

2020. 4. 13



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

## Underweight

## Top Picks

LG화학(051910)	Buy	420,000원
한화솔루션(009830)	Buy	25,000원

## 관심종목

롯데케미칼(011170)	Hold	220,000원
금호석유(011780)	Hold	80,000원
대한유화(006650)	Hold	115,000원

## 화학

## NCC, 한 숨은 돌렸다

- ✓ 20.3월 유가 급락 이후 석유화학 설비별 원가 점검→ NCC 원가 경쟁력 우세  
(1) 납사-에탄 격차 143달러/톤, (2) HDPE 수익성 비교: NCC-ECC 1.5달러/톤 축소
- ✓ 유가 급락 이벤트: NCC의 PE 스프레드 점유율 확대 & 수익성 바닥 확인
- ✓ NCC의 원가 부담 해소는 긍정적. 글로벌 수급 불균형 기조는 부정적
- ✓ 국내 NCC 기업 주가의 Multiple 확장 요건은 제품별 수급 불균형 해소 여부  
최선호주는 LG화학과 한화솔루션 유지, 단기 trading 롯데케미칼, 금호석유 제시

## 20.4월 OPEC+ 총 970만배럴/일 감산 합의 도출: 기존 유가 전망 유지

4.12 OPEC+는 감산 합의를 도출, 20.5~6월부터 18.10월 생산량(101.03백만배럴/4Q18 기준 초과공급량 138만배럴) 대비 970만배럴/일 규모의 원유 생산량이 감소된다. 향후 유가 방향성은 (1) 수요 위축에 따른 원유 초과공급량, (2) OPEC+의 감산 이행률 확인이 필요, 탄력적 회복 가능성이 높다. 당사는 기존 유가 전망치 연말 WTI 37달러/배럴을 유지한다.

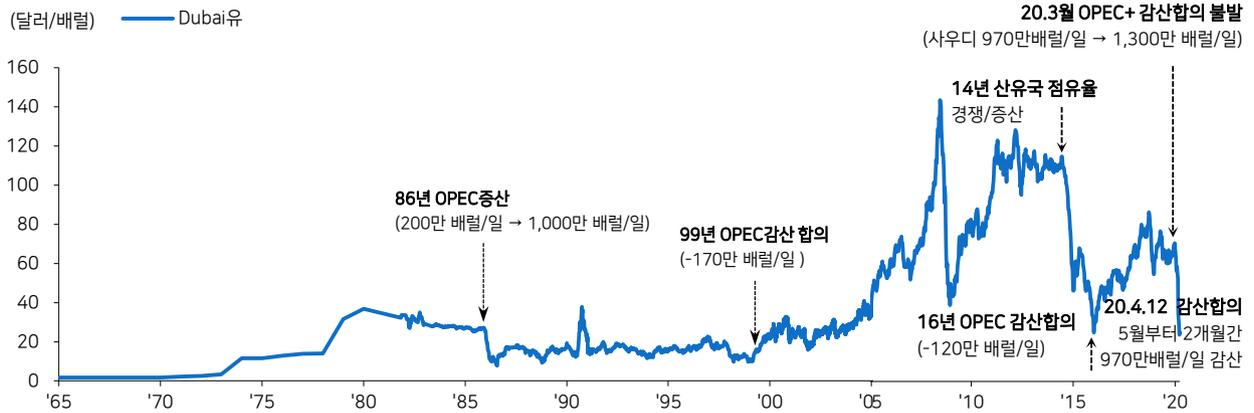
## NCC 유가 급락으로 기사화생: NCC의 에틸렌 스프레드, ECC를 넘어서다

석유화학 설비별 경쟁력은 결국 원가, 유가 방향성이다. 결론은 금번 유가 급락으로 석유화학 cash-cost 기준 NCC가 ECC의 원가 경쟁력을 압도하고 있다(14.7월 납사-에탄 스프레드 854달러/톤→ 20.4월 142달러/톤). ECC 대비 NCC의 원가 경쟁력이 높았던 16~18년 납사/에탄의 평균 비율 5배, 4월 현재 납사 가격이 200달러/톤 하회, 해당 비율은 4배 수준으로 NCC에게 절대 유리한 구간이다. 당사는 납사의 공급량 증가를 근거로 유가 반등과 별개로 납사 가격의 더딘 상승을 예상, NCC들에 원가 부담 발생 가능성은 제한적이다. 유가 충격이 NCC들의 수익성 회복 기반을 마련한 점이 긍정적이다.

