



석유화학 Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 2월 17일

롯데케미칼(011170)

NEUTRAL | TP 75,000원 | CP 63,400원

금호석유(011780)

BUY | TP 140,000원 | CP 120,900원

대한유화(006650)

Not Rated | CP 107,300원



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

2025년 2월 18일 | 산업분석_Update

석유화학

러-우 종전과 미국 LNG 수출 허용이 트리거

석유화학, 지난 3년 간 극단적 부진의 이유

지난 3년 간 한국 석유화학 업체의 생존을 위협한 근본 원인이 공급과잉, 수요부진, 원가 부담의 삼중고(三重苦) 때문이라는 점은 주지의 사실이다. 한국 NCC의 미국 ECC 대비 원가 열위 국면이 10년 째 이어지고 있다는 점을 모르는 사람도 없다. 하지만, 한국 NCC의 원가 경쟁력이 최근 3년 간 동북아시아 내에서도 중국/대만 대비 열위였다는 점을 아는 사람은 없다. 이는 중국이 2022년 러-우 전쟁을 기점으로 10~20\$/bbl 저렴한 원유를 조달했으며, 중국/대만은 약 5% 저렴한 러시아 납사도 구매했기 때문이다. 반면, 한국 업체들은 높아진 OSP에 기반해 원유를 조달했으며, 최대 26%에 달했던 저렴한 러시아 납사 도입 비중도 현재 Zero로 떨어졌다. 전 세계에서 가장 불리한 원가 구조를 보유했던 지난 3년이었던. 이는 업체의 가동률을 통해 명확하게 파악된다. 2022~24년 평균 동북아 석유화학 가동률은 2014~21년 평균 대비 6.5%p 하락에 그쳤으나, 롯데케미칼(LC Titan)/대한유화 등 한국 NCC의 평균 가동률은 동기간 7~29%p 하락했다는 점이 이를 증명한다.

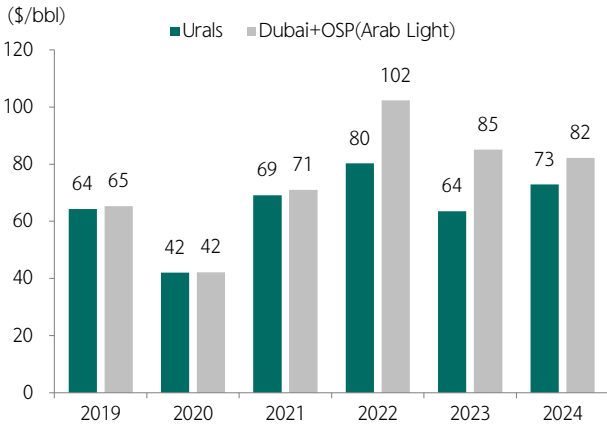
러-우 종전은 상대적 경쟁력, 원가, 수요, 공급 요인을 변화시킬 트리거

러-우 종전으로 러시아 제재가 일부/전부 완화될 경우, 중국은 더 이상 러시아 원유/납사를 저렴하게 조달하기 어렵다. 트럼프의 이란에 대한 원유 수출 전면 차단 정책도 중국의 원가 우위가 상실되는 또 하나의 근거다. 반면, 한국은 과거 가장 높은 비중을 차지했던 5~10% 저렴한 러시아 납사를 조달해 원가 경쟁력 회복을 도모해 볼 수 있다. 이는 곧 극도로 낮았던 NCC 가동률 회복을 통한 고정비 절감 효과를 기대할 수 있는 포인트다. 트럼프는 이번 푸틴과의 회담을 사우디에서 개최할 계획을 밝혔다. 바이든 정권 때 멀어졌던 양 국가를 동시에 협상 테이블로 끌어낼 수 있다는 측면에서 유가 안정화를 기대할 수 있다. 이는 NCC 입장에서는 변동비 절감 효과를 기대케 하는 포인트다. 종전에 따른 유가 안정화와 재건 수요는 글로벌 석유화학 수요 회복에도 긍정적이다. 유가 안정화 시 재정적 여력이 부족한 중동의 증설 취소 가능성도 배제할 수 없다. 실제, 2024년 10월에는 아람코의 Ras Al-Khair 정유-석유화학 통합 설비 증설 취소가 보도된 바 있다.

