

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeasset.com

21 August 2012



What's New

업스트림 먼저

지난 12개월여 동안 지속된 원유 및 주요 석유제품의 백워데이션은 업스트림의 재고가 다운스트림보다 적음을 암시. BTX 계열 가격 강세는 장기간 지속될 것이며, 이는 석유화학 체인에서 업스트림 익스포저가 높은 정유사에게 더 유리함. 하반기 미국의 양호한 경기 모멘텀과 ASEAN 지역의 견고한 석유제품 수요는 정제마진의 상승을 이끌 것. 이는 원유가격 상승과 함께 정유사의 이익모멘텀을 더욱 강화시킬 전망. 반면 석유화학의 주요 다운스트림 제품은 재고부담이 지속되고, 마진이 추가로 하락할 위험이 있음. 미국의 셰일가스 개발은 장기적으로 정유사에게만 긍정적임. 정유업 비중확대, 석유화학업 중립. 최선호주는 S-Oil, SK 이노베이션, 호남석유화학임.

» 하반기 업스트림 중심의 반등, 정유 비중확대, 석유화학 중립

» 정유: 평균유가 US\$115/bbl, 정제마진 25% 상승

» 석유화학: 업스트림 익스포저 높은 호남석유화학 선호

하반기 업스트림 중심의 반등 전망

장기간에 걸친 원유 및 석유제품의 백워데이션은 업스트림의 재고 소진이 상당기간 진행되었음을 암시. 반면 주요 다운스트림 석유화학제품은 재고 소진이 부진한 것으로 판단. 이는 경기 회복시 업스트림의 모멘텀이 다운스트림보다 강할 것임을 의미함. 또한, 석유화학 가치사슬상 업스트림의 이익 비중은 장기적으로 상승할 것. 반면 다운스트림 주요 제품(PE, ABS, PVC 등)은 장기적인 마진 하락 압력에 직면. 따라서 업스트림 익스포저가 높은 정유사가 석유화학회사보다 유리함. 한국 정유사의 평균 업스트림 익스포저는 86%로 석유화학회사 평균 43%의 두배에 달함.

정유 비중확대, 석유화학 중립

정유업은 1) 미국의 양호한 경기 모멘텀 및 견고한 ASEAN지역 석유제품 수요, 2) 원유 및 주요 석유제품의 재고사이클 반전, 3) BTX계열 가격의 장기 강세로 지속적인 이익 증가를 예상. 한편, 석유화학업은 1) 글로벌 경기 불확실성, 2) 주요 다운스트림 제품들의 재고부담 지속, 3) 주요 체인의 다운스트림 마진 감소가 예상되어 밸류에이션 축소 상태가 하반기에도 이어질 것. 정유업 비중확대, 석유화학업 중립 제시.

정유: 하반기 정제마진 25% 상승, 평균유가 US\$115/bbl

우리는 2012년 하반기 Brent 원유의 평균 가격이 \$115/bbl로 2분기 말 \$95/bbl대비 21% 상승할 것으로 전망. 석유제품 가격 강세로 정제마진(싱가포르복합)은 2분기 평균 \$6.9/bbl에서 \$8.6/bbl로 확대될 것으로 예상. 따라서 하반기 정유업은 석유화학업 대비 밸류에이션 할인폭을 줄여갈 것으로 전망됨. 정유업 최선호주는 업스트림인 BTX계열 익스포저가 높고, 밸류에이션이 매력적인 S-Oil과 SK이노베이션임.

석유화학: 업스트림 익스포저 높은 호남석유화학 선호

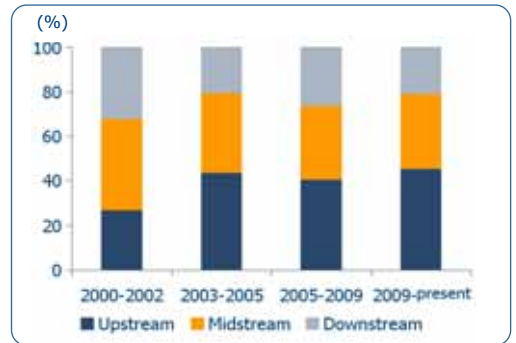
하반기 주요 석유화학 체인의 다운스트림 마진은 과거평균대비 34% 낮은 평균 \$141/톤 수준을 유지. 반면 업스트림 마진(NCC마진)은 \$499/톤으로 견조할 전망(납사가격 대비 56%). 우리는 석유화학회사 중 업스트림 익스포저가 가장 높고(61%), 밸류에이션이 매력적(12M Fwd P/B 1.2배)인 호남석유화학을 최선호주로 추천. 금호석유화학도 SBR체인의 다운스트림 마진이 견고함을 감안하면 매력적.

Stocks for action

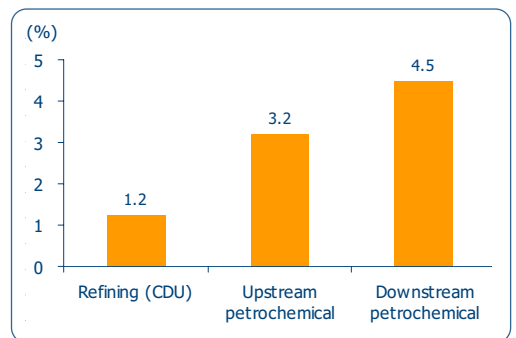
Company	Rating	Price	Target price
S-Oil (010950 KS)	BUY	110,500	150,000
SK 이노베이션 (096770 KS)	BUY	172,000	220,000
호남석유화학 (011170 KS)	BUY	262,500	320,000
GS (078930 KS)	BUY	65,900	80,000
금호석유화학 (011780 KS)	BUY	125,000	145,000
LG 화학 (051910 KS)	HOLD	328,000	335,000
한화케미칼 (009830 KS)	HOLD	21,950	21,000

Note: Prices are in KRW; Price close as of 17 August 2012

석유화학 가치사슬상 이익 비중 변화



글로벌 설비 증가 전망



PVC 현선물 스프레드 (M3-Spot)

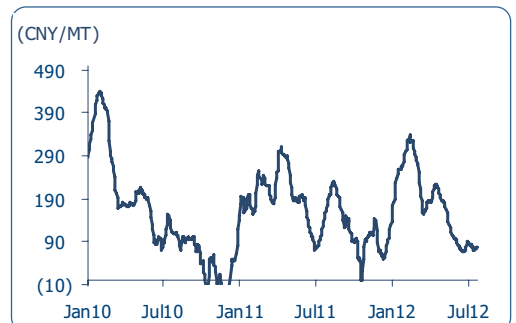
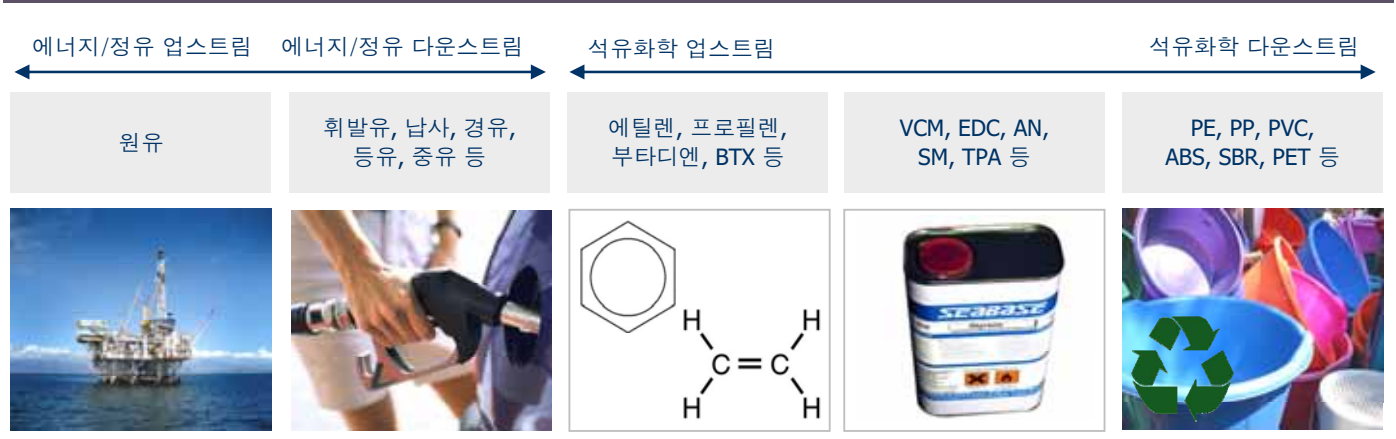


TABLE OF CONTENTS

Executive Summary	3
I. Investment strategy	5
II. 왜 정유업인가	23
III. Value chain analysis	38
IV. 셰일가스 개발은 정유사에게만 긍정적	58
Company Analysis	68
S-Oil (010950, BUY, TP 150,000 원)	69
SK 이노베이션 (096770, BUY, TP 220,000 원)	76
호남석유화학 (011170, BUY, TP 320,000 원)	83
GS (078930, BUY, TP 80,000 원)	90
금호석유화학 (011780, BUY, TP 145,000 원)	98
LG 화학 (051910, HOLD, TP 335,000 원)	105
한화케미칼 (009830, HOLD, TP 21,000 원)	114

정유/석유화학 개념도



자료: Google

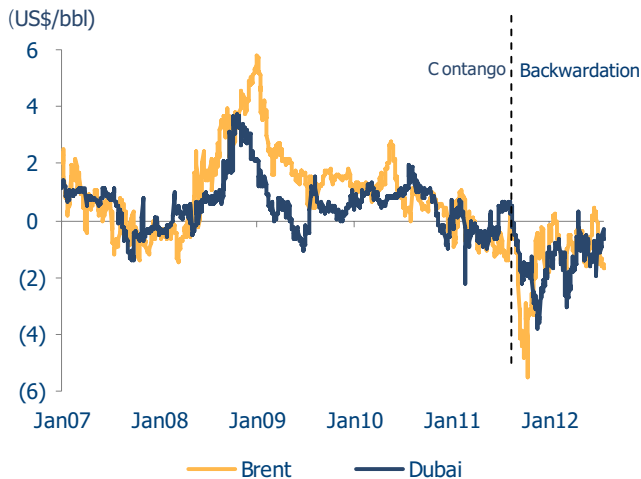
Executive summary

우리는 정유업을 석유화학업보다 선호한다. 왜냐하면 1) 하반기 미국의 양호한 경제 모멘텀과 ASEAN지역의 견고한 석유제품 수요로부터의 수혜, 2) 석유화학 가치사슬상에서의 높은 업스트림 비중, 그리고 3) 오랜 기간 지속되어 온 원유/석유제품의 백워데이션으로 인한 낮은 재고 수준 때문이다. 이는 원유가격 상승에 힘입어, 정유사의 강한 이익 모멘텀을 발생시킬 것이다. 우리는 석유화학 가치사슬상에서 차지하는 업스트림의 이익 비중이 계속 증가할 것으로 전망한다. 장기적으로 미국의 셰일가스 개발은 한국 정유사에게는 긍정적인 반면, 한국 석유화학업체는 부정적이다.

역사적으로 미국의 경제 모멘텀이 강할 때 나타났던 (특히 중국대비 경제 모멘텀이 강할 때) 주요 특징은 1) 정제마진의 상승폭이 석유화학의 NCC마진 상승폭보다 컸고, 2) 이로 인한 한국 정유주 주가의 초과 상승이었다(석유화학주 대비). 우리는 미국의 경제 모멘텀이 하반기 더 강화될 것으로 전망한다. 이는 1) 미국의 견조한 신용창출과 함께 주택시장이 개선될 것이고, 2) 상대적으로 낮은 에너지가격으로 인해 소비자와 제조업체의 수혜가 지속될 것으로 전망하기 때문이다. 현재 WTI원유는 Brent원유보다 배럴당 18달러 싸다. ASEAN지역의 견조한 석유제품 수요도 아시아지역의 정제마진 상승을 뒷받침할 것이다. ASEAN지역은 한국 석유제품 수출의 28%를 차지한다(2011년 1월~2012년 6월 누적 기준).

지난 12개월여간 지속되어 온 원유 및 주요 석유제품의 백워데이션(먼 결제월의 선물 가격이 가까운 결제월 가격보다 낮은 상태)은 업스트림에 강한 재고 소진 유인을 제공했다. 반면 석유화학 다운스트림은 백워데이션 지속 기간이 업스트림 대비 매우 짧고, 그 강도도 약하다. 이는 업스트림의 재고수준이 다운스트림의 재고수준보다 낮아졌음을 암시한다. 이런 재고 수준의 차이로 인해 경기가 회복되더라도 주요 업스트림/다운스트림 제품간 수요 모멘텀이 차별화 될 것이고, 가격은 이를 반영할 것이다. 정유사의 높은 업스트림 익스포저를 감안하면, 다운스트림에 위치하는 주요 석유화학업체보다 재고사이클상 앞서 있다.

Figure 1 주요 원유의 현선물 스프레드 (M2-Spot)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

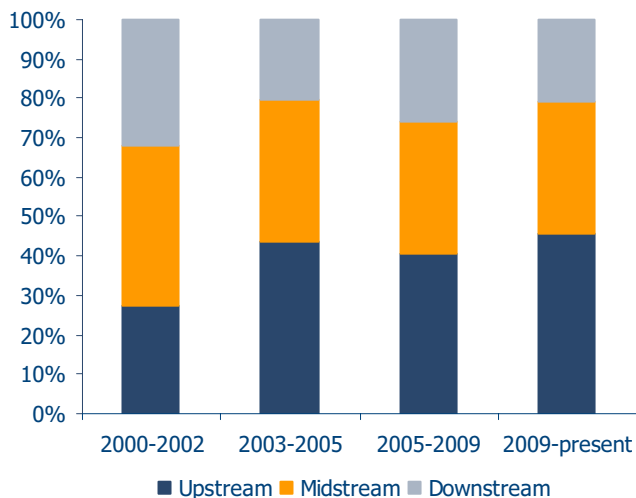
Figure 2 PVC의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

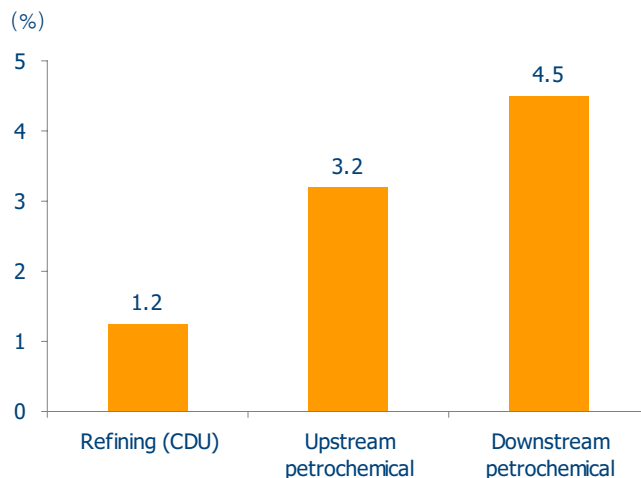
또한, 우리는 석유화학 가치사슬상 업스트림이 차지하는 이익 비중이 향후 3-5년간 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 2000년 이후 주요 석유화학 사이클을 분석해 본 결과, 업스트림 중심으로 1) 가치사슬상 이익 비중이 증가했고, 2) 하락 사이클에서의 마진 방어능력이 강해졌으며, 3) 마진의 변동성도 작아졌다. 우리는 2000년 이후 업스트림제품의 이익 비중은 18%p 증가한 반면, 다운스트림은 11%p 감소한 것으로 추정한다. 그리고 이런 추세가 지속될 것으로 전망한다. 업스트림의 설비 증가율이 다운스트림의 설비 증가율보다 작으며, 업스트림 중심으로 규모의 경제도 강화될 것으로 예상하기 때문이다. 우리는 2015년까지 상업증류설비(CDU)는 연 1.2% 증가하는 반면, 다운스트림 주요 제품의 생산설비는 평균 4.5% 증가할 것으로 전망한다.

Figure 3 석유화학 가치사슬상 이익 비중의 변화



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 글로벌 설비 증가 전망 (2015년까지 CAGR)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미국의 셰일가스 개발은 정유 및 석유화학산업에 구조적인 변화를 가져왔다. 장기적으로, 이러한 변화는 한국 정유사에 긍정적인 영향을 줄 것이다. 석유화학 회사에게는 부정적이다. 특히, PVC 및 에틸렌제인은 추가적인 다운스트림 마진 감소가 예상된다. 낮은 원재료 가격과 전기생산비용 하락으로 미국산 제품의 가격 경쟁력이 강해질 것이기 때문이다.

정유업에 대해 '비중확대', 석유화학업에 대해 '중립' 투자의견을 제시한다. 우리의 최선호주는 업스트림 비중이 높은 S-Oil과 SK이노베이션, 그리고 호남석유화학이다. 금호석유화학도 매력적이다. 원재료(부타디엔) 가격 변동성 확대에도 불구하고 SBR제인의 다운스트림 마진을 견고하게 유지하고 있으며, 밸류에이션도 매력적이기 때문이다.

S-Oil (010950 KS, BUY, TP KRW150,000; CP KRW110,500)

석유화학 가치사슬상 S-Oil의 업스트림 익스포저는 100%이다. 커버리지 7개사 중 가장 높다. 이익도 유가 상승과 정제마진 상승에 가장 민감하다. 또한 높은 배당과 함께 최고수준의 자본효율성을 자랑한다. 현주가 기준 동사의 밸류에이션(12개월 Fwd P/B 2.1배)은 동사의 높은 지속가능ROE(23.2%)를 감안하면 싸다. 유가/정제마진 상승으로 인한 강한 이익 모멘텀, 석유화학부문의 견고한 이익 기여는 주가의 상승 촉매가 될 것이다.

SK이노베이션 (096770 KS, BUY, TP KRW220,000; CP KRW172,000)

우리는 하반기 원유가격 강세를 전망한다. Brent기준으로 평균 US\$115/bbl를 기록하여, 2분기 말 US\$95/bbl보다 21% 상승할 것이다. 이는 SK이노베이션의 영업이익 증가로 직결된다. 석유화학 및 E&P부문의 견조한 이익 기여도 긍정적이다. 장기적으로 석유화학부문의 업스트림 익스포저 증가와 잠재적인 원유 및 가스관련 자산 취득은 주가의 재평가를 이끌 것이다. 현재 P/B (12개월 Fwd) 1.0배는 지속가능ROE(13.7%)와 E&P부문의 성장성을 고려하면 싸다.

호남석유화학 (011170 KS, BUY, TP W320,000; CP W262,500)

우리는 석유화학업종에서 호남석유화학을 가장 선호한다. 높은 업스트림 익스포저로 인한 C3, C4 및 BTX계열의 견고한 이익 기여를 전망하기 때문이다. 장기 전략도 업스트림 익스포저 강화에 집중될 것이다. 밸류에이션(12개월 Fwd P/B 1.2배)도 매력적이다. 우리는 호남석유화학의 2013년 영업이익률이 8.5%로 상승해 과거 5년 평균(8.2%)을 넘어설 것으로 예상된다. 목표주가 32만원(12개월 Fwd P/B기준 1.4배)이다.

I. Investment strategy

정유업에 대해 비중확대(Overweight), 석유화학업에 대해 중립(Neutral)의견을 제시한다. 석유화학 가치사슬에서 업스트림이 차지하는 이익 비중은 구조적으로 증가할 것이며, 이는 경기 사이클이 반복될수록 가속될 것이다. 불확실한 세계 경제와 잠재적인 성장을 둔화속에서도, 상대적으로 양호한 미국의 경제 모멘텀은 정유업에 더 많은 수혜를 가져올 것이다. 이미 업스트림의 재고사이클은 반전되고 있는 것으로 판단되며, 이는 업스트림 익스포저가 큰 정유사, 또는 일부 석유화학회사의 이익 사이클 개선이 임박했음을 암시한다.

업스트림 익스포저가 큰 회사는 S-Oil, SK이노베이션, 호남석유화학이며, 이들은 우리의 최선호주들이다. SBR체인에서 견고한 다운스트림 마진을 유지하고 있는 금호석유화학도 밸류에이션을 고려하면 매력적이다. 또한 정유/석유화학간 롱숏(Long-short) 전략도 추천한다.

Figure 5 종목투자 의견 및 주요 지표

	BBG Ticker	투자 의견	목표주가(원)	현재주가(원)	상승여력(%)	P/B(12m Fwd)	ROE(2013F)
Top picks							
S-Oil	010950 KS	매수	150,000	110,500	35.7	2.1	23.5
SK이노베이션	096770 KS	매수	220,000	172,000	27.9	1.0	13.8
호남석유화학	011170 KS	매수	320,000	262,500	32.0	1.2	14.7
GS	078930 KS	매수	80,000	65,900	21.4	0.9	14.4
금호석유화학	011780 KS	매수	145,000	125,000	16.0	2.0	24.0
LG화학	051910 KS	중립	335,000	328,000	2.1	2.1	16.3
한화케미칼	009830 KS	중립	21,000	21,950	-4.3	0.7	6.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Top trades

Top trades	
Long SK이노베이션	정유업종 대표주, 다변화된 이익구조, 매력적인 Valuation
Short LG화학	화학업종 대표주, 성장동력 약화로 밸류에이션 프리미엄 감소 전망
Long S-Oil	높은 업스트림 익스포저, 유가와 정제마진 상승에 가장 민감함
Short 한화케미칼	비우호적인 다운스트림 익스포저 가장 높음 (PVC등), 태양광 투자 관련 불확실성 증가

자료: 미래에셋증권 리서치센터

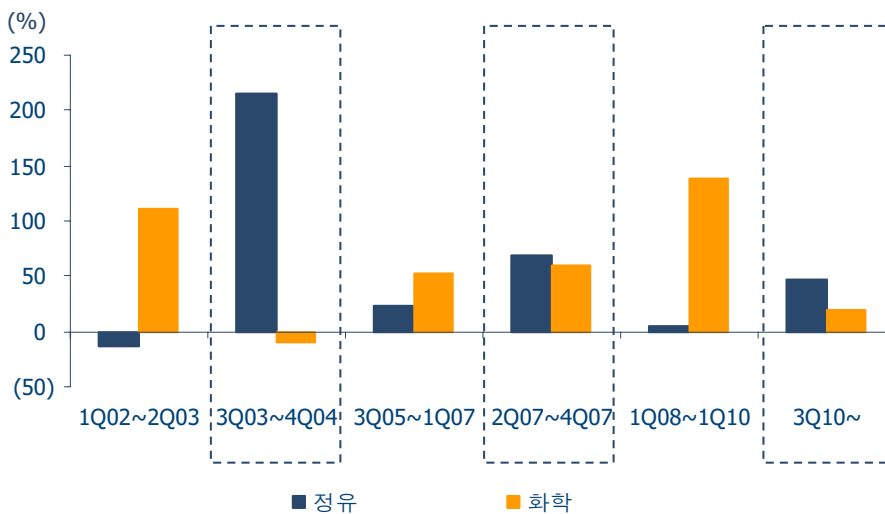
왜 정유업인가

우리가 정유업을 석유화학업대비 선호하는 이유는 다음과 같다. 1) 하반기 양호한 미국의 경기모멘텀과 견고한 ASEAN지역 석유제품 수요의 수혜, 2) 유리한 위치에 있는 재고사이클과 가치사슬 상 높은 업스트림 비중, 3) BTX계열의 장기 강세로 인한 석유화학부문에서의 견조한 수익성.

우리는 하반기 미국의 경제성장 모멘텀이 강할 것으로 전망하고 있다. 과거 미국의 경제 성장 모멘텀이 강할 때(특히, 중국대비 강할 때) 나타났던 주요 특징은 1) 정체마진 상승 속도가 석유화학부문 마진(NCC마진) 상승폭보다 크고, 2) 그로 인한 주요 정유주의 초과상승이다(주요 석유화학주 대비).

Figure 7 정유(SK 이노베이션, S-Oil) 및 화학주(LG 화학, 호남석유화학) 주가 상승률

미국의 경기모멘텀이 중국보다 강하던 시기에 정유주가 화학주대비 초과상승



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2011년 이후 원유 및 주요 석유제품의 선물커브(현선물 스프레드를 대체 지표로 삼음)는 약 12개월간 백워드이션 상태를 유지했다. 백워드이션은 재고소진의 강한 유인을 제공한다. 반면, 다운스트림 주요 석유화학제품(PE, PVC 등)은 재고소진이 업스트림대비 미진하다. 백워드이션 지속기간이 짧거나, 그 강도가 약했기 때문이다. 이러한 재고 사이클 차이로 인해 경기 회복 모멘텀이 발생하더라도, 주요 제품의 가격은 차별화될 것이다. 우리는 업스트림 비중이 높은 정유업이 화학업보다 재고 사이클상 유리한 위치에 있다고 믿는다.

