

정유/화학

전우제

02)739-5933

wchun@heungkuksec.co.kr

R.A

강석오

02)6742-3518

sokang@heungkuksec.co.kr

(Overweight)

석유화학

수요가 좋다고 단정 지어도 되는가?

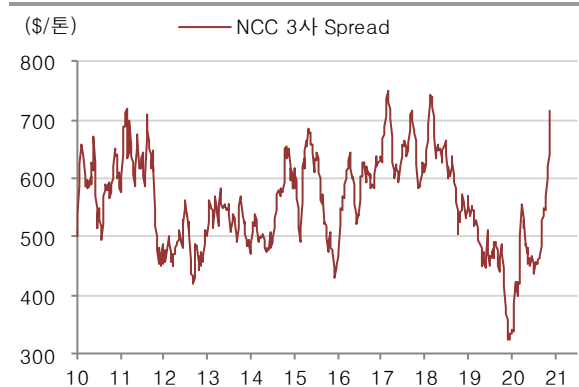
2020년 상반기까지만 해도 대부분의 시장 참여자들은 석유화학 시황이 장기적으로 부진할 것을 전망했지만, 9월부터 시황과 함께 마진/주가도 급격히 상승했다. 코로나 발생으로 인한 일회용품 사용 증가, 집에 머무르는 시간 증가하며 가전/가구 수요가 증가했기 때문이다. 이에 더해, 최근 유가 하락, 미국 에탄 부족, 연이은 허리케인 발생해 공급 차질 발생했다.

화학 강세는 유지 될 수 있을까? 시황 개선 원인과 지속 가능 여부를 파악해 보았다. 또한, NCC Cycle 중반에 상승하는 중소형주에도 관심을 가져볼 필요가 있다.

I. 요약

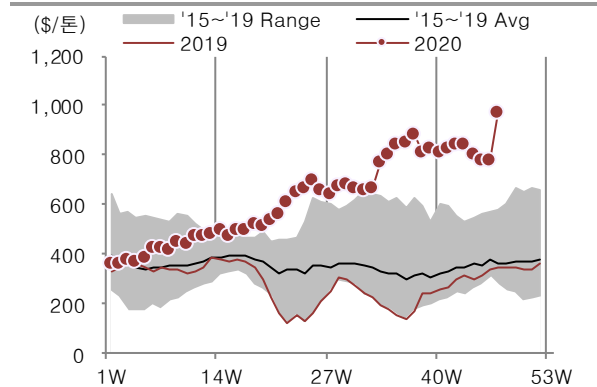
- ◆ 최근 화학 시황이 초강세다. PE/PP(일회용/포장재) 마진은 2017~18년에 봤던 마진인데, ABS/BPA(가전/전자) 마진은 역사적인 고점을 크게 상회하고 있다. [그림. 1/2]

그림 1 NCC 종합 마진



자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 2 ABS 마진

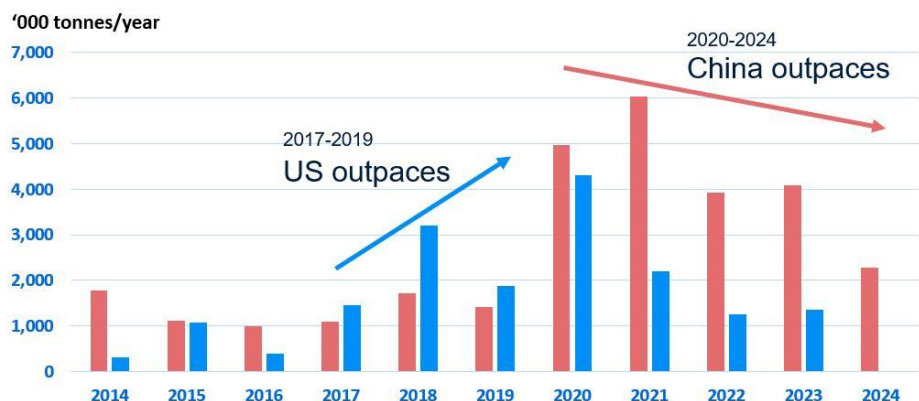


자료: 한국증권 리서치센터

- ◆ 의문은 이 마진이 유지될 수 있을까 라는 것이다. 기본적으로, 장기 수급은 2021년부터 최악이다. 매년 +5~8%에 달하는 공급증가가 4년간 계획되어있으며, 2021년 1월부터 전 세계적으로 플라스틱 사용을 금지하려 하고있다. [그림. 3]

그림 3 미국/중국 에틸렌 Capa 증설. 공급 2021년부터 나와

US vs China ethylene capacity additions



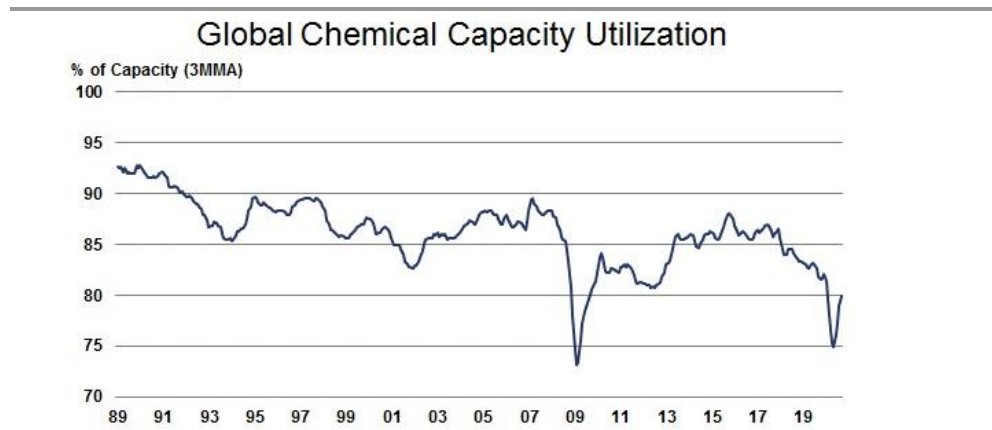
Source: ICIS Supply and Demand Database, as of Oct 2020

11

자료: 한국증권 리서치센터

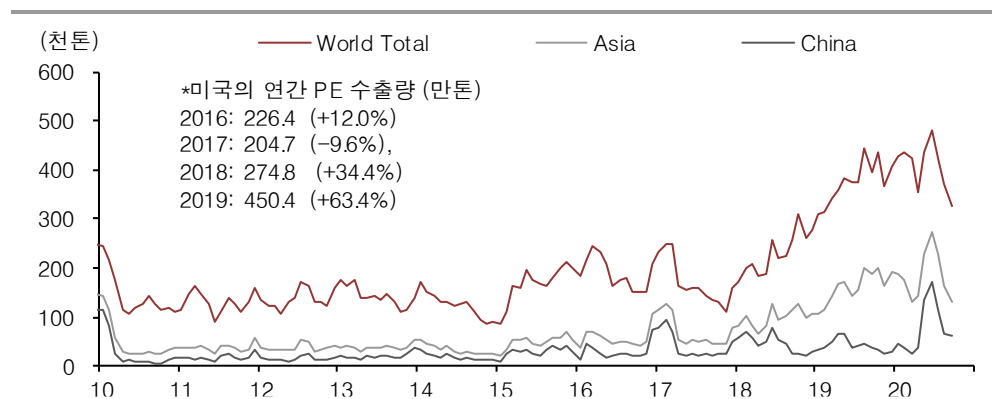
- ◆ 수요가 좋은가? 라는 점도 의문이다. 2020년 1~9월 석유화학 생산량은 YoY -5% 감소했다. 시황 개선이 일시적인 공급 부족 때문이라면, 현재의 호시황은 빠르게 악화될 것이다.

그림 4 글로벌 화학 설비 가동률. 2019년 대비 생산량 -5% 가량 낮아 (공급 감소)



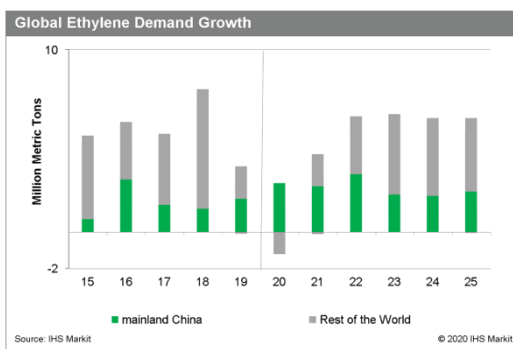
자료: 흥국증권 리서치센터, American Chemistry Council

그림 5 허리케인 영향에 따른 미국의 PE 수출량 급감. 1월부터 반등할 것



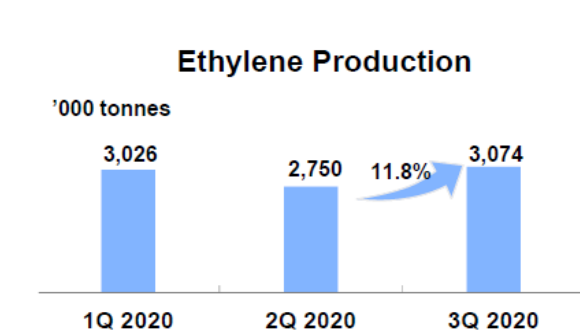
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 6 글로벌 화학 수요. 중국 외에는 (-)성장



자료: 흥국증권 리서치센터, IHS

그림 7 Sinopec, 에틸렌 생산량 3Q에 빠르게 회복



자료: 흥국증권 리서치센터, Sinopec

- ◆ 확실한 것은 코로나 영향(유가하락, 일회용품/가전 수요 증가)으로 석유화학 시황이 좋아졌다는 것이다. [그림.7]은 2020 부터 코로나 영향이 둔화되는 것을 가정한 화학 시황 변화 요인/전망이다.

그림 8 시황에 영향을 주는 요인

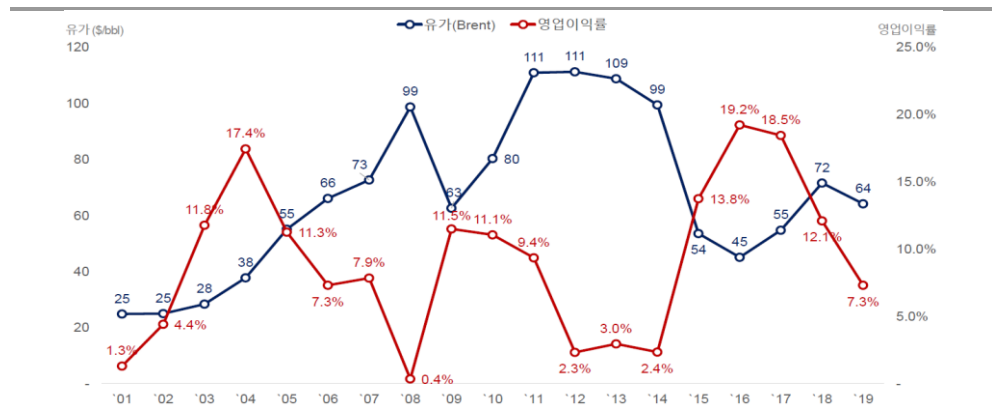
*색이 진할수록 수급 타이트해짐을 의미

	시황에 영향을 주는 요인	제품	2020				2021				2019 2020 2021 2022			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	둔화	개선	둔화	둔화
수요 증가	코로나로 인한 일회용품 사용 증가	PE/PP/PS												
	코로나로 인한 마스크 수요	PE/PU/PET/Span												
	온라인 수업/근무 증가로 가전/가구 수요 증가	ABS/PC/PU												
	중국 One Helmet One Belt	ABS/PC												
	유가/수요 상승에 따른 Re-Stocking	전제품												
	인프라 수요	HDPE/PP/PVC												
	플라스틱 재활용 규제	PE/PP/PET												
공급 축소	유가 약세로 인한 ECC 경쟁력 둔화	PE/MEG												
	정유사/PDH 가동률 축소	PP												
	전례 없는 미국의 허리케인 +운송문제	PE/MEG												
	코로나로 인한 NCC 증설(가동) 지연	전제품												
	기존 수요의 정상화(외부 활동 재개)	전제품												
	신규 증설	전제품												

자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

- ◆ 그렇다면, 코로나가 끝난다면? 더 좋아지는가? 아니면 안좋아지는 것일까? 직관적으로 유가에 대해 생각해보자. 유가와 롯데케미칼 이익률은 반비례 한다. 코로나 회복으로 유가 상승하면 롯데케미칼 이익률은 하락할 것이다.

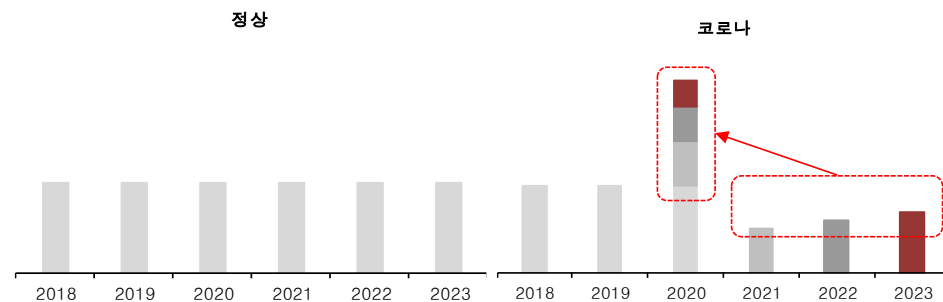
그림 9 유가, 롯데케미칼 영업이익



자료: 한국증권 리서치센터

- ◆ 또, 가전제품 교체 수요에 대해 생각해보자, 코로나로 인해, 바꾸거나 살 필요가 없었던 가전제품을 바꾼 수요가 있을 것이다. 2021~23 년 수요를 2020 년에 선 구매한 것으로 향후 수요 둔화를 야기할 것이다.

그림 10 가전 교체 시점이 2020년으로 앞당겨짐



자료: 흥국증권 리서치센터

- ◆ 현재의 NCC 시황 개선은 수요 개선보다는 공급축소 영향이 크며, 수요가 뒷받침 되지 않는다면, NCC-Cycle 은 단기적으로 종료될 수 있다. 12 월말까지는 현재의 수급이 유지될 것으로 판단되나, 1 월중순부터는 아시아 NCC 들의 재가동, 미국 ECC 의 수출 재개로 공급 정상화 될 것이다. 이에 더해 4Q20 부터 대규모 NCC 증설/공급이 시작된다.
- ◆ Top Pick 은 금호석유(BUY(상향), TP: 17 만원)이다.
- ◆ 중장기 Top Pick 은 한화솔루션(BUY, TP: 6.6 만원),
- ◆ 관심종목은 SKC(BUY, TP: 11 만원), 효성티앤씨(BUY, TP: 24 만원), 효성화학(BUY, TP: 15 만원), 유니드(BUY TP: 6.8 만원)이다.

[석유화학] 수요가 좋다고 단정 지어도 되는가?

2p I. 요약

7p II. 화학 강세는 유지될 수 있을까?

1. 화학 마진 강세(범용<고부가)
2. 예상 이익과 지속 가능성

11p III. 수요 개선의 요인들

1. 수요 개선(1): 코로나로 인한 신규 수요
2. 수요 개선(2): 집콕: 내구재 구매 증가
3. 수요 개선(3): 자동차 수요 개선

17p IV. 공급 축소의 요인들

1. 공급 축소(4): 정유가 어려워 화학이 산다
2. 공급 축소(5): 전례없는 미국의 허리케인, 운송 문제
3. 공급 축소(6): 코로나로 인한 증설 지연

26p V. 고민과 결론

1. 수요가 좋다고 단정 지어도 되는가?
2. NCC Cycle 중반, 중소형주에도 관심 필요

31p VI. 실적과 주가 Performance

1. 커버리지 종목별 코멘트

34p VII. 관련 종목 & Top Picks

1. 금호석유

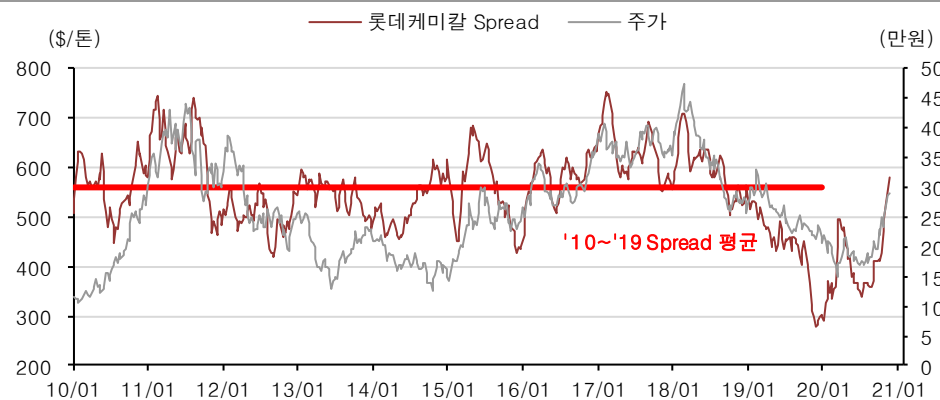
II. 화학 강세는 유지될 수 있을까?

2020년 상반기까지만 해도 대부분의 시장 참여자들은 석유화학 시황이 장기적으로 부진할 것을 전망했지만, 9월부터 시황과 함께 마진/주가가 급격히 상승했다. 코로나 발생으로 인한 일회용품 사용 증가, 집에 머무르는 시간 증가하며 가전/가구 수요가 증가했기 때문이다. 이에 더해, 최근 유가 하락, 미국 에탄 부족, 연이은 허리케인 발생해 공급 차질 발생했다.

현재 범용(PE) 마진은 과거 평균 수준을 소폭 상회, 고부가(ABS/Latex 등) 화학 제품 마진은 사상 최고 수준이다. 화학 강세는 유지 될 수 있을까? 시황 개선 원인과 지속 가능 여부를 파악해 보았다. 또한, NCC Cycle 중반에 상승하는 중소형주에도 관심을 가져볼 필요가 있다.