미국의 LNG 수출 허용은 미국 ECC 대비 한국 NCC의 경쟁력 회복 요인

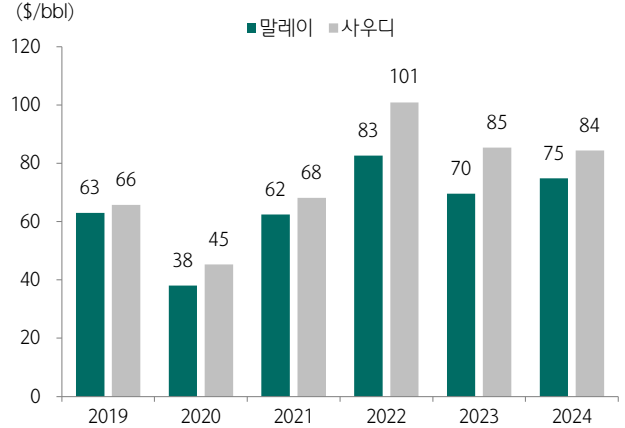
2000년 초 미국은 전력 수요 급증으로 천연가스가 약 5배 급등했고, 이후 미국 ECC는 아시아 NCC 대비 경쟁력 열위였다. 생소하지만 그랬다. 현재 미국은 당시처럼 전력 수요 급증 중이며, 트럼프는 2/14일 약 1년 만에 Commonwealth LNG 수출 허가를 승인했다. 인도도 미국 LNG 도입 대폭 확대 계획을 최근 밝혔다. 미국의 천연가스가 과거 10년처럼 저렴한 국면이 지속될 지 의문이다. 이는 곧 미국 ECC 생산 제품의 중국/아시아 유입 감소 가능성과 한국업체의 가동률 상향 가능성을 암시한다. 석유화학은 원유/가스에서 파생된 시장이며, 원유/가스 시장의 대전제가 바뀌면 관련된 모든 요인이 일시에 변할 수 있다는 점을 명심해야 한다. 과거도 그랬고, 미래도 그럴 것이다. 한국 NCC의 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적이며, 단기 반등이 가능한 영역이라 판단한다.

도표 1. 2022년부터 러시아 Urals, Dubai+OSP 대비 9~22\$ 저렴



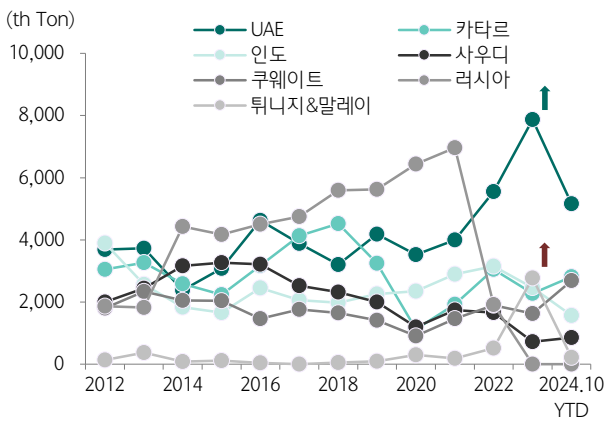
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 중국의 원유 수입 중 이란산(말레이 우회)은 9~18\$/bbl 저렴



