

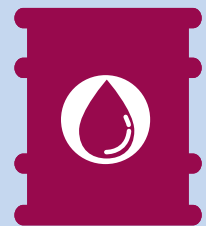
석유화학

Neutral
(Maintain)

2012. 9. 19

아시아 석유화학의 New Normal?

석유화학 업황 회복 속도는 다소 완만할 것으로 예상. 우호적인 공급환경에도 불구하고 수요 회복이 더딜 것으로 판단. 1) 공급: 글로벌 에틸렌 생산 능력은 2015년까지 CAGR 3.7%증가 예상, 중동 에탄 크래커의 영향력 확대 제한적, 북미 에탄 크래커는 2016년 이후의 문제 2) 수요: 선진국의 높은 실업률 지속에 따른 소비 회복 지연, 빠른 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황 3) 종목 Pick: 저성장 국면에서 차별적 성장이 예상되는 금호석유, LG화학



화학/정유/태양광

Analyst 민경혁

02) 3787-5158

21keynes@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. INVESTMENT SUMMARY 3

- > 공급: 2015년까지
우호적인 공급 환경,
2016년 이후가 문제 3
- > 수요: 중국 내 석유화학 제품의
수요 회복은 완만하게 진행될 것 3
- > 결론: 완만한 업황 개선 예상 3
- > 투자전략: C3, C4 다운스트림 및
스페셜티 제품에
특화된 업체에 투자 4
- > Top pick: 금호석유,
차선회주: LG화학 4

II. 업황 진단 5

- > 유가 급등락에 따른 수요 위축 5
- > 업황의 둔화기에 부각되는
원가 경쟁력 차이 6

III. 업황 전망 10

- > 중국 시장을 어떻게 볼 것인가? 10
- > 향후 NCC 업체의 제품 수익성은? 13

기업분석 27

- 당사는 9월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주
식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제
공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료
상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유
하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게
반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이
작성되었음을 확인합니다.

아시아 석유화학의 New Normal?

>>> 완만한 업황 회복 예상

석유화학 업황 회복 속도는 다소 완만할 것으로 예상.
근거는 1) 글로벌 에틸렌 생산능력은 2015년까지 CAGR 3.7% 증가 예상, 에탄 부족 문제로 중동 에탄 크래커의 영향력 확대는 제한적, 북미 에탄 크래커는 2016년부터 본격적으로 증설 등 다소 우호적인 공급환경에도 불구하고 2) 선진국의 높은 실업률 지속에 따른 소비 회복 지연, 2009~2010년과 같은 폭발적인 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황 등 수요 측면의 요인 때문. 호황 국면의 Trigger가 될 중국의 민간 소비확대에는 1년 이상의 시간이 필요할 것.

>>> 아시아 석유화학 업체의 차별화 요소

특히 중동, 북미에 비해 원가 경쟁력 열위에 있는 아시아 석유화학 업체들이 성장을 지속해 나갈 동력을 찾는 것은 쉽지 않아 보임. 물론 또 한번의 글로벌 경제 위기가 오지 않는 이상 아시아 석유화학 업체들의 수익성이 급격하게 악화될 가능성은 낮음. 수요가 급격하게 둔화되지 않는 이상 석유화학 제품 가격은 한계 생산자인 아시아 NCC 업체의 생산원가 수준에서 결정될 것. 그러나 향후 1년 이내에 2009~2011년 상반기와 같은 슈퍼 사이클이 도래할 가능성은 낮음. 그 때와 비교했을 때 낮은 수익성이 지속될 가능성이 크다고 판단. 현재의 밸류에이션을 정당화 해 줄만한 성장성이 필요하다고 판단. 키움증권 리서치센터는 그러한 성장성을 보여 줄 한국 석유화학 업체의 차별화 요소를 1) C4 계열 제품, 2) PP를 제외한 C3계열 제품, 3) PE, PP 중에서도 가격이 높은 스페셜티 제품이라고 판단. 제품 수출상 중동, 북미의 에탄 크래커가 쉽게 따라 올 수 없는 영역이기도 함.

>>> Top pick: 금호석유, 차선회주: LG화학

키움증권 리서치센터는 화학업종에 대한 투자 의견을 'Neutral(중립)'으로 유지. 업황의 완만한 회복세가 예상되기 때문에 이제는 시장비중(Neutral weight) 수준까지 편입비율을 조정해야 할 시점으로 판단. 빠른 경기 회복과 같은 외부 변수의 도움을 받기 어려운 환경이라는 점에서 C4계열 및 스페셜티 제품의 비중이 높고 자체 성장 동력을 보유한 종목들의 비중 확대 전략을 추천. 이에 따라 금호석유를 최선회주로 LG화학을 차선회주로 제시.

I. Investment Summary

>>> 공급: 2015년까지 우호적인 공급 환경, 2016년 이후가 문제

- 1) 글로벌 에틸렌 생산능력은 2015년까지 CAGR 3.7% 증가 예상
- 2) 중동 에탄 크래커의 영향력 확대는 제한적일 것: 최근 중동에서 사우디, 쿠웨이트 등 국가들을 중심으로 에탄 부족 현상이 가시화 되고 있다. 중동의 천연가스 생산은 주로 수반가스 형태이기 때문에 결국 원유 생산속도에 회귀할 수밖에 없다. 또한 국민소득 향상과 함께 자국 내 전력 소비도 빠른 속도로 증가하고 있다. 전력 소비량의 증가 및 재정부담 확대에 예전과 같이 0.75\$/ MMBTU의 낮은 가격으로 천연가스를 공급하기 어려워진 상황이다. 향후 에탄 크래커 및 에틸렌 다운스트림 중심의 투자는 한계에 봉착할 것이다. 이에 따라 중동의 에탄 크래커 영향력 확대는 제한적일 것으로 판단한다.
- 3) 북미 에탄 크래커 영향은 2016년부터 본격화 예상: 북미 셰일 가스 생산 확대에 따른 에탄 가격 하락으로 북미에서 많은 에틸렌 증설들이 계획되고 있다. 2012~2014년까지는 기존 에틸렌 크래커의 Feed 변경 및 확장을 통해 약 203만톤의 에틸렌이 증설될 것이다. 문제는 2016년부터다. 예상되는 에틸렌 증설 물량은 약 984만톤 수준으로 추정되고 있다. 2016년 증설은 전세계 에틸렌 생산 능력의 2.5%, 2017년은 3.2%이다.

>>> 수요: 중국 내 석유화학 제품의 수요 회복은 완만하게 진행될 것

- 1) 빠른 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황: 중국 GDP 성장률은 둔화되기는 하였지만 아직 높은 수준이다. 그리고 2009 ~ 2010년 대규모 부양 정책 당시 부작용이 컸다. 향후 중국의 경기부양책은 그 당시와 같이 글로벌 경제성장을 지지할 수준에는 미치지 못할 것이다. 이번 부양은 자국의 과도한 경기하강을 방어하는 정도일 것이다. 따라서 중국 경기부양 정책에 따른 석유화학 제품 수요 반등에 대한 과도한 기대는 지양해야 할 것이다.
- 2) 중장기적으로는 소비 확대에 따른 화학 제품 수요 개선 기대: 중국 경제구조는 가공무역 중심의 수출 주도형 산업 발전 모델에서 소비 중심의 성장 모델로, 정부 주도에서 민간 부문의 자율성을 높이는 방향으로 변할 것으로 전망된다. 이에 따라 민간부문 소비의 점진적인 확대에 소비재와 관련된 화학 제품들의 수요 확대가 예상된다.

>>> 결론: 완만한 업황 개선 예상, 저성장 국면 진입

우호적인 공급환경에도 불구하고 더딘 수요 회복으로 향후 석유화학의 업황 회복 속도는 다소 완만할 것으로 예상된다. 호황 국면의 Trigger가 될 중국의 민간 소비확대에는 1년 이상의 시간이 필요할 것이다. 특히 중동, 북미에 비해 원가 경쟁력 측면에서 열위에 있는 아시아 석유화학 업체들이 성장을 지속해 나갈 동력을 찾는 것은 쉽지 않아 보인다. 아시아 NCC업체들은 석유화학의 대표적인 제품인 에틸렌 계열 제품 생산에 있어서 한계 생산자이다. 중동, 북미 업체들처럼 자국의 천연가스를 바탕으로 한 값싼 원재료의 혜택을 받을 수 없기 때문이다. PE 제품 생산시 사우디 Mixed Feed Cracker의 원재료 비용은 아시아 NCC업체의 1/2수준이다. 생산비용(기타 변동비+고정비)은 전세계 에틸렌 크래커들이 거의 동일하다. 이로 인해 아시아 NCC 업체들의 마진은 석유화학 사이클에 의존할 수 밖에 없지만 사우디 Mixed Cracker는 원재료 경쟁력에 따른 추가적인 마진을 취할 수 있다. 사우디 Mixed Cracker들 뿐 아니라 중동, 북미의 에탄 크래커들도 원재료 경쟁력에 따른 추가적인 마진을 취할 수 있다

>>> 투자전략: C3, C4 다운스트림 및 스페셜티 제품에 특화된 업체에 투자

물론 또 한번의 글로벌 경제 위기가 오지 않는 이상 아시아 석유화학 업체들의 수익성이 급격하게 악화될 가능성은 낮을 것이다. 수요가 급격하게 둔화 되지 않는 이상 석유화학 제품의 가격은 한계 생산자의 생산원가 수준에서 결정될 것이다. NCC업체들이 한계 생산자 이긴 하지만 한국 업체들은 일본, 유럽등 규모 열위의 업체들보다는 경쟁력이 있다. 향후 2009~2011년 상반기와 같은 슈퍼 사이클이 도래할 가능성은 낮다. 그 때와 비교 했을 때 낮은 수익성이 지속될 가능성이 크다고 판단한다.

이럴 경우 그 당시 형성 되었던 화학주의 과거 대비 높은 밸류에이션은 다소 부담스러운 수준일 수 있다. 현재의 밸류에이션을 정당화 할만한 성장성이 있어야 할 것이다.

키움증권 리서치센터는 그러한 성장성을 보여 줄 한국 석유화학 업체의 차별화 요소를 1) C4 계열 제품, 2) SAP, PO등 PP를 제외한 C3계열 제품, 3) PE, PP 중에서도 가격이 높은 스페셜티 제품이라고 판단한다. 이들 제품은 중간재적 성격보다는 소비재적 성격이 강하다. 이에 따라 중국 경제가 수출, 투자 중심에서 소비 중심으로 변화하는 상황에서 수요 확대가 예상된다. 또한 제품 수율상 중동, 북미의 에탄 크래커가 쉽게 따라 올 수 없는 영역이기도 하다.

>>> Top pick: 금호석유, 차선회주: LG화학

키움증권 리서치센터는 화학업종에 대한 투자 의견을 'Neutral(중립)'으로 유지한다. 업황의 완만한 회복세가 예상되기 때문에 이제는 시장비중(Neutral weight) 수준 까지 편입비율을 조정해야 할 시점으로 판단한다. 빠른 경기 회복과 같은 외부 변수의 도움을 받기 어려운 환경이라는 점에서 C4계열 및 스페셜티 제품의 비중이 높고 자체 성장동력을 보유한 종목들의 비중확대 전략을 추천한다. 이에 따라 금호석유를 최선회주로 LG화학을 차선회주로 제시한다.

금호석유와 LG화학 투자지표

종목명	금호석유 (011780)			LG 화학(051910)		
투자 의견	BUY(Reinitiate)			BUY(Reinitiate)		
목표주가	180,000 원			410,000 원		
주가	128,000 원			335,500 원		
투자지표	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
매출액(억원)	64,574	63,368	73,985	226,756	239,675	267,708
보고영업이익(억원)	8,422	3,124	6,586	28,354	22,318	29,537
핵심영업이익(억원)	8,390	3,023	6,586	28,165	22,151	29,537
EBITDA(억원)	9,936	4,448	8,150	35,732	29,029	38,114
세전이익(억원)	7,584	3,394	6,635	27,966	22,066	30,033
순이익(억원)	5,438	2,675	5,176	21,697	17,272	22,705
EPS(원)	15,097	7,258	13,306	28,930	23,288	30,614
증감율(%YoY)	35.9	-51.9	83.3	-0.9	-19.5	31.5
PER(배)	11.1	17.6	9.6	11.0	14.4	11.0
PBR(배)	3.9	2.6	2.1	2.5	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	7.4	13.9	7.8	6.5	8.5	6.5
영업이익률(%)	13.0	4.9	8.9	12.5	9.3	11.0
ROE(%)	44.4	16.1	25.9	24.7	16.6	18.8
순부채비율(%)	113.2	102.2	78.5	11.7	15.4	13.1

자료: 키움증권 리서치센터

II. 업황 진단

>>> 유가 급등락에 따른 수요 위축

1Q12는 유가 급등에 따른 가격 전가력 문제

2012년 유가는 급등락을 반복했다. 지난 3/22 Dubai유 기준 124.2\$/bbl까지 상승했던 유가는 6/22일 89.2\$/bbl까지 하락했다. 현재 유가는 110\$/bbl을 상회하고 있다. 1Q12에는 이란 핵개발에 대해 미국과 EU가 경제 제재를 가했다. 이란은 호르무즈 해협을 봉쇄한다는 위협을 가했다. 중동 정세가 악화됨에 따라 원유 공급 불안 우려가 팽배했다. 유가는 급등했고 석유화학의 원재료인 납사 가격도 동반 급등했다. 이는 석유화학 제품의 수요 위축을 유발했다. 유가의 상승으로 석유화학 제품 가격도 상승했지만 수요 위축으로 원하는 만큼 인상할 수 없는 상황에 이르렀다.

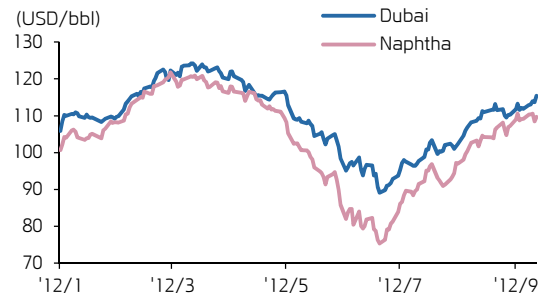
2Q12는 유가 급락에 따른 구매 심리 악화

최악의 상황은 2Q12에 발생했다. 유럽 리스크가 재부각 되면서 유가는 급락세를 보였다. 4월 중순부터 시작된 원유가격 하락은 납사가격 급락을 유발했다. 구매자들은 제품 가격의 하락을 기대하면서 구입을 지연했고 제품가격 또한 급락했다. 특히 범용 화학제품들의 경우 이 같은 현상이 더욱 극명하게 나타났다. 석유화학 제품은 가격 조정으로 인해 수요가 위축되었다. 또한 원재료 lagging에 따른 높은 단가의 원재료 투입으로 화학사들의 수익성은 크게 둔화되었다.

3Q12, 수요 회복은 아직 더딘 상황

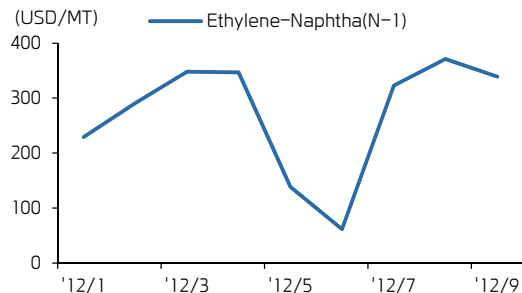
6월말 유럽 정상회의 이후 유가는 반등하기 시작했다. 석유화학 제품 스프레드는 저가 원재료 투입에 따른 개선 및 유가 반등으로 일부 재고 재축적(Restocking) 수요가 발생하면서 개선되었지만 수요는 본격적으로 회복되는 모습을 보이지 않고 있다. 실수요도 회복되고 있지 않을 뿐 아니라 유가 급등락에 따른 트라우마로 수요처들이 재고를 많이 가져 가려고 하지 않는다. 이에 더해 6월말 이후 스프레드 개선으로 가동률을 낮추었던 역내 NCC들이 가동률을 높였다. 일시적으로 공급량도 증가한 상황이다. 현재는 저가 원재료 투입에 따른 일시적 스프레드 개선 이후, 다시 축소되고 있는 국면이다. 유가 상승이 제품 가격 전가를 통한 실적 개선으로 이어지기 위해서는 수요 회복이 필요하다. 이제 수요 회복이 동반되어야 스프레드가 개선될 수 있을 것이다. 3Q12 석유화학사들의 실적은 저가 원재료 투입에 따른 영향으로 전분기 대비 개선되었지만 4분기가 고비다.

올해 들어 유가는 급등락을 반복



자료: 페트로넷, 기름증권 리서치센터

에틸렌 마진 스프레드도 올해 들어 급등락



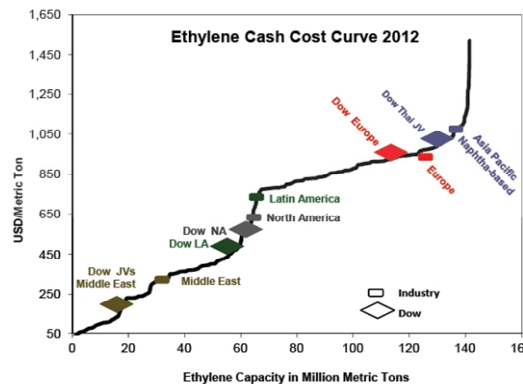
자료: 씨스켈, 기름증권 리서치센터

>>> 업황의 둔화기에 부각되는 원가 경쟁력 차이

중동, 북미 에탄 크래커 대비 원가 경쟁력 열위로 에틸렌 마진 축소 추세

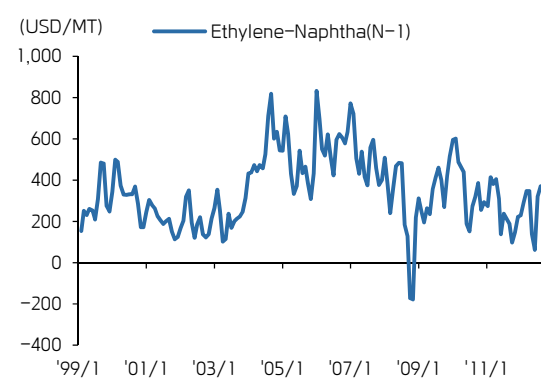
아시아 NCC의 에틸렌 마진은 2007년 이후 추세적으로 하락하고 있다. 유가 상승으로 인해 원재료인 납사 가격은 상승했다 그러나 에틸렌 가격은 원재료 상승분 만큼 인상되지 못했다. 주요 요인은 저렴한 Ethane을 원료로 하는 중동 에탄 크래커의 확대 때문이다. 현재 중동 에탄 크래커의 에틸렌 제조원가는 납사 크래커 제조원가의 약 1/3 이하 수준인 것으로 알려져 있다. 중동 국가들은 원가경쟁력을 바탕으로 2008년 이후 에틸렌 크래커의 가동률을 높이고 있다. 그 이전에도 Capa 증가속도는 빨랐다. 하지만 플랜트의 미숙한 운영, 전문인력등의 부족으로 가동률을 높이지 못했다. 그러나 2008년 이후 상황은 달라지고 있다. 중동업체들은 중국의 에틸렌 계열 제품 평균 수입단가 대비 낮은 가격으로 수출하고 있다. 낮은 가격을 기반으로 중동업체는 중국 시장에서 점유율을 빠르게 높여왔다. 이에 따라 아시아 역내 에틸렌 마진은 구조적으로 감소하는 추세이다. 2009~2010년은 중국 경기부양정책에 따른 견조한 수요로 중동 증설 영향이 눈에 드러나지 않았지만 2011년 후반 이후 중동의 증설 물량은 아시아 석유화학 시장에 충격을 주고 있다.

아시아 NCC는 에틸렌 Cash Cost 곡선의 끝단에 위치



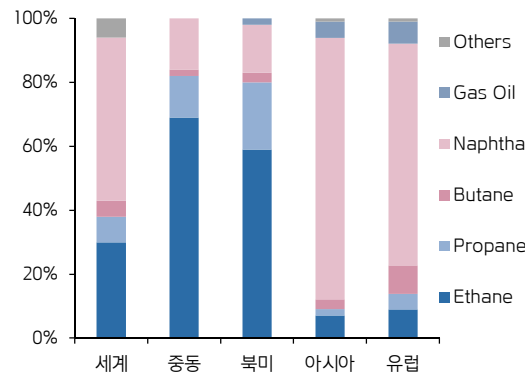
자료: Dow Chemical, 키움증권 리서치센터

에틸렌 스프레드 2007년 이후 하락 추세



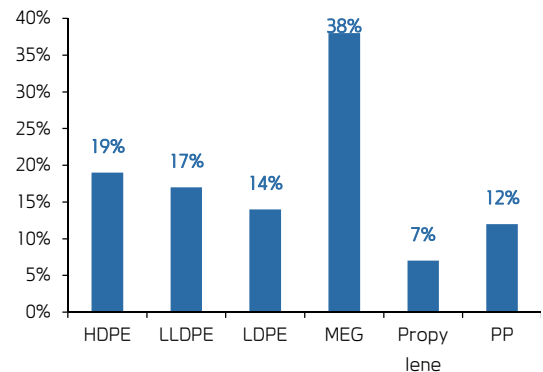
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치센터

중동의 투입원재료 구성 비교



자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

중동의 제품별 시장 점유율 (시장 영향력)



자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

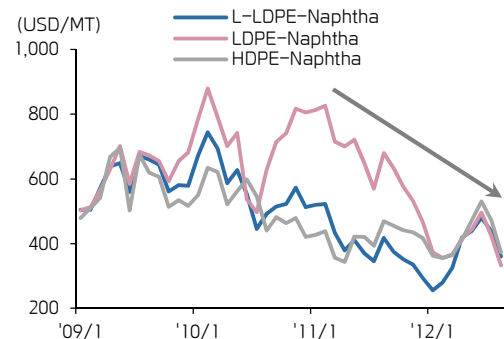
PE 제품, 수요도 문제지만 공급발 영향도 크다

대표적인 에틸렌 계열 제품인 PE는 글로벌 에틸렌 수요의 60%를 차지한다. PE의 전방산업은 주로 일반 용 포장재, 쇼핑백, 각종 용기등의 집화 및 생활용품 수요다. 비교적 경기에 민감하지 않다. 올해 들어 중국 GDP 성장률은 둔화되고 있지만 PE 제품의 소비는 견조한 모습을 보이고 있다. 2012년 6월 누적 기준으로 PE 명목 소비는 전년동기대비 LDPE, HDPE, LLDPE 각각 34.7%, 29.8%, 26.4% 증가했다. 중국의 순수입 또한 전년동기대비 각각 +22.0%, +15.2%, -12.2%의 증감을 보였다. 비교적 견조했던 수요에도 불구하고 마진은 큰 폭으로 감소했다. 물론 2010년 하반기부터 2011년 상반기까지 이어졌던 석유화학 시황의 호조에 따른 기고효과도 있다. 그러나 그것을 고려하더라도 올해는 큰폭의 마진 감소를 시현했다. PE 제품은 글로벌 경기 둔화에 따른 수요 둔화도 문제지만 오히려 공급발 영향이 더 큰 것으로 판단한다. 공급발 영향은 두가지다. 첫째는 중동의 점유율 확대이고 둘째는 중국의 자급률 상승이다.

2008년 이후 중국의 중동산 PE 수입량 비중은 빠른 속도로 확대되었다. 2008년 1월 17%에서 2012년 6월 기준 33% 수준으로 증가했다. 중국 내 M/S를 큰 폭으로 늘릴 수 있었던 이유는 한국, 대만등 아시아 국가대비 낮은 가격으로 수출했기 때문이다. 범용 PE 제품의 경우 제품 차별화 요소가 크지 않다. 판매 가격이 중요한 요소이다. 중동은 중국내 평균 PE 수입단가의 90% 수준에 달하는 낮은 가격으로 수출했다. 특히 LDPE의 경우 이란의 대형 카고 유입으로 다른 PE 제품에 비해 가격 할인율이 컸다. HDPE, LLDPE대비 견조했던 LDPE 마진이 큰 폭으로 하락한 요인이라고 판단한다.

