

정유화학 (비중확대/Maintain)

회복의 징후

- 화학 시장 바닥 통과, 3분기 성수기 진입으로 추가 개선 전망
- LG화학 Top pick: 견조한 2분기 실적 + 중장기 전기차 모델링 부각
- 정유: 이머징 수요 회복이 관건, PBR 0.6배에서 다운사이드 리스크는 제한적

1. 3분기까지 화학 제품 가격 반등 모멘텀 기대, LG화학 Top pick

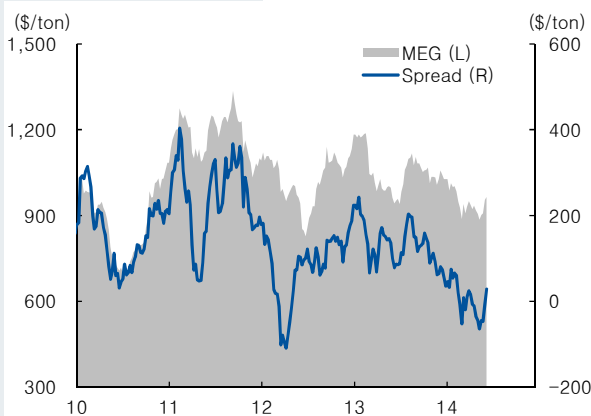
화학 시장이 점진적으로 회복되고 있다. 춘절 이후 재고 부담으로 888달러까지 하락했던 MEG 가격은 최근 965달러까지 상승했다. 아직 MEG 재고는 95만톤 수준으로 정상(60만톤) 및 예년(80~90만톤)보다 높지만 고점이었던 110만톤 대비해서는 점차 하락하고 있다. 부타디엔도 공급 부담에도 불구하고, 최근 반등세로 접어들었고 PE 등은 견조한 상태이다. 아직 수요가 본격적으로 회복되지는 않았지만, **높았던 재고 부담이 점차 소진되면서 과도하게 낮았던 마진이 정상화되고 있는 것으로 추정된다.**

계절적으로 업황 회복은 3분기까지 이어질 가능성이 높다. **7월부터 10월까지의 선진국 크리스마스 소비를 앞두고 중국 산업 활동이 개선되는 시기이기 때문이다.** 중국의 고정 투자는 부동산을 중심으로 추가 둔화된 리스크가 있으나 수출은 선진국 경기 회복에 따라 회복되고 있고 소비도 정부 정책 목표보다 부진한 상태이기 때문에 추가 부양 정책이 나올 가능성도 있다. **3분기에는 화학주에 대한 관심을 높일 때다.**

업종 Top pick으로 LG화학 [매수/목표가 330,000원]을 유지한다. 2분기 실적도 상대적으로 견조하고 3분기 배터리 및 화학 성수기 진입에 따라 추가적인 실적 개선이 기대된다. 전기차 배터리 모멘텀도 15년으로 갈수록 부각될 전망이다.

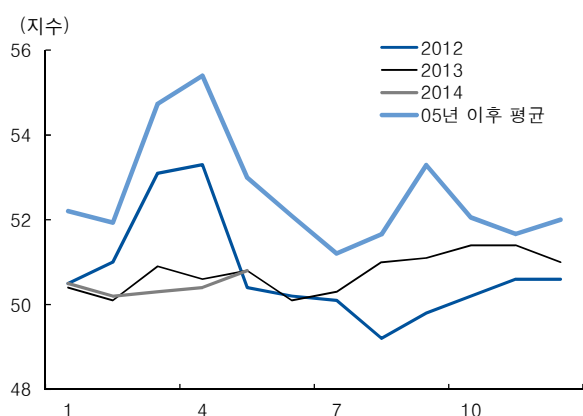
화학 제품 가격 반등으로 순수 화학주의 모멘텀도 개선될 전망이다. 다만 순수 화학주는 실적 개선의 속도가 빠르지 않을 경우 밸류에이션 부담이 있어 **가격 상승 모멘텀을 활용한 트레이딩 차원의 접근이** 유효해 보인다. 업황이 빠르게 개선될 경우 롯데케미칼[매수/목표가 220,000원]의 실적이 금호석유보다 빠르게 개선될 것으로 전망된다. 금호석유[Trading Buy/목표가 100,000원]도 부타디엔 가격 반등으로 모멘텀이 개선될 것으로 기대된다. 다만 아직 잉여 설비가 많아 실적 개선이 빠르지는 않을 전망이다. **저가 매수 관점에서 대응을 권유한다.**

