



2015년 8월 31일

석유화학

Equity Research

Update

글로벌 투자자 관점에서 보자: 세계에서 가장 저평가된 한국 NCC

비용열위 국면을 탈피한 한국NCC, 실적 Show Time 시작

2011년 세계 경기 둔화 이후, 글로벌 석유화학업종 투자자에게 한국 NCC업체의 투자 매력은 낮을 수 밖에 없었다. 수요가 낮아진 상황에서 원가 경쟁력 또한 낮았기 때문이었다. 2013~14년 한국 NCC의 에틸렌 제조원가는 미국 ECC 대비 800\$/톤 수준까지 높았다. 하지만 유가 하락 이후 모든 상황이 바뀌었다. 현재 ECC 대비 NCC의 에틸렌 제조원가 차이는 300\$/톤 수준까지 하락해, NCC는 현저한 비용열위 국면을 탈피하였다. 이와 맞물린 에틸렌 및 PE마진 강세는 NCC업체의 큰 폭 실적 개선을 견인하고 있다. 글로벌 투자자에게 있어 1) 중장기 원가 경쟁력 측면 2) 단기 실적 측면에서 한국 NCC의 매력도가 높아질 수 밖에 없는 상황이다.

유가하락 이후 시장수익률을 하회한 ECC, 상회한 NCC

2012년 이후 미국 ECC Cycle 도래에 따라 시장수익률을 상회했던 Westlake Chem, Lyondell Basell, Dow Chemical, BASF의 주가수익률은, 유가하락 이후 시장수익률을 하회하기 시작하였다. 반면, 한국 NCC업체의 주가는 유가하락 이후 오히려 시장수익률을 상회하고 있다. ECC의 상대 매력도가 NCC 대비 낮아진 상황임을 주가가 증명하고 있다.

세계에서 가장 저평가된 국내 NCC업체, Top Picks로 제시

한국 Pure NCC Player인 롯데케미칼과 대한유화의 ROE-PBR은 글로벌 Peer와 비교했을 때 가장 저평가되어 있는 것으로 판단한다.(그림1 참고) 여전히 미국 ECC의 원가경쟁력은 한국 NCC 대비 높다. 하지만, 유가 하락으로 지난 2~3년 간 유지되었던 미국 ECC의 비용 우위 국면은 이미 정점을 통과한 것으로 판단된다. 반면, 한국 NCC업체는 1) 유가하락에 따라 비용 열위 국면에서 탈피하면서 2) 큰 폭의 실적 턴어라운드를 시현하고 있으며 3) 글로벌 석유화학 Peer 대비 Valuation 매력까지 겸비하고 있다. 글로벌 석유화학 투자자 관점에서 보면 한국의 Pure NCC player가 매력적일 수 밖에 없는 환경이다. 롯데케미칼과 대한유화를 화학업종 내 Top Picks로 유지한다.

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(8월 28일)
LG화학(051910)	BUY	340,000원	240,500원
롯데케미칼(011170)	BUY	450,000원	247,500원
대한유화(006650)	BUY	280,000원	145,500원