Figure 8 주요 원유의 현선물 스프레드 (M2-Spot)

Brent/Dubai 원유의 백워드이션은 재고방출 유인. 업스트림의 재고방출이 12개월 이상 충분히 진행되었음을 보여줌

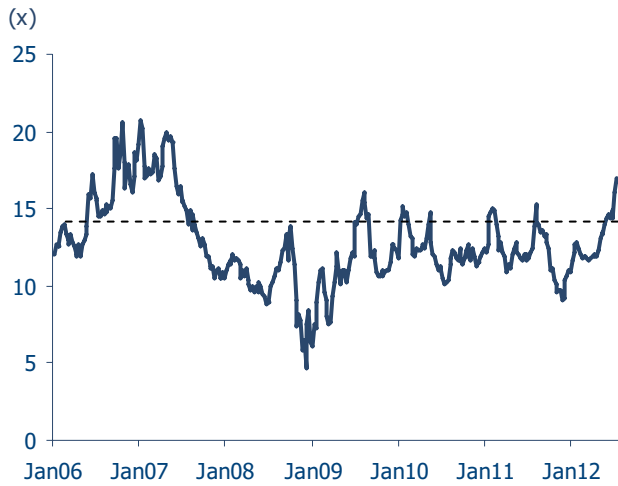


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

우리는 BTX계열(Benzene, Toluene, Xylene) 가격의 장기 강세를 예상한다. 이는 1) 북미지역 분해설비(NCC/ECC)들의 에탄가스 사용 비중이 계속 증가하고, 2) 북미지역 정유사의 BTX생산설비(또는 Reformer) 가동률이 하락할 것으로 예상하기 때문이다. BTX계열 제품 가격 강세는 석유화학업대비 정유업의 경쟁 우위로 작용한다. 2013F기준 한국 정유사의 BTX를 포함한 석유화학부문 영업이익 비중은 43.8%로 추정된다 (S-Oil 49.9%, SK이노베이션 25.4%, GS칼텍스 56.2%).

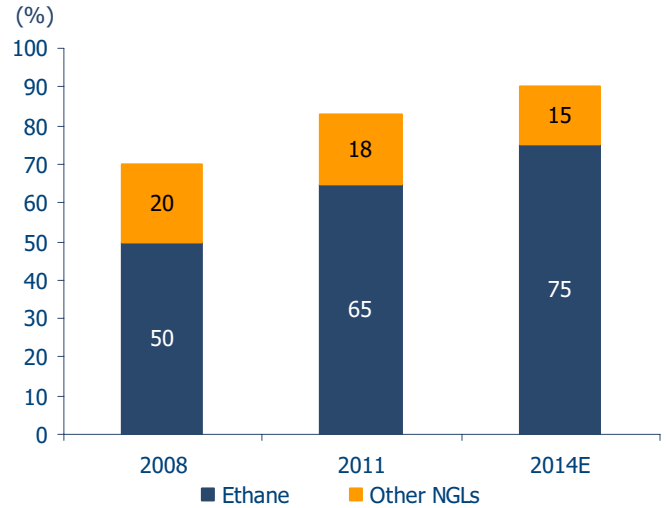
BTX 계열 대표 제품인 벤젠가격의 강세는 BTX 생산 비중이 높은 정유사에게 유리

Figure 9 벤젠가격(US\$/MT)대 원유(WTI, US\$/bb)가격 비율



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 Lyondellbasell의 에탄가스 사용 비중 추이



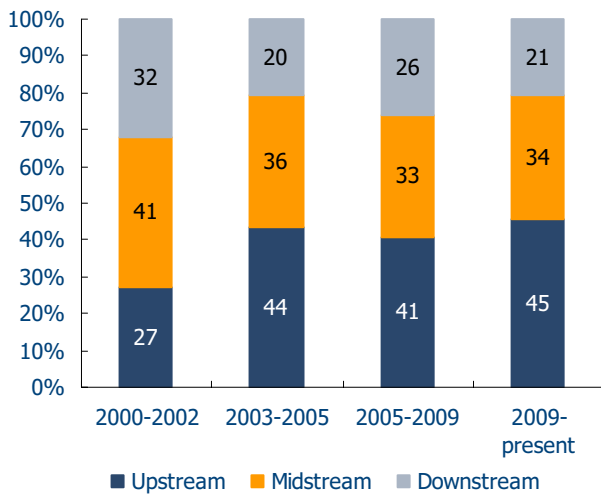
자료: Lyondellbasell

업스트림의 이익비중 증가할 것

우리는 장기적으로 석유화학산업의 가치사슬에서 업스트림의 이익 비중이 상승할 것으로 전망한다. 지난 2000년 이후 석유화학 가치사슬에서 업스트림에 가까울수록 1) 전체 가치사슬에서 차지하는 부가가치의 비중이 증가했고, 2) 하락사이클에서의 마진 방어력은 강해졌으며, 3) 마진의 변동성도 줄어들었다. 이는 1) 정제설비 및 업스트림 석유화학 설비의 제한적인 증가, 2) 업스트림 중심으로 규모의 경제가 증가했기 때문이다. 지난 10년간 상압증류설비(CDU)는 연평균 1.1% 증가한 반면, 업스트림 석유화학설비는 평균 3.9%, 다운스트림 석유화학설비는 평균 4.7% 증가했다.

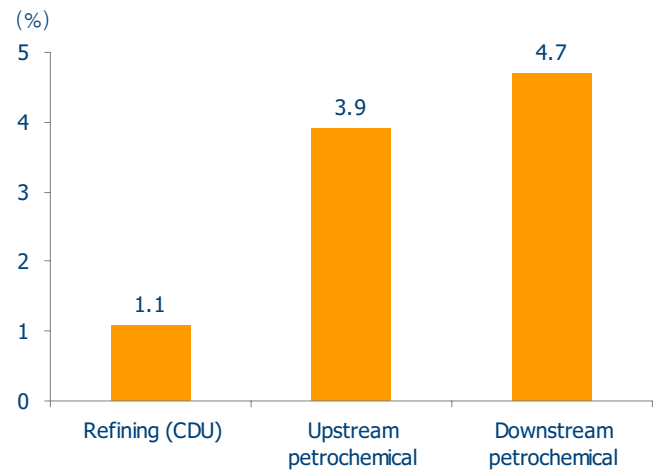
우리의 분석에 따르면, 석유화학 가치사슬에서 차지하는 다운스트림 이익 비중은 2000년 이후로 11%p 하락 (각 경기사이클 평균값 기준) 하였다. 반면 같은 기간 업스트림은 18%p 상승했고 미드스트림(midstream)은 7% 하락하였다. 프로필렌, 부타디엔과 BTX계열 위주로 업스트림의 마진 개선이 이루어졌으며, ABS체인과 PE체인의 다운스트림 마진 감소가 두드러졌다.

Figure 11 업스트림-다운스트림의 이익 비중 변화



자료: 각 사, Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

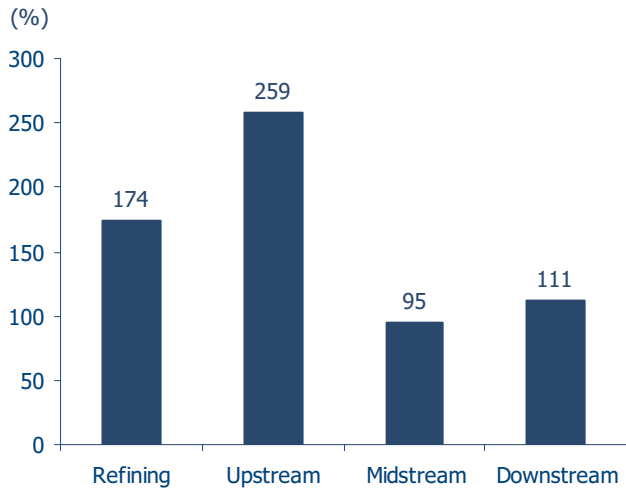
Figure 12 글로벌 설비증가 (10y CAGR, 2000-2011)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

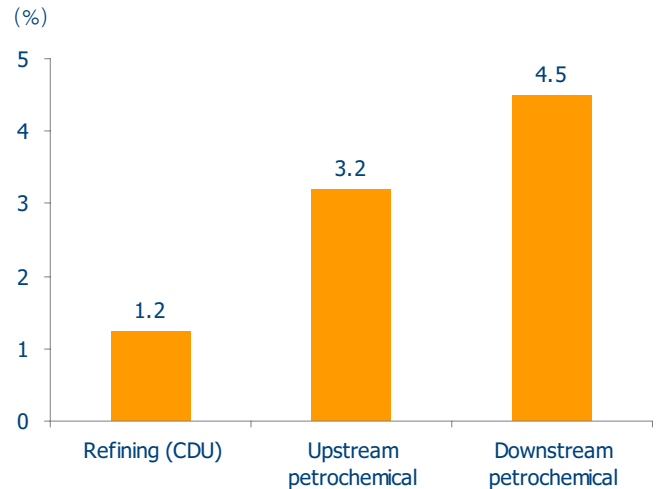
경기 사이클이 상승 반전할 때는 업스트림의 마진 회복 폭도 컸다. 업스트림 석유화학부문의 마진 상승폭은 평균 259%(직전 저점대비)였고 정제마진은 평균 174% 상승했다. 반면 다운스트림은 111%, 미드스트림은 91% 상승하는데 그쳤다. 이는 여러 번의 경기순환주기를 거칠수록 업스트림의 가격 결정력이 강해졌음을 보여준다. 우리는 다음 사이클도 예외가 아니라고 생각한다. 2015년까지 상압증류설비 증가율은 연 1.2%에 불과한 반면, 다운스트림 석유화학설비는 평균 4.5% 증가할 것으로 전망되기 때문이다.

Figure 13 업스트림-다운스트림 마진 상승폭 비교 (직전사이클 저점 대비)



자료: 미래에셋증권 리서치센터
 Note: 직전사이클의 저점 대비 회복률

Figure 14 글로벌 설비 증가 전망 (2015년까지 CAGR)

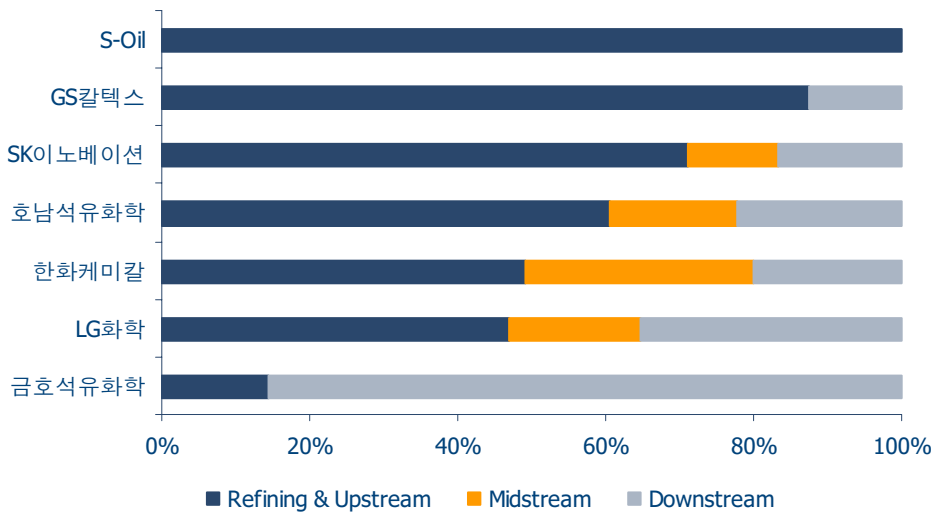


자료: IEA, ICIS News, 미래에셋증권 리서치센터

2012년 6월말 생산설비 기준으로 석유화학의 가치사슬상에서 정유사의 업스트림 익스포저는 86%이며 석유화학회사는 43%로 추정된다. 다운스트림 익스포저는 석유화학회사가 41%로 정유사의 10%대비 31%p 높다.

한화케미칼은 가치사슬상 가장 비우호적인 PVC체인의 미드-다운스트림 비중이 높다. 금호석유화학의 경우 SBR체인상 다운스트림(86%)에 위치해 있으나, SBR체인 다운스트림에서 강력한 마진 방어능력과 강한 마진 회복력을 보여주고 있다. LG화학은 가치사슬 전 부문에 걸친 균형잡힌 익스포저를 갖고 있다.

Figure 15 커버리지 회사별 업스트림-다운스트림 비중 추정치



정유사들의 석유화학 업스트림 익스포저가 월등히 높음

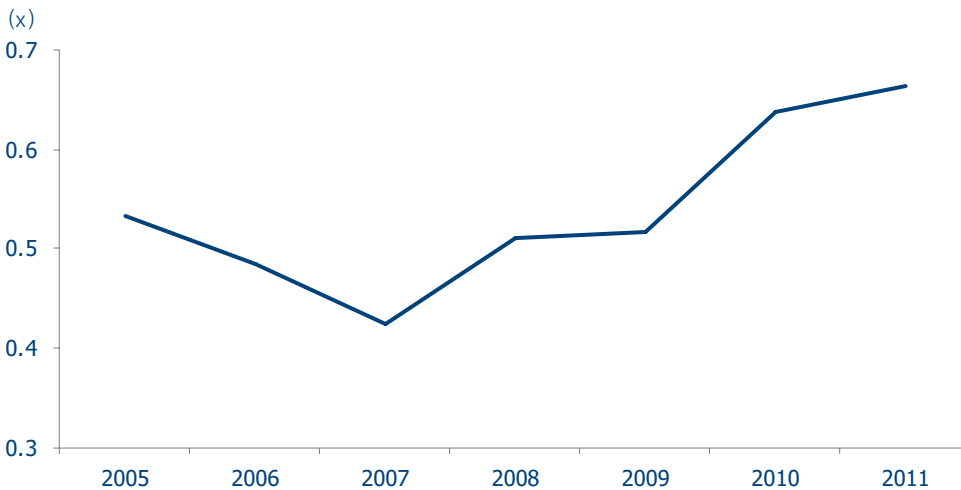
자료: 미래에셋증권 리서치센터
 Note: 위 익스포저는 미래에셋증권이 각 회사의 생산설비 등을 감안하여 추정한 수치임. 따라서 매출액비중이나 영업이익 비중으로 해석하는 것은 부적절하며, 회사간 비교지표로만 활용할 것을 권고함.

세일가스 개발, 정유사에게만 긍정적

북미지역의 세일가스의 개발은 정유 및 석유화학산업에 이미 구조적인 변화를 촉발시켰다. 이로 인해 한국의 정유사에게는 긍정적, 석유화학업체에는 부정적인 영향이 예상된다. 특히 PVC체인과 에틸렌체인의 다운스트림 마진은 장기적인 하락 압력에 직면할 것으로 전망한다. 원재료(에틸렌) 및 전기생산비용 하락으로 수혜를 보는 미국산 제품의 경쟁력이 강화될 것이기 때문이다.

2008년 이후 미국의 에틸렌폴리머와 PVC등의 수출량은 61% 증가했다. PVC의 중국향 수출량은 다섯배로 늘어났다. 이는 북미지역의 값싼 석유화학제품이 아시아지역에 이미 영향을 미치고 있음을 보여준다. 특히 PVC처럼 원재료인 에틸렌과 제조과정에서 에너지(전기)가 많이 필요한 제품일수록 북미의 경쟁력이 강화될 것이다. 한편 북미지역의 C3 이상 폴리머와 BTX계열 폴리머의 경우 에틸렌계열 폴리머대비 수출 증가율이 낮다. 이는 NCC와 정유사 리포머 가동률 하락과 밀접한 연관이 있으며, C3이상과 BTX계열의 가격 강세로 인해 가격 경쟁력이 오히려 약해졌기 때문이다.

Figure 16 미국의 에틸렌폴리머/프로필렌폴리머 수출량 비율



미국산 에틸렌계열 제품의 경쟁력이 상대적으로 높아졌음

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

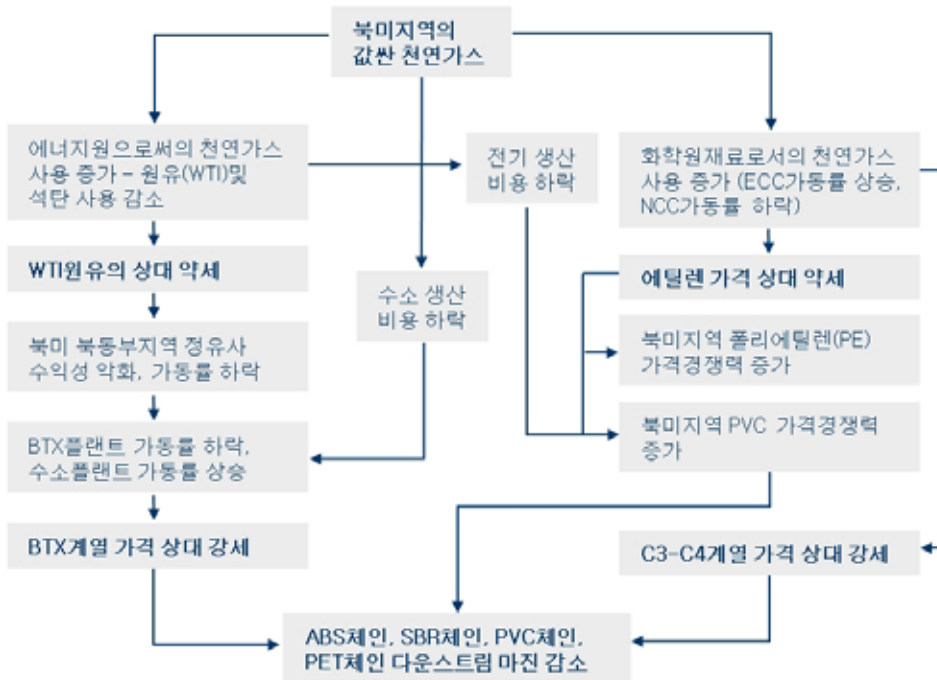
이러한 구조적인 변화가 아시아지역 정유/석유화학업체에 주는 부정적 영향은 다음과 같다. 1) 에틸렌체인의 전반적인 마진 감소, 2) PVC체인의 다운스트림 마진 감소, 3) 연료유 가격 약세로 인한 정제 마진의 하락 압력, 그리고 4) 휘발유/납사 가격의 상대적 약세(디젤/등유 대비)이다.

하지만 긍정적인 영향도 있다. 1) BTX계열(방향족) 부산물의 가격 강세, 2) 프로필렌, 부타디엔의 희소가치 증가, 3) 발전연료 가격 하락으로 인한 전력 비용 감소, 그리고 4) 디젤/등유의 상대적 강세 등이다.

이중에서 BTX계열의 장기 강세는 석유화학의 주요 체인에 다음과 같은 구조적 변화를 유발할 것이다: 1) ABS체인의 다운스트림 마진 감소, 업스트림 마진 확대, 2) PVC체인의 미드스트림 마진 감소, 3) PET체인, SBR체인의 다운스트림 마진 감소. 이중 SBR체인은 부타디엔 가격 변동성 확대로 인해 다운스트림 마진 변동성도 확대될 것으로 예상된다.

종합하면, 한국의 정유업에는 긍정적인 영향이 예상되는 반면, 석유화학업에는 부정적인 영향이 더 크다. 특히 에틸렌, PVC체인 비중이 높고, 그중에서도 다운스트림 비중이 높은 석유화학 회사는 세일가스 개발로 인한 부정적 영향이 클 것이다.

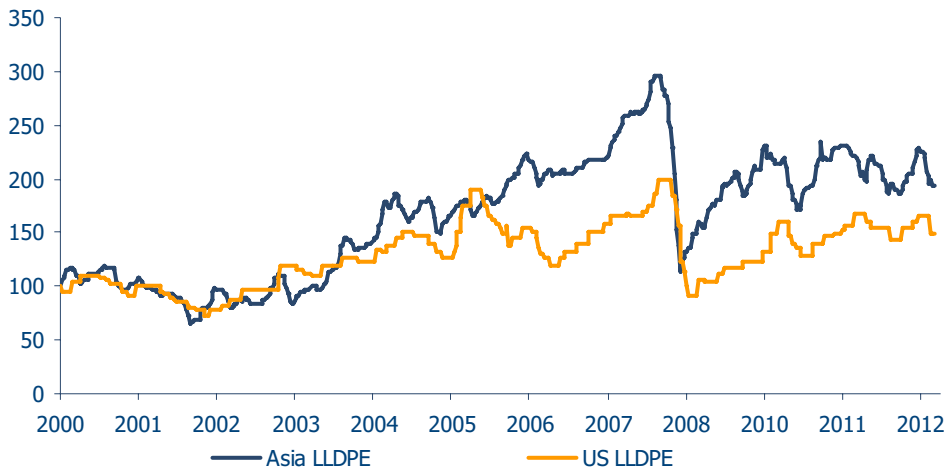
Figure 17 셰일가스 개발의 영향



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 LLDPE 가격 추이 아시아 vs 북미

(Jan.2000 = 100)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

폴리에틸렌의 일종인 LLDPE는 2006년 이후 미국산이 아시아산보다 훨씬 저렴해짐

Top picks

S-Oil (010950 KS, BUY, TP KRW150,000; CP KRW110,500)

S-Oil의 석유화학 가치사슬상 업스트림 비중은 100%이다. BTX(연 140만톤)와 PX(연 180만톤)를 바탕으로 석유화학부문 업스트림에서 가장 유리한 위치를 점하고 있다. 우리의 민감도 분석에 따르면, S-Oil의 영업이익은 유가가 US\$1/bbl 상승할 때마다 150억원 (2012F 영업이익대비 1.4%), 정제마진이 US\$1/bbl 상승할 때마다 3,090억원 (2012F 영업이익대비 29%) 증가한다. S-Oil의 과거 3년 배당성향은 49%로 커버리지 회사 평균 19%보다 월등히 높다. 상반기 일시적인 실적악화에도 불구하고, 우리는 S-Oil의 배당수익률이 2012년 3.2%에 이를 것으로 전망한다(Kospi 평균: 1.6%). 우리는 하반기 유가 및 정제마진 상승에 힘입은 강력한 이익 모멘텀, 석유화학부문의 견고한 이익 기여가 주가 상승의 촉매가 될 것으로 전망한다.

SK이노베이션 (096770 KS, BUY, TP KRW220,000; CP KRW172,000)

우리는 하반기 원유가격(Brent기준)이 평균 US\$115/bbl로 상승할 것으로 예상한다. 이는 2분기말 가격인 US\$95/bbl보다 21% 높다. 유가 상승은 SKI의 영업이익 증가로 직결된다. 우리는 3분기와 4분기 SK이노베이션의 영업이익을 각각 8,931억원, 6,777억원으로 전망하며 이는 1) 계절적 수요 증가로 인한 유가 상승, 2) 미국 경제 모멘텀 강화로 인한 정제마진 상승(싱가폴복합GRM기준 \$8.6/bbl 예상), 3) 견조한 석유화학/E&P부문의 이익 기여 때문이다. 현 주가 기준 12개월 Fwd P/B는 1.0배로 지속가능ROE 13.7%와 E&P부문의 성장 가능성을 고려하면 싸다.

호남석유화학 (011170 KS, BUY, TP W320,000; CP W262,500)

우리가 호남석유화학을 선호하는 이유는 1) 석유화학회사 중 업스트림 비중이 가장 높아 마진의 회복속도가 가장 빠를 것으로 예상되며, 2) 프로필렌, 부타디엔, BTX계열의 이익비중이 증가할 것이고, 3) 밸류에이션도 매력적이기 때문이다. 우리는 2012년 하반기 이후 석유화학부문의 업스트림제품 가격과 마진이 점진적으로 회복하며, 2013년 중 과거 5년 평균 수준(8.2%)을 상회하는 영업이익률 8.5%를 회복할 것으로 예상한다. 목표주가 320,000원은 12개월 Fwd BPS대비 1.4배를 적용, 현 주가 대비 상승여력은 22%이다.

Top trades

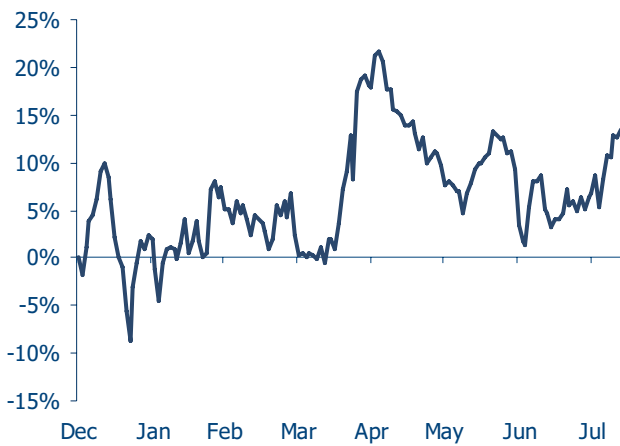
우리는 다음과 같은 Long-short 투자 전략을 추천한다. 정유/화학간 트레이딩 페어로는 1) Long SK이노베이션 - Short LG화학, 2) Long S-Oil - Short 한화케미칼, 정유업종내 트레이딩 페어로는 Long S-Oil - Short GS홀딩스, 화학업종내 트레이딩 페어로는 Long 호남석유화학 - Short 한화케미칼을 추천한다.