그림 1. 재고 소진으로 회복되고 있는 MEG 마진



자료: 시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 PMI는 7월부터 회복되는 계절성



자료: KDB대우증권 리서치센터

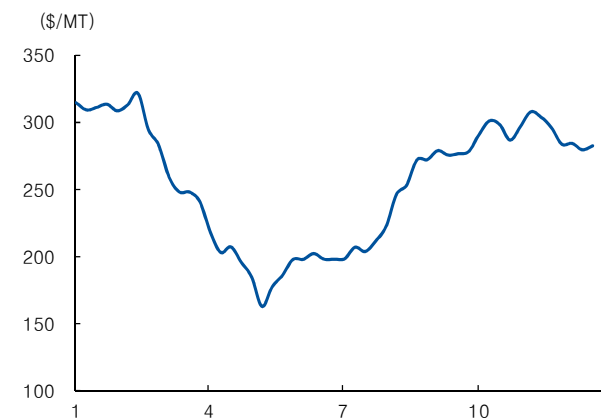
2. 화학: 바닥에서 회복되고 있는 화학 상황, 3분기 추가 개선 전망

화섬 체인은 높았던 재고가 소진되고 계절적 성수기에 진입하면서 마진이 개선되고 있다. 특히 MEG는 연말까지 공급 부담이 없어 마진이 추가적으로 개선될 수 있다. 다만 아직 재고가 높은 수준이기 때문에 개선의 속도는 점진적일 전망이다. TPA와 PX는 공급 부담으로 인해 마진이 크게 개선되기는 어려우나, 현재 수준보다는 개선될 것으로 예상된다. MX 기반 설비들의 경제성을 감안할 때 PX 마진은 300~350달러 수준까지는 반등할 것으로 예상된다.

부타디엔도 중국 수요 부진과 증설 부담으로 하락세를 이어왔으나 지난주 소폭 반등했다. 아직 7월에 추가 증설이 예정되어 있긴 하나, 올해 예정되었던 물량은 이미 상당 부분 출회되었고, 일반적으로 7~8월 여름철에는 LPG 투입이 늘어나 3분기에는 가격이 추가 반등할 것으로 기대된다. **부타디엔 가격이 반등하면 합성고무도 반등할 것으로 기대되는데,** 재고 수준이 낮아 원재료 가격이 안정화되거나 상승하면 재고를 축적할 유인이 생기기 때문이다. 하반기 타이어 업체들의 증설이 예정되어 있는 점도 긍정적이다. 다만 잉여 설비가 많아 마진 개선 속도는 점진적일 전망이다.

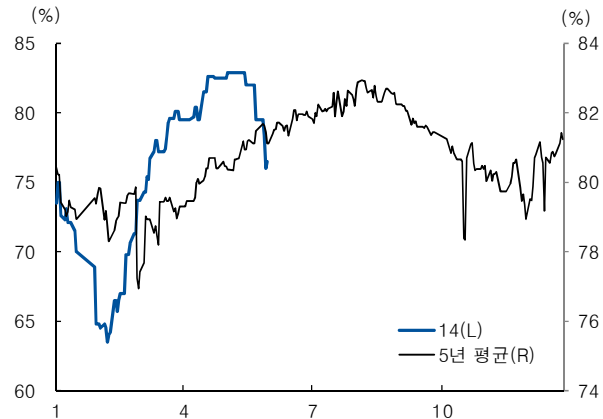
에틸렌 체인은 정기보수가 마무리되면서 다소 조정을 받긴 했으나 견조한 수준이 유지되고 있다. **에틸렌 체인도 하반기에 증설이 없기 때문에 추가적인 개선이 기대된다.** 프로필렌, 벤젠 등은 공급 부담으로 마진 개선 폭이 크지는 않을 전망이다.

그림 3. MEG 가격의 계절성: 7~10월까지 개선세



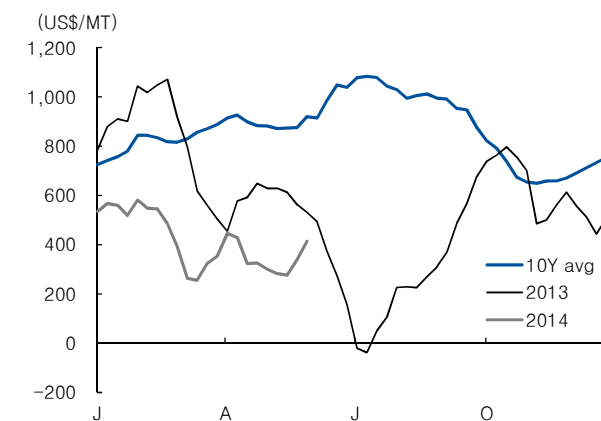
자료: 씨스کم, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 폴리에스터 가동률은 7~8월이 성수기



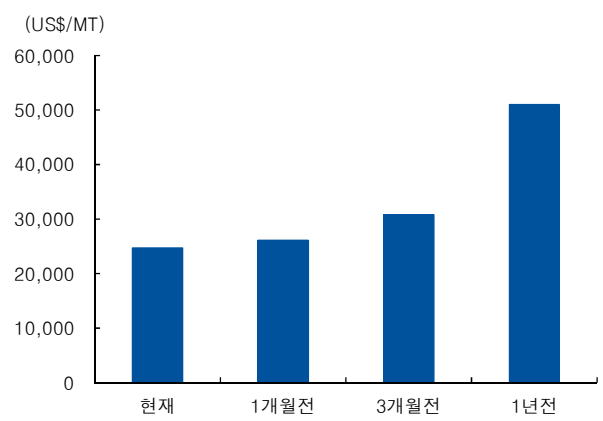
자료: 윈드, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 부타디엔 가격의 계절성: 여름철 LPG 투입 증가로 상승세



