

화학

Overweight

[비중확대, 유지]

QE3 결정 이후 석유화학주 투자전략은?
- 제품시황 회복에 강한 모멘텀이다안상희 769,3095
sanghee@daishin.com

Top pick

LG화학/호남석유
Buy

목표주가 40만원/30만원

종목명	투자 의견	목표주가
LG 화학	Buy	400,000 원
호남석유	Buy	300,000 원
SK 이노베이션	Buy	200,000 원
S-OIL	Buy	130,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	3.2	2.4	16.4	-1.4
상대수익률	-0.8	-0.2	8.5	-14.1



투자포인트

- QE3 이후 화학주의 적극적 매수관점이 필요한 세 가지 이유는 1) 제품시황의 큰 변수였던 중장기 수요회복 시그널 강화, 2) 하반기 실적개선 모멘텀, 3) 주가 선조정에 따른 모멘텀
- 9월말 중국 중추절 관련 재고확보 수요가 QE3 시행 이후 그 강도 강화될 가능성 높아
- LG화학 및 호남석유 등 대형주에 대한 우선적 매수접근이 필요한 시점

Comment

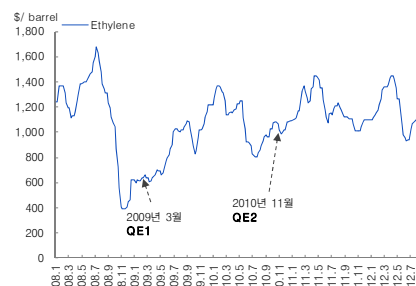
미국 QE3 시행 이후 제품시황 회복에 강한 모멘텀 예상

미국 연방공개시장위원회(FOMC)의 3차 양적완화(QE3) 결정(9/16일) 이후 국내 석유화학주의 기존 투자전략에 변화가 불가피한 것으로 판단된다. 화학주에 대한 적극적 매수전략이 필요하다. 이 같은 판단의 배경에는 세가지 이유가 있다.

첫째, 중장기 수요회복 시그널의 가능성이 강화된다는 점이다. 기존 화학주에 대한 보수적 투자전략의 배경에는 글로벌 화학제품의 수요회복 시그널이 지연될 것이라는 전망 때문이다. 그러나 이런 수요회복에 대한 시그널이 2012년 4분기 이후에는 최소한 지난 상반기보다 개선될 것으로 전망된다. 과거 미국 QE1차, 2차 결정 이후 화학제품 시장의 지속적 반등이 가능했던 것은 단순한 유동성 확대뿐 아니라 그런 유동성이 실물경기 회복에 영향을 미쳤기 때문으로 판단된다. 이번 QE3가 미국의 실물경기 회복을 염두한 무기한 정책이라는 점은 그런 수요회복 시그널에 대한 가능성을 더욱 강화시킬 것으로 판단된다.

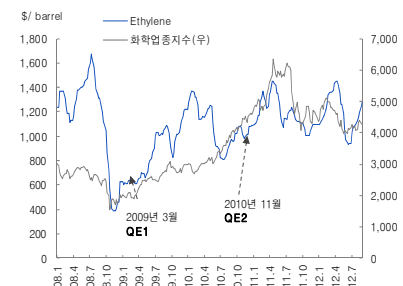
지난 7월초 이후 화학제품시황은 에틸렌 등 국제유가 상승(78→99달러/b, +26%)과 관련이 깊은 제품들은 최근까지 평균 30% 이상 상승한 후 정체되어 있다. 더욱이 유기등락과 상대적으로 연관성이 떨어진 다운스트림 제품(LDPE 등)들의 가격상승률은 10% 내외로 적다. 이 같은 것은 궁극적으로 제품수요 회복이 지연되기 때문이다. 추가적인 제품시황의 반등을 위해서는 근본적인 수요회복의 시그널이 필요한 시점이었다. 그러나 이번 미국 3차 양적완화는 이런 제품수요 회복시그널을 앞당길 수 있는 강한 정책모멘텀으로 판단한다.

