

정유/화학

(비중확대/중립)

[탐방노트] 지나간 과거와 다가올 미래

- 정제 마진 반등세, 3분기 중 추가 개선 전망: 제한적 공급 Vs 수요 개선
- PX 마진 둔화 폭 크지 않을 전망, SK이노베이션 Top Pick 유지
- 화학 부문 업황 부진 지속, LG화학 상대적 선전 중

Issue Comment
2013. 6. 14

정유화학

박연주

02-768-3061

yeonju.park@dwsec.com

배영지

02-768-4123

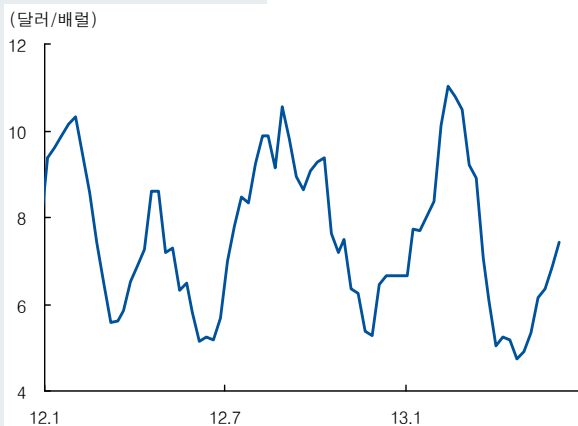
youngjee.bae@dwsec.com

1. 정유사 이익 지표는 이미 반등 중, 3분기 중 추가 개선 전망

정유 업체들의 2분기 실적은 컨센서스를 소폭 하회할 가능성이 높아 보이나, 정제 마진이 이미 반등하고 있어 3분기 실적 개선의 가시성이 높다.

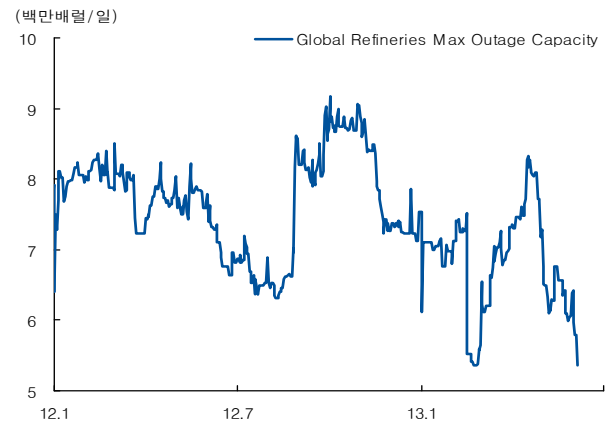
정제 마진은 3분기 중에 추가적으로 개선될 가능성이 높다고 판단한다. 이미 정기보수에 들어갔던 설비들이 대부분 재가동에 들어간 가운데 하반기에는 설비 증설이 거의 없기 때문에 공급이 늘어날 수 어렵다. 3분기 드라이빙 시즌의 최성수기에 진입하고 발전용 수요가 확대되면 휘발유, 연료유를 중심으로 마진 개선이 지속될 전망이다. 중국 산업활동 회복은 업사이드 포텐셜이다.

그림 1. 한국복합정제마진 추이: 반등 중



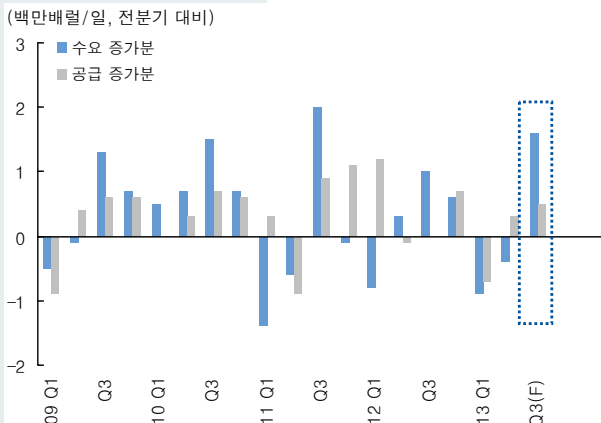
자료: 페트로넷, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 정제 설비 생산 차질 현황: 정기보수 이미 마무리