자료: 씨스کم, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 중국 Qingdao 보세구역 합성고무 재고 추이: 재고 수준 낮아 원재료 가격 상승 시 재고 축적 가능



자료: 플랏츠, KDB대우증권 리서치센터

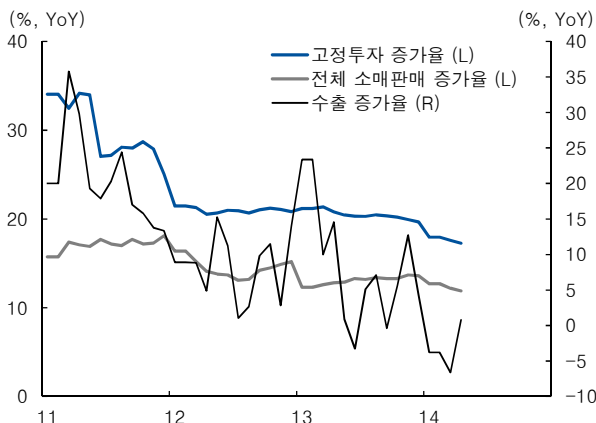
재고나 신규 증설 부담은 일정 부분 마무리가 된 상태이기 때문에 향후 수요의 얼마나 빠르게 회복되는지에 따라 업황 회복의 강도가 결정될 것이다.

선진국의 수요는 점진적으로 개선되고 있는 반면 중국의 구조조정은 당분간 지속될 전망이다, 이는 정책 변수로 예측이 어렵다는 점은 수요 측면의 불확실성이다. 그러나 미국의 경우 경기 회복세가 지속되고 있고 유럽도 ECB의 추가 부양책 실시로 점진적이지만 수요 회복이 기대된다. 중국의 구조조정도 최근에는 속도 조절에 들어가는 분위기다. 부동산 등 고정자산 투자는 추가적으로 둔화될 수 있으나 수출이 회복되고 소매판매도 추가 부양책이 나올 수 있어 저점은 통과한 것으로 판단된다. 6월은 화학 업종에 대한 관심을 늘릴 때다.

LG화학을 중심으로 비중 확대를 권유한다. LG화학은 다각화된 사업 구조를 가진 우량 화학 업체로 화학 제품 가격 반등에 따른 실적 개선이 기대되고 2~3분기 IT 성수기 진입에 따라 정보소재 및 배터리 부문 실적도 개선될 전망이다. 특히 배터리 부문은 마진율이 저조했던 원통형 배터리가 동물이 1분기 90%대로 상승한 데 이어 2분기에는 완전 가동하는 등 개선되고 있다.

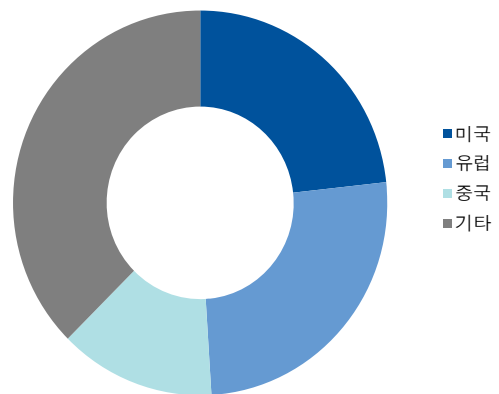
2분기 화학 업체들의 실적이 마진 둔화, 환율 하락 등으로 부진할 것으로 예상되는 가운데, 안정적인 화학 매출 구조와 IT 사업부의 성수기 진입으로 상대적으로 견조한 실적이 기대되는 점도 다운사이드 리스크를 제한한다.

그림 7. 중국 투자는 둔화되나 수출은 개선세



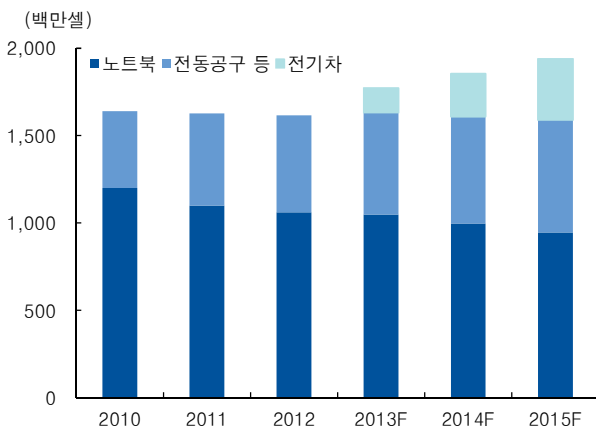
자료:CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 전세계 지역별 GDP 비중: 미국과 유럽의 비중이 큼