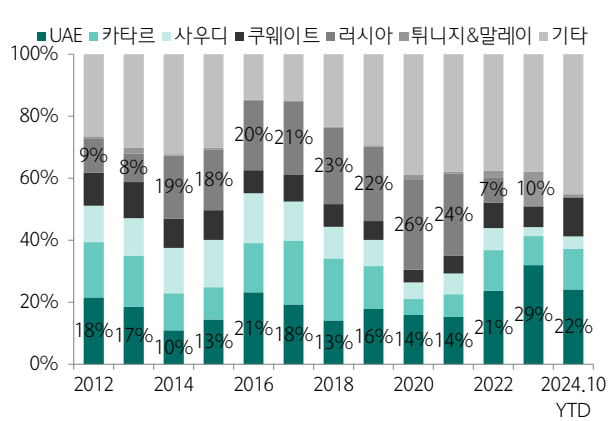
자료: CEIC, 하나증권

도표 3. 한국 납사 수입 국가별 물량. 2022년부터 러시아 납사 끊겨



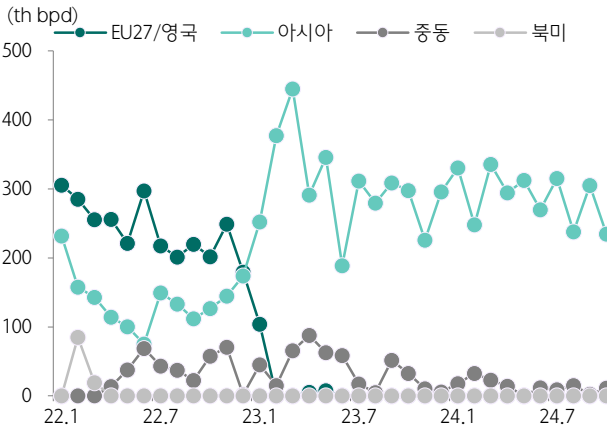
자료: KITA, 하나증권

도표 4. 한국의 러시아 납사 수입 비중은 Max 26%에 달했음



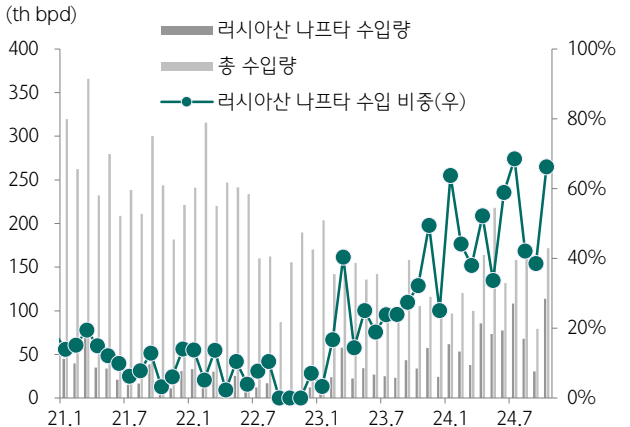
자료: KITA, 하나증권

도표 5. 한국과 EU에서 러시아 납사는 사라져



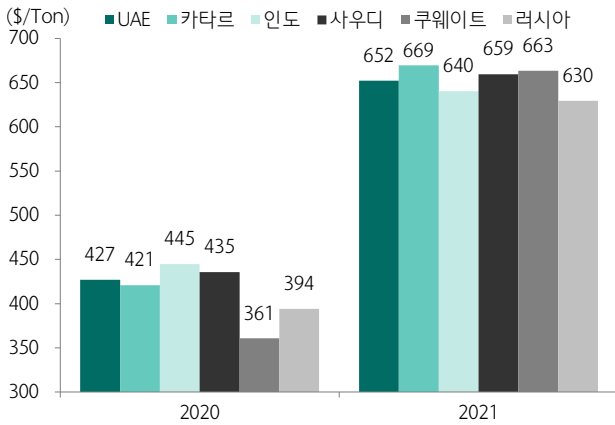
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 대만 러시아 납사 수입 비중 10%에서 50%~60%까지 상승



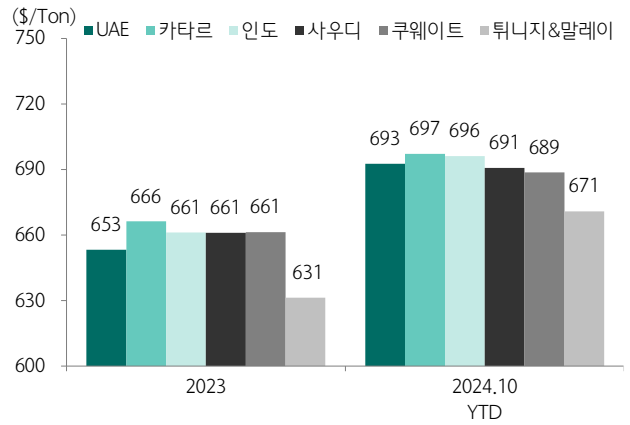
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 2020~21년 러시아 납사는 30~40\$ 저렴하게 수입됨