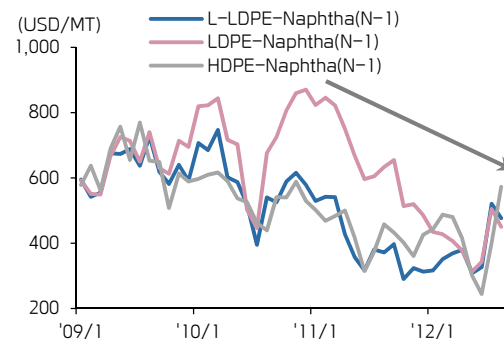
중국의 합성수지 자급률은 2002년 43.7%였다. 2012년에는 거의 70%에 육박하고 있다. Sinopec, PetroChina등 소수의 거대 국영기업을 중심으로 석유화학 생산능력을 큰 폭으로 확대했다. 향후에도 중국의 자급률은 계속해서 증가할 전망이다. 12차 5개년 계획에서는 에틸렌 자급률은 64%, 프로필렌 자급률은 77% 달성을 목표로 하고 있다. NCC는 11차 5개년 계획 기간동안 평균 54만톤이었던 설비 규모를 12차 5개년 계획 기간 동안에는 70만톤 이상으로 확대할 계획이다. 또한 NCC 이외에 풍부한 석탄을 바탕으로 한 CTO등의 프로세스도 확대할 계획이다.

PE 제품 마진 스프레드 하락세 지속 중



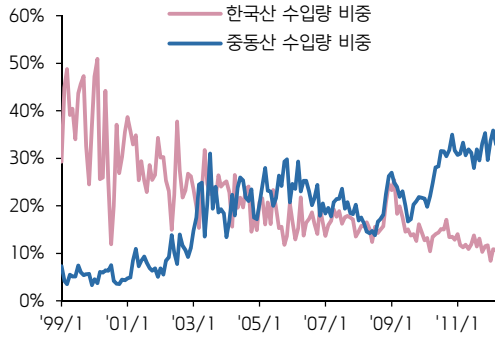
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치센터

PE 제품 마진 스프레드 하락세 지속 중(1month lagging)



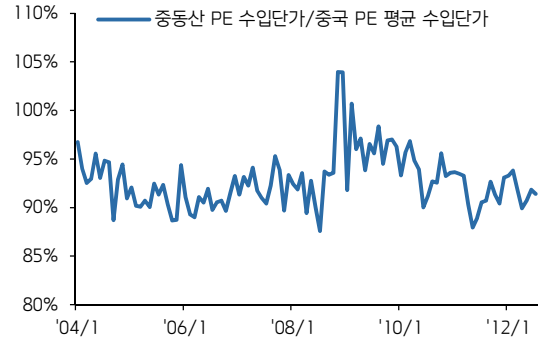
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치센터

중국 시장 내 중동산 PE 제품 비중 확대



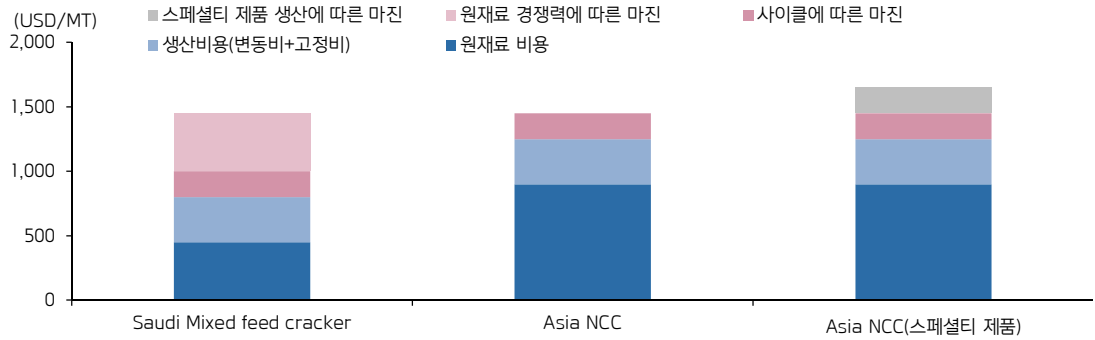
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

중동산 PE 수입단가는 중국 평균 PE 수입단가의 90~95% 수준



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

Saudi Mixed Feed Cracker PE 마진 VS Asia NCC의 PE 마진



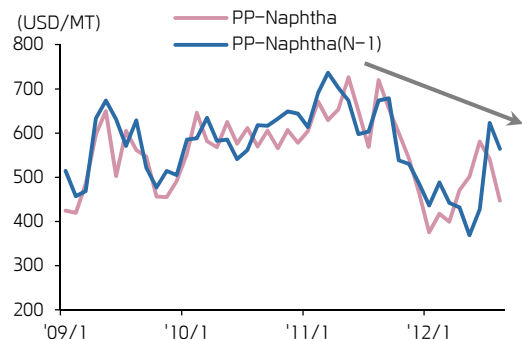
자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

PP 마진 감소, 수요 둔화 & 중동영향

대표적인 프로필렌 계열 제품인 PP는 글로벌 프로필렌 수요의 60% 이상을 차지한다. PP의 전방산업은 주로 소비용품 포장재, 자동차 및 생활가전을 위한 사출 성형, 상품 포장을 위한 raffia등의 수요이다. PE에 비해 비교적 경기에 민감하다. 중국은 2009년~2010년 가전 및 자동차 이구환신등 대규모 소비 부양 정책을 펼쳤다. PP는 자동차, 가전에 많이 사용된다. PP소비는 중국의 부양정책 이후 그 여파로 둔화되는 모습을 보이고 있다. 2009년은 전년대비 소비가 23.0% 늘었지만 2010년은 6.3%, 2011년은 2.8%로 감소세를 보이고 있다. 올해 상반기 누적으로는 전년 동기대비 6.9% 늘었다. 기저효과 및 GDP 성장률을 고려 했을 때 낮은 수치다. 자급률의 개선으로 순수입은 더욱 악화되었다. 2009년 전년 대비 49.9% 증가한 이후 2010년은 -8.1%, 2011년 -4.6%로 둔화되고 있다. 2012년 상반기 누적으로도 전년동기 대비 -1.5%를 기록했다.

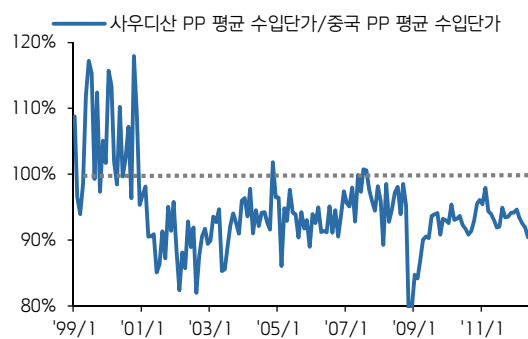
PP 마진 감소의 공급발 영향은 크게 세가지로 나누어 볼 수 있다. 1) PP도 PE와 마찬가지로 중국의 중동산 수입 비중이 2008년 이후 크게 확대되었다. 2008년 이후 중국의 중동산 PE 수입량 비중은 빠른 속도로 확대되었다. 사우디의 평균 PP단가는 중국 평균 PP 단가의 90% 수준에 불과했다. PP의 경우 생산 그레이드가 다양하기 때문에 제품 차별화 요소가 있지만 그럼에도 불구하고 중동 범용 제품 영향으로 PP 마진은 하락세를 보이고 있다. 2) 중국의 자급률이 개선되고 있다. 2002년 60.3%에서 2012년은 76.5% 를 기록했다. 3) PE와 PP는 일부 범용 제품의 경우 대체 사용이 가능하다. PE의 가격 하락에 따른 일부 대체효과도 있는 것으로 보인다.

PP 스프레드 하향 추세



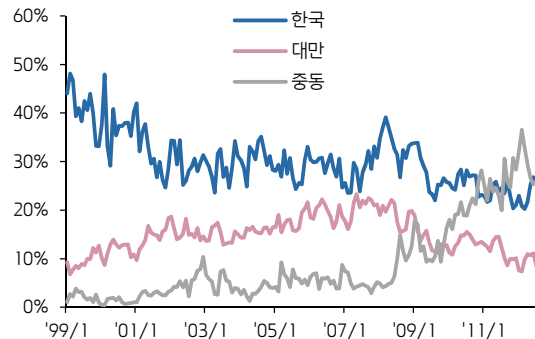
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치센터

중국 평균 수입단가 대비 낮은 사우디 PP 수출 단가



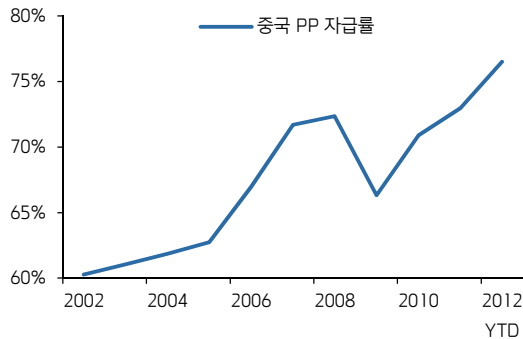
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

중국 PP 중동 수입 비중 확대



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

중국 PP 자급률 개선세 지속



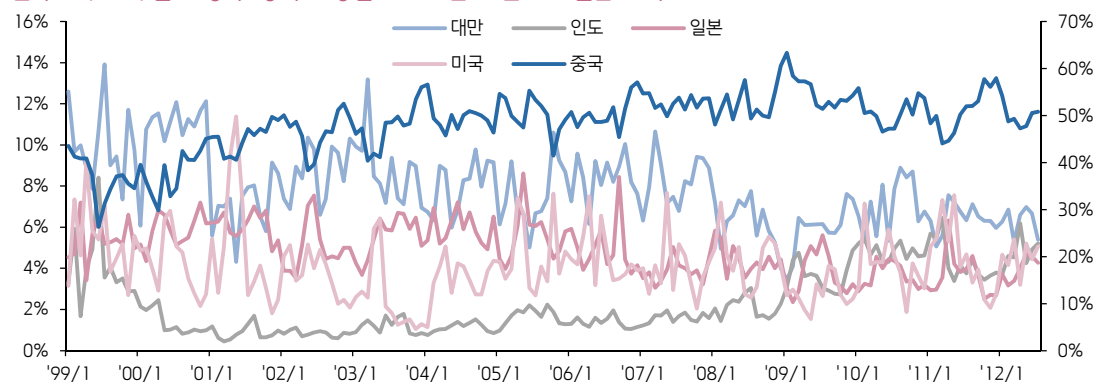
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

PE, PP등 범용제품은 중국 외 지역으로 관심을 돌리고 있는 상황

국내 석유화학 산업의 핵심 수출 시장인 중국이 원가 경쟁력을 바탕으로 한 중동산 저가 물량의 점유율 확대, 중국 내 자급률 상승, 수요 둔화등으로 경쟁이 치열한 상황이다. 중국이 위축되면서 국내 석유화학 업체들의 해외 영업은 어려움이 가중되고 있다. 중국은 1H11까지만 하더라도 가장 큰 석유화학 수입 시장임과 동시에 가장 가격 조건이 좋은 지역이었다. 그러나 4Q11부터 현재까지 중국의 수입 시장 가격은 세계 최저 수준으로 하락한 상황이다. 그럼에도 불구하고 국내 업체들 입장에서는 '운임(Freight)' 비용이 상대적으로 낮은 중국 시장을 선호할 수 밖에 없다.

그러나 중국 내 경쟁심화로 국내 화학사들은 중국 의존도를 낮추기 위한 노력을 지속 중이다. 중국 이외의 중요 지역은 동남아, 대만, 인도, 남미, 아프리카, 유럽, 러시아 순서이다. 현재는 높은 가동률을 유지하기 위한 방편으로 중국 외 지역으로 밀어내기식 수출을 하고 있지만, 향후 수요 회복구간에서 다변화된 수출활로를 통해 영업 채널이 한층 강화될 것으로 보인다.

한국의 주요 수출 대상국: 중국 > 동남아 > 대만 > 인도 > 일본 > 북미



자료: KITA, 카움증권 리서치센터

III. 업황 전망

>>> 중국 시장을 어떻게 볼 것인가?

완만한 경기회복으로 석유화학 제품의 추가적인 수요 둔화 가능성 낮음

중국의 실물 지표는 여전히 부진하다. 중국의 산업생산, 소매판매, 수출입 증가율 등 지표들이 하반기 들어 더욱 둔화되는 모습을 보이고 있다. 특히 7,8월 수출은 유럽향 수출 감소로 전년 동기대비 대비 +1.0%, +2.7%에 그쳤다. 8월 중국의 HSBC PMI지수도 47.8로 올 들어 최저치를 보였다. 생산과 신규 주문 등 대부분의 세부 항목지수가 전월 대비 악화되었다. 다만 실물경기에 선행하는 금융지표는 비교적 긍정적 신호를 보내고 있다. M2 증가율은 8월 13.5% 증가했다. 전월 대비 증가폭이 축소 됐지만 여전히 높은 수준이다. 신규 대출도 7월에 주춤했지만 8월 7,076억위안으로 전월 대비 큰 폭으로 증가했다.

금리 인하 효과가 서서히 나타날 것으로 기대되며 중앙정부 및 지방정부의 적극적인 재정정책 금융완화 미세조정이 강화됨에 따라 중국의 경착륙 가능성은 낮아보인다. 중국의 하반기 완만한 회복세가 예상된다. 이에 따라 중국의 석유화학 제품 수요 또한 점진적인 개선이 기대된다.

경기 부양정책의 강도는 약할 것

올 들어 지방정부에서 많은 투자계획을 발표하고 있다. 27일 중국증권위안(中國證券)보 등에 따르면 지난달 이후 광둥성, 구이저우성, 충칭시 등이 조 단위의 투자 계획을 내놓으면서 지방정부의 총 투자계획은 이미 7조 위안을 넘어섰다. 지방정부의 자금 부족 등의 문제, 부채문제 등으로 이 계획들이 당장 실현되기는 어려워 보인다. 그러나 경기 하강이 지속될 경우 단계적으로 투자가 집행될 것으로 보여 경기의 하방경직성을 제공할 것이다. 중국 GDP 성장률은 둔화되기는 하였지만 아직 높은 수준이다. 그리고 2008 ~ 2009년 대규모 부양 정책 당시 부작용이 컸다. 향후 중국의 경기부양책은 2008~2009년과 같이 글로벌 경제성장을 지지할 수준에는 미치지 못할 것이다. 이번 부양은 자국의 과도한 경기하강을 방어하는 정도일 것이다. 따라서 중국 경기부양에 따른 석유화학 제품 수요 반등에 대한 과도한 기대는 지양해야 할 것이다.

중국의 산업생산 증가율 여전히 부진한 모습



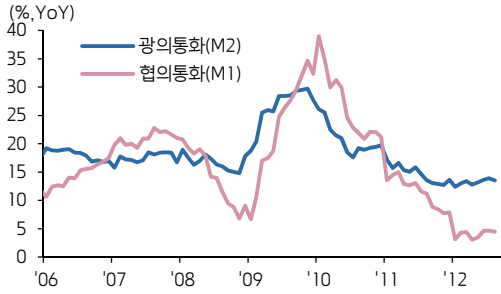
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 수출입 증가율 올들어 계속 둔화되는 모습



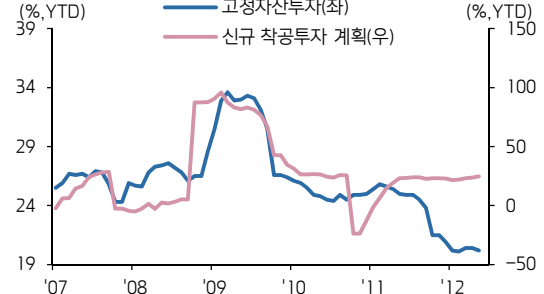
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

금융 지표, 실물 지표보다 양호한 흐름 지속



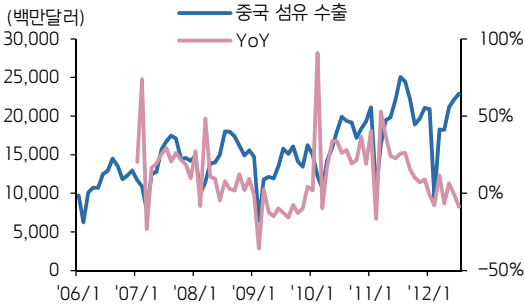
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

고정 자산 투자 바닥을 다지는 중



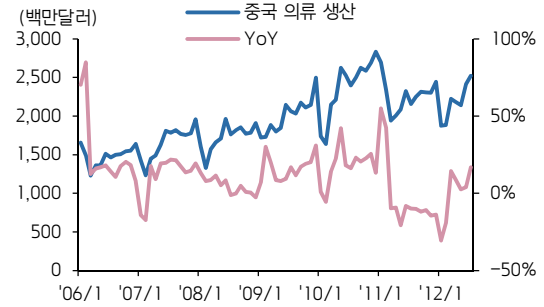
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 섬유 수출 둔화



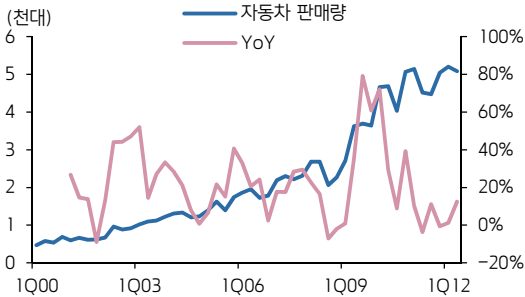
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 의류 생산량 올해 들어 반등



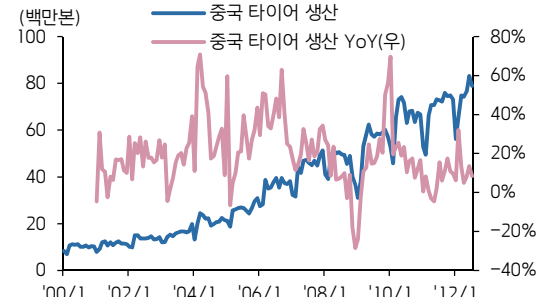
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 자동차 판매 YoY 증가율 바닥을 다지는 중



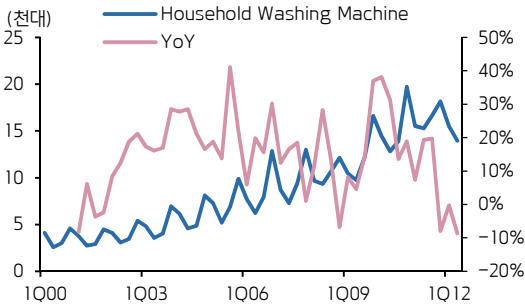
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 타이어 생산량 꾸준히 증가



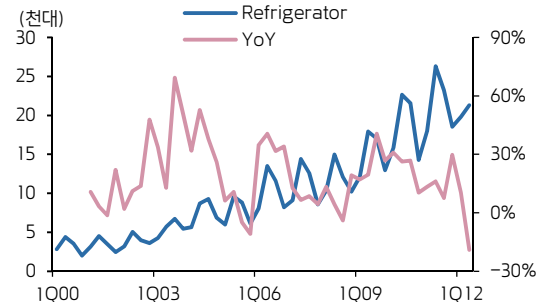
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 세탁기 판매, 2009년 이후 둔화



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 냉장고 판매 2009년 이후 둔화

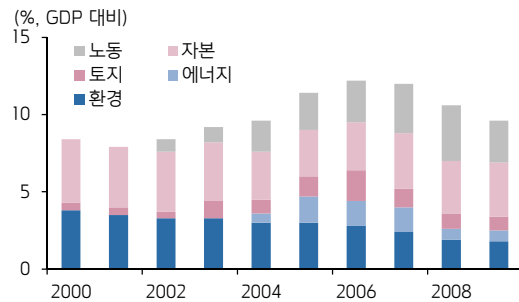


자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

석유화학 산업에서 중국 모멘텀은 단기적으로 감소할 가능성이 높다.

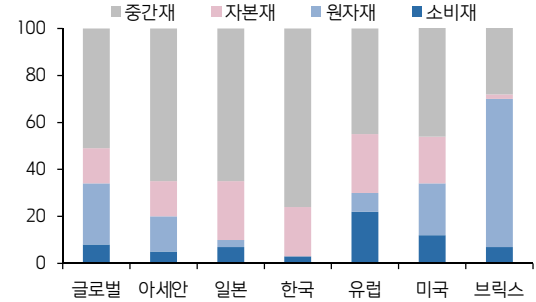
중국의 수출 증가율은 향후 완만한 둔화세를 보일 가능성이 높아 보인다. 중국은 12차 5개년 계획을 통해 가공무역 중심의 수출 주도형 산업 발전 모델에서 소비 중심의 성장 모델로, 정부 주도에서 민간 부문의 자율성을 높이는 방향으로 선화하려는 움직임을 보이고 있다. 이에 따라 중국의 수출 경쟁력은 점차 떨어질 것이다. IMF에 따르면 그 동안 중국의 수출 경쟁력은 저임금, 저환율, 저금리, 에너지 가격 통제등 생산 요소 시장의 왜곡을 바탕으로 한 생산자 보조금 효과에 상당 부분 기인하는 것으로 보고 있다. 향후 중국에서 생산자 보조금 효과는 소비 장려, 민간부문의 자율성 제고과정에서 요소시장에 대한 정부 규제 완화로 점차 작아질 것으로 보인다. 중국의 수출 증가율 둔화로 수출을 위한 중간재 수입이 둔화될 가능성이 높다. 한국의 석유화학 제품 수출은 중국의 수출을 위한 중간재적 성격이 강했다. 향후 한국 석유화학 산업의 중국발 모멘텀은 단기적으로 둔화될 가능성이 높아 보인다. 중장기적으로는 소비 확대에 따른 화학 제품 수요 개선을 기대해 볼 수 있다. 가공무역 중심의 수출 주도형 산업 발전 모델에서 소비 중심의 성장 모델로, 정부 주도에서 민간 부문의 자율성을 높이는 방향으로 중국 경제 구조가 변하면서 민간부문 소비의 점진적인 확대로 소비재와 관련된 화학 제품들의 수요 확대가 예상된다.

중국 수출의 생산 보조금 효과



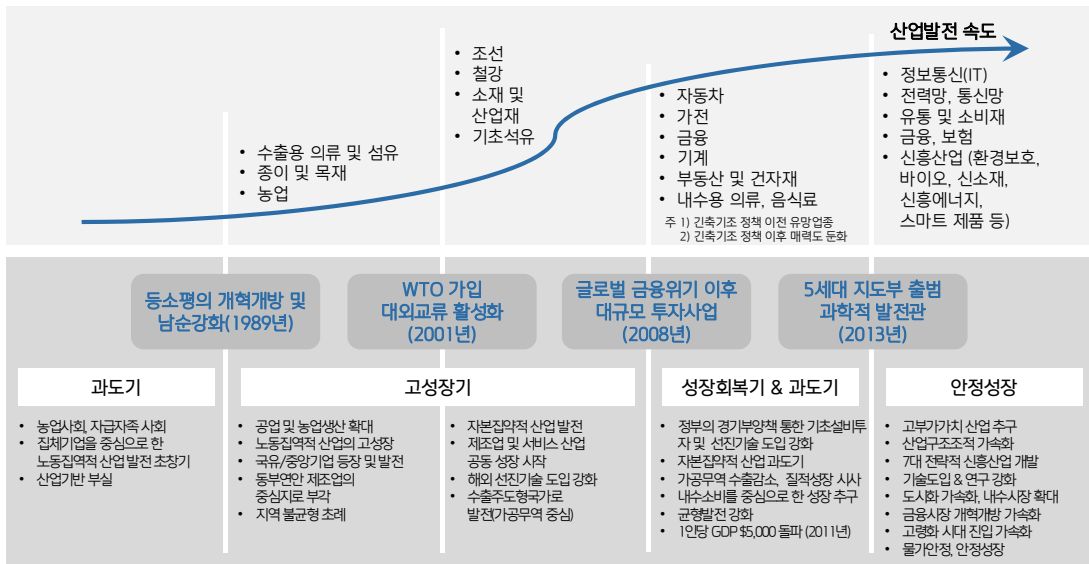
자료: ADB(2011.04), 한국은행 재인용

대중국 수출의 재화별 비중



자료: UN Comtrade, 주: 2010~2011년 기준, 한국은행 재인용

성장단계별 유망 섹터 예상



자료: 키움증권 투자전략팀 정리

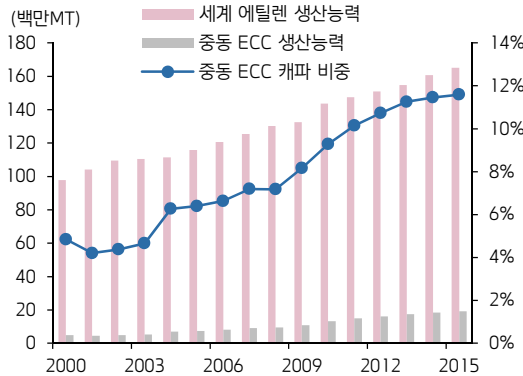
>>> 향후 NCC 업체의 제품 수익성은?