QE1~2차 이후 화학제품시황



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

유동성 공급 이후 제품시황과 주가



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

둘째, 2012년 하반기 실적개선 모멘텀에 대한 긍정적 시그널이 예상되기 때문이다. 국내 화학주의 3분기 영업실적 개선은 낮은 원재료인 납사투입에 따른 일시적 효과로 판단하고 있다. 주 원재료 납사의 투입가격(1.6개월 lagging)은 지난 2분기 톤당 1,057달러에서 이번 3분기에는 톤당 827달러로 하락할 것으로 예상된다. 이런 점이 3분기 실적개선의 주 배경으로 설명되고 있다. 그러나 4분기 중 투입되는 납사 평균가격은 톤당 960달러를 상회할 것으로 예상되는 반면 제품시장은 지난 9월 이후 상승세가 정체됨에 따라 4분기 제조마진 하락의 우려감이 팽배하였다. 즉 근본적인 수요회복에 대한 시그널이 가시화되기 힘들 것으로 전망하였던 것이다.

그러나 과거 미국의 양적완화 QE1~2차 경우를 비교해 보면 이번 QE 3차 이후 제품시장 반등 가능성이 높은 것으로 판단된다. 더욱이 최근 중국 9월말 중추절 관련 재고확보 수요가 지금 이루어지고 있는 점을 감안하면 미국 QE3 등 유동성 확대는 통상적인 국경절을 앞두고 있는 재고확보 이상의 수요가 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

4분기는 투입되는 높은 납사가격에도 불구하고 제조마진이 지난 3분기 수준을 기록할 것으로 전망된다. 2012년 3분기 국내 주요 화학기업(LG화학 등 10개사)의 영업이익은 1조 4,000억원으로 전분기 대비 30% 증가할 것으로 전망된다. 4분기 영업이익도 전분기 수준으로 전망됨에 따라 하반기 영업실적이 당초 우려와 달리 실적모멘텀이 예상된다.

셋째, 주가조정이 선 조정된 점도 향후 화학주에 대한 접근적 매수관점이 필요한 이유이다. 국내 종합주가지수(KOSPI)는 지난 고점(2/14일) 이후 -2.4% 하락하였으나 동 기간 중 화학업종지수는 -15.5% 하락하여 상대적으로 크게 Underperform하고 있다.

결론적으로 7월초 이후 반등한 제품시장이 9월에 정체된 주된 이유는 수요회복 시그널 지연 때문이다. 향후 제품시장을 결정짓는 요소는 단기적으로 글로벌 유동성이다. 통상적으로 제품시장을 결정짓는 요소는 국제유가, 실질수요 및 유동성 강도로 알려져 있는데 국제유가의 추가 상승 가능성은 상존하고 있으나 현재의 유가 수준이 낮지 않은 점과 실질수요는 시차를 두고 후행한다는 점을 감안하면 현 시점에서 시장을 결정짓는 요소는 글로벌 유동성이다. 따라서 당사 리서치는 이번 미국의 QE3는 제품시장 회복에 강한 시그널을 제공할 것으로 판단된다.

화학 및 정유주: 정유주는 단기 추가 상승, 화학주는 단기 및 중장기 모두 긍정적

화학주와 정유주의 투자전략에는 다소 차이가 있을 것으로 판단된다. 전일(9/14일) 국제유가(WTI)는 배럴당 100달러를 육박하고 있다. 국제유가 상승은 단기적으로 화학주보다 정유주에 더 긍정적인 성격을 가지고 있다. 따라서 국제유가가 배럴당 110달러 수준까지는 정유주가 상대적 Outperform이 가능할 것으로 예상된다. 배럴당 110달러 이상의 국제유가 상승은 오히려 휘발유 등 정유제품의 지속적인 수요상승에 걸림돌이라는 점을 감안하면 정유주에 보수적 접근이 필요하다고 판단된다.

국제유가(WTI)가 배럴당 90~110달러 수준에서 안정적인 박스권을 형성하면 그동안 제품시장 반등이 지연되고 수요회복이 점증적으로 가시화될 수는 화학제품 시장에 좀더 긍정적일 것으로 전망된다.

즉 정유주는 국제유가(WTI)가 배럴당 110달러 수준까지의 추가 상승 가능성이 상존하고 있으나 동시에 화학제품시장 반등의 강한 모멘텀을 가진 화학주에 대한 적극적 매수 관점이 필요한 시기이다.

