# 정유화학

Sector Issue Brief 2026. 3. 25

## Check Point

- 중동 사태로 NCC 회복 기대하기도
- Ethylene Cost Curve 점검
- C3/4 급등 없이는 한국 NCC 부정적

# Ethylene Cost Curve

| Analyst **정경희** | khchung@ls-sec.co.kr

## 중동 사태로 한국 NCC 수익성 개선될까

중동 사태로 중동 에너지 밸류체인 전반 운영 차질. 일부 시장에서 이에 따른 한국 NCC의 수혜를 기대하기도. 즉 중동 ECC 운영 차질 및 글로벌 NCC 가동률 하락에 따른 반사 수혜를 기대하는 것. 우리는 대표 석화제품인 Ethylene 기준 Cash Cost를 통해 이를 점검하였음

## Cash Cost상 부산물(By-product) 감안해도 Cash Cost Curve 오히려 가팔라져

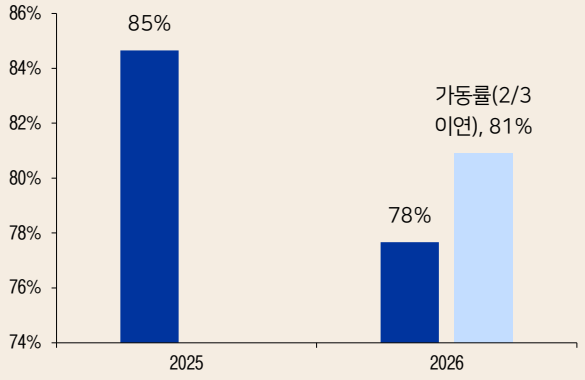
글로벌 Ethylene 생산은 정유공장에서 생산되는 납사를 원료로 하는 한국을 포함한 NCC 외에도, Ethane Gas 기반의 ECC, 석탄 기반의 CTO, 메탄 가스 기반의 MTO 등 각종 가스 기반 등 다양한 공정이 지역별 자원의 특성에 따라 설치되어 있음.

러-우 사태가 발발한 2022년, 작년인 2025년, 그리고 3월 3째주 글로벌 주요 공정별 Ethylene Cash Cost를 점검한 결과, Propylene, Butadiene 등 Ethylene 외 NCC에서 생산하는 제품군을 감안해도, 대부분 NCC 원가 상승, 특히 한국이 포함된 동북아 NCC와 유럽 NCC의 비용 상승분이 높은 것으로 나타나. 유럽의 경우 중동 석화제품 수출 제한으로 지역 가동률 상승 가능. 아시아는 역내 납사원재료 비중이 높은 한국의 가동률 하락 예상, 규모가 큰 중국은 석탄, 천연가스 기반 비중도 높음. 또한 한계 생산그룹이 아니라 미국 ECC에서 가격을 Setting, 글로벌 M/S 확장을 꾀한다고 보면 PE 등 Ethylene Chain 제품군의 가격이 동북아 생산가 원가를 상회하는 수준으로 유지될 것으로 기대하기 어려워.

거기다가 한국 Ethylene 생산은 동북아 내에서도 납사 원재료 비중이 높은 상황으로, 중동 사태가 장기화되면 유가에 연동되는 납사가 상승 부담과 중동산 원유 비중이 높은 한국 정유사들의 가동률 하락시 납사 공급분 감소, 중동산 납사 수입물량 감소 리스크 증가. 이는 단위당 고정비 부담 증가뿐 아니라, 비계획 운영 중단, 중장기 경상 Capex 증가로 이어질 수도

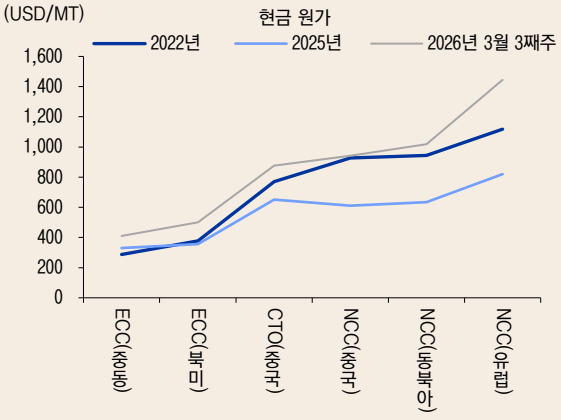
## 중동 사태 장기화는 C3, C4 급등 없이는 국내 NCC 가동률과 수익성에 부정적

그림1 '25 vs '26 에틸렌 가동률 추정(신증설 진행 가정)



