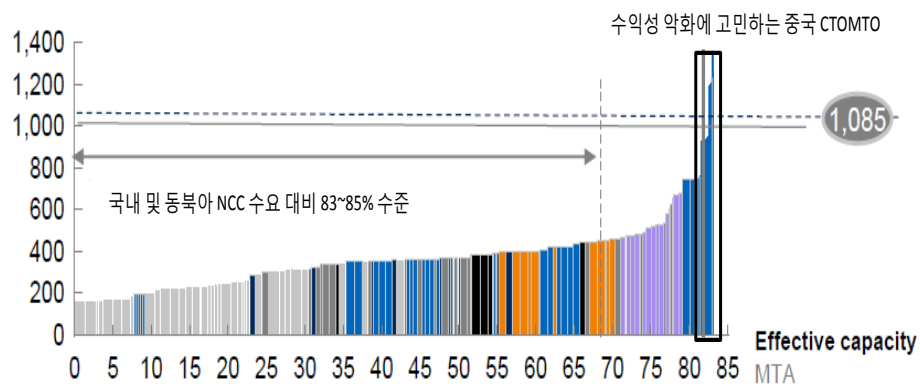
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 원유 시장 비상업적 포지션 추이



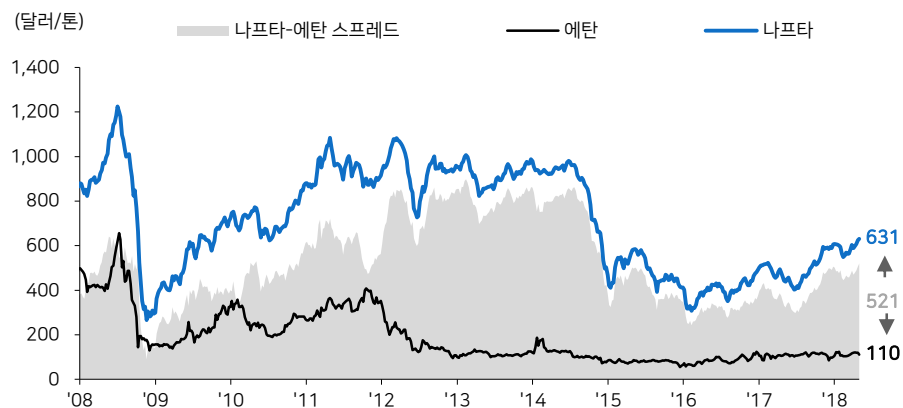
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 에틸렌 Cost-Curve: 국제유가 85달러/배럴 수준에도 수익성에는 큰 문제가 없는 상황



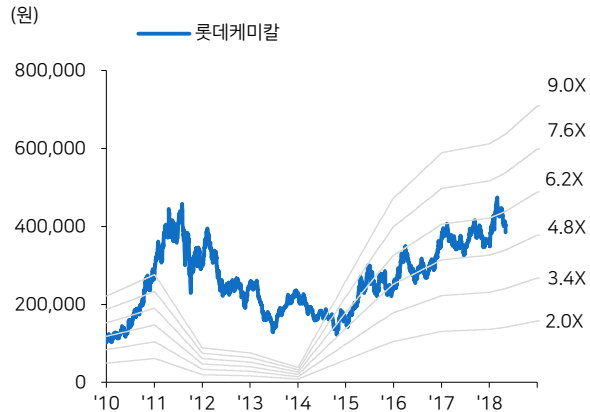
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 나프타와 에탄의 가격 차이



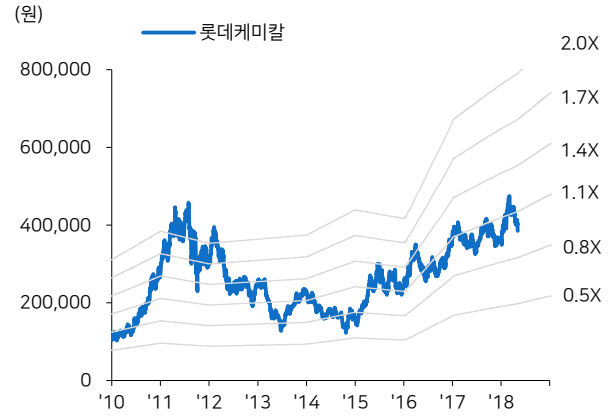
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