중동 에탄 크래커 영향력의 추가적인 확대는 제한적일 것

대형 가스전을 보유한 이란, 카타르를 제외한 중동 국가들은 에탄 크래커에 대한 투자를 지속적으로 확대하지는 못할 것이다. 중동의 에탄은 수반가스에서 추출되는 비중이 상승하고 있다. 결국 원유 생산량 속도에 회귀해 갈 것이다. 지금까지는 에탄 가용률이 올라가는 과정이었기 때문에 속도가 빨랐으나 2013~2014년부터는 둔화될 것으로 보인다.

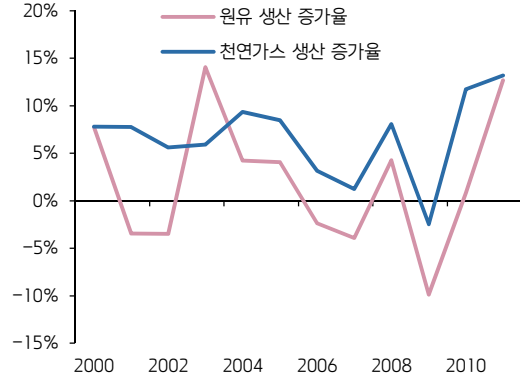
최근 중동에서 에탄 부족 현상이 가시화 되고 있다. 일부 신설 대형 화학 설비의 경우 에탄 부족으로 조업에 차질이 발생하고 있다. 에탄의 공급 감소로 최근 중동 에탄 가격도 인상되고 있다. 중동의 에탄 가격은 기존에 1~2\$/MMBTU였다. 그러나 최근 신규 프로젝트에 대해서는 에탄을 2.5~4.0\$/MMBTU의 가격으로 공급하고 있다고 한다. 반면 사우디는 MMBTU당 0.75\$로 아직 낮은 에탄 가격을 고수 하고 있다. 그러나 사우디에서도 최근 에탄 부족 문제가 대두되고 있다. 사우디는 천연가스 생산의 약 60%가량이 수반가스 형태이다. 생산량은 원유 생산속도에 회귀할 수밖에 없다. 새로운 대형 가스전도 발견도 제한적이다. 또한 국민소득의 향상과 함께 자국 내 전력 소비도 빠른 속도로 증가하고 있다. 사우디의 전력발전 중 천연가스 발전 비중은 50% 가량이다. 전력 소비량의 증가 및 정부 재정부담 확대에 예전과 같이 0.75\$/MMBTU의 낮은 가격으로 천연가스를 공급하기 어려워진 상황이다.

세계 에틸렌 생산능력에서 중동 에탄 크래커가 차지하는 비중



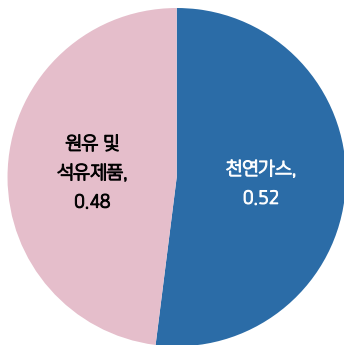
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

사우디 천연가스 생산, 원유 생산 속도에 회귀할 것



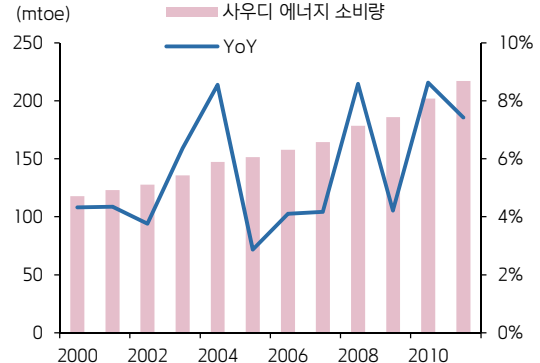
자료: BP Statistical Review 2012, 키움증권 리서치센터

사우디 전력발전의 52%가 천연가스를 이용한 발전



자료: SECRA, 키움증권 리서치센터

사우디 에너지 소비량 지속 확대 중



자료: BP Statistical Review 2012, 키움증권 리서치센터

중장기적 문제는 중동 업체들의 아시아 지역, NCC 및 C3 이하 다운스트림 투자 확대

현재 중동업체들의 다운 스트림 증설이 활발하게 진행중이다. Saudi Polymer는 1Q12에 사우디 Al Jubail에 에틸렌 116.5만톤, HDPE 110만톤, PP 40만톤, PS 20만톤 설비를 완공했다. 기계적 문제로 다운스트림 제품 생산이 늦어졌지만 9월 이후 HDPE부터 아시아 역내로 수출될 것으로 보인다. 이후 PP, PS도 출하가 이루어 질 것으로 보인다. 올해 하반기에 Qapco의 LDPE 30만톤, Saudi Kayan의 LDPE 30만톤의 증설도 완료될 것으로 보인다.

에탄 크래커 및 에틸렌 다운스트림 중심의 투자는 한계에 봉착할 것이다. 사우디, 쿠웨이트등 국가들을 중심으로 에탄 부족 현상이 나타나고 있기 때문이다. 또한 아랍의 봄 이후 국민들의 생활의 질 향상을 위한 경제발전 욕구가 커졌다. Post Oil 시대에 대비해 산업구조를 고도화할 필요성도 있다. 따라서 향후 중동업체들의 다운스트림 진출은 활발히 진행될 것으로 보인다. C2계열 이외의 다운스트림 투자를 위해서는 NCC 증설이 필요하다. 업계 자료에 따르면 2015, 2016년에 납사를 이용한 에틸렌 생산이 전년대비 각각 10.8%, 10.2%에 달할 것으로 보인다.

또한 중동 내 다운스트림 제품 확장에는 한계가 있다. 생산에 비해 수요가 작기 때문이다. 이에 따라 중동업체들의 아시아 지역으로의 진출도 활발하다. 증설 계획들을 살펴보면 특히 J/V 형태로 중국 진출을 위해 노력하고 있는 것으로 보인다.

중동 지역 주요 PE 증설 프로젝트 일정

기업명	국가	제품	생산능력(MT/Yr)	가동일자
Qapco	Qatar	LDPE	300	2Q12
Saudi Polymers	KSA	HDPE	1100	2Q12
Kayan	KSA	LDPE	350	1Q13
Kermanshah Poly	Iran	HDPE	300	1Q13
Int. Polymers	KSA	LDPE/EVA	200	4Q13
Hamedan	Iran	EVA	45	1Q14
Lorestan PC	Iran	HD/LLDPE	300	1Q14
Borouge III	UAE	HD/LLDPE	1080	2Q14
Borouge III	UAE	LDPE	350	2Q14
Ilam PC	Iran	HDPE	300	1Q15
Mahabad PC	Iran	HD/LLDPE	300	1Q15

자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

중동 석유화학 업체들의 아시아 지역 투자 계획

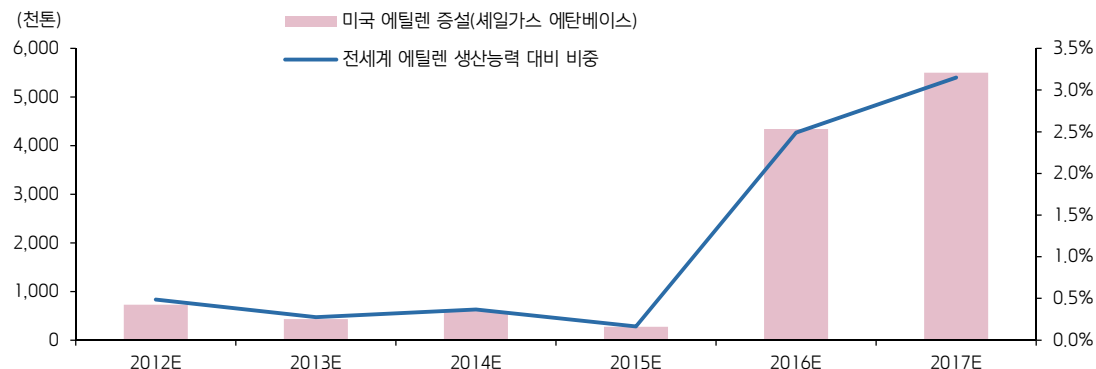
기업명	제품	위치	생산능력 (MT/Yr)	가동일자
Borouge	Compounded resins	Shanghai, China	(x)	
	Compounded resins	Shanghai, China	105,000	Planned
Fujian Refining & Petrochemical Co - (FREPC)	Ethylene oxide	Quangzhou, Fujian, China	180,000	Late 2013
	MEG		250,000	Late 2013
	Ethylene		1,100,000	Late 2013
	HDPE		(x)	
	LDPE		(x)	
Kuwait Petroleum(PIC)/Sinopec	Polypropylene		(x)	
	Ethylene	Zhangjiang, Guandong, China	100,000	2015
PetroChina/Qatar Petroleum/Shell	Ethylene	Zhejiang, Taizhou, China	1.2m	2015
Sinopec SABIC Tianjin Petrochemical Co	Polycarbonate	Tianjin, Fujian, China	260,000	2015

자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

북미 에탄 크래커 증설 확대는 2016년 이후의 문제

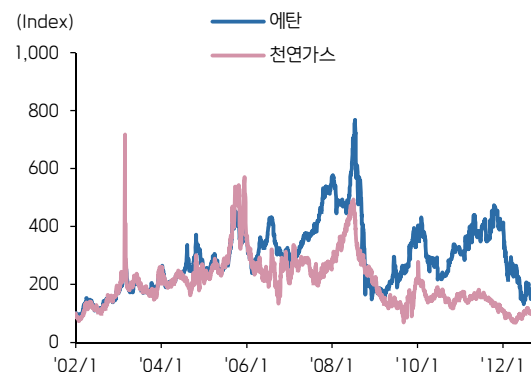
북미의 셰일 가스 생산 확대에 따른 에탄 가격 하락으로 북미 석유화학 사업의 경쟁력은 높아지고 있다. 북미의 Ethylene Cash Cost는 500~600불 수준인 것으로 알려졌다. 이에 따라 북미에서 많은 에틸렌 증설들이 계획되고 있다. 2012~2015년까지는 기존 에틸렌 크래커의 Feed 변경 및 확장을 통해 약 203만톤의 에틸렌 생산능력이 증가할 것으로 보인다. 문제는 2016년부터다. 예상되는 에틸렌 증설 물량은 약 984만톤 수준으로 추정되고 있다. 2016년 증설은 전세계 에틸렌 생산능력의 2.5%, 2017년은 3.2%이다. 부담스러운 수준이다. 그러나 증설들이 계획대로 실행될 경우 천연가스 가격은 현재의 MMBTU당 2~3\$대에서 형성되기 어려워 보인다. 지금은 공급 대비 낮은 에탄 수요로 가격이 낮은 수준에서 형성되어 있다. 증설로 인한 수요확대로 향후 북미 에탄 가격은 점차 상승할 것으로 보이지만 한동안은 북미 에탄 크래커업체의 높은 원가경쟁력을 보장할 수 있는 수준일 것이다.

북미 에탄 크래커, 2016년 이후 대규모 증설 예정



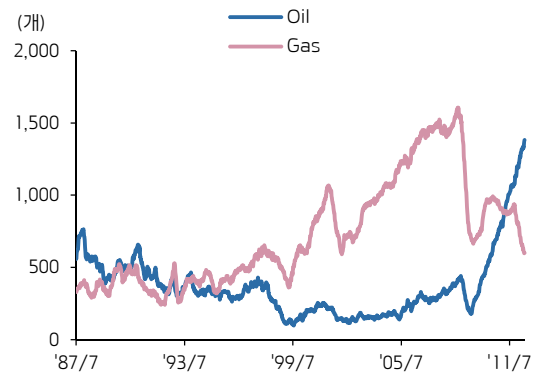
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

Henry Hub vs Mt Belvieu Ethane 가격 수준 비교



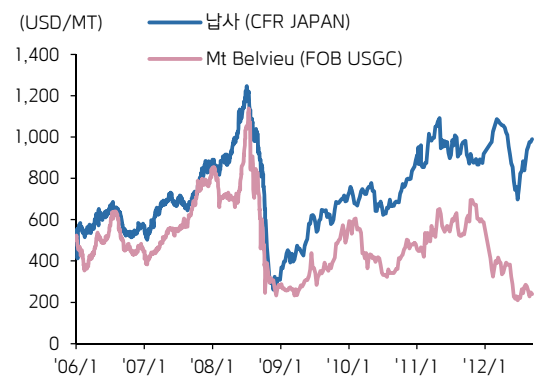
자료: CME, 키움증권 리서치센터
주: 2002년1월1일 가격을 100으로 환산하여 비교

Baker Hughes 북미 Rig Count



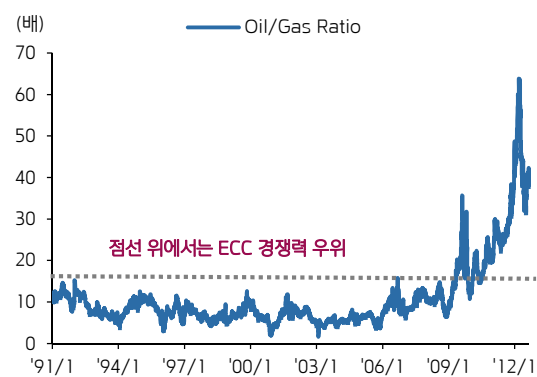
자료: Baker Hughes, 키움증권 리서치센터

미국 에탄 가격 VS 북동아시아 납사 가격 추이



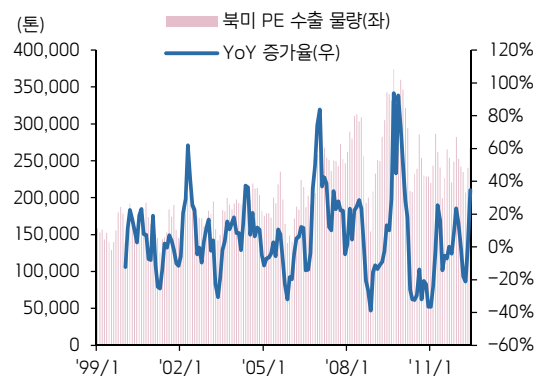
자료: CME, 키움증권 리서치센터

Gas-To-Oil Ratio 추이



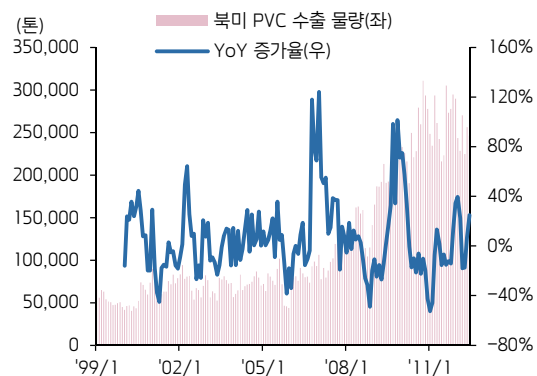
자료: CME, 키움증권 리서치센터

북미 PE 수출 물량



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

북미 PVC 수출 물량



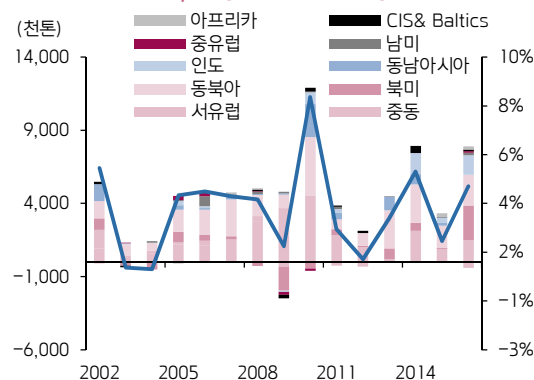
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

2013~2015년 석유화학 제품 수급 밸런스 비교적 양호, 에틸렌 마진은 2013~2015년 완만한 회복세 예상

에틸렌 Capa 증설은 2015년까지 크지 않을 것으로 보인다. 2012년부터 2015년까지 연평균 에틸렌 Capa 증가율을 CAGR 3.7%로 예상한다. 에틸렌 수요 성장률이 연평균 3~4% 수준임을 고려할 때 부담스럽지 않은 수준이다. 지역별로 나누어 보면 중동의 Capa증가는 2010년을 꼭지로 2013년까지 감소할 것으로 보인다. 북미의 셰일 가스 생산 확대가 에틸렌 생산에 미치는 영향은 2015년까지 제한적일 것으로 보인다. 노후화된 NCC 폐쇄 진행 및 2014년까지는 크래커 개조 및 확장을 통한 증설이 이루어질 것으로 보여 물량 부담은 크지 않다. 문제는 2016년부터인데, 예상되는 증설물량은 984만톤으로 추정되고 있다. 2016년 증설은 전세계 에틸렌 생산능력의 2.5%, 2017년은 3.2%이다.

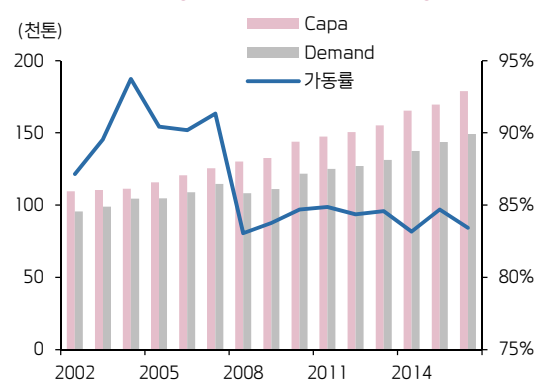
2015년까지 글로벌 Capa 증설의 상당부분은 아시아 지역에 집중될 것으로 보인다. 글로벌 Capa 증설 중 아시아 비중은 2013~2015년 각각 78.5%, 59.9%, 62.8%이다. 아시아 역내 수요 성장성은 타 지역 대비 높기 때문에 역내에서 충분히 흡수할 수 있는 물량이라고 판단한다. 글로벌 경기의 완만한 회복 및 수요 성장 대비 제한적인 증설로 에틸렌 마진은 2012년을 바닥으로 2013~2015년까지 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

글로벌 에틸렌 Capa 증설 추이 및 전망



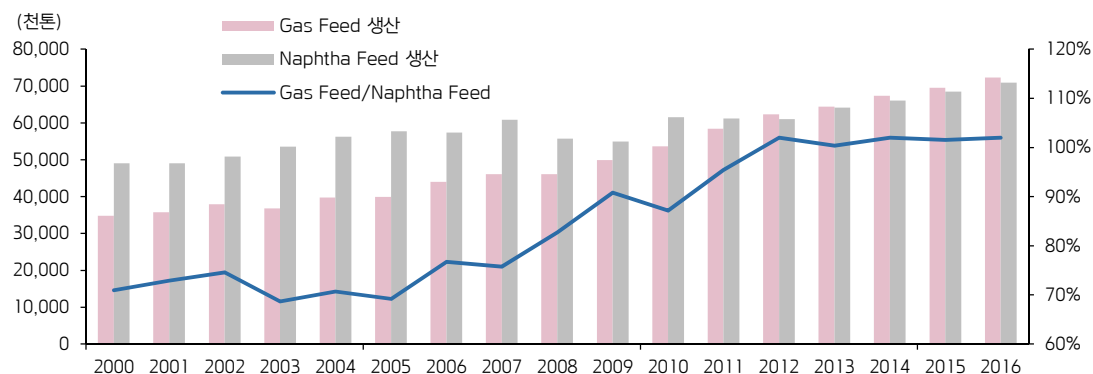
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

글로벌 에틸렌 가동률 현재 수준에서 큰 변동 없을 것



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

Gas Cracker(Ethane, Propane, Butane Feed) vs Naphtha Cracker



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

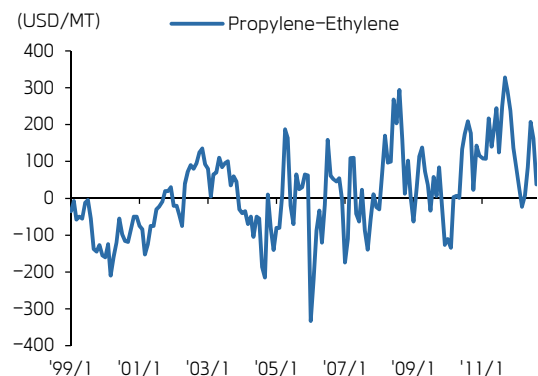
프로필렌 마진은 에틸렌 대비 프리미엄 크지 않을 전망

에탄 크래커 확대에 따른 프로필렌 공급 부족에 대한 우려에도 불구하고, 최근 프로필렌 가격의 에틸렌 대비 프리미엄이 축소되고 있다. 2011년 9월 328불에 달했던 프리미엄은 현재 60달러 수준에 불과하다. 주요 요인은 프로필렌 수요의 60% 이상을 차지하는 PP의 수요 둔화 때문이다. 공급 측 요인으로는 PDH등 프로필렌 On Purpose 생산 설비의 확대 때문인 것으로 보인다.

프로필렌을 생산하는 방법은 크게 1) NCC(Naphtha Cracking Center) 2) 정유사의 고도화 설비인 RFCC(Residue Fluid Catalytic Cracker) 3) CTO(Coal to Olefin), PDH(Propane Dehydrogenation), MTP(Methanol to Propylene), 올레핀 복분해등 On purpose 설비등 3가지로 나눌 수 있다.

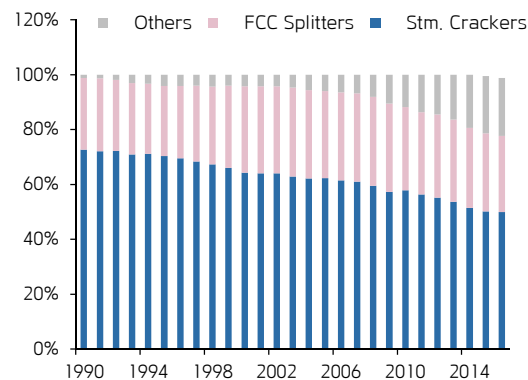
이 중 최근 CTO, PDH설비들의 증설이 활발하다. 2008년부터 2011년까지 에탄 크래커 비중이 높은 중동지역에서 PDH 설비 증설이 활발했다. 향후에는 중국을 중심으로 CTO, PDH 설비 증설이 많을 것으로 보인다. 프로필렌 증설에서 CTO, PDH를 비롯한 On Purpose 설비가 차지하는 비중은 2012년 38.3%, 2013년 43.3%, 2014년 66.1%, 2015년 75.9%에 달할 것으로 보인다. 이에 따라 전세계 프로필렌 설비 증설도 수요 증가율을 초과하는 2013년 6.3%, 2014년 6.1%일 것으로 예상된다. 에탄 크래커 비중 확대에 따른 원료의 경질화로 프로필렌의 강세가 예상되었지만 On purpose 설비의 확대 및 PP 수요 부진으로 에틸렌 대비 프리미엄은 크지 않을 것으로 판단한다.