Analyst 윤재성

02-3771-7567

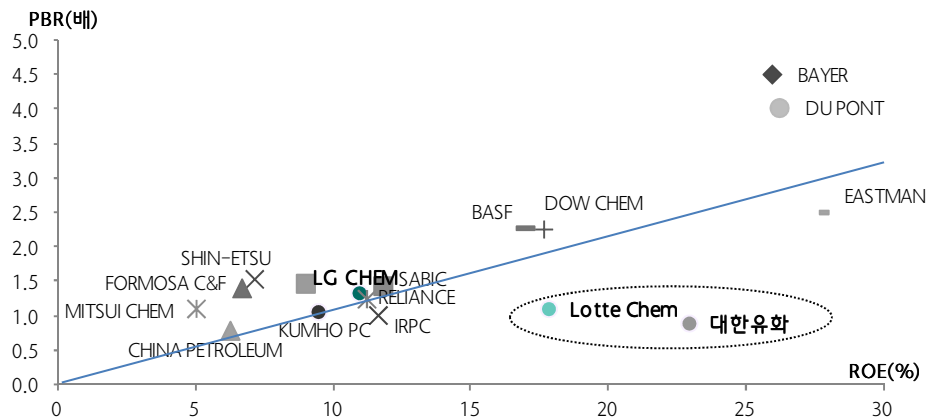
js.yoon@hanafn.com

RA 전우제

02-3771-7617

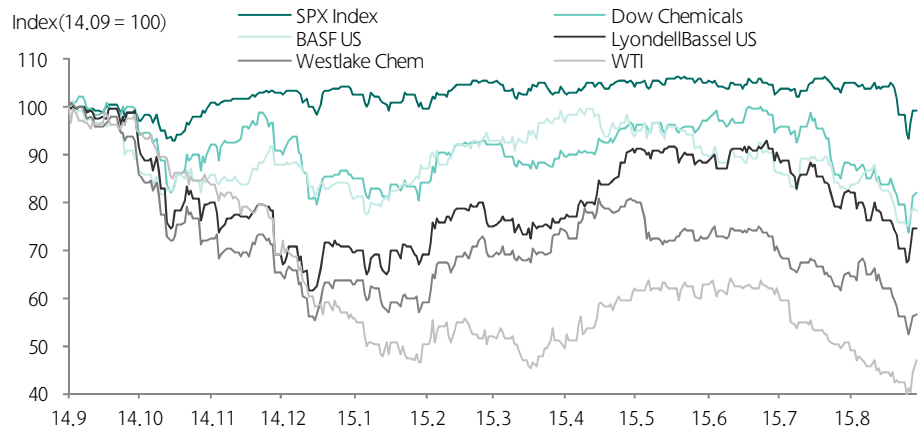
wchun0222@hanafn.com

그림 1. 글로벌 Peer ROE-PBR Valuation: 세계에서 가장 저평가된 석유화학 업체, 롯데케미칼/대한유화



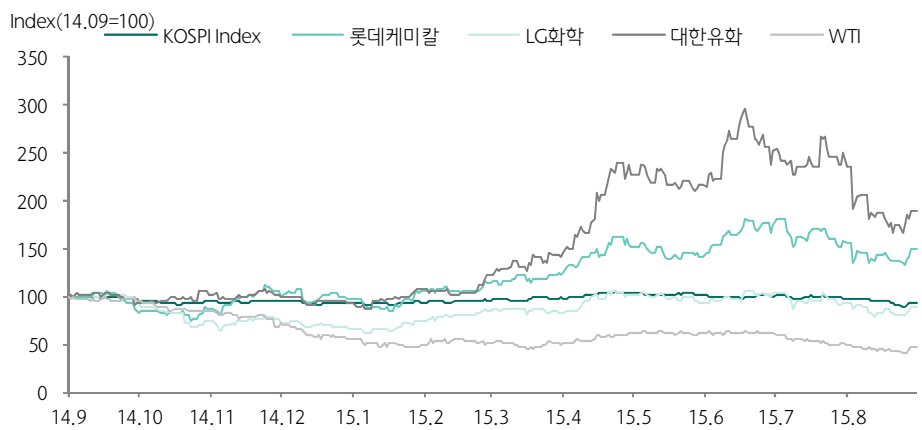
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 2. 유가하락 이후 시장수익률을 하회한 미국 ECC 업체의 주가수익률



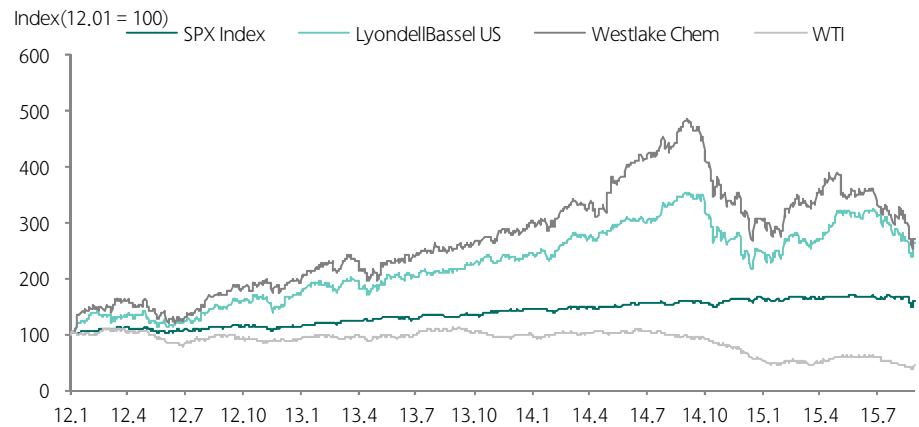
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 3. 반면, 유가하락 이후 시장수익률을 상회한 한국 NCC 업체의 주가수익률