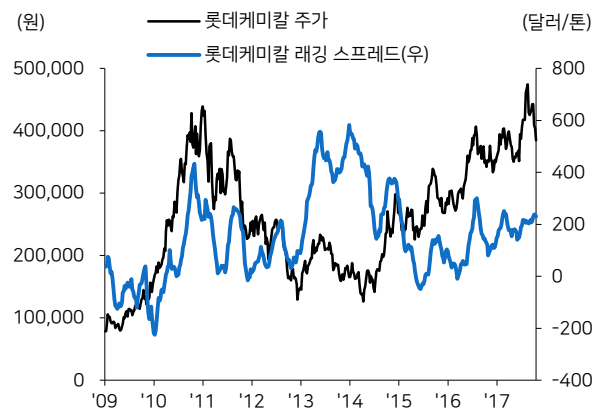
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 롯데케미칼 통합 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 롯데케미칼 래깅 스프레드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 대한유화 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 석유화학 주요 제품별 가격 흐름																
(달러/톤)	5/4	WoW	4/27	4/20	4/13	18.5	MoM	18.4	18.3	18.2	2Q18	QoQ	1Q18	4Q17	3Q17	2Q17
나프타	631	0.8%	626	608	599	631	4.2%	605	577	566	611	4.8%	582	570	467	445
Ethylene	1,200	-3.2%	1,240	1,310	1,400	1,200	-9.9%	1,333	1,324	1,238	1,306	0.2%	1,303	1,266	1,138	1,036
Propylene	1,043	-0.4%	1,047	1,048	1,032	1,043	1.0%	1,032	1,022	1,080	1,034	0.4%	1,029	923	885	830
Butadiene	1,460	0.0%	1,460	1,330	1,330	1,460	6.2%	1,375	1,400	1,361	1,392	3.8%	1,341	1,057	1,197	1,064
Benzene	840	-0.5%	844	838	832	840	0.3%	838	860	905	838	-5.8%	890	839	763	769
Toluene	760	0.8%	754	728	716	760	5.0%	724	686	730	731	2.2%	715	681	628	615
LDPE	1,210	0.0%	1,210	1,210	1,220	1,210	0.0%	1,210	1,220	1,245	1,210	-1.3%	1,226	1,230	1,179	1,192
LLDPE	1,180	0.4%	1,175	1,175	1,180	1,180	0.6%	1,173	1,195	1,210	1,174	-1.8%	1,195	1,172	1,125	1,103
HDPE	1,240	1.6%	1,220	1,200	1,180	1,240	4.6%	1,185	1,219	1,265	1,196	-2.4%	1,226	1,165	1,101	1,096
PVC	940	0.0%	940	940	960	940	-1.1%	950	970	963	948	0.0%	948	883	918	875
PP	1,210	0.4%	1,205	1,210	1,200	1,210	0.3%	1,206	1,203	1,220	1,207	0.1%	1,206	1,123	1,056	979
HIPS	1,560	0.0%	1,560	1,560	1,550	1,560	0.6%	1,550	1,580	1,570	1,552	-0.4%	1,558	1,484	1,440	1,321
ABS	2,000	1.5%	1,970	1,980	1,980	2,000	1.3%	1,975	2,018	2,050	1,980	-2.2%	2,024	1,958	1,894	1,679
P-X	962	0.2%	961	945	935	962	2.0%	944	940	949	947	0.5%	943	869	808	801
PTA	796	0.6%	791	787	773	796	2.3%	778	779	757	782	3.2%	758	686	640	632
MEG	1,009	-0.6%	1,015	1,017	1,028	1,009	-0.2%	1,011	917	1,023	1,011	3.5%	977	909	881	746
PET	1,380	3.4%	1,335	1,300	1,195	1,380	10.4%	1,250	1,184	1,160	1,276	10.6%	1,153	1,031	988	928
카프로락탐	2,150	0.0%	2,150	2,170	2,200	2,150	-1.4%	2,180	2,152	2,045	2,174	4.9%	2,073	2,038	1,732	1,735
EDC	280	0.0%	280	280	245	280	6.7%	263	247	229	266	19.9%	222	181	212	289
VCM	740	-1.3%	750	760	760	740	-2.3%	758	778	793	754	-1.7%	767	711	668	687
AN	2,030	0.0%	2,030	1,990	1,985	2,030	2.0%	1,990	1,980	1,918	1,998	4.2%	1,917	1,922	1,556	1,540
SM	1,351	1.8%	1,328	1,298	1,334	1,351	2.4%	1,320	1,299	1,410	1,326	-1.9%	1,352	1,237	1,217	1,092
BPA	1,745	1.2%	1,725	1,695	1,635	1,745	4.3%	1,673	1,643	1,660	1,687	2.2%	1,650	1,358	1,184	1,188
MDI	3,610	11.5%	3,238	3,270	3,215	3,610	12.7%	3,204	3,284	3,646	3,286	-8.6%	3,595	4,613	4,302	3,330
TDI	4,085	6.1%	3,850	4,245	4,565	4,085	-8.2%	4,449	5,619	5,827	4,376	-24%	5,754	5,552	5,140	3,819
Phenol	1,350	0.0%	1,350	1,330	1,225	1,350	5.5%	1,280	1,235	1,248	1,294	3.0%	1,257	1,099	844	839
Acetone	715	-0.7%	720	720	700	715	1.1%	708	720	778	709	-7.6%	767	712	681	683
가성소다	600	0.0%	600	600	580	600	-0.2%	601	616	555	601	1.8%	590	629	472	446
SBR	1,670	1.2%	1,650	1,600	1,550	1,670	6.2%	1,573	1,588	1,698	1,592	-1.2%	1,612	1,590	1,554	1,524
Cotton	85.0	1.1%	84.1	83.5	83.5	85.0	2.3%	83.1	83.0	77.2	83.5	3.8%	80.5	71.5	70.4	76.8