프로필렌, 에틸렌 대비 프리미엄 축소



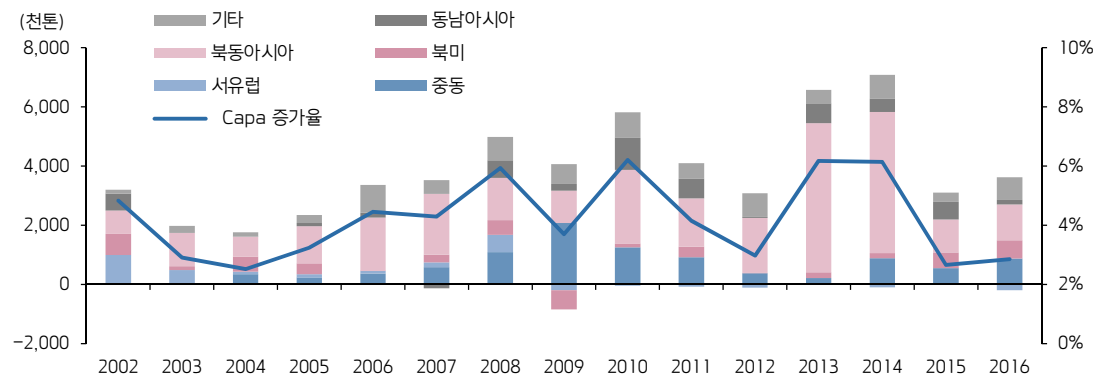
자료: CEIC, 기름중권 리서치센터

On Purpose 프로필렌 생산설비 확대



자료: 산업자료, 기름중권 리서치센터

글로벌 프로필렌 Capa 증설 추이 및 전망



자료: 산업자료, 기름중권 리서치센터

부타디엔 가격 완만한 상승세 예상, 변동성은 축소될 것

합성고무의 주원료인 부타디엔은 2010년 하반기부터 큰 변동성을 보였다. 2011년 상반기 유동성 확대 여파에 따른 상품시장 캘리, 포포사 화재등 역내 NCC들의 설비 트러블, 견조한 합성고무 수요가 겹치면서 2011년 7월까지 급등했다. 이후 원가 부담이 가중된 합성고무 업체들의 가동을 조정으로 급등락세를 시현했다.

부타디엔 가격이 급등락 하는 주요 요인은 제한적인 공급 때문이다. 현재 부타디엔 생산의 약 98%가 납사 크래커의 부산물로 생산된다. 납사 크래커에서도 전체 생산제품 비중의 5% 이하에 불과하다. 특히 부타디엔이 거의 생산되지 않는 중동, 북미의 에탄 크래커 확대로 부타디엔 타이트한 수급은 지속되고 있다. 납사 크래커의 입장에서 부타디엔은 부산물의 개념이기 때문에 부타디엔의 수익성이 좋다고 하더라도 다른 제품의 스프레드를 고려해서 증설할 수 밖에 없다. 에탄 크래커 대비 원가 경쟁력 열위로 납사크래커의 증설이 어렵다. 또한 부타디엔은 상온에서 가스 형태로 보관이 어렵다. 수요처와 생산처가 재고를 통해 수급을 조절하기 힘들다. 이를 이용한 투기 세력의 개입도 부타디엔 가격 급등락의 요인이다.

그러나 향후에는 이런 부타디엔 가격의 급등락 경향이 제한적일 것으로 보인다. 학습효과 때문이다. 부타디엔의 주 수요처인 합성고무 업체들은 2011년 하반기 이후 부타디엔 가격의 급등에 가동을 조정등으로 강경하게 대응하는 모습을 보였다. 이에 반해 부타디엔 가격도 급등시 급락했다. 부타디엔 가격이 급등하게 되면 수요처들이 가동을 조정으로 대응한다는 것을 경험했기 때문에 생산업체들은 향후 수요처를 고려하지 않는 가격 책정을 하기 어려울 것이다.

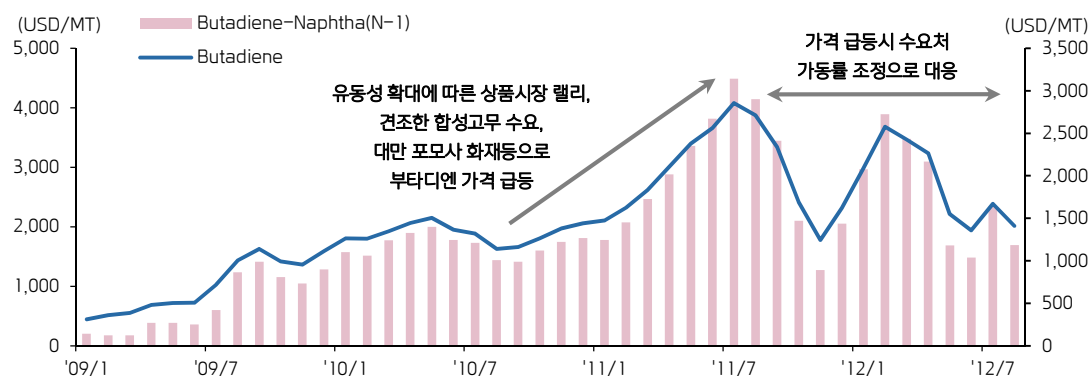
향후 부타디엔 가격의 방향성은 완만한 상승세가 예상된다. 그 근거는 1) 2013년부터 교체 타이어를 중심으로 한 타이어 수요 회복이 예상되고 2) 앞서 살펴 보았듯이 부타디엔의 증설이 제한적이기 때문에 현재 톤당 2,000달러 수준의 가격은 과도한 하락 국면이라고 판단하기 때문이다.

글로벌 BD 신증설 현황 (단위: 천톤)

국가	업체	2011	2012E	2013E	2014E
한국	LG 화학				
	호남석유				
	소계				
중국	Zhanjiang PC				150
	Shanghai PC				65
	Qixiang Tengda		100		
	SECCO			60	
	Wuhan			145	
	Fushun		120		
	Sichuan PC		150		
	Daqing			90	
	Yangzi BASF		130		
	소계	0	500	295	215
인도	OPAL			95	
	Indian Oil			140	
	소계	0	0	235	0
인니	Chandra			100	
대만	CPC No3			55	
합계		0	500	685	215
Global Capa 대비 비중		0.0%	3.5%	4.6%	1.4%
Global Capa		13,784	14,284	14,969	15,184

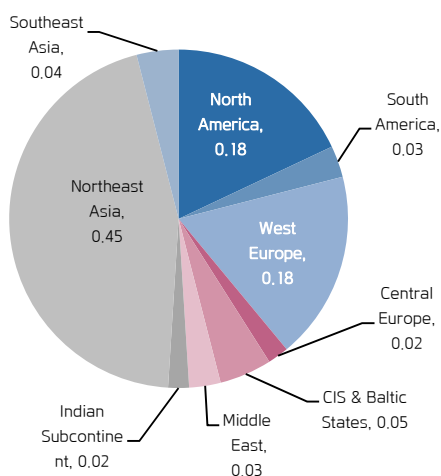
자료: 금호석유, 키움증권 리서치센터

부타디엔 가격 및 마진 추이



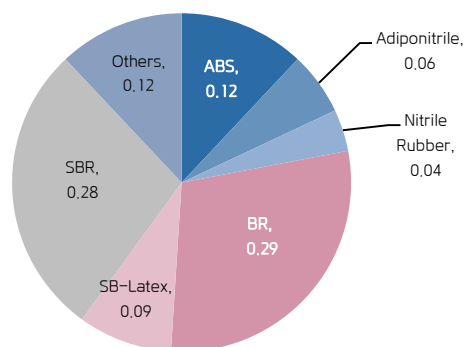
자료: Ciscchem, KITA, 키움증권

부타디엔은 중동의 영향에서 비교적 자유롭다



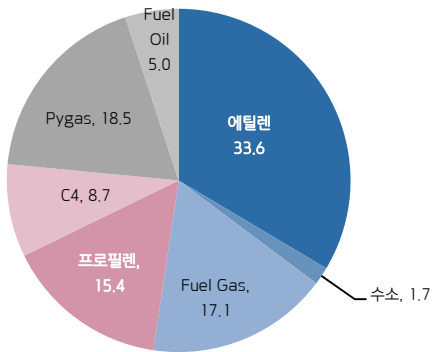
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

부타디엔 주요 수요처 합성고무가 70%



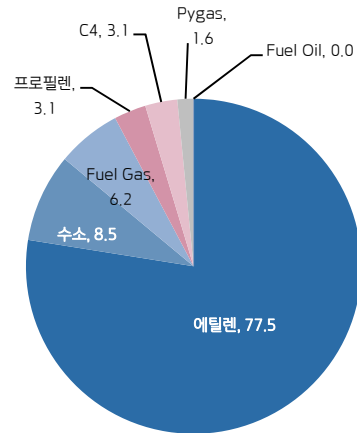
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

석유화학 원료별 기초유분 수율(납사)



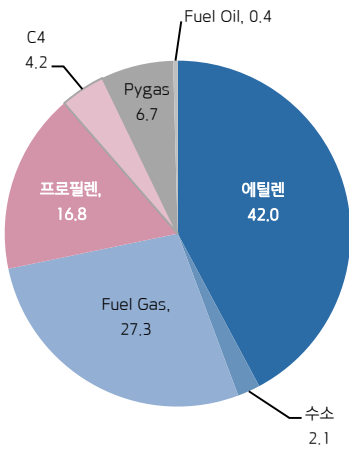
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

석유화학 원료별 기초유분 수율(에탄)



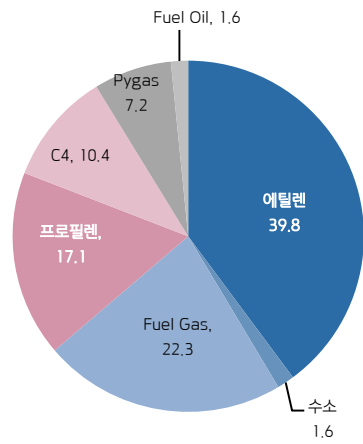
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

석유화학 원료별 기초유분 수율(프로판)



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

석유화학 원료별 기초유분 수율(부탄)



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

주요 제품 가격

제품가격	제품 종류	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2009	2010	2011	2012
Feed stock	Crude Oil(Dubai)	76	78	74	84	100	110	107	106	116	106	105	113	62	78	106	110
	Crude Oil(Brent)	76	78	77	87	105	117	113	109	118	108	108	116	61.3	80	111	113
	Crude Oil(WTI)	78	78	76	85	94	103	90	94	103	93	92	99	61.6	79	95	97
	Naphtha	716	710	660	800	917	991	950	887	1,020	894	908	984	550	721	936	951
	Naphtha(N-1)	707	729	656	741	871	1,010	946	905	961	1,002	841	967	517	708	933	943
Monomer	Ethylene	1,269	1,093	904	1,053	1,228	1,295	1,159	1,061	1,251	1,184	1,212	1,282	858	1,080	1,186	1,232
	Propylene	1,188	1,140	1,091	1,147	1,372	1,487	1,393	1,282	1,281	1,284	1,313	1,330	881	1,142	1,384	1,302
	Butadiene	1,841	2,054	1,725	1,945	2,346	3,357	3,765	2,171	3,374	2,463	2,198	2,437	1,008	1,891	2,910	2,618
	Benzene	973	910	833	957	1,135	1,143	1,117	1,003	1,197	1,146	1,228	1,282	675	918	1,100	1,213
	Toluene	902	848	776	916	1,018	1,113	1,159	1,127	1,227	1,161	1,183	1,247	685	861	1,104	1,204
	Xylene	894	846	789	925	1,026	1,141	1,232	1,212	1,243	1,165	1,183	1,273	733	863	1,153	1,216
Inter mediate	MEG	971	818	758	993	1,207	1,153	1,243	1,119	1,072	942	1,005	1,154	619	885	1,180	1,043
	EO	1,038	1,115	1,121	1,115	1,338	1,373	1,311	1,299	1,375	1,470	1,321	1,442	1,602	1,097	1,330	1,402
	SM	1,280	1,171	1,091	1,289	1,409	1,424	1,486	1,338	1,459	1,409	1,430	1,487	955	1,208	1,414	1,446
	PX	1,116	971	923	1,254	1,635	1,536	1,585	1,470	1,617	1,431	1,421	1,612	981	1,066	1,557	1,520
Solvent	Phenol	1,374	1,549	1,692	1,758	1,789	1,968	1,671	1,248	1,473	1,407	1,457	1,492	863	1,593	1,669	1,457
	BPA	1,634	1,876	1,916	2,263	2,377	2,433	2,041	1,526	1,690	1,653	1,667	1,692	1,120	1,922	2,094	1,675
	Acetone	998	882	712	776	981	1,175	1,117	977	1,027	985	957	1,092	702	842	1,062	1,015
	Acetic Acid	427	409	406	433	480	605	556	496	448	486	445	602	416	419	534	495
Polymer	HDPE	1,318	1,271	1,149	1,254	1,324	1,387	1,389	1,318	1,381	1,365	1,380	1,444	1,128	1,248	1,355	1,392
	LDPE	1,535	1,370	1,273	1,587	1,702	1,682	1,577	1,411	1,384	1,346	1,351	1,421	1,170	1,441	1,593	1,376
	LLDPE	1,420	1,299	1,143	1,336	1,409	1,378	1,329	1,214	1,307	1,340	1,332	1,397	1,144	1,299	1,332	1,344
	PP	1,309	1,299	1,255	1,383	1,552	1,668	1,598	1,422	1,417	1,411	1,424	1,513	1,067	1,312	1,560	1,441
	ABS	1,772	1,914	1,888	2,091	2,266	2,236	2,188	1,885	2,103	1,978	1,994	2,082	1,352	1,916	2,144	2,039
Chloro Alkali	천일염	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75	61	66	70	74
	Caustic Soda	361	363	356	421	449	517	564	537	563	716	614	688	323	375	517	645
	EDC	487	516	489	533	504	542	451	298	306	271	240	313	357	506	449	282
	VCM	837	828	781	887	916	1,038	898	777	850	836	787	862	654	833	908	834
가소제	PVC	1,020	985	943	1,009	1,070	1,203	1,089	903	1,006	1,001	968	1,037	797	989	1,066	1,003
	2-EH	1,622	1,681	1,634	1,785	1,919	1,896	1,839	1,509	1,578	1,616	1,575	1,545	1,083	1,681	1,791	1,578
	DOP	1,609	1,710	1,610	1,781	1,908	1,952	1,871	1,771	1,788	1,835	1,749	1,693	1,142	1,677	1,875	1,766
Synthetic Rubber	BR	2,311	2,622	2,617	2,774	3,516	4,029	4,399	3,483	3,558	3,548	2,939	3,037	1,520	2,581	3,857	3,271
	SBR	1,966	2,257	2,122	2,245	2,819	3,538	3,902	3,170	3,223	3,131	2,631	2,787	1,441	2,147	3,357	2,943
Spread	제품 종류	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2009	2010	2011	2012
Monomer	Ethylene	553	383	245	254	311	304	209	173	231	291	304	298	308	359	249	281
	Propylene	472	430	431	348	455	496	443	395	262	390	405	346	331	420	447	351
	Butadiene	1,125	1,344	1,066	1,145	1,429	2,366	2,815	1,284	2,354	1,570	1,289	1,453	458	1,170	1,973	1,667
	Benzene	257	200	173	158	218	152	167	116	177	252	320	298	124	197	164	262
	Toluene	186	138	117	116	101	122	209	240	207	267	275	263	135	139	168	253
	Xylene	178	136	130	125	109	150	282	325	223	271	275	289	183	142	216	264
Inter mediate	MEG	255	109	99	193	290	162	293	232	52	48	97	170	69	164	244	92
	EO	322	405	462	315	421	382	361	412	356	576	413	458	1,052	376	394	451
	SM	564	461	432	489	493	432	536	451	439	515	522	503	405	486	478	495
	PX	400	261	264	455	719	545	635	583	598	538	513	628	431	345	620	569
Solvent	Phenol	658	840	1,033	959	872	977	721	361	454	513	549	508	313	872	733	506
	BPA	918	1,167	1,256	1,463	1,460	1,442	1,091	639	671	759	758	708	569	1,201	1,158	724
	Acetone	282	173	53	-23	64	183	167	90	8	91	48	108	152	121	126	64
Polymer	HDPE	602	561	490	454	407	395	439	431	361	471	471	460	577	527	418	441
	LDPE	819	660	613	787	785	691	627	524	365	453	443	437	620	720	657	424
	LLDPE	704	589	484	536	492	387	379	327	287	446	424	413	594	578	396	393
	PP	593	590	595	583	635	677	648	535	397	518	516	529	516	590	624	490
	ABS	1,056	1,205	1,229	1,292	1,349	1,244	1,238	998	1,084	1,085	1,085	1,098	802	1,195	1,207	1,088
가소제	2-EH	906	971	974	985	1,002	905	889	622	558	722	667	561	533	959	855	627
	DOP	893	1,000	950	981	991	961	921	884	768	941	840	709	591	956	939	815
Synthetic Rubber	BR	1,595	1,912	1,957	1,975	2,599	3,038	3,449	2,596	2,539	2,654	2,031	2,053	969	1,860	2,920	2,319
	SBR	1,250	1,547	1,463	1,445	1,902	2,547	2,952	2,283	2,204	2,238	1,722	1,803	890	1,426	2,421	1,992

자료: Ciscchem, 키움증권 리서치센터

Commodity 화학 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	증가 (자국통화)	주가 수익률(%)			
				D-1일	D-1개월	D-6개월	D-1년
Bloomberg 글로벌 주가지수		41,627.5	161	-0.3	3.4	-0.9	9.8
Bloomberg 글로벌 화학 업종		1,403.2	223	-0.2	4.0	-1.8	5.9
호남석유	한국	7.6	266,000	0.8	1.3	-17.3	-30.0
금호석유	한국	3.5	128,000	2.4	2.4	-16.9	-28.7
대한유화	한국	0.4	70,000	0.7	-4.6	-29.9	-42.9
FORMOSA PLASTICS	대만	17.7	85	-0.4	2.5	-5.8	2.2
FORMOSA CHEM & FIBRE	대만	15.3	79	-0.3	-3.3	-12.6	-5.5
NAN YA PLASTICS	대만	15.5	58	-0.2	-1.0	-16.2	-13.6
ORIENTAL UNION CHEMICAL	대만	1.0	35	-1.4	-2.1	-1.6	-18.6
FAR EASTERN NEW CENTURY	대만	5.9	34	-0.9	2.0	3.3	0.9
PTT GLOBAL CHEMICAL	태국	9.3	64	-1.9	-0.4	-9.9	NA
INDORAMA VENTURES	태국	4.8	31	-1.6	-1.6	-21.7	-11.5
IRPC	태국	2.9	4	-1.4	12.4	-9.2	-5.7
SIAM CEMENT	태국	13.6	350	0.6	3.6	-0.8	13.3
CHINA PETROLEUM & CHEMICAL	중국	81.2	7	-0.8	-5.3	-20.8	-5.6
SINOPEC SHANGHAI PETROCHEM	중국	4.7	2	-0.5	-3.8	-32.3	-35.1
SINOPEC YIZHENG CHEM	중국	2.9	2	-0.7	-5.6	-30.7	-23.7
mitsui chemicals	일본	2.3	175	2.9	-4.9	-34.0	-33.2
mitsubishi chemical	일본	6.3	328	1.5	-3.2	-28.4	-40.7
sumitomo chemical	일본	4.9	231	4.1	4.5	-36.0	-28.3
ASAHI KASEI	일본	7.4	416	0.5	-3.5	-17.1	-15.3
SHOWA DENKO K K	일본	2.5	130	1.6	-7.8	-30.9	-15.0
SHIN-ETSU CHEMICAL	일본	25.3	4,610	1.0	4.3	-2.6	16.1
RELIANCE INDUSTRIES	인도	51.9	856	-2.0	4.9	10.8	3.7
LOTTE PAKISTAN PTA	파키스탄	0.1	7	0.0	0.1	-17.6	-44.1
WESTLAKE CHEMICAL	미국	4.9	74	-1.6	8.3	13.9	73.8
PETRONAS CHEMICALS	말레이시아	17.0	7	-0.5	-0.6	-3.8	5.5

기업명	국가	PER(X)		PBR(X)		EV/EBITDA(X)		ROE(%)		ROA(%)	
		12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E
Bloomberg 글로벌 주가지수		12.8	11.4	1.6	1.5	9.9	9.0	NA	NA	NA	NA
Bloomberg 글로벌 화학 업종		13.4	11.7	2.1	1.9	7.9	7.2	NA	NA	NA	NA
호남석유	한국	15.9	9.9	1.4	1.2	8.8	6.2	9.3	12.9	5.2	8.0
금호석유	한국	14.8	8.4	2.4	1.9	11.2	7.2	17.1	25.4	6.2	10.2
대한유화	한국	8.2	5.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
FORMOSA PLASTICS	대만	21.5	15.4	2.2	2.1	23.6	22.3	9.9	10.0	NA	NA
FORMOSA CHEM & FIBRE	대만	23.7	15.0	1.8	1.8	34.7	33.3	7.7	7.8	NA	NA
NAN YA PLASTICS	대만	30.9	17.0	1.7	1.7	29.3	27.0	4.0	6.9	NA	NA
ORIENTAL UNION CHEMICAL	대만	19.2	14.0	1.9	1.8	14.0	13.0	NA	NA	NA	NA
FAR EASTERN NEW CENTURY	대만	15.4	15.8	NA	NA	7.9	7.7	11.2	NA	NA	NA
PTT GLOBAL CHEMICAL	태국	10.0	8.9	1.3	1.2	7.7	7.1	13.8	14.1	8.0	8.8
INDORAMA VENTURES	태국	12.8	9.6	2.2	1.8	11.9	9.4	18.1	20.4	8.0	9.4
IRPC	태국	25.8	12.2	1.1	1.1	13.3	8.8	4.3	9.0	2.8	5.6
SIAM CEMENT	태국	15.4	11.6	2.7	2.4	12.3	10.1	18.2	21.7	6.8	9.0
CHINA PETROLEUM & CHEMICAL	중국	8.5	6.8	1.2	1.1	5.1	4.4	12.6	13.7	5.4	5.9
SINOPEC SHANGHAI PETROCHEM	중국	NA	14.8	0.9	0.9	65.1	13.3	-4.5	3.2	-4.3	1.9
SINOPEC YIZHENG CHEM	중국	8.9	8.4	NA	NA	13.2	12.2	3.8	NA	NA	NA
mitsui chemicals	일본	28.6	8.4	0.5	0.5	8.9	7.0	1.7	5.5	1.7	3.1
mitsubishi chemical	일본	16.5	8.8	0.6	0.6	6.8	5.8	3.7	7.0	2.8	3.7
sumitomo chemical	일본	13.7	8.5	0.8	0.7	8.0	7.4	5.7	8.2	2.6	3.4
ASAHI KASEI	일본	11.0	8.6	0.8	0.8	4.9	4.3	7.4	8.9	5.2	6.0
SHOWA DENKO K K	일본	10.9	7.9	0.7	0.7	6.3	5.6	6.9	9.1	3.6	4.8
SHIN-ETSU CHEMICAL	일본	17.5	15.7	1.3	1.2	6.8	6.3	7.5	8.0	7.6	8.3
RELIANCE INDUSTRIES	인도	13.7	12.8	1.4	1.3	9.3	8.8	11.2	10.9	6.3	6.4
LOTTE PAKISTAN PTA	파키스탄	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
WESTLAKE CHEMICAL	미국	14.6	13.7	2.5	2.2	6.6	6.0	17.2	17.5	9.2	9.5
PETRONAS CHEMICALS	말레이시아	13.5	12.4	2.4	2.2	7.3	6.9	18.1	18.0	15.9	14.3

자료: Datastream, 카움증권

Specialty 화학 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	종가 (자국통화)	주가 수익률(%)			
				D-1일	D-1개월	D-6개월	D-1년
SUMCO	일본	1.9	592	3.1	-7.8	-41.1	-29.8
JSR	일본	4.6	1,413	2.5	1.9	-18.4	-0.6
HITACHI CHEMICAL	일본	3.1	1,162	0.9	-6.2	-26.6	-16.3
TOKUYAMA ORATION	일본	0.8	184	1.1	8.2	-32.6	-42.1
FUJIMI INC	일본	0.5	1,194	-2.5	-6.9	12.9	30.2
MIRAIAL	일본	0.2	1,343	4.5	14.6	5.7	-3.0
SUMITOMO BAKELITE	일본	1.1	325	1.9	-5.8	-33.0	-26.6
MONSANTO CO	미국	47.5	89	0.1	1.4	13.0	27.7
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	미국	48.1	52	-1.1	2.1	-3.2	9.7
PRAXAIR INC	미국	32.2	108	0.0	0.2	-2.5	7.1
SHERWIN-WILLIAMS	미국	15.0	146	-0.1	3.8	36.9	93.7
ALBEMARLE	미국	4.8	53	-0.8	-12.8	-16.9	15.5
RPM INTERNATIONAL	미국	3.8	29	-1.2	6.0	14.2	49.9
AKZO NOBEL	네덜란드	14.5	47	-4.7	3.9	1.6	41.1
CLARIANT	스위스	3.8	12	-0.8	6.4	-4.6	44.0
KONINKLIJKE DSM	네덜란드	9.5	13	0.7	10.0	-9.0	15.6
GIVAUDAN	스위스	8.9	895	-0.2	-2.5	6.2	24.9
LANXESS	독일	7.2	66	-0.5	9.5	18.5	70.3