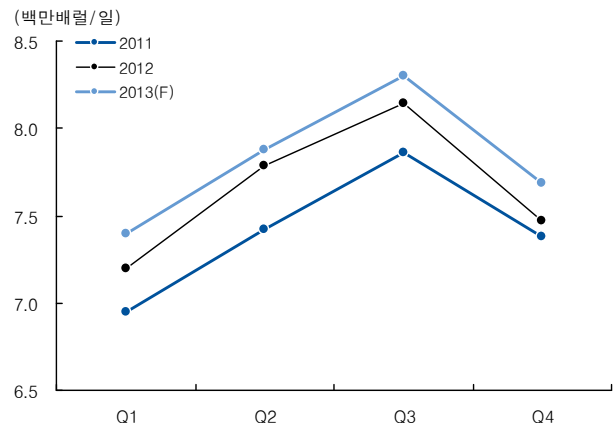
자료: 블룸버그, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 원유 수급 전망: 3분기 수급 상황 개선



자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 중동 원유 수요 추이: 경기와 관계 없이 3분기에 증가



자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

정유사의 화학 부문은 건조한 스프레드가 지속되고 있다. 6월 현재 벤젠 스프레드는 400달러 이상을 유지하고 있다. 2~3분기에는 납사 크래커가 납사 대신 LPG 투입량을 늘리기 때문에 벤젠 공급량은 더 줄어든다. 중국의 스티렌(벤젠 유도체) 재고는 예년 대비 낮은 수준에 있어 재고 부담도 없다. 하반기 납사 크래커 증설로 공급이 일부 확대될 수 있으나, 미국의 벤젠 생산량이 계속 감소하고 있어 타이트한 수급 상황이 유지될 전망이다.

PX는 2분기 들어 신규 설비가 가동되면서 마진이 다소 둔화되었으나 14년 상반기까지는 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 14년 상반기까지 가동되는 설비는 주로 MX 기반이기 때문에 PX-MX 마진은 둔화될 수 있으나 반대로 MX 수급은 타이트해져서 MX 마진이 개선될 것으로 전망된다. PX-납사 마진은 건조한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

14년 하반기에는 컨덴세이트 기반의 PX 설비가 가동에 들어갈 예정이어서 PX-납사 마진도 둔화될 수 있다. 그러나 400달러 이상을 유지할 것으로 예상하는데, 이는 MX 마진이 강할 것으로 예상되는 가운데, MX-PX 스프레드가 200달러 이상은 유지되어야 MX 기반의 PX 설비가 수익성을 확보할 수 있을 것으로 추정하기 때문이다.

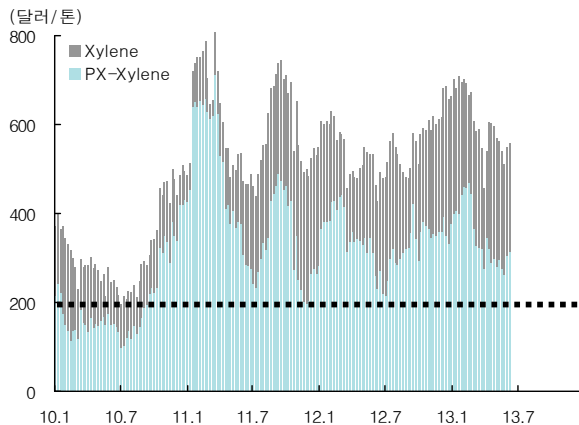
표 1. PX 설비 증설 전망

(천톤/년)