## NCC 투자심리 개선, 주가 Re-rating은 수급 불균형 해소 확인 필요

당사는 (1) 유가 상승에 따른 원가 부담, (2) 글로벌 에틸렌 수급 불균형에 따른 수익성 악화를 근거로 2020년 NCC의 Down-cycle을 전망했다. 20.3월 예상 외 유가 하락으로 NCC의 투자 심리가 개선되었다. 당사의 WTI 37달러/배럴 전망치를 고려해도 NCC의 긍정적 원가 흐름이 예상된다. 단, 석유화학 업황의 추세적 회복 가능성을 경계한다. 2020년 예정된 글로벌 에틸렌 신규 공급량 1,007만톤(+5% YoY) 대비 수요 성장률 하회가 예상된다. 제품별 수급에 따라 수익성 회복여력이 상이하겠다. Covid-19 이후 국가별 경기부양기조에서 수요 회복 탄력성이 높고 수급 건전성이 높은 제품군은 PVC/가성소다, 프로필렌/PP, ABS가 해당된다. 이들 제품 생산비중이 높은 LG화학과 한화솔루션에 긍정적 관점을 유지한다.

그림1 유가 추이: 2020년 WTI 37달러/배럴 기준 전망 유지



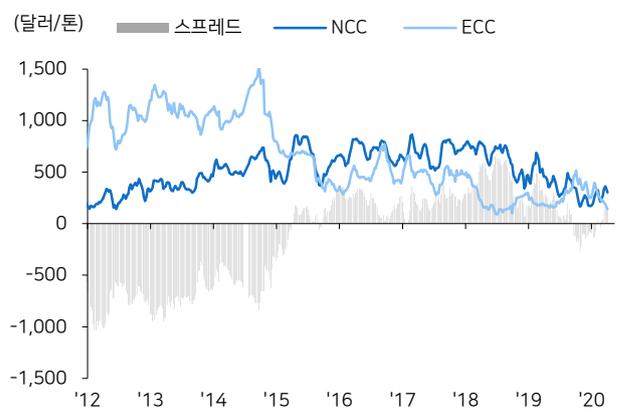
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 NCC와 ECC의 투입 원가 차이 축소: 142달러/톤



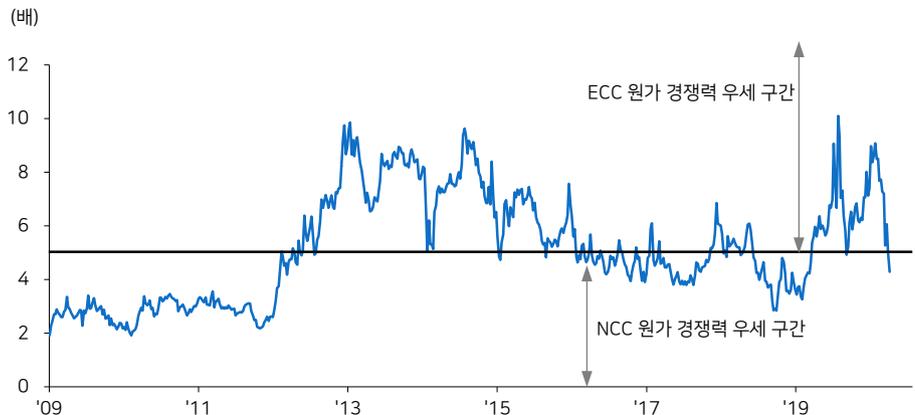
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 설비별 에틸렌 스프레드 비교: NCC의 수익성 역전