기업명	국가	PER(X)		PBR(X)		EV/EBITDA(X)		ROE(%)		ROA(%)	
		12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E
SUMCO	일본	39.1	6.2	1.2	1.0	6.7	5.3	4.0	15.8	2.4	7.0
JSR	일본	12.0	10.7	1.1	1.1	4.7	4.3	9.9	10.5	7.5	8.2
HITACHI CHEMICAL	일본	11.1	9.6	0.8	0.8	3.4	3.0	7.4	8.3	6.3	7.3
TOKUYAMA ORATION	일본	21.6	14.9	0.3	0.3	4.8	4.2	1.3	1.6	1.0	1.1
FUJIMI INC	일본	13.9	12.6	0.8	0.7	3.8	3.5	5.6	NA	NA	NA
MIRAIAL	일본	9.7	8.4	NA	NA	0.9	0.8	8.5	NA	6.4	NA
SUMITOMO BAKELITE	일본	11.6	9.4	0.6	0.6	4.2	3.7	5.6	7.0	3.4	3.8
MONSANTO CO	미국	23.9	20.5	4.0	3.6	12.8	11.4	16.5	18.2	10.4	11.8
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	미국	12.6	11.5	4.4	3.7	8.2	7.8	37.5	32.8	9.0	9.4
PRAXAIR INC	미국	19.1	16.9	5.4	4.7	11.1	10.2	28.1	28.8	10.6	11.0
SHERWIN-WILLIAMS	미국	22.8	18.9	9.4	7.7	13.8	12.0	37.4	39.4	12.4	14.1
ALBEMARLE	미국	11.4	10.0	2.7	2.1	7.5	6.7	23.3	23.0	12.5	12.9
RPM INTERNATIONAL	미국	16.1	14.2	2.6	NA	9.4	8.6	17.9	18.8	7.0	7.6
AKZO NOBEL	네덜란드	14.4	12.3	1.2	1.1	7.5	6.8	7.3	8.7	3.1	3.6
CLARIANT	스위스	11.2	8.8	1.2	1.1	6.2	5.4	9.6	12.8	2.7	3.9
KONINKLIJKE DSM	네덜란드	14.6	13.1	NA	NA	NA	NA	8.2	NA	NA	NA
GIVAUDAN	스위스	17.0	15.5	2.2	2.1	11.4	10.4	12.3	13.9	7.1	7.8
LANXESS	독일	9.5	8.8	2.2	1.8	6.0	5.6	24.8	21.8	12.4	12.0

자료: Datastream, 키움증권

Hydrid 화학 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	증가 (자국통화)	주가 수익률(%)			
				D-1일	D-1개월	D-6개월	D-1년
LG화학	한국	19.9	335,500	1.1	2.3	-10.1	-2.2
한화케미칼	한국	2.8	22,650	2.5	3.2	-17.0	-25.1
SKC	한국	1.5	44,900	0.1	-5.4	-4.8	4.3
삼성정밀화학	한국	1.6	67,500	-0.1	8.5	14.0	47.9
제일모직	한국	4.8	102,500	-0.5	3.3	1.0	23.8
DAICEL	일본	2.3	489	1.5	-1.2	-11.7	4.5
DOW CHEMICAL	미국	37.3	31	-3.5	3.2	-11.8	10.0
PPG INDUSTRIES	미국	18.1	119	-0.3	7.5	26.6	50.7
FMC	미국	8.0	58	-0.5	6.0	16.6	50.9
EASTMAN CHEMICAL	미국	8.0	58	-1.5	3.7	11.0	51.5
ARKEMA	프랑스	6.1	74	-0.8	7.7	5.8	42.4
BAYER	독일	71.0	66	0.2	4.8	20.3	66.1
SOLVAY	벨기에	10.3	93	-0.6	3.3	3.8	22.8

기업명	국가	PER(X)		PBR(X)		EV/EBITDA(X)		ROE(%)		ROA(%)	
		12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E
LG화학	한국	14.2	11.2	2.2	1.9	8.0	6.5	16.4	17.5	10.3	11.6
한화케미칼	한국	19.4	10.7	0.7	0.7	13.5	10.1	3.5	6.8	1.2	2.5
SKC	한국	12.6	8.7	1.3	1.2	10.1	7.9	10.9	14.0	4.5	5.9
삼성정밀화학	한국	18.5	14.9	1.5	1.4	9.4	7.1	8.3	9.6	6.0	6.0
제일모직	한국	17.8	13.8	1.6	1.4	10.4	9.0	8.9	10.3	5.8	6.7
DAICEL	일본	10.6	9.4	0.8	0.7	4.8	4.4	7.3	8.1	6.4	7.2
DOW CHEMICAL	미국	15.8	11.5	1.7	1.6	7.9	7.0	10.9	13.8	4.6	5.9
PPG INDUSTRIES	미국	14.9	15.0	4.5	4.2	8.5	9.0	30.4	25.6	8.9	8.1
FMC	미국	16.7	14.7	5.2	3.8	10.2	9.3	32.7	26.7	15.6	16.3
EASTMAN CHEMICAL	미국	11.0	9.2	3.1	2.9	5.3	4.3	30.4	32.8	10.9	11.5
ARKEMA	프랑스	9.9	9.4	1.8	1.6	5.8	5.6	18.8	18.6	13.7	14.9
BAYER	독일	12.3	11.2	2.6	2.4	7.8	7.2	20.9	20.8	9.2	10.7
SOLVAY	벨기에	11.9	10.5	1.2	1.1	5.3	5.0	9.1	10.3	4.2	4.0

자료: Datastream, 키움증권



기업분석

금호석유
(011780)

BUY(Reinitiate)/TP 180,000원
다시 한번 돌아볼 때

LG화학
(051910)

BUY(Reinitiate)/TP 410,000원
아시아 화학 기업의 모범 성장 모델

호남석유
(011170)

Outperform(Reinitiate)/TP 290,000원
완만한 실적 개선 예상

금호석유 (011780)



BUY(Reinitiate)

주가(9/18) 128,000원

목표주가 180,000원

타이어 업황 부진에 따른 합성고무 수요 둔화로 최근 금호석유 주가는 하락세를 보였다. 타이어 수요가 2013년 상반기부터 회복될 것으로 예상되어, 현재 주가 수준은 단기 타이어 수요 둔화 및 실적 둔화를 이미 반영했다고 본다. 실적은 2분기가 바닥이고 업황은 3분기가 바닥일 것이다. 주가 수익률 측면에서 지금이 매수 적기라고 판단한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 180,000원, 석유화학 업종 중 Top pick으로 제시한다.

Stock Data

KOSPI (9/18)	2,004.96pt	
시가총액	39,922억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	220,000원	104,500원
최고/최저가 대비 등락	-41.82%	22.49%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.4%
	6M	-16.9%
	1Y	-28.7%
		-34.6%

Company Data

발행주식수	33,491천주
일평균 거래량(3M)	227천주
외국인 지분율	11.51%
배당수익률(12.E)	1.56%
BP (12.E)	48,931원
주요 주주	박철완외 5인
	23.7%
	금호석유 자사주
	18.4%
	한국산업은행
	14.1%

Price Trend



다시 한번 돌아볼 때

>>> 1H13부터 본격적인 실적개선 예상

향후 실적개선은 1) 타이어 수요 회복과 2) 이와 동반한 원재료인 부타디엔 가격 상승, 3) 타이트한 합성고무 수급에 따른 합성고무 마진 확대에 달려 있다.

글로벌 타이어 수요는 1) 구매 심리 위축으로 지연되었던 RE 타이어 수요 개선, 2) 신차 판매 호조 지속에 따른 OE 타이어 수요 확대에 2013년부터 회복세가 예상된다. 타이어 수요 개선 및 에탄 크래커 대비 원가 경쟁력 열위로 납사크래커 증설이 어려울 것으로 보여 향후 부타디엔 가격의 방향성은 완만한 상승세를 예상한다. 원재료 조달의 어려움으로 합성고무 증설도 제한적일 것으로 보이는 반면 글로벌 타이어 업체들의 공격적인 Capex 증설이 예정되어 있다. 결론적으로 내년 상반기부터 본격적인 실적 개선을 예상한다.

>>> 투자 의견 'BUY', Top pick 제시

타이어 업황 부진에 따른 합성고무 수요 둔화로 최근 금호석유 주가는 하락세를 보였다. 이를 반영해 합성고무 원료인 부타디엔 가격은 최근 2,000달러로 전 저점 수준까지 하락했다. 타이어 수요가 2013년 상반기부터 회복될 것으로 예상되어 현재 주가 수준은 단기 타이어 수요 둔화 및 실적 둔화를 이미 반영했다고 본다. 실적은 2분기가 바닥이고 업황은 3분기가 바닥일 것이다. 단기 상승모멘텀은 9월말로 예정된 미국의 중국산 타이어에 대한 반덤핑 관세 폐지이다. 주가 수익률 측면에서 지금이 매수 적기라고 판단한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 180,000원, 석유화학 업종 중 Top pick으로 제시한다.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	57,185	64,574	63,368	73,985	86,986
보고영업이익(억원)	6,503	8,422	3,124	6,586	8,665
핵심영업이익(억원)	6,599	8,390	3,023	6,586	8,665
EBITDA(억원)	8,333	9,936	4,448	8,150	10,323
세전이익(억원)	7,109	7,584	3,394	6,635	8,995
순이익(억원)	5,370	5,438	2,675	5,176	7,016
EPS(원)	16,560	15,097	7,258	13,306	18,037
증감율(%YoY)	N/A	35.9	-51.9	83.3	35.6
PER(배)	5.5	11.1	17.6	9.6	7.1
PBR(배)	3.0	3.9	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	5.9	7.4	13.9	7.8	5.9
영업이익률(%)	11.4	13.0	4.9	8.9	10.0
ROE(%)	61.6	44.4	16.1	25.9	27.5
순부채비율(%)	209.8	113.2	102.2	78.5	52.3

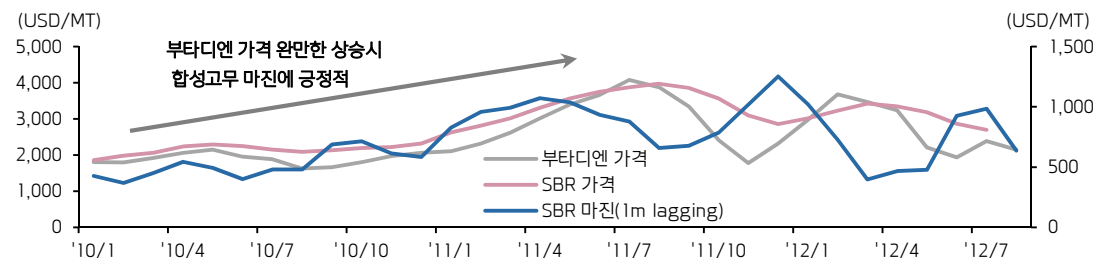
>>> 실적개선의 3박자: 타이어 수요, 부타디엔 가격, 합성고무 수급

2010년초부터 2011년 중반까지 금호석유 주가는 랠리를 보였다. 2009년 말 이후 산업은행과의 자율협약등 구조조정 과정을 거치는 동안 그룹에서 사실상 분리되었고 합성고무 부문의 견조한 업황과 함께 실적이 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 이 기간 동안 금호석유의 실적개선은 타이어 수요, 부타디엔 가격, 합성고무 수급의 3박자가 조화를 이루었다. 즉 1) 구조적인 수급 타이트로 원료인 부타디엔 가격이 지속적으로 상승했고, 2) 견조한 타이어 수요 및 합성고무 증설 제한으로, 3) 부타디엔 가격 상승분을 제품 가격에 전가시킬 수 있었기 때문이다.

이후 2011년 하반기부터 부타디엔 가격의 급등락으로 실적이 악화되었다. 2Q12에는 영업상 판단 착오로 고가의 부타디엔 재고를 축적해 큰 폭의 실적 감소를 경험했다. 최근에서 타이어 수요 약세가 문제가 되고 있다. 부타디엔 가격은 현재 톤당 2,000달러로 2010년 초반 이후 저점 수준이다. 이를 반영해 주가는 2010년말 수준으로 하락했다.

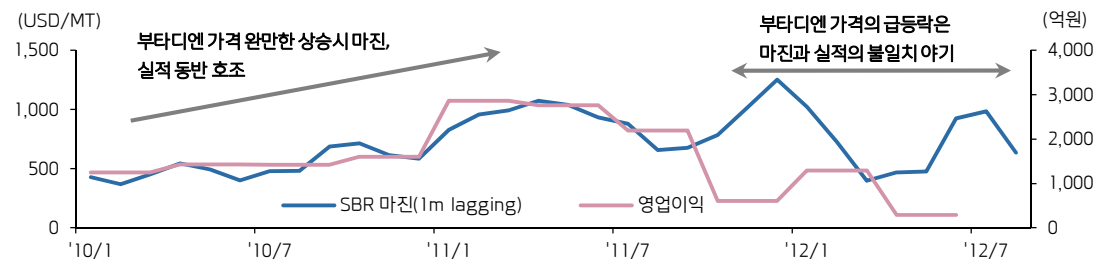
향후 실적개선은 타이어 수요 회복과 이에 동반한 부타디엔 가격 상승, 타이트한 합성고무 수급에 따른 마진 확대에 달려 있다고 판단한다. 이에 따른 실적개선으로 2010년 초반 ~ 2011년 중반까지 보여 주었던 동사의 주가 랠리가 재현될 가능성에 대해 점검해보고자 한다.

견조한 타이어 수요 + 부타디엔 가격 상승 = 합성고무 마진 개선



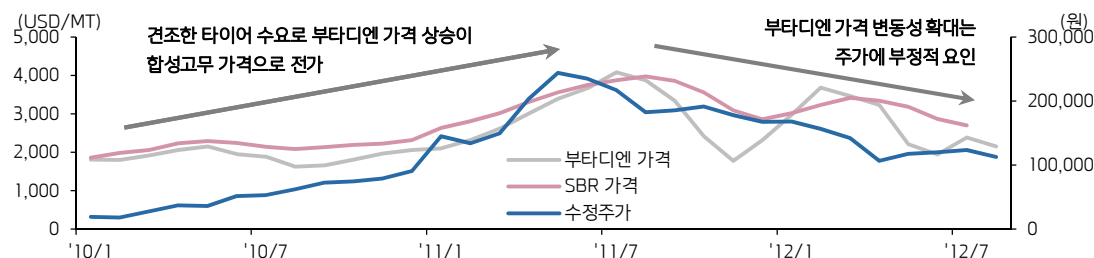
자료: Cischem, KITA, 기움증권

부타디엔 가격의 완만한 상승시 합성고무 마진 개선은 실적 호조로 연결



자료: Cischem, KITA, 기움증권

견조한 타이어 수요 + 부타디엔 가격의 완만한 상승 = 주가 상승



자료: Cischem, KITA, 기움증권

>>> 전방산업: 글로벌 타이어 수요 2013년부터 회복 전망

올해 상반기 들어 RE타이어 수요는 둔화세를 보이고 있다. 특히 유럽, 미국 등 선진국 경기가 악화되면서 타이어 최대 수요처인 유럽과 미국의 교체타이어 수요가 큰 폭으로 둔화되었다. 작년 반기대비 유럽의 교체 타이어 수요는 -11%, 북미의 교체 타이어 수요는 -3.0% 하락했다. 아시아는 보험세를 보였다. 반면 OE 타이어는 전년 상반기 대비 10.0% 성장하면서 견조한 모습을 보였다. 특히 북미 +21.0%, 아시아 +17.0%로 이 지역에서의 자동차 판매량 증가와 동반해 큰 폭의 상승세를 시현했다. OE 판매의 호조에도 불구하고 전체 글로벌 타이어 판매량 중 70% 이상이 RE 타이어이기 때문에 올해 상반기 전체 타이어 수요는 둔화되는 모습을 보였다.

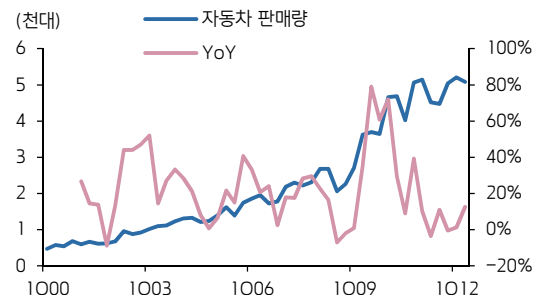
글로벌 타이어 수요는 2013년부터 회복세를 보일 것으로 전망한다. 당사 자동차/타이어 애널리스트에 따르면 2013년 글로벌 타이어 수요는 전년대비 6.9% 증가할 것으로 예상된다. OE 타이어는 4.5% 증가한 446백만본, RE타이어 수요는 7.8% 증가한 1,229백만본으로 예상된다. 근거는 1) 2012년 유럽 재정위기에 따른 구매심리 위축으로 지연되었던 글로벌 RE 타이어 수요의 회복 2) 글로벌 자동차 업체들이 생산량 증가를 계획하고 있어 OE 타이어 수요 확대 3) 북미 신차 판매는 여전히 견조한 모습을 보이고 있기 때문이다. RE타이어는 필수소비재의 성격이 강하기 때문에 수요 둔화 이후 경기 회복시 지연되었던 수요가 회복되는 경향을 보였다. 2009년 금융위기로 둔화되었던 수요가 2010년 큰 폭으로 반등했었다. 특히 중국의 교체 타이어 수요가 큰 폭으로 증가할 것이다. 중국의 자동차 판매량을 살펴보면 2008년 이후 큰 폭으로 증가했다. 타이어의 교체주기는 보통 3~4년이다. 경기둔화로 타이어를 조금 오래 쓴다고 가정하더라도 2013년부터 중국에서 교체 주기가 도래할 것이다. 또한 중국의 경제구조가 기존 수출 중심에서 소비 중심으로 바뀌고 있다. 변화속도는 더딜 것으로 보이지만 타이어 수요 확대에는 긍정적이다.

글로벌 타이어 수요 전망, 2013년부터 회복세 예상

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
합계	1,418	1,349	1,299	1,484	1,570	1,578	1,692	1,753	1,815
YoY 증감율		-4.9%	-3.7%	14.2%	5.8%	0.5%	7.2%	3.6%	3.5%
글로벌 OE	380	364	318	398	419	437	463	486	511
YoY 증감율		-4.2%	-12.6%	25.2%	5.3%	4.3%	5.9%	5.0%	5.1%
글로벌 RE	1,038	984	981	1,086	1,151	1,140	1,229	1,266	1,304
YoY 증감율		-5.2%	-0.3%	10.7%	6.0%	-1.0%	7.8%	3.0%	3.0%
한국	36	34	32	38	37	39	39	40	41
중국	142	135	189	236	267	305	347	389	432
북미	343	326	274	308	321	336	342	349	355
유럽	420	400	359	398	408	423	444	461	473
기타	476	453	444	504	537	573	605	634	661
글로벌 신차 판매	70	66	64	72	76	80	84	88	93
OE 타이어 판매개수	5.5	5.5	5.0	5.6	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
글로벌 UIO	916	916	979	1,000	1,030	1,061	1,093	1,126	1,159
RE 타이어 판매 개수	4.5	4.3	4.0	4.3	4.5	4.3	4.5	4.5	4.5

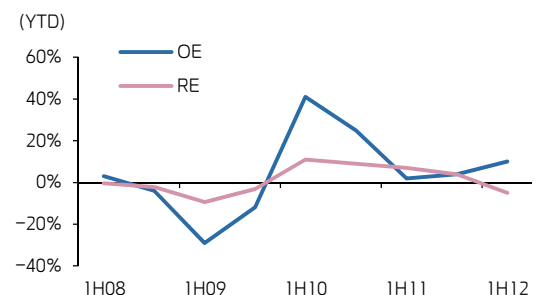
자료: LMC 2010, 카움증권 리서치센터 자동차/타이어 섹터, 주: 기타 = 중동 + 아프리카 + 아세아대양주 + 중남미,

중국 자동차 판매량 2008년 이후 큰 폭 확대



자료: CEIC, 카움증권 리서치센터

2012년 상반기 글로벌 RE 타이어 수요 둔화세



자료: Michelin, 카움증권 리서치센터

>>> 부타디엔 가격, 추가 하락 리스크 제한적, 완만한 상승세 예상

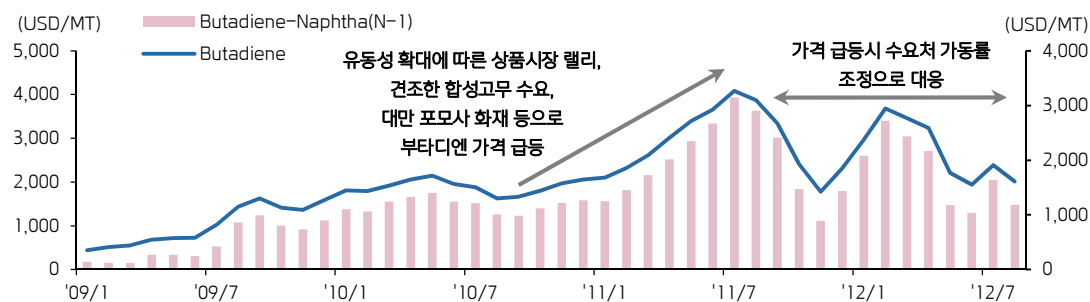
합성고무의 주원료인 부타디엔은 2010년 하반기부터 큰 변동성을 보였다. 2011년 상반기 유동성 확대 여파에 따른 상품시장 랠리, 포모사 화재등 역내 NCC들의 설비 트러블, 견조한 합성고무 수요가 겹치면서 2011년 7월까지 급등했다. 이후 원가 부담이 가중된 합성고무 업체들의 가동을 조정으로 급등락세를 시현했다.

부타디엔 가격이 급등락 하는 주요 요인은 제한적인 공급 때문이다. 현재 부타디엔 생산의 약 98%가 납사 크래커의 부산물로 생산된다. 납사 크래커에서도 전체 생산제품 비중의 5% 이하에 불과하다. 특히 부타디엔이 거의 생산되지 않는 중동, 북미의 에탄 크래커 확대로 부타디엔의 타이트한 수급은 지속되고 있다. 납사 크래커의 입장에서도 부타디엔은 부산물의 개념이기 때문에 부타디엔의 수익성이 좋다고 하더라도 다른 제품의 스프레드를 고려해서 증설할 수 밖에 없다. 에탄 크래커 대비 원가 경쟁력 열위로 납사크래커의 증설이 어렵다. 또한 부타디엔은 상온에서 가스 형태로 보관이 어렵다. 수요처와 생산처가 재고를 통해 수급을 조절하기 힘들다. 이를 이용한 투기 세력의 개입도 부타디엔 가격 급등락의 요인이다.

그러나 향후에는 이런 부타디엔 가격의 급등락 경향이 제한적일 것으로 보인다. 학습효과 때문이다. 부타디엔의 주 수요처인 합성고무 업체들은 2011년 하반기 이후 부타디엔 가격의 급등에 가동을 조정등으로 강경하게 대응하는 모습을 보였다. 이에 반등해 부타디엔 가격도 급등시 급락했다. 부타디엔 가격이 급등하게 되면 수요처들이 가동을 조정으로 대응한다는 것을 경험했기 때문에 생산업체들은 향후 수요처를 고려하지 않는 가격 책정을 하기 어려울 것이다.