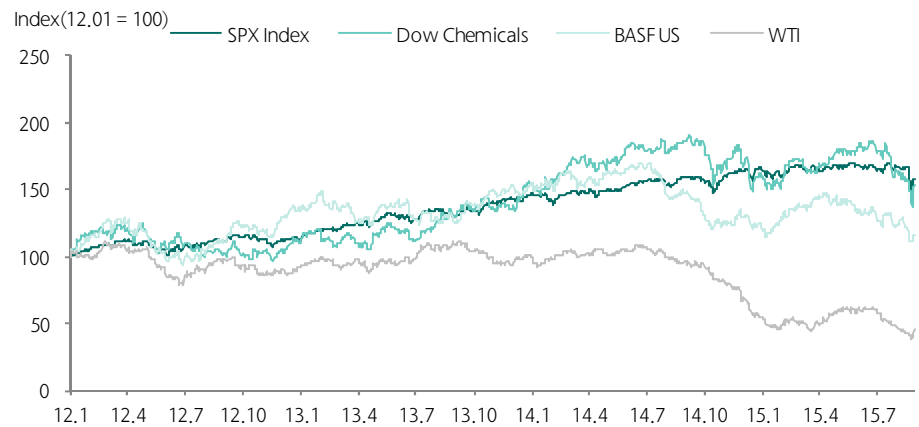
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 4. 2012년 이후 ECC Cycle 도래로 시장지수를 크게 상회한 미국 ECC업체의 주가



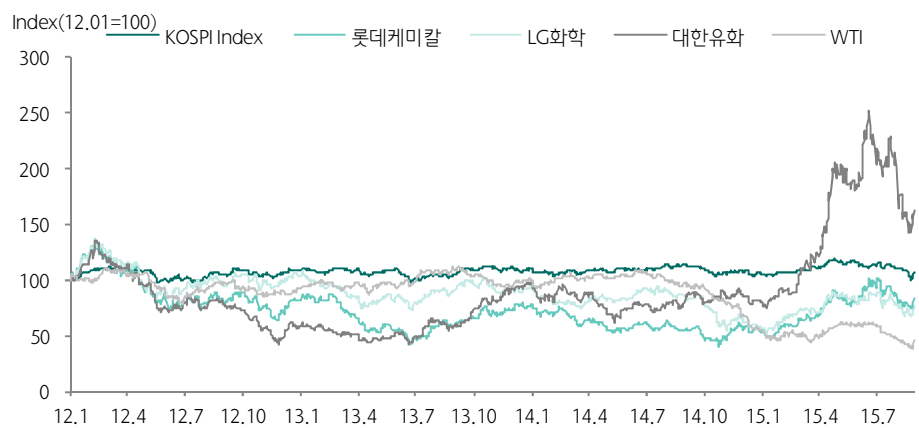
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 5. 2012년 이후 ECC Cycle 도래로 시장지수를 소폭 상회한 미국 ECC업체의 주가



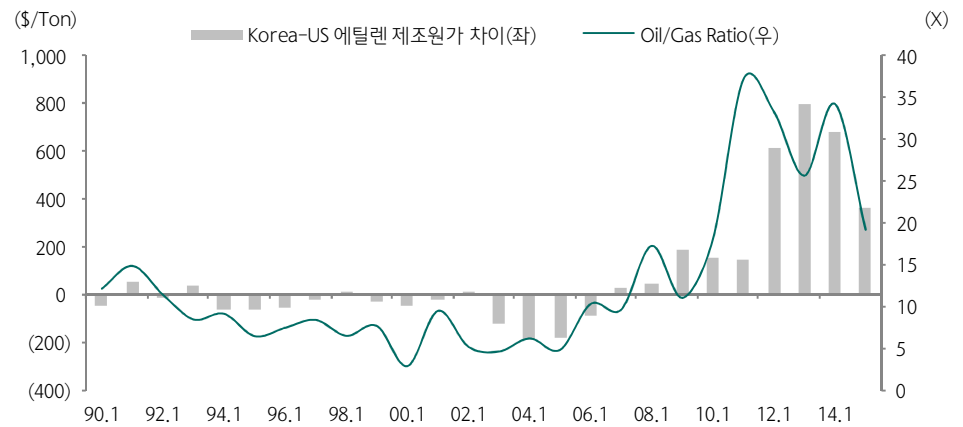
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 6. 2012년 이후 ECC Cycle 도래로 시장지수를 하회한 한국 NCC업체의 주가



