

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

대한유화, 화학 업황의 바닥을 가장 먼저 보여주는 종목

시장이 화학업체들의 적자의 끝을 계산하기 시작했다

전일 대한유화의 주가 강세를 화학 업황의 본격적인 회복으로 해석하기에는 아직 이르다. 다만 일부 제품을 중심으로 NCC 수익성의 하방 압력이 완화되고 있다는 점은 분명하다. 대한유화는 국내 화학업체 가운데 업황 변화가 실적에 가장 직접적으로 반영되는 업체다. 배터리/첨단소재/정유 등 다른 사업의 영향이 크지 않고 올레핀과 PE, PP, MEG 등 범용 석유화학 제품의 수익성이 실적 대부분을 결정한다. 업황이 나빠질 때 이익 감소폭이 큰 대신, 제품별 스프레드가 돌아서기 시작하면 실적 회복 속도도 빠르다. 결국 대한유화는 화학산업의 평균적인 수익성보다 아시아 NCC의 한계 수익성이 어느 방향으로 움직이고 있는지를 가장 순도 높게 보여주는 종목에 가깝다. 최근 주가 상승 역시 화학 호황에 대한 기대라기보다, 장기간 악화되어 온 NCC 손익 바닥이 조금씩 올라오고 있다는 판단이 반영되고 있는 것으로 본다.

최근에는 부타디엔이 이러한 변화를 가장 먼저 보여주고 있고 MEG가 뒤를 잇고 있다. 부타디엔 가격 상승은 단순히 해당 제품의 이익 증가에 그치지 않는다. NCC는 나프타에서 기초유분 등 여러 제품을 동시에 생산하기 때문에 부산물 가격이 상승하면 크래키 전체의 부산물 원가 차감이 커지고, 결과적으로 NCC의 손익분기점도 낮아진다. 특히 대한유화는 부타디엔을 자체 다운스트림에서 대규모로 소비하지 않아 가격 상승 효과가 직접적으로 실적에 반영된다. 또한 MEG의 변화도 중요하다. 지난 수년간 MEG는 중국 증설과 높은 자급률로 인해 에틸렌 체인의 대표적인 저수익 제품이였다. 최근 공급 조정과 가동률 하락으로 MEG 스프레드가 회복되고 있다는 것은 에틸렌을 생산한 뒤 다운스트림에서 발생하던 손실이 줄어들고 있다는 의미다. 부타디엔이 크래키의 부산물 가치를 높이고 MEG가 에틸렌 체인의 적자를 줄여준다면, PE와 PP가 크게 회복되지 않더라도 대한유화의 손익은 먼저 개선될 수 있다.

이번 국면은 과거의 화학 사이클과는 다르다. 중국의 높은 자급률과 누적된 생산능력을 감안하면 수요 증가만으로 에틸렌, PE, PP, MEG가 동시에 강하게 상승하는 그림은 단기간에 기대하기 어렵다. 향후 업황은 수요가 산업 전체를 끌어올리는 사이클보다 장기간 적자를 견디지 못한 설비들이 가동률을 낮추고, 제품별 공급 조정이 누적되면서 수익성이 순차적으로 정상화되는 과정에 가까울 가능성이 높다. 따라서 지금 화학주를 볼 때는 업황이 얼마나 좋아질 것인가보다 적자가 얼마나 줄어들 수 있는가, 그리고 손익분기점이 얼마나 낮아지고 있는가가 더 중요하다. 과거에는 제품 가격 상승이 주가의 출발점이었다면 지금은 손실의 축소가 출발점이다. 그런 의미에서 대한유화의 최근 주가 상승은 화학이 좋아졌다는 신호라기보다 더 나빠지기 위해 필요한 조건이 점점 적어지고 있다는 데 대한 시장의 평가에 가까워 보인다. 화학업종에 대한 시장의 관심도 적자 확대에서 적자 축소로 이동하고 있다. 대한유화는 그 변화를 가장 먼저 보여주는 종목으로 평가된다.