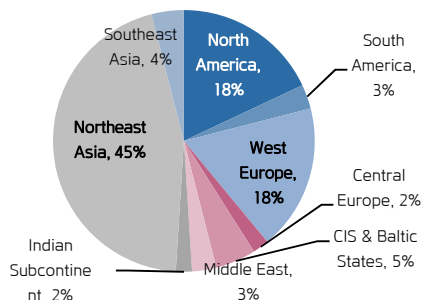
향후 부타디엔 가격의 방향성은 완만한 상승세가 예상된다. 그 근거는 1) 2013년부터 교체 타이어를 중심으로 한 타이어 수요 회복이 예상되고 2) 앞서 살펴 보았듯이 부타디엔의 증설이 제한적이기 때문에 현재 톤당 2,000달러의 가격은 과도한 하락 국면이라고 판단하기 때문이다.

부타디엔 가격 및 마진 추이



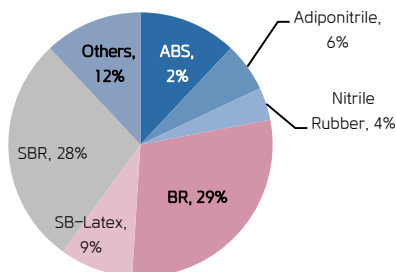
자료: Ciscchem, KITA, 기름증권

부타디엔은 중동의 영향에서 비교적 자유롭다



자료: 산업자료, 기름증권 리서치센터

부타디엔 주요 수요처 합성고무가 70%



자료: 산업자료, 기름증권 리서치센터

>>> 타이어 업체들의 공격적 Capa 증설, 합성고무 Capa는 구조적으로 제한적 증설 예상

글로벌 주요 타이어 업체들의 증설 계획에 따르면 2015년까지 연평균 4.5%의 주요 업체들의 생산능력 증설이 예정되어 있다. 전체 타이어 산업의 Capa 증가율도 유사할 것이다. 공격적인 증설 계획으로 미루어 보았을 때 타이어 업체들은 2008년 이후 자동차 판매량 증가에 따른 견조한 RE 타이어 수요 및 자동차 판매확대에 따른 OE 수요의 증가를 기대 하는 것으로 보인다.

반면 2015년까지 합성고무 증설은 제한적일 것이다. 합성고무 증설에는 원료인 부타디엔의 증설이 동반되어야 한다. 전세계 부타디엔 생산량의 98%가 NCC를 통해 생산된다. NCC의 C2체인에서의 원가 경쟁력 열위로 과거보다 납사 크래커 생산능력 증설이 제한될 것이다. 최근 Butane to BD 설비등 On purpose 설비를 통한 부타디엔 증설이 계획되고 있지만 완공은 2015년 이후 본격화 될 것이다. 그리고 증설 규모도 크지 않다. 이에 따라 부타디엔 공급은 향후 구조적으로 부족할 것으로 보인다. 부타디엔을 원료로 하는 합성고무도 마찬가지다.

글로벌 주요 타이어 업체 공격적인 Capa 증설 계획 (단위: 천톤)

	Capa(2011)	Capa(2015)	Capa 증설량(2011-2015)	Capa 증가율
Bridgestone	3780	4400	620	16.4%
Michelin	3460	4250	790	22.8%
Goodyear	3547	3800	253	7.1%
Continental	1585	1805	220	13.9%
Pirelli	900	1110	210	23.3%
Nokian	175	250	75	42.9%
Sumitomo	540	630	90	16.7%
Yokohama	556	663	107	19.2%
한국타이어	858	1068	210	24.5%
넥센타이어	251	393	142	56.6%
Cheng Shin	798	1237	439	55.0%
Total	16,449	19,606	3,157	19.2%

자료: 산업자료, 키움증권

글로벌 합성고무 신증설 계획 (단위: 천톤)

Product	Region	Country	Maker	Location	2012	2013	2014	2015	2016
SBR	Asia	China	PetroChina (Fushun PC)	Fushun	200				
			Zhechen Rubber	Hanzhou	50				
			Total		250	0	0	0	0
	India	India	Indian Synthetic Rubber (ISR)	Panipat	120				
			Reliance Industries	Hazira		100			
			Total		120	100	0	0	0
Europe	Korea	Serbia	KKPC	Ulsan	80				
			FSK	Elmira	13				
	SBR Total				463	100	0	0	0
BR	Asia	China	PetroChina (Sichuan PC)	Sichuan	150				
			PetroChina (Daqing PC)	Daqing	80				
			SINOPEC (YPC-GPRO)	Nanjing	100				
			SINOPEC (Maoming PC)	Guangdong	100				
			Wanda Group	Shandong			100		
			ZheJian TransFar	JiaXin, ZheJian					
			Huamao (New Material)	Shandong	100				
			Total		530	0	100	0	0
	India	India	Reliance Industries	Hazira		50			
	Japan	Japan	UBE Industries	Ichiharashi, Chiba	15				
	Europe	Russia	NKNK	Nizhenkamsk			50		
	ME&A	Uzbek	Uzbekneftegaz	Uzbek				60	
					545	50	150	60	0
					1008	150	150	60	0

자료: 금호석유, 키움증권

>>> 단기 주가 모멘텀은 미국의 중국산 타이어에 대한 반덤핑 관세 폐지

단기 주가 모멘텀은 미국의 중국산 타이어에 대한 반덤핑 관세 폐지이다. 지난 2009년 미국은 자국 타이어산업과 일자리 보호를 위해 중국산 승용차용 및 소형트럭용 타이어 수입에 대해 최고 35%의 추가 관세를 3년간 부과하기로 결정했다. 예정대로라면 중국산 타이어의 관세 기한이 이번 9월말에 만료되기 될 것으로 보인다.

현재 중국 로컬 타이어 업체들의 가동률은 20~30% 수준으로 알려져 있다. 반덤핑 관세가 폐지될 경우 중국 타이어 업체들의 가동률이 높아 질 것이다. 이에 따라 중국 내 합성고무 재고도 빠르게 소진될 것으로 보인다.

>>> 주가 수익률 측면에서 지금이 매수 적기

타이어 업황 부진에 따른 합성고무 수요 둔화 우려로 최근 금호석유 주가는 하락세를 보였다. 전반적으로 타이어 업체들의 재고가 많은 상태이다. 특히 중국 로컬 업체들의 평균 가동률 수준은 20~30%에 불과하다. 그 동안 견조했던 북미 타이어 수요도 지난 5월부터 하락하고 있다. 글로벌 경기 둔화 지속에 따른 구매 지연 현상으로 보인다. 이에 따라 타이어 업체들도 합성고무 재고를 많이 쌓으려고 하지 않는다. 합성고무 시장은 단기성으로 움직이고 있다. 타이어 업황을 반영해서 합성고무 원료인 부타디엔 가격도 2,000달러 수준으로 전 저점 수준으로 하락했다. 그러나 부타디엔 가격이 더 하락할 가능성은 제한적으로 보인다. 타이어 업황도 2013년부터 회복될 것으로 예상되어 합성고무 수요가 더 나빠질 가능성도 작아보인다. 현재 주가 수준은 단기 타이어 수요 둔화 및 실적 둔화를 반영했다고 판단한다. 실적은 2분기가 바닥이고 업황은 3분기가 바닥일 것이다. 주가 수익률 측면에서 지금이 매수 적기라고 판단한다

또한 9월 SBR 11만톤, 11월 SSBR 6만톤 증설이 완료된다. 또한 증설 효과가 완전하게 반영되는 2013년의 실적 개선이 기대된다. 또한 올해 말 금호피앤비의 BPA, 금호미쓰이의 증설이 완료된다. 2013년 타이어 수요 회복과 동반한 증설효과로 내년 실적의 큰 폭 개선을 예상한다.

동사의 투자 의견 Buy(Reinitiate), 목표주가 180,000원을 제시한다.

>>> Valuation

사업부문별 매출과 영업이익 (단위: 억원)

Consolidated	2011				2012				2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	15,345	15,958	64,574	63,369	73,985
합성고무	7,876	9,818	9,456	8,209	8,708	8,567	7,847	8,609	35,359	33,731	44,342
합성수지	3,458	3,236	2,741	3,029	3,420	3,227	3,485	3,490	12,464	13,622	14,271
기타	4,668	4,023	4,406	3,654	4,098	4,046	4,012	3,860	16,751	16,016	15,372
영업이익	2,864	2,762	2,192	604	1,293	288	668	875	8,422	3,124	6,586
영업이익률	17.9%	16.2%	13.2%	4.1%	8.0%	1.8%	4.4%	5.5%	13.0%	4.9%	8.9%

자료: 금호석유, 키움증권 리서치센터

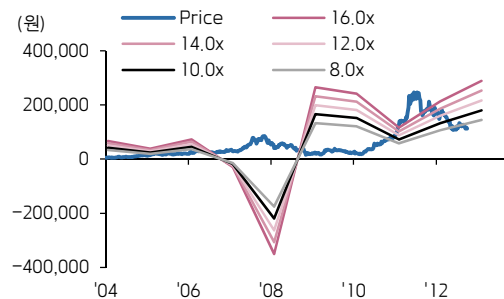
합성고무 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	종가 (자국통화)	주가 수익률(%)			
				D-1일	D-1개월	D-6개월	D-1년
금호석유	한국	3.5	128,000	2.4	2.4	-16.9	-28.7
LANXESS	독일	7.2	66	-0.5	9.5	18.5	70.3
JSR	일본	4.6	1,413	2.5	1.9	-18.4	-0.6
ZEON	일본	2.0	649	3.8	-5.7	-20.9	-15.1
TSRC	대만	1.8	66	0.8	-6.3	-7.7	-1.4

기업명	국가	PER(X)		PBR(X)		EV/EBITDA(X)		ROE(%)		ROA(%)	
		12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E
금호석유	한국	14.8	8.4	2.4	1.9	11.2	7.2	17.1	25.4	6.2	10.2
LANXESS	독일	9.5	8.8	2.2	1.8	6.0	5.6	24.8	21.8	12.4	12.0
JSR	일본	12.0	10.7	1.1	1.1	4.7	4.3	9.9	10.5	7.5	8.2
ZEON	일본	8.8	7.7	1.0	0.9	4.4	4.0	12.1	12.2	7.7	8.3
TSRC	대만	13.9	10.6	2.7	2.3	8.5	6.4	18.9	25.1	10.7	14.4

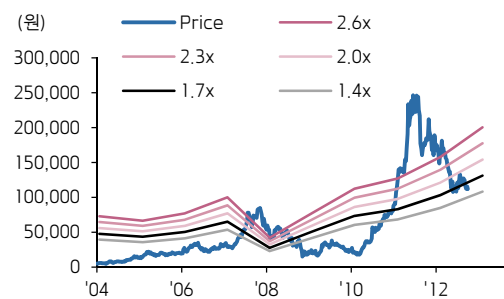
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

금호석유 PER 밴드 차트



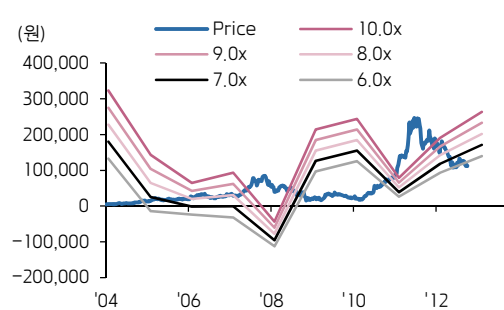
자료: 키움증권 리서치센터

금호석유 PBR 밴드 차트



자료: 키움증권 리서치센터

금호석유 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 키움증권 리서치센터

금호석유 목표주가 산출 내역

	EBITDA (억원)	Multiple (X)	
영업가치	9,240	7.5	69,300
투자자산가치(억원)		7.637	아시아나 항공, 대우건설, 금호폴리켄, 금호미쓰이
순차입금(억원)		20,549	2Q12 기준
우선주 시총(억원)		924	9/18 종가 기준
주식수(백만주)		30.5	
적정주가(원)		182,046	
목표주가(원)		180,000	
Implied PER		13.5	2013년 기준
Implied PBR		3.0	2013년 기준

자료: 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	57,185	64,574	63,368	73,985	86,986
매출원가	47,472	54,103	58,545	65,334	75,893
매출총이익	9,714	10,470	4,823	8,651	11,093
판매비및일반관리비	3,175	2,080	1,800	2,065	2,428
영업이익(보고)	6,503	8,422	3,124	6,586	8,665
영업이익(핵심)	6,539	8,390	3,023	6,586	8,665
영업외손익	570	-807	371	49	329
이자수익	76	89	124	130	153
배당금수익	34	52	65	35	41
외환이익	945	1,388	1,100	810	810
이자비용	1,417	1,402	1,008	865	733
외환손실	931	1,575	1,171	1,068	1,068
관계기업지분법손익	35	728	678	749	898
투자및기타자산처분손익	2,098	300	3	54	0
금융상품평가및기타금융이익	545	570	463	69	69
기타	-814	-957	116	135	159
법인세차감전이익	7,109	7,584	3,394	6,635	8,995
법인세비용	1,739	2,146	719	1,460	1,979
유효법인세율 (%)	24.5%	28.3%	21.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,370	5,438	2,675	5,176	7,016
지배주주지분 당기순이익	4,711	5,056	2,431	4,456	6,041
EBITDA	8,333	9,936	4,448	8,150	10,323
현금순이익(Cash Earnings)	7,164	6,983	4,100	6,739	8,674
수정당기순이익	3,373	4,814	2,321	5,082	6,963
증감율(% YoY)					
매출액	-17.1	30.3	-1.9	16.8	17.6
영업이익(보고)	762.3	47.5	-62.9	110.9	31.6
영업이익(핵심)	492.5	49.7	-64.0	117.9	31.6
EBITDA	70.4	40.0	-55.2	83.2	26.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	60.0	-51.9	83.3	35.6
EPS	N/A	35.9	-51.9	83.3	35.6
수정순이익	N/A	47.2	-51.8	119.0	37.0

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	14,354	20,581	17,846	19,400	20,926
현금및현금성자산	2,082	5,051	2,606	1,606	6
유동금융자산	304	332	325	380	447
매출채권및유동채권	6,679	9,383	9,208	10,751	12,640
재고자산	5,169	5,816	5,707	6,663	7,834
기타유동비금융자산	120	0	0	0	0
비유동자산	29,598	26,561	29,269	32,219	34,852
장기매출채권및기타비유동채권	308	239	235	274	322
투자자산	6,478	6,729	7,384	8,859	10,601
유형자산	21,425	19,224	21,367	22,859	23,745
무형자산	509	352	283	228	184
기타비유동자산	879	17	0	0	0
자산총계	43,952	47,142	47,115	51,620	55,778
유동부채	22,056	27,132	25,489	25,273	25,852
매입채무및기타유동채무	7,461	7,318	7,181	8,384	9,857
단기차입금	5,875	7,875	6,375	4,875	3,875
유동성장기차입금	8,700	11,479	11,479	11,479	11,479
기타유동부채	20	460	453	534	640
비유동부채	11,209	4,440	3,941	4,045	1,168
장기매입채무및비유동채무	113	68	66	77	91
사채및장기차입금	10,236	3,648	3,148	3,148	148
기타비유동부채	861	724	727	820	929
부채총계	33,265	31,572	29,429	29,318	27,019
자본금	1,422	1,675	1,675	1,675	1,675
주식발행초과금	768	2,762	2,762	2,762	2,762
이익잉여금	4,466	10,469	12,379	16,317	21,848
기타자본	1,828	-428	-428	-428	-428
지배주주지분자본총계	8,484	14,477	16,388	20,326	25,856
비지배지분자본총계	2,203	1,094	1,298	1,977	2,902
자본총계	10,687	15,571	17,686	22,302	28,759
순차입금	22,424	17,620	18,071	17,516	15,050
총차입금	24,810	23,002	21,002	19,502	15,502

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	5,597	6,695	3,511	4,627	6,225
당기순이익	5,370	5,438	2,675	5,176	7,016
감가상각비	1,682	1,460	1,357	1,508	1,614
무형자산상각비	112	85	69	55	44
외환손익	18	38	71	258	258
자산처분손익	40	36	-3	-54	0
지분법손익	-35	0	-678	-749	-898
영업활동자산부채 증감	128	-1,960	144	-1,243	-1,515
기타	-1,718	1,599	-123	-323	-293
투자활동현금흐름	-2,700	-2,460	-3,399	-3,661	-3,375
투자자산의 처분	81	499	81	-715	-875
유형자산의 처분	2	3	0	0	0
무형자산의 취득	-2,738	-2,911	-3,500	-3,000	-2,500
유형자산의 처분	-47	-40	0	0	0
기타	2	-11	20	54	0
재무활동현금흐름	-3,121	-690	-2,557	-1,966	-4,450
단기차입금의 증가	-8,691	-1,092	-1,500	-1,500	-1,000
장기차입금의 증가	6,491	578	-500	0	-3,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-132	-230	-559	-559	-559
기타	-789	54	2	93	109
현금및현금성자산의순증가	-201	3,543	-2,445	-999	-1,601
기초현금및현금성자산	2,283	1,508	5,051	2,606	1,606
기말현금및현금성자산	2,082	5,051	2,606	1,606	6
Gross Cash Flow	5,469	8,655	3,367	5,871	7,740
Op Free Cash Flow	4,076	2,651	361	2,312	4,211

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	16,560	15,097	7,258	13,306	18,037
BPS	29,823	43,226	48,931	60,689	77,204
주당EBITDA	29,291	29,667	13,282	24,334	30,824
CFPS	25,183	20,851	12,243	20,122	25,898
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	5.5	11.1	17.6	9.6	7.1
PBR	3.0	3.9	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	5.9	7.4	13.9	7.8	5.9
PCFR	3.6	8.0	10.5	6.4	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.4	13.0	4.9	8.9	10.0
영업이익률(핵심)	11.4	13.0	4.8	8.9	10.0
EBITDA margin	14.6	15.4	7.0	11.0	11.9
순이익률	9.4	8.4	4.2	7.0	8.1
자기자본이익률(ROE)	61.6	44.4	16.1	25.9	27.5
투자자본이익률(ROIC)	11.7	23.8	8.1	16.4	19.9
안정성(%)					
부채비율	311.3	202.8	166.4	131.5	94.0
순차입금비율	209.8	113.2	102.2	78.5	52.3
이자보상배율(배)	4.6	6.0	3.0	7.6	11.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	7.6	6.8	7.4	7.4
재고자산회전율	7.6	12.5	11.0	12.0	12.0
매입채무회전율	5.0	9.9	8.7	9.5	9.5

LG화학 (051910)



BUY (Reinitiate)

주가(9/18) 335,500원

목표주가 410,000원

향후 완만한 석유화학 시장 회복국면에서 LG화학의 제품 구성이 돋보일 것이다. NCC 업체들이 경쟁력을 발휘할 수 있는 제품 구성 및 높은 스페셜티 비중으로 향후에도 안정적 실적 시현을 예상한다. 정보전자 소재 부문은 LG화학의 성장성에 기여할 것이다. Captive user의 보유로 LCD 관련 소재 부문은 안정적 성장이 예상되고 소형 전자부문의 실적 보완이 기대된다. LCD글라스 및 중대형 전자부품은 2014년부터 전사 이익에 기여할 것이다.

Stock Data

KOSPI (9/18)		2,004.96pt
시가총액		230,083억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	434,000원	265,500원
최고/최저가 대비 등락	-22.70%	26.37%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.3% -0.7%
	6M	-10.1% -8.7%
	1Y	-2.2% -10.2%

Company Data

발행주식수	73,900천주
일평균 거래량(3M)	348천주
외국인 지분율	33.76%
배당수익률(12.E)	1.34%
BP (12.E)	148,152원
주요 주주	(주)엘지 33.6%
	국민연금 6.7%

Price Trend



아시아 화학 기업의 모범 성장 모델

>>> NCC업체로서 중 최적의 제품 구성

석유화학 업황 회복 속도는 완만할 것으로 예상. 근거는 1) 글로벌 에틸렌 증설은 2015년까지 CAGR 3.7%로 예상, 에탄 부족 문제로 중동 에탄 크래커의 영향력 확대는 제한적, 북미 에탄 크래커는 2016년부터 본격적으로 증설등 다소 우호적인 공급환경에도 불구하고 2) 선진국의 높은 실업률 지속에 따른 제한적인 소비 회복, 2009~2010년과 같은 폭발적인 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황등 수요 측면의 요인 때문. 이러한 완만한 회복 국면에서 LG화학의 제품 구성이 돋보일 것. 중동, 북미와 직접적인 경쟁관계에 있는 제품은 NCC/PO, PVC 정도. NCC 업체들이 경쟁력을 발휘할 수 있는 제품 위주로 특화. 특히 다운스트림의 높은 스페셜티 비중으로 향후에도 안정적 실적 시현을 예상.

>>> 정보전자소재: 조화로운 제품 Mix

전방 산업인 LCD 산업의 낮은 성장성으로 편광판은 제한적인 성장성을 보일 것으로 전망. 그러나 Captive user 보유와 FPR의 높은 성장성이 이를 보완해 줄 것. LCD 글라스 사업은 2014년부터 LGD 수요의 약 20%를 공급할 것으로 보이며 높은 영업이익률 시현이 가능할 것으로 예상. LG화학의 진출로 과점 시장이 깨지기는 어렵다고 판단하기 때문. Consumer Battery는 폴리머 전지 수요 호조로 견조한 실적 시현이 예상되며 EV용 중대형전지는 당초 기대보다 성장 속도가 제한적일 수는 있지만 시장 선점 효과로 최후의 승자가 될 것. LCD 관련 소재 부문과 전자부품의 실적 보완으로 향후 견조한 실적 기대.

>>> 투자의견 'Buy', 업종내 차선후주

LG화학에 대한 투자의견을 'Buy(매수)' 목표주가 410,000원, 업종 내 차선후주로 제시.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	194,715	226,756	239,675	267,708	293,997
보고영업이익(억원)	28,213	28,354	22,318	29,537	33,077
핵심영업이익(억원)	28,399	28,165	22,151	29,537	33,077
EBITDA(억원)	35,120	35,732	29,029	38,114	43,198
세전이익(억원)	28,184	27,966	22,066	30,033	33,588
순이익(억원)	21,998	21,697	17,272	22,705	25,392
EPS(원)	29,205	28,930	23,288	30,614	34,238
증감율(%YoY)	47.9	-0.9	-19.5	31.5	11.8
PER(배)	13.4	11.0	14.4	11.0	9.8
PBR(배)	3.8	2.5	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	8.1	6.5	8.5	6.5	5.6
영업이익률(%)	14.5	12.5	9.3	11.0	11.3
ROE(%)	31.9	24.7	16.6	18.8	17.9
순부채비율(%)	9.2	11.7	15.4	13.1	8.2

>>> NCC업체로써 중 최적의 제품 구성

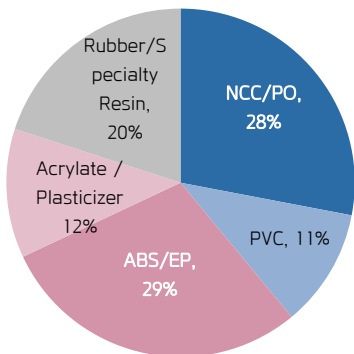
향후 석유화학 시장의 회복 속도는 완만할 것으로 예상된다.

1) 중동산 범용 석유화학 제품의 확대, 저렴한 셰일 가스를 바탕으로 한 북미의 에탄 크래커 증설 위협 등 공급발 요인과 2) 선진국의 높은 실업률 지속에 따른 제한적인 소비 회복, 2009~2010년과 같은 폭발적인 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황 등 수요 측면의 요인 때문이다. 향후 2009~2011년 상반기와 같은 슈퍼 사이클이 도래할 가능성은 낮다. 그 때와 비교 했을 때 낮은 수익성이 지속될 가능성이 크다고 판단한다.

이러한 완만한 회복 국면에서 LG화학의 석유화학 제품 구성이 돋보일 것으로 예상된다. LG화학의 석유화학 부문의 매출비중은 NCC/PO 28%, PVC 11%, ABS/EP 29.0%, 아크릴레이트/가소제 12%, 고무/특수수지 20%이다. 중동과는 직접적인 경쟁관계에 있는 제품은 NCC/PO, 북미 에탄 크래커와는 NCC/PO, PVC 정도이다. NCC 업체들이 경쟁력을 발휘할 수 있는 제품 위주로 특화되어 있다는 점이 최대 장점이다.