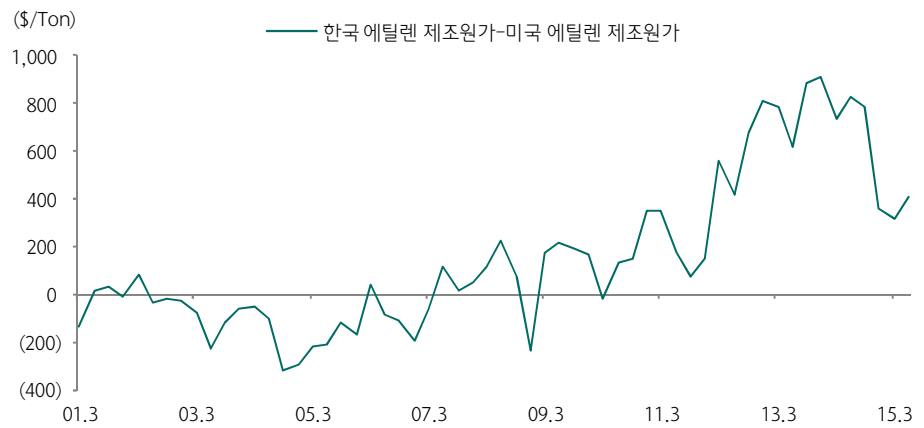
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 7. Oil/Gas Ratio 하락으로 한국 NCC업체의 원가경쟁력 큰 폭으로 회복(연간)



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 8. 유가 하락 이후 한국 에틸렌 제조원가 열위 국면 탈피(분기별)

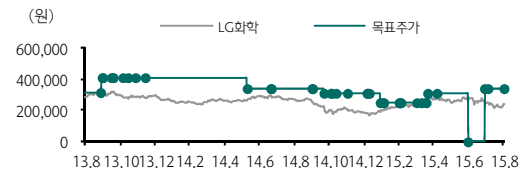


자료: Bloomberg, 하나대투증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

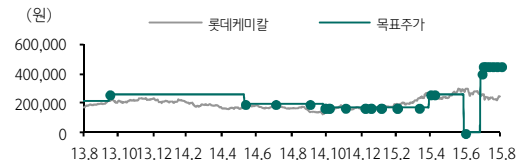
LG화학

날짜	투자의견	목표주가
15.8.31	BUY	340,000
15.8.3	BUY	340,000
15.7.28	BUY	340,000
15.6.29	Analyst Change	0
15.5.6	BUY	310,000
15.4.20	BUY	310,000
15.4.17	BUY	250,000
15.4.9	BUY	250,000
15.4.1	BUY	250,000
15.3.4	BUY	250,000
15.3.3	BUY	250,000
15.3.2	BUY	250,000
15.3.1	BUY	250,000
15.2.2	BUY	250,000
15.2.1	BUY	250,000
15.1.27	BUY	250,000
15.1.8	BUY	310,000
15.1.5	BUY	310,000
15.1.4	BUY	310,000
14.12.1	BUY	310,000
14.11.11	BUY	310,000
14.11.3	BUY	310,000
14.11.2	BUY	310,000
14.10.21	BUY	310,000
14.10.1	BUY	340,000
14.9.30	BUY	340,000
14.7.21	BUY	340,000
14.7.20	BUY	340,000
14.6.9	BUY	340,000
13.12.13	BUY	410,000
13.11.26	BUY	410,000
13.11.13	BUY	410,000
13.11.4	BUY	410,000
13.10.18	BUY	410,000
13.10.17	BUY	410,000
13.10.15	BUY	410,000
13.9.30	BUY	410,000
13.9.29	BUY	410,000
13.9.26	BUY	315,000



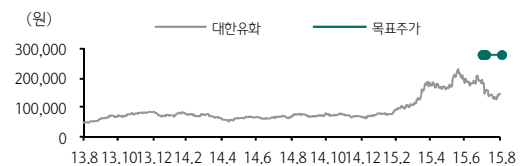
롯데케미칼

날짜	투자의견	목표주가
15.8.31	BUY	450,000
15.8.23	BUY	450,000
15.8.16	BUY	450,000
15.8.9	BUY	450,000
15.8.3	BUY	450,000
15.7.30	BUY	450,000
15.7.28	BUY	400,000
15.6.29	Analyst Change	0
15.5.6	Neutral	260,000
15.4.29	Neutral	260,000
15.4.9	BUY	170,000
15.3.2	BUY	170,000
15.3.1	BUY	170,000
15.2.2	BUY	170,000
15.2.1	BUY	170,000
15.1.15	BUY	170,000
15.1.14	BUY	170,000
15.1.5	BUY	170,000
15.1.4	BUY	170,000
14.12.1	BUY	170,000
14.11.3	BUY	170,000
14.11.2	BUY	170,000
14.10.27	BUY	170,000
14.10.26	BUY	170,000
14.9.30	BUY	195,000
14.8.1	BUY	195,000
14.6.9	BUY	195,000



대한유화

날짜	투자의견	목표주가
15.8.31	BUY	280,000
15.8.3	BUY	280,000
15.7.29	BUY	280,000
15.7.28	BUY	280,000



투자의견 분류 및 적용

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	81.9%	14.2%	3.8%	99.9%

* 기준일: 2015년 8월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 8월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2015년 8월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