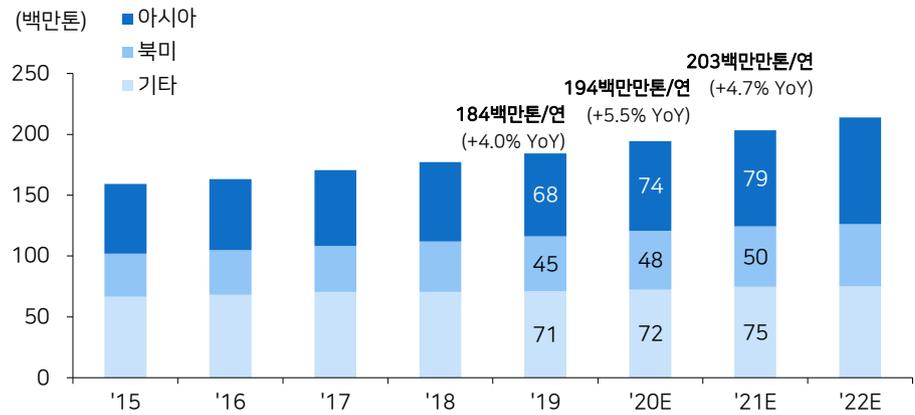
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 나프타/에탄 비율 추이: 4월 기준 나프타 200달러/톤 하회하며 해당 비율 4배 수준



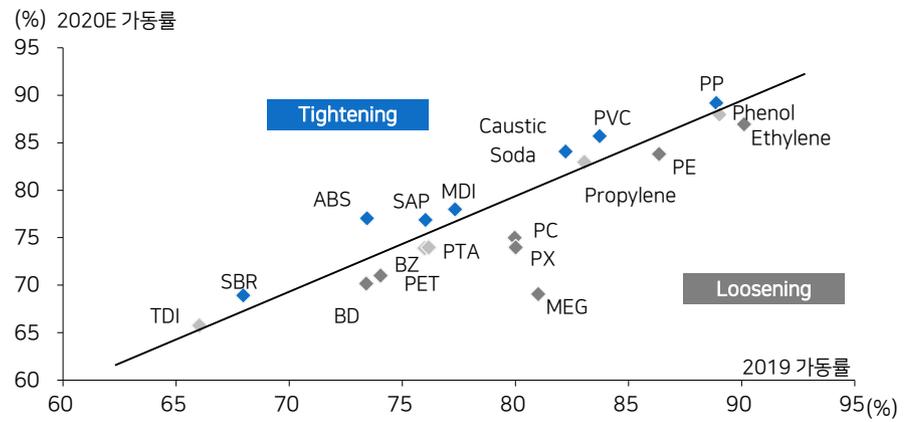
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 연간 에틸렌 생산능력 규모: 2020년 신규 공급량 1,007만톤