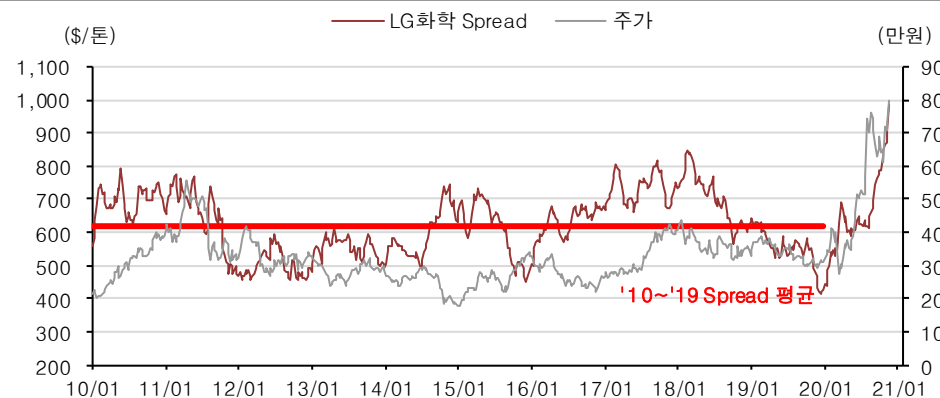
1. 화학 마진 강세(범용/고부가)

그림 11 롯데케미칼 주가와 범용 화학 제품 마진 (PE/PP/PET 57%)



자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

그림 12 LG화학 주가와 고부가 화학 제품 마진 (ABS/PVC/BPA 55%)



자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

1. 화학 마진 강세(범용 < 고부가)

범용 제품 (PE/PP/PVC)
< 고부가 제품
(ABS/BPA/Latex)

범용제품이 주력으로 이루어진 “롯데케미칼 Spread[그림.11]”와 고부가 포트폴리오를 갖춘 “LG화학 Spread[그림.12]”를 비교하면, 모두 강세이지만 명확하게 고부가 제품의 승리다.

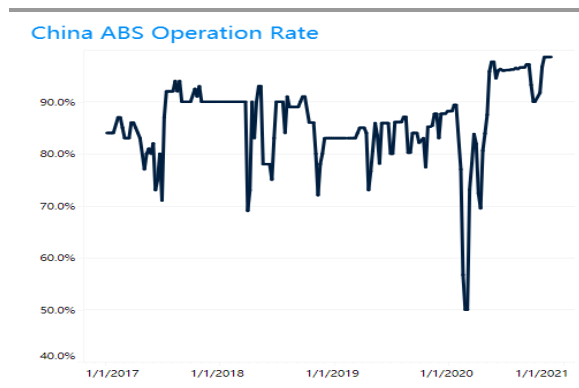
여기서 확인된 것은: 1) 코로나로 인해 수요 증가가 발생했으며, 2) 일회용품/산업용 보다는 가전제품용 플라스틱 수급에 더 큰 영향을 미쳤다는 것이다.

“고부가 수요가 더 많이 늘어났다”라고 판단하기 보다는 애초에 수급이 타이트했던 고부가 제품들의 부족이 발생한 것이다. 석유화학 제품 마진은 공급 가동률이 100%를 달성하는 순간, 가격이 급등하기 시작하는데, 10/11월부터 BPA와 ABS의 중국 가동률이 100%이다.

ABS는 백색가전과 자동차, BPA는 PC/Epoxy의 원료로 사용되는데, 우선 ABS/PC가 동반 강세다.

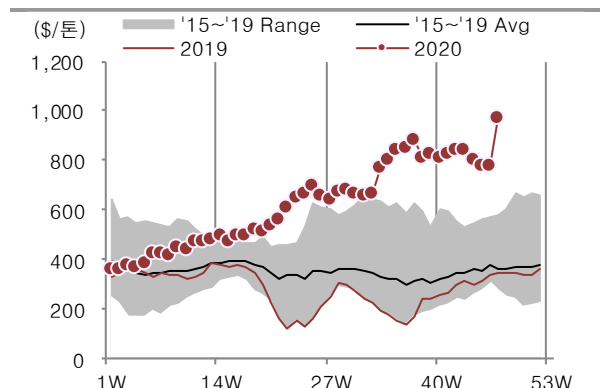
1) 4월부터 중국에서 “One Helmet One Belt” 정책을 발표하며 헬멧용 ABS/PC 수요가 급격히 늘어났고, 2) 온라인 수업/근무 활성화로 에어컨/노트북/모니터용 고부가 플라스틱 수요가 늘어났기 때문이다. Epoxy도 인프라/가전 및 풍력 블레이드용 신규 수요가 발생하며 초강세다.

그림 13 ABS 가동률 (11월 1~3주 99%)



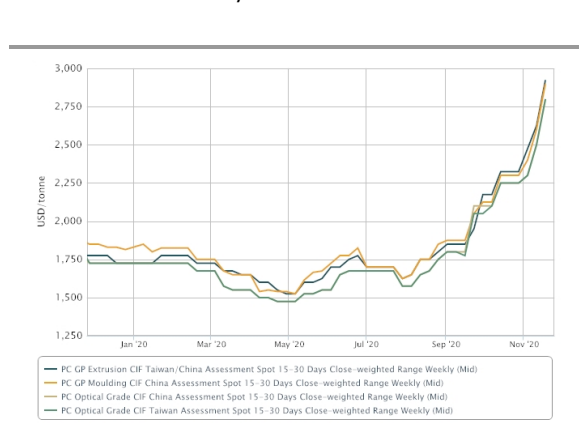
자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 14 ABS 마진



자료: 한국증권 리서치센터

그림 15 BPA 전방(1): PolyCarbonate



자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 16 중국, 6월부터 헬멧(ABS/PC) 의무화:

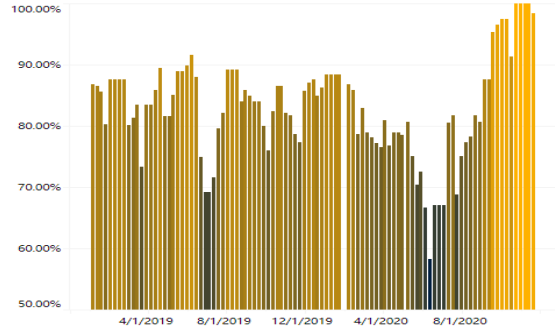
*헬멧 2억개 필요



자료: 한국증권 리서치센터

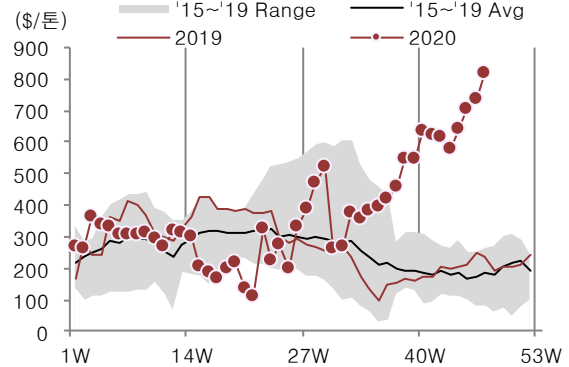
그림 17 BPA 가동률 (10월 3주~11월2주 100%)
*베이징 안개로 11월 3째주 가동률은 98.4%

CHINA BPA WEEKLY OPERATION RATE



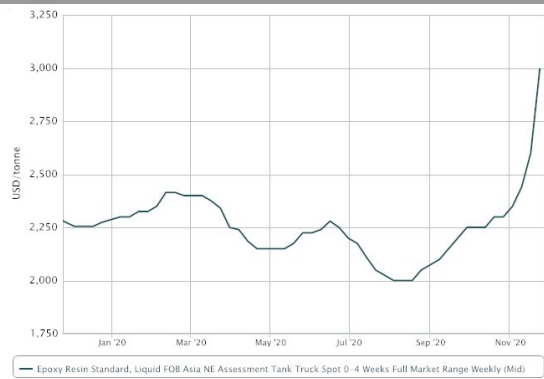
자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 18 BPA 마진



자료: 한국증권 리서치센터

그림 19 BPA 전방(2): Epoxy



— Epoxy Resin Standard, Liquid FOB Asia NE Assessment Tank Truck Spot 0-4 Weeks Full Market Range Weekly (Mid)

그림 20 Epoxy 전방: 세계 시장 76억USD(2019, CAGR 5.9%)
*페인트/코팅: 40%, 전자: 35% 등

Europe Epoxy Resins Market, By Application, 2015 - 2026
(USD Million)

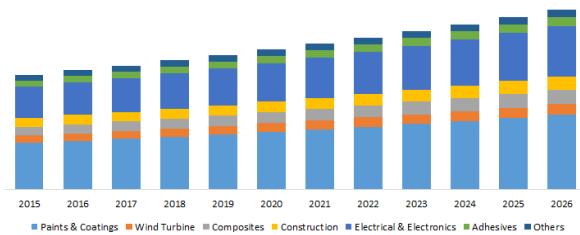


그림 21 NB-Latex 가격

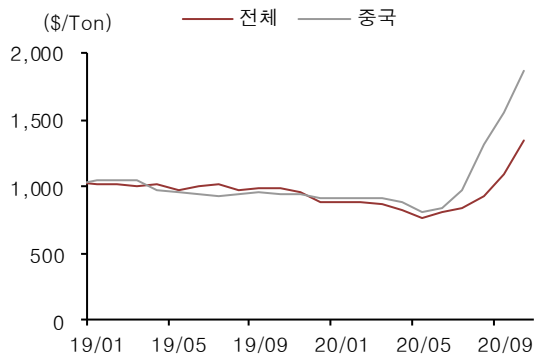
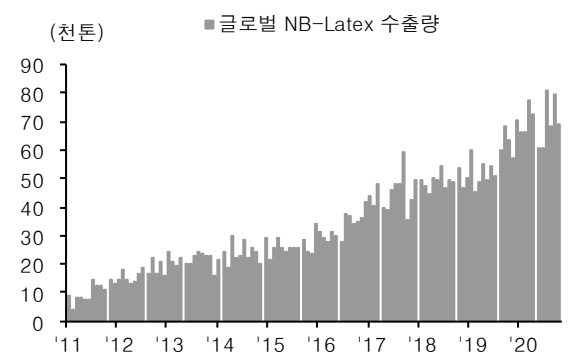


그림 22 NB-Latex 수출량



2. 예상 이익과 지속 가능성

2021년 예상 이익

현재의 석유화학 마진이 유지된다면, 롯데케미칼은 “매출액 14조원” x “영업이익률 15%” = 2.1조원 수준의 영업이익 달성이 가능해 보인다. (2016~17년 영업이익률 18.8%)

순현금 재무제표와, 연간 0.1조원 이상의 지분법 자회사 기여를 고려한다면, 1.6조원 수준의 순이익이 예상된다. Target PBR 8배 가정, 37만원. 아직도 +30%의 Upside가 남아있는 셈이다.

다만, 지속 가능할까?

12월까지의 타이트한 수급이 지속될 전망이며, 1월은 준절(2/12일) 전 Re-Stocking 효과를 기대할 수 있겠다. P.8~ 20에 수급 변화 요인/전망을 작성했는데, 요약하자면:

수요 증가 요인은: 1) 코로나로 인한 일회용품 사용 증가, 2) 온라인 수업/근무 증가로 인한 가전제품/가구 수요 증가, 3) 유가/수요 상승에 따른 Re-Stocking

공급 축소 요인은: 4) 유가 약세 및 에탄 수급차질로 인한 ECC 경쟁력 둔화, 5) 전례 없는 미국의 허리케인, 6) 코로나로 인한 NCC 증설(가동) 지연 때문이다.

코로나가 종료되면, 기존 수요(특히 자동차)의 정상화와 인프라 수요를 기대할 수도 있겠다. 반대로, 현재의 수급 타이트 요인들은 완화될 것이다. (1), (4), (6) 효과는 일부 유지되겠지만, (2), (3)은 미래의 수요를 선-구매한 것으로 향후 수요 감소 요인이다. (5), (6)은 일회성 공급 감소로 12월말~1월초부터 제거된다. 추가적으로, 2021년부터는 유럽과 중국 일회용 플라스틱 사용이 단계적으로 금지된다.

그림 23 시황에 영향을 주는 요인

*색이 진할수록 수급 타이트해짐을 의미

	시황에 영향을 주는 요인	제품	2020				2021				2019	2020	2021	2022
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
	시황 전반		둔화	개선			둔화				둔화	개선	둔화	둔화
수요 증가	코로나로 인한 일회용품 사용 증가	PE/PP/PS												
	코로나로 인한 마스크 수요	PE/PU/PET/Span												
	온라인 수업/근무 증가로 가전/가구 수요 증가	ABS/PC/PU												
	중국 One Helmet One Belt	ABS/PC												
	유가/수요 상승에 따른 Re-Stocking	전제품												
	인프라 수요	HDPE/PP/PVC												
	플라스틱 재활용 규제	PE/PP/PET												
공급 축소	유가 약세로 인한 ECC 경쟁력 둔화	PE/MEG												
	정유사/PDH 가동을 축소	PP												
	전례 없는 미국의 허리케인 +운송문제	PE/MEG												
	코로나로 인한 NCC 증설(가동) 지연	전제품												
	기존 수요의 정상화(외부 활동 재개)	전제품												
	신규 증설	전제품												

자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

III. 수요 개선의 요인들

수요 증가 요인은: 1) 코로나로 인한 일회용품 사용 증가, 2) 온라인 수업/근무 증가로 인한 가전제품/가구 수요 증가, 3) 유가/수요 상승에 따른 Re-Stocking 등이다. 4Q부터는 자동차 산업의 수요 회복이 기대된다.

1. 수요개선(1): 코로나로 인한 신규 수요

▶ 음식료/상품 배달을 위한 일회용품 수요

▷ 코로나로 인해 수요가 가장 먼저 늘어난 분야는 음식료/상품 배달을 위한 일회용품이다. 이는 PE/PP/PS의 수요 증가에 기여하며, 수급 계획 대비 의미있는 시황 호조를 보이고 있다. 국내에서도 2월~11월까지 매장 내 일회용 플라스틱컵 허용하며 수요가 급증했다.

▷ 정책적인 수요 증가도 있었다. 중국 정부는 소비 회복을 위해 ‘55 쇼핑 페스티벌,’ ‘노점상 이코노미,’ ‘9월 소비촉진월’ 등 소비 증진 행사 진행했었다.

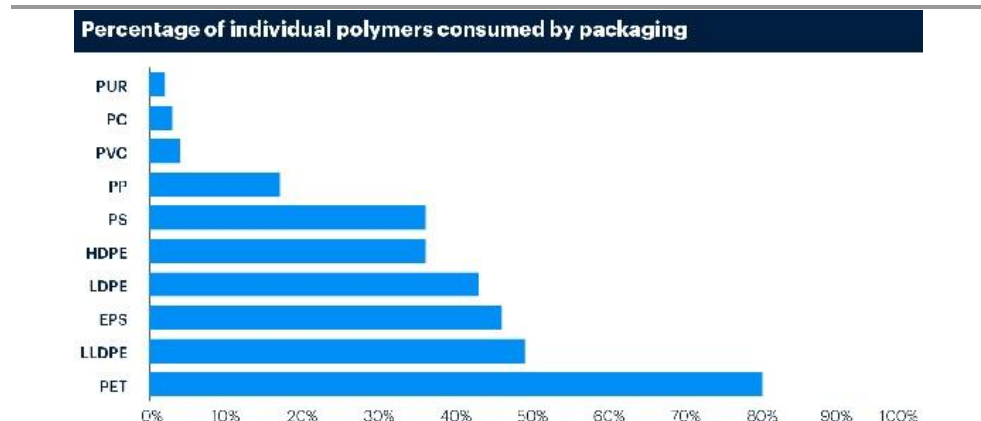
▷ PC, MMA, IPA도 수혜다. PC/PMMA는 바이러스 보호 장벽 시트 등으로 수요가 발생하고 있으며, IPA는 손소독제의 원료로 사용돼 수요가 급증하고 있다.

▶ 코로나 종료 후, 외식/여행 등이 재개되면 포장용 플라스틱의 수요는 조정되겠지만, 배달에 익숙해져 늘어난 소비자들의 일회용품 수요는 어느정도 유지될 것이다. 애초에 음식 배달/포장 증가는 글로벌 트렌드였다. PET 수요는 증가할 전망이다. 코로나 기간 부진했던 병/섬유 수요는 외출 시 회복될 가능성이 높기 때문이다.

▷ 또한, 2021년부터 시작되는 유럽/중국의 플라스틱 규제가 계획되어 있다. 유럽에서는 “재활용 불가 플라스틱”에 대한 규제가, 중국에서는 “플라스틱 봉투 사용 규제”가 시작된다. 특히 유럽에서는 Packaging의 58%에 해당되는 Un-Recycled 항목에 대해 800EUR/톤에 달하는 부담금이 도입될 예정이다.