Figure 19 Top trades

Top trades	
Long SK이노베이션	정유업종 대표주, 다변화된 이익구조, 매력적인 Valuation
Short LG화학	화학업종 대표주, 성장동력 약화로 밸류에이션 프리미엄 감소 전망
Long S-Oil	높은 업스트림 익스포저, 유가와 정제마진 상승에 가장 민감함
Short 한화케미칼	비우호적인 다운스트림 익스포저 가장 높음 (PVC등), 태양광 투자 관련 불확실성 증가
Long S-Oil	높은 업스트림 익스포저, 유가와 정제마진 상승에 가장 민감함
Short GS	비 정유 계열사로 인해 상대적으로 이익 민감도 낮음
Long 호남석유화학	높은 업스트림 익스포저, 강한 이익 모멘텀 (2013F)
Short 한화케미칼	비우호적인 다운스트림 익스포저 가장 높음 (PVC등), 태양광 투자 관련 불확실성 증가

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 수익률 추이: Long SKI - Short LG화학



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 수익률 추이: Long S-Oil, Short 한화케미칼



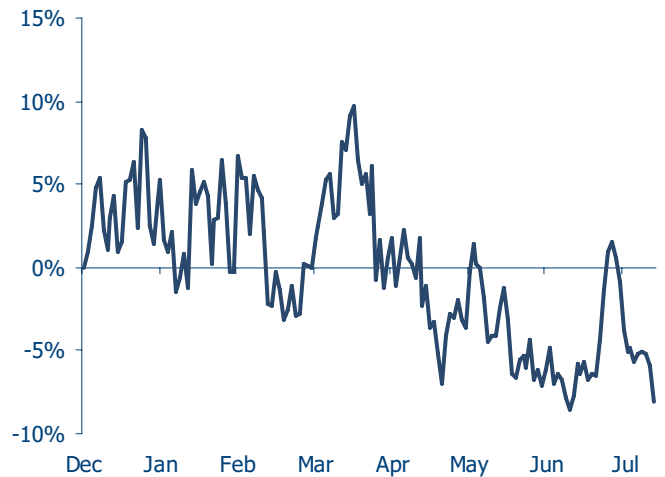
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 22 수익률 추이: Long S-Oil, Short GS



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 수익률 추이: Long 호남석유화학, Short 한화케미칼



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 24 Comparison table

		SKI	SOIL	GSH	LGC	HPC	KKPC	HWC
Code		096770 KS	010950 KS	078930 KS	051910 KS	011170 KS	011780 KS	009830 KS
Rating		BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD
Target price (KRW)		220,000	150,000	80,000	335,000	320,000	145,000	21,000
Current price (17 Aug, KRW)		172,000	110,500	65,900	328,000	262,500	125,000	21,950
Upside (%)		27.9	35.7	21.4	2.1	21.9	16.0	-4.3
Target PB (x)		1.3	2.9	1.1	2.1	1.4	2.2	0.7
Long-term ROE (%)		13.7	23.2	14.5	16.9	15.3	24.3	8.5
Cost of equity (%)		11.5	10.0	13.5	9.5	11.5	12.5	11.0
Long-term growth (%)		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Sales	2011	68,477	31,914	8,493	22,676	15,700	6,457	7,943
(KRW bn)	2012F	76,578	35,950	9,957	23,708	15,887	6,313	6,744
	2013F	81,373	38,165	12,160	25,655	17,570	7,073	7,549
	2014F	87,906	39,838	12,949	27,779	19,099	7,633	7,985
Operating profit	2011	2,842	1,634	930	2,835	1,491	842	326
(KRW bn)	2012F	2,392	1,072	850	2,114	652	365	210
	2013F	3,073	1,865	1,239	2,504	1,486	602	344
	2014F	3,402	2,102	1,406	3,006	1,759	759	414
Net income	2011	3,169	1,191	774	2,138	978	506	254
(KRW bn)	2012F	1,571	802	625	1,613	466	253	163
	2013F	2,271	1,424	997	1,889	1,032	433	292
	2014F	2,521	1,604	1,145	2,270	1,235	551	342
OPM (%)	2011	4.2	5.1	11.0	12.5	9.5	13.0	4.1
	2012F	3.1	3.0	8.5	8.9	4.1	5.8	3.1
	2013F	3.8	4.9	10.2	9.8	8.5	8.5	4.6
	2014F	3.9	5.3	10.9	10.8	9.2	9.9	5.2
ROA (%)	2011	9.7	10.3	7.9	15.3	10.0	11.4	2.2
	2012F	4.5	5.9	5.4	9.8	4.2	5.2	1.3
	2013F	6.1	10.1	7.4	10.3	8.6	8.1	2.2
	2014F	6.3	11.0	7.8	11.3	9.4	9.2	2.3
ROE (%)	2011	23.7	24.5	13.6	24.4	17.4	44.5	6.2
	2012F	10.5	14.8	10.0	15.8	7.4	16.5	3.9
	2013F	13.8	23.5	14.4	16.3	14.7	24.0	6.7
	2014F	13.6	23.0	14.5	16.9	15.3	24.6	7.4
Div yield (%)	2011	1.6	4.3	2.0	1.2	0.7	1.6	2.1
	2012F	1.6	3.1	2.0	1.0	0.4	0.8	1.1
	2013F	2.0	5.2	2.6	1.1	0.7	1.2	1.8
	2014F	2.3	5.9	3.0	1.2	0.8	1.4	2.1
EPS growth (%)	2011	178.3	63.2	-4.3	-0.9	23.7	-12.1	-36.5
	2012F	-50.4	-32.7	-19.2	-24.5	-52.3	-50.0	-35.7
	2013F	44.6	77.6	59.5	17.1	121.3	71.3	79.3
	2014F	11.0	12.6	14.9	20.2	19.7	27.3	17.0
P/E (x)	2011	5.1	10.8	8.1	11.3	8.6	6.9	12.2
	2012F	10.3	16.1	10.0	15.0	17.9	13.8	19.0
	2013F	7.1	9.0	6.3	12.8	8.1	8.1	10.6
	2014F	6.4	8.0	5.4	10.6	6.8	6.3	9.1
adj. P/B (x)	2011	1.1	2.5	1.0	2.5	1.4	2.4	0.7
	2012F	1.0	2.3	1.0	2.3	1.3	2.2	0.7
	2013F	0.9	2.0	0.8	2.0	1.1	1.7	0.7
	2014F	0.8	1.7	0.7	1.7	1.0	1.4	0.7
adj. BPS (KRW)	2011	155,551	44,796	63,540	129,918	193,276	51,891	29,513
	2012F	165,171	48,028	68,080	144,392	204,393	57,853	29,886
	2013F	185,900	55,989	77,872	166,671	235,025	71,569	31,583
	2014F	208,799	63,792	89,030	193,633	271,801	89,158	33,572
EPS (KRW)	2011	33,816	10,214	8,172	29,074	30,701	18,124	1,793
	2012F	16,760	6,876	6,603	21,940	14,634	9,059	1,152
	2013F	24,230	12,211	10,531	25,688	32,386	15,517	2,066
	2014F	26,900	13,753	12,097	30,872	38,776	19,750	2,416
DPS (KRW)	2011	2,800	4,800	1,350	4,000	1,750	2,000	450
	2012F	2,800	3,450	1,350	3,200	950	1,000	250
	2013F	3,500	5,800	1,700	3,500	1,750	1,500	400
	2014F	4,000	6,500	2,000	4,000	2,000	1,800	450

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 25 주요 가격 전망

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Crude oil (US\$/bbl)										
Brent	54.6	65.5	72.6	97.4	61.6	79.9	111.6	110.0	115.0	119.0
Dubai	49.2	61.6	68.4	93.6	61.7	78.2	106.2	105.0	110.0	114.0
Oil products (US\$/bbl)										
Gasoline	62.3	73.5	83.0	102.7	70.3	88.5	119.8	121.1	126.5	130.0
Diesel	70.0	81.6	89.1	122.7	69.9	91.6	126.3	123.0	128.5	132.5
Jet/Kero	67.5	80.6	86.6	121.4	69.9	90.2	125.6	121.9	127.2	131.0
Fuel oil (Bunker)	36.1	45.8	53.1	72.5	55.8	69.6	95.7	96.0	102.0	105.0
Naphtha	51.7	62.3	75.4	89.6	59.8	78.7	102.4	98.4	103.0	109.0
Petrochemicals (US\$/MT)										
Olefins										
Ethylene	868	1,114	1,122	1,162	817	1,078	1,172	1,100	1,140	1,175
Propylene	910	1,080	1,081	1,211	903	1,199	1,416	1,272	1,320	1,375
Butadiene	1,227	1,352	1,046	2,028	1,010	1,890	2,921	2,802	3,040	3,245
BTX										
Benzene	823	864	1,023	981	681	917	1,101	1,131	1,240	1,315
Toluene	677	826	859	929	686	838	1,076	1,102	1,160	1,235
Xylene	635	846	863	902	701	865	1,204	1,209	1,340	1,445
PE chain										
LDPE	1,131	1,236	1,440	1,610	1,173	1,457	1,568	1,251	1,290	1,315
LLDPE	1,063	1,230	1,337	1,505	1,147	1,289	1,312	1,210	1,260	1,275
HDPE	1,051	1,247	1,360	1,500	1,145	1,218	1,344	1,276	1,320	1,345
MEG	871	850	1,105	930	619	882	1,180	972	1,002	1,090
PP chain										
PP	1,070	1,224	1,322	1,461	1,053	1,292	1,512	1,335	1,380	1,430
AN	1,348	1,511	1,770	1,862	1,239	2,189	2,342	1,944	2,096	2,160
PVC chain										
VCM	635	641	736	800	655	834	910	773	716	696
PVC	812	829	942	1,033	800	986	1,063	921	856	836
ABS chain										
AN	1,348	1,511	1,770	1,862	1,239	2,189	2,342	1,944	2,096	2,160
SM	1,051	1,160	1,317	1,266	949	1,194	1,392	1,368	1,463	1,529
ABS	1,394	1,506	1,659	1,818	1,356	1,925	2,135	1,969	2,121	2,213
SBR and PET chain										
SBR	1,478	1,631	1,763	2,451	1,483	2,226	3,713	3,071	3,245	3,426
PX	903	1,154	1,132	1,165	981	1,042	1,538	1,456	1,620	1,735
TPA	805	898	881	886	828	964	1,266	1,078	1,145	1,208
PET	1,040	1,112	1,185	1,182	966	1,215	1,613	1,344	1,399	1,484

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 26 주요 스프레드 전망

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Oil product (vs. Dubai, US\$/bbl)										
Gasoline	13.1	11.9	14.6	9.1	8.7	10.3	13.6	16.1	16.5	16.0
Diesel	20.8	20.0	20.7	29.1	8.2	13.4	20.1	18.0	18.5	18.5
Jet/Kero	18.3	19.0	18.2	27.8	8.3	12.0	19.4	16.9	17.2	17.0
Fuel oil (Bunker)	-13.1	-15.9	-15.3	-21.1	-5.9	-8.5	-10.5	-9.0	-8.0	-9.0
Naphtha	2.5	0.7	7.0	-4.1	-1.8	0.6	-3.8	-6.6	-7.0	-5.0
Refining margin										
Singapore simple	1.8	-0.3	1.7	0.4	0.7	0.9	3.7	3.1	3.8	3.4
Singapore complex	6.9	5.5	7.6	6.2	3.7	4.6	8.2	7.9	8.6	8.5
(Singapore complex/Dubai)	14.0%	9.0%	11.1%	6.6%	6.0%	5.9%	7.8%	7.6%	7.8%	7.5%
Petrochemicals (US\$/MT)										
Vs Naphtha										
Ethylene	381	533	425	335	260	352	231	202	200	180
Propylene	423	498	384	385	347	472	475	374	380	380
Butadiene	740	770	349	1,202	454	1,164	1,980	1,903	2,100	2,250
Benzene	336	282	326	154	124	190	160	233	300	320
Toluene	191	245	162	103	130	112	136	203	220	240
Xylene	148	264	166	76	144	139	263	311	400	450
(NCC margin)	420	507	367	435	285	465	544	509	551	571
PE chain (vs Ethylene)										
LDPE	264	122	319	448	356	378	396	150	150	140
LLDPE	195	115	215	343	330	211	140	110	120	100
HDPE	183	132	238	339	329	139	172	176	180	170
MEG	436	291	543	347	210	341	593	420	430	500
PP chain (vs Propylene)										
PP	161	144	241	250	150	94	96	63	60	55
AN	627	655	913	902	523	1,239	1,220	936	1,050	1,070
PVC chain (vs Mix)										
VCM	144	10	100	143	193	223	246	150	70	30
PVC	177	188	206	233	145	152	154	148	140	140
ABS chain (vs. Mix)										
AN	534	553	813	726	432	1,112	1,041	936	1,050	1,070
SM	184	194	228	198	204	198	229	202	202	202
ABS	223	208	297	204	318	299	107	85	90	80
SBR and PET chain										
SBR	320	354	611	720	497	608	1,389	828	820	850
PX	268	308	269	263	280	177	334	247	280	290
TPA	229	161	158	142	202	299	285	148	110	100
PET	39	33	41	90	24	68	98	65	50	50

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 27 민감도 분석

		SKI	SOIL	GSH	LGC	HPC	KKPC	HWC
Oil price	+US\$10/bbl	11%	14%	7%	NA	NA	NA	NA
Refining margin	+1US\$/bbl	18%	29%	19%	NA	NA	NA	NA
Upstream petrochemical margin	+10%	2%	7%	4%	3%	6%	2%	5%
Downstream petrochemical margin	+10%	1%	0%	1%	3%	3%	9%	5%
FX (KRW/USD)	KRW 10% appreciation	11%	37%	17%	1%	3%	4%	38%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

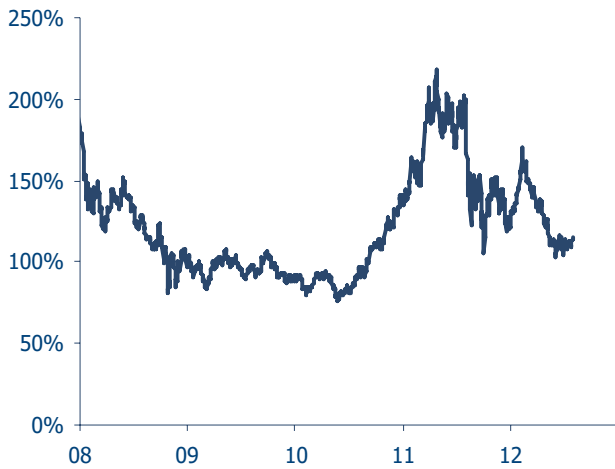
Figure 28 Global peer valuation

(USD m, USD, %, x)														
Company	Code	Current price	Market cap.	FY	Revenue	OP	NP	EPS growth	NP growth	PER	PBR	ROE	ROA	Financial leverage (FY12)
Oil														
EXXON MOBIL	XOM US	88.4	408,049.1	12E	471,832	64,929	35,387	-10.7	-13.6	11.8	2.1	22.7	17.1	2.1
				13E	460,503	60,210	36,119	5.5	2.1	11.1	1.9	21.0	15.9	
PETRO CHINA	857 HK	1.3	255,012.3	12E	332,167	38,651	26,691	30.6	30.6	10.3	1.4	16.8	8.5	1.8
				13E	358,705	43,796	30,925	15.9	15.9	9.4	1.3	18.7	9.0	
ROYAL DUTCH SHELL	RDSA NA	35.5	228,587.3	12E	465,829	42,901	26,462	1.4	2.9	8.4	1.2	15.0	14.3	2.1
				13E	457,795	45,768	27,928	5.0	5.5	8.0	1.1	14.2	12.9	
CHEVRON	CVX US	112.7	221,054.7	12E	239,230	39,951	24,948	-6.4	-7.3	9.0	1.6	19.1	14.0	1.7
				13E	234,541	38,017	24,141	-3.6	-3.2	9.3	1.5	17.0	13.1	
BP	BP/ LN	7.1	135,762.5	12E	347,759	25,657	18,244	-17.3	-15.6	7.6	1.1	14.4	7.9	2.7
				13E	352,834	29,661	20,169	8.2	10.5	7.0	1.0	15.4	8.7	
SINOPEC	386 HK	1.0	84,349.3	12E	407,213	16,628	10,979	-4.6	-4.6	8.6	1.0	14.0	6.0	2.4
				13E	417,584	21,851	14,728	29.5	29.5	7.2	1.0	17.0	7.2	
CNOOC	883 HK	2.0	89,674.8	12E	33,603	16,591	12,361	11.9	11.9	8.5	1.8	26.9	18.9	1.5
				13E	36,239	17,273	12,873	4.1	4.1	8.5	1.6	23.5	17.2	
THAI OIL	TOP TB	2.1	4,353.9	12E	13,551	514	368	-24.1	-24.8	11.7	1.6	14.1	7.2	2.0
				13E	13,241	554	431	17.5	17.0	10.0	1.5	15.4	8.7	
TOTAL	FP FP	49.8	117,794.8	12E	234,951	30,129	14,796	1.5	2.8	7.7	1.2	16.4	14.8	2.4
				13E	235,081	31,068	15,314	2.6	3.5	7.5	1.1	15.3	14.4	
ONGC	ONGC IN	5.1	43,334.4	12E	25,927	7,738	4,741	9.4	9.3	9.0	1.8	21.3	13.5	1.7
				13E	28,500	7,913	4,666	-1.4	-2.9	9.2	1.6	18.1	12.1	
OIL INDIA	OINL IN	8.6	5,174.7	12E	1,829	717	636	28.6	26.3	7.5	1.6	20.7	16.6	1.3
				13E	1,942	835	636	-7.6	0.5	8.1	1.4	18.5	14.6	
PETROBRAS	PBR US	22.3	142,738.8	12E	144,244	23,054	16,584	-29.7	-26.2	9.0	0.7	9.6	3.9	1.8
				13E	151,595	25,807	18,376	13.5	10.8	7.9	0.7	10.0	5.4	
GAZPROM	GAZP RM	4.9	115,909.5	12E	157,395	48,667	38,635	-1.9	-1.6	3.0	0.4	15.2	11.1	1.5
				13E	163,859	48,084	37,172	-6.8	-3.8	3.2	0.4	12.9	9.7	
Refinery														
S-OIL	010950 KS	97.4	10,960.7	12E	31,695	945	707	-32.7	-32.7	16.1	2.3	14.8	5.9	2.5
				13E	33,648	1,645	1,255	77.6	77.6	9.0	2.0	23.5	10.1	
GS	078930 KS	58.1	5,394.8	12E	8,778	749	551	-19.2	-19.2	10.0	1.0	10.0	5.4	1.8
				13E	10,721	1,093	879	59.5	59.5	6.3	0.8	14.4	7.4	
SK INNOVATION	096770 KS	151.5	14,012.4	12E	67,514	2,109	1,386	-50.5	-50.5	10.3	1.0	10.5	4.5	2.2
				13E	71,742	2,709	2,005	44.7	44.7	7.1	0.9	13.8	6.1	
RELIANCE	RIL IN	14.7	47,990.7	12E	63,529	5,459	3,970	0.2	-0.4	12.8	1.5	12.6	6.8	2.0
				13E	63,062	4,875	3,538	-1.9	-3.8	13.1	1.4	11.3	6.3	
FPCC	6505 TT	3.0	28,570.3	12E	28,985	244	594	-26.6	-27.6	50.1	4.0	9.4	4.6	2.0
				13E	28,813	869	1,157	104.7	94.9	24.5	3.8	16.5	8.5	
VALERO ENERGY	VLO US	28.8	15,886.3	12E	130,248	3,697	2,126	-4.9	-11.0	7.6	0.9	10.7	5.0	2.6
				13E	125,876	3,878	2,421	16.0	13.9	6.6	0.8	12.2	6.6	
JX HOLDINGS	5020 JT	5.2	13,080.2	12E	130,752	3,504	2,213	-46.2	-42.3	5.7	0.6	9.9	2.5	3.8
				13E	131,108	2,072	1,384	-35.3	-39.8	8.9	0.6	6.3	2.4	
TUPRAS	TUPRS TI	22.3	5,591.8	12E	25,209	749	648	-6.8	-4.2	9.0	2.1	24.7	5.9	3.5
				13E	25,694	877	633	4.0	-2.3	8.7	1.9	23.9	6.1	
Petrochemical														
LG CHEM	051910 KS	289.0	19,151.5	12E	20,902	1,864	1,422	-24.5	-24.5	15.0	2.3	15.8	9.8	1.6
				13E	22,618	2,208	1,665	17.1	17.1	12.8	2.0	16.3	10.3	
HONAM PETROCHEMICAL	011170 KS	231.3	7,368.5	12E	14,007	574	411	-52.3	-52.3	17.9	1.3	7.4	4.2	1.7
				13E	15,490	1,310	910	121.3	121.3	8.1	1.1	14.7	8.6	
HANWHA CHEMICAL	009830 KS	19.3	2,713.0	12E	5,946	185	144	-35.7	-35.7	19.0	0.7	3.9	1.3	2.6
				13E	6,656	304	258	79.3	79.3	10.6	0.7	6.7	2.2	
KUMHO PETROCHEMICAL	011780 KS	110.1	3,355.5	12E	5,566	322	223	-50.0	-50.0	13.8	2.2	16.5	5.2	2.9
				13E	6,236	531	382	71.3	71.3	8.1	1.7	24.0	8.1	
BASF	BAS GY	76.5	70,293.4	12E	94,664	11,263	6,277	-12.3	-12.3	11.4	2.2	19.6	10.8	2.6
				13E	97,239	11,761	6,902	11.1	10.0	10.2	2.0	19.4	10.7	
DU PONT	DD US	50.7	47,123.4	12E	40,510	5,821	3,996	7.9	8.2	12.0	4.4	37.7	9.1	5.1
				13E	43,045	6,324	4,373	9.8	9.4	10.9	3.6	33.4	9.5	
DOW CHEM	DOW US	30.2	36,134.9	12E	57,727	4,524	2,334	-24.6	-23.4	15.2	1.6	10.9	4.7	3.8
				13E	60,373	5,365	3,237	36.5	38.7	11.1	1.5	13.8	5.8	
SHIN-ETSU CHEM	4063 JP	55.6	24,006.8	12E	13,159	1,911	1,263	-8.8	-8.3	18.6	1.3	7.1	7.1	1.2
				13E	13,778	2,107	1,438	11.8	11.1	16.6	1.2	7.6	7.7	
FPC	1301 TT	2.8	16,868.8	12E	5,348	298	853	-33.4	-34.7	20.1	2.1	9.9	-	1.4
				13E	5,553	405	1,169	38.1	37.2	14.6	2.1	10.0	-	
LYONDELLBASELL	LYB US	49.2	28,310.8	12E	45,142	4,455	2,915	0.6	0.9	9.7	2.2	24.5	14.2	2.2
				13E	46,215	4,733	3,205	10.6	9.9	8.8	1.9	22.4	13.8	

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

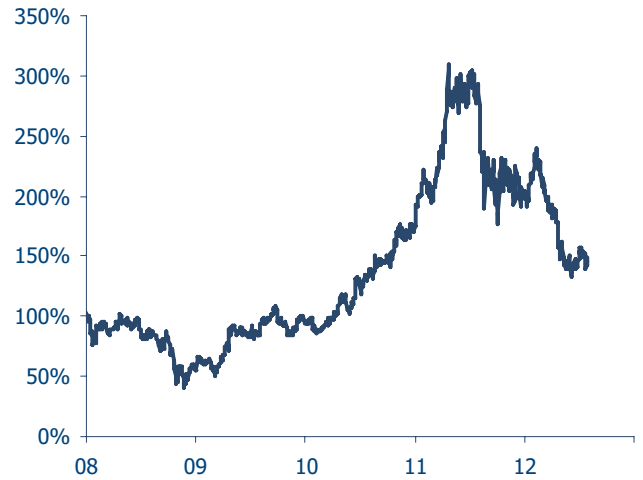
Valuation charts

Figure 29 정유업 12MF P/B



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 30 석유화학업 12MF P/B



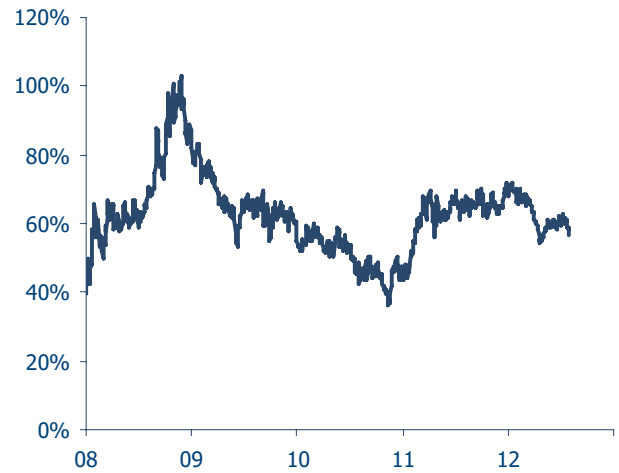
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 31 상대 P/B - 석유화학업/정유업



