



## △ 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 종가는 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 종가는 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 5 월부터 원유수급 Re-balancing에 따라 유가는 65 달러/배럴로 회귀하겠다.

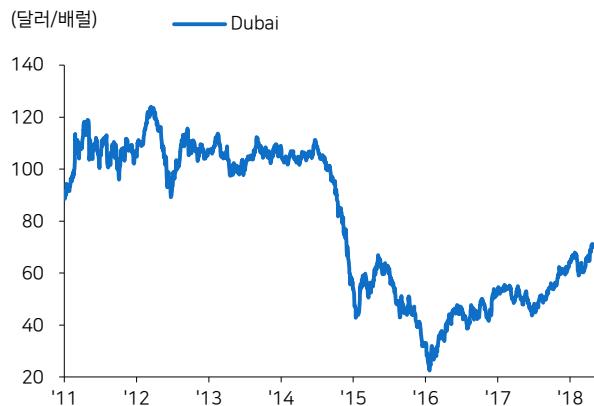
## 원가 경쟁력 확보가 관건: 85 달러/배럴 수준에도 국내 NCC 수익성 양호

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!

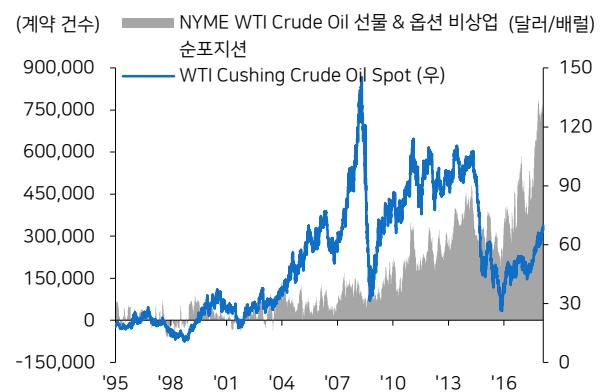
패러다임의 변화에 주목하자. 1 차 호황(16~17년)이 저유가에 따른 원가 Cycle, 2 차(18년 현재)는 수요개선에 따른 Re-rating 이 현실화되는 Super-Cycle이다. 원가수준 논쟁에도 불구하고 국내 NCC의 수익성은 유가 85 달러/배럴까지도 유지된다. 결론적으로 꾸준히 외형확대가 가능한 기업에 집중할 필요가 있다는 판단이다. 화학업종 비중확대 전략과 롯데케미칼과 대한유화에 대해 업종 최선호주로 제시한다.

그림1 국제유가 흐름: 60달러/배럴 후반에 안착



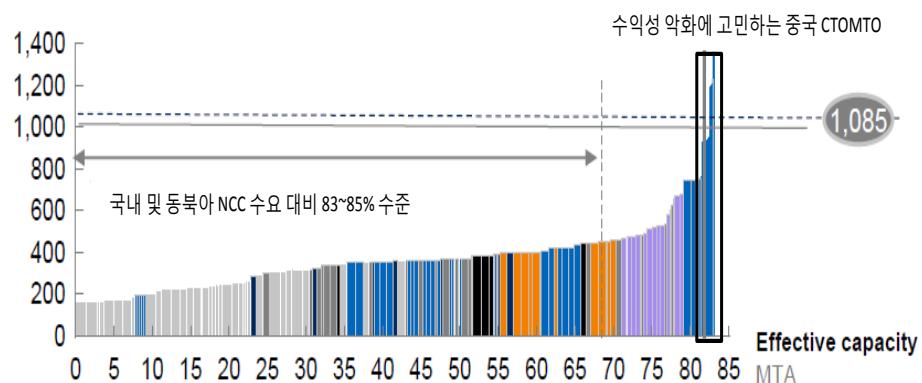
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 원유 시장 비상업적 포지션 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 나프타와 에탄의 가격 차이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드차트



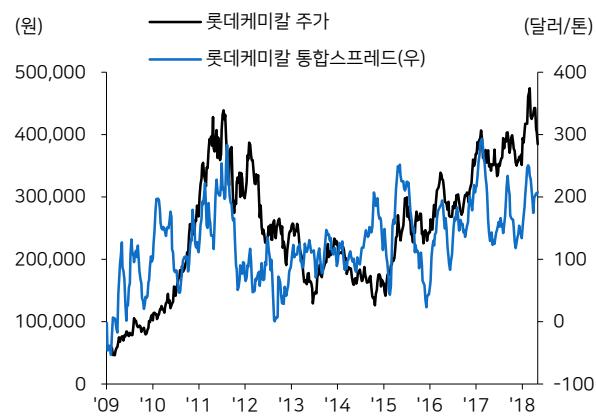
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



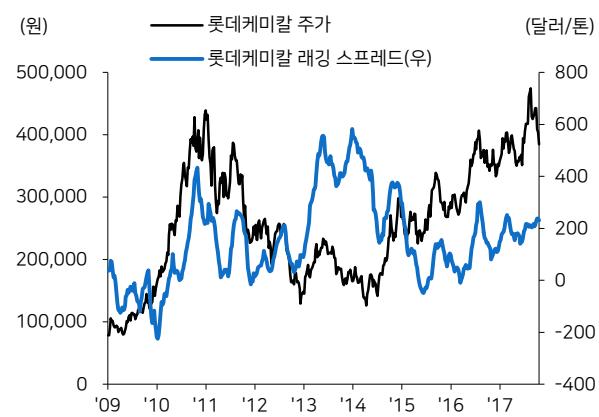
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 롯데케미칼 통합 스프레드



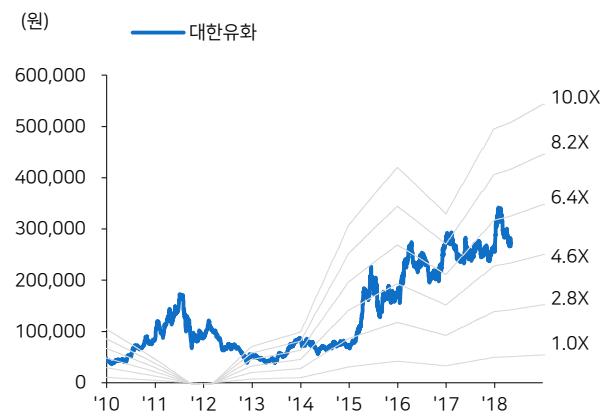
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 롯데케미칼 래깅 스프레드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 대한유화 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠종금증권 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, 메리츠종금증권 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, 메리츠증권 리서치센터

## 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

## 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	-32.1	-30.5	
2016.07.20	산업분석	Buy	430,000	노우호	-32.5	-30.5	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	-31.3	-26.2	
2016.08.05	산업분석	Buy	430,000	노우호	-30.9	-26.2	
2016.08.19	산업분석	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	산업분석	Buy	480,000	노우호	-27.6	-15.2	
2017.02.21	산업분석	Buy	480,000	노우호	-27.2	-15.2	
2017.03.03	산업분석	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	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.7	-15.2	
2017.07.10	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.6	-15.2	
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.5	-15.2	
2017.08.04	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.2	-15.2	
2017.08.21	산업분석	Buy	480,000	노우호	-25.4	-13.2	
2017.09.13	산업분석	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	산업분석	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	-	-	