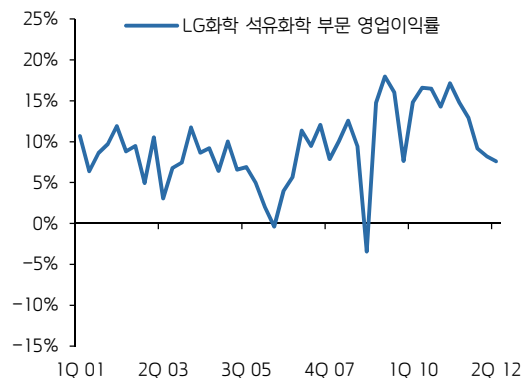
또한 2006~2007년 NCC업체인 LG대산유화, LG석유화학과의 합병을 통해 업스트림부터 다운스트림까지 수익계열화를 구축했다. 이로 인해 석유화학 부문의 영업이익률은 경쟁사 대비 불황에 강한 모습을 보여주고 있다. 다운스트림의 높은 스페셜티 비중으로 향후에도 안정적 실적 시현을 예상된다. 특히 아크릴레이트/SAP, 합성고무/특수수지 부문의 견조한 마진을 예상한다.

C3계열 이하 제품에 경쟁사 대비 높은 매출 비중



자료: LG화학, 기움증권 리서치센터

다각화된 제품 구성으로 불황기에도 안정적 실적 시현



자료: LG화학, 기움증권 리서치센터

>>> 정보전자 소재부문 성장성 점검

편광판 사업 당분간 Cash Cow 역할 지속, FPR 성장성 높음

LG화학은 2008년 이후 편광판 부문에서 시장 점유율 세계 1위를 지키고 있다. 향후에도 시장 점유율 1위를 유지할 것으로 보는데 1) 세계 2위 패널 업체인 LG디스플레이를 Captive User로 보유해 매출의 약70%를 판매하고 있으며 2) 2010년 초광폭 라인 도입, 국내 및 해외로 생산기지 다변화등 경쟁력 강화 노력을 지속하고 있으며 3) 일본 경쟁 업체들은 엔고로 인해 어려움을 겪고 있고 4)편광판 사업은 이미 성숙기에 접어든 산업으로 경쟁업체들의 투자가 제한적일 것으로 보기 때문이다.

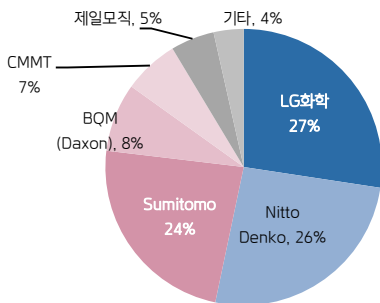
경쟁사인 니토덴코와 스미토모 화학은 AMOLED TV용 편광판 개발에 주력하고 있고 제일모직은 OLED용 편광 필름 및 IT 제품용 편광필름에 집중하는 전략이다. 이에 따라 대형 TV 부문에서 LG화학 편광판 부문의 점유율은 지속될 것으로 예상된다. 다만, 전방 산업인 TFT-LCD 산업의 성장성이 낮을 것으로 보여 편광판 또한 정체된 시장 상황이다.

반면 3D FPR은 높은 성장성을 보이고 있다. FPR 방식의 3D TV가 빠른 속도로 확대 중이기 때문이다. 디스플레이서치에 따르면 3Q12 3D TV 시장 점유율은 FPR이 52.5%, SG방식이 47.5%로 FPR이 SG를 앞설 것으로 예상되고 있다. FPR은 비록 3D TV의 과도기적 기술이나 향후 몇 년간은 성장성이 클 것으로 보인다.

또한 현재 양산할 수 있는 업체가 제한이다. LG화학 3D FPR의 세계 시장 점유율은 90%를 상회하고 있다. 현재 양산 가능한 업체는 일본의 소니케미컬, DNP, 니토덴코 등으로 알려졌다. 그리고 이들 업체들도 40인치 이상의 대형 필름에 대한 양산 능력은 확보하지 못했다.

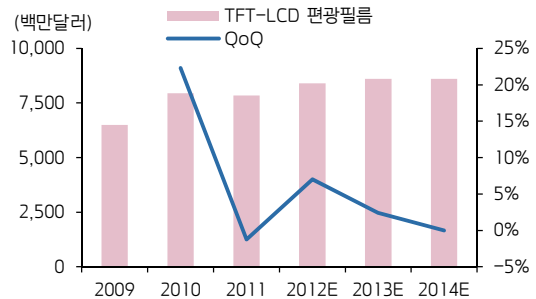
현재 FPR의 분기 매출액은 약 1,000억원 수준이다. 2호 라인 증설이 완료되는 2013년에는 연간 매출액이 5,000~6,000억원에 이를 것이다.

대형 TFT-LCD용 편광판 시장 점유율



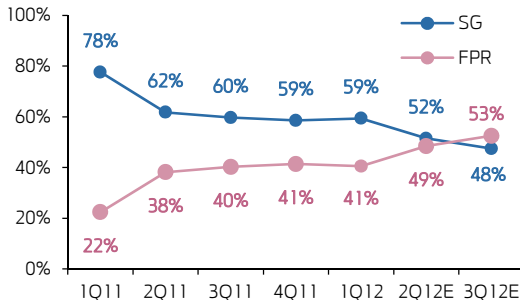
자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

글로벌 TFT-LCD 편광필름 시장 규모 전망



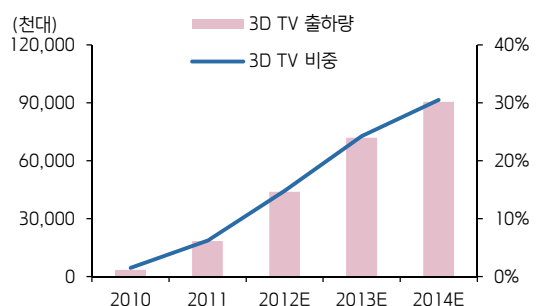
자료: Michelin, 키움증권 리서치센터

FPR 방식 빠른 속도로 점유율 확대



자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

3D TV 시장 침투율 추이 예상



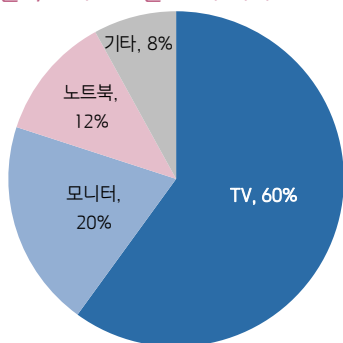
자료: Michelin, 키움증권 리서치센터

LCD 글라스 사업 2014년부터 수익에 기여할 것으로 예상

LCD 글라스 사업은 현재 4개 업체가 과점시장을 형성하고 있다. 코닝이 점유율 47%로 1위를 차지하고 있고 그 뒤를 이어 아사히 글라스 26%, NEG 22%, Avanstrete 5%의 점유율을 기록 중이다. LCD 글라스 공정의 대규모 장치산업, 아날로그적 특성으로 진입 장벽이 높은 산업이다. 독일의 Schott, 중국의 Irico Group이 진출하려고 했지만 품질과 수율을 맞추지 못해 양산에 실패했다. 기존 업체들은 높은 수익성을 향유 했는데 지난 3년간 코닝은 50%가 넘는 영업이익율을 아사히 글라스, NEG도 30% 이상의 높은 영업이익률을 기록 했다. 높은 수익성은 1) LCD 패널의 증설속도보다 LCD 글라스의 증설속도가 항상 느렸고 2) 시장의 신규 진입자 및 대체재가 없었으며 3) 기존 업체들이 시장 점유율 확대보다는 수급밸런스에 초점을 맞추었기 때문이다.

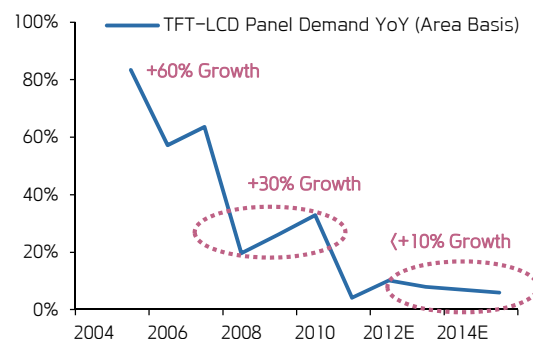
전방 산업인 LCD 수요 감소로 향후 30% 이상의 높은 영업이익률 시험은 어렵다고 판단한다. 다만 10% 후반~20% 초반의 높은 영업이익률 시험이 가능할 것으로 보인다. LG화학의 진출로 과점 시장이 깨지기는 어렵다고 판단하기 때문이다. LG화학은 장기적으로 총 7개라인을 증설해 글로벌 시장 점유율 10%, LGD내 점유율 50% 정도만을 가져간다는 전략이기 때문이다. 이 전략을 경쟁업체들도 알고 있기 때문에 수익성을 크게 훼손하면서 까지 물량공세로 점유율을 확보하려고 하지 않을 것이다. 과점 시장이 깨지지 않는 이상 예전과 같은 수준은 아니지만 높은 영업이익률 달성이 가능하다고 판단한다. LG화학은 2,3호기 라인이 본격 가동 되는 2014년부터 LGD 수요의 20%를 공급할 것으로 보이며 10%후반 이상의 높은 영업이익률 시험이 가능할 것으로 예상된다.

LCD 패널 수요의 60%를 TV가 차지



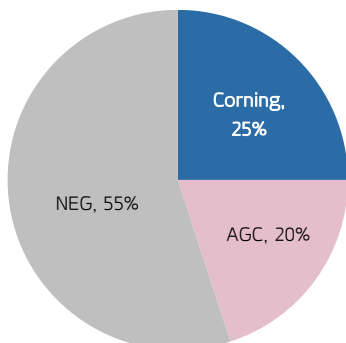
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

LCD 패널 수요 증가율 하락세 예상



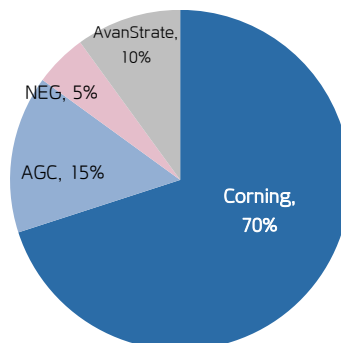
자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

LGD내 업체별 LCD 글라스 점유율



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

삼성전자내 업체별 LCD 글라스 점유율

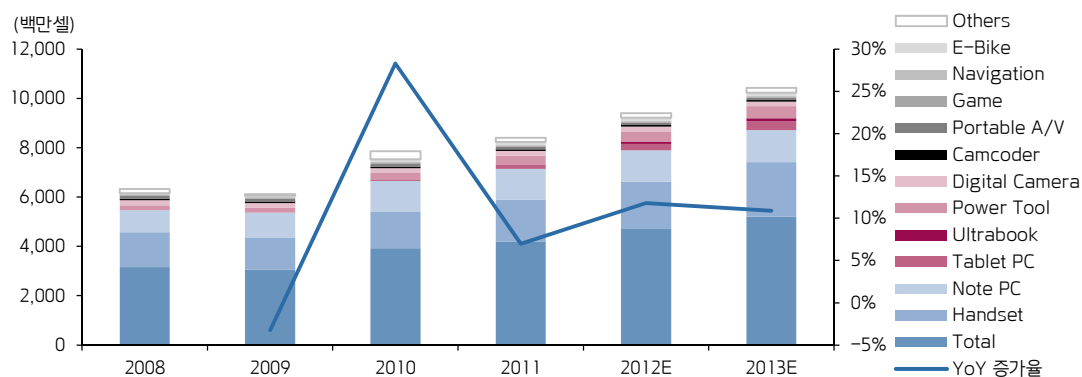


자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

Consumer Battery, 폴리머 전지 Capa의 공격적 증설에 따른 수혜 예상

2차전지 출하량은 스마트폰, 태블릿 PC, 울트라북등 모바일 기기 수요 확대로 2012년 11.6%, 2013년 10.9% 증가할 것으로 전망된다. 특히 폴리머 전지는 리튬이온 전지보다 높은 에너지 밀도, 젤 형태의 전해액으로 경박단소화 및 사이즈 조정이 수월하다. 이에 따라 배터리 소모량이 많은 태블릿 PC와 울트라 북에 채용이 확대될 것으로 보인다. LG화학은 Consumer Battery내 비중 확대가 예상되는 폴리머 전지의 공격적 Capa 증설로 시장 선점이 예상된다. 엔고에 따른 일본 업체의 경쟁력 하락, 일본 업체의 제한적인 투자로 2013년 LG화학의 시장점유율은 삼성SDI에 이어 20%로 2위를 기록할 것으로 예상된다. 또한 2차 전지 소재인 양극재, 전해액, 분리막의 내재화로 경쟁사 대비 높은 품질 및 원가 경쟁력을 보유하고 있다.

Consumer Battery 시장 전망



자료: 산업자료, 키움증권 리서치센터

자동차용 중대형 전지, 수익 기여에는 시간 소요될 것

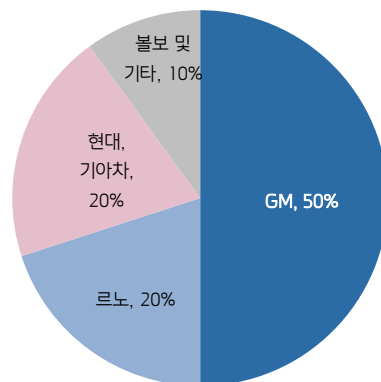
LG화학은 2009년 6월 오창에 전기차 배터리 공장을 기공, 2011년 국내 최초로 전기차 배터리 상업생산을 시작했다. 현재 EV/HEV용 LiB 글로벌 1위의 생산능력을 보유하고 있다. 2007년 이후부터 GM, 르노, 포드, 현대/기아차등 주요 자동차 메이커들과의 공급계약을 통해 시장을 선점하고 있다. 현재 고객 비중은 GM 50%, 르노 20%, 현대/기아차 20%, 볼보 등 기타 업체들이 약 10%이다. 높은 GM 비중으로 GM Volt 판매량에 따라 매출 변동성이 크다. 그러나 내년에는 르노가 50%, GM이 30%로 비중이 역전될 것으로 보인다. 특히 르노의 경우 전기차 모델이 3가지로 보다 안정적인 판매가 예상된다. 올해 매출액은 약 5,000억원, 내년 1.3조원 수준이 예상된다. 다만 높은 전기차 가격으로 전기차 시장 확대에 시간이 소요될 것으로 보여 중대형 배터리는 중/장기적 관점에서의 접근이 필요하다. LG화학은 2차전지 원료의 내재화 및 10개 이상의 고객 확보로 시장 점유율의 지속적 확대가 예상된다. 시장 선점 효과로 매출 성장성은 높을 것이다.

LG화학 2차전지 사업 연혁

일자	내용
2000년	전기자동차용 중대형 2차전지 개발 본격 착수, 미국에 연구법인 LGPCI(LG Chem Power Incorporate) 설립
2002~2003년	미국 'Pikes Peak International Auto Rally'에서 LG화학 리튬전지 탑재한 전기자동차 2년 연속 우승
2004년	청주공장에 LEV(Light Electric Vehicle)용 전지 최초 양산
2004년 8월	미국 에너지성 3대 자동차 업체의 배터리 개발 컨소시엄 'USACB(United States Advanced Battery Consortium)'의 개발 프로젝트 수주
2007년 12월	현대 HEV(아반떼)용 배터리 공급업체 선정
2009년 1월	GM 볼트(Volt)용 배터리 공급업체 선정
2010년 1월	미국 Eaton(이튼)에 상용차용 배터리 공급 계약
2010년 2월	중국 장안기차 배터리 공급업체 선정
2010년 4월	볼보자동차 전기차 배터리 공급업체 선정
2010년 7월	포드 전기차 'FOCUS' 배터리 공급업체 선정
2010년 7월	미국 미시간 홀랜드 전기차용 배터리 공장 기공
2010년 9월	르노 전기차 배터리 공급업체 선정
2011년 4월	충북 오창 전기차용 배터리 공장 준공

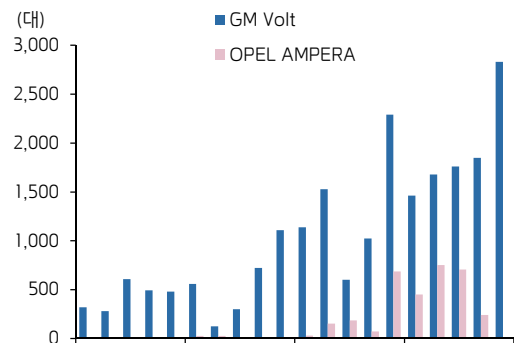
자료: 언론자료, 키움증권

고객사별 EV/HEV용 배터리 매출 비중



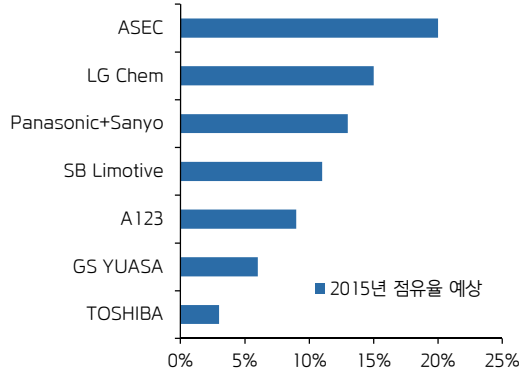
자료: LG화학, 키움증권

전기차 월별 판매 추이



자료: 언론자료, 키움증권

2015년 EV/HEV용 배터리 점유율 예상



자료: Roland Berger, 키움증권

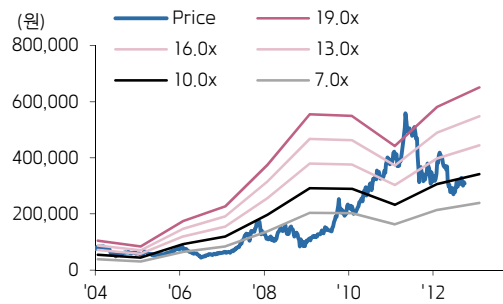
>>> Valuation

2012년 실적 전망: 사업부문별 매출과 영업이익 (단위: 억원)

Consolidated	2011				2012				2009	2010	2011	2012E	2013E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE					
Sales (Consolidated)	54,858	56,752	58,330	55,227	57,531	59,956	61,127	61,062	155,208	196,040	225,167	239,675	267,708
Petrochemical Sub-Total	42,762	43,285	45,890	41,718	44,913	45,213	44,594	45,008	114,741	146,507	173,655	179,728	193,384
NCC/PO	10,909	11,360	12,983	12,854	13,075	12,719	12,163	12,553	33,971	41,162	48,106	50,510	51,875
PVC	5,002	5,171	5,021	4,547	4,776	4,852	4,645	4,476	16,967	18,515	19,741	18,749	18,949
ABS/EP	13,468	13,182	12,929	12,079	13,121	13,247	13,066	13,085	34,707	45,403	51,658	52,520	53,673
Acrylate/Plasticizer	5,489	5,499	5,457	4,406	5,304	5,561	6,688	6,543	13,154	17,596	20,851	24,096	27,707
Rubber/Specialty Resin	7,894	8,073	9,500	7,832	8,637	8,834	8,032	8,351	15,942	23,831	33,299	33,854	41,179
I & E Material Sub-Total	12,744	14,524	13,761	15,089	13,235	15,416	16,532	16,054	42,898	51,008	56,118	61,237	74,324
Optical/Electronic Material	8,066	8,914	8,000	8,452	7,611	8,644	8,852	8,714	29,197	35,038	33,432	33,821	38,206
Battery	4,678	5,610	5,761	6,637	5,624	6,772	7,680	7,340	13,701	15,970	22,686	27,416	36,118
Operating Profit (consolidated)	8,353	7,754	7,243	5,004	4,597	5,034	6,370	6,323	20,977	28,214	28,354	22,324	29,537
Petrochemical Sub-Total	7,356	6,422	5,924	3,824	3,690	3,436	4,624	4,847	16,738	22,879	23,527	16,597	20,857
I & E Material Sub-Total	1,010	1,341	1,327	1,179	907	1,598	1,754	1,482	5,072	5,762	4,857	5,741	8,680
Optical/Electronic Material	930	1,150	925	768	772	1,291	1,350	1,117	NA	4,025	3,773	4,530	6,100
Battery	80	191	402	411	135	307	404	365	NA	1,736	1,084	1,211	2,580
Operating Profit Margin	15.2%	13.7%	12.4%	9.1%	8.0%	8.4%	10.4%	10.4%	13.5%	14.4%	12.6%	9.3%	11.0%
Petrochemical Sub-Total	17.2%	14.8%	12.9%	9.2%	8.2%	7.6%	10.4%	10.8%	14.6%	15.6%	13.5%	9.2%	10.8%
I & E Material Sub-Total	7.9%	9.2%	9.6%	7.8%	6.9%	10.4%	10.6%	9.2%	11.8%	11.3%	8.7%	9.4%	11.7%
Optical/Electronic Material	11.5%	12.9%	11.6%	9.1%	10.1%	14.9%	15.3%	12.8%	NA	11.5%	11.3%	13.4%	16.0%
Battery	1.7%	3.4%	7.0%	6.2%	2.4%	4.5%	5.3%	5.0%	NA	10.9%	4.8%	4.4%	7.1%

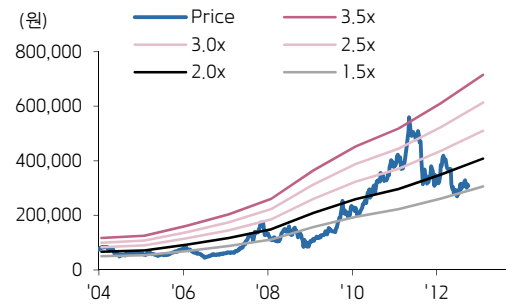
자료: LG화학, 키움증권 리서치센터

LG화학 PER 밴드



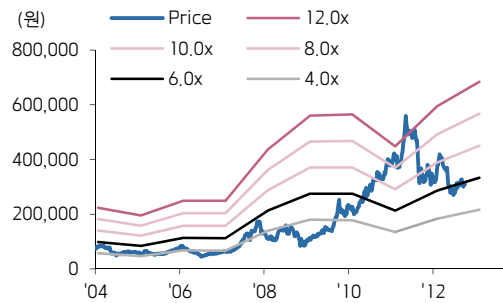
자료: 키움증권 리서치센터

LG화학 PBR 밴드



자료: 키움증권 리서치센터

LG화학 EV/EBITDA 밴드



자료: 키움증권 리서치센터

LG화학 목표주가 산출 내역

	EBITDA (억원)	Multiple (x)	
석유화학	26,620	7.5	199,650
정보전자소재	12,070	8.0	96,560
총 영업가치(억원)			296,210
투자자산가치(억원)			2,006
순자입금(억원)			17,881
우선주 시총(억원)			7,743
주식수(백만주)			66.3
적정주가(원)			411,150
목표주가(원)			410,000
Implied PER		13.4	2013년 기준
Implied PBR		2.4	2013년 기준

자료: 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	194,715	226,756	239,675	267,708	293,997
매출원가	154,726	185,949	203,467	222,109	243,280
매출총이익	39,989	40,807	36,209	45,599	50,716
판매비및일반관리비	11,589	12,642	14,057	16,062	17,640
영업이익(보고)	28,213	28,354	22,318	29,537	33,077
영업이익(핵심)	28,399	28,165	22,151	29,537	33,077
영업외손익	-215	-199	-85	496	511
이자수익	267	274	182	99	109
배당금수익	3	2	3	3	3
외환이익	4,865	5,290	4,194	4,255	4,255
이자비용	613	671	712	662	637
외환손실	4,998	5,071	4,445	4,553	4,553
관계기업자본법손익	555	153	108	-351	-351
투자및기타자산처분손익	-74	-44	101	138	138
금융상품평가및기타금융이익	611	1,113	701	1,772	1,772
기타	-830	-1,245	-218	-205	-225
법인세차감전이익	28,184	27,966	22,066	30,033	33,588
법인세비용	6,187	6,269	4,794	7,328	8,195
유효법인세율 (%)	22.0%	22.4%	21.7%	24.4%	24.4%
당기순이익	21,998	21,697	17,272	22,705	25,392
지배주주지분 당기순이익	21,583	21,379	17,210	22,624	25,302
EBITDA	35,120	35,732	29,029	38,114	43,198
현금순이익(Cash Earnings)	28,719	29,263	24,149	31,282	35,513
수정당기순이익	21,579	20,867	16,646	21,215	23,903
증감율(% YoY)					
매출액	25.5	16.5	5.7	11.7	9.8
영업이익(보고)	34.5	0.5	-21.3	32.3	12.0
영업이익(핵심)	26.7	-0.8	-21.4	33.3	12.0
EBITDA	24.3	1.7	-18.8	31.3	13.3
지배주주지분 당기순이익	43.1	-0.9	-19.5	31.5	11.8
EPS	47.9	-0.9	-19.5	31.5	11.8
수정순이익	44.2	-3.3	-20.2	27.4	12.7