Company	PX	BZ	Start up	Feed	Location	Back up details
HCPetrochem	800	0	1Q13	MX	Daesan	현대오일뱅크와 코스모오일 합작. 13년 1월 가동 시작
OMPL (ONGC Mangalore Petchem)	920	270	2Q13	Reformate	Mangalore	13년 1분기 완공 후 가동 계획
Atyrau Refinery	500	130	13년 중반	Reformate	Kazakhstan	
Dragon	800	0	3Q13	MX	Gulei, Fujian	가동 준비 중
Gross addition	3,020	400				
Timing adujusted	1,590	215				
SATORP	700	140	13년 말	Reformate	Jubail	
PetroChina Sichuan	600	350	1Q14		Sichuan	13년 가동 예정이었으나 지진으로 가동 연기
JX/SK joint venture	1,000	0	2Q14	MX	Ulsan	MX 기반의 PX 설비
SK Incheon	1,300	600	3Q14	Condensate	Incheon	컨덴세이트 기반 PX 설비
Samsung Total	1,000	420	3Q14	Condensate	Daesan	
Jurong Aromatics	800	300	14년 말	Condensate	Singapore	
Dragon	800	0	3Q14	MX		
Gross addition	6,200	1,810				
Timing adujusted	3,805	905				

자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. PX 스프레드 추이



자료: 씨스کم, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 중국 스티렌(벤젠 유도체) 재고: 재고 부담 적어



자료: Platts, KDB대우증권 리서치센터

2분기 실적 부진은 예상되나 3분기 빠른 반등을 감안 시 주가 약세를 매수 기회로 삼기를 추천한다. 정유 업종에 대해 비중확대 의견을 유지하고 SK이노베이션(매수/목표가 200,000원)을 Top pick으로 유지한다. 동사는 14년 하반기 대규모 PX 설비 증설로 물량 증가 효과가 기대된다.

S-Oil(매수/목표가 100,000원)도 최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력 증가했다. 14년 PX 마진 둔화에 대한 우려가 있으나 마진 둔화를 감안하더라도 14년 예상 ROE가 17% 수준으로 PBR 밸류에이션(1.4배)이 저평가된 상태로 판단한다. 배당 수익률도 3.7% 수준으로 하방 경직성이 높다.

표 2. SK이노베이션의 분기별 실적 추정

(원, %, %p, 달러/bbl, 달러/톤)

	2013F				2014F				2Q13 성장률		2012	2013F	2014F
	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY			
매출액	18,108	16,770	17,761	17,920	18,851	17,400	18,214	18,071	-7.4	-11.2	73,330	70,559	72,535
정유	13,884	12,994	13,629	13,892	13,434	12,978	13,208	13,401	-6.4	-10.8	56,589	54,398	53,021
화학	3,285	2,841	2,993	2,898	2,954	2,893	3,409	3,108	-13.5	-11.2	12,411	12,017	12,363
기타	939	936	1,139	1,130	2,463	1,529	1,596	1,562	-0.4	-16.2	4,330	4,144	7,150
영업이익	698	241	545	578	599	531	661	626	-65.5	흑전	1,699	2,074	2,418
정유	384	-33	225	265	247	183	252	244	적전	적지	279	840	926
화학	246	186	217	208	234	233	272	246	-24.2	14.4	751	858	986
기타	68	87	103	105	118	116	137	136	28.8	-52.6	669	376	506
세전이익	402	281	513	573	709.7	542.8	618.3	503.5	-30.1	흑전	1,689	1,769	2,374
당기순이익	272	211	385	430	520.6	398.2	453.5	369.3	-22.6	흑전	1,182	1,297	1,742
영업이익률	3.9	1.4	3.1	3.2	3.2	3.1	3.6	3.5	-2.4	2.1	2.3	2.9	3.3
당기순이익률	1.5	1.3	2.2	2.4	2.8	2.3	2.5	2.0	-0.2	2.5	1.6	1.8	2.4
원/달러 환율	1,080	1,080	1,080	1,080	1,080	1,050	1,050	1,050	-	-	1,126	1,080	1,058
두바이	108	101	105	105	103	103	103	103	-	-	109	105	103
경유-원유 마진	18	14	16	18	18	14	16	18	-	-	17	17	17
벤젠-납사 마진	421	445	350	350	350	350	350	350	-	-	267	392	350
PX - 납사 마진	640	566	550	500	500	500	400	400	-	-	555	564	450