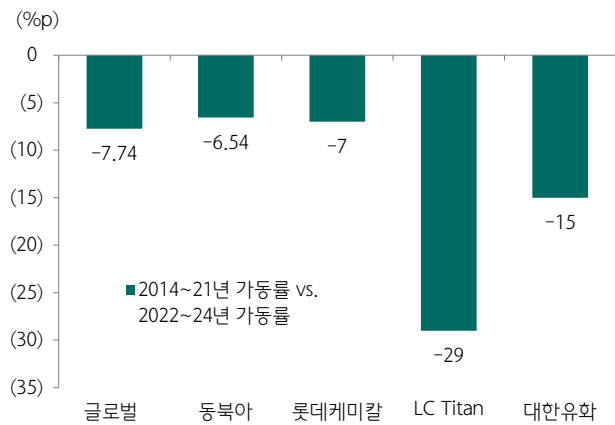
자료: KITA, 하나증권

도표 8. 2023~24년 튀니지&말레이 우회해 20~30\$ 저렴하게 수입



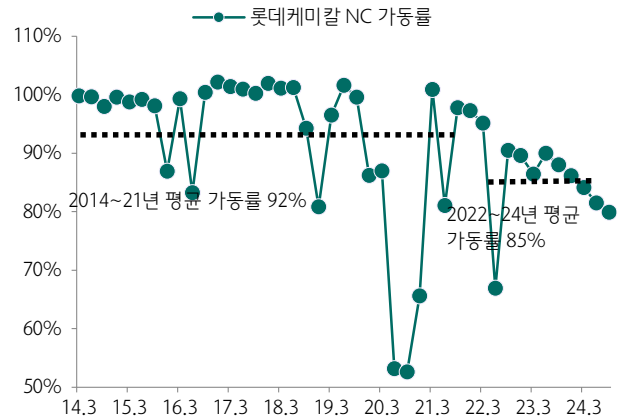
자료: KITA, 하나증권

도표 9. 한국 NCC 업체들의 가동률은 동북아 대비 더 큰 폭의 조정



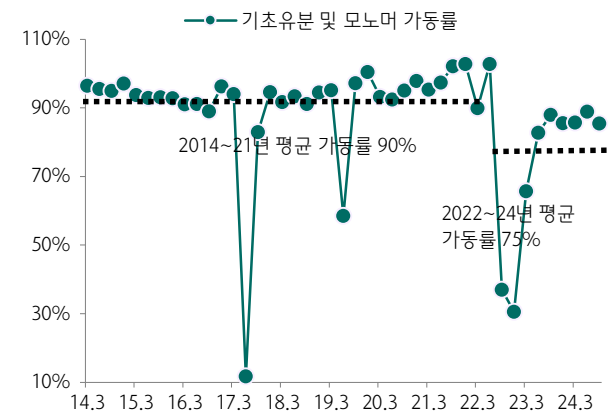
자료: Dart, 하나증권

도표 10. 롯데케미칼 NCC 가동률 과거 대비 최근 -7%p



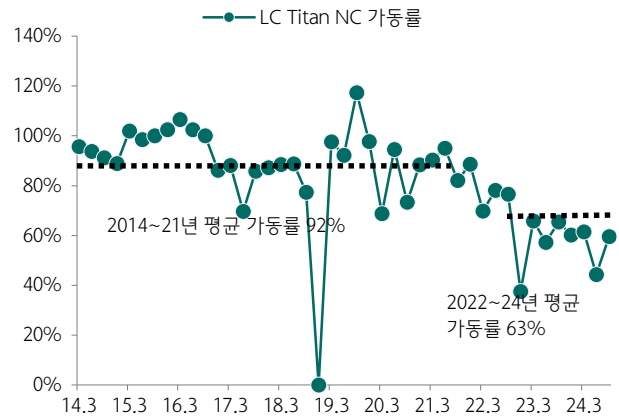
자료: Dart, 하나증권

도표 11. 대한유화 NCC 가동률 과거 대비 최근 -12%p



자료: Dart, 하나증권

도표 12. LC Titan NCC 가동률 과거 대비 최근 -29%p



자료: Dart, 하나증권

도표 13. 아람코, 사우디 석유화학 PJ 취소 가능성 보도

Aramco Cancels Saudi Chemical Project as It Focuses on Asia

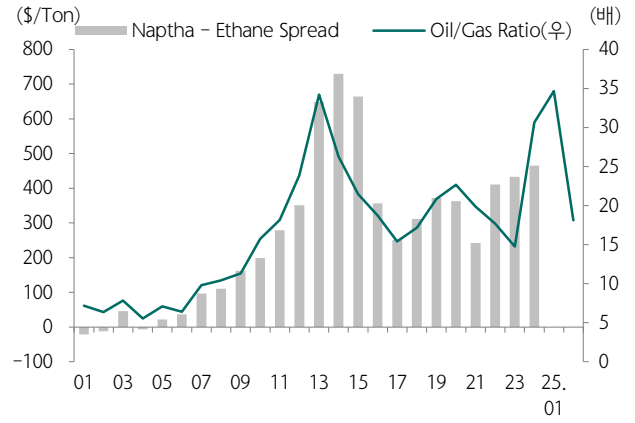
- Combined refinery, chemical plant at Ras Al Khair called off
- Company has been increasing investments on refining in Asia



Photographer: Christopher Pike/Bloomberg

자료: Bloomberg, 하나증권

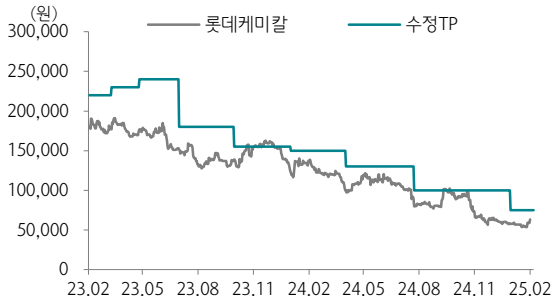
도표 14. 미국 천연가스 가격이 상승하면 ECC 경쟁력은 약화됨



자료: Investing.com, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

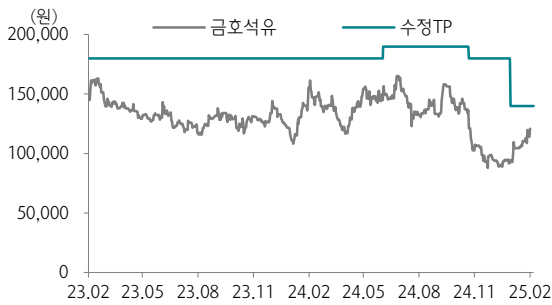