1. 유동성 정책 및 유가 및 주가 변화

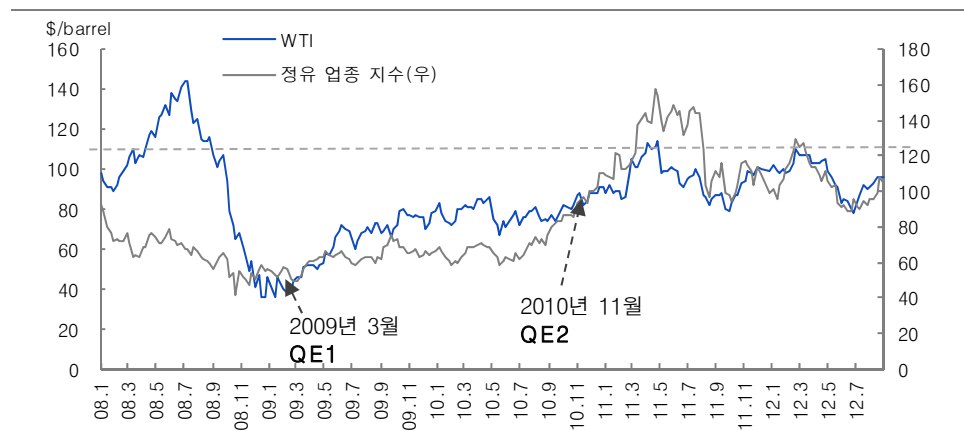
유동성 이벤트	Period (6M)	WTI (\$/barrel)	화학 (2007/12/28 = 100)	정유 (2007/12/28 = 100)
QE1	2009.03~2009.09	45.5 → 67.7 (48.8% 상승)	67.0 → 101.7 (51.8% 상승)	49.4 → 61.7 (24.9% 상승)
QE2	2010.11~2011.05	86.6 → 97.8 (12.9% 상승)	188.8 → 255.8 (35.5% 상승)	93.9 → 139.4 (48.5% 상승)
QE3	2012.09 ~	99.0 → ?	152.99 → ?	107.42 → ?

자료: 대신증권 리서치센터

화학업종지수는 대신증권 유니버스 종목 포함 (제일모직, KCC, 효성, 한화케미칼, OCI, 호남석유, 금호석유, SKC, LG화학, 코오롱 인더)

정유업종지수는 대신증권 유니버스 종목 포함 (S-oil, SK이노베이션)

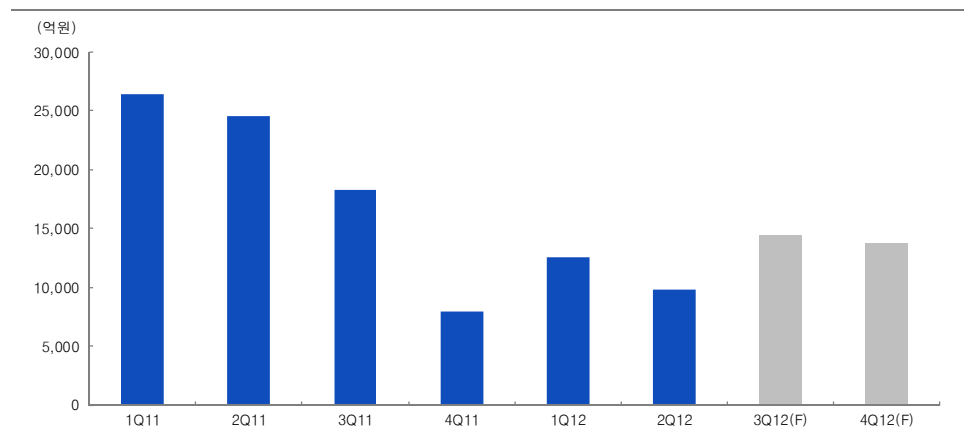
1. 국제유가 vs 정유주 주가



자료: 대신증권 리서치센터

정유업종지수는 대신증권 유니버스 종목 포함 (S-oil, SK이노베이션)