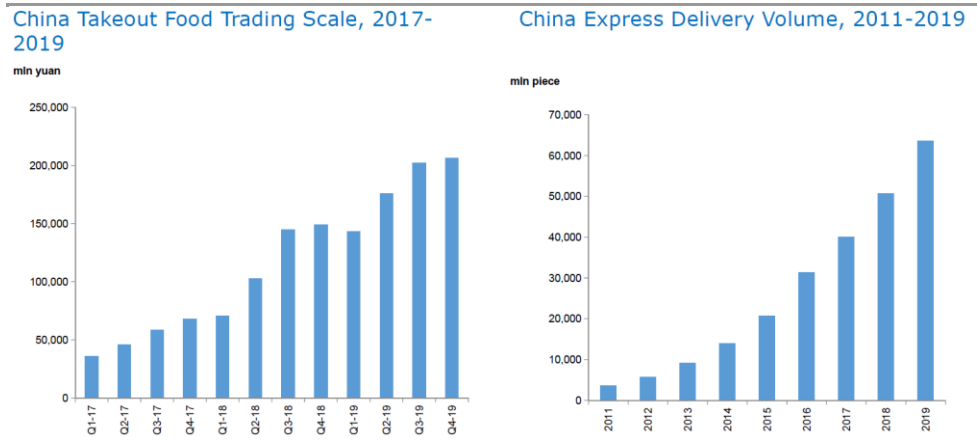
그림 24 화학 제품별, 포장재 전방 비중

예) 포장재 수요가 “0”으로 하락하면 PET 수요는 -80%p 하락



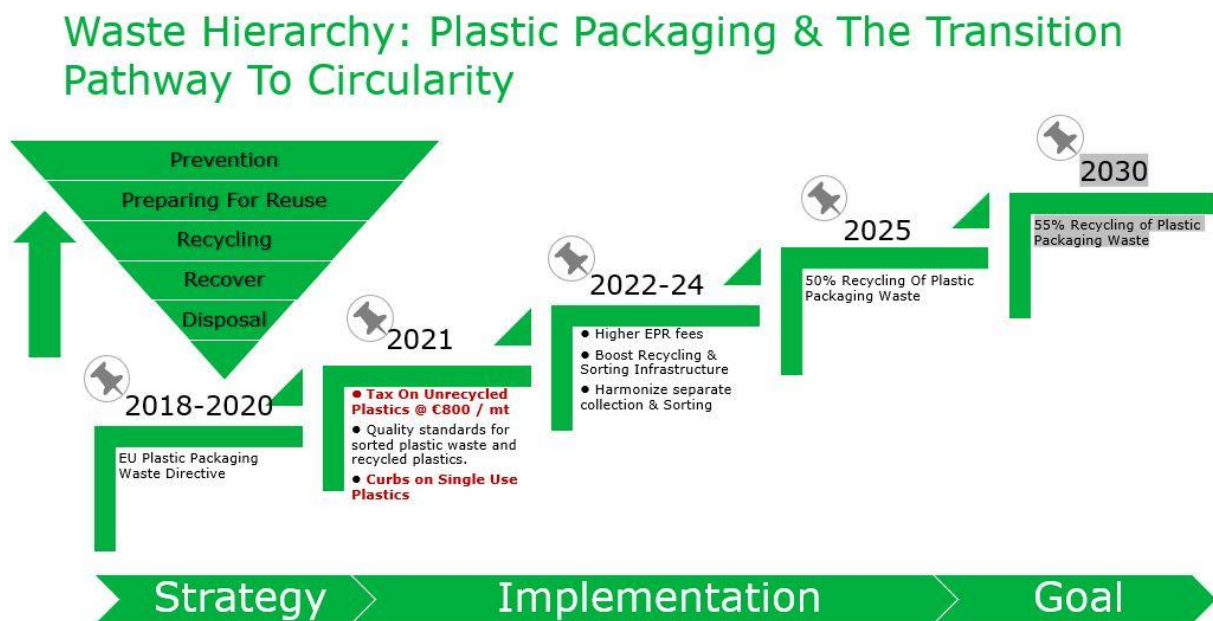
자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 25 화학 포장재(PE/PP) 수요는 애초에 늘어나고 있었음



자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 26 유럽 플라스틱 규제: 2021년부터 Unrecycled Plastics에 대해 800Eur/톤 세금 부과



Source: IHS Markit

© 2020 IHS Markit

자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

*유럽, 2021년부터 Un-Recycled 플라스틱(Packaging의 58%)에 대해 800EUR/톤 세금 부여

*중국, 2021년부터 플라스틱 봉투 금지 1단계

*한국, 2~11월 일회용 플라스틱 사용, 1단계 지역부터 일회용 플라스틱 사용 금지 재개

2. 수요개선(2): 집콕: 내구재 구매 증가

▶ “집콕”

▷ 1) 온라인 수업/근무 확대로, 집에 머무르는 시간이 길어지고, 2) 보조금 지급으로 개인 가처분소득은 늘어났고, 3) 휴가를 갈 수 없는 소비자들은 주택 개선과 자동차에 투자를 확대하기 시작했다.

▷ 고급 플라스틱 ABS/PC 수요가 급증했다. 온라인 수업/근무 확대로 노트북/컴퓨터/키보드와 집에서 머무르는 시간이 길어지며 에어컨/텔레비전/냉장고 수요가 늘어났기 때문이다. 실제로, 중국의 9월 냉장고/세탁기 생산량은 936만/799만대로 각각 YoY +27%, 11% 증가했으며 이러한 현상은 온라인 근무/수업이 지속됨에 따라 조금 더 연장될 수 있겠다.

최근 삼신기 가전제품으로 불리는 건조기/로봇청소기/식기세척기 수요와 1~2인 맞벌이 가구가 늘어나며 가전 수요 증가는 가속화 되고 있다. 2017~2020년 평균 82% 수준이었던 ABS 가동률은 10/30일부터 100%의 가동률을 기록 중이다.

▷ 매트리스, 소파, 건설/주택 단열/방음제로 사용되는 PU(TDI/MDI/Polyol) 수요도 급증했다. 미국 허리케인과 중국 홍수도 신규 수요로 이어졌는데, TDI/MDI는 공급 트러블이 발생 했다. DIY 트렌드 활성화로 페인트/코팅제 수요도 급증했다.

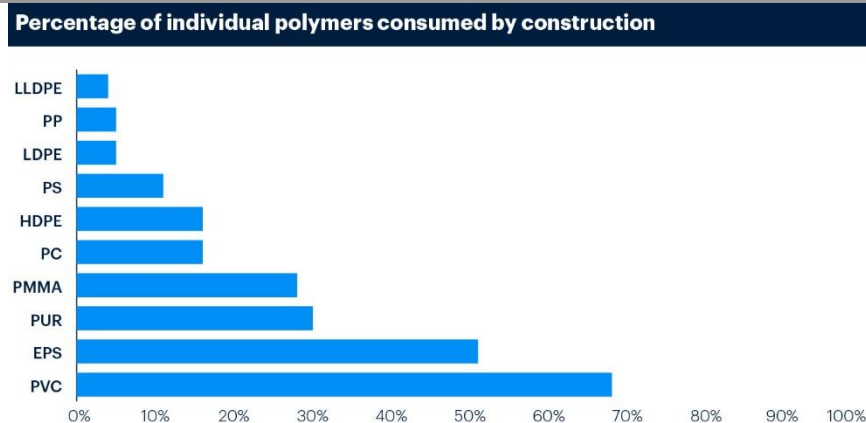
▶ 지속 가능한 시황은 아니다

우선, 4Q21까지 중국에서만 ABS +300만톤/년의 추가 증설이 계획되어 있다(IHS). 현재 ABS 수요가 900만톤/년 수준임을 감안, 감당하기 어려운 수준의 증설이다.

또, “당겨온 수요”는 사라질 것이다. 코로나로 인한 특수 상황으로 기존 7~13년 주기인 가전제품의 교체 주기가 앞당겨졌는데, 이는 2021~23년 수요 공백으로 이어지게 될 것이다.

그림 27 화학 제품별, 건설/리모델링 전방 비중

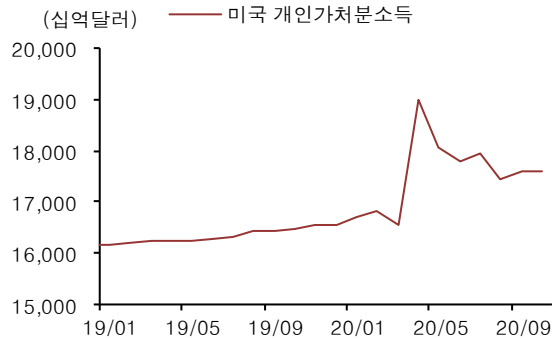
차량에 PP가 가장 많이 쓰이지만, PP 기준으로는 10%에 불과해



Source: ICIS Analytics

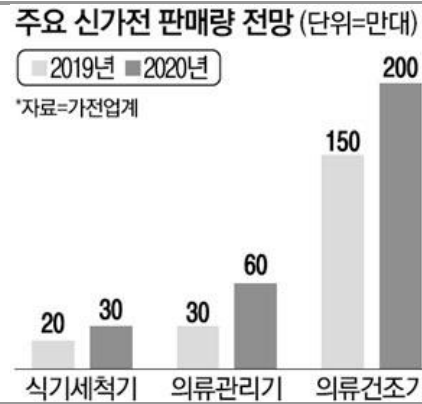
자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 28 보조금 지급으로 개인 가처분소득 늘어



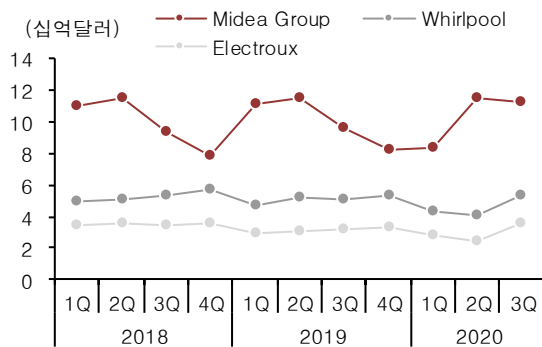
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 29 주요 신가전 판매량 추이



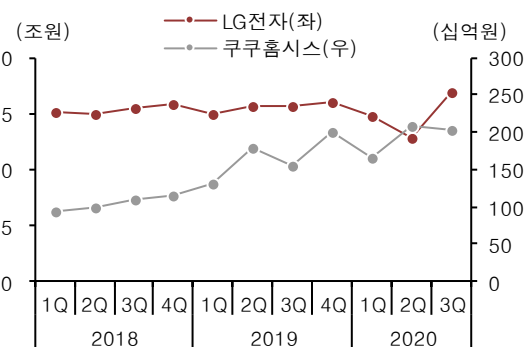
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 30 Midea Group/Wirlpool/Electrolux 매출액



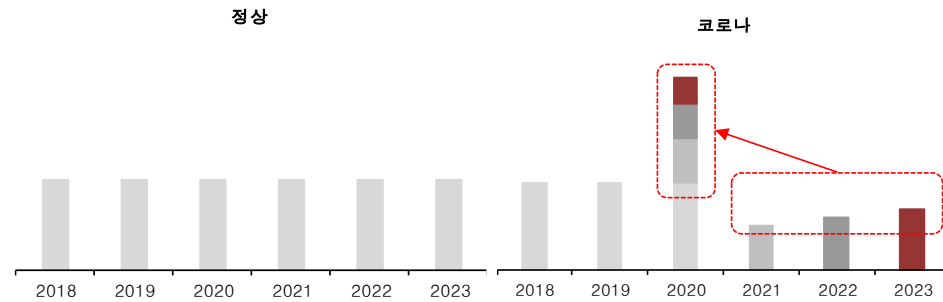
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 31 LG전자/쿠쿠홈시스



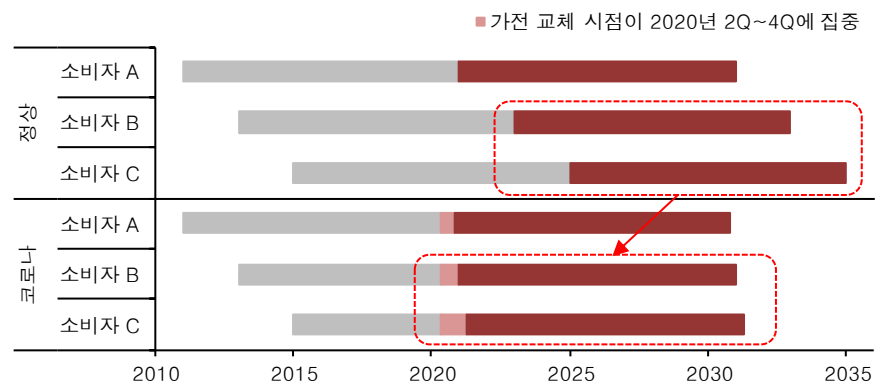
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 32 가전 교체 시점이 2020년으로 앞당겨짐



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 33 가전 교체 시점이 2020년으로 앞당겨짐



자료: 흥국증권 리서치센터

표 1 가전제품 교체 주기 (사용 연수)

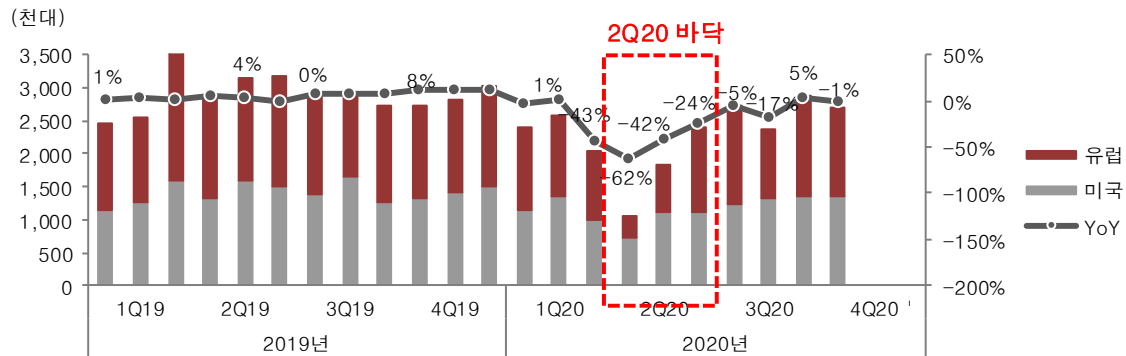
조사 기관	세탁기	건조기	냉장고	TV	에어컨	노트북	오븐	식기세척기
평균 (년수)	11	11	12	9	14	6	16	10
CHOICE	11	10	13	11	12	8	20	11
CONSUMER	10	10	10	7	-	5	13	9
MR. APPLIANCE	12	14	14	-	16	-	-	12
ROCKET Homes	10	13	13	-	-	-	-	9
ATD	10	13	11	-	15	-	14	9

자료: 흥국증권 리서치센터

3. 수요 개선(3): 자동차 수요 개선

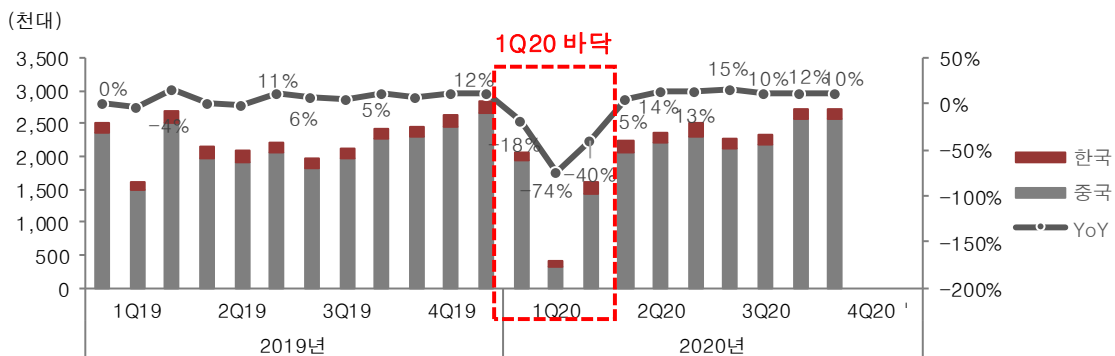
수요 개선을 이끌었던 일회용/가전 수요 성장세는 조정될 것으로 전망한다. 가장 기대되는 전망은 자동차 수요의 회복이나, 이미 3Q에 어느정도 정상화 되었고, 비중이 10%에 불과하다.

그림 34 글로벌 자동차 생산량 (2H20, YoY)



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 35 글로벌 자동차 생산량 (2H20, YoY)

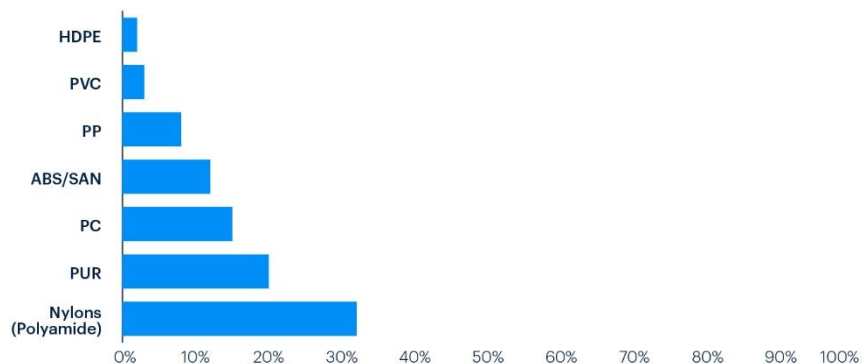


자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 36 화학 제품별, 자동차 전방 비중

차량에 PP가 가장 많이 쓰이지만, PP 기준으로는 10%에 불과해

Percentage of individual polymers consumed by automotive



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

IV. 공급 축소의 요인들

공급 축소 요인은: 4) 유가 약세 및 에탄 수급차질로 인한 ECC 경쟁력 둔화, 5) 전례 없는 미국의 허리케인, 6) 코로나로 인한 NCC 증설(가동) 지연 때문이다.

1. 공급 축소(4): 정유가 어려워야 화학이 산다

▶ 정유수요(↓) = NCC 원가 경쟁력(↑)

▷ 코로나로 인한 항공/휘발유 수요 축소는, 정유사 가동률 조정으로 이어졌고, 이는 원유의 수요 감소, **유가 하락**이라는 결과를 낳았다. 원유의 부산물인 **납사 가격도 하락**하며, NCC의 원가 경쟁력이 회복, 아시아향 수출을 늘리던 **ECC(에틸렌)/PDH(프로필렌)** 가동률 축소로 이어졌다. 또한, 정유사 가동률 축소로 프로필렌 생산량이 줄어들며 **프로필렌/BTX 회복**도 이루어졌다.

▷ 유가 하락에 재활용 플라스틱 업계도 고전이다. 재활용보다는 저가 납사로 신규 플라스틱을 생산하는 것이 더 저렴하기 때문이다.

코로나로 인한 항공/휘발유 수요 감소는 2022년말에나 정상화(유가 회복) 될 전망이다. NCC의 원가 경쟁력 회복은 한동안 유효하나, 2H20을 Peak로 단계적으로 감소한다는 것이다.

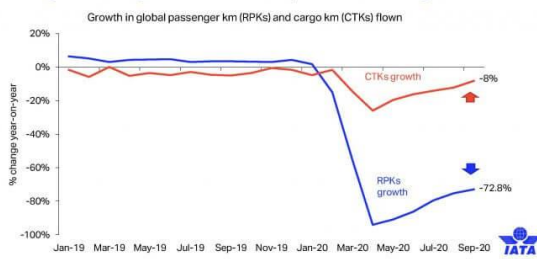
▶ CTO/MTO도 메탄올 약세로 강세

현재 낮은 메탄올 가격 영향으로, 8월부터 중국의 CTO/MTO 가동률은 80% 수준까지 상승했다. 특히, 항구지역 가동률은 100%에 육박한다. 가동률이 낮을 것으로 가정, “없는 증설” 취급하는 MTO 증설은 예상치 못한 공급으로 다가올 것이다.

2020년 MTO 증설은 4월 Jilin Connell 30만톤/년, 9월 Shandong Luxi 80만톤/년이다. CTO/MTO의 87%가 PE/PP 다운스트림이라는 점을 감안, 범용 플라스틱 공급과잉으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다.