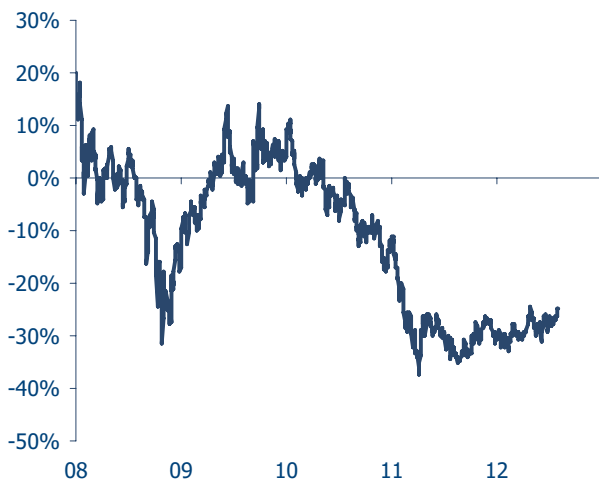
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 32 상대 P/B - S-Oil vs 정유업



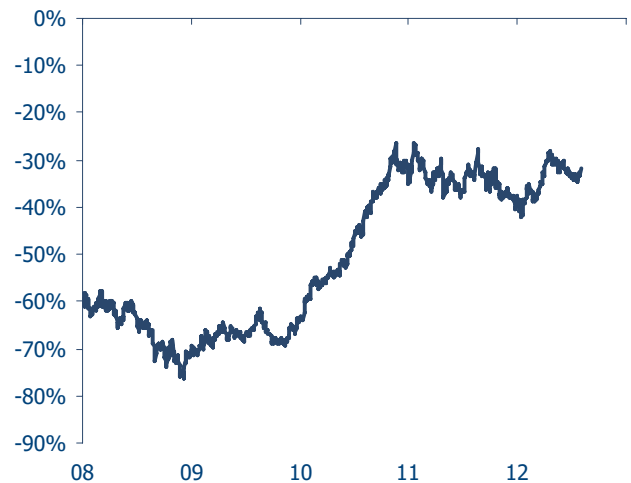
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 33 상대 P/B - SK이노베이션 vs 정유업



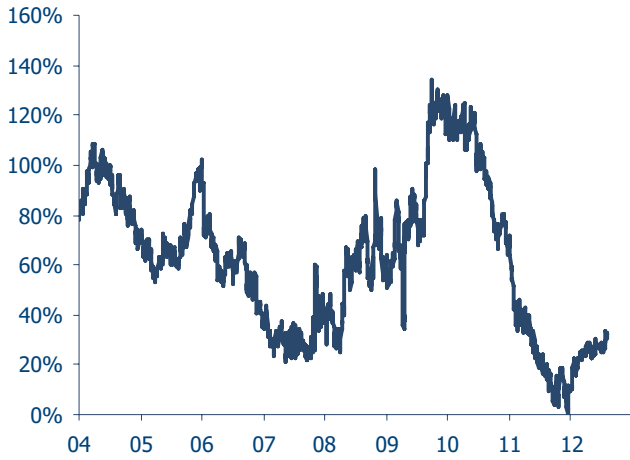
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 34 상대 P/B - GS vs 정유업



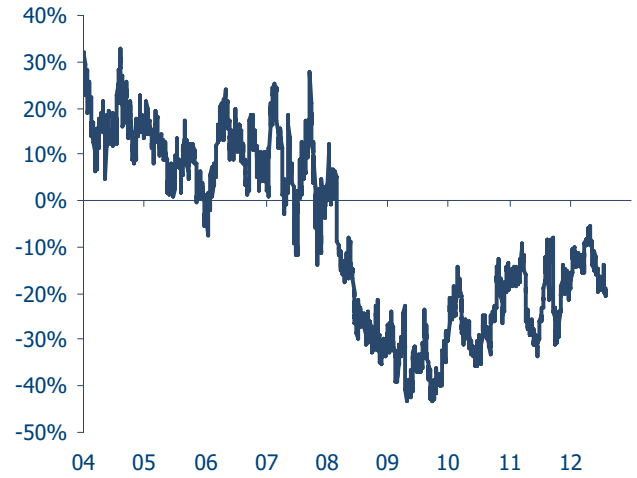
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 35 상대 P/B – LG화학 vs 석유화학업



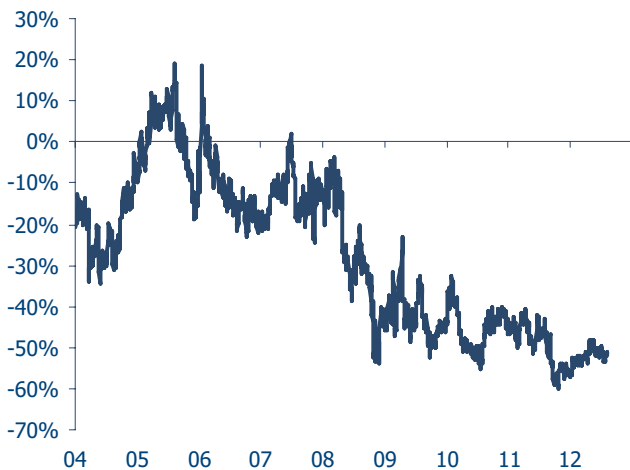
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 36 상대 P/B – 호남석유화학 vs 석유화학업



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 37 상대 P/B – 한화케미칼 vs 석유화학업



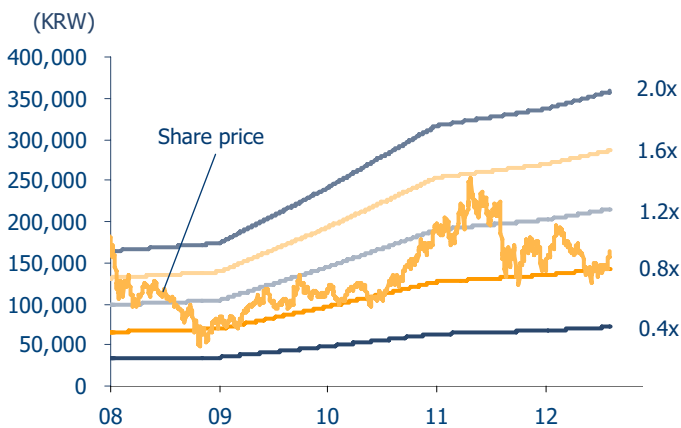
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 38 상대 P/B – 금호석유화학 vs 석유화학업



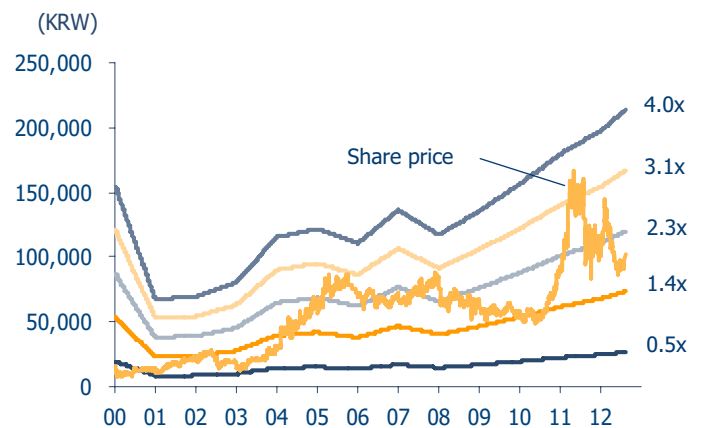
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 39 P/B band: SK 이노베이션



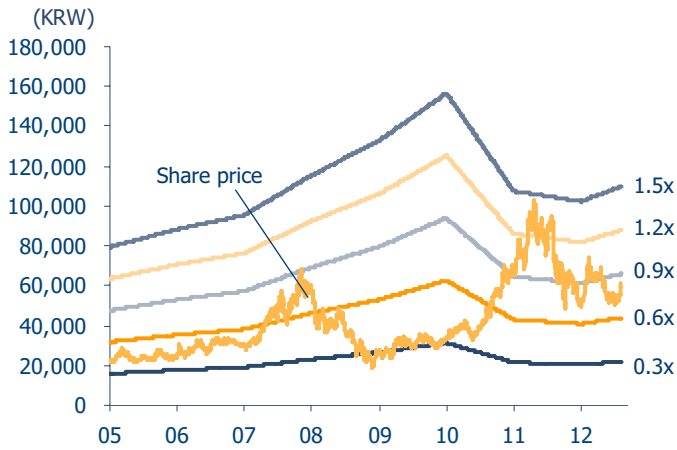
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 40 P/B band: S-Oil



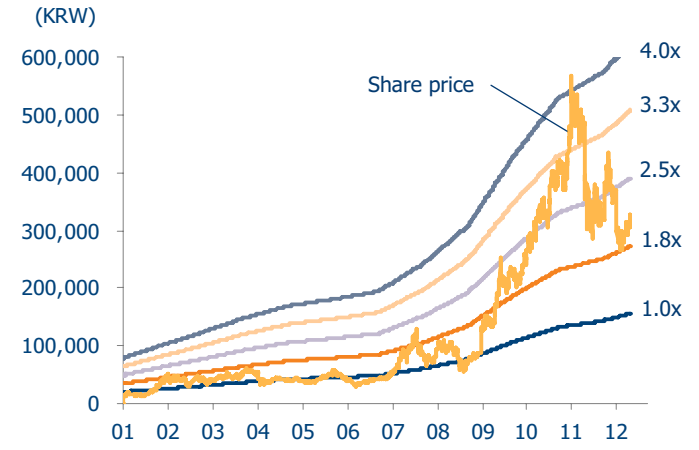
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 41 P/B band: GS



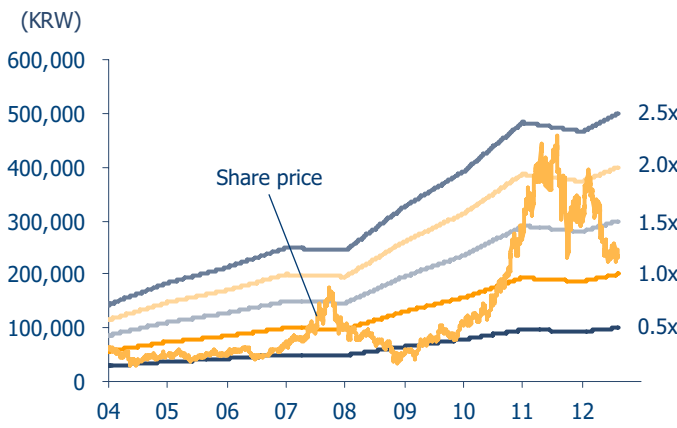
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 42 P/B band: LG 화학



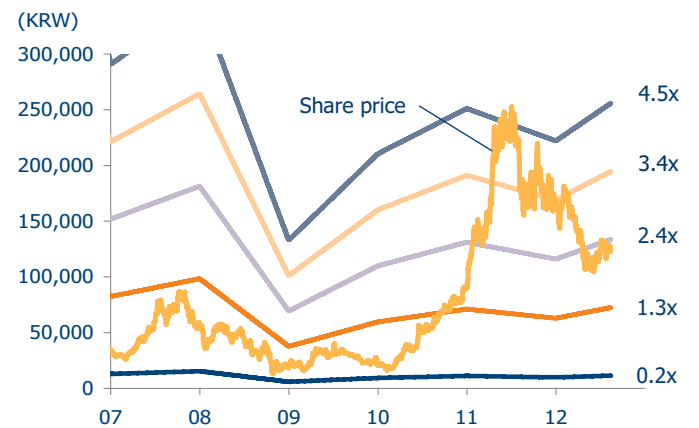
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 43 P/B band: 호남석유화학



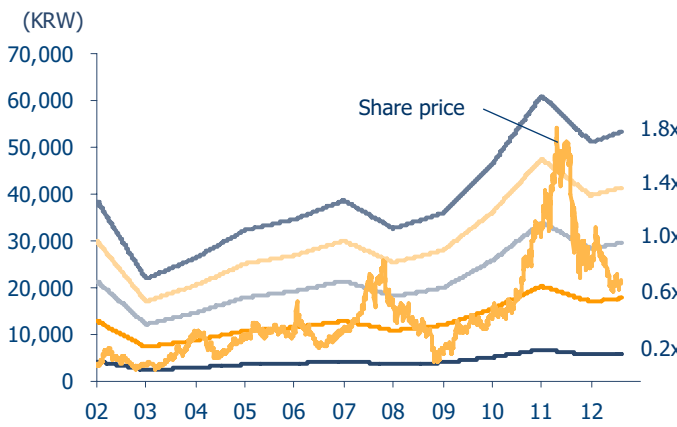
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 44 P/B band: 금호석유화학



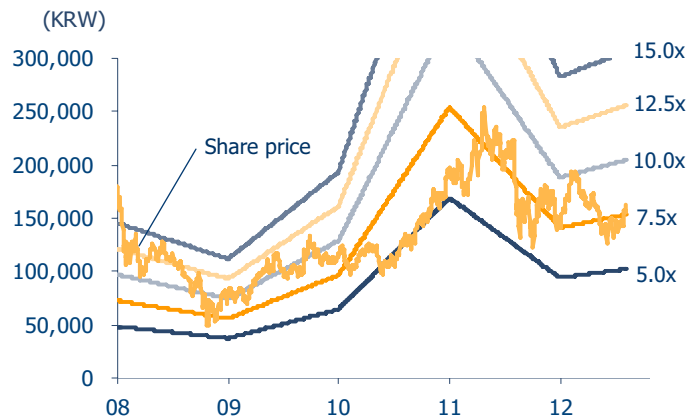
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 45 P/B band: 한화케미칼



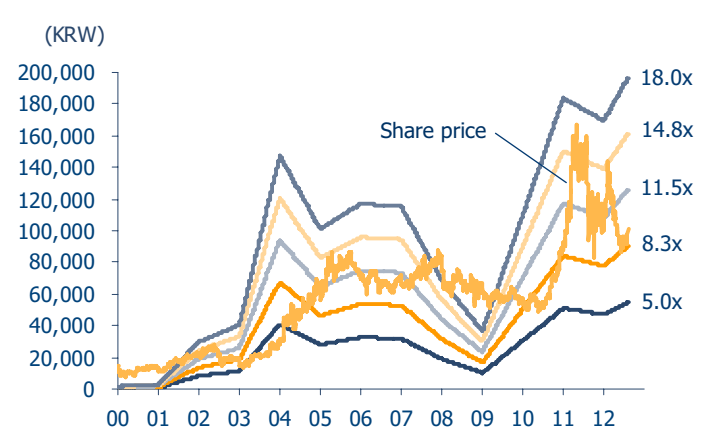
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 46 PE band: SK 이노베이션



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 47 PE band: S-Oil



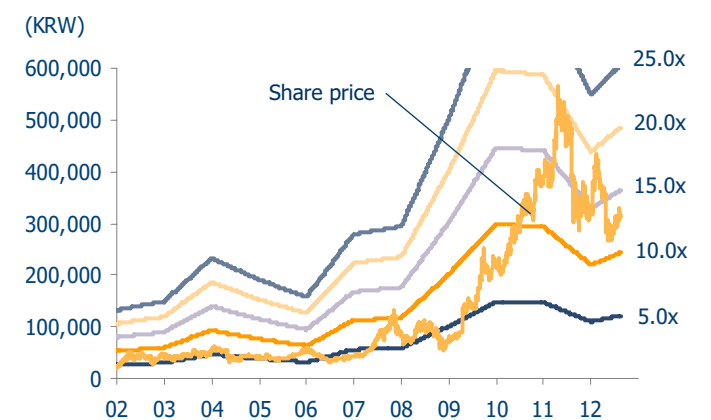
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 48 PE band: GS



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 49 PE band: LG 화학



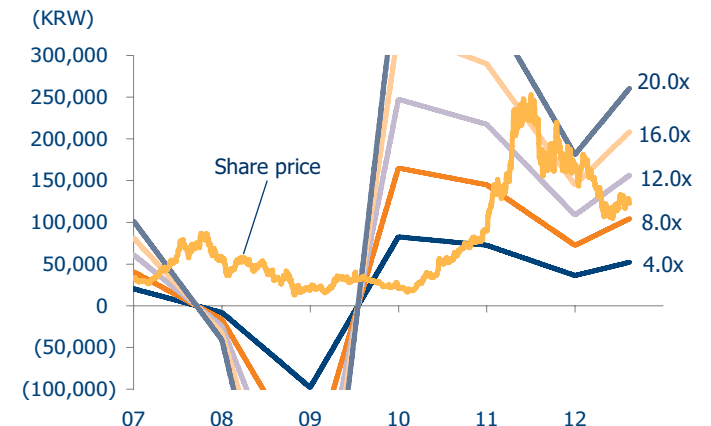
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 50 PE band: 호남석유화학



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 51 PE band: 금호석유화학



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 52 PE band: 한화케미칼



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

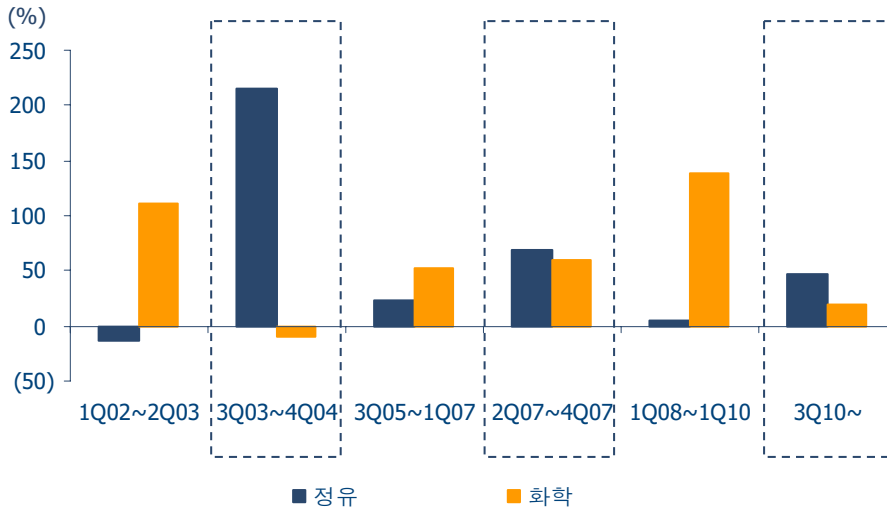
II. 왜 정유업인가

정유업을 선호하는 이유

우리가 정유업종을 화학업종대비 선호하는 이유는 다음과 같다. 1) 하반기 상대적으로 강한 미국의 경기모멘텀, ASEAN지역의 견고한 석유제품 수요로부터의 수혜, 2) 유리한 위치에 있는 재고사이클과 가치사슬 상에서의 포지셔닝(높은 업스트림 비중), 그리고 3) BTX계열의 장기 강세로 인한 석유화학부문 이익 증가.

Figure 53 정유(SK이노베이션, S-Oil) 및 화학주(LG화학, 호남석유) 주가 상승률

미국의 경기모멘텀이 중국보다 강하던 시기에 정유주가 화학주대비 초과상승



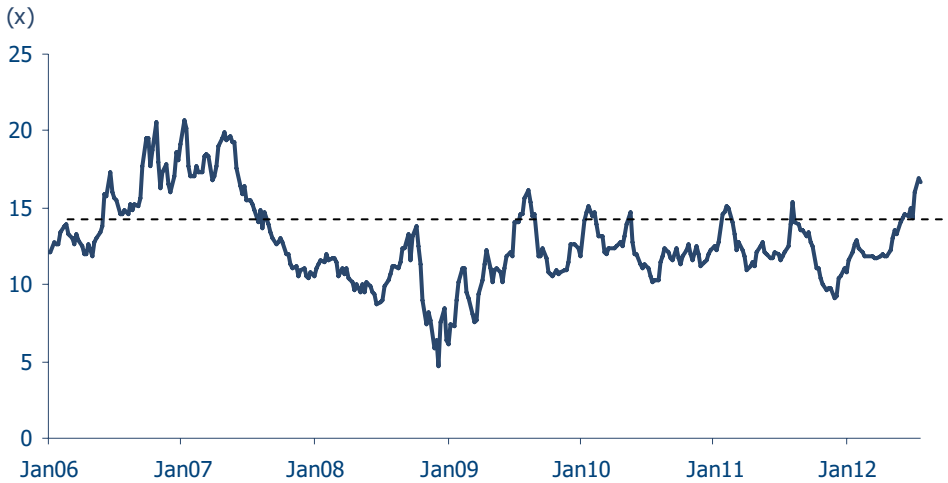
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 54 원유의 현선물 스프레드 (M2-Spot)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 55 벤젠가격(US\$/MT)대 원유가격(WTI, US\$/bbl) 비율



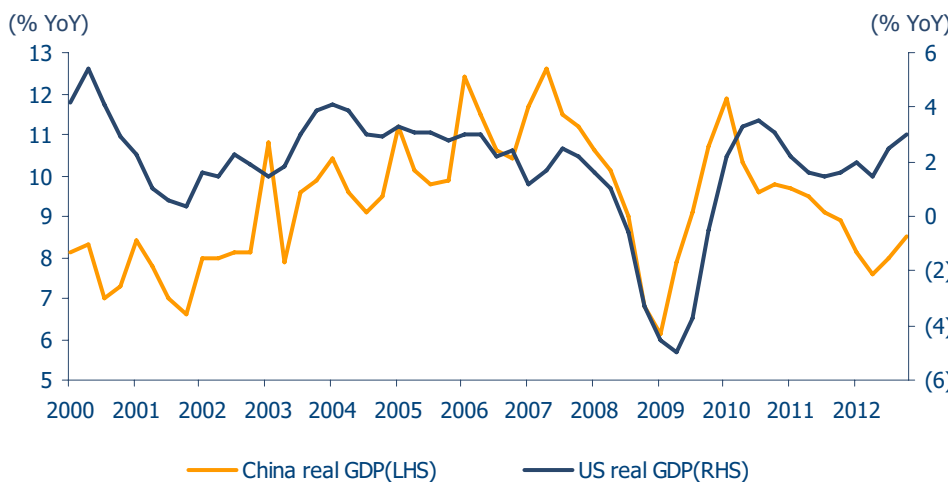
BTX 계열 대표 제품인 벤젠가격의 강세로 BTX 생산 비중이 높은 정유사에게 유리

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

미국 경기 모멘텀 강화, ASEAN의 견고한 수요는 정유사에 긍정적

우리는 2012년 하반기 미국의 경기모멘텀이 강해질 것으로 예상한다. 이로 인해 가솔린을 비롯한 주요 석유제품의 가격은 상승할 것으로 전망하고, 정제마진도 확대될 것이다. 반면, 석유화학업은 중국의 수출 둔화로 인해 정유업대비 이익 모멘텀이 약할 것으로 예상한다. 과거 미국의 경제 성장 모멘텀이 상대적으로 강할 때 나타났던 주요 특징은 1) 정제마진의 상승(휘발유 중심), 2) 석유화학 사이클의 상대적 약세(NCC마진의 상대적 약세), 그로 인한 3) 아시아 정유주의 초과상승(화학주 대비)이었다.