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	62,917	72,562	67,717	73,453	83,413
현금및현금성자산	13,680	13,794	5,600	4,071	7,218
유동금융자산	78	125	132	147	162
매출채권및유동채권	27,256	33,748	35,671	39,843	43,756
재고자산	21,825	24,752	26,163	29,223	32,092
기타유동비금융자산	78	143	151	169	186
비유동자산	63,818	80,293	99,073	115,774	130,922
장기매출채권및기타비유동채권	658	789	833	931	1,022
투자자산	2,185	3,351	3,465	3,126	2,786
유형자산	58,720	73,760	92,506	109,541	125,021
무형자산	1,801	2,072	1,928	1,796	1,675
기타비유동자산	453	322	341	381	418
자산총계	126,735	152,856	166,790	189,228	214,336
유동부채	42,774	47,239	46,483	48,552	50,398
매입채무및기타유동채무	22,001	25,335	26,779	29,911	32,848
단기차입금	12,599	14,518	12,118	10,618	9,118
유동성장기차입금	3,607	3,858	3,858	3,858	3,858
기타유동부채	4,567	3,527	3,728	4,164	4,573
비유동부채	5,522	8,540	9,271	10,248	11,431
장기매입채무및비유동채무	478	413	437	488	536
사채및장기차입금	4,805	6,891	6,891	6,891	6,891
기타비유동부채	239	1,236	1,943	2,870	4,004
부채총계	48,296	55,779	55,755	58,800	61,829
자본금	3,695	3,695	3,695	3,695	3,695
주식발행초과금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
이익잉여금	62,539	80,533	94,482	113,839	135,868
기타자본	2,006	2,513	2,513	2,513	2,513
지배주주지분자본총계	77,035	95,535	109,484	128,841	150,870
비지배지분자본총계	1,404	1,542	1,551	1,586	1,637
자본총계	78,438	97,077	111,036	130,428	152,507
순차입금	7,253	11,349	17,135	17,149	12,487
총차입금	21,011	25,267	22,867	21,367	19,867

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	25,072	22,403	22,220	27,763	32,227
당기순이익	28,184	27,966	17,272	22,705	25,392
감가상각비	6,542	7,410	6,733	8,445	10,000
무형자산상각비	179	157	144	132	121
외환손익	-194	84	251	298	298
자산처분손익	167	89	-101	-138	-138
지분법손익	-555	-153	-108	351	351
영업활동자산부채 증감	-5,282	-6,563	-1,718	-3,728	-3,496
기타	-3,970	-6,587	-253	-301	-301
투자활동현금흐름	-16,219	-22,805	-25,409	-25,406	-25,402
투자자산의 처분	-762	-432	90	173	175
유형자산의 처분	51	49	0	0	0
유형자산의 취득	-16,172	-21,954	-25,480	-25,480	-25,480
무형자산의 처분	-241	-271	0	0	0
기타	905	-197	-18	-99	-97
재무활동현금흐름	-6,244	630	-5,005	-3,887	-3,678
단기차입금의 증가	0	0	-2,400	-1,500	-1,500
장기차입금의 증가	-3,479	3,890	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2,800	-3,186	-3,313	-3,313	-3,313
기타	34	-74	708	926	1,134
현금및현금성자산의순증가	2,614	113	-8,193	-1,529	3,147
기초현금및현금성자산	11,066	13,680	13,794	5,600	4,071
기말현금및현금성자산	13,680	13,794	5,600	4,071	7,218
Gross Cash Flow	30,354	28,966	23,938	31,491	35,723
Op Free Cash Flow	7,191	630	-3,043	2,407	6,945

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	29,205	28,930	23,288	30,614	34,238
BPS	104,242	129,276	148,152	174,345	204,154
주당EBITDA	47,524	48,352	39,281	51,574	58,454
CFPS	38,862	39,599	32,678	42,330	48,056
DPS	4,000	4,000	4,500	4,500	4,500
주가배수(배)					
PER	13.4	11.0	14.4	11.0	9.8
PBR	3.8	2.5	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.1	6.5	8.5	6.5	5.6
PCFR	10.1	8.0	10.3	7.9	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.5	12.5	9.3	11.0	11.3
영업이익률(핵심)	14.6	12.4	9.2	11.0	11.3
EBITDA margin	18.0	15.8	12.1	14.2	14.7
순이익률	11.3	9.6	7.2	8.5	8.6
자기자본이익률(ROE)	31.9	24.7	16.6	18.8	17.9
투자자본이익률(ROIC)	29.1	23.2	14.9	16.9	16.5
안정성(%)					
부채비율	61.6	57.5	50.2	45.1	40.5
순차입금비율	9.2	11.7	15.4	13.1	8.2
이자보상배율(배)	46.4	42.0	31.1	44.6	51.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.5	7.4	6.9	7.1	7.0
재고자산회전율	10.3	9.7	9.4	9.7	9.6
매입채무회전율	9.6	9.6	9.2	9.4	9.4

호남석유 (011170)



Outperform(Reinitiate)

주가(9/18) 266,000원

목표주가 290,000원

중동의 시장 지배력 상승과 중국 수요 둔화로 PO 제품들의 수익성 개선은 당분간 지지 부진할 것이다. 부타디엔은 현재 바닥수준으로 타이어 수요 회복과 함께 점진적 회복을 예상한다. MEG도 중동 생산 차질로 당분간 강세를 보일 것이다. 당분간은 유럽 이슈와 중국 경기 부양책에 대한 기대감, 중동의 지정학적 우려 고조에 따른 원유 가격의 변동 등 각종 이벤트에 영향 받을 상황이다. 긴 호흡에서는 접근할 시점이라 판단된다.

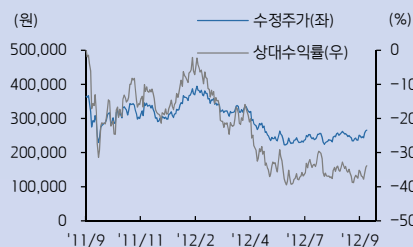
Stock Data

KOSPI (9/18)		2,004.96pt
시가총액		84,748억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	395,000원	222,000원
최고/최저가 대비 등락	-32.66%	19.82%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.3%
	6M	-17.3%
	1Y	-30.0%
		-1.6%
		-16.0%
		-35.8%

Company Data

발행주식수	31,860천주
일평균 거래량(3M)	255천주
외국인 지분율	24.37%
배당수익률(12.E)	0.66%
BP (12.E)	184.713원
주주	롯데물산(주) 33.6%
	(주)호텔롯데 13.6%
	Lotte Holdings 10%

Price Trend



완만한 실적 개선 예상

>>> 완만한 업황 개선 예상

석유화학 업황 회복 속도는 완만할 것으로 예상. 근거는 1) 글로벌 에틸렌 증설은 2015년까지 CAGR 3.7%로 예상, 에탄 부족 문제로 중동 에탄 크래커의 영향력 확대는 제한적, 북미 에탄 크래커는 2016년부터 본격적으로 증설 등 다소 우호적인 공급환경에도 불구하고 2) 선진국의 높은 실업률 지속에 따른 제한적인 소비 회복, 2009~2010년과 같은 폭발적인 수요 회복을 기대하기 어려운 중국의 상황 등 수요 측면의 요인 때문. 이에 따라 호남석유의 실적도 2012년을 바닥으로 점진적 회복세를 보일 것으로 전망.

>>> BD의 마진 회복 기대

동사의 주요 제품은 폴리올레핀, 부타디엔, MEG임. PO는 중동의 영향으로 영업 마진이 BEP 수준에 근접해 있는 상황으로 추정. 부타디엔은 스프레드는 현재 바닥수준으로 타이어 수요 회복과 함께 점진적 회복을 예상. MEG 스프레드는 중동의 생산 차질로 당분간 강세를 보일 것. 3분기 실적은 저가 원재료 투입에 따른 1month lagging 스프레드 개선으로 1,981억원(흑자전환)으로 추정.

>>> 투자의견 'Outperform' 제시

당분간은 유럽 이슈와 중국 경기 부양책에 대한 기대감, 유동성 확대 및 중동의 지정학적 우려 고조에 따른 원유 가격의 변동 등 각종 이벤트에 영향 받을 상황. 장기적으로는 업황의 방향과 속도가 중요한 Cyclical 종목이라는 점에서, 투자의견 Outperform, 목표주가 29만원으로 Coverage 개시. 목표주가는 2013/2014년 평균 EPS에 과거 업사이클 평균 PER 10배를 적용하여 산출.

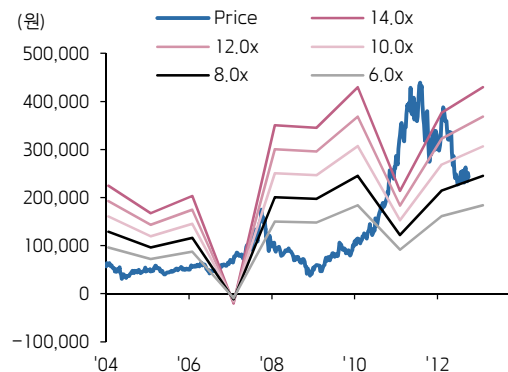
투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	124,032	157,000	156,127	164,076	170,458
보고영업이익(억원)	12,831	14,911	5,693	8,877	11,453
핵심영업이익(억원)	12,632	14,682	5,330	8,877	11,453
EBITDA(억원)	15,531	18,468	8,811	12,798	15,605
세전이익(억원)	12,852	15,264	6,369	10,964	13,780
순이익(억원)	8,948	11,326	5,047	8,311	10,445
EPS(원)	24,668	30,701	14,810	24,407	30,685
증감율(%YoY)	-1.5	23.7	-51.8	64.8	25.7
PER(배)	10.9	9.7	18.0	10.9	8.7
PBR(배)	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	6.6	6.0	10.5	6.9	5.2
영업이익률(%)	10.3	9.5	3.6	5.4	6.7
ROE(%)	19.6	20.2	7.9	11.9	13.3
순부채비율(%)	8.6	0.8	2.4	-3.1	-11.6

호남석유화학 실적 전망 (단위: 억원)

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2010	2011	2012E	2013E
호남	매출액	20,357	21,863	22,757	19,658	20,130	21,840	21,718	22,105	71,891	84,635	85,793	92,853
석유	영업이익	3,037	2,610	3,148	1,510	1,980	420	1,520	1,545	9,303	10,304	5,465	7,036
화학	영업이익률	14.9%	11.9%	13.8%	7.7%	9.8%	1.9%	7.0%	7.0%	12.9%	12.2%	6.4%	7.6%
	매출액	6,720	6,620	7,070	7,110	6,860	7,260	6,829	7,010	22,050	27,520	27,959	28,730
Titan	영업이익	410	100	260	-20	80	-690	356	62	868	750	-192	1,088
	영업이익률	6.1%	1.5%	3.7%	-0.3%	1.2%	-9.5%	5.2%	0.9%	3.9%	2.7%	-0.7%	3.8%
	매출액	12,573	11,473	11,508	10,848	11,886	10,760	10,289	10,584	24,277	46,403	43,519	43,294
케이피	영업이익	2,268	1,032	557	36	439	-70	125	242	1,513	3,893	736	953
케미칼	영업이익률	18.0%	9.0%	4.8%	0.3%	3.7%	-0.7%	1.2%	2.3%	6.2%	8.4%	1.7%	2.2%
호남	매출액	39,397	39,496	40,880	37,226	38,504	40,059	38,636	39,499	124,032	157,000	156,127	164,076
석유화학	영업이익(보고)	5,821	3,599	3,937	1,545	2,196	-324	1,981	1,799	12,831	14,911	5,693	8,877
(연결)	영업이익률	14.8%	9.1%	9.6%	4.2%	5.7%	-0.8%	5.1%	4.6%	10.3%	9.5%	3.6%	5.4%

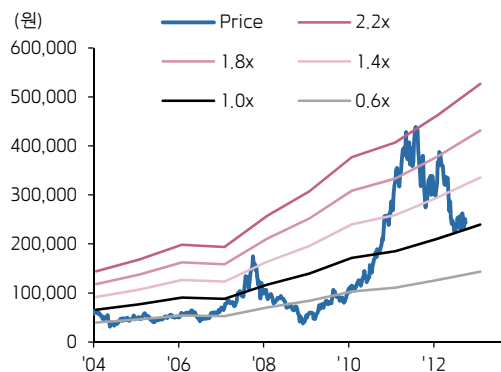
자료: 키움증권 리서치센터

호남석유화학 PER 밴드



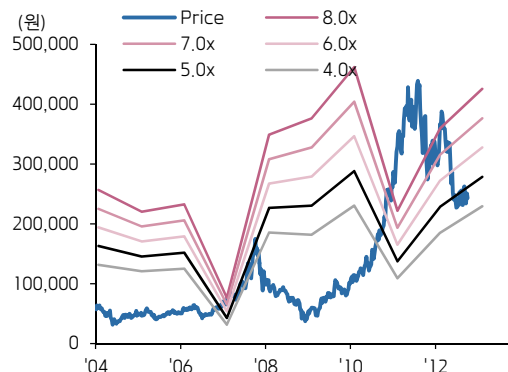
자료: 키움증권 리서치센터

호남석유화학 PBR 밴드



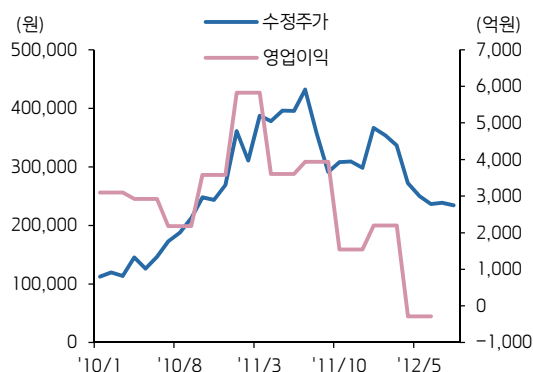
자료: 키움증권 리서치센터

호남석유화학 EV/EBITDA 밴드



자료: 키움증권 리서치센터

호남석유화학 수정주가 및 영업이익 추이



자료: 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	124,032	157,000	156,127	164,076	170,458
매출원가	107,549	138,066	146,373	150,501	154,336
매출총이익	16,482	18,934	9,754	13,576	16,122
판매비및일반관리비	3,850	4,252	4,423	4,698	4,669
영업이익(보고)	12,831	14,911	5,693	8,877	11,453
영업이익(핵심)	12,632	14,682	5,330	8,877	11,453
영업외손익	220	582	1,039	2,087	2,327
이자수익	546	479	520	616	643
배당금수익	15	3	40	38	40
외환이익	1,742	2,523	2,455	2,244	2,515
이자비용	727	790	527	383	254
외환손실	2,315	2,587	2,021	1,606	1,800
관계기업자본법손익	264	550	339	820	820
투자및기타자산처분손익	151	-44	125	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1,569	175	-42	185	185
기타	-1,025	272	149	172	178
법인세차감전이익	12,852	15,264	6,369	10,964	13,780
법인세비용	2,920	3,939	1,322	2,653	3,335
유효법인세율 (%)	22.7%	25.8%	20.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	8,948	11,326	5,047	8,311	10,445
지배주주지분 당기순이익	7,859	9,781	4,718	7,776	9,776
EBITDA	15,531	18,468	8,811	12,798	15,605
현금순이익(Cash Earnings)	11,847	15,112	8,528	12,232	14,598
수정당기순이익	7,619	11,228	4,984	8,170	10,305
증감율(% YoY)					
매출액	44.3	47.6	-0.6	5.1	3.9
영업이익(보고)	28.9	26.6	-61.8	55.9	29.0
영업이익(핵심)	27.7	22.4	-63.7	66.5	29.0
EBITDA	19.3	22.5	-52.3	45.2	21.9
지배주주지분 당기순이익	-1.5	23.7	-51.8	64.8	25.7
EPS	-1.5	23.7	-51.8	64.8	25.7
수정순이익	-4.1	29.9	-55.6	63.9	26.1

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	35,316	48,886	46,375	47,104	50,872
현금및현금성자산	4,902	12,513	10,204	9,091	11,380
유동금융자산	7,024	5,594	5,563	5,846	6,074
매출채권및유동채권	12,718	18,113	18,013	18,930	19,666
재고자산	10,668	12,666	12,596	13,237	13,752
기타유동비금융자산	4	0	0	0	0
비유동자산	50,813	58,580	64,310	68,104	70,502
장기매출채권및기타비유동채권	203	980	975	1,025	1,064
투자자산	11,148	12,725	13,059	13,991	14,907
유형자산	37,709	43,078	48,599	51,523	53,067
무형자산	246	394	369	347	328
기타비유동자산	1,506	1,403	1,307	1,219	1,136
자산총계	86,129	107,466	110,685	115,208	121,373
유동부채	21,668	27,285	27,150	27,177	26,711
매입채무및기타유동채무	16,550	22,012	21,890	23,004	23,899
단기차입금	1,202	1,782	1,782	582	-868
유동성장기차입금	3,897	1,249	1,249	1,249	1,249
기타유동부채	18	2,242	2,230	2,342	2,432
비유동부채	14,595	18,604	17,468	14,212	10,955
장기매입채무및비유동채무	791	669	665	699	726
사채및장기차입금	11,102	15,547	14,347	10,847	7,347
기타비유동부채	2,702	2,388	2,456	2,666	2,882
부채총계	36,263	45,888	44,618	41,388	37,666
자본금	1,593	1,593	1,593	1,593	1,593
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	36,847	51,883	56,106	63,386	72,663
기타자본	1,422	921	921	921	921
지배주주지분자본총계	44,543	54,626	58,849	66,129	75,406
비지배지분자본총계	5,323	6,952	7,218	7,691	8,302
자본총계	49,866	61,578	66,067	73,820	83,708
순차입금	4,275	471	1,611	-2,259	-9,726
총차입금	16,201	18,578	17,378	12,678	7,728

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	10,882	16,134	8,099	11,024	13,460
당기순이익	8,948	11,326	5,047	8,311	10,445
감가상각비	2,850	3,757	3,456	3,899	4,133
무형자산상각비	50	29	25	22	19
외환손익	301	693	-434	-638	-715
자산처분손익	185	66	-125	0	0
지분법손익	-264	-550	-339	-820	-820
영업활동자산부채 증감	-1,032	-82	38	-348	-279
기타	-155	895	431	597	676
투자활동현금흐름	-17,468	-9,617	-8,718	-7,089	-5,879
투자자산의 처분	1,265	-1,276	48	-355	-285
유형자산의 처분	309	199	0	0	0
유형자산의 취득	-3,693	-9,330	-8,977	-6,823	-5,677
무형자산의 처분	-1	-36	0	0	0
기타	-15,348	826	211	89	83
재무활동현금흐름	4,604	556	-1,690	-5,048	-5,292
단기차입금의 증가	-1,558	-2,774	0	-1,200	-1,450
장기차입금의 증가	6,890	4,757	-1,200	-3,500	-3,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-728	-654	-558	-558	-558
기타	0	-773	68	210	216
현금및현금성자산의순증가	-2,012	7,209	-2,309	-1,113	2,289
기초현금및현금성자산	6,914	5,304	12,513	10,204	9,091
기말현금및현금성자산	4,902	12,513	10,204	9,091	11,380
Gross Cash Flow	11,915	16,216	8,061	11,371	13,740
Op Free Cash Flow	7,935	5,232	-1,417	3,479	6,877

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	24,668	30,701	14,810	24,407	30,685
BPS	139,809	171,456	184,713	207,561	236,679
주당EBITDA	48,749	57,967	27,657	40,170	48,981
CFPS	37,186	47,432	26,767	38,392	45,819
DPS	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
주가배수(배)					
PER	10.9	9.7	18.0	10.9	8.7
PBR	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.6	6.0	10.5	6.9	5.2
PCFR	7.2	6.3	9.9	6.9	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.3	9.5	3.6	5.4	6.7
영업이익률(핵심)	10.2	9.4	3.4	5.4	6.7
EBITDA margin	12.5	11.8	5.6	7.8	9.2
순이익률	7.2	7.2	3.2	5.1	6.1
자기자본이익률(ROE)	19.6	20.2	7.9	11.9	13.3
투자자본이익률(ROIC)	27.9	23.0	7.6	11.8	14.5
안정성(%)					
부채비율	72.7	74.5	67.5	56.1	45.0
순차입금비율	8.6	0.8	2.4	-3.1	-11.6
이자보상배율(배)	17.4	18.6	10.1	23.2	45.1
활동성(배)					
매출채권회전율	10.9	9.8	8.6	8.9	8.8
재고자산회전율	15.6	13.2	12.4	12.7	12.6
매입채무회전율	8.3	8.3	7.1	7.3	7.3

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
LG화학 (051910)	2010/05/26	Buy(Maintain)	310,000원
	2010/07/21	Buy(Maintain)	460,000원
	2010/10/20	Buy(Maintain)	420,000원
	2010/11/02	Buy(Maintain)	420,000원
	2010/12/02	Buy(Maintain)	520,000원
	2011/04/07	Buy(Maintain)	600,000원
	2011/05/31	Buy(Maintain)	600,000원
	2011/08/31	Buy(Maintain)	480,000원
	2012/02/01	Outperform(Downgrade)	400,000원
	2012/05/31	Buy(Reinitiate)	360,000원
담당자변경	2012/09/19	Buy(Reinitiate)	410,000원
호남석유 (011170)	2010/05/26	Buy(Maintain)	200,000원
	2010/06/04	Buy(Maintain)	200,000원
	2010/06/16	Buy(Maintain)	200,000원
	2010/12/01	Buy(Maintain)	300,000원
	2011/01/05	Buy(Maintain)	300,000원
	2011/01/18	Buy(Maintain)	440,000원
	2011/01/19	Buy(Maintain)	440,000원
	2011/04/05	Buy(Maintain)	480,000원
	2011/06/30	Buy(Maintain)	510,000원
	2011/09/07	Buy(Maintain)	510,000원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	510,000원
담당자변경	2012/05/31	Outperform(Reinitiate)	290,000원
담당자변경	2012/09/19	Outperform(Reinitiate)	290,000원

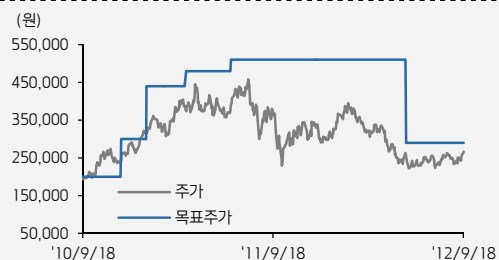
종목명	일자	투자의견	목표주가
금호석유 (011780)	2010/09/29	Buy(Maintain)	90,000원
	2010/10/25	Buy(Maintain)	95,000원
	2011/01/18	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/01/19	Buy(Maintain)	200,000원
	2011/02/09	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/03/10	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/04/05	Buy(Maintain)	240,000원
	2011/04/15	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/05/17	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/05/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/06/22	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/06/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2011/07/18	Buy(Maintain)	330,000원
담당자변경	2011/09/19	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/10/14	Buy(Maintain)	310,000원
	2011/11/07	Buy(Maintain)	310,000원
	2012/01/10	Buy(Maintain)	310,000원
	2012/09/19	Buy(Reinitiate)	180,000원

목표주가 추이 (2개년)

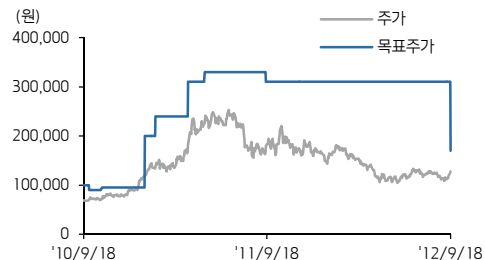
LG화학



호남석유



금호석유



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		