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. S-Oil의 분기별 실적 추정

(원, %, %p)

	2013F				2014F				2Q13 성장률		2012	2013F	2014F
	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY			
매출액	8,014	7,808	8,674	8,256	8,130	8,018	8,081	8,060	-2.6	-11.3	34,724	32,751	32,289
정유	6,532	6,460	7,207	6,820	6,740	6,621	6,715	6,732	-1.1	-9.3	28,172	27,020	26,807
화학	1,049	858	967	970	927	927	887	887	-18.2	-19.5	4,297	3,844	3,628
기타	433	490	500	465	463	470	479	441	13.2	-19.4	2,254	1,888	1,854
영업이익	327	173	272	315	344	314	324	325	-47.0	흑전	805	1,087	1,307
정유	131	5	100	100	131	101	124	129	-95.9	흑전	-351	336	484
화학	182	143	143	182	176	176	143	143	-21.1	-26.8	829	650	639
기타	14	24	30	33	37	38	58	53	72.5	-80.3	327	101	185
세전이익	193	113	343	424	209	254	410	453	-41.5	흑전	719	1,074	1,326
당기순이익	147	90	275	339	167	203	328	362	-38.6	흑전	585	852	1,061
영업이익률	4.1	2.2	3.1	3.8	4.2	3.9	4.0	4.0	-1.9	4.1	2.3	3.3	4.0
당기순이익률	1.8	1.2	3.2	4.1	2.1	2.5	4.1	4.5	-0.7	3.0	1.7	2.6	3.3

자료: KDB대우증권 리서치센터

■ SK이노베이션 탐방 요약

2분기 실적 관련 정유 부문은 4월에 부진했으나 5월부터 회복되어 6월까지 회복세 지속. 다만 정기보수(No. 3 CDU 30일, RHDS 28일) 진행해 관련 비용 발생할 수 있고 재고 평가 손실도 일부 발생할 수 있으나 크지는 않을 것으로 추정함. 최근 정제 마진 개선되고 있어 3분기는 개선 전망. 하반기에는 정제 설비 증설이 거의 없음. 정기보수 들어갔던 물량도 이미 대부분 재가동한 것으로 추정. 정제 마진 개선세 지속 전망.

화학 부문은 벤젠은 1분기와 유사한 정도로 견조하고 PX는 소폭 하락한 정도임. 동사는 벤젠을 SM으로 만들어 판매하는데 SM 마진은 견조함. 올레핀 계열은 1분기보다 다소 개선. 다만 PX 정기보수(30일) 영향으로 관련 비용 발생할 수 있음.

하반기에 중국 설비 1개 외에는 PX 증설이 없어 견조한 수준 유지할 것으로 전망. 14년 PX 증설 계획은 많으나 일부 증설이 예정대로 못되고 있어 14년에도 PX-납사 스프레드가 400달러 이상으로 전망함. 이 경우 인천 컨테이너 기반의 설비는 높은 IRR을 기대함. 판매량 일부는 장기공급 계약도 추진 중.

유회기유는 2분기말 현재 약간 개선되었으나 개선 폭이 크지는 않음. 3분기에도 계절적으로 약간 더 개선될 수 있으나 14년에 램설 설비도 들어오기 때문에 본격적인 업황 개선에는 시간이 걸릴 수 있음. 석유개발 부문은 최근 매장량 평가에서 1억배럴 늘어나. 석유개발 자산 인수 관련해서는 계속 검토 중. 판세 환급금 관련해서는 추정 규모가 크지 않을 것으로 추정함.

■ S-O에 탐방 요약

2분기 실적은 정유 부문 부진으로 둔화될 전망이나 3분기 빠른 개선 전망. 정제 마진 2분기 둔화되었으나 6월 개선 추세. 현 수준에서도 정유 부문 실적은 정상화 가능. 하반기~14년 정제 설비 증설 규모 적음.