자료: IHS Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2020년 제품별 수급 비교



자료: IHS Markit, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)		1Q20E	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2020E	2019	(%YoY)
LG화학	매출액	9,480.7	6,639.1	42.8	7,461.2	27.1	7,661.3	23.7	40,427.0	28,625.0	41.2
	영업이익	206.5	275.4	-25.0	-27.5	흑전	147.2	40.3	1,308.5	895.7	46.1
	순이익(지배)	140.4	194.5	-27.8	-77.8	흑전	45.8	206.4	917.3	313.4	192.7
롯데케미칼	매출액	3,503.3	3,721.8	-5.9	3,692.1	-5.1	3,483.7	0.6	14,711.6	15,388.5	-4.4
	영업이익	10.7	295.7	-96.4	142.6	-92.5	57.2	-81.3	396.6	1,099.0	-63.9
	순이익(지배)	21.6	217.3	-90.1	34.3	-37.0	73.2	-70.5	284.4	716.5	-60.3
한화솔루션	매출액	2,311.3	2,236.2	3.4	2,451.7	-5.7	2,386.3	-3.1	9,800.9	9,503.2	3.1
	영업이익	71.1	98.3	-27.7	30.0	137.0	90.7	-21.6	431.0	378.3	13.9
	순이익(지배)	61.4	118.0	-48.0	-494.4	흑전	46.1	33.2	361.7	-237.6	흑전
대한유화	매출액	450.0	516.3	-12.8	566.3	-20.5	530.8	-15.2	2,157.7	2,074.3	4.0
	영업이익	-1.8	56.9	적전	11.8	적전	6.2	적전	117.1	113.8	2.9
	순이익(지배)	1.2	57.8	-97.9	10.2	-88.2	6.9	-82.5	100.0	105.8	-5.5
금호석유	매출액	1,256.6	1,275.1	-1.5	1,185.7	6.0	1,219.8	3.0	4,992.1	4,978.0	0.3
	영업이익	82.8	144.2	-42.6	15.9	420.8	81.7	1.3	286.6	367.9	-22.1
	순이익(지배)	65.9	113.9	-42.1	17.9	268.2	63.3	4.1	221.6	293.9	-24.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>6,639.1</b>	<b>7,177.4</b>	<b>7,347.3</b>	<b>7,461.2</b>	<b>9,480.7</b>	<b>10,137.5</b>	<b>10,374.0</b>	<b>10,434.8</b>	<b>28,625.0</b>	<b>40,427.0</b>	<b>44,111.6</b>
기초소재	3,748.8	3,936.4	3,964.8	3,898.0	4,585.6	5,027.6	5,111.8	4,924.2	15,548.0	19,649.2	19,114.7
전자소재	1,233.5	1,253.5	1,217.9	1,201.1	1,070.7	1,047.4	1,083.7	1,100.7	4,906.0	4,302.5	4,643.0
전지	1,650.1	2,009.4	2,210.2	2,480.6	3,245.6	3,570.1	3,732.8	3,945.5	8,350.3	14,494.0	18,285.7
팜한농/바이오	371.5	323.6	259.6	263.2	334.4	291.2	267.9	277.3	1,217.9	1,170.8	1,194.1
<b>영업이익</b>	<b>275.4</b>	<b>267.5</b>	<b>380.3</b>	<b>-27.5</b>	<b>206.5</b>	<b>240.6</b>	<b>418.4</b>	<b>443.0</b>	<b>895.7</b>	<b>1,308.5</b>	<b>1,955.3</b>
%OP	4.1%	3.7%	5.2%	-0.4%	2.2%	2.4%	4.0%	4.2%	3.1%	3.2%	4.4%
기초소재	398.6	382.2	321.2	315.8	249.6	332.0	309.9	312.1	1,417.8	1,203.6	1,287.0
전자소재	3.5	19.0	32.8	8.3	42.8	20.7	33.4	15.7	63.6	112.6	107.7
전지	-147.9	-128.0	71.2	-249.6	-138.4	-132.9	70.1	131.8	-454.3	-69.4	493.8
팜한농/바이오	50.0	20.0	5.0	-16.9	52.5	20.8	4.9	-16.6	58.1	61.6	66.8
<b>세전이익</b>	<b>279.6</b>	<b>192.9</b>	<b>243.9</b>	<b>-155.9</b>	<b>186.5</b>	<b>219.5</b>	<b>395.1</b>	<b>417.9</b>	<b>560.5</b>	<b>1,219.0</b>	<b>1,836.8</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>194.5</b>	<b>68.1</b>	<b>128.6</b>	<b>-77.8</b>	<b>140.4</b>	<b>165.1</b>	<b>297.3</b>	<b>314.5</b>	<b>313.4</b>	<b>917.3</b>	<b>1,382.0</b>
%YoY											
매출액	1.3	1.8	1.6	1.6	42.8	41.2	41.2	39.9	1.6	41.2	9.1
영업이익	-57.7	-62.0	-36.9	적전	-25.0	-10.1	10.0	흑전	-60.1	46.1	49.4
세전이익	-57.2	-70.1	-49.7	적전	-33.3	13.8	62.0	흑전	-71.1	117.5	50.7
순이익(지배)	-63.4	-85.7	-62.6	적전	-27.8	142.4	131.2	흑전	-78.7	192.7	50.7
%QoQ											
매출액	-9.6	8.1	2.4	1.6	27.1	6.9	2.3	0.6			
영업이익	-4.9	-2.9	42.2	적전	흑전	16.5	73.9	5.9			
세전이익	77.5	-31.0	26.4	적전	흑전	17.7	80.0	5.8			
순이익(지배)	61.9	-65.0	88.8	적전	흑전	17.6	80.1	5.8			