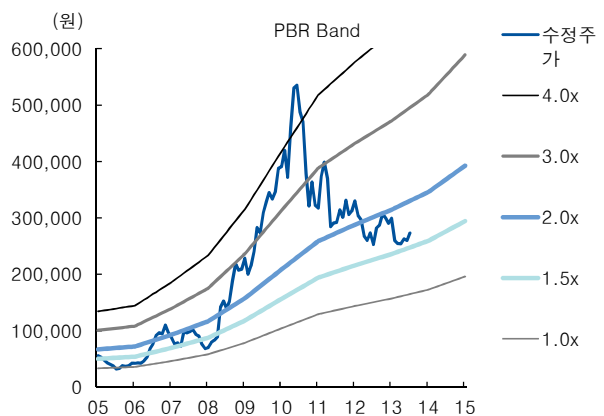
자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 전동공구 및 전기차 수요 증가로 원통형 배터리 수요 증가



자료: 산업 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. LG화학 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

3. 정유: PBR 0.6배에서 다운사이드 리스크는 제한적, 3분기 점진적 개선 전망

정유 업체들의 주요 실적 변수를 보면, PX 마진은 바닥을 통과해 점진적으로 개선되고 있으나 정제 마진은 4월 개선되었다가 5~6월에는 재차 둔화되어 엇갈리는 흐름을 보이고 있다. 유가는 점진적 개선세이나 환율이 하락해 2분기 영업 실적에 부정적 영향이 예상된다. 다만 최근 주가 하락으로 PBR 0.6배 수준까지 하락해 추가적인 다운사이드는 제한적으로 판단된다.

관건은 주요 지표들이 언제부터, 얼마나 개선될지 여부이다.

PX의 경우 마진이 반등하고 있으나 신규 증설 부담이 있어 마진이 크게 회복되기는 어려운 상황이다. 그러나 현재 수준은 재고 때문에 과도하게 떨어진 상황이고 MX 기반 설비들의 경제성을 감안할 때 하반기에는 300~350달러 수준까지는 회복될 것으로 예상된다. 윤활기유 부문은 증설이 지연되는 가운데 수요 회복으로 점진적 마진 개선이 기대된다.

정제 마진은 6월 들어 재차 하락하고 있는데 중국 고정자산 투자 둔화에 따른 경유 수요 둔화, 인도 경유 수요 부진 등이 원인으로 추정된다.

14년 1~4월까지 글로벌 석유 제품 수요를 보면(페트로넷) 미국과 유럽은 전년대비 각각 40~50만배럴/일 증가한 반면 Non OECD 지역의 수요가 전년대비 마이너스 성장해 전체 수요가 마이너스 성장한 것으로 집계되고 있다. 이는 과거 OECD 지역의 수요는 정체되거나 감소하는 반면 Non OECD 지역의 수요가 증가해 전세계 석유제품 수요가 성장했던 것과 상반된 모습이다. 특히 중국 석유제품 수요가 거의 성장하지 못하고 있는 것으로 집계된다.

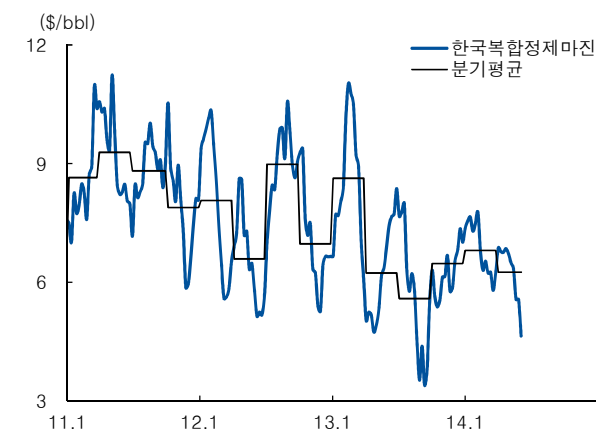
표 1. 지역별 수요 증가분 현황(1~4월 평균)

(천배럴/일)

	2013	2014
미국	-10	432
서유럽	-575	492
일본	396	-551
인도	55	215
중국	563	-11
OECD	171	302
NON OECD	1,203	-369
Total	1,373	-67

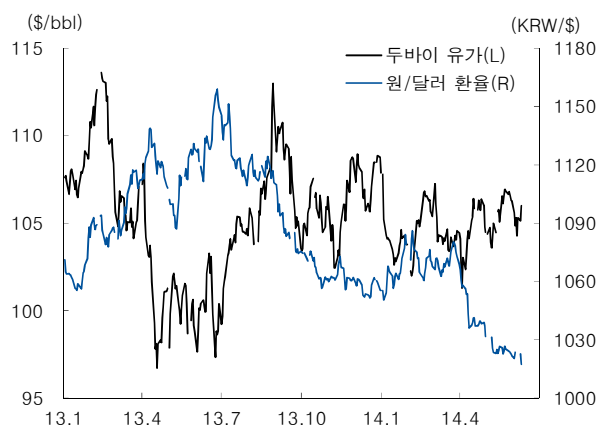
자료: 페트로넷, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 한국복합정제마진 추이: 4월 회복되다가 다시 반락