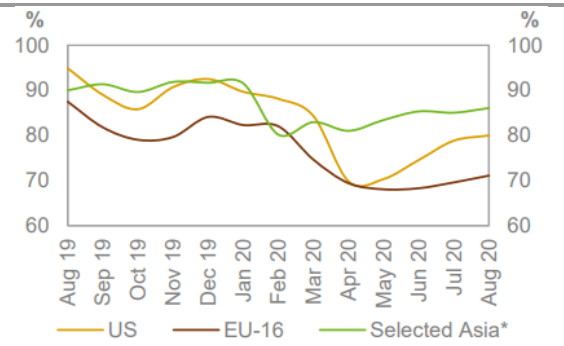
그림 37 미국 정유사 가동률 (8월말 허리케인에 공급 차질)

Air travel recovery stalling but cargo strengthens
Rise in global RPK growth slowed in September, but cargo accelerated



자료: 한국증권 리서치센터, IATA

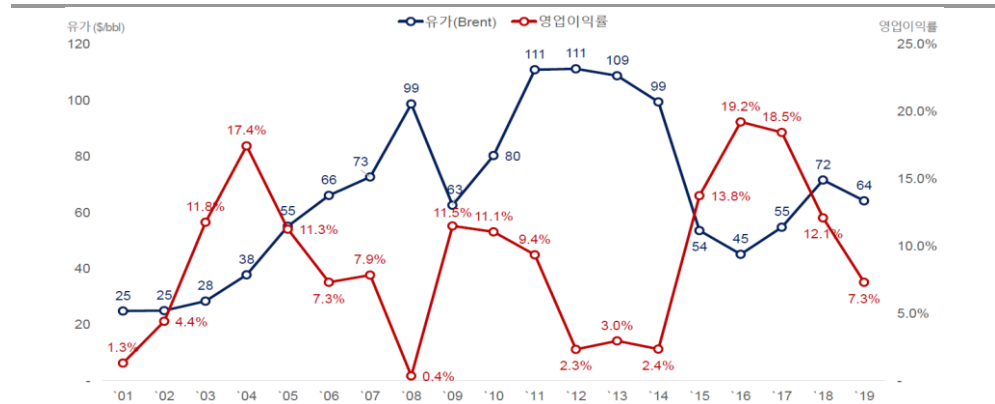
그림 38 글로벌 정유사 가동률



Note: * Japan, China, India, Singapore and South Korea.
Sources: Argus, EIA, Euroilstock, PAJ and OPEC.

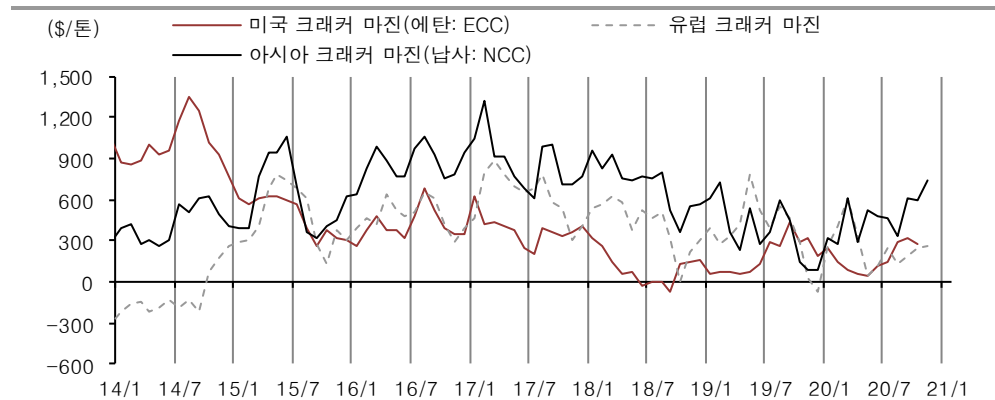
자료: 한국증권 리서치센터, OPEC

그림 39 유가, 롯데케미칼 영업이익



자료: 흥국증권 리서치센터

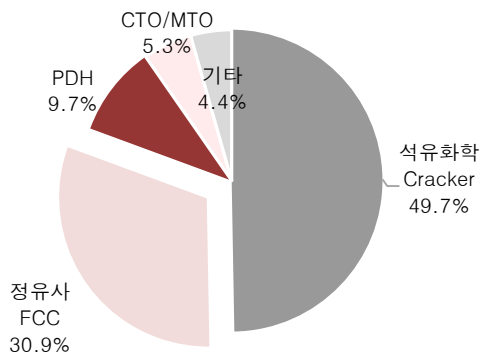
그림 40 납사의 에탄 대비 가격 급락에, NCC 경쟁력 회복



자료: 흥국증권 리서치센터

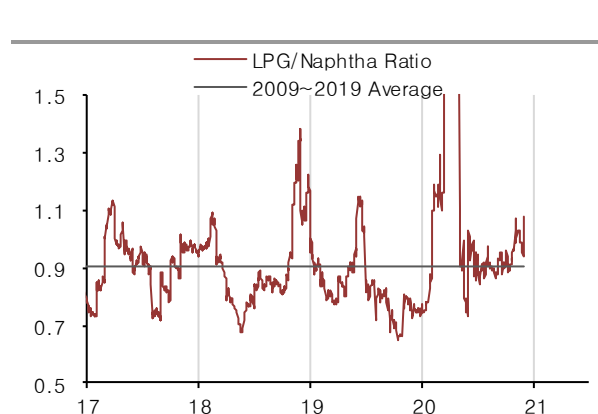
그림 41 프로필렌 공급 축소:

⇒ 정유사 가동률 하락, PDH도 소폭 약세



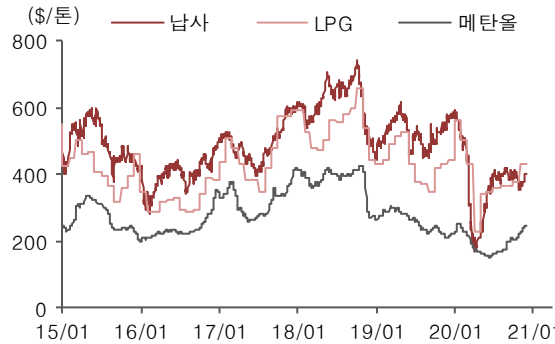
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 42 LPG/납사 Ratio 상승해 PDH도 NCC 대비 경쟁력 하락



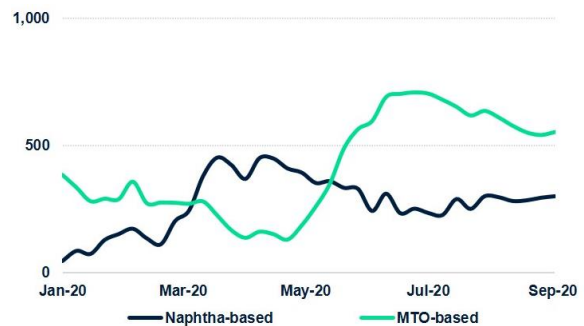
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 43 메탄올 약세에 MTO 원가 경쟁력 상승



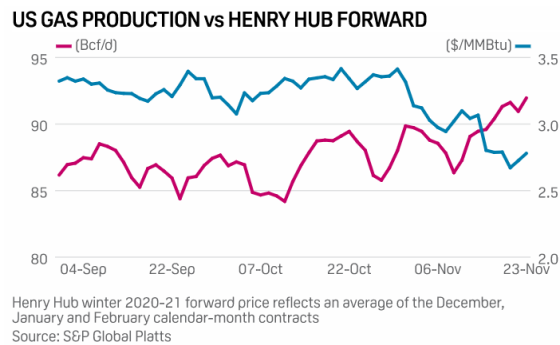
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 44 MTO 마진 개선. 가동률도 상승



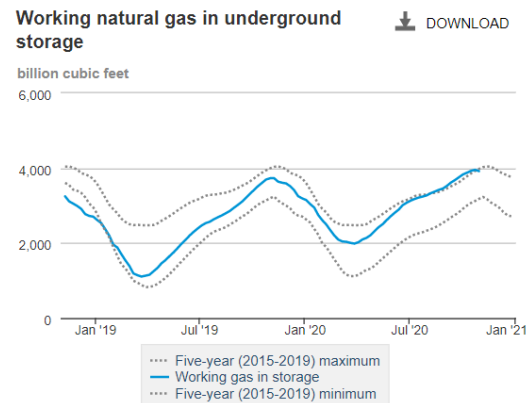
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 45 미국 천연가스 강세에, 11월부터 생산량 확대



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 46 천연가스(=에탄) 재고 쌓이는 중



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 47 미국 에탄가격, 유가 상승에도 안정세



자료: 흥국증권 리서치센터

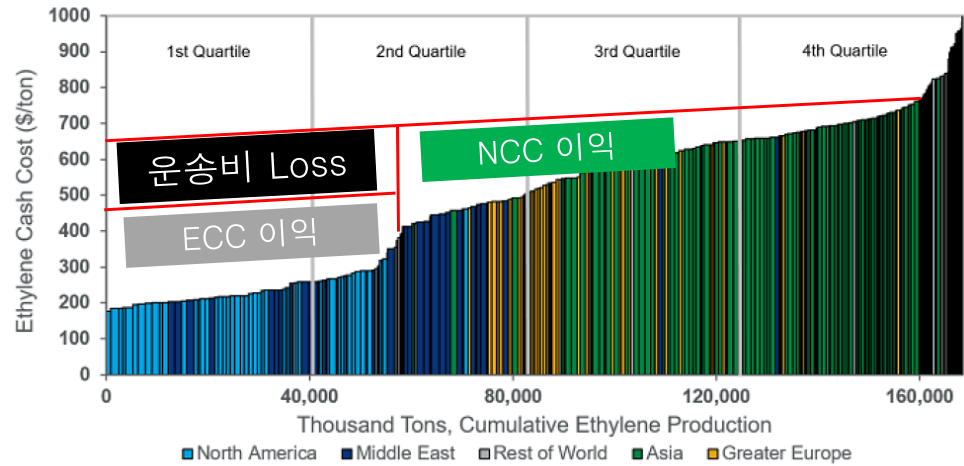
그림 48 미국 & 아시아 PE 가격 연동됨 (11월초, 디커플링)



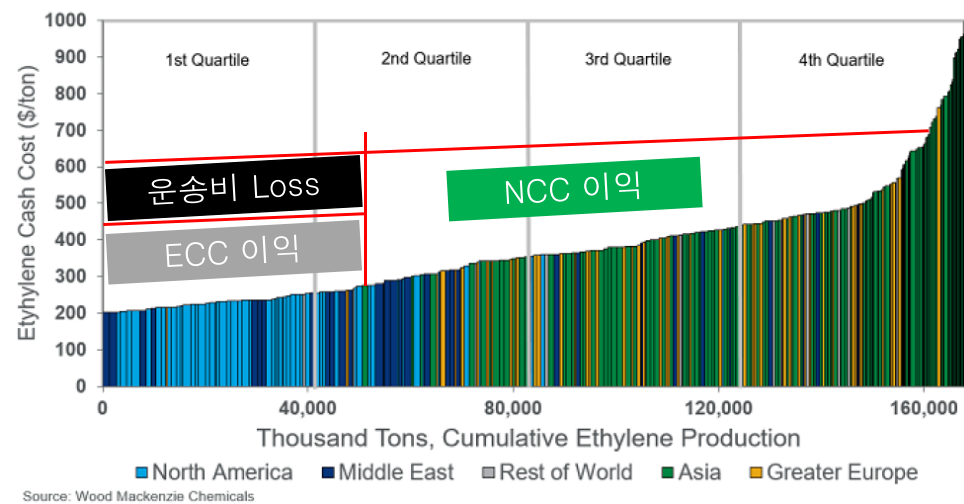
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 49 <참고 자료> NCC 업체들이 저유가에 수혜보는 이유

2020 global ethylene cost curve at approximately \$60/bbl oil - base case



2020 global ethylene cost curve at \$30/bbl oil - scenario case



자료: 흥국증권 리서치센터, Wood Mackenzie

(1) ECC의 이익이 =>
 NCC 이익으로 넘어오
 게 됨

(2) 산업 전반, 운송비
 Loss 줄어듦

2. 공급 축소(5): 전례없는 미국의 허리케인, 운송 문제

▶ 2020년 허리케인 시즌

- Louisiana(미국 화학 단지)에 허리케인이 3번이나 발생 (과거 빈도수 0.35회)
* 8월 27일 Laura(4등급), 10월 8일 Delta(2등급), 10월 29일 Zeta(2등급)
- 이에, 8월말~11월중, 2개월간 미국 공급차질 발생

▷ 영향

- 해당 지역의 글로벌 공급 차질은 최대: “원유 1.3%, 정제 1.6~1.8%, 에틸렌 6.6%” 수준
*정제설비 150만b/d, 에틸렌 750만톤/년 수준으로 보도 (ICIS)
- 롯데케미칼도, Louisiana에 위치한 LC USA(ECC) 가동을 50일 이상 중단
- 8~10월 미국 화학 설비의 20%가 가동 중단. => 현재 Dow/Indorama 제외 모두 재가동 시작
*Dow(69만톤, 정기보수), Indorama 43만톤(1Q21 재가동, 낙뢰 영향)

▶ 지역별 공급 차질:

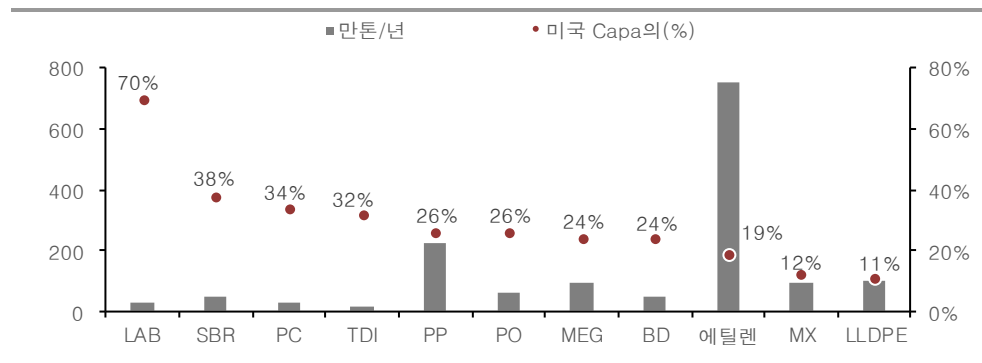
미국의 PE/PVC 수출량 급감: 유가 하락 및 허리케인 영향으로, 미국의 에틸렌계 다운스트림 생산/수출이 제한되었다. 미국의 중국향 PE 수출량은 5/6월 13.4만톤/17.3만톤 => 8/9월 6.5만톤/6.1만톤으로 급감했다.

한국/일본의 NCC도 1월초까지 다수 가동중단이다. 롯데케미칼(110만톤/년: 3/4일~12/10일), LG화학(116만톤/년, 11/5일~1월중), YNCC(58만톤/년, 10/20일~1월초), 일본 ENEOS(54만톤/년, 12/4일~1월초) 등이 12월~1월 재가동될 예정이다.

운임 또한 50~100\$/톤 이상 상승했다. 최근 컨테이너 선박이 부족한데, 완성품 보다는 소재의 운임비용이 저렴하기 때문에 순서가 밀리고 있다. 이에, 미국산 석유화학 제품은 11월 후반에 적재되어, 아시아 도착은 1월 이후라는 소식이다.

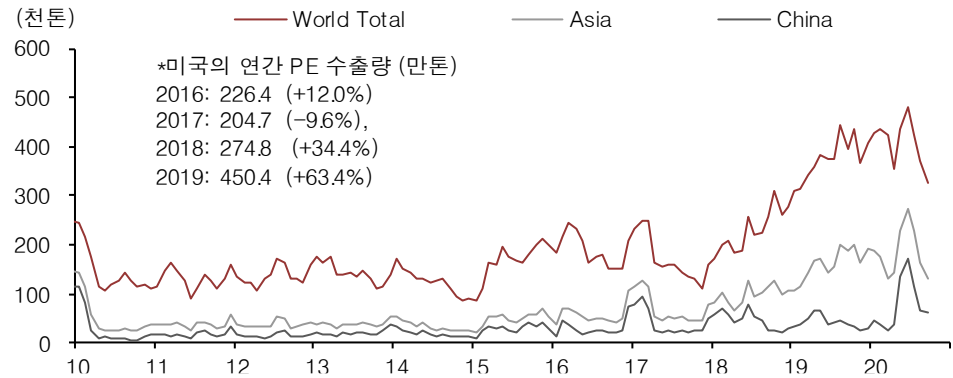
=> 1월 중순부터는 미국/아시아의 석유화학 수출입이 정상화된다.

그림 50 2020년 허리케인 영향 (8월말~10월중)



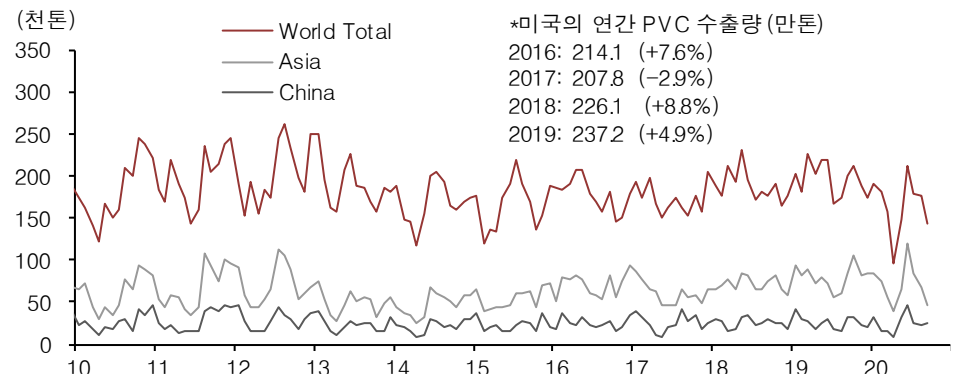
자료: 한국증권 리서치센터

그림 51 허리케인 영향에 따른 미국의 PE 수출량 급감. 1월부터 반등할 것



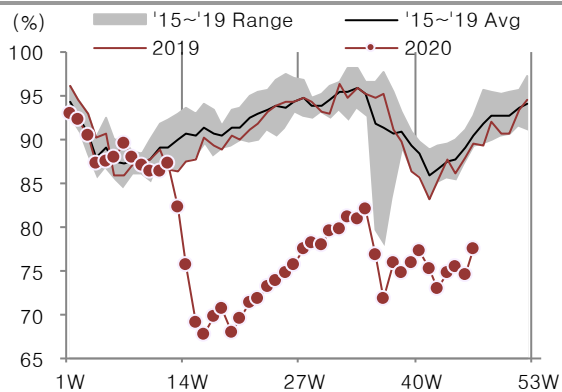
자료: 한국증권 리서치센터

그림 52 허리케인 영향에 따른 미국의 PVC 수출량 급감. 1월부터 반등할 것



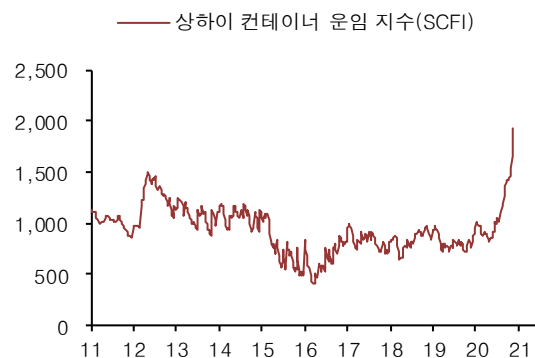
자료: 한국증권 리서치센터

그림 53 미국 정유사 가동률



자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

그림 54 컨테이너 운임 지수



자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

3. 공급 축소(6): 코로나로 인한 증설 지연

▶ 2020~23년, 정확히는 4Q20부터 석유화학 역사상 가장 많은 증설이 몰려있다.