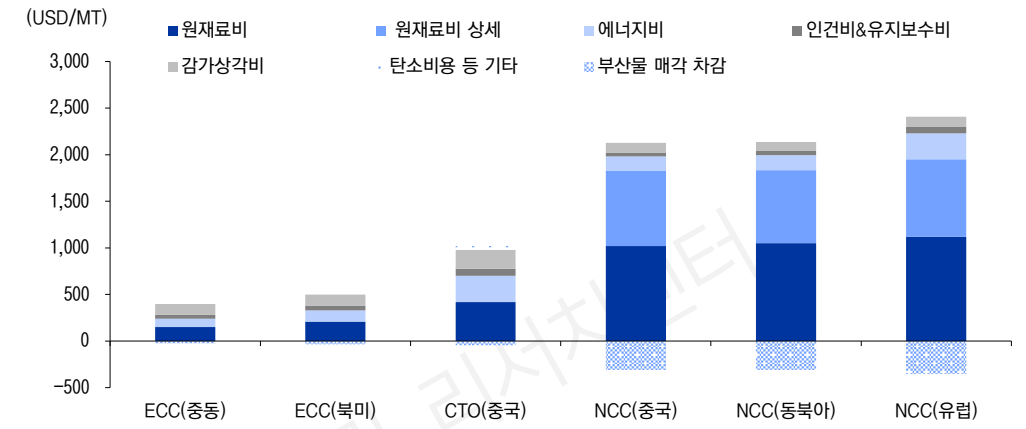

자료: LS증권 리서치센터

그림2 3월 3주 지역/공정별 에틸렌 현금 원가 가팔라져



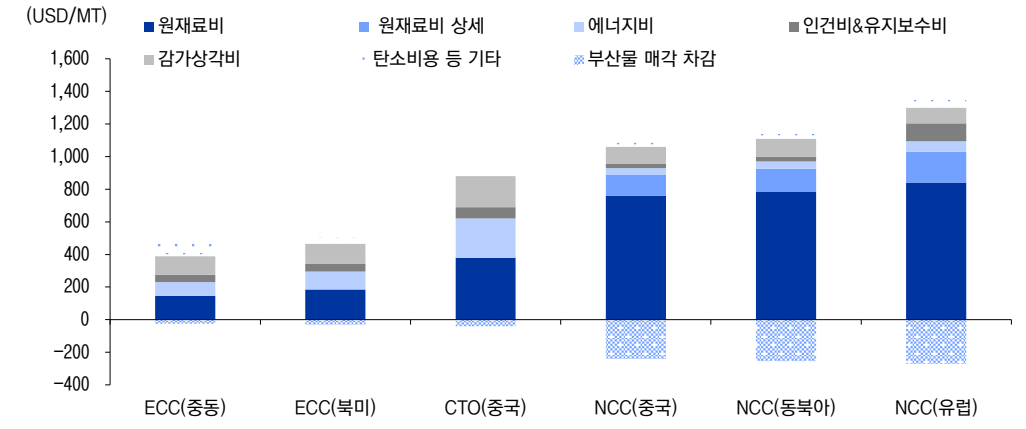

자료: LS증권 리서치센터

그림3 '22 년 주요 지역별 공정별 Ethylene Cost



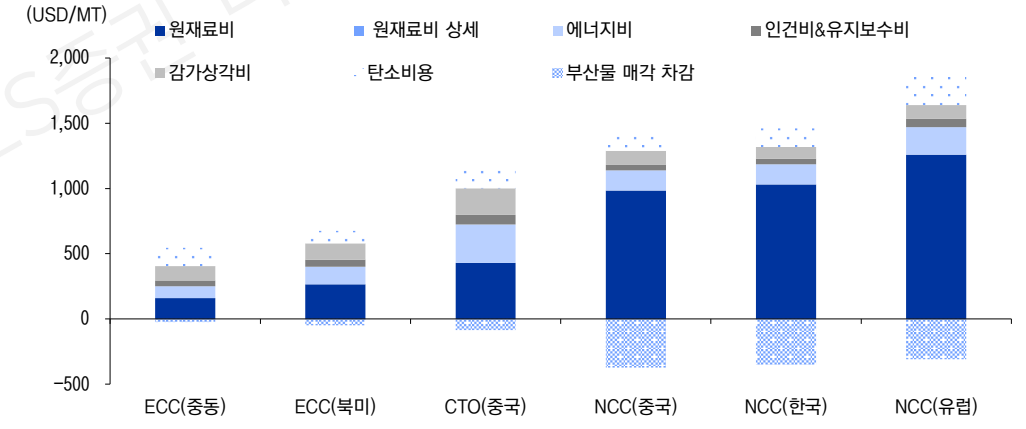

자료: LS증권 리서치센터

그림4 '25 년 주요 지역별 공정별 Ethylene Cost



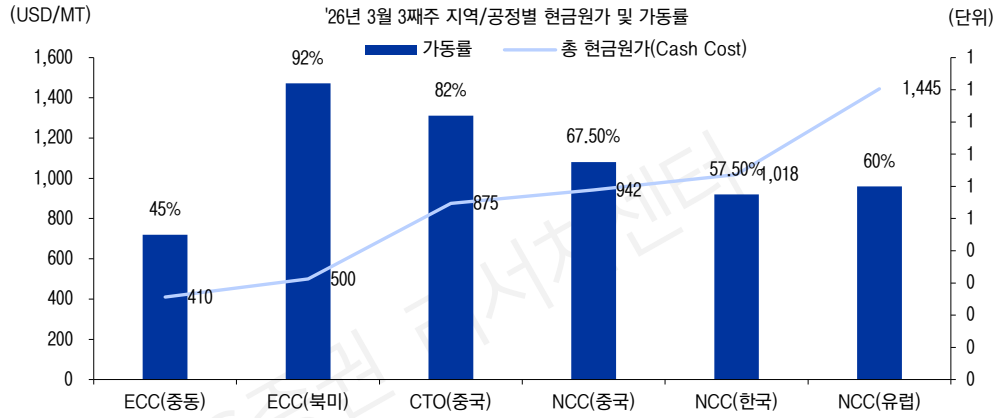

자료: LS증권 리서치센터

그림5 '26 년 3 월 3 째주 주요 지역별 공정별 Ethylene Cost



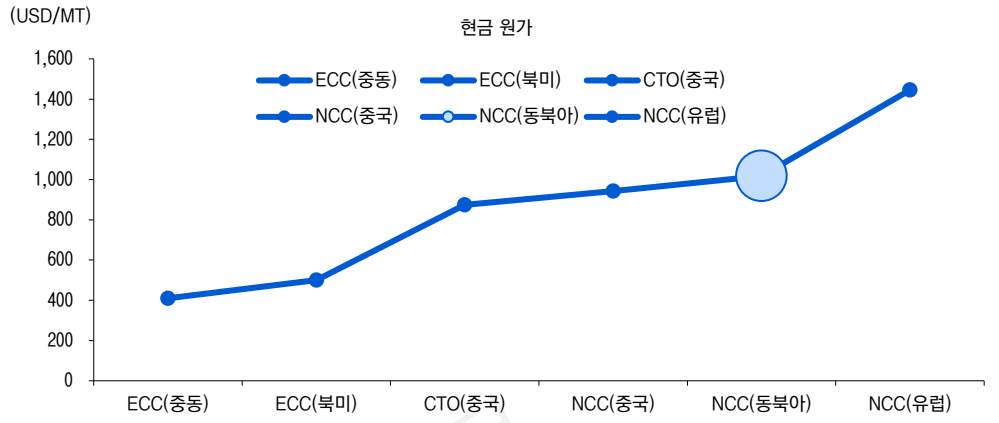

자료: LS증권 리서치센터

그림6 '26년 3월 3째주 지역/공정별 현금 원가 및 가동률




자료: LS증권 리서치센터

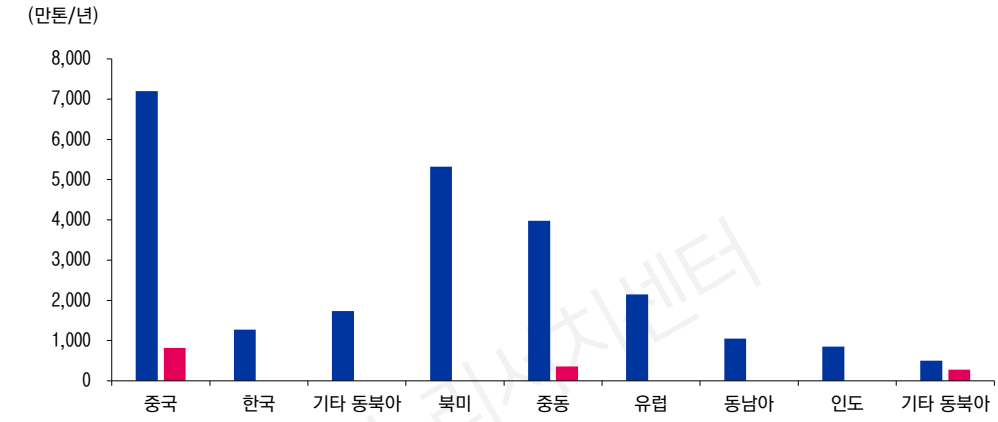
그림7 '22, '25년보다 상승한 '26년 3월




자료: LS증권 리서치센터 정리

LS증권 리서치센터

그림8 '25 년 지역별 Ethylene Capa 및 '26 년 증설 예정이었던 Capa




자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

| 구분 | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12 개월) | 투자등급 | 적용기준<br>(향후 12 개월) | 투자의견<br>비율 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| Sector<br>(업종) | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3 단계 | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) | | | |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3 단계 | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도) | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15%<br>-15% 이하 기대 | 88.7%<br>11.3% | 2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 |
| | | 합계 | | 100.0% | 투자의견 비율은 2025. 1. 1 ~ 2025. 12. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신) |