자료: 페트로넷, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 유가는 점진적 상승세, 환율은 하락세



자료: 페트로넷, KDB대우증권 리서치센터

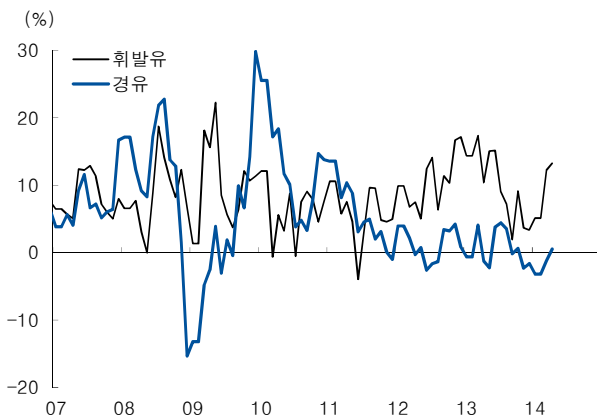
중국 수요는 휘발유 등은 건조한 반면 경유 수요가 부진하다. 결국 **중국의 경유 수요 회복이 정제 마진 회복의 열쇠로 판단된다**. 경유는 중국 산업 활동과 관계 되고 특히 건설 등 고정 투자와 관계가 깊은데 최근 중국의 부동산 경기가 급랭하면서 경유 수요가 둔화되고 있다.

3분기에는 중국이 계절적 성수기에 진입하는 만큼 현재 수준보다는 회복될 것으로 예상된다. 만약 정제 마진이 약세가 지속된다면 유럽 정유사들이 가동률을 조절해 마진이 회복될 것으로 전망된다. 로이터에 따르면 유럽 정유사들은 최근 정제 마진 약세로 인해 여름철 상당한 규모의 감산을 검토하고 있다.

전반적으로 정유 업체들의 주요 실적 변수들은 바닥을 통과 중이나 아직 속도가 빠르지는 않은 상황이다. 2분기에는 환율 등으로 영업 실적에 부정적 영향이 예상된다. **3분기부터는 중국 산업 활동 회복 등에 따라 점진적 개선이 기대된다**.

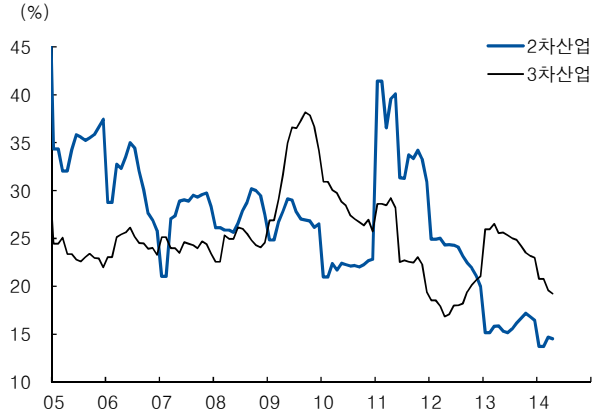
주가는 PBR 0.6배 수준까지 하락했는데, 사이클 주식이 적자가 나는 상황에서도 PBR 0.6배 이하로 하락하는 경우는 드물다. 중장기적인 사업 가치가 있기 때문이다. SK이노베이션[매수/목표가 160,000원]의 경우 윤활기유, 화학 부문에서는 올레핀 부문, 석유개발 등에서 분기당 2,000~2,500억원의 이익을 창출할 수 있고 정유 부문도 중장기적인 사업 가치가 있고, GS[매수/목표가 65,000원] 역시 GS리테일 등 내수 자회사와 발전 자회사의 성장성을 감안 시 **현 주가 수준은 과도하게 저평가된 상태로 판단된다**.

그림 13. 중국 휘발유 수요는 건조하나 경유 수요 증가를 둔화



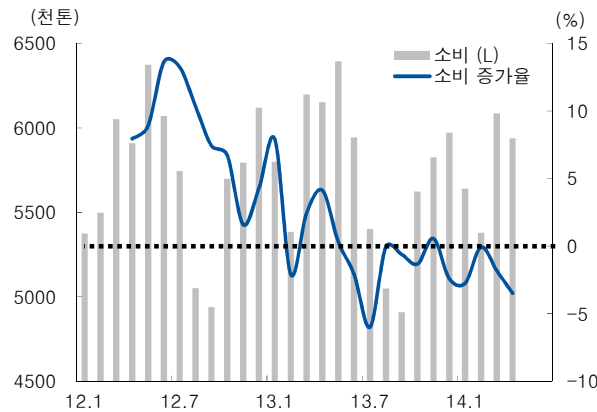
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 둔화되고 있는 중국 고정자산 투자 증가율