연도별로는:

2020년: 전체 1,400만톤/년, (미국: 430만톤/년, 아시아 720만톤/년)

2021년: 전체 1,000만톤/년, (미국: 220만톤/년, 아시아 850만톤/년)

2022년: 전체 950만톤/년, (미국: 120만톤/년, 아시아 800만톤/년)

연도별 에틸렌 증설은 2020년(+7.7%), 2021년(+5.2%), 2022년(+4.7%)에 달하는데, 현재 가동률이 80~85% 수준임을 감안하면, 수요 대비 +9.5~5.5%의 증설이다.

특히, 한/중 증설이 시작되는데, 역내 증설이라는 것 외에도, NCC/MTO는 부산물(프로필렌/부타디엔/BTX) 생산량이 많아 같은 양의 에틸렌 증설이면 ECC 증설 보다 부담스럽다.

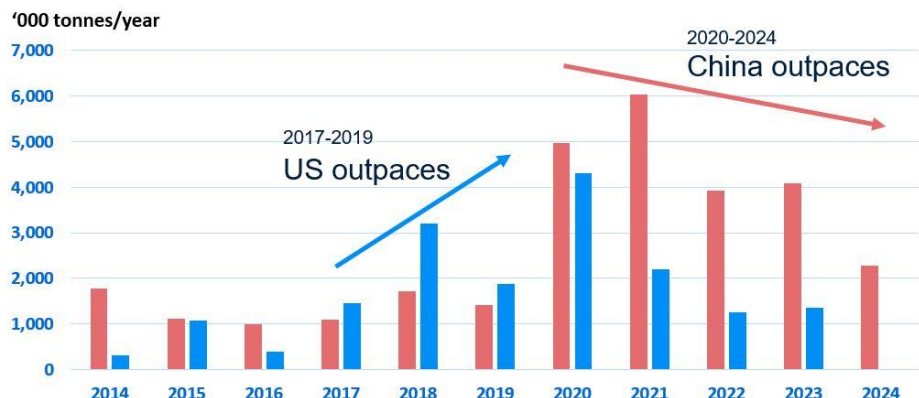
▶ 코로나로 인한 증설 지연이 3Q~4Q20에 호재로 작용했다.

코로나 기간, 증설중인 석유화학 설비들은 무역/건설 이슈로 2~3개월씩 지연되었는데, 이로 인해 2~4Q20 증설이 한분기씩 밀리며 공급부담을 줄였다. 코로나가 지속될 경우, 사소한 인력 이동 등의 이유로 증설이 지연되며 중장기적으로도 시황 개선에 도움이 될 것이다. 다만, 2Q~3Q20만큼의 지연은 없을 것이다.

이번 증설 지연으로 인한 수혜는 2~3Q23년에 다시 한번 발생할 것으로 전망한다.

그림 55 미국/중국 에틸렌 Capa 증설. 공급 2021년부터 나와

US vs China ethylene capacity additions



Source: ICIS Supply and Demand Database, as of Oct 2020

11

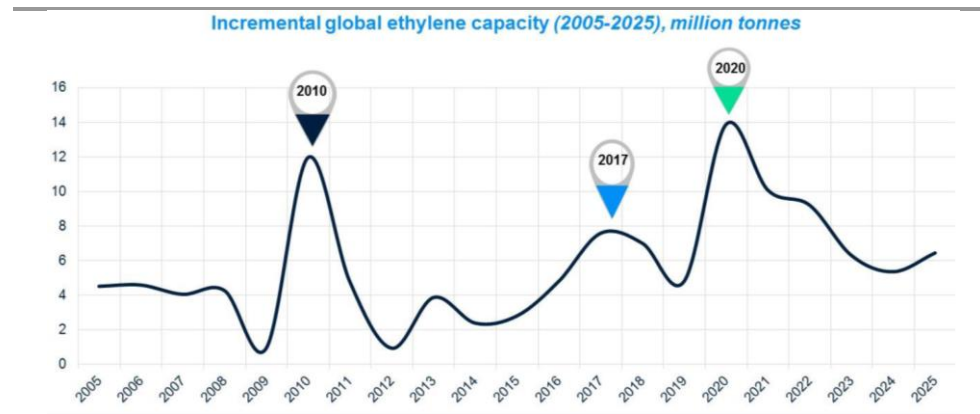
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 56 국내 NCC Capa도 확대 중



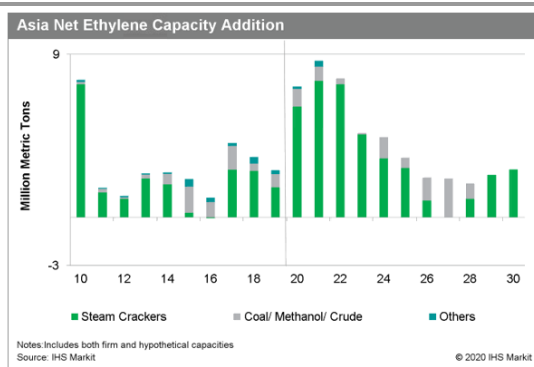
자료: 한국증권 리서치센터

그림 57 2020년, 글로벌 에틸렌 증설 공급과잉



자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 58 아시아 에틸렌 Capa 증설



자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

그림 59 아시아 에틸렌 Capa 증설 (2020년, 분기별)

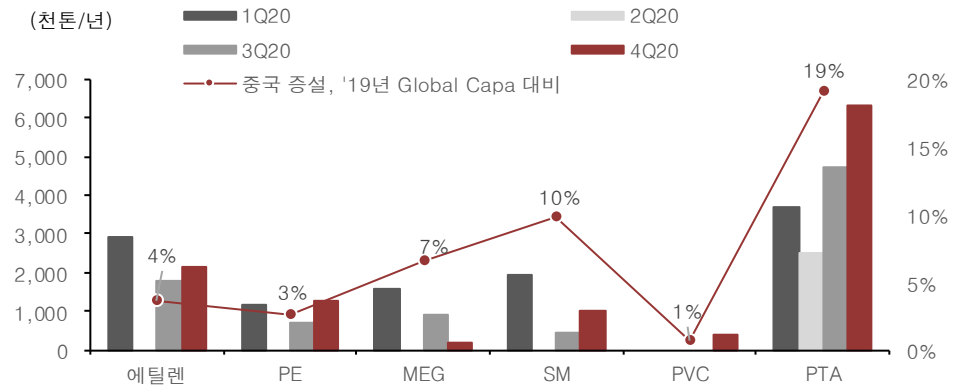
China New PE Units in 2020

Region	Producer	Capacity ('000 tonnes/yr)	Start-up date
East	Zhejiang Petrochemical	450 (LLDPE/HDPE swing plant)/300 (HDPE)	Q1 2020
Northeast	Hengli Petrochemical	400 (HDPE)	Q1 2020
South	Sinopec zhongke Petrochemical	350 (HDPE)	Sept 2020
South	Sinochem Quanzhou	400 (HDPE)	Sept 2020
Northeast	Bora Lyondellbasell	450 (LLDPE/HDPE swing plant)/350 (HDPE)	Aug 2020
North	Yantai Wanhua Chemical	450 (LLDPE)/350 (HDPE)	Sept-Oct 2020
Northeast	HaiGuo LongYou Petrochemical	400 (LLDPE/HDPE swing plant)	Oct 2020 (may be delayed to 2021)
Northwest	Shaanxi Yanchang Coal Yulin	300 (LDPE/EVA)	20-Oct

Source: Market and company sources

자료: 한국증권 리서치센터, Bloomberg

그림 60 중국의 무리한 증설 때문 (Global Capa 대비 중국의 2020년 증설(%))



*중국은 단독으로 Global 수준의 증설 진행중 (+3~4%)

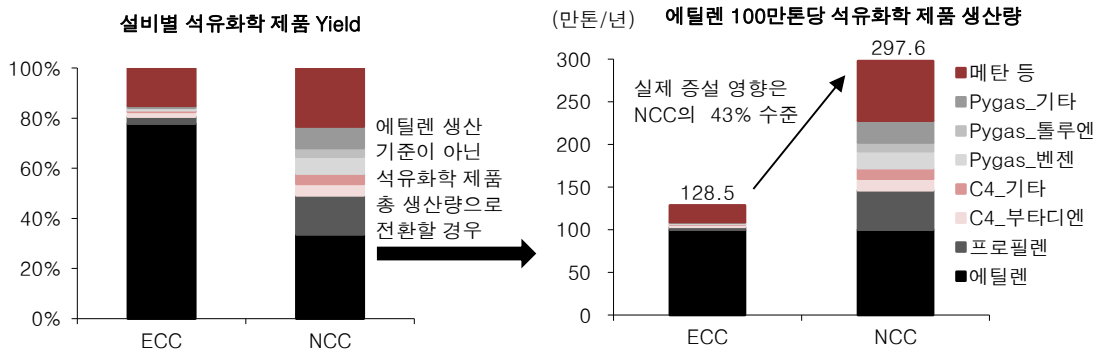
*중국의 섬유(PTA) 공급 증가율은 과거(2011~19년) 8~9% 수준이었음

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 61 ECC vs NCC : 에틸렌 100만톤/년 증설에 따른 총 석유화학 제품 증설량 :

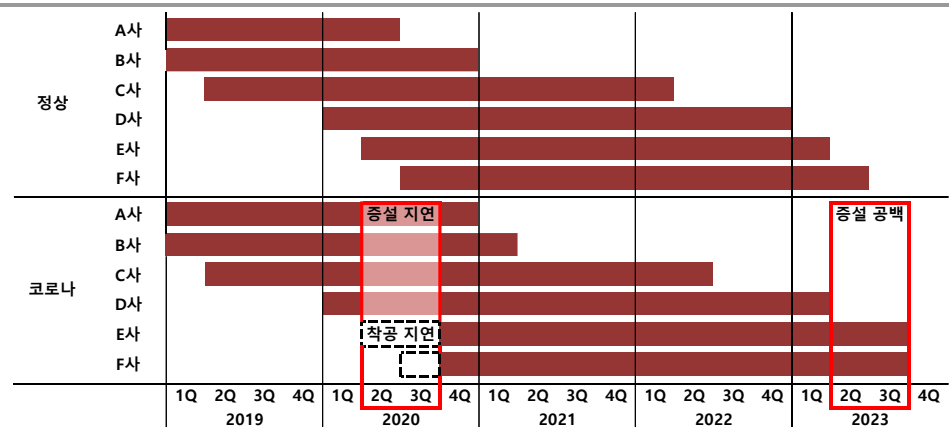
국내 NCC 업체들에 투자할 때는 기존 “에틸렌 증설” 데이터를 “총 석유화학 제품 증설” 기준의 데이터로 전환할 필요

“총 석유화학 제품” 기준, ECC의 “에틸렌 100만톤 증설”은 NCC의 “에틸렌 100만톤 증설”의 43% 수준



자료: 흥국증권, 산업자료

그림 62 NCC 증설 지연



자료: 흥국증권 리서치센터

V. 고민과 결론

1. 수요가 좋다고 단정 지어도 되는가?

▶ 고민: 수요가 좋다고 단정 지어도 되는가?

▷ 수요가 좋다고 보다는, 대규모 공급차질 영향이 현재의 호시황을 만들었다 생각한다.

보통 공급이 연간 +2~3% 늘어날 때 수요가 +4~5%씩 늘어나면 호황기가 나타나는데, 2020년에는 공급이 약 -4~5% 줄어드는데, 수요가 -1~2% 하락해 마진 회복이 나타난 것으로 판단된다.

실제로, 글로벌 석유화학 가동률은 2019년 82% ⇒ 2020년 77% 수준으로 하락했으며, 유럽의 1~9월 화학 생산도 YoY -4.4% 하락한 것으로 파악되고 있다. 이는 판매량으로 확인되는데, BASF의 10월 판매량도 아직 YoY -3% 수준이다. ICIS는 가장 회복이 빨랐던 중국의 PE/PP 수요 성장률을 4.5%/3.0%로 추정하고 있다.

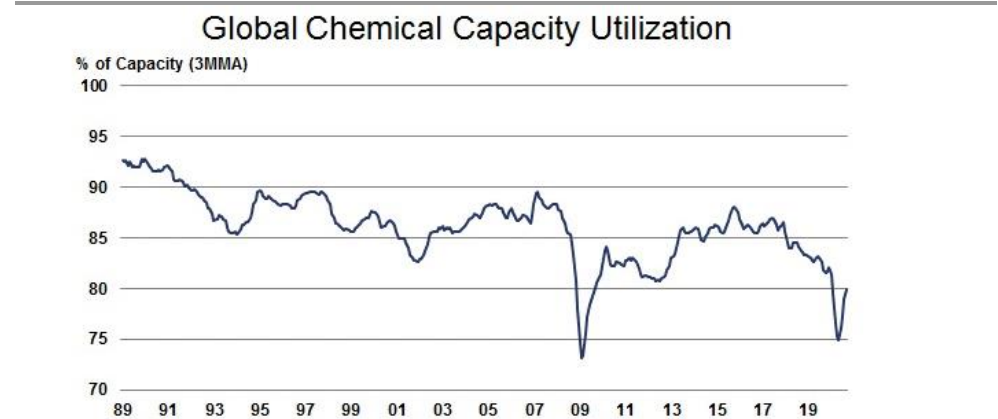
▶ 결론: 공급축소로 인한 시황 개선은 위험하다

시황/마진은 해당 시점의 수급(수요와 공급)에 따라 결정된다. 그리고, 일반적으로는 마진이 좋아야 수요가 좋은 경우가 많다. 공급은 스케줄대로 증설되며, 언제든 화학제품이 필요하면 NCC/ECC 업체들이 가동률을 상향해 수요를 맞출 수 있기 때문이다. 다만, 하위 업체들의 가동될 정도로 높은 마진이 형성되어야 한다.

가동률이 낮아진 이유는: 1) 코로나로 인한 가동/증설 차질, 2) 에탄 부족 및 운송 문제로 인한 ECC 가동 차질, 3) 다수의 Cracker 차질 때문이다.

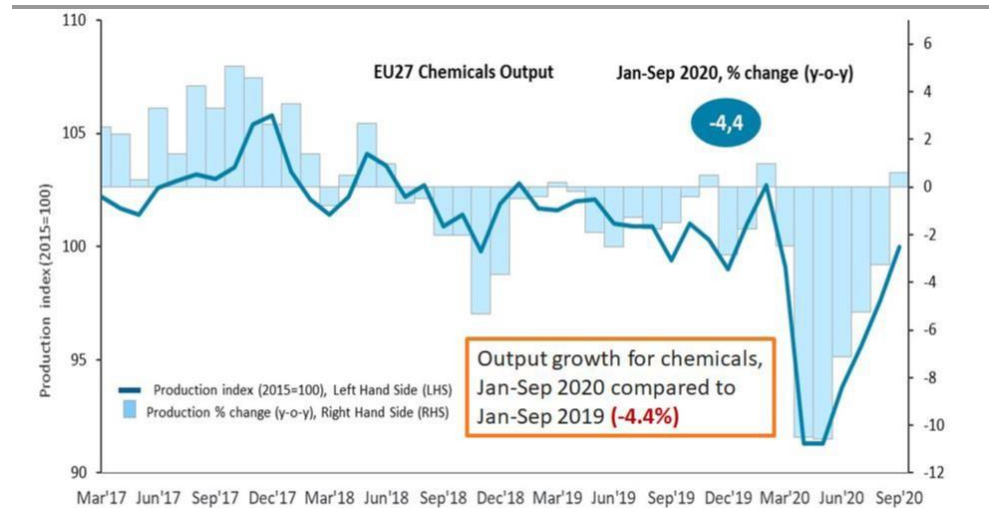
가동 중단 ⇒ 12월초 재가동되는 대형 업체들만 추려도: 롯데케미칼(110만톤/년), 태국 MOC(90만톤/년), 핀란드 Borealis(40만톤/년) 등이 있으며, 중국/태국의 신규 증설 물량 등을 고려하면 공급 이슈 중 절반은 1~3개월 내 회복될 것으로 판단된다.