자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

표2 석유화학 주요 제품별 스프레드 동향

(달러/톤)	5/4	WoW	4/27	4/20	4/13	18.5	MoM	18.4	18.3	18.2	2Q18	QoQ	1Q18	4Q17	3Q17	2Q17
Ethylene	569	-7%	614	702	801	569	-22%	727	747	672	695	-4%	721	696	670	590
Propylene	412	-2%	421	440	433	412	-3%	426	445	514	423	-5%	447	353	417	384
LDPE	560	-1%	566	584	603	560	-4%	586	626	662	581	-7%	626	643	698	733
LLDPE	587	0%	587	604	617	587	-3%	603	653	678	600	-7%	648	637	685	684
HDPE	590	3%	576	574	563	590	5%	561	625	682	567	-9%	626	578	619	637
PP	560	0%	561	584	583	560	-4%	583	609	637	578	-5%	606	536	574	521
MEG	631	-1%	640	652	669	631	-3%	648	571	683	644	3%	628	568	601	479
Butadiene	829	-1%	834	722	731	829	8%	770	823	795	781	3%	759	487	730	619
PTA	263	-3%	271	284	279	263	-5%	276	281	244	274	7%	255	234	211	203
Benzene	209	-4%	218	231	233	209	-10%	232	283	339	227	-26%	307	269	295	324
Toluene	129	1%	128	120	117	129	10%	118	109	165	120	-10%	133	111	160	170
M-X	177	9%	162	155	149	177	14%	155	177	212	160	-11%	179	116	183	205
P-X	332	-1%	335	337	336	332	-2%	338	363	383	337	-7%	361	299	341	356
SM	397	10%	360	316	332	397	20%	332	296	397	345	4%	333	266	338	236
HIPS	168	-13%	193	223	176	168	-12%	191	243	118	186	12%	166	210	187	196
ABS	445	4%	428	489	471	445	-4%	464	516	512	460	-12%	521	570	589	472
BPA	439	5%	417	404	436	439	3%	426	431	422	429	5%	408	260	306	314
PVC	492	0%	492	492	568	492	-7%	530	575	597	522	-12%	593	594	580	413
SBR	293	5%	279	331	272	293	11%	265	267	380	271	-16%	322	534	400	496

자료: Platts, 메리츠증권리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 08일 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,이민영)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

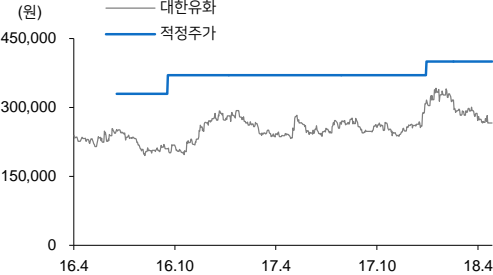
롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	-32.1	-30.5	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-32.5	-30.5	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-31.3	-26.2	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-30.9	-26.2	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	-32.6	-26.2	
2016.10.11	기업분석	Buy	480,000	노우호	-36.7	-33.1	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	-31.2	-19.7	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	-29.0	-17.6	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-28.9	-17.6	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-27.6	-15.2	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-27.2	-15.2	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.4	-15.2	
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.06.26	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.7	-15.2	
2017.07.10	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.08.04	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.2	-15.2	
2017.08.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.4	-13.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.1	-13.2	
2017.10.11		1년 경과			-18.6	-16.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-22.2	-16.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	480,000	노우호	-22.8	-16.0	
2018.01.18	기업브리프	Buy	550,000	노우호	-25.9	-22.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-26.5	-20.9	
2018.04.04	산업분석	Buy	600,000	노우호	-27.9	-20.9	
2018.05.03	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.1	-20.9	
2018.05.08	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-	-	

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	-24.3	-23.6	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-25.3	-23.6	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	-26.4	-23.6	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-27.6	-23.6	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-32.7	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	370,000	노우호	-43.3	-38.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	-36.4	-22.4	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-34.8	-20.9	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-34.0	-20.9	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.7	-20.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.4	-20.7	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.5	-20.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.08.02	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.8	-20.7	
2017.09.13	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.7	-20.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.8	-27.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	370,000	노우호	-30.5	-16.6	
2018.01.15	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-18.6	-14.5	
2018.02.26	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-22.1	-14.5	
2018.04.04	산업분석	Buy	400,000	노우호	-24.5	-14.5	
2018.05.08	산업브리프	Buy	400,000	노우호	-	-	