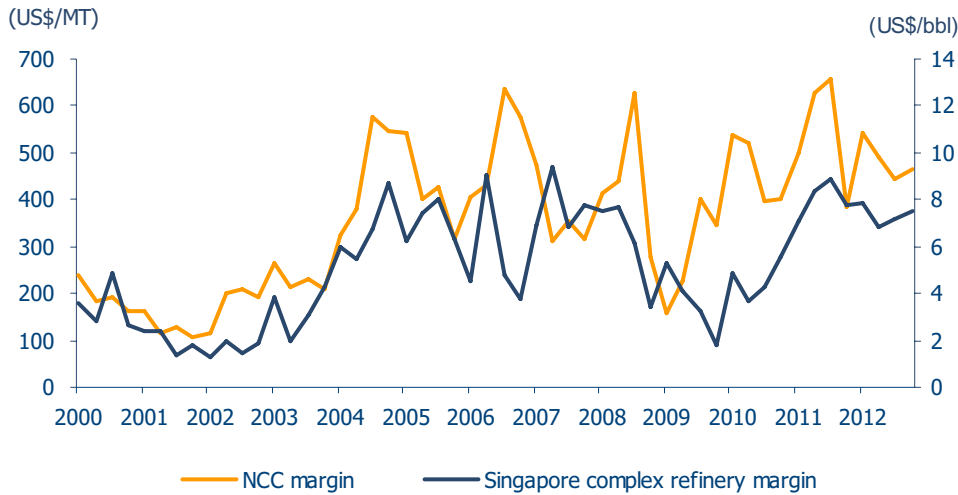
Figure 56 미국과 중국의 실질GDP 성장률



2010년 이후 미국의 경기모멘텀이 중국대비 상대적으로 강함. 이는 2012년 하반기에도 지속될 것으로 예상

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 57 정제마진(싱가포르 복합GRM)과 NCC마진 비교



미국의 경기모멘텀이 상대적으로 강하던 시기에 정제마진의 상승폭이 NCC 마진 상승보다 더 큼

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Figure 58 정유 및 화학주의 주가 상승률 비교

기간	경기모멘텀	SK 이노베이션	S-Oil	정유평균	LG화학	호남석유	화학평균	상대 수익률	
								정유 vs 화학	초과상승
1Q02~2Q03	중국 > 미국	-24	-4	-14	123	100	111	-125	화학
3Q03~4Q04	미국 > 중국	303	129	216	-23	5	-9	225	정유
3Q05~1Q07	중국 > 미국	70	-23	24	20	85	53	-29	화학
2Q07~4Q07	미국 > 중국	114	22	68	89	29	59	9	정유
1Q08~1Q10	중국 > 미국	20	-9	6	227	48	138	-132	화학
3Q10~	미국 > 중국	27	69	48	-5	45	20	28	정유

자료: Bloomberg

Note: SK이노베이션의 2007년 이전 주가는 SK(주) 주가 사용

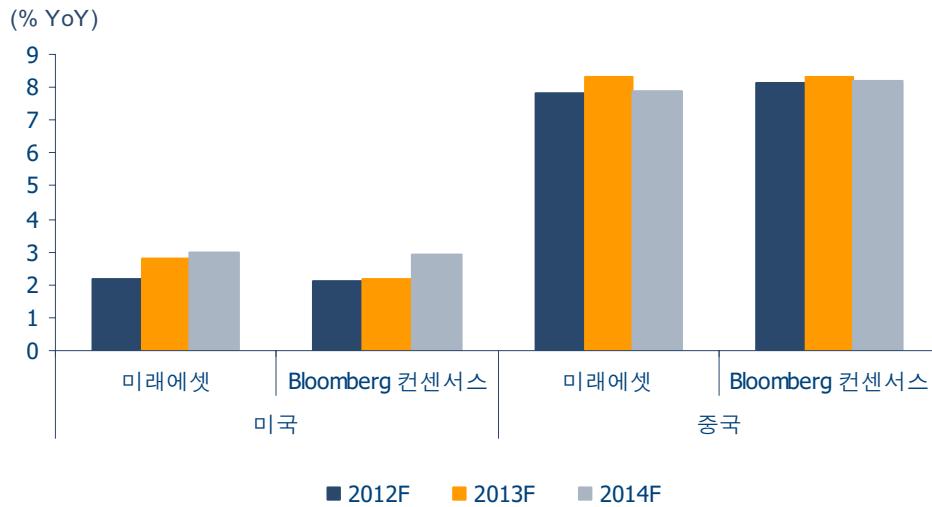
Figure 59 정제마진 및 NCC마진 전망

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
싱가포르 복합정제마진	6.9	5.5	7.6	6.2	3.7	4.6	8.2	7.9	8.6	8.5
(%, 두바이유가대비)	14.0%	9.0%	11.1%	6.6%	6.0%	5.9%	7.8%	7.6%	7.8%	7.5%
NCC마진	420	507	367	435	285	465	544	509	551	571
(%, 납사가가격대비)	86%	87%	53%	53%	51%	64%	58%	57%	59%	57%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미래에셋증권 투자분석팀은 3분기, 4분기 미국의 GDP가 연율 2.5%, 3.0% 성장해 지난 2분기 대비 성장 모멘텀이 강화될 것으로 전망하고 있다. 반면, 중국은 상반기대비 성장률이 소폭 둔화되거나 미미한 회복을 나타낼 것으로 예상된다. 우리의 2012년 미국 GDP 성장률 예상치는 2.2%로 Bloomberg 컨센서스인 2.1% 보다 0.1%p 높으며, 2012년 중국 GDP 성장률 예상치는 7.8%로 Bloomberg 컨센서스 예상치 8.2%보다 0.4%p 낮다.

Figure 60 미국과 중국의 GDP 증가율 추정치 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스

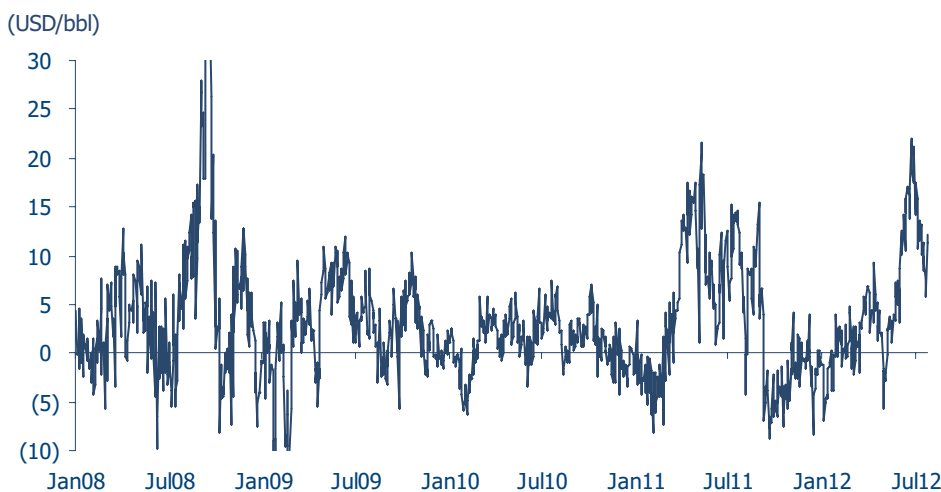


우리의 경제성장률 추정치는 컨센서스와 비교하여 미국에 대해 중국보다 긍정적인 견해를 갖고 있음

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국의 양호한 경제 모멘텀은 휘발유 등의 석유제품 사용량이 증가할 것을 의미한다. 특히 미국 전체소비의 약 4%를 차지하는 석유제품(자동차용, 산업용, 난방용 등을 포함)은 계절적 수요 증가와 맞물려 1) 아시아발 미국행 수출물량 증가, 또는 2) 가격차이 확대에 의한 재정거래 증가로 이어질 수 있다. 따라서 아시아지역의 정제마진도 상승할 것이다. 과거에도 미국의 경제 모멘텀이 강할 때 미국과 아시아지역의 석유제품(휘발유/디젤) 프리미엄이 확대되거나 가격차이가 감소하였던 경험이 있다. 우리는 3Q12, 4Q12 정제마진(싱가포르 복합)이 평균 \$8.6/bbl로 상승할 것으로 전망한다.

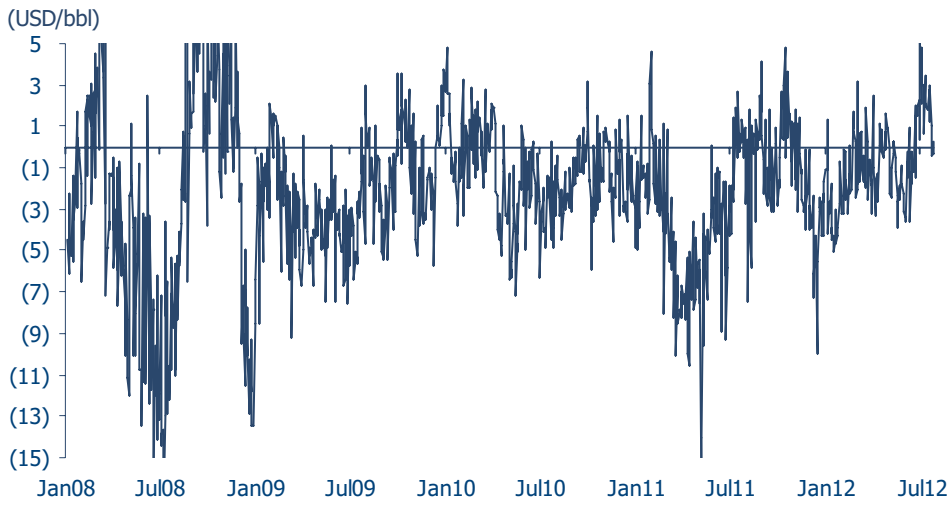
Figure 61 미국과 아시아의 휘발유 가격 차이 (USGC-Singapore)



2010년 3분기 이후 미국경기의 상대적 강세는 미국지역의 휘발유가격 강세를 유발

자료: Datastream

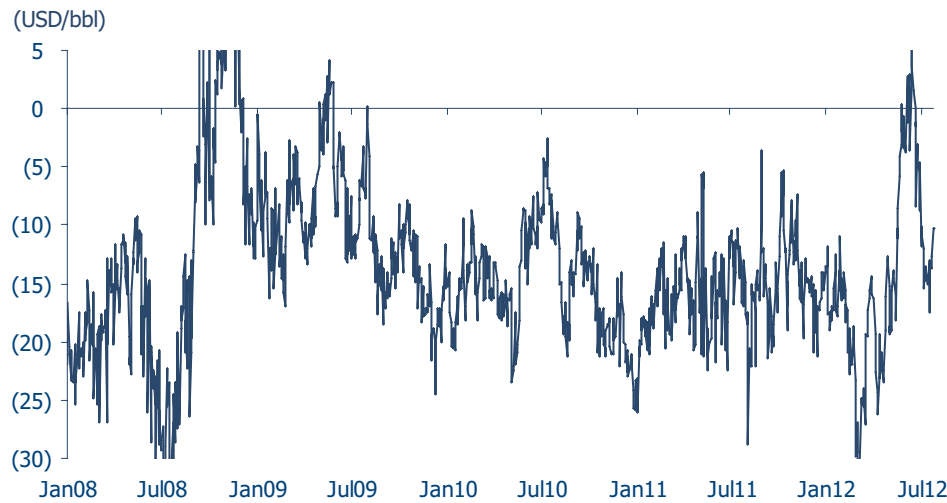
Figure 62 미국과 아시아의 디젤가격 차이 (USGC-Singapore)



같은 기간 미국지역 디젤가격의 강세가 관찰되나 휘발유보다 강도는 약함

자료: Datastream

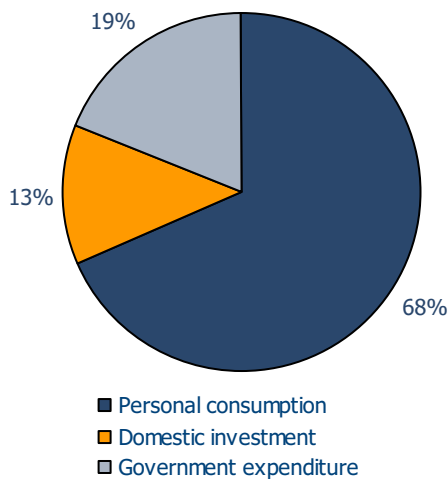
Figure 63 미국과 아시아의 납사가격 차이 (USGC-Japan)



한편 화학원재료인 납사는 미국경기 모멘텀이 강하더라도 큰 영향을 받지 않음. 이는 중국의 경제 모멘텀이 상대적으로 약하기 때문

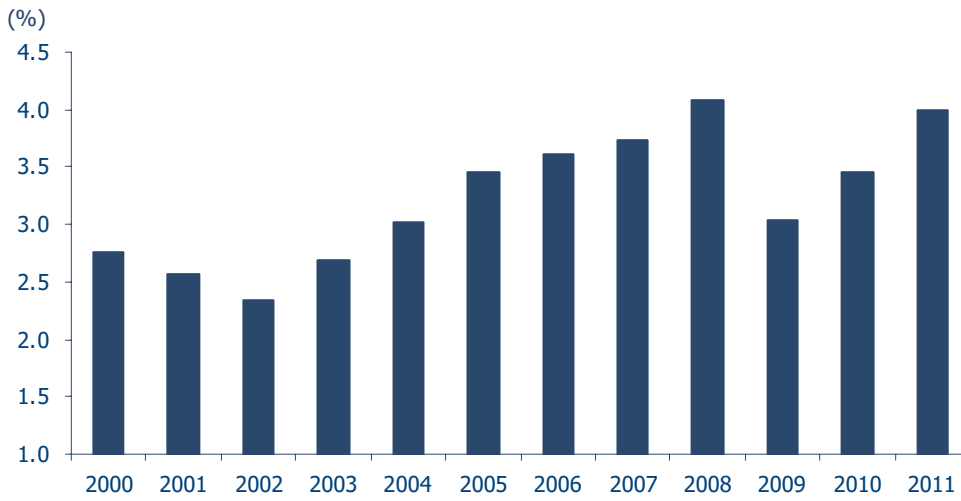
자료: Datastream

Figure 64 미국의 GDP 구성 항목



자료: Bureau of Economic Analysis

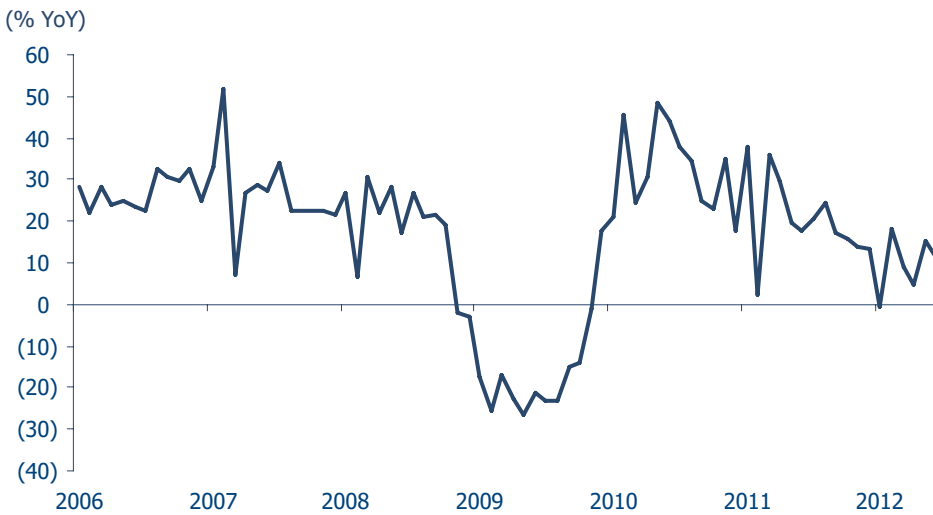
Figure 65 미국 민간소비 대비 가솔린 및 에너지 비중



자료: Bureau of Economic Analysis

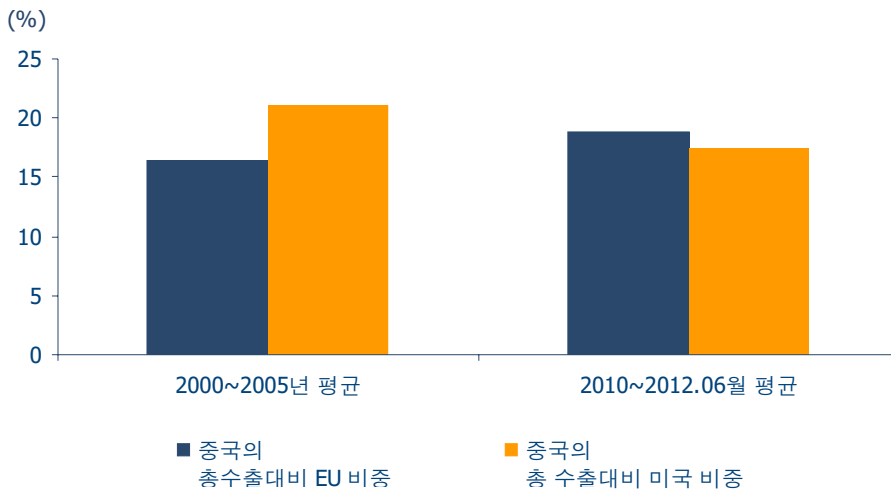
한편, 상대적으로 경기모멘텀이 약한 중국이나, 경기 둔화가 예상되는 유럽은 한국의 석유화학업종에 긍정적인 영향을 주기는 어렵다. 특히 유럽(중국 총 수출의 약 17% 차지)등 주요 소비 지역의 경기 둔화로 중국의 수출 모멘텀이 강하게 회복될 것으로 기대하기 어렵다. 중국은 수출하는 주요 공산품의 원재료를 많이 수입하고 있다. 한국의 합성수지, 합성고무, 합성섬유 원료 수출중 중국이 차지하는 비중은 각각 42%, 26%, 79%로 절대적이다.

Figure 66 중국 수출 증가율



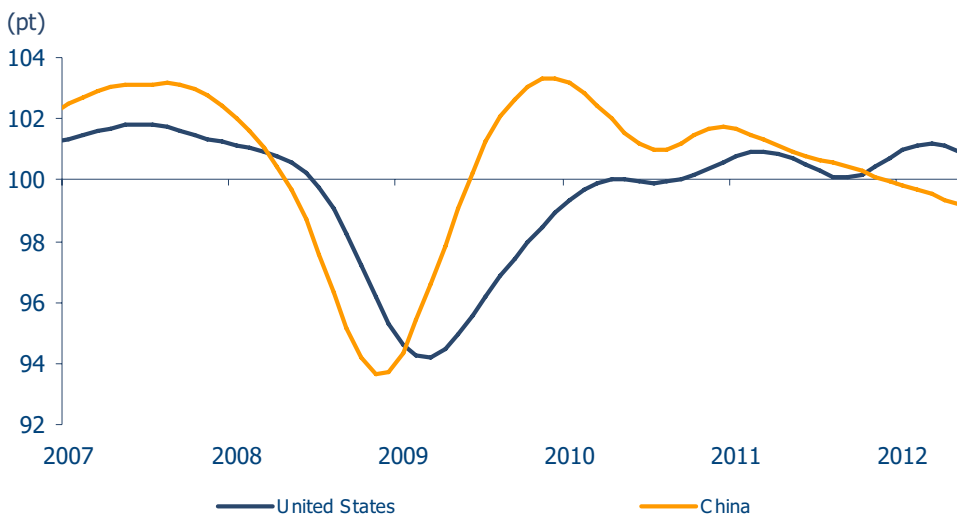
자료: Datastream

Figure 67 중국 수출 중 미국, EU의 비중



자료: Datastream

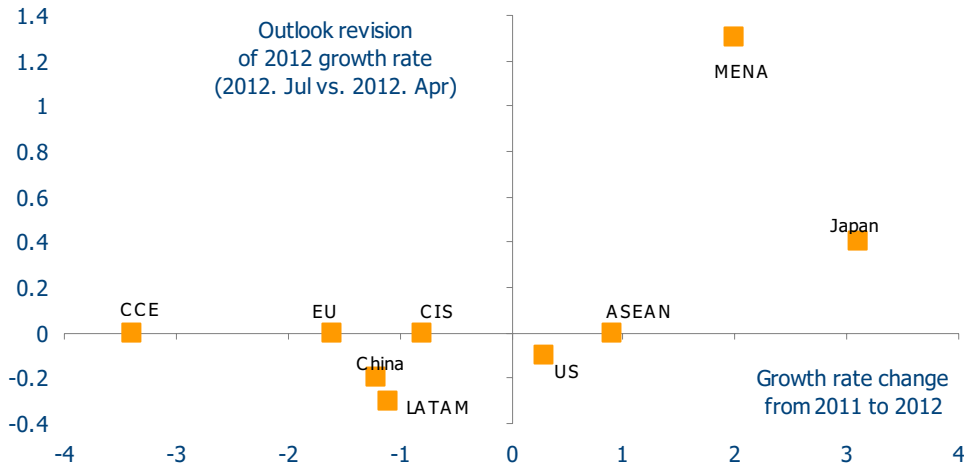
Figure 68 경제선행지수 비교 미국 vs 중국



자료: OECD

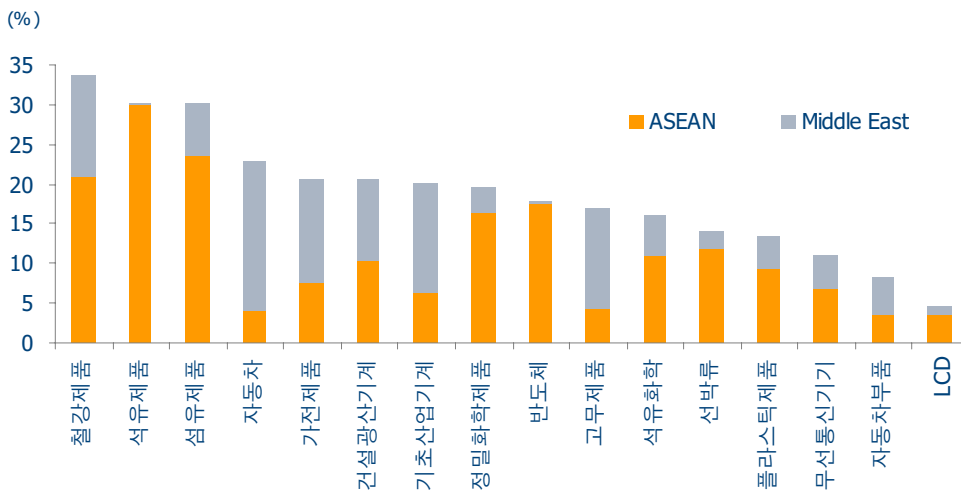
한편, 글로벌 경기 둔화에도 ASEAN과 중동향 수출은 견고한 모습을 보이고 있다. ASEAN+ 중동 비중이 석유제품, 석유화학제품의 경우 각각 30%, 17%를 차지한다. ASEAN 지역은 한국 석유제품 수출의 29%를 차지한다. ASEAN과 중동 지역은 다른 지역과 달리 2012년 경제성장률이 2011년보다 높을 것으로 예상되고 있으며, 최근 IMF의 경기 전망 하향 조정에도 이 두 지역은 제외되었다. 이미 ASEAN과 중동지역은 중국보다 더 중요한 석유제품 수출 시장이다.

Figure 69 IMF의 경제 전망 조정



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 70 한국의 각 품목별 수출에서 'ASEAN+중동'향 수출이 차지하는 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

유리한 재고 사이클

석유화학 가치사슬상에서 업스트림(원유, 석유제품 등)은 약 9~12개월간 재고소진이 진행되었을 것으로 판단된다. 반면, 다운스트림의 주요 석유화학제품(PE, PVC등)은 재고소진이 업스트림대비 미진한 것으로 보인다. 백워데이션이 지속된 기간이 업스트림보다 짧기 때문이다. 이러한 재고 사이클의 차이는 경기 회복 모멘텀이 발생하더라도, 주요 제품간 수요 모멘텀이 차별화될 수 있음을 의미한다. 우리는 정유업이 석유화학업보다 재고 사이클상 유리한 위치에 있다고 믿는다.

주요 원유(Dubai, Brent)의 선물커브는 2011년 하반기 백워데이션으로 전환된 후, 이 상태가 약 12개월간 유지되고 있다. 이는 일시적인 경우를 제외하면 2008년 금융위기 이후 처음이다. 일반적으로 백워데이션 상태에서는 해당 자산, 특히 상품자산은 무위험수익률 및 보관비용 등을 보상하지 못한다. 따라서 시장 참여자 (원유생산자, 정유사, 보관업체, 투자자 등)로 하여금 금 재고를 방출케 하거나 Contango play를 청산(unwind)하게 하는 강한 유인을 제공한다. 한편 WTI원유는 미약한 Contango (원월물 가격이 근월물 가격보다 높음) 상태를 유지하고 있어 아직도 재고방출이나 Contango play의 청산이 충분히 진행되지 않았음을 보여준다.