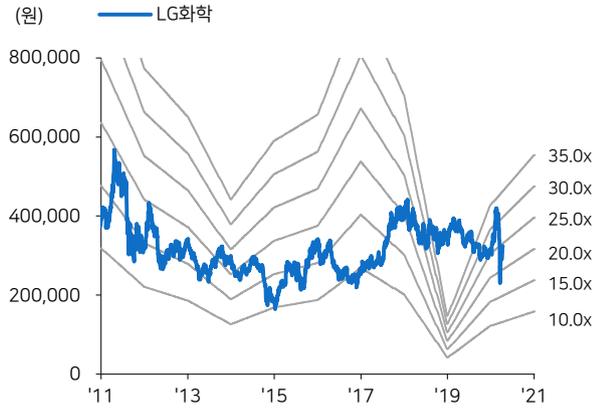
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화솔루션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,236.2</b>	<b>2,374.1</b>	<b>2,441.2</b>	<b>2,451.7</b>	<b>2,311.3</b>	<b>2,458.3</b>	<b>2,508.2</b>	<b>2,523.1</b>	<b>9,503.2</b>	<b>9,800.9</b>	<b>10,411.7</b>
기초소재	845.9	911.1	923.2	846.3	1,027.3	1,038.4	1,053.0	1,008.8	3,526.5	4,127.5	4,207.1
첨단소재	191.7	212.0	204.0	200.4	153.4	190.8	193.8	184.4	808.1	722.4	731.9
리테일	161.6	166.4	127.6	138.0	138.9	178.1	160.9	171.3	593.6	649.2	691.3
태양광	794.8	789.1	922.3	1,049.1	1,122.5	1,178.7	1,237.6	1,299.5	3,555.3	4,838.3	5,323.9
기타	242.2	295.6	264.3	217.9	255.0	258.2	248.9	245.0	1,020.0	1,007.1	1,001.0
<b>영업이익</b>	<b>98.3</b>	<b>97.5</b>	<b>152.5</b>	<b>30.0</b>	<b>71.1</b>	<b>115.9</b>	<b>135.6</b>	<b>108.4</b>	<b>378.3</b>	<b>431.0</b>	<b>611.2</b>
%OP	4.4%	4.1%	3.6%	2.8%	4.0%	4.5%	5.2%	3.4%	4.0%	4.4%	5.9%
기초소재	53.7	50.2	75.6	-4.6	24.8	38.1	39.2	24.6	174.9	126.7	191.6
첨단소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-23.0	-9.5	-3.9	-3.7	-30.7	-40.1	-7.0
리테일	7.1	-6.7	-0.8	8.0	-1.4	5.3	9.7	12.0	7.6	25.6	35.6
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	69.6	82.5	89.1	91.0	223.5	332.2	406.0
기타	13.1	20.9	10.5	-5.7	11.1	9.5	11.5	-5.4	38.8	26.7	25.1
<b>세전이익</b>	<b>157.0</b>	<b>44.0</b>	<b>136.0</b>	<b>-555.0</b>	<b>91.3</b>	<b>154.8</b>	<b>128.6</b>	<b>146.6</b>	<b>-218.0</b>	<b>521.3</b>	<b>770.0</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>118.0</b>	<b>25.4</b>	<b>113.4</b>	<b>-494.4</b>	<b>61.4</b>	<b>110.1</b>	<b>88.0</b>	<b>102.2</b>	<b>-237.6</b>	<b>361.7</b>	<b>548.4</b>
%YoY											
매출액	7.7	5.5	5.6	1.8	3.4	3.5	2.7	2.9	5.1	3.1	6.2
영업이익	-42.9	-47.1	62.6	흑전	-27.7	18.9	-11.1	261.3	6.7	13.9	41.8
세전이익	-57.2	-83.1	흑전	적지	-41.8	251.8	-5.4	흑전	적전	흑전	47.7
순이익(지배)	-60.2	-86.3	흑전	적지	-48.0	333.5	-22.4	흑전	적전	흑전	51.6
%QoQ											
매출액	-7.1	6.2	2.8	0.4	-5.7	6.4	2.0	0.6			
영업이익	흑전	-0.8	56.4	-80.3	137.0	63.0	17.0	-20.1			
세전이익	흑전	-72.0	209.1	적전	흑전	69.6	-16.9	14.0			
순이익(지배주주)	흑전	-78.5	346.5	적전	흑전	79.3	-20.1	16.1			

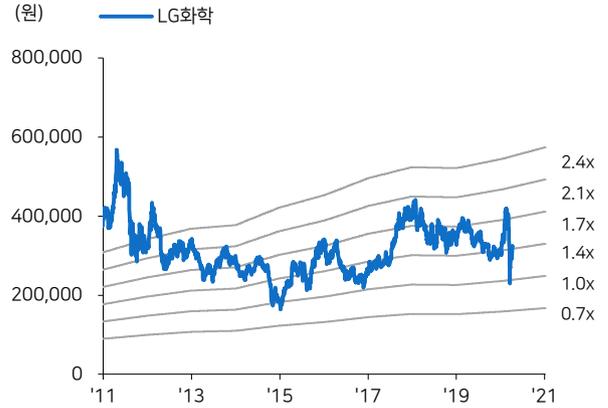
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG화학 12M Fwd PER 밴드