화학 부문은 2분기 정기 보수 영향으로 일회성 비용 발생하나 마진은 견조한 상태. 14년 하반기 PX 증설로 마진 둔화가 예상되나, 크게 둔화되지는 않을 것으로 전망. MX 기반 설비의 경우 실제로 PX 산출량이 늘어나는 효과는 없음. 컨테이너 기반의 PX 설비의 경우 실제 공급량이 증가할 수 있는데 컨테이너 기반의 증설 규모는 크지 않음. 유회기유 마진은 1분기대비 2분기에 개선. 계절적 수요 확대로 3분기도 추가 개선 전망. 성장 동력 확보 위해 신규 사업 검토 중. 하반기 중 구체화될 가능성이 높아 보임.

표 4. SK이노베이션 밸류에이션 요약

(십억원, 배, 원)

	EBITDA(2013F)	Multiple	적정 가치	
수익가치				
정유	1,140.0	7.0	7,980.3	
화학	989.6	7.0	6,927.4	
유회기유	78.3	7.0	548.3	
정유/화학/유회	2,208.0	7.0	15,455.9	
석유개발(억배럴, 달러/배럴)	6.0	10.0	6,600.0	P1 리저브 1배럴당 10달러 적용
영업가치 계 (A)			22,055.9	
자산가치 (B)		692.0	692.0	장부가 적용
기업 가치 (C=A+B)			22,747.9	
순 차입금 (D)			3,700.0	13년 말 기준
우선주 시가총액 (E)			61.9	
적정 가치 (F=C-D-E)			18,986.1	
유회 주식수 (G, 000,)			93,713.6	
목표주가 (F/G, Won)			202,596.7	

자료: KDB대우증권 리서치센터

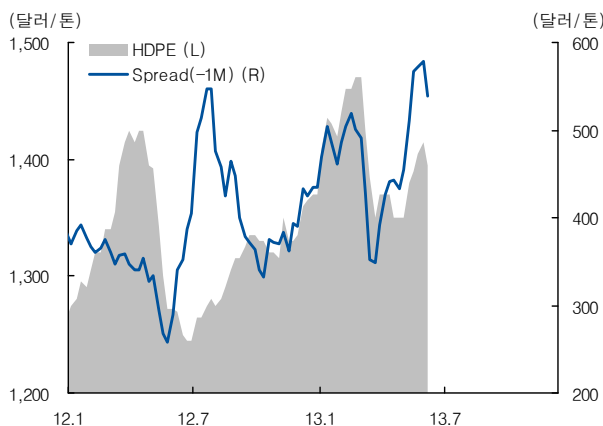
2. 화학 제품 마진은 더딘 개선 예상, LG화학 정보소재 부문 중심의 개선 전망

화학 제품 마진은 약세가 지속되고 있다. MEG, 부타디엔 등은 높은 재고로 인해 가격이 재차 하락하고 있고 ABS, BPA 등은 증설 부담으로 마진이 둔화되고 있다. MEG, 부타디엔은 재고를 소진하는데 1~2개월이 소요될 것으로 전망되어 3분기 중순 정도에 반등을 기대해 볼 수 있을 것으로 예상된다. 최근 PE 마진만 강세를 보이고 있는데 이는 일시적인 중동 수입 차질 때문으로 추정하고 있다. 하반기 PE, PP 증설이 예정되어 있어 마진이 재차 둔화될 것으로 전망한다.

1~2월 마진이 강했던 반면 3월 이후 마진이 둔화되어 화학 업체들의 2분기 영업이익은 1분기 대비 둔화될 전망이다. LG화학(매수/목표가 320,000원)의 경우 비 화학 부문의 선전과 화학 부문에서의 안정적 실적 창출력으로 화학 업체 중 가장 견조한 실적이 예상된다. 2분기 영업이익은 4,860억원으로 전분기대비 개선되어 컨센서스 수준을 충족시킬 전망이다.