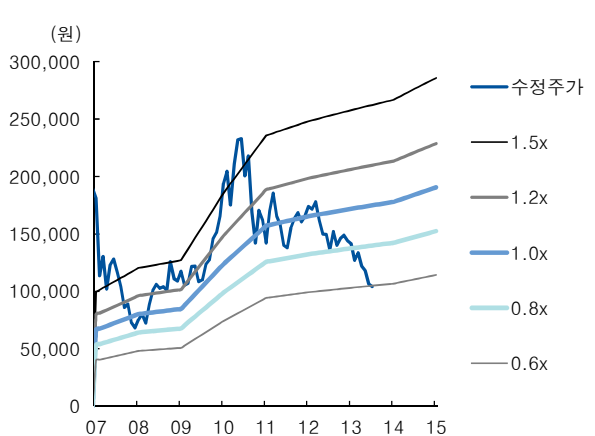
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 인도 경유 소비 증가율 추이: 부진한 수요 지속



자료: PPAC, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. SK이노베이션 PBR 밴드 차트: 금융 위기 수준의 주가



자료: KDB대우증권 리서치센터

3. [탐방노트] LG화학 [매수/목표가 330,000원]

2분기 영업이익은 4,134억원으로 환율 영향으로 인해 컨센서스는 소폭 하회할 전망이다 그러나 **건조한 수준이 예상된다**. 3분기에는 화학 제품 가격 상승과 정보소재/배터리 부문의 최 성수기 진입으로 영업이익이 5,074억원으로 추가 개선될 전망이다. 중대형 배터리 부문은 15년부터 GM 차세대 모델 출시, 신규 고객사 확보 등으로 매출이 1조원, 영업이익은 흑자 전환할 것으로 기대된다.

2분기 화학 부문은 PVC 부문 마진이 원재료인 에틸렌 가격 하락 및 인도의 수요 회복으로 전분기 대비 개선되고 있고 ABS 등 다른 부문은 전분기와 유사한 상황이다. 중국 수요는 여전히 크게 회복되지 못하고 있으나, 동종 업체들의 경우 마진 둔화로 실적이 둔화된 반면 당사는 화학 부문 **매출이 다각화되어 있고 프리미엄 제품 비중이 높아 상대적으로 실적이 건조한 것으로** 추정된다.

배터리 부문은 소형 배터리의 마진이 개선되고 있다. 이는 마진율이 저조했던 원통형 배터리 부문의 가동률이 개선되고 있기 때문이다. 원통형 배터리는 주 수요처인 노트북 수요 감소로 공급 과잉 상태였으나, 전동공구 등 비 IT 부문 수요가 꾸준히 증가하고 테슬라 전기차용 수요도 증가하면서 전반적으로 수급 상황이 개선되고 있는 것으로 추정된다. LG화학은 직접 테슬라에 납품하지는 않고 있으나 전체적인 수급 상황이 개선되고 비 IT 향 납품 비중이 늘어나면서 1분기 원통형 가동률이 90%대에서 2분기에는 완전 가동하고 있다. 폴리머 부문도 계절적 성수기 진입으로 전분기 대비 가동률이 개선되고 있다.

정보소재 부문은 1분기에 편광판 단가 인하로 어려움을 겪었으나 2분기에는 LCD TV 판매 호조 등으로 전분기 대비 출하량이 10% 이상 증가하고 있어 전분기 대비 개선세가 예상된다. LCD 유리 기판은 전분기와 유사한 상황이 이어지고 있다.

다만 **전체적으로 환율 하락으로 영업 단에서 부정적 영향**이 예상된다. 환율 10원 변동시 월 영업이익이 약 50억원 감소하는 것으로 추정되는데 1분기 대비 2분기 환율이 현재까지 약 35원 하락해 이에 따른 영향이 예상된다.

3분기 영업이익은 5,074억원으로 추가 개선될 전망이다. 3분기 성수기 진입 및 부타디엔 가격 반등으로 ABS, 합성고무 등 화학 사업부의 실적 개선이 기대된다. 정보소재 부문도 IT 최성수기에 진입해 출하량이 증가할 것으로 예상되고 중국 편광판 공장도 하반기부터 가동률이 점차 개선되어 물량 증가 효과도 기대된다. 소형 배터리 부문도 계절적 수요 증가와 하반기 고객사의 신규 모델 출시에 따라 가동률이 추가로 개선될 전망이다.

중대형 배터리의 경우 15년부터는 실적이 본격적으로 개선될 전망이다. 16~17년 GM의 2세대 모델과 자동차 업체들의 하이브리드/순수 전기차 출시가 예정되어 있어 이에 대한 수주가 15년 하반기부터 본격화될 것으로 예상되기 때문이다.

테슬라의 모델 S가 14년 4만대 판매될 것으로 예상되는 등 판매 호조를 보이고 있고, 17년에는 3만5천달러 수준의 가격에 200마일을 갈 수 있는 양산 모델을 출시할 계획을 제시함에 따라 경쟁 자동차 업체들도 차세대 모델 출시에 주력하고 있다. GM은 2016년 가격은 3만5천달러 이하의 가격에 380마일을 갈 수 있는 모델과 3만달러 가격에 300마일을 갈 수 있는 2가지 유형의 2세대 볼트 모델을 출시할 예정이고 이를 위해 GM은 자사 공장에 384백만달러를 투자할 계획이다. 그 외 자동차 업체들도 다양한 형태의 차세대 모델을 2016년경에 맞춰 출시할 예정이어서 양산 경험을 갖춘 LG화학의 수혜가 기대된다.