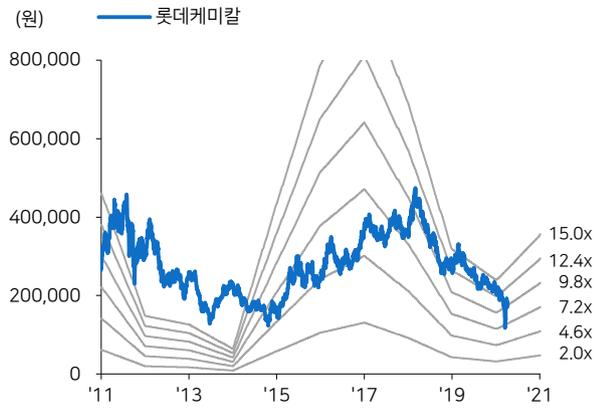
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG화학 12M Trailing PBR 밴드



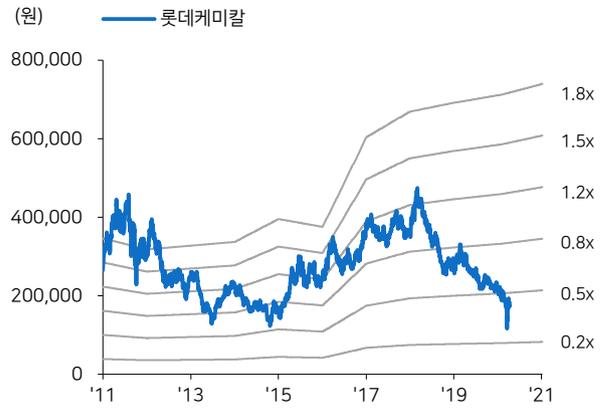
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



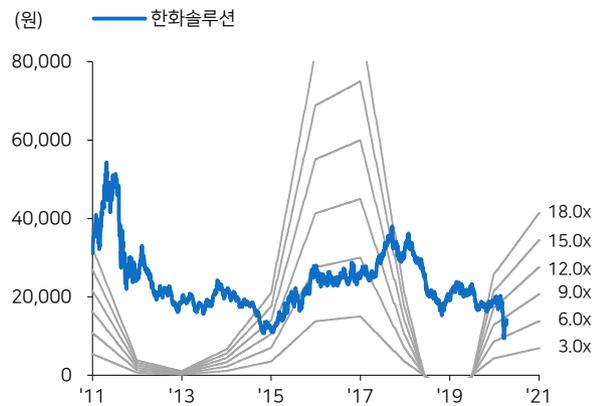
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



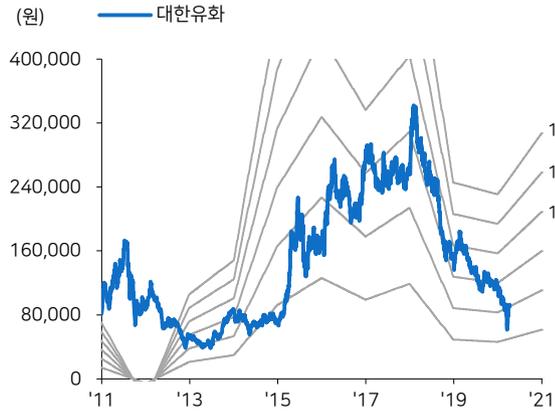
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



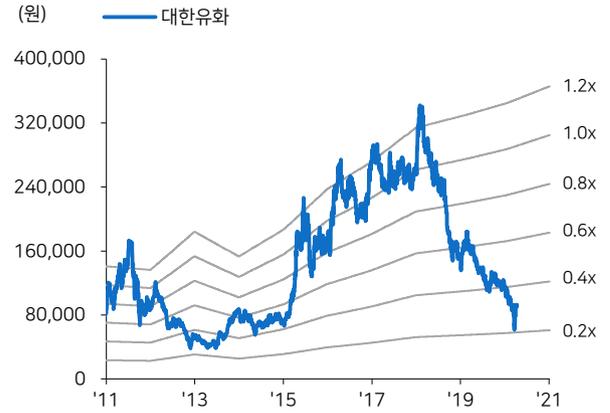
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 대한유화 12M Fwd PER 밴드