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 중국 MEG 가격 추이

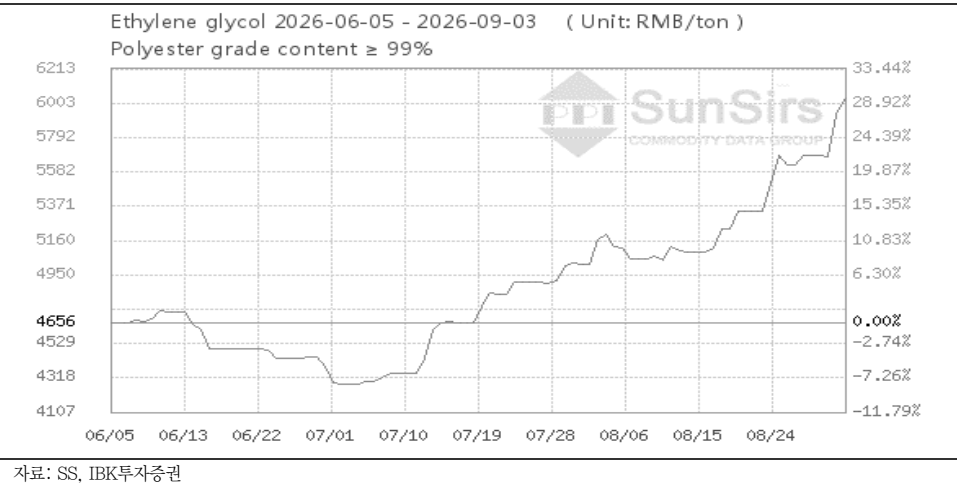


그림 2. 중국 부타디엔 가격 추이

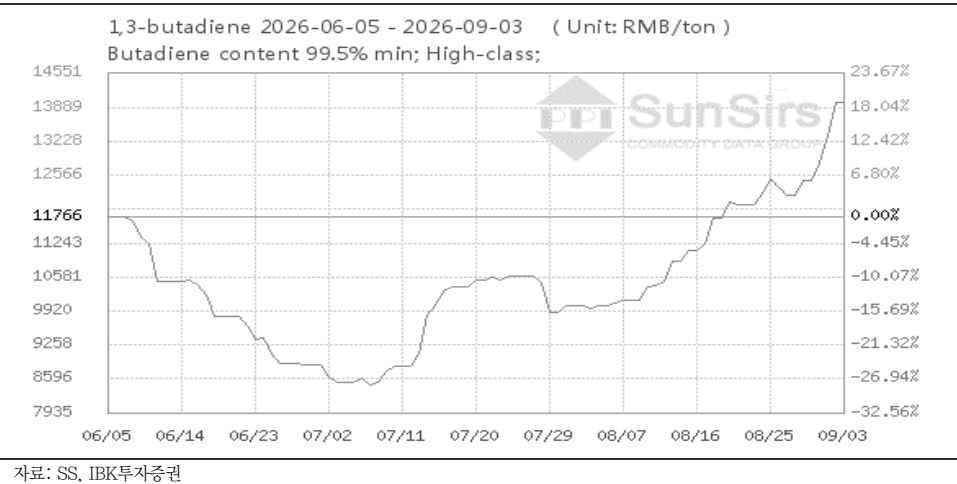
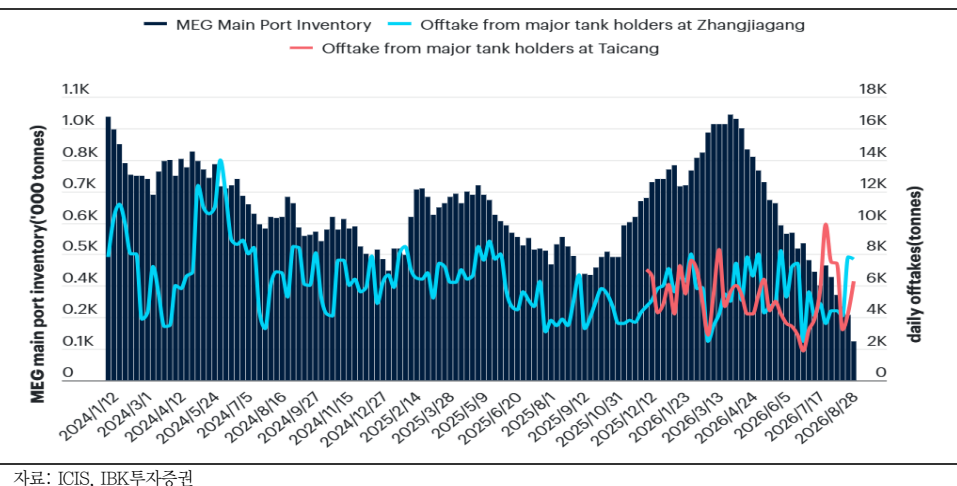


그림 3. 중국 주요 항구 MEG 재고 추이



Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.