한편 전일 언론에 따르면 국세청은 LG화학과 LG하우시스에 대해 세무조사를 착수하였다. 결과가 나올 때까지 불확실성으로 작용할 수 있으나, 나오더라도 일회성 비용으로 영향은 일시적일 것으로 예상된다.

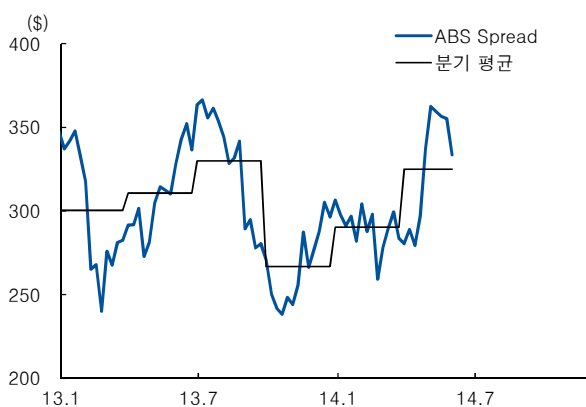
표 2. 분기별 실적 추정

(십억원, %, 달러/배럴, 원/달러)

		1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
매출액	계	5,673	5,582	5,884	5,848	6,005	6,158	6,404	6,258	23,144	22,987	24,825	25,937	27,464
	화학	4,415	4,139	4,222	4,220	4,331	4,366	4,439	4,403	17,614	16,996	17,538	17,974	17,890
	정보소재	670	692	842	842	851	912	976	915	3,166	3,045	3,655	3,795	4,092
	LCD 유리기판	18	20	23	23	26	26	28	28	39	83	108	113	313
	배터리	681	751	820	787	824	880	989	939	2,583	3,039	3,632	4,168	5,482
	소형	537	628	661	635	614	681	723	687	2,099	2,460	2,705	2,902	3,080
	중대형	131	123	160	152	210	199	266	253	496	566	927	1,266	2,402
영업이익	계	362	413	507	423	457	535	651	523	1,743	1,706	2,166	2,571	2,804
	화학	308	324	374	312	346	380	440	382	1,332	1,318	1,548	1,799	1,809
	정보소재	37	52	79	78	80	103	131	88	379	247	403	422	477
	LCD 유리기판	-11	-10	-6	-6	-4	-4	-2	-2	-66	-31	-10	-6	37
	배터리	17	37	55	32	31	52	80	53	32	142	215	350	518
	소형	23	39	57	32	31	52	74	45	64	151	202	249	278
	중대형	-4	-3	-2	0	0	0	5	8	-24	-8	13	101	240
주요 가정	Dubai Oil	104	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
	W/\$	1,069	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,090	1,032	1,050	1,050	1,050
세전이익		354	446	500	415	450	529	644	517	1,601	1,715	2,140	2,560	2,818
당기순이익		288	350	393	326	354	416	506	406	1,266	1,357	1,681	2,012	2,214

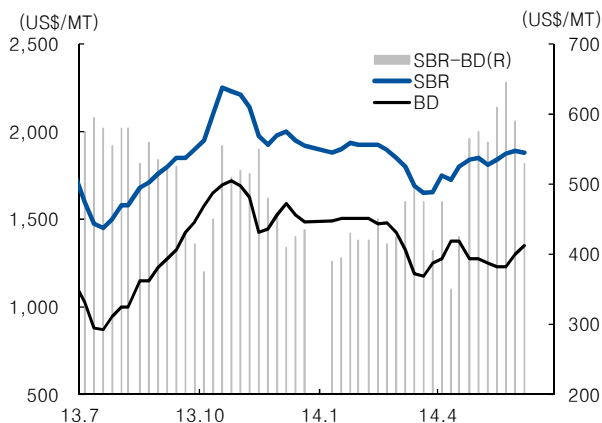
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 개선되고 있는 ABS 마진



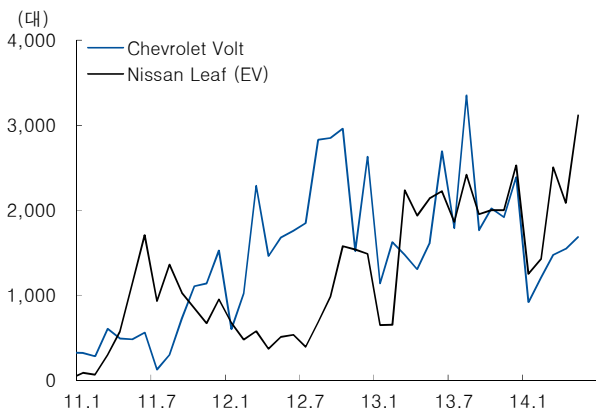
자료: 씨스캠, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 반등하는 부타디엔 가격