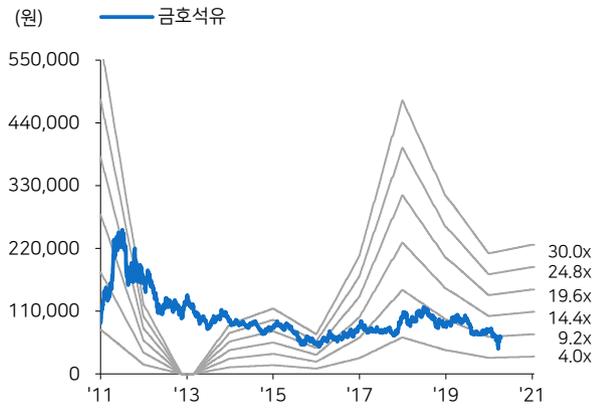
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 대한유화 12M Trailing PBR 밴드



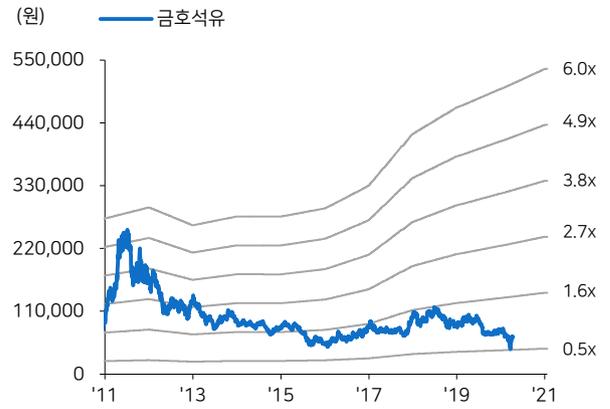
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 금호석유화학 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 금호석유화학 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

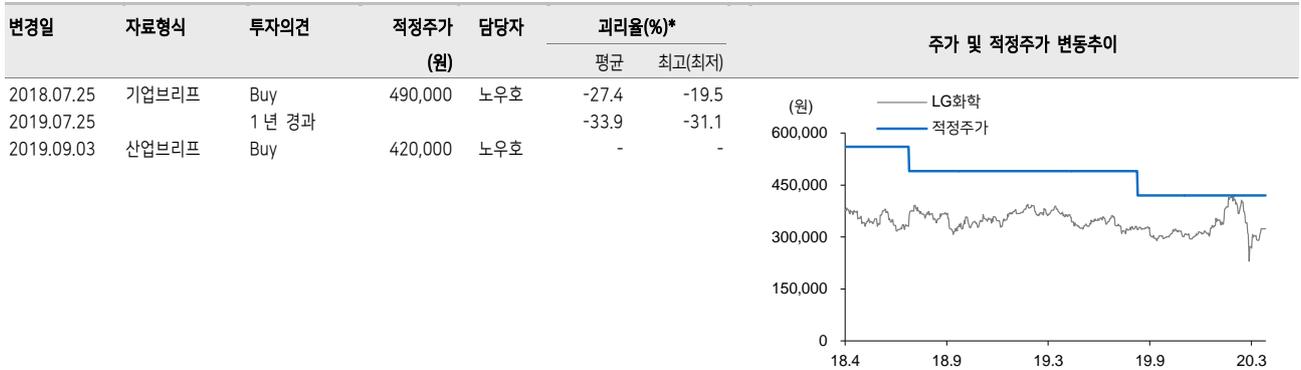
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