2. 화학업체 합산영업이익



자료: IFRS 연결 기준 대신증권 리서치센터

제일모직, KCC, 효성, 한화케미칼, OCI, 호남석유, 금호석유, LG화학, 코오롱인더

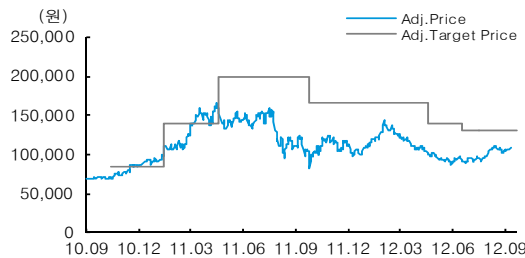
▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 중 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 안상희)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

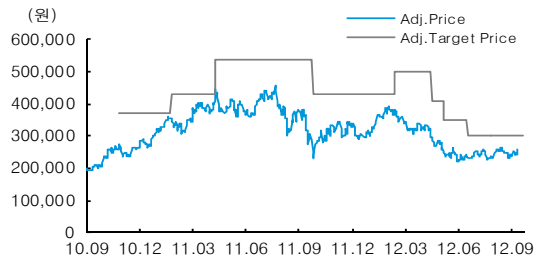
▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

S-Oil(010950) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



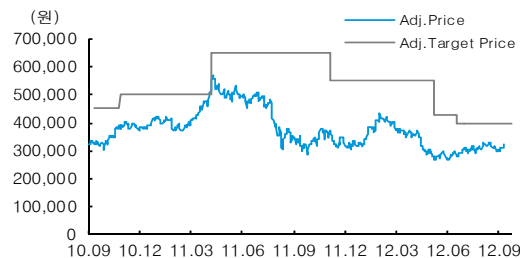
제시일자	12.09.17	12.08.11	12.07.29	12.06.22	12.04.26	12.02.02
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	130,000	130,000	130,000	140,000	165,000
제시일자	11.11.21	11.11.14	11.10.27	11.10.04	11.07.29	11.05.31
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	165,000	165,000	165,000	165,000	200,000	200,000
제시일자	11.05.18	11.05.01	11.03.13	11.03.08	11.02.22	11.01.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	140,000	140,000	140,000	140,000
제시일자	10.11.12	10.11.10	10.10.29			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	85,000	85,000	85,000			

호남석유(011170) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



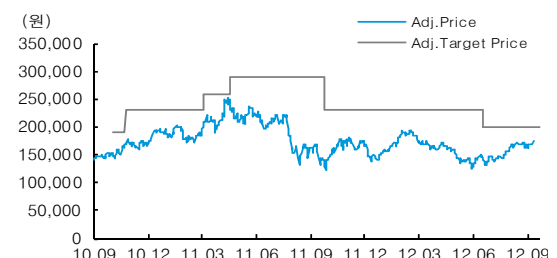
제시일자	12.09.17	12.08.15	12.08.11	12.07.23	12.07.04	12.06.23
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
제시일자	12.06.22	12.05.28	12.05.13	12.04.22	12.04.17	12.04.12
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	350,000	350,000	410,000	500,000	500,000
제시일자	12.03.12	12.02.19	12.01.19	12.01.11	11.11.21	11.11.20
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	500,000	500,000	430,000	430,000	430,000	430,000
제시일자	11.11.14	11.10.24	11.10.11	11.10.04	11.09.14	11.08.22
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	430,000	430,000	540,000	540,000

LG화학(051910) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.17	12.09.10	12.08.26	12.08.11	12.07.18	12.07.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
제시일자	12.07.04	12.07.01	12.06.23	12.06.22	12.06.07	12.06.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	400,000	400,000	400,000	400,000	430,000	430,000
제시일자	12.06.28	12.05.13	12.04.19	12.04.12	12.03.12	12.02.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	550,000	550,000	550,000	550,000
제시일자	12.01.31	12.01.19	11.11.21	11.11.14	11.10.20	11.10.20
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	550,000	550,000	550,000	550,000	650,000	650,000

SK이노베이션(096770) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.09.17	12.09.10	12.08.26	12.08.11	12.07.29	12.06.22
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
제시일자	12.04.29	12.04.12	12.04.08	12.03.20	12.03.12	12.02.22
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
제시일자	12.02.06	11.11.21	11.11.20	11.11.14	11.10.30	11.10.17
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
제시일자	11.10.04	11.08.01	11.05.18	11.05.01	11.03.18	11.03.13
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	290,000	290,000	290,000	260,000	230,000