그림 63 글로벌 화학 설비 가동률. 2019년 대비 생산량 -5% 가량 낮아 (공급 감소)



자료: 한국증권 리서치센터, American Chemistry Council

그림 64 유럽 화학 생산량. 2020년 1~9월, YoY -4.4%
9월에서야 공급 정상화 되는 중

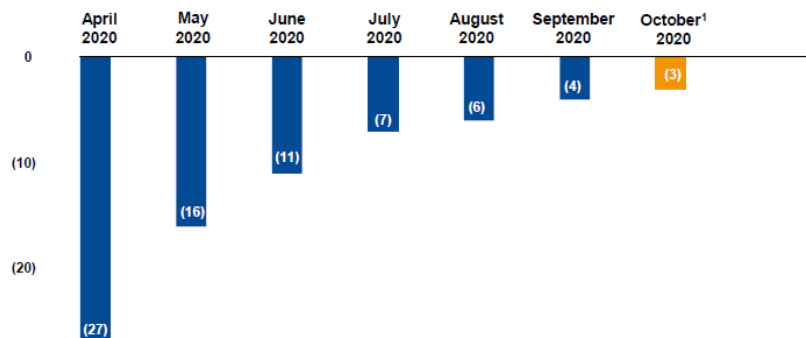


자료: 흥국증권 리서치센터

그림 65 BASF의 월간 판매량, 여전히 YoY 감소한 모습 (수요가 작년대비 약세라는 증거)

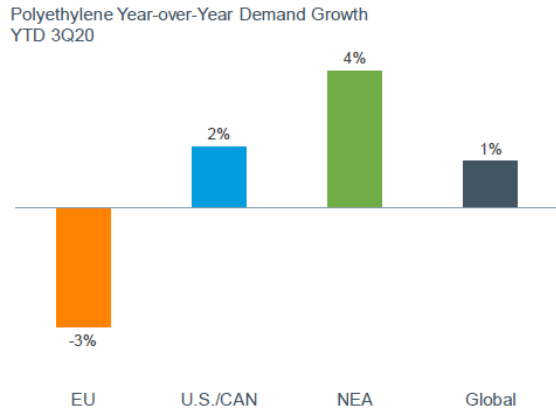
The gap in BASF's average daily order entry is slowly closing, but visibility remains low

Gap between average daily order entry
April-October 2020 vs. April-October 2019
%



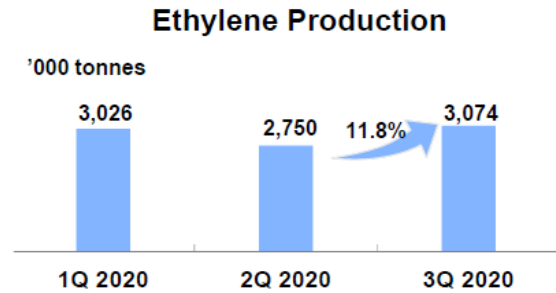
자료: 흥국증권 리서치센터, BASF

그림 66 글로벌 PE 수요. 성장률 YoY +1% (3Q20 YTD)



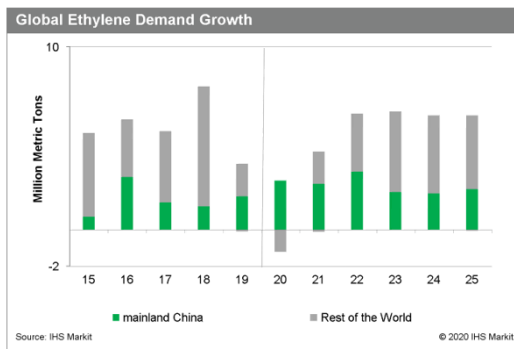
자료: 흥국증권 리서치센터, 산업자료

그림 67 Sinopec 에틸렌 생산량
수요가 적어 2Q20 생산 줄여. 금세 정상화



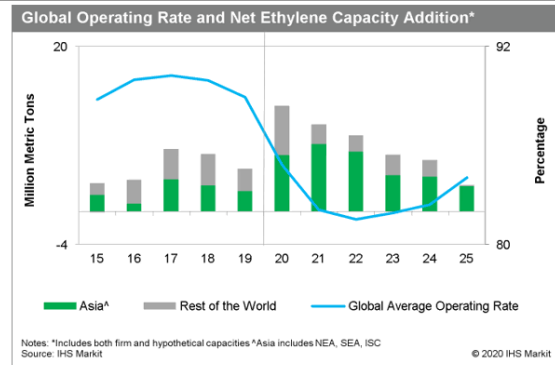
자료: 흥국증권 리서치센터, Sinopec

그림 68 글로벌 화학 수요. 중국 외에는 (-)성장



자료: 흥국증권 리서치센터, IHS

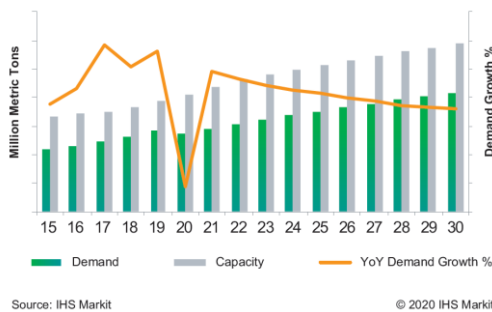
그림 69 글로벌 화학 가동율(수급), 추가 하락할 것으로 전망



자료: 흥국증권 리서치센터, IHS

그림 70 폴리에스터(섬유) 수요는 감소,

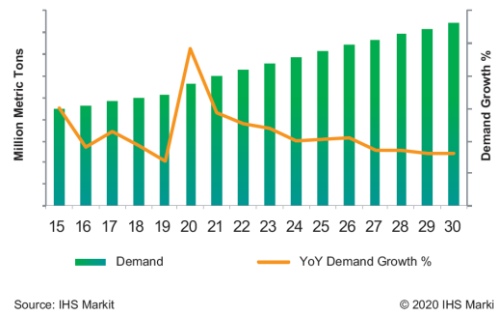
World: Polyester Supply & Demand



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

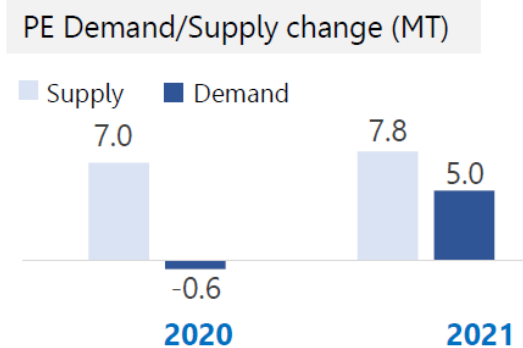
그림 71 PP(일회용품) 수요는 증가

Global Polypropylene Demand Growth



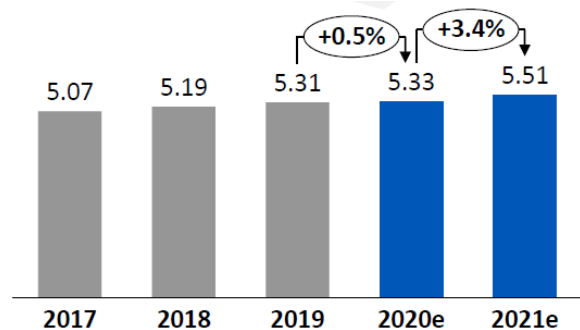
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 72 PE 수요 감소,



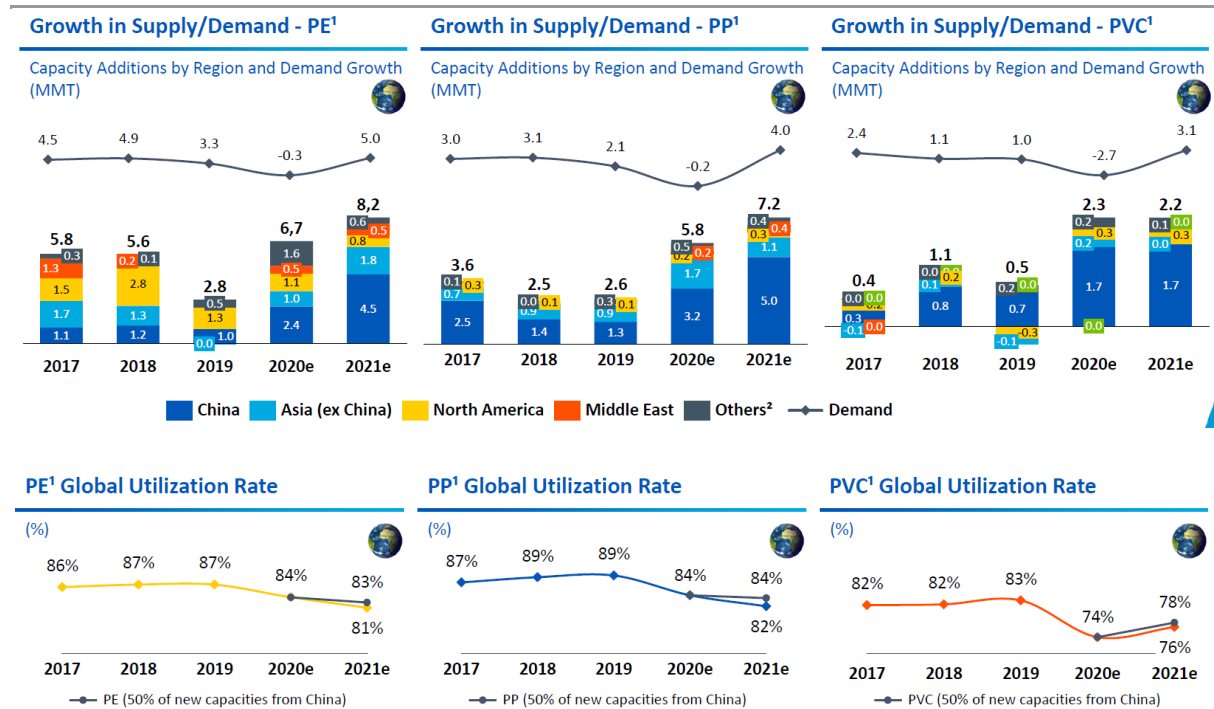
자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 73 브라질 PE/PP/PVC 수요 보합



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 74 PE/PP/PVC 글로벌 수급: 1) 2020년 수요 역성장, 2) 수급 밸런스는 2020/21년 모두 악화



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

▶ 추가: 2021년 YoY 수요 성장률은 의미가 없다

2Q~3Q20 수요가 낮았으니, 2Q~3Q21 YoY 수요 성장률은 높을 수 밖에 없다. 다만, 수요/공급 (=가동률)이 시황을 결정하는데, 이는 2019년 대비 크게 부족하다.

중국 건설 수요(Construction Output)는 4Q20에 +10.2% 상승 전망이나, 3Q21에 서야 글로벌 건설 수요는 pre-pandemic level을 회복할 전망이다.

2. NCC Cycle 중반, 정밀/중소형주에도 관심 필요

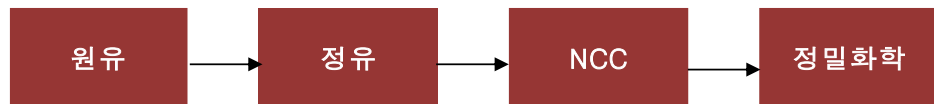
유가 하락 시, “소비재(B2C)”에 가까울수록 가격 원료 가격(유가)의 평가 전가 속도가 늦다. 이에, 정밀화학 투자에 관심 가질 필요하다. 금호석유, 효성티앤씨, KPX케미칼, 애경유화 등이 해당되며, 증설 Cycle이 짧을수록 증설 공백이 발생할 경우 호황 Cycle을 누릴 기회가 있다.

정밀화학 Top Pick은 금호석유(BUY(상향), 17만원), 효성티앤씨(BUY, 24만원)이다.

그림 75 정밀/중소형 화학주 관심 필요

정밀/중소형 관심 필요.

기본적으로 B2B => B2C로 갈수록 원유 하락에 대한 평가 압박이 적어짐



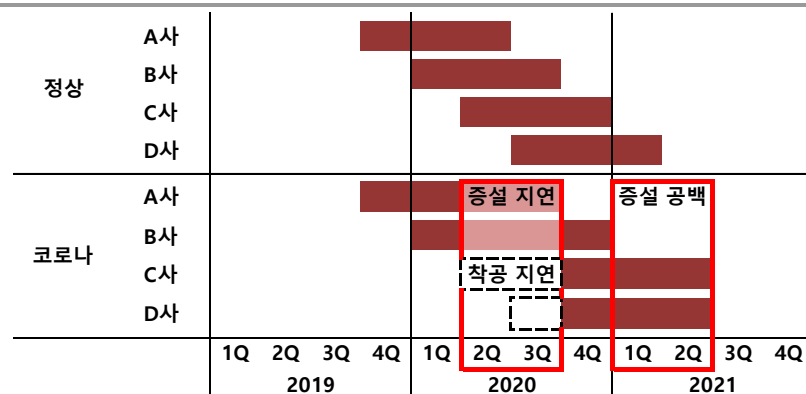
자료: 한국증권 리서치센터

그림 76 금호석유: 주요 제품 마진 추이



자료: 한국증권 리서치센터

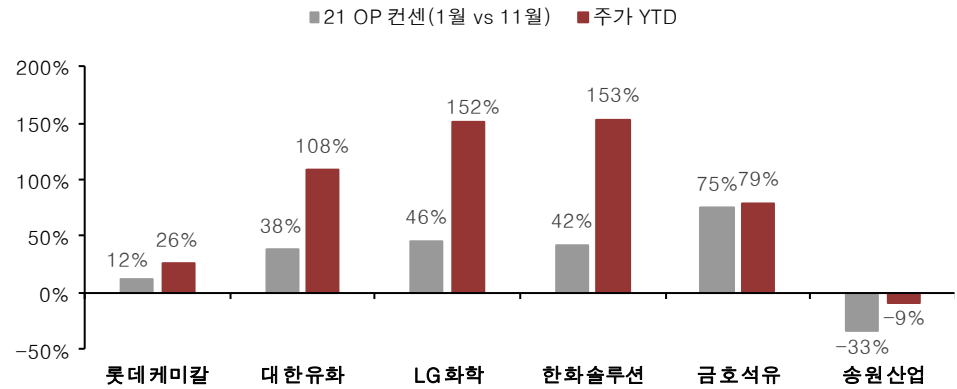
그림 77 스파덱스 증설 지연



자료: 한국증권 리서치센터

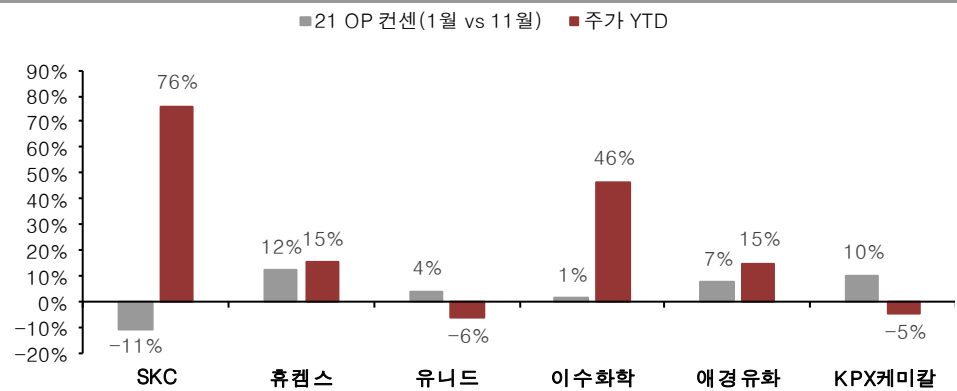
VI. 실적과 주가 Performance

그림 78 석유화학 커버리지(1) 이익추정치/주가 변화 추이



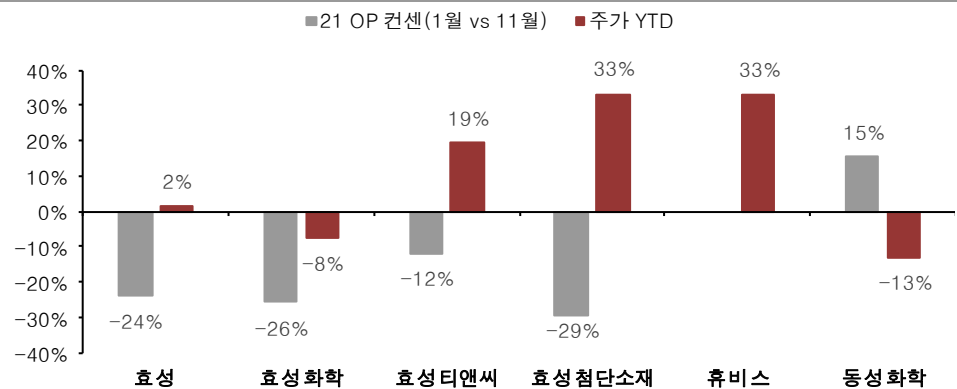
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 79 석유화학 커버리지(2) 이익추정치/주가 변화 추이



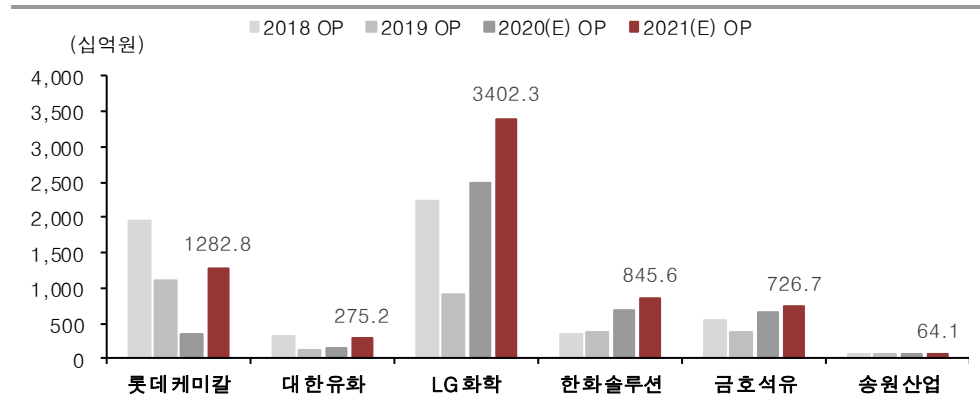
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 80 석유화학 커버리지(3) 이익추정치/주가 변화 추이



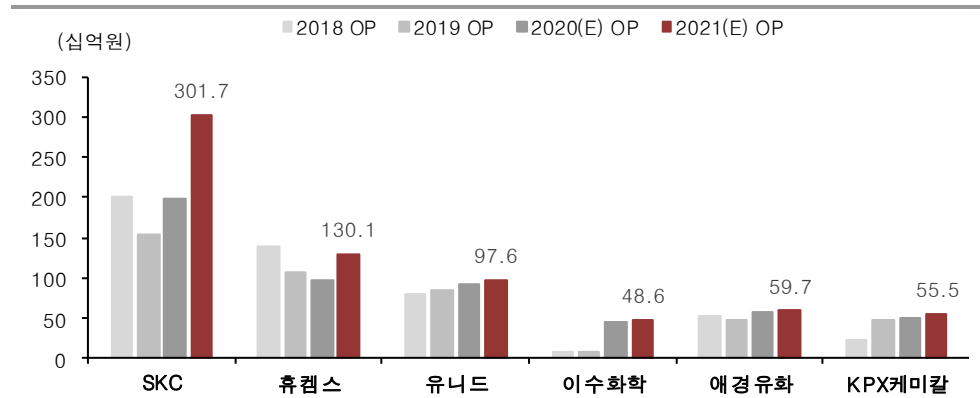
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 81 석유화학 커버리지(1) 영업이익 변화 추이