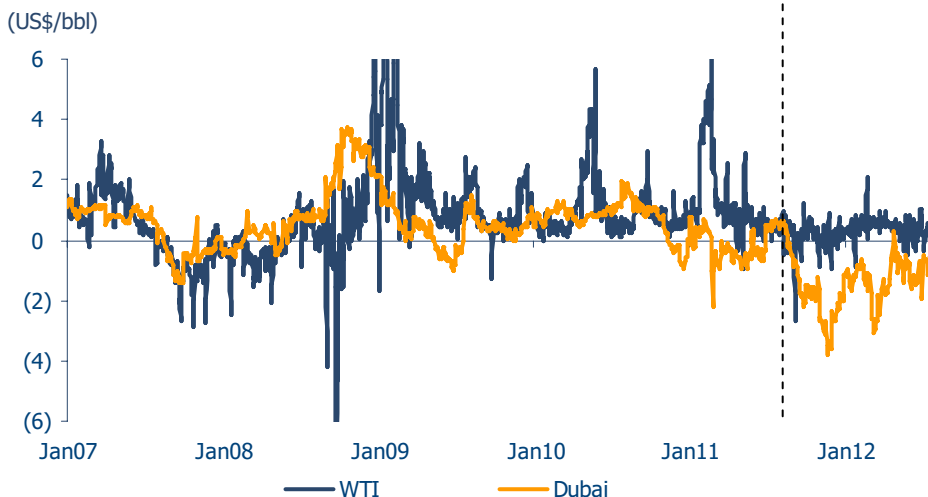
Figure 71 주요 원유의 현선물 스프레드 (M2-Spot)



주요 원유 (Brent, Dubai)는 2011년 하반기 이후 강한 백워데이션 상태로 전환. 이러한 상태가 약 1년째 지속되고 있음

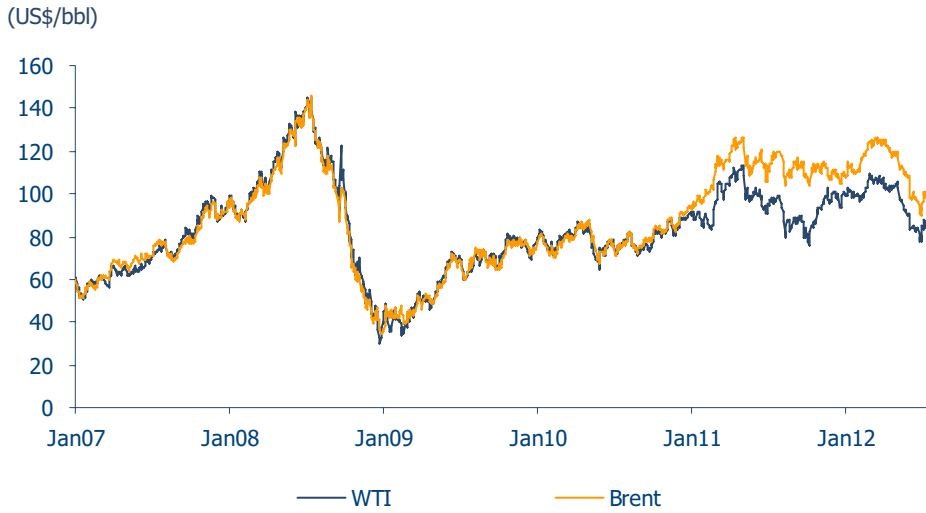
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 72 WTI원유와 두바이 원유의 현선물 스프레드 (M2-Spot)



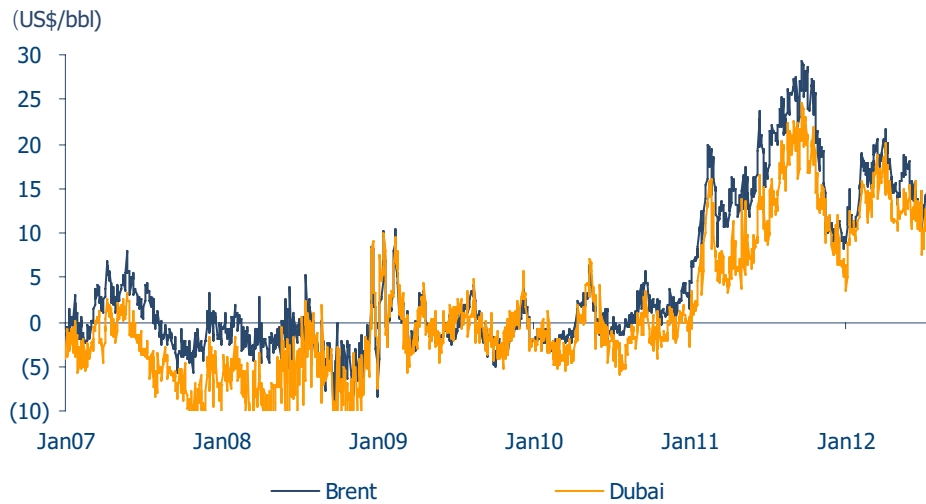
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 73 원유가격 추이 Brent, WTI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 74 Brent원유와 Dubai원유의 프리미엄 (WTI원유 대비)

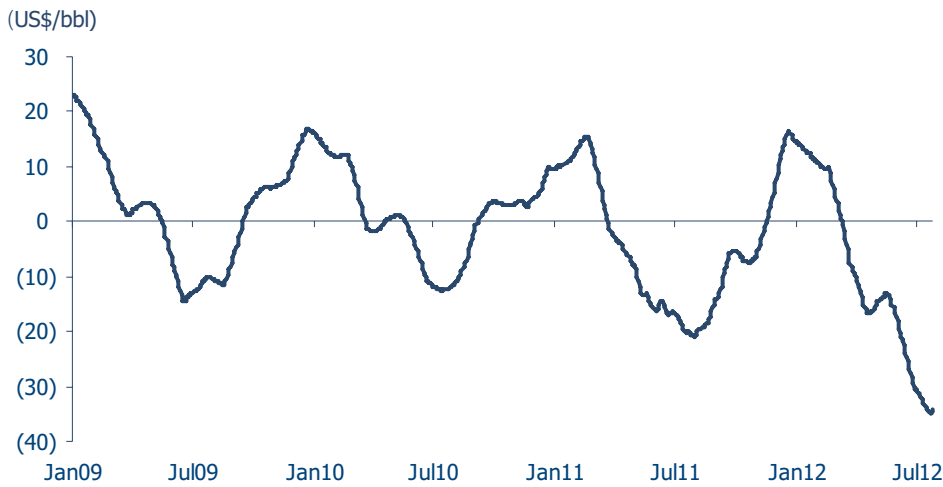


Brent 및 Dubai 원유는 WTI 대비 프리미엄에 거래됨

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

항공유/등유를 제외한 주요 석유제품(휘발유, 디젤, 납사)의 선물 커브도 백워데이션 상태가 약 6~9개월간 지속되었다. 이는 원유와 마찬가지로 재고의 방출 유인을 제공하기 때문에, 우리는 주요 석유제품의 재고감소가 지난 6~9개월 동안 지속되었을 것으로 판단한다.

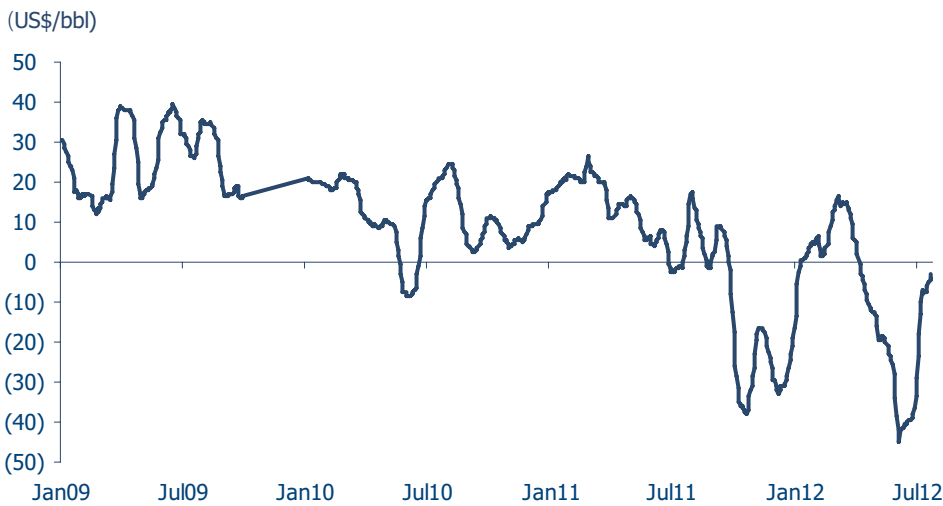
Figure 75 휘발유의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



계절성을 고려하면 휘발유는 현재 강한 백워드이션 상태로 진입하여 재고감소 빠르게 나타날 것으로 전망

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

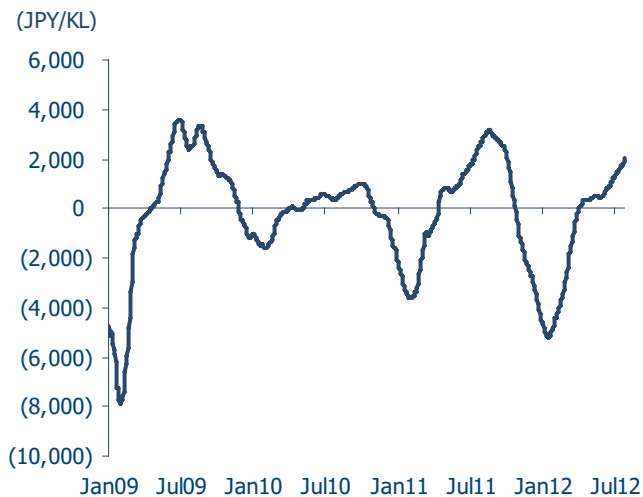
Figure 76 디젤의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



디젤 또한 3Q11 이후 백워드이션 심화됨. 반면 아래 항공유, 납사는 상대적으로 재고감소의 유인 부족함

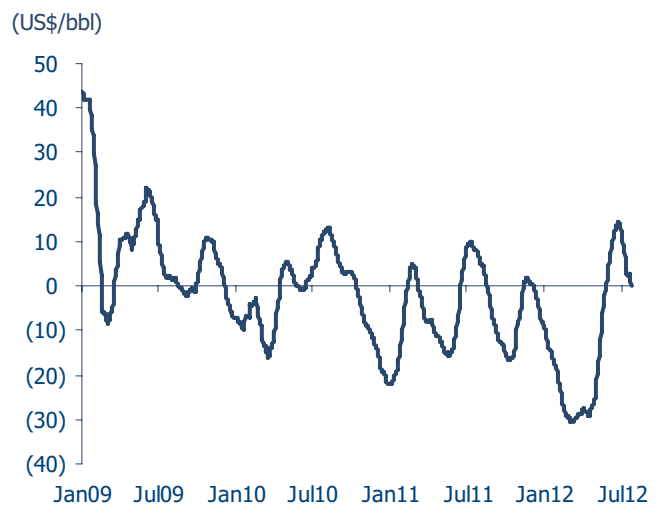
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 77 등유의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

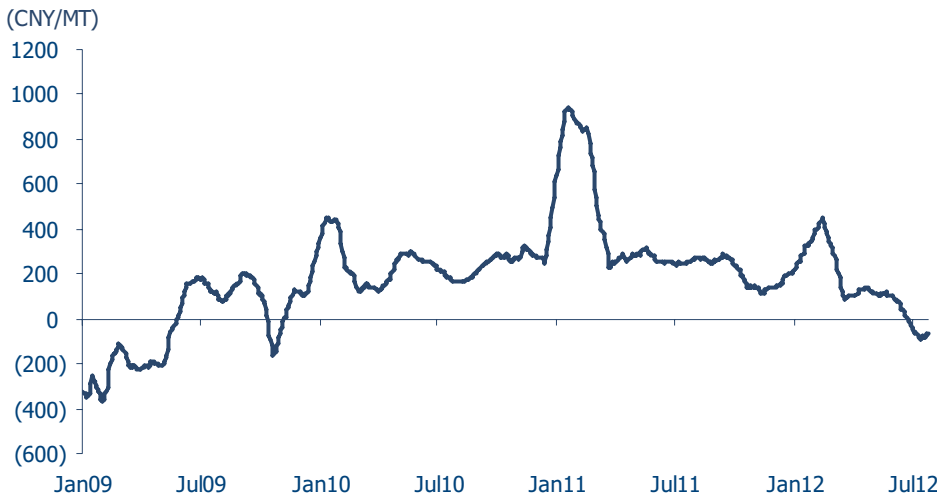
Figure 78 납사의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그러나, 다운스트림 주요 석유화학제품 (PE, PVC, PTA 등)의 현선물 스프레드는 제품별로 혼재된 모습을 보여주고 있다. 또한, 백워데이션의 지속기간도 짧으며 그 강도도 약하다. 따라서 우리는 다운스트림 석유화학제품의 재고 소진이 업스트림에 비해 충분히 진행되지 않았다고 믿는다. 이러한 재고 사이클의 차이로 인해 경기 모멘텀 회복시 정유업과 석유화학업의 주요 제품간에 가격 모멘텀이 다르게 발생할 것으로 전망한다.

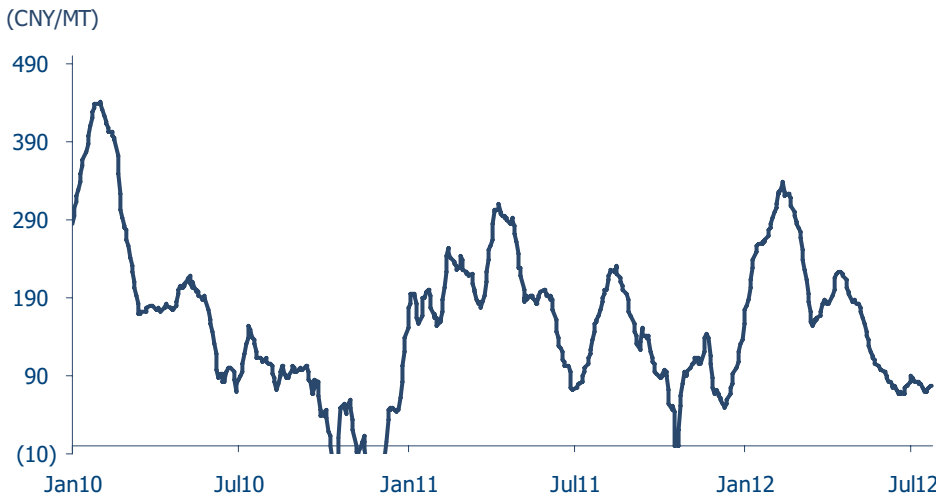
Figure 79 LLDPE의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



장기간 콘탱고 상태 유지, 최근에서야 미약한 백워데이션으로 전환. 재고감소가 충분치 않음

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

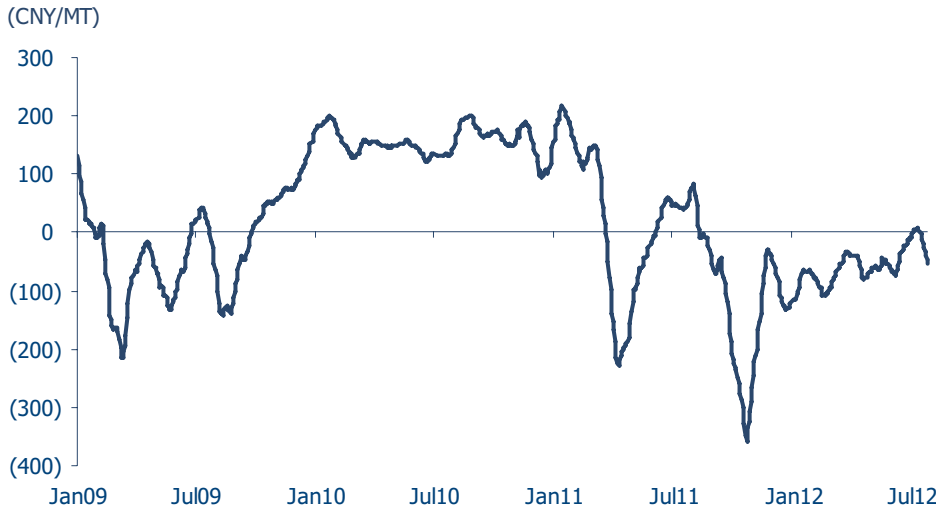
Figure 80 PVC의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



PVC, 콘탱고 상태 유지

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 81 PTA의 현선물 스프레드 (M3-Spot)



PTA는 PE, PVC 대비 재고 소진이 많이 진행되었음

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

BTX 계열 수익성 증가

우리는 BTX계열(Benzene, Toluene, Xylene) 가격의 장기 강세를 전망한다. 이는 1) 북미지역 분해설비(NCC/ECC)들의 에탄가스 사용 비중이 계속 증가하고, 2) 북미지역 정유사의 Reformer 가동률이 하락할 것으로 예상하기 때문이다. BTX계열은 주요 화학제품(폴리에스터, ABS, SBR 등)의 원료로 사용된다. 따라서 BTX계열 가격 강세는 석유화학업대비 정유업의 경쟁 우위로 작용할 것이다. 2013F기준 정유사의 BTX계열을 포함한 석유화학부문의 영업이익 비중은 43.8%이다(S-Oil 49.9%, SK이노베이션 25.4%, GS칼텍스 56.2%).

Figure 82 BTX(벤젠, 톨루엔, 자일렌) 가격 추이

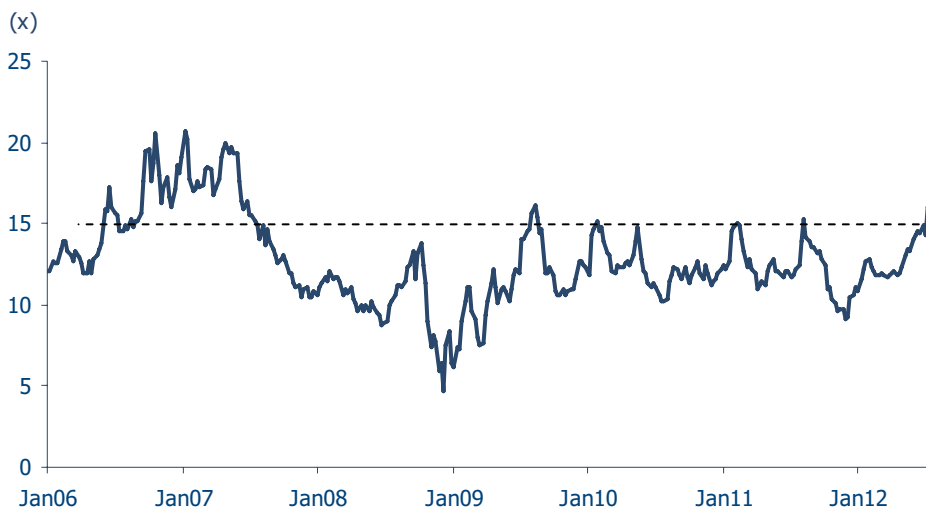


자료: Cischem

또한 천연가스 가격 하락으로 인해 북미지역의 분해설비(Cracker)들은 투입원료 중 에탄가스의 비중을 늘리고 납사의 비중을 낮추고 있다. BTX계열은 에탄가스 기반 분해설비(ECC)에서는 거의 생산되지 않는 반면, 납사기반 분해설비(NCC)에서는 투입원료대비 약 16-18%의 비중으로 생산된다.

우리는 북미지역 리포머(또는 BTX플랜트)의 가동률이 장기적으로 하락할 것으로 예상한다. 왜냐하면, 1) 미국 환경 규제 강화로 인한 벤젠 수요 감소와, 2) 수소 플랜트(저렴한 천연가스를 활용) 가동 증가로 인한 수소 공급원 대체 효과 때문이다. 리포머(또는 BTX플랜트)는 북미지역 벤젠 생산량의 약 50%-75%를 차지하는 것으로 알려져 있다. 우리는 북미지역의 BTX계열 생산 감소를 구조적인 변화로 판단하며, 향후 가속화 될 것으로 예상된다. 북미지역의 벤젠/WTI원유 비율은 17배까지 상승하였다.

Figure 83 벤젠/원유(WTI) 가격 비율



자료: Bloomberg

북미지역의 벤젠/WTI 비율은 2007년 이후 가장 높은 수준인 17 배까지 상승

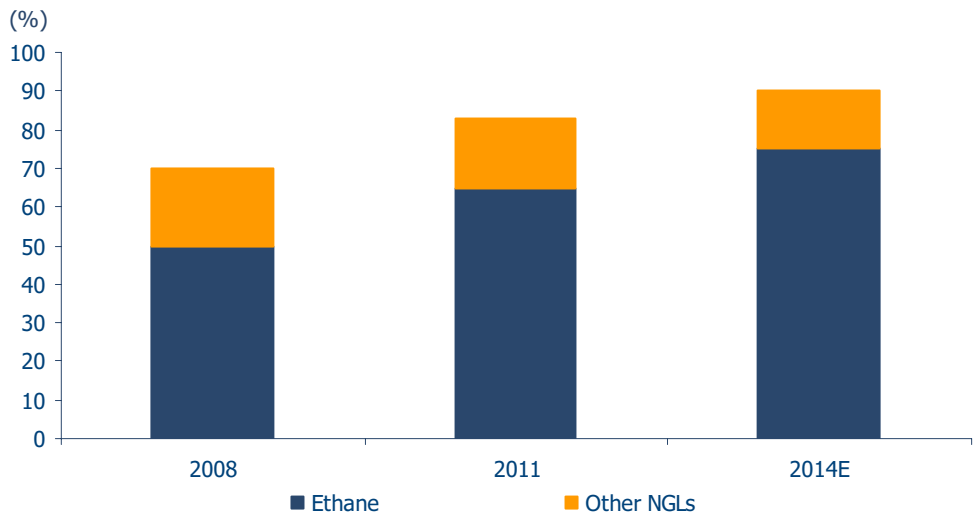
Figure 84 벤젠 가격 비교 (USGC vs. Korea)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

북미지역의 벤젠가격 강세가 아시아지역의 벤젠가격 상승을 이끌 것으로 예상

Figure 85 Lyondellbasell 의 에탄가스 사용 비중



북미지역의 분해설비는 납사 투입 비중을 줄이고 에탄가스 투입 비중을 늘리고 있음

자료: Lyondellbasell

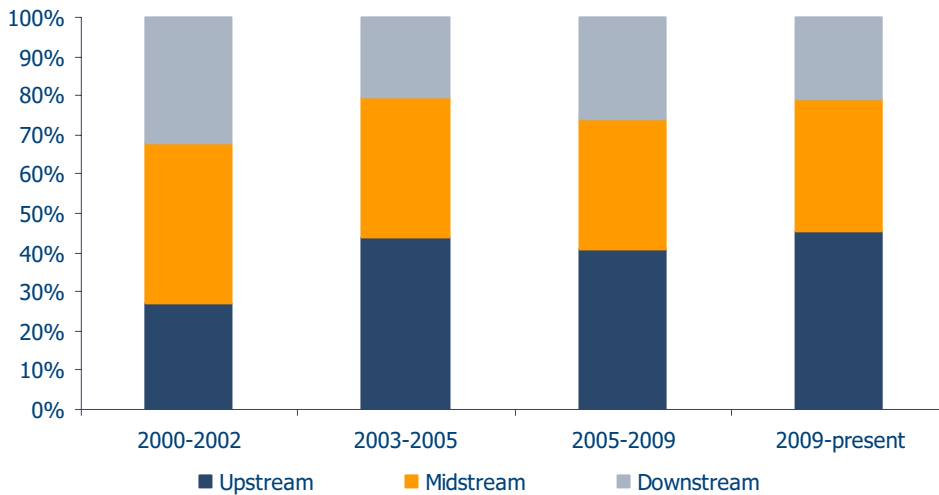
III. Value chain analysis

강해지는 업스트림, 약해지는 다운스트림

지난 2000년 이후 여러 번의 경기 사이클을 거치면서, 정유/석유화학업의 가치사슬에도 구조적인 변화가 진행되었다. 우리의 분석에 따르면, 2000년 이후 석유화학 가치사슬의 업스트림은 1) 전체 가치사슬(value chain)에서 차지하는 이익(또는 부가가치)의 비중이 증가했고, 2) 하락사이클에서의 마진 방어력도 개선되었으며, 3) 마진의 변동성도 줄어들었다.

우리는 이러한 현상이 구조적이라고 판단한다. 그 이유는 1) 업스트림 원자재(또는 상류부문 석유화학 원료)의 희소가치 증가, 2) 업스트림 중심의 규모의 경제 증가, 그리고 3) 다운스트림의 치열한 경쟁 때문이다. 실제로 2000년 이후 정제설비는 평균 1.1% (CAGR) 증가했고, 석유화학의 업스트림 설비는 약 3.9% (CAGR), 주요 다운스트림 생산설비는 평균 4.7%(CAGR) 증가했다. 또한 우리는 이러한 추세가 1) 북미 셰일가스(Shale gas) 등 비전통적 에너지원의 개발, 2) 강화되는 환경규제, 3) 에너지 등 유틸리티 비용의 증가 등으로 인해 가속화 될 것으로 예상한다.