롯데케미칼



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.16	Neutral	75,000		
24.8.9	Neutral	100,000	-22.25%	2.40%
24.4.18	Neutral	130,000	-16.59%	-6.38%
24.1.18	Neutral	150,000	-17.08%	-6.60%
23.10.16	Neutral	155,000	-4.06%	4.90%
23.7.17	BUY	180,000	-21.88%	-11.67%
23.5.12	BUY	240,000	-30.22%	-22.92%
23.3.27	BUY	230,000	-22.63%	-17.04%
22.10.17	BUY	220,000	-21.48%	-13.36%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

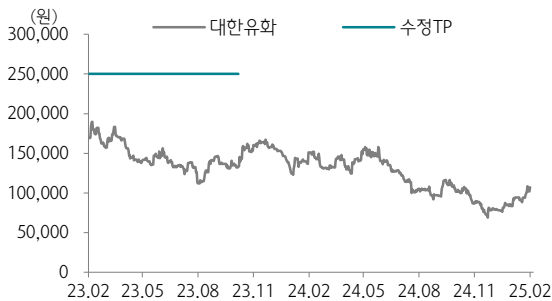
금호석유



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.16	BUY	140,000		
24.11.8	BUY	180,000	-45.59%	-37.22%
24.6.19	BUY	190,000	-24.47%	-13.05%
23.10.17	1년 경과	-	-	-
22.10.17	BUY	180,000	-24.15%	-9.50%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한유화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.18	Not Rated	-		
23.10.24	1년 경과	-	-	-
22.10.24	BUY	250,000	-39.86%	-24.04%

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 2월 18일 현재 해당회사의 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 15일