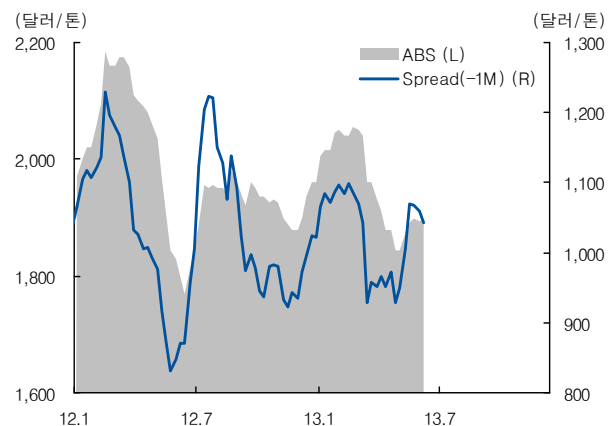
LG화학의 화학 부문 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선될 전망이다. 부타디엔-합성고무 스프레드가 확대되어 높은 가동률을 유지하고 있는 동사의 경우 고무 부문 마진이 견조한 것으로 추정된다. 아크릴 가소제 부문은 견조한 마진이 유지되고 있다. ABS는 전분기와 유사, NCC/PO와 PVC/가성소다는 전분기대비 소폭 개선된 것으로 추정된다. 정보소재 부문은 엔화 약세에 따른 원가 절감, 환율 상승 등의 영향으로 개선될 전망이고 배터리 부문은 흑자 전환이 예상된다.

그림 7. HDPE 가격 및 스프레드 추이



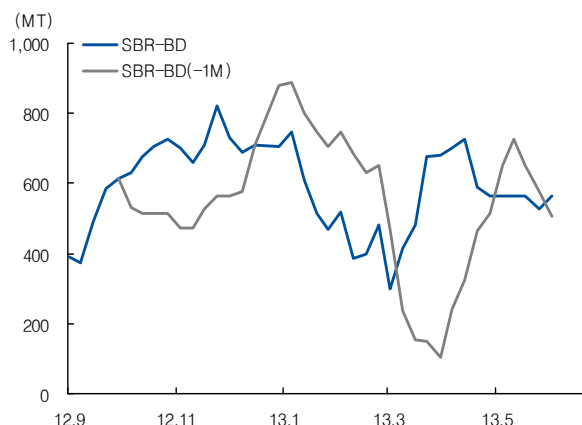
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. ABS 스프레드 추이



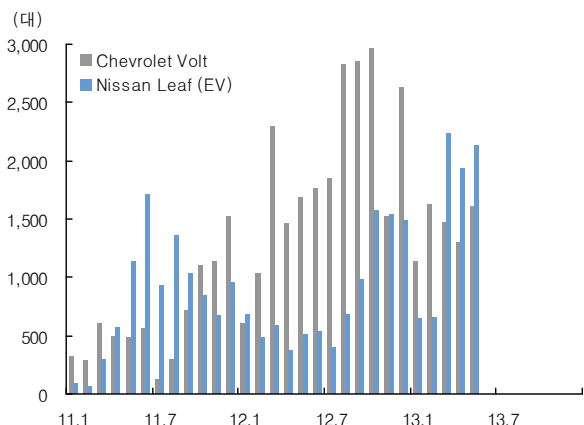
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 합성고무와 부타디엔 가격 스프레드 추이



자료: Platts, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 미국 전기차 판매량 추이



자료: WARD, KDB대우증권 리서치센터

■ LG화학 탐방노트

2분기 실적은 화학은 전분기대비 개선되고 있음. 다만 스프레드가 개선되었으나 원재료 래깅 효과 때문에 본격적으로 실적이 좋아지는 것은 3분기부터로 예상. 최근 PE 스프레드가 개선된 배경은 증동이 이미 가동률이 다 올라왔기 때문으로 보임. 하반기에 증설이 예정되어 있기는 하나 정기보수도 예정되어 있어 스프레드가 크게 둔화되지는 않을 것으로 예상함.