Figure 86 석유화학 가치사슬상에서의 이익 비중 추이

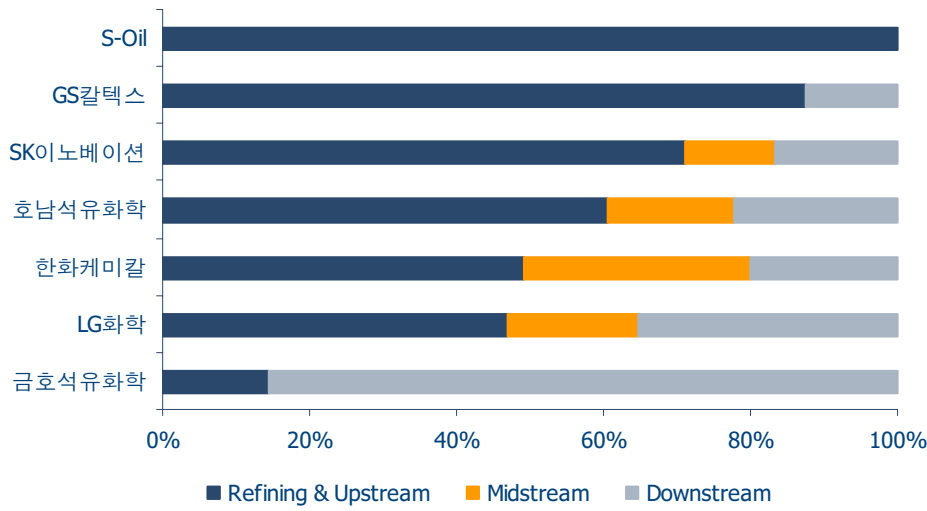


2000년 이후 석유화학 가치사슬상에서 업스트림의 이익비중은 꾸준히 증가, 반면 다운스트림은 감소

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2012년 6월말 생산설비 기준으로 석유화학의 가치사슬상에서 정유사의 업스트림 익스포저는 86% (S-oil: 100%, GS칼텍스: 88%, SKI 71%) 이며 석유화학회사의 업스트림 익스포저는 43% (호남석화: 61%, 한화석화: 49%, LG화학: 47%, 금호석화 15%) 로 추정된다. 다운스트림 익스포저는 석유화학회사가 41%로 정유사의 10%대비 월등히 높다. 특히 금호석유화학의 다운스트림 익스포저는 86%이다.

Figure 87 커버리지 회사별 업스트림-다운스트림 비중 추정치



S-Oil은 업스트림 비중이 100%로 가장 높으며, 금호석유화학은 SBR 체인의 다운스트림 비중이 높음

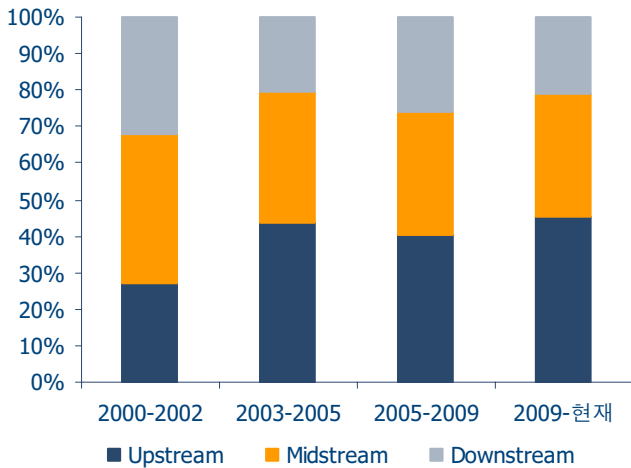
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Note: 상기 익스포저는 미래에셋증권이 각 회사의 생산설비 등을 감안하여 추정된 수치임. 따라서 매출액비중이나 영업이익 비중으로 해석하는 것은 옳지 않으며, 회사간 비교지표로만 활용할 것을 권고함.

업스트림 이익은 18%p 상승, 다운스트림 이익 11%p 하락

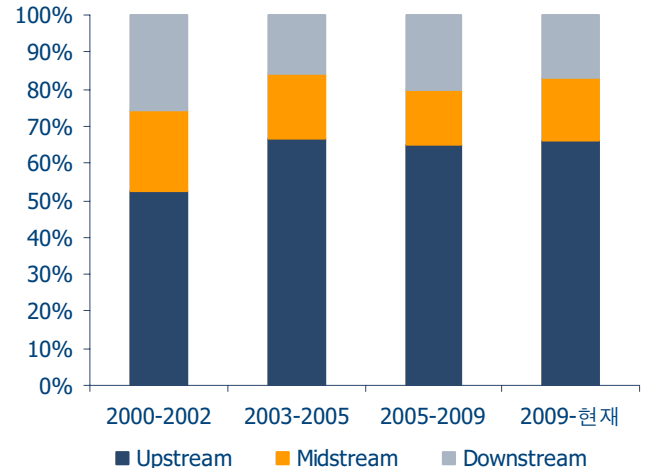
우리의 분석에 따르면, 석유화학 가치사슬에서 차지하는 다운스트림의 이익 비중은 2000년 이후로 11%p 하락했다(각 경기사이클 평균값 기준). 반면, 같은 기간 업스트림은 18%p 증가했다. 프로필렌, 부타디엔과 BTX계열 위주로 업스트림의 마진이 개선되었으며, ABS제인과 PE 계열은 다운스트림 마진 악화가 두드러졌다.

Figure 88 가치사슬상 이익 비중 (단순평균)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

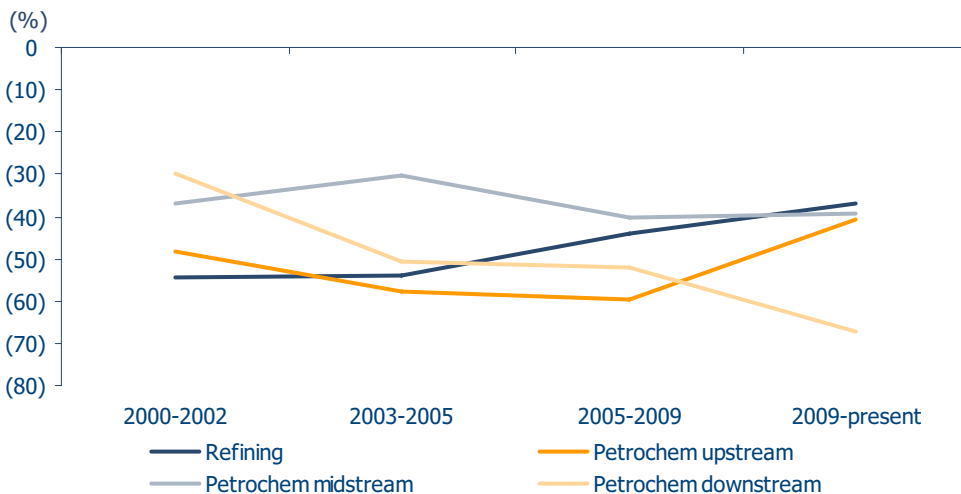
Figure 89 가치사슬상 이익 비중 (가중평균)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

마진의 변동성에서도 구조적인 변화가 관찰된다. 최근 들어 가격 변동성이 커진 부타디엔을 제외하면, 업스트림에 가까울수록(정유의 정제마진 포함) 경기하강 시 마진 변동폭도 줄어드는 모습을 보인다. 반면 다운스트림은 앞서 언급한 이익 비중의 감소와 함께 마진의 변동폭도 같이 증가하였다. 우리는 업스트림이 경기 하강 시 가격결정력이 강화되고, 그로 인해 스스로 마진을 방어할 수 있는 능력이 강해졌다고 판단한다.

Figure 90 업스트림-다운스트림의 마진 하락폭 변화 (직전 사이클 평균 대비)



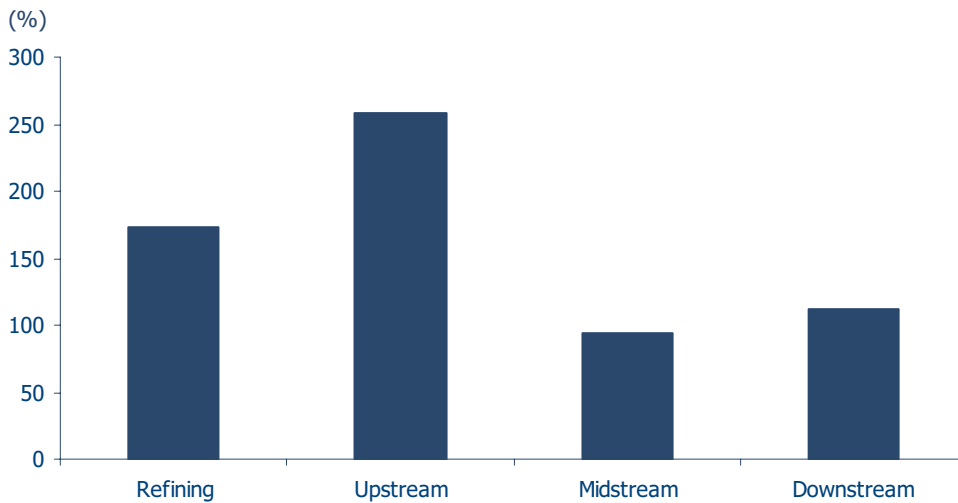
각 사이클 별 정제마진과 석유화학 업스트림 마진의 하락폭은 2000년 이후 감소. 이는 업스트림의 마진 방어능력이 개선되었음을 의미

자료: 미래에셋증권 리서치센터

경기 회복시 업스트림의 마진 회복폭이 더 크다

상승사이클에서도 업스트림의 마진 회복 폭이 크다. 2000년 이후 업스트림 석유화학부문의 마진 상승폭은 평균 259%(직선 사이클 저점 대비)였고 정제마진의 상승폭은 173%였다. 반면 미드스트림은 91%, 다운스트림은 111%에 그쳤다. 이는 앞의 결과 - 가치사슬상에서 업스트림이 차지하는 이익 비중이 구조적으로 증가함 - 와도 일치한다. 여러 번의 경기순환주기를 거칠수록 업스트림의 시장 장악력은 강해졌음을 보여준다. 우리는 다가올 경기 회복 사이클에서도 예외가 아니라고 생각한다.

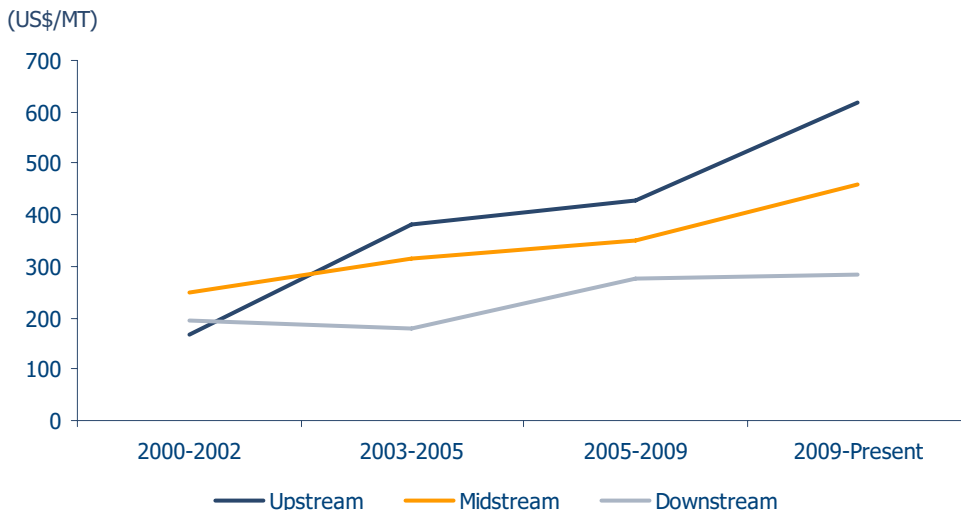
Figure 91 평균 마진 상승률



석유화학 업스트림과 정제마진의 평균 마진 상승폭이 가장 큼

자료: 미래에셋증권 리서치센터
 Note: 직전사이클의 저점 대비 회복률

Figure 92 평균 마진 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

호남석유화학 긍정적, LG 화학 중립, 한화케미칼 부정적

미래에셋증권 석유화학 커버리지 종목 중 업스트림 비중이 가장 큰 종목은 호남석유화학이다. 한화케미칼은 가치사슬상 비우호적인 미드-다운스트림 비중이 가장 크다. 금호석유화학의 경우 SBR체인상 다운스트림에 위치해 있으나, 강한 마진 방어능력과 회복력을 보여주고 있다. LG화학은 가치사슬 전 부문에 고르게 분포해 있다.

Figure 93 커버리지 회사별 업스트림-다운스트림 비중

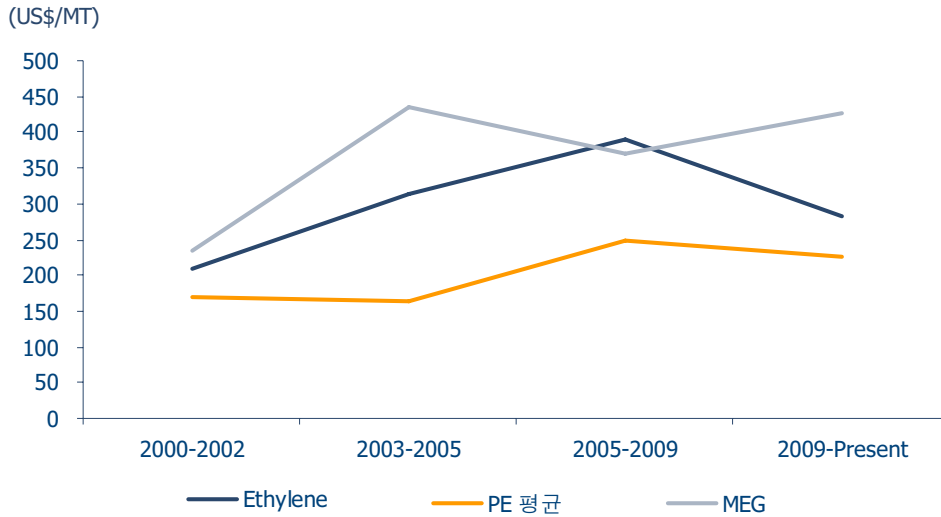
		Upstream	Midstream	Downstream
S-Oil	평균	100%	0%	0%
	PP 체인	100%	0%	0%
	ABS 체인	100%	0%	0%
	SBR 체인	100%	0%	0%
	PET 체인	100%	0%	0%
GS칼텍스	평균	88%	0%	13%
	PP 체인	50%	NA	50%
	ABS 체인	100%	0%	0%
	SBR 체인	100%	0%	0%
	PET 체인	100%	0%	0%
SK이노베이션	평균	71%	12%	17%
	PE 체인	50%	NA	50%
	PP 체인	50%	NA	50%
	PVC 체인	100%	0%	0%
	ABS 체인	50%	50%	0%
	SBR 체인	77%	23%	0%
	PET 체인	100%	0%	0%
호남석유화학	평균	61%	17%	22%
	PE 체인	50%	NA	50%
	PP 체인	49%	NA	51%
	PVC 체인	100%	0%	0%
	ABS 체인	50%	50%	0%
	SBR 체인	83%	17%	0%
	PET 체인	31%	38%	31%
한화케미칼	평균	49%	31%	20%
	PE 체인	44%	NA	56%
	PP 체인	100%	NA	0%
	PVC 체인	24%	51%	25%
	ABS 체인	50%	50%	0%
	SBR 체인	77%	23%	0%
	PET 체인	100%	0%	0%
LG화학	평균	47%	18%	35%
	PE 체인	50%	NA	50%
	PP 체인	50%	NA	50%
	PVC 체인	30%	38%	32%
	ABS 체인	40%	20%	40%
	SBR 체인	20%	40%	40%
	PET 체인	91%	9%	0%
금호석유화학	평균	15%	0%	85%
	SBR 체인	9%	0%	91%
	ABS 체인	20%	0%	80%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

폴리에틸렌(Polyethylene, PE) 체인

PE체인에서 목격되는 변화는 1) 아시아지역에서의 업스트림 마진이 2009년 이후 구조적으로 하락, 북미지역의 업스트림 마진은 상승, 2) LDPE, LLDPE, HDPE의 다운스트림 마진 안정이다. 경기 사이클 변화에도 PE체인은 다른 체인과는 다르게 업스트림 마진이 악화되며, 업스트림 마진의 회복폭이 다운스트림 마진의 회복폭에 미치지 못하였다. PE체인의 업스트림 마진 회복폭은 2000년 이후 평균 15%로 다운스트림 마진 회복폭 평균인 28%보다 작다.

Figure 94 평균 마진 추이 - PE 체인



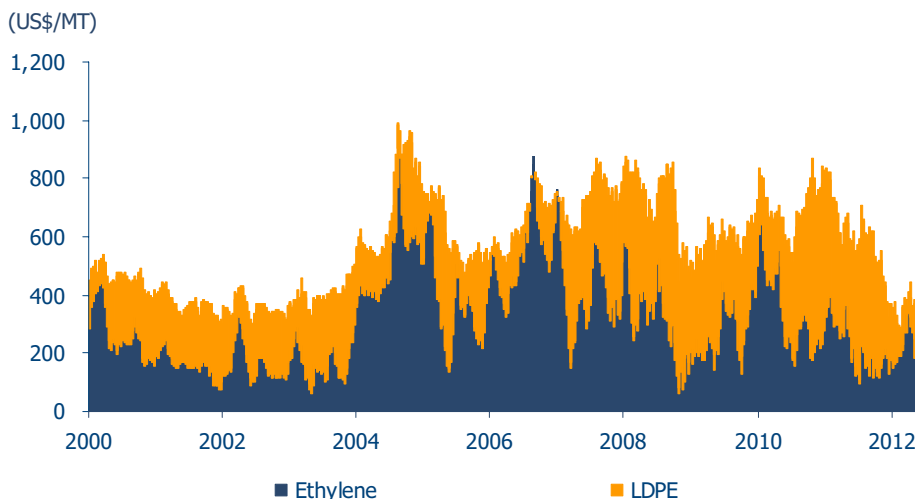
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 95 주요 에틸렌계열 평균 마진

US\$/MT	Ethylene	LDPE	LLDPE	HDPE	PE average	MEG
2000-2002	210	198	147	162	169	234
2003-2005	315	227	131	132	163	434
2005-2009	389	277	230	235	247	369
2009-Present	281	323	178	175	226	426

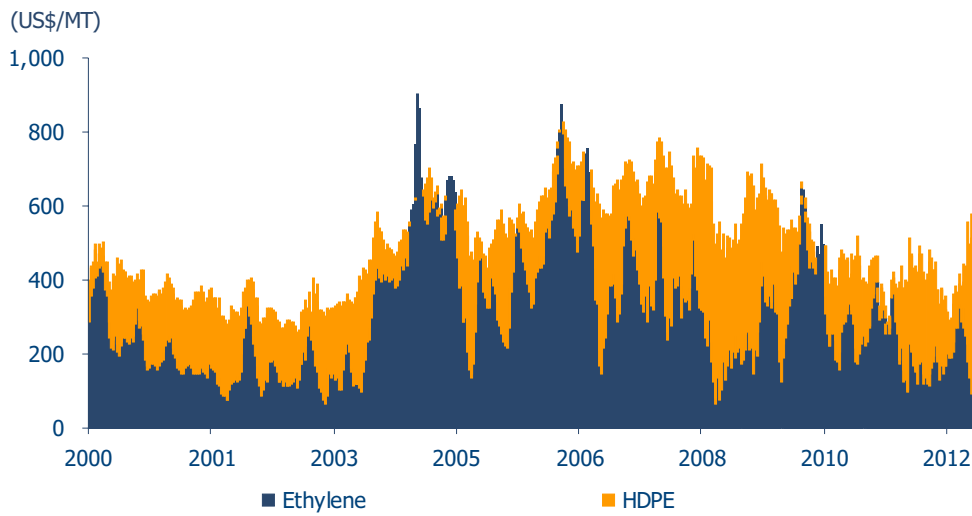
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 96 LDPE (Low Density Polyethylene) 마진 추이



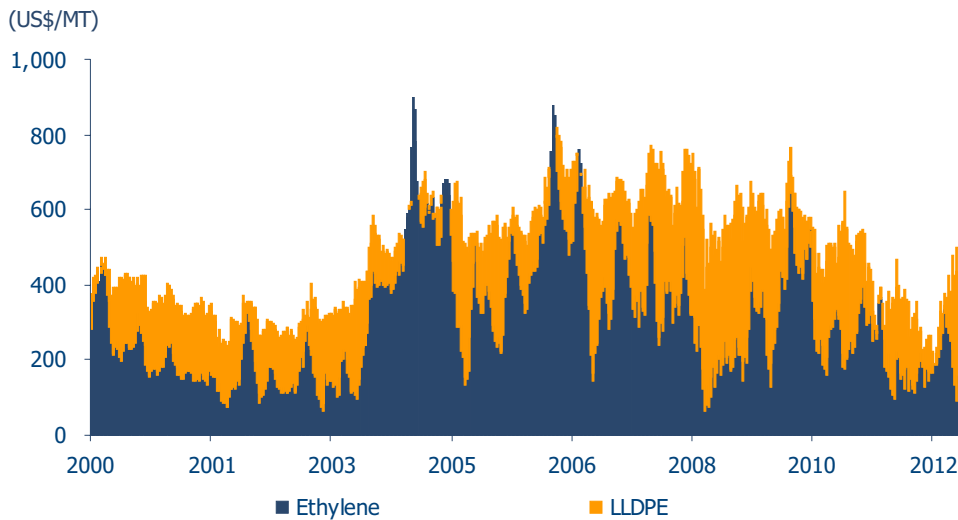
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 97 LLDPE (Linear Low Density Polyethylene) 마진 추이



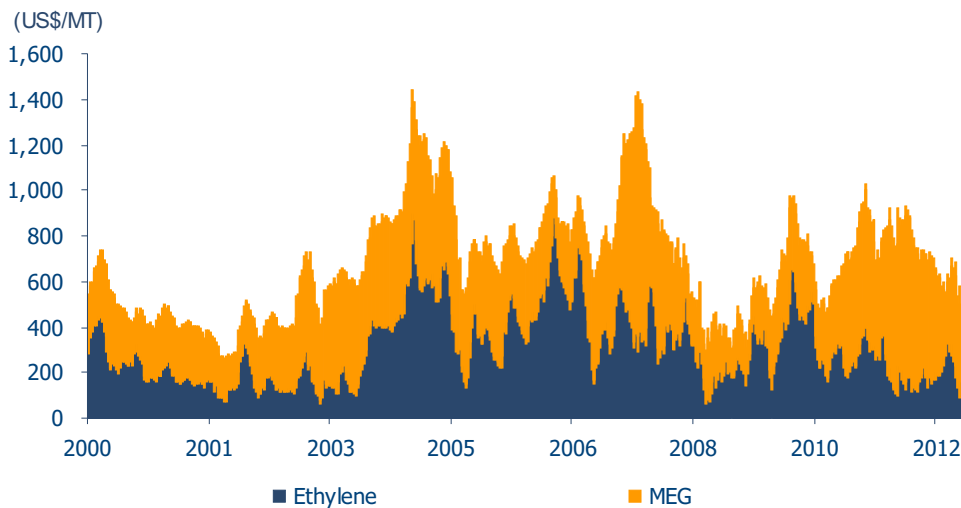
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 98 HDPE (High Density Polyethylene) 마진 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

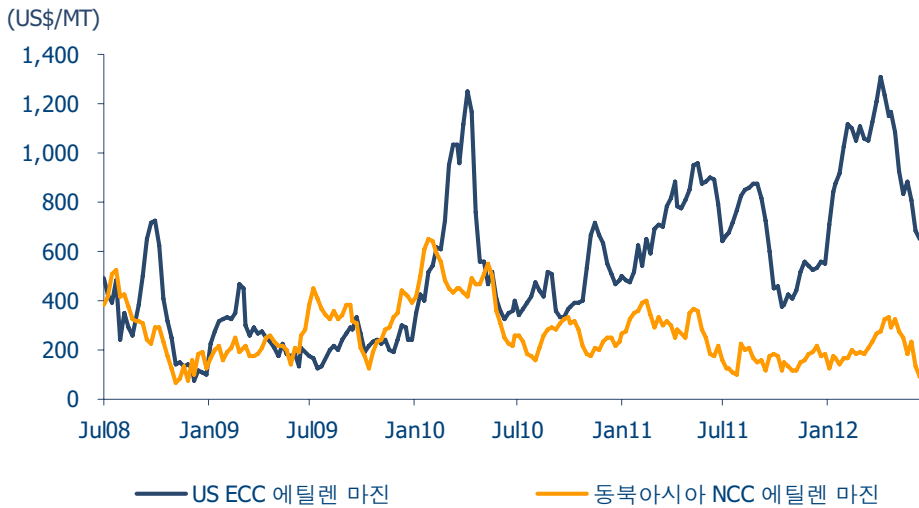
Figure 99 MEG (Mono Ethylene Glycol) 마진 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

우리는 PE체인의 업스트림-다운스트림 전체에 걸친 마진 하락을 전망한다. 이는 북미 셰일가스 개발의 영향을 직접적으로 받기 때문이다. 아시아지역의 PE체인 업스트림 마진은 2008년 대비 72%하락하였으며, 같은 기간 북미지역 PE체인 업스트림 마진은 35% 상승하였다.