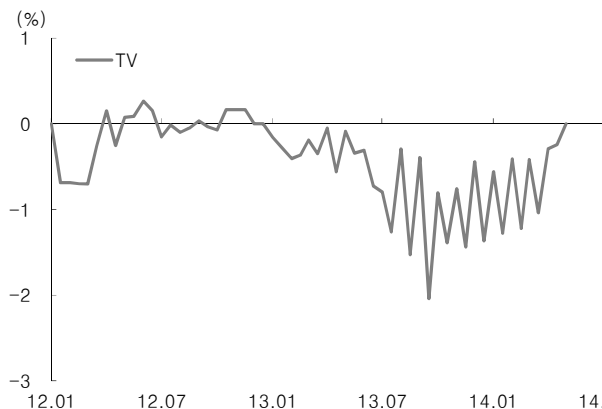
자료: 플랫츠, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 미국 전기차 판매량 추이: 5월 Leaf 판매 증가세



자료: 언론 자료, KDB대우증권 리서치센터

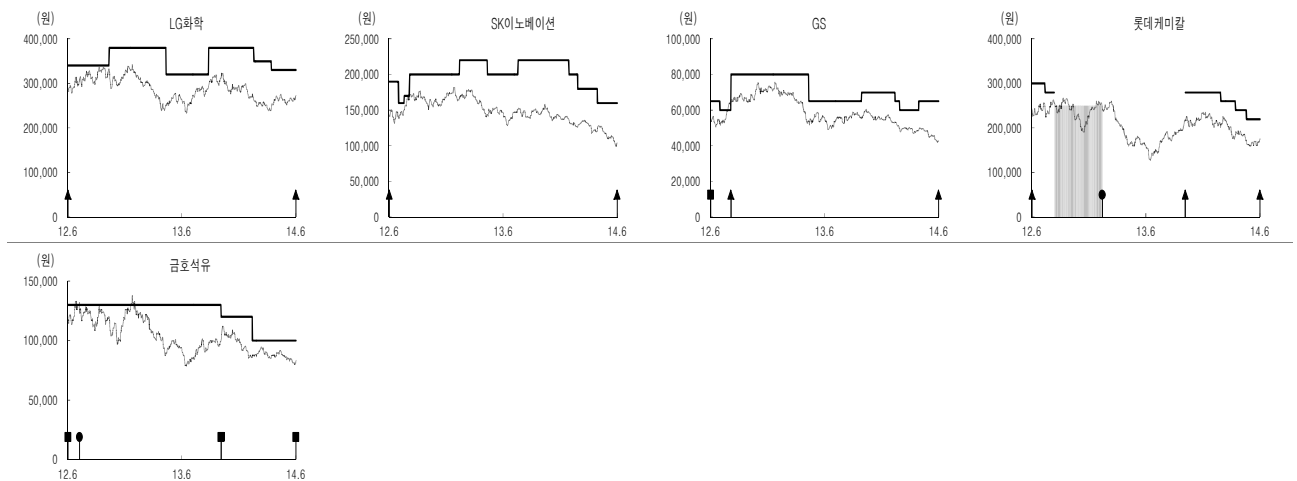
그림 20. 수요 호조로 반등하고 있는 LCD TV 패널 가격



자료: KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
LG화학(051910)	2014.03.24	매수	330,000원	롯데케미칼(011170)	2014.01.22	매수	65,000원
	2014.01.27	매수	350,000원		2013.10.07	매수	70,000원
	2013.09.04	매수	380,000원		2013.04.21	매수	65,000원
	2013.04.21	매수	320,000원		2012.08.15	매수	80,000원
	2012.10.21	매수	380,000원		2012.07.11	Trading BUY	60,000원
	2012.06.05	매수	340,000원		2012.05.14	Trading BUY	65,000원
SK이노베이션(096770)	2014.04.08	매수	160,000원	롯데케미칼(011170)	2014.04.28	매수	220,000원
	2014.02.04	매수	180,000원		2014.03.24	매수	240,000원
	2014.01.07	매수	200,000원		2014.02.05	매수	260,000원
	2013.07.28	매수	220,000원		2013.10.14	매수	280,000원
	2013.04.21	매수	200,000원		2013.01.22	중립	-
	2013.01.22	매수	220,000원		분석 대상 제외		
	2012.08.15	매수	200,000원	금호석유(011780)	2012.07.23	매수	280,000원
	2012.07.29	매수	170,000원		2012.06.05	매수	300,000원
	2012.07.11	매수	160,000원		2014.01.22	Trading BUY	100,000원
	2012.04.30	매수	190,000원		2013.10.14	Trading BUY	120,000원
GS(078930)	2014.04.08	매수	65,000원		2012.07.18	중립	-
	2014.02.06	매수	60,000원		2012.06.05	Trading BUY	130,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 증가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 롯데케미칼, 금호석유, LG화학, SK이노베이션, GS올(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 롯데케미칼, 금호석유, LG화학, SK이노베이션, GS올(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권을 발행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.