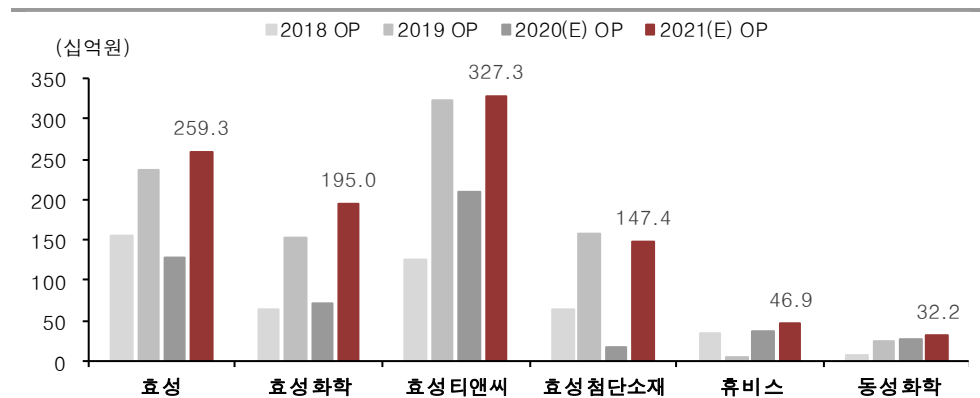
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 82 석유화학 커버리지(2) 영업이익 변화 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 83 석유화학 커버리지(3) 영업이익 변화 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 커버리지 종목별 코멘트 (석유화학)

기업명	목표 주가	현재 주가	2021 OP YoY(%)	2021 PBR	2021 PER	코멘트
롯데케미칼	290,000	282,000	230.4	0.7	11.4	석유화학 시장 조정을 감안한 Valuation/목표주가 2021년 OP YoY 급등은, 대산 NCC/미국 ECC 가동차질 기저효과 호황 가정할 경우, PER 6.1배, Upside +30%
대한유화	220,000	244,500	32.5	0.8	9.1	석유화학 시장 조정을 감안한 Valuation/목표주가 최근 EV 분리막 소재(PE/PP) 부각되며 Valuation 상향
LG화학	760,000	800,000	9.6	3.2	35.7	ABS/PVC/BPA/Latex 강세 지속될 가능성 2021년, EV 배터리 연간 흑자 기대
한화솔루션	66,000	47,750	14.8	1.2	15.9	PVC 강세 지속될 전망 글로벌 태양광 정책 수혜 기대감
금호석유	170,000	139,000	9.1	1.3	6.9	Latex/SBR/BPA/ABS/PS 강세 지속될 가능성 대형 화학업체 중, 이익 대비 주가 가장 저평가
송원산업	17,000	14,200	8.5	0.7	13.5	2021~24년, NCC/ECC 공급과잉에 수혜 기대 다만, 원재료(Phenol/TBA) 강세로 고전할 것
SKC	110,000	89,700	51.3	1.6	25.8	2021년, 본격적인 EV 시장 개화함에 따라, 동박 판매 증가 예상 전자기기/가구 판매 증가로, 필름/화학 사업부도 견조해
휴켄스	26,000	24,350	15.6	1.3	10.5	9월부터 TDI 상승해 마진 개선 다만, 탄소배출권 가격 하향 안정화가 아쉬워
유니드	68,000	43,900	7.0	0.4	2.5	2018년부터 매년 최대 실적 갱신 다만, 12월부터 KOSPI200 에서 제거되어 아쉬움 2021년 순이익 급증은 토지 매각에 따른 이익. 실제 PER은 4~5배
이수화학	16,000	14,050	8.6	0.9	10.8	위생 개념 상승 +일본 설비 폐쇄로 LAB/IPA 강세 전고체 황처리 및 콜체인용 파라핀은 주가 트리거
애경유화	13,000	9,420	3.3	0.7	6.5	2021년 건설 수요 기대감에 PVC 및 가소제 강세 바이오디젤 의무 함유량 8월부터 상향(+16.7%)
KPX케미칼	73,000	53,000	8.1	0.5	5.8	자동차 수요 회복되며 PPG 판매 증가 순현금 1,100억원, 시가배당률 4.8%. 싸다
효성	100,000	80,300	67.1	0.7	10.5	자회사들의 실적/주가 개선, 사업(ATM) 실적 개선 등 캐피탈 등 매각해 올해 6,000억원 확보 시가배당률 6.0%
효성화학	150,000	133,500	148.9	0.8	3.9	PP 강세는 기대 이상이나, LPG 가격 상승해 아쉬워 베트남 증설 밀렸지만, 현재 상황이라면 기대해볼 만 기타 사업부(필름, 폴리케톤 등) 성장세 긍정적
효성티앤씨	240,000	184,500	58.9	1.2	5.8	스판덱스 시장 강세. 4Q20~2Q21, 초강세 2Q21까지 증설 없을 것
효성첨단소재	170,000	148,000	747.5	2.1	15.2	자동차 수요 회복되며, 타이어코드/에어백 등 판매 재개 예상 3Q20 탄소섬유 흑전 긍정적
휴비스	11,000	8,110	22.8	0.6	7.3	섬유 시장 회복 아직 더더 2021년 마스크 사용량 반등, 친환경 ECO-PET, 미국 증설 기대 글로벌 1위 LM(단섬유) 회사로, 현재 주가는 아쉬워
동성화학	26,000	15,850	18.1	0.6	4.0	2019년부터 호실적 기록 다만, 최근 MDI/AA 가격 상승은 아쉬워

정유/화학

R.A

전우제

강석오

02)739-5933

02)6742-3518

wchun@heungkuksec.co.kr

sokang@heungkuksec.co.kr

(011780)

금호석유

BUY(상향)

라텍스보다 강력한 페놀체인

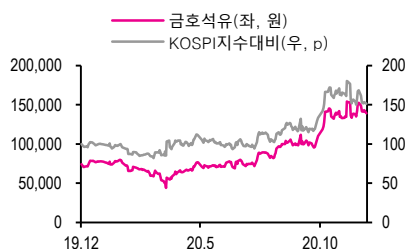
목표주가	170,000원(유지)
현재주가(11/30)	139,000원
상승여력	22.3%
시가총액	4,235십억원
발행주식수	30,468천주
52주 최고가 / 최저가	154,000 / 43,950원
3개월 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	27.9%
주요주주	
박철완 (외 9인)	24.9%
자사주 (외 1인)	18.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	41.7	96.1	90.2
상대수익률(KOSPI)	-9.8	31.6	68.4	66.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,585	4,978	4,640	4,766
영업이익	555	368	735	799
EBITDA	764	571	938	1,000
지배주주순이익	491	295	585	643
EPS	16,123	9,530	18,937	20,859
순차입금	1,258	961	275	-302
PER	5.4	8.1	7.3	6.7
PBR	1.2	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.3	6.0	5.0	4.1
배당수익률	1.5	1.7	1.8	1.8
ROE	23.4	11.8	20.2	18.8
컨센서스 영업이익	555	368	666	752
컨센서스 EPS	16,512	9,672	16,741	19,329

주가추이



투자 의견 BUY로 상향

페놀체인 및 합성수지 추가 강세에, 투자 의견을 BUY로 상향한다.

페놀사업부 4Q20 영업이익 추정치를 473억원 => 1,017억원으로 상향하며 전사 영업이익을 2,156억원 => 2,679억원으로 상향하고, 2020/21년 영업이익 추정치 또한 6,827/7,450억원 => 7,349/7,990억원으로 상향한다.

참고로 2021년 영업이익 추정치는 11/9일에 이미 +65% 상향한 바 있다.

제품가격 & 마진 (고무 외)

이익 추정치 상향 근거는 제품마진 상승이며, 가전제품(ABS/PC/EPOXY) 수요 증가와 늘어날 자동차 수요 등에 강세가 지속될 전망이다. 이미 ABS/BPA 가동률은 100%로, 마진은 언제든 추가 상승할 수 있다.

최근 미국/유럽 일부 지역에서 Epoxy가 3,748\$/톤, 3,000Eur/톤에 거래된 것으로 파악되고 있다. 가전/전자제품(35%), 코팅/건설(40%), 풍력 블레이드(5~10%) 판매가 늘어나며 수요를 견인하는 것으로 판단된다.

제품가격은(9/7일 vs 11/30일):

BPA: 1,200 => 2,150\$/톤으로, Epoxy: 2,100 => 3,000\$/톤으로, PS: 980 => 1,490\$/톤으로, ABS: 1,600 => 2,230\$/톤으로 상승했다.

제품마진은(9/7일 vs 11/30일):

BPA: 905 => 1,917\$/톤으로, Epoxy: 1,260 => 1,600\$/톤으로, PS: 318 => 395\$/톤으로, ABS: 850 => 1,071\$/톤으로 상승했다.

Latex 증설? 수급은 더 타이트해 질 것

최근 시장에서는 Latex 증설에 대한 우려가 커지고 있다. 하지만,

Latex 마진은 2019년에도 강세였지만, 본격적인 초강세는 3Q20였다. SBR 설비를 Latex로 전환하는데 1.0~1.5년, 신규 Latex 설비를 증설하는데 2년 걸리는 것을 감안하면, 신규 물량은 수요가 +20%나 상승한 2021년말에나 공급될 것이며, 기술력 낮은 중국 업체들의 수율도 의문이다. Latex 장갑의 도매/소비자 가격은 QoQ +70% 상승해 순이익률 50% 이상을 시현중이다. 반면에 ASP가 50%만 상승한 Latex는 아직도 더 상승할 여력이 남아있다.

1. 페놀사업부(BPA/EPOXY), 합성수지(ABS) 강세

코로나로 인해 가전제품용 플라스틱 수급에 더 큰 영향을 미쳤다.

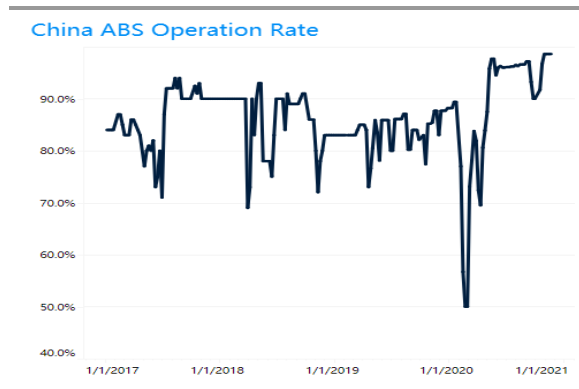
범용 제품 (PE/PP/PVC)
 < 고부가 제품
 (ABS/BPA/Latex)

“고부가 수요가 더 많이 늘어났다” 라고 판단하기 보다는 애초에 수급이 타이트했던 고부가 제품들의 부족이 발생한 것이다. 석유화학 제품 마진은 공급 가동률이 100%를 달성하는 순간, 가격이 급등하기 시작하는데, 10/11월부터 BPA와 ABS의 중국 가동률이 100% 이다.

ABS는 백색가전과 자동차, BPA는 PC/Epoxy의 원료로 사용되는데, 우선 ABS/PC가 동반 강세다.

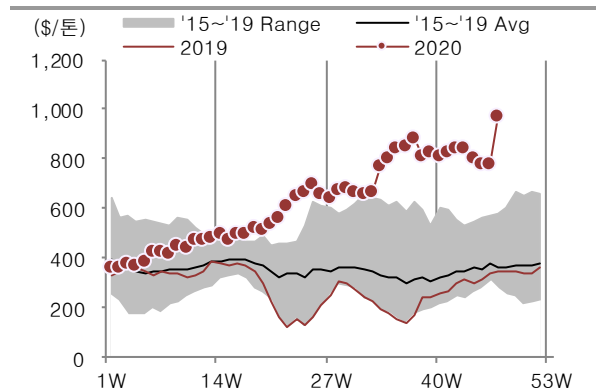
1) 4월부터 중국에서 “One Helmet One Belt” 정책을 발표하며 헬멧용 ABS/PC 수요가 급격히 늘어났고, 2) 온라인 수업/근무 활성화로 에어컨/노트북/모니터용 고부가 플라스틱 수요가 늘어났기 때문이다. Epoxy도 인프라/가전 및 풍력 블레이드용 신규 수요가 발생하며 초강세다.

그림 1 ABS 가동률 (11월 1~3주 99%)



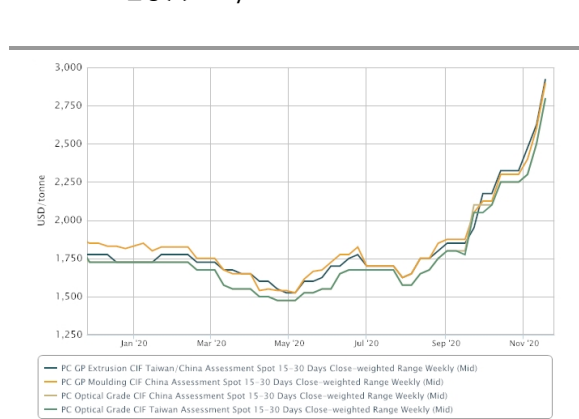
자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 2 ABS 마진



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 BPA 전방(1): PolyCarbonate



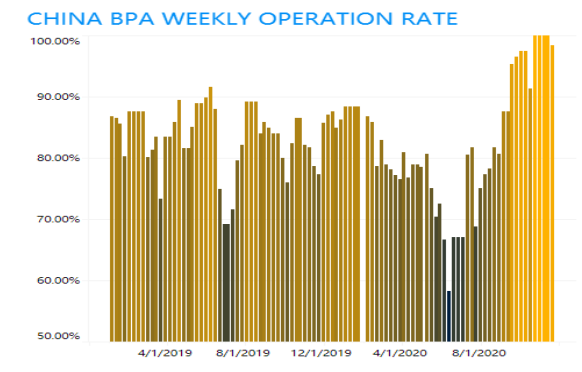
자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 4 중국, 6월부터 헬멧(ABS/PC) 의무화:
 *헬멧 2억개 필요



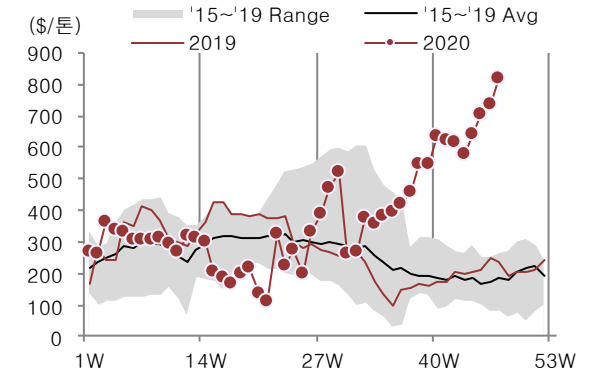
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 BPA 가동률 (10월 3주~11월2주 100%)
*베이징 안개로 11월 3째주 가동률은 98.4%



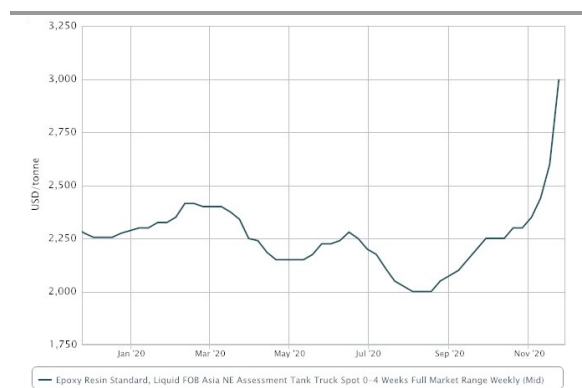
자료: 한국증권 리서치센터, ICIS

그림 6 BPA 마진



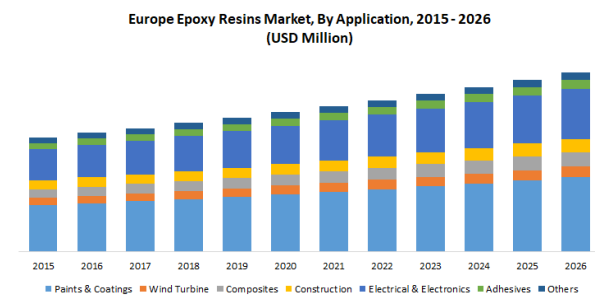
자료: 한국증권 리서치센터

그림 7 BPA 전방(2): Epoxy



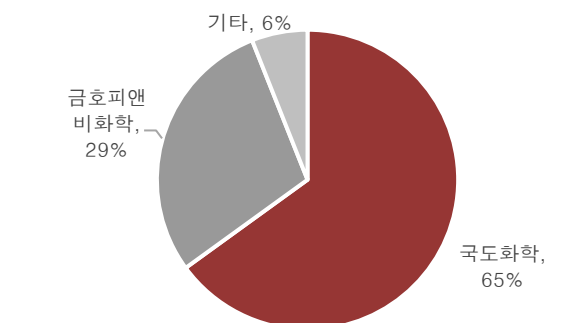
자료: 한국증권 리서치센터

그림 8 Epoxy 전방: 세계 시장 76억USD(2019, CAGR 5.9%)
*페인트/코팅: 40%, 전자: 35% 등



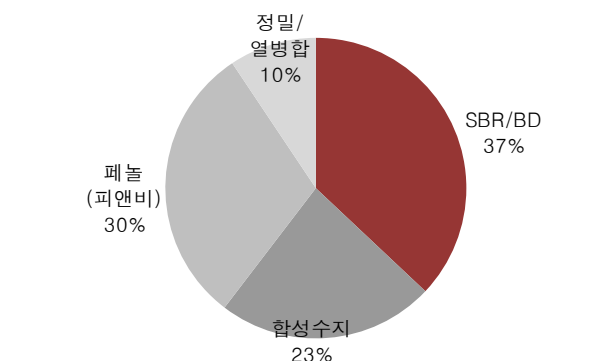
자료: 한국증권 리서치센터

그림 9 국내 Epoxy 생산 능력



자료: 한국증권 리서치센터

그림 10 금호석유 매출 구성: 페놀 30%, 합성수지 23%



자료: 한국증권 리서치센터

2. Latex에 대한 생각

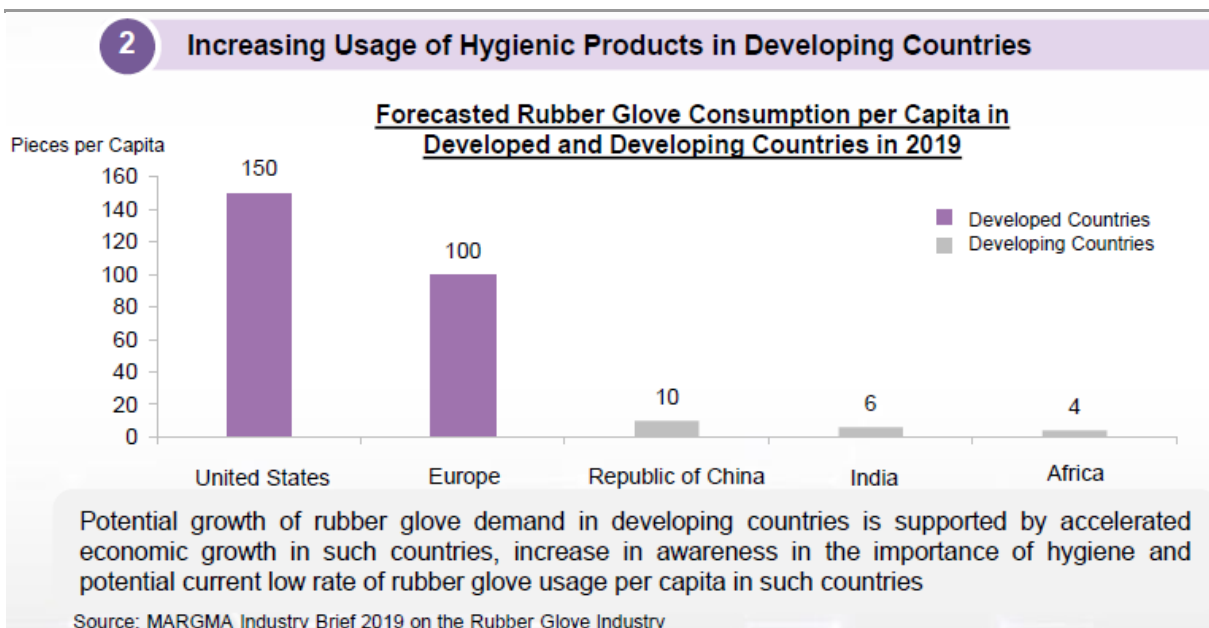
그림 11 (Latex)고무 장갑 수요



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

* Latex 장갑 수요는 기존에도 +10% 이상의 성장률을 보였으며, 코로나로 인해 +20%의 성장률을 기록하고 있다. 장갑 3위업체인 Sritrang은 2021년 YoY +18% 성장을 전망하고 있지만, 1위업체인 Top Glove는 2021년 YoY +25%의 성장을 전망하고 있다.