정보전자 부문은 성수기 진입 효과로 물량이 증가할 것으로 추정됨. 엔화 약세 및 환율 상승도 긍정적. ITO 필름도 1분기대비 매출 증가 예상. 글래스는 개선이 더딘 상황. 배터리 부문은 원통형 가동률이 소폭 개선. 파워툴 쪽 매출이 확대. 폴리머 타입은 2분기 2,200만셀로 증설, 3분기 2,700만셀로 증설 예정. 3분기에 본격 개선 예상. 중대형 배터리 부문 매출 가이드는 올해 6,000억원. 미국 공장은 하반기 가동 예정. 2분기까지 상황은 1분기와 유사. 유럽 고객들의 차세대 모델 대상으로 수주 활동이 활발한 상황. 장기적으로는 좋아질 것으로 전망.

표 5. LG화학의 분기별 실적 추정

(십억원, %, %p)

		2013F				2014F				2Q13 증감률		2012	2013F	2014F
		1Q	2QF	3QF	4QF	1Q	2Q	3Q	4Q	QoQ	YoY			
매출액	전체	5,721	6,188	6,205	6,563	5,949	5,910	6,249	6,600	8.2	3.2	23,263	24,676	24,708
	화학	4,353	4,599	4,515	4,954	4,338	4,177	4,352	4,795	5.6	1.7	17,579	18,420	17,663
	정보소재	827	878	934	830	854	926	971	890	6.1	1.6	3,452	3,470	3,640
	배터리/기타	592	711	756	779	757	807	926	915	20.2	5.0	2,479	2,838	3,405
영업이익	전체	409	486	602	495	532	573	670	632	18.8	-2.7	1,910	1,992	2,407
	화학	324	343	424	354	395	404	475	461	5.8	0.7	1,436	1,444	1,735
	정보소재	97	135	153	119	108	131	145	124	38.4	2.6	436	504	507
	배터리/기타	-12	8	26	23	29	38	51	47	흑전	-70.1	39	45	165
영업이익률	전체	7.1	7.8	9.7	7.5	8.9	9.7	10.7	9.6	0.7	-0.5	8.2	8.1	9.7
	화학	7.4	7.4	9.4	7.1	9.1	9.7	10.9	9.6	0.0	-0.1	8.2	7.8	9.8
	정보소재	11.8	15.4	16.3	14.3	12.6	14.1	14.9	14.0	3.6	0.2	12.6	14.5	13.9
	배터리/기타	-2.0	1.2	3.4	2.9	3.9	4.7	5.5	5.1	3.2	-2.9	1.6	1.6	4.8
세전이익		415	475	587	482	525	576	673	634	14.5	-1.1	1,880	1,959	2,368
당기순이익		340	380	470	386	451	444	519	491	11.5	1.6	1,506	1,576	1,905
영업이익률		7.1	7.8	9.7	7.5	8.9	9.7	10.7	9.6	0.7	-0.5	8.2	8.1	9.7
당기순이익률		6.0	6.1	7.6	5.9	7.6	7.5	8.3	7.4	0.2	-0.1	6.5	6.4	7.7

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. 밸류에이션 요약

(십억원, 백만주, 원)

		13F EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	가치 산출 방법
영업가치(십억원)	화학	1,883.7	7.0	13,185.6	15년 EBITDA 연 20%로 할인 15년 EBITDA 연 20%로 할인
	정보소재	685.2	7.0	4,796.6	
	소형 배터리	268.2	7.0	1,877.5	
	중대형 배터리	271.0	7.0	1,896.9	
	LCD 글래스	171.3	7.0	1,198.9	
	Total	3,008.4	7.6	22,955.4	
비영업가치(십억원)				200.2	
순차입금(십억원)				1,132.2	
우선주 시가 총액(십억원)				728.6	
적정 가치(십억원)				21,294.9	
주식수(백만주)				66.3	
목표주가(원)				321,190.0	

자료: KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- S-Oil, LG화학, SK이노베이션: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. S-Oil, LG화학, SK이노베이션: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주기(—), 목표주기(==), Not covered(⊞))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