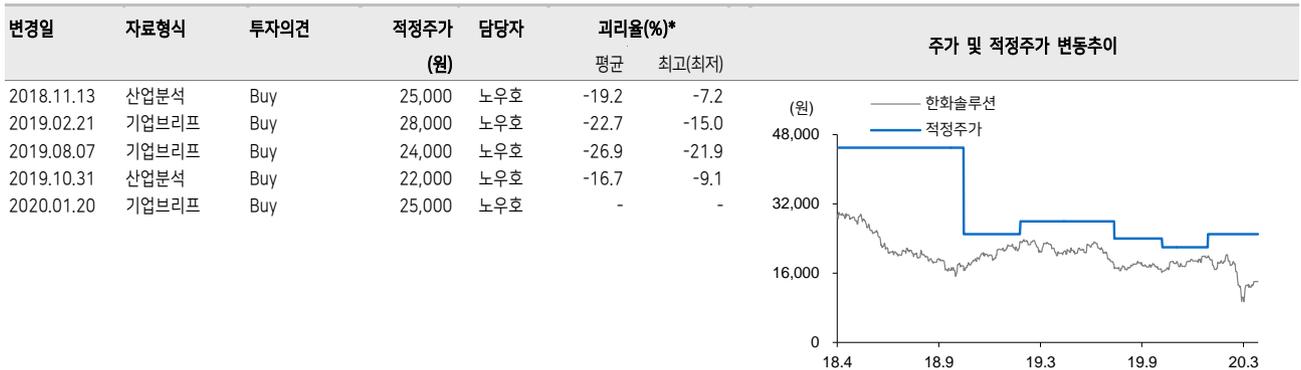
**LG 화학 (051910) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



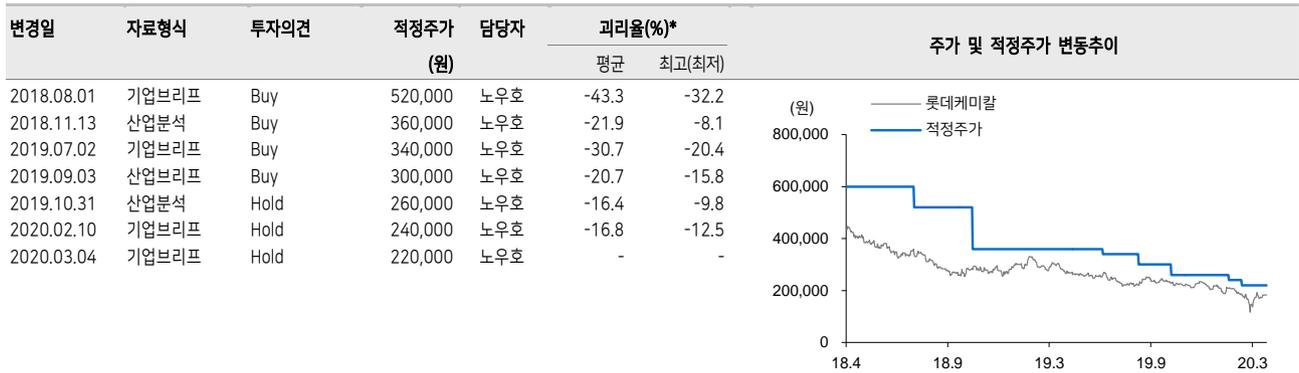
**한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



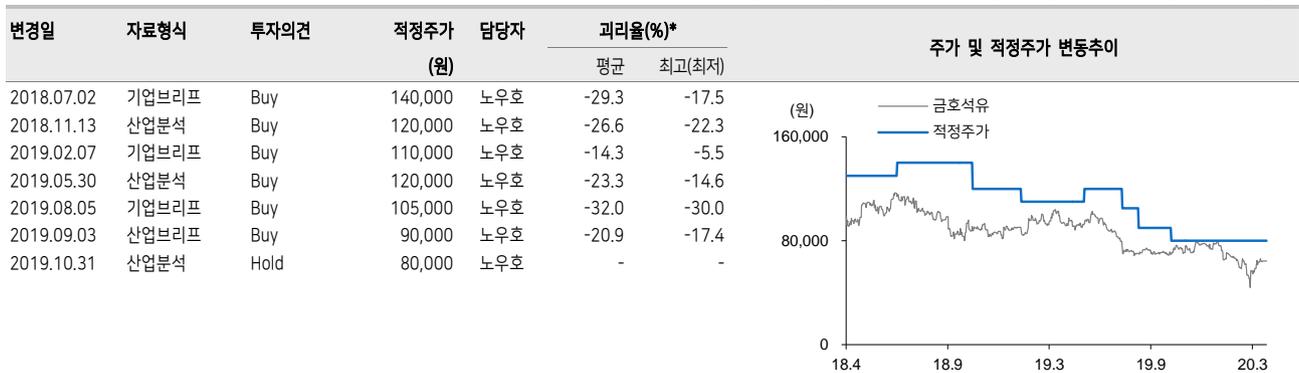
**롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**금호석유 (011780) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**대한유화 (006650) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