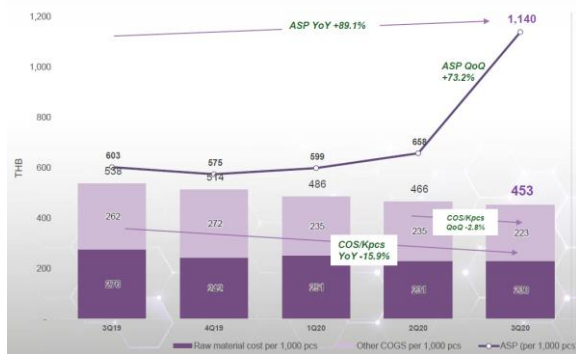
그림 12 인당 고무장갑 수요 (국가별)



자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

* 개발도상국들은 인당 장갑 소비량이 선진국 대비 1/10도 안되기 때문이다. 이번 코로나로 고무 장갑 사용을 경험해본 개도국 의사들의 수요는 코로나 이후에도 일부 영구적으로 유지될 것이다.

그림 13 장갑 ASP(QoQ +73%) vs. 원재료(QoQ -3%)



자료: 흥국증권 리서치센터, Sritrang

* 최근, 장갑 부족에, 업체들은 아예 대놓고 가격을 인상하고 있다. Sritrang의 장갑 ASP는 원재료 하락에도 QoQ +73% 상승하는 모습이다. 순이익률은 54%까지 상승했다. 한국의 소비자 가격도 몇 달새 2배로 뛰었으나, Latex 소재 가격은 아직도 +40% 수준에 불과하다. 추가적인 가격 인상이 가능하다는 뜻이다.

그림 14 순이익률 3.5% => 54.1%로 상승



자료: 흥국증권 리서치센터, Sritrang

그림 15 국내 소비자가: 5,500원/100개(2월)



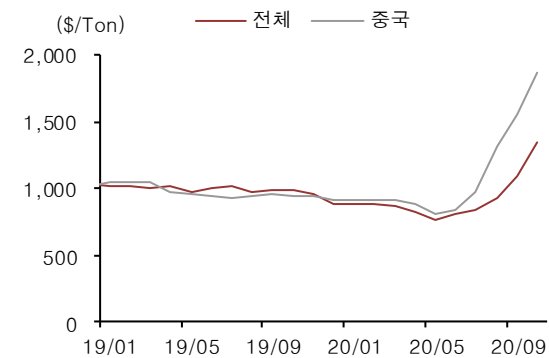
자료: 흥국증권 리서치센터, ICIS

그림 16 국내 소비자가: 10,900원/100개(11월)



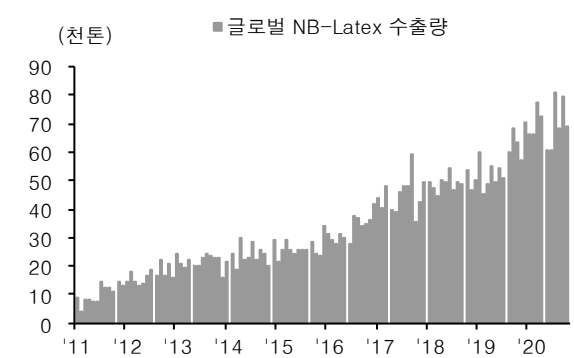
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 17 NB-Latex 가격



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 18 NB-Latex 수출량



자료: 흥국증권 리서치센터

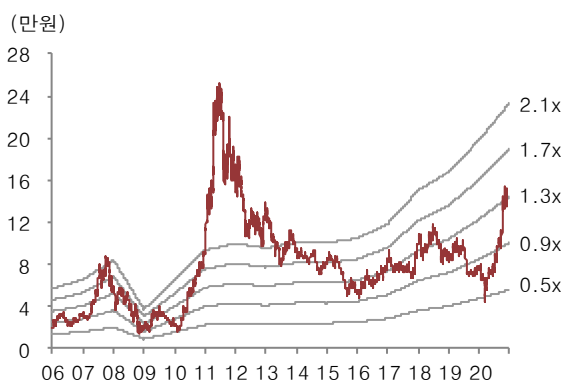
그림 19 금호석유 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,270.7	1,297.2	1,220.0	1,190.1	1,225.5	1,026.3	1,188.3	1,200.2	5,584.9	4,977.9	4,640.2	4,766.5
QoQ(%)	-6.1%	2.1%	-6.0%	-2.5%	2.6%	-16.3%	15.8%	1.0%				
YoY(%)	-5.2%	-10.0%	-15.9%	-12.0%	-3.6%	-20.6%	-2.6%	0.5%	10.3%	-10.9%	-6.8%	2.7%
합성고무/BD	477.3	499.9	485.8	455.2	469.3	369.9	428.2	450.9	2,015.4	1,918.2	1,718.3	1,731.7
합성수지	288.2	311.6	292.1	276.2	285.7	250.5	286.8	260.3	1,225.7	1,168.1	1,083.3	1,055.9
페놀(금호피앤비)	366.4	357.9	306.8	319.2	346.7	309.0	366.7	381.1	1,756.2	1,350.3	1,403.5	1,540.1
기타(정밀/열병합)	143.2	127.7	135.3	135.1	123.8	96.8	106.6	107.9	587.6	541.3	435.1	438.7
영업이익	143.5	138.9	68.7	16.6	133.1	120.1	213.8	267.9	554.6	367.8	734.9	799.0
영업이익률(%)	11.3%	10.7%	5.6%	1.4%	10.9%	11.7%	18.0%	22.3%	9.9%	7.4%	15.8%	16.8%
QoQ(%)	70.2%	-3.2%	-50.6%	-75.8%	663.8%	-9.8%	78.0%	25.3%				
YoY(%)	-13.4%	-9.5%	-54.5%	-80.3%	-7.2%	-13.0%	211.3%	1436.5%	111.2%	-33.7%	99.8%	8.7%
합성고무/BD	49.2	61.0	45.0	10.0	66.1	48.8	88.6	107.4	110.0	165.2	310.9	329.0
영업이익률(%)	10.3%	12.2%	9.3%	2.2%	14.1%	13.2%	20.7%	23.8%	5.5%	8.6%	18.1%	19.0%
합성수지	17.9	17.9	9.0	3.0	25.0	23.0	37.0	39.4	41.4	47.8	124.4	118.1
영업이익률(%)	6.2%	5.7%	3.1%	1.1%	8.8%	9.2%	12.9%	15.1%	3.4%	4.1%	11.5%	11.2%
페놀(금호피앤비)	38.0	31.9	-5.0	-16.0	14.5	34.6	69.7	101.7	259.2	48.9	220.5	261.7
영업이익률(%)	10.4%	8.9%	-1.6%	-5.0%	4.2%	11.2%	19.0%	26.7%	14.8%	3.6%	15.7%	17.0%
기타(정밀/열병합)	39.1	28.1	19.7	19.6	27.6	13.7	18.5	19.4	143.6	106.5	79.2	90.2
영업이익률(%)	27.3%	22.0%	14.5%	14.5%	22.3%	14.1%	17.3%	18.0%	24.4%	19.7%	18.2%	20.6%
당기순이익	114.0	115.3	47.6	17.9	127.6	99.8	146.2	211.4	503.1	294.7	585.0	643.9
지배순이익	113.9	115.2	47.6	17.9	127.6	99.7	146.2	211.2	491.2	294.6	584.7	643.2
순이익률(%)	9.0%	8.9%	3.9%	1.5%	10.4%	9.7%	12.3%	17.6%	9.0%	5.9%	12.6%	13.5%
QoQ(%)	85.3%	1.1%	-58.7%	-62.4%	612.5%	-21.8%	46.5%	44.6%				
YoY(%)	-20.7%	-34.3%	-61.2%	-70.9%	12.0%	-13.4%	207.3%	1080.4%	131.1%	-41.4%	98.5%	10.1%

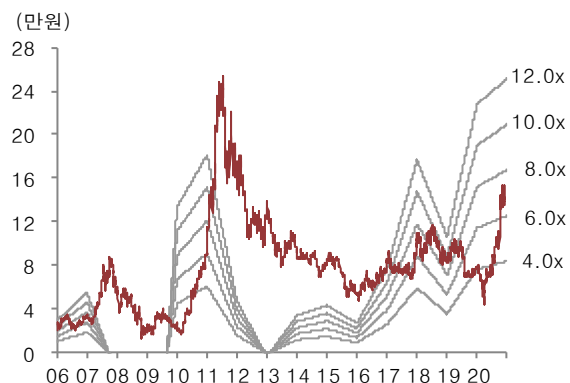
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 20 금호석유 12개월 선행 PBR Band



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 21 금호석유 12개월 선행 PER Band



자료: 흥국증권 리서치센터

금호석유(011780) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,584.9	4,977.9	4,640.2	4,766.5	4,768.5
증가율 (Y-Y,%)	10.3	(10.9)	(6.8)	2.7	0.0
영업이익	554.6	367.8	734.9	799.0	711.8
증가율 (Y-Y,%)	111.2	(33.7)	99.8	8.7	(10.9)
EBITDA	764.1	570.5	937.8	999.9	910.4
영업외손익	62.3	11.6	32.8	48.2	54.3
순이자수익	(46.8)	(34.1)	(14.9)	(1.0)	8.1
외화관련손익	(5.8)	(1.5)	(1.7)	0.0	0.0
지분법손익	118.1	39.0	49.0	48.0	45.0
세전계속사업손익	616.9	379.3	767.7	847.2	766.1
당기순이익	503.1	294.7	585.0	643.9	582.3
지배기업당기순이익	491.2	294.6	584.7	643.2	581.7
증가율 (Y-Y,%)	130.0	(40.0)	98.5	10.0	(9.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.4	7.8	(2.9)	(5.1)	(1.4)
영업이익증가율(3Yr)	50.1	32.8	40.9	12.9	24.6
EBITDA증가율(3Yr)	31.0	16.3	25.0	9.4	16.9
순이익증가율(3Yr)	60.4	54.0	39.0	8.6	25.5
영업이익률(%)	9.9	7.4	15.8	16.8	14.9
EBITDA마진(%)	13.7	11.5	20.2	21.0	19.1
순이익률(%)	9.0	5.9	12.6	13.5	12.2
NOPLAT	452.3	265.4	537.7	607.2	541.0
(+) Dep	209.4	202.8	202.8	201.0	198.6
(-) 운전자본투자	73.4	(18.2)	(117.2)	(35.6)	(6.8)
(-) Capex	134.1	172.7	188.4	180.0	180.0
OpFCF	454.2	313.7	669.3	663.8	566.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	16,123	9,530	18,937	20,859	18,838
BPS	70,088	78,488	94,061	110,762	125,626
DPS	1,350	1,350	2,500	2,500	2,500
Multiples(x,%)					
PER	5.4	8.1	7.3	6.7	7.4
PBR	1.2	1.0	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	5.3	6.0	5.0	4.1	4.0
배당수익률	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
PCR	3.7	4.3	4.3	5.8	6.3
PSR	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	96.6	71.9	53.8	33.3	21.3
Net debt/Equity	53.6	36.6	8.7	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	164.6	168.5	29.3	n/a	n/a
유동비율	76.7	100.4	161.7	231.1	309.9
이자보상배율	11.9	10.8	49.2	834.9	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.9	0.6	0.3	0.1
자산구조					
투하자본(%)	71.8	70.3	61.4	58.6	56.1
현금+투자자산(%)	28.2	29.7	38.6	41.4	43.9
자본구조					
차입금(%)	38.3	30.6	22.4	11.1	2.6
자기자본(%)	61.7	69.4	77.6	88.9	97.4

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

재무상태표

(단위:십억원)

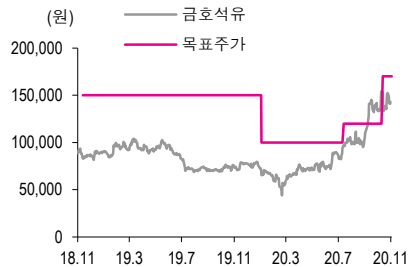
결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,348.7	1,261.4	1,610.1	1,682.9	1,816.4
현금성자산	200.0	196.8	637.3	763.6	895.7
매출채권	667.0	582.0	540.4	509.9	510.2
재고자산	471.6	469.5	417.1	393.5	393.8
비유동자산	3,268.0	3,276.6	3,236.6	3,261.4	3,290.2
투자자산	888.2	967.0	983.2	1,023.1	1,064.7
유형자산	2,365.6	2,296.0	2,237.0	2,219.1	2,204.0
무형자산	14.3	13.6	16.4	19.1	21.5
자산총계	4,616.7	4,538.0	4,846.7	4,944.3	5,106.6
유동부채	1,758.9	1,257.0	995.9	728.1	586.2
매입채무	493.6	481.5	448.6	423.2	423.5
유동성이자부채	1,085.3	649.2	362.8	112.8	(37.2)
비유동부채	509.7	632.8	699.6	505.7	312.1
비유동이자부채	372.4	508.8	549.1	349.1	149.1
부채총계	2,268.6	1,889.8	1,695.5	1,233.8	898.2
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	356.6	356.5	356.5	356.5	356.5
이익잉여금	1,924.6	2,186.7	2,727.6	3,286.9	3,784.7
자본조정	(101.3)	(82.0)	(101.3)	(101.3)	(101.3)
자기주식	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
자본총계	2,348.1	2,629.6	3,151.2	3,710.6	4,208.3
투하자본	2,775.7	2,750.7	2,579.2	2,527.9	2,507.8
순차입금	1,257.7	961.2	274.7	(301.6)	(783.8)
ROA	10.7	6.4	12.5	13.1	11.6
ROE	23.4	11.8	20.2	18.8	14.7
ROIC	16.3	9.6	20.2	23.8	21.5

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	484.6	557.7	1,052.3	837.9	748.4
당기순이익	503.1	294.7	585.0	643.9	582.3
자산상각비	209.4	202.8	202.8	201.0	198.6
운전자본증감	(201.7)	93.3	(39.1)	35.6	6.8
매출채권감소(증가)	(51.5)	90.8	108.4	30.5	(0.3)
재고자산감소(증가)	(44.9)	2.2	49.5	23.6	(0.3)
매입채무증감(감소)	(78.7)	13.1	(165.7)	(25.3)	0.3
투자현금	(190.7)	(136.0)	(184.7)	(179.2)	(183.9)
단기투자자산감소	(63.3)	28.4	33.7	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	2.6	13.6	9.2
설비투자	(134.1)	(172.7)	(188.4)	(180.0)	(180.0)
유무형자산감소	5.9	9.4	(4.2)	(5.8)	(5.8)
재무현금	(426.4)	(395.7)	(395.0)	(533.9)	(433.9)
차입금증가	(354.8)	(360.8)	(349.6)	(450.0)	(350.0)
자본증가	(27.3)	(27.3)	(45.4)	(83.9)	(83.9)
배당금지급	27.3	27.3	45.4	83.9	83.9
현금 증감	(132.6)	26.0	472.5	124.8	130.6
총현금흐름(Gross CF)	780.3	602.7	1,091.3	802.3	741.6
(-) 운전자본증가(감소)	73.4	(18.2)	(117.2)	(35.6)	(6.8)
(-) 설비투자	134.1	172.7	188.4	180.0	180.0
(+) 자산매각	5.9	9.4	(4.2)	(5.8)	(5.8)
Free Cash Flow	578.7	457.7	1,015.9	652.1	562.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	(2.6)	(13.6)	(9.2)
잉여현금	578.7	457.7	1,018.5	665.7	571.8

금호석유 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2018-05-31	담당자 변경			
2018-12-10	Buy	150,000	(44.0)	(30.7)
2020-01-31	Buy	100,000	(29.1)	(5.8)
2020-08-09	Buy	120,000	(3.9)	28.3
2020-11-08	Hold	170,000	(16.3)	(10.0)
2020-12-01	Buy	170,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2020년 09월 30일 기준)

Buy (92.59%)	Hold (07.41%)	Sell (00.00%)
--------------	---------------	---------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
- 팩스 영업부 대표 02)6742-3649