Figure 100 에틸렌 마진 비교: 북미 ECC (Ethylene - Ethane) vs. 아시아 NCC (Ethylene-Naphtha)

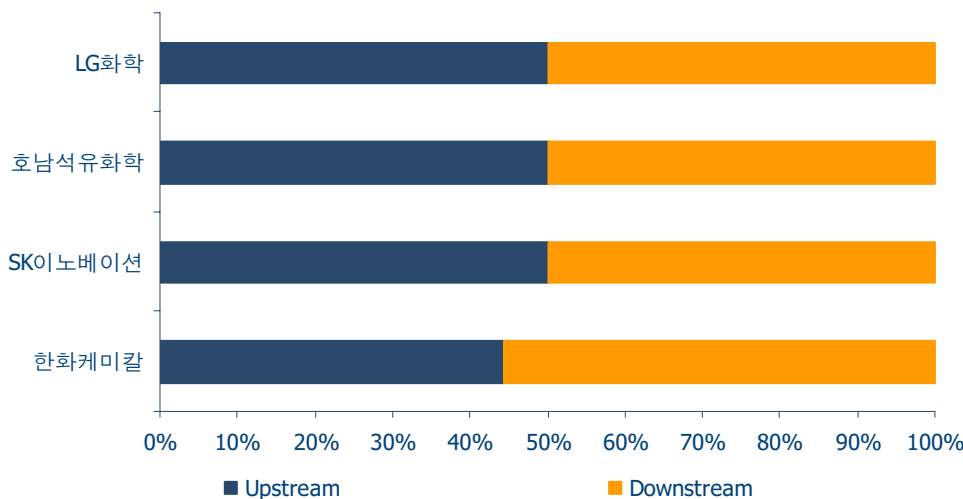


북미지역의 에틸렌 마진 확대는 아시아지역의 마진 하락 압력으로 작용할 것

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

한국 정유/석유화학회사의 PE체인상 분포는 아래와 같다. LC화학과 호남석유화학, SK이노베이션은 PE체인상에서 업스트림-다운스트림 전체에 걸쳐 분포하나, 한화케미칼의 경우 여천 NCC의 지분율이 50%임을 감안하면 다운스트림 익스포저가 더 크다.

Figure 101 PE 체인 익스포저



자료: 미래에셋증권 리서치센터

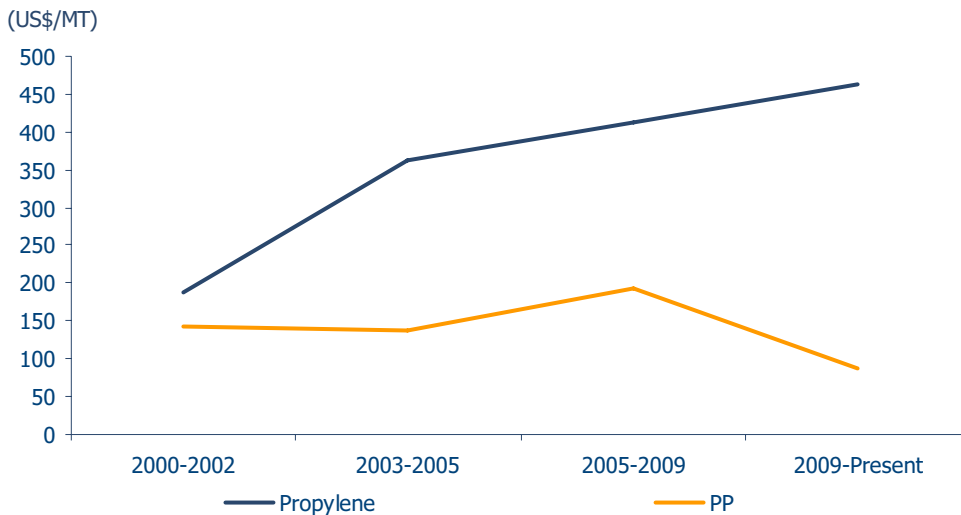
폴리프로필렌(Polypropylene, PP) 체인

PP체인은 극단적인 다운스트림 마진 감소를 보여주는 가장 좋은 예이다. 업스트림 마진(프로필렌-납사)의 상승으로 인해 다운스트림의 마진이 희생되어 왔으며, 경기사이클 반전시 업스트림 마진의 회복폭은 평균 111%에 달한 반면, 다운스트림은 39%에 그쳤다.

우리는 PP체인에서 업스트림 마진의 강화가 지속될 것으로 예상한다. 이유는 1) 북미지역의 NCC가동을 하락으로 인해 프로필렌의 생산량 증가 둔화가 예상되는 반면, 2) 아세톤, 페놀, BPA 등의 생산설비 증가로 프로필렌 수요는 견조할 것이기 때문이다. 우리는 아시아지역의 프로필렌/에틸렌 가격 비율이 2012년평균 1.15배에서 2015년까지 1.23배로 상승할 것으로 예상한다.

S-Oil과 한화케미칼(여천NCC)은 PP체인상 업스트림 비중이 100%이다. 반면 SK이노베이션, GS칼텍스, 호남석유화학, LG화학 등은 PP체인상 업스트림-다운스트림 전체에 걸쳐 고르게 분포한다. 금호석유화학의 PP체인 익스포저는 없다.

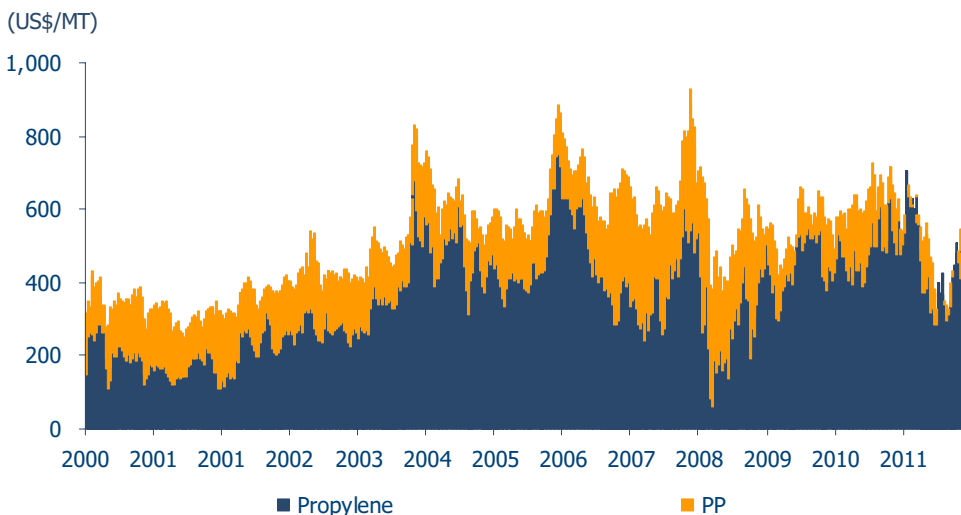
Figure 102 평균 마진 추이 - PP 체인



PP-Propylene 마진은 축소, 이는 Propylene의 희소가치 증가 때문임. 반면 Propylene-Naphtha 마진은 견조함

자료:미라에셋증권 리서치센터

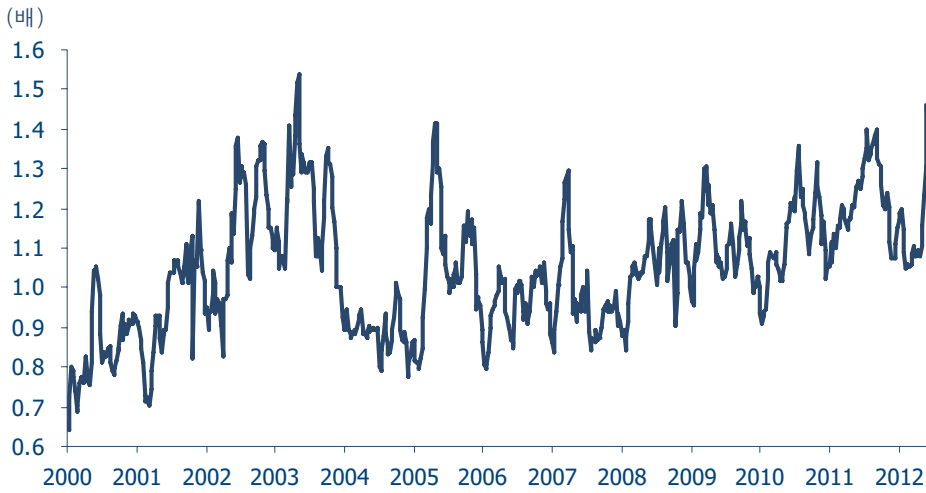
Figure 103 PP 체인 마진



자료: Datastream, 미라에셋증권 리서치센터

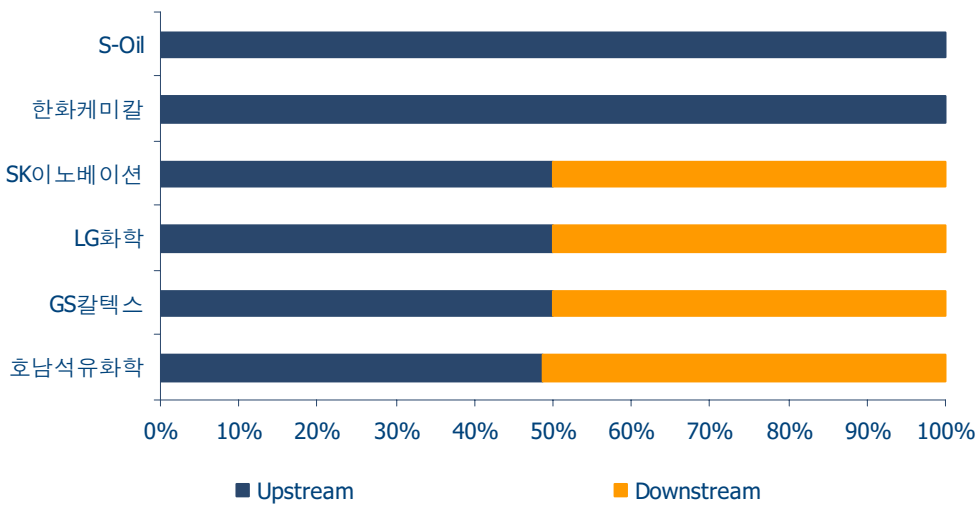
Figure 104 프로필렌-에틸렌 가격 비율

프로필렌은 에틸렌대비 비싸지고 있음



자료: Datastream

Figure 105 PP 체인 익스포저



자료: 미래에셋증권 리서치센터

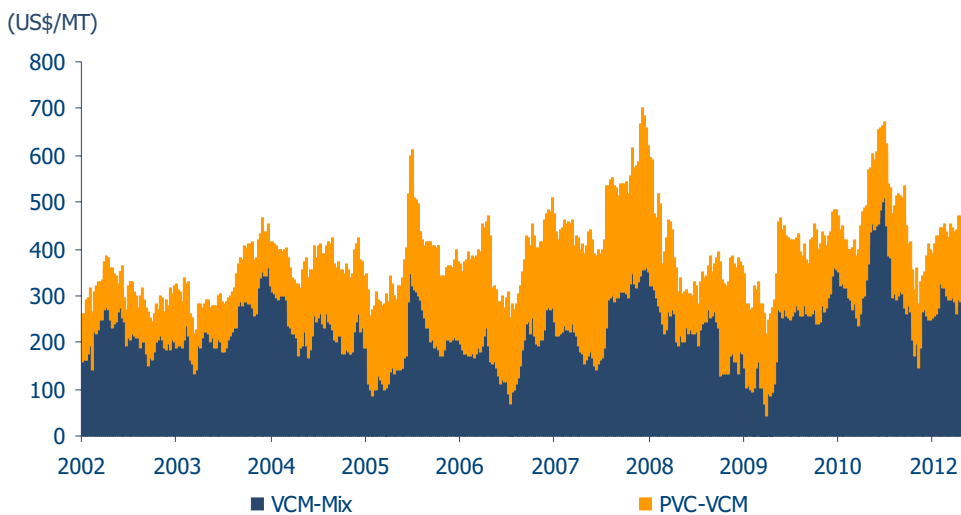
폴리염화비닐(PVC) 체인

PVC체인은 다운스트림과 업스트림 마진이 모두 둔화되고 있는 대표적인 체인이다. 미드스트림 마진(VCM-Mix)은 최근 개선되고 있으나, 이는 전기 등 유틸리티 가격의 상승이 반영된 것으로 판단된다. 그러나, PVC체인의 미드스트림 마진(VCM-Mix) 상승이 전기요금 인상을 모두 전가하지 못했다. 평균 VCM가격은 2007년 이후 19% 상승한 반면, 같은 기간 산업용전기 가격은 26% 상승했다.

또한, PVC체인의 최상류인 에틸렌-납사 마진도 구조적인 하락을 보이고 있다. 앞서 언급한 PE 체인과 같은 이유로 PVC체인에서도 구조적인 마진 하락이 진행될 것으로 전망한다. 2007년 이후로 북미의 PVC-VCM마진대비 아시아의 PVC-VCM마진이 약세를 보이고 있는데, 이는 북미산 PVC의 가격 경쟁력이 강화되었음을 보여준다. 미국의 PVC수출이 증가한 것이 이를 뒷받침한다. 우리는 아시아지역 PVC체인 수익성이 추가로 악화될 것으로 전망한다.

한국 석유화학회사 중 PVC체인의 미드스트림 비중이 가장 큰 곳은 한화케미칼이다. LG화학은 업스트림-다운스트림에 걸쳐 고르게 분포한다. 반면, 호남석유화학, SK이노베이션은 PVC체인의 업스트림 익스포저만 존재한다.

Figure 106 PVC 체인 마진 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 107 PVC-VCM 마진 (아시아 vs. US)

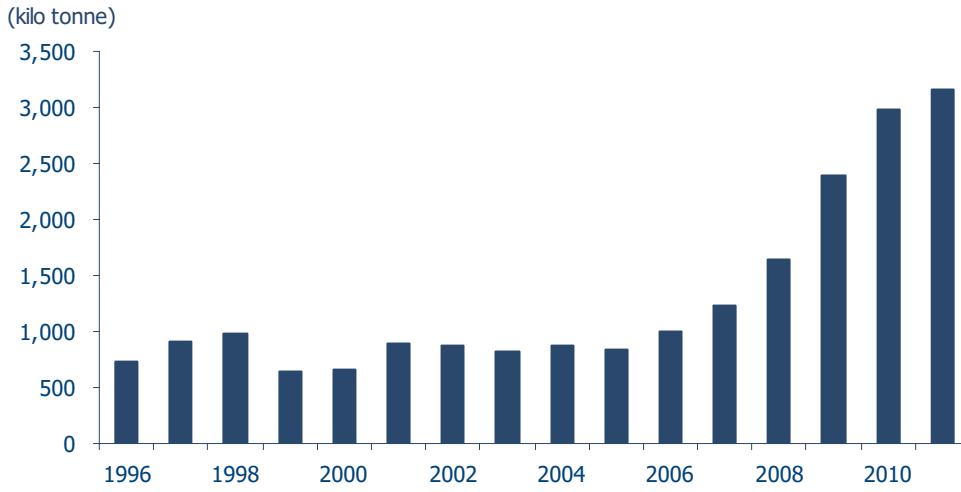


2007년 이후 미국의 PVC-VCM 마진이 아시아보다 더 높게 유지되고 있음

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 108 미국의 PVC 수출 추이

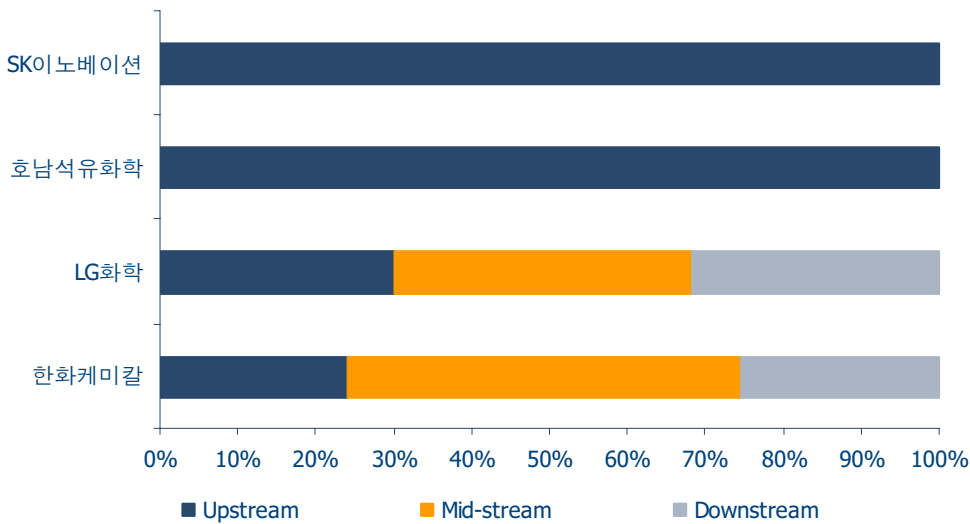
미국의 PVC 수출량 급증



자료: Bloomberg

Figure 109 PVC 체인 익스포저

한화케미칼이 PVC 체인 미드스트림 익스포저가 가장 높음

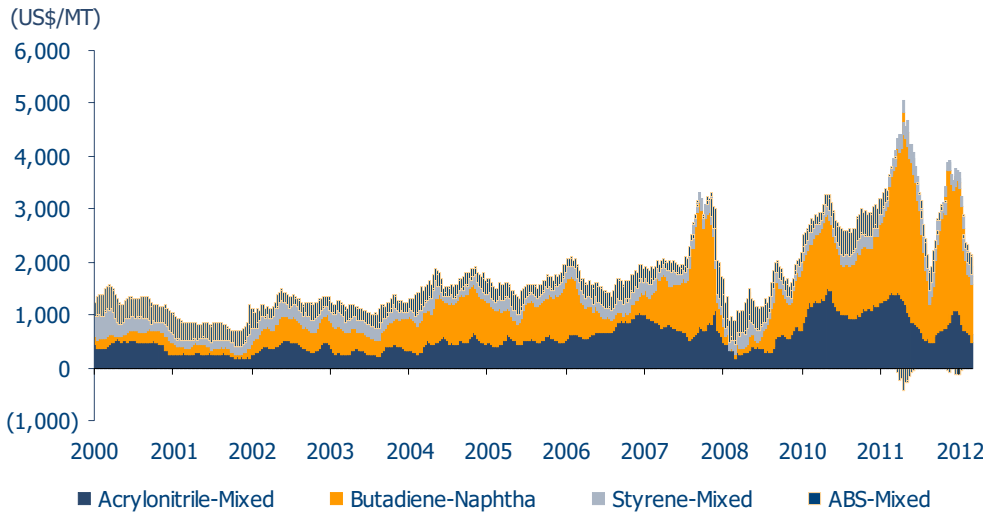


자료: 미래에셋증권 리서치센터

ABS(Acrylonitrile Butadiene Styrene) 체인

ABS체인도 다운스트림 마진 (ABS-Mix)이 구조적으로 감소하고 있다. 이는 프로필렌, 부타디엔 등의 가격 변동성 확대, BTX계열(스티렌) 가격 강세가 원인이다. 다운스트림 마진의 희생으로 업스트림 마진은 구조적으로 증가하고 있으며, 경기회복시 업스트림의 마진 회복폭도 가장 크다. 미드스트림 마진(Styrene-Mix)은 안정적으로 유지되고 있다.

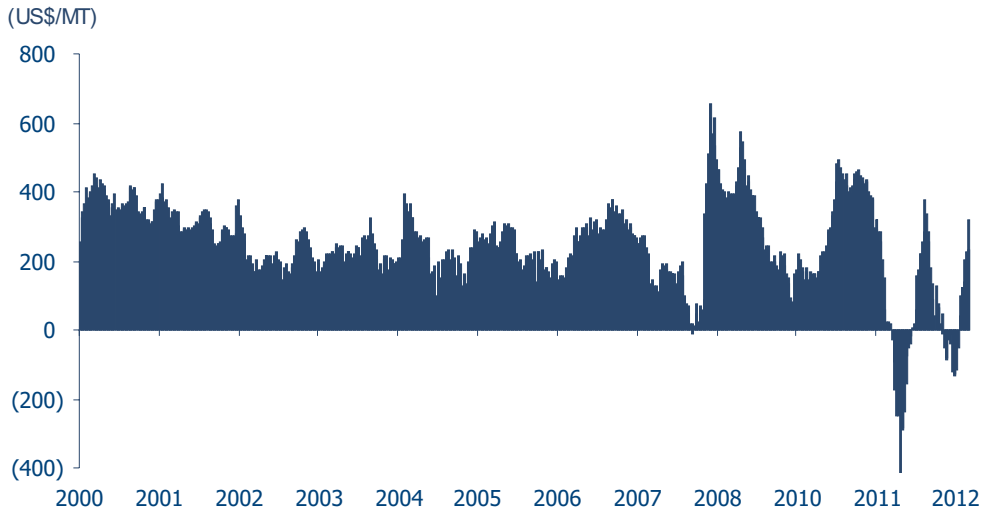
Figure 110 ABS 체인 마진 추이



ABS 체인의 마진은 업스트림의 부타디엔과 아크릴로나이트릴(AN) 마진 강세로 다운스트림 마진은 감소

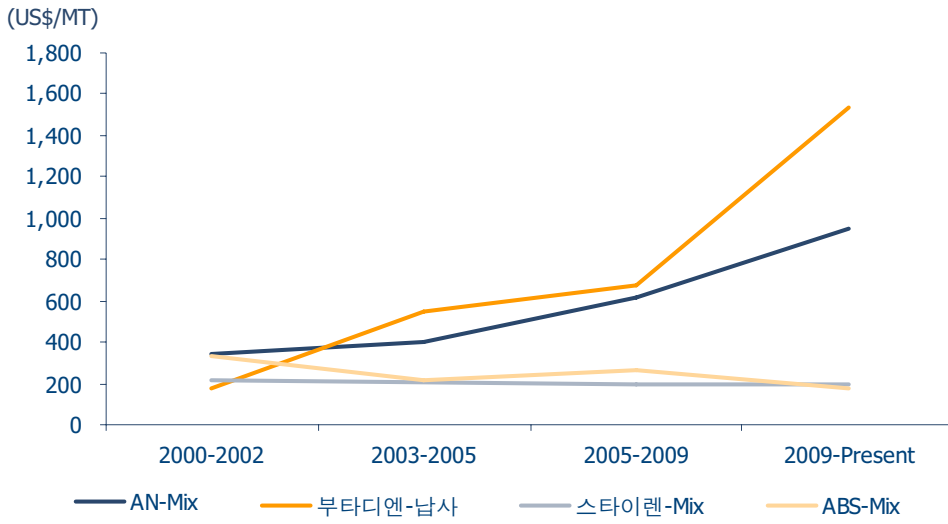
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 111 ABS-Mix 마진 추이 (ABS체인 다운스트림)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 112 평균 ABS 체인 마진 추이

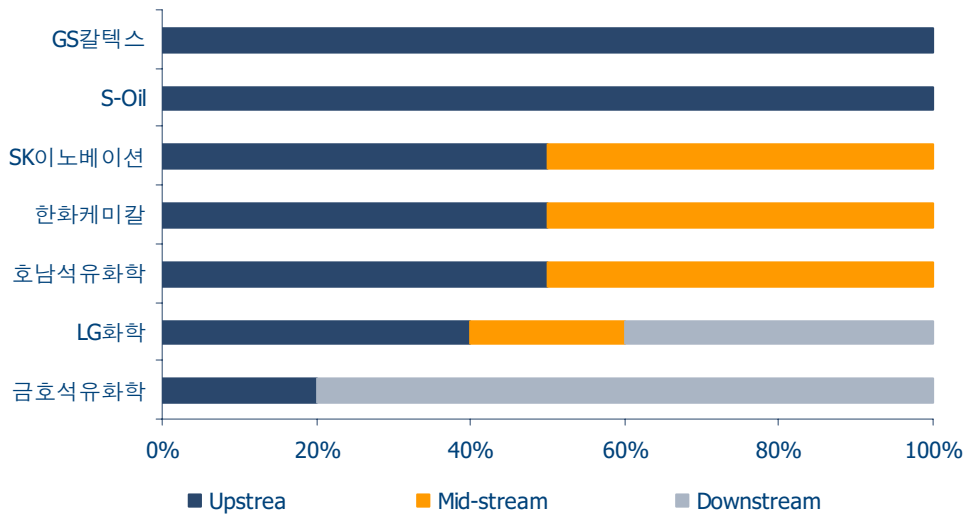


부타디엔과 AN(프로필렌이 원료)의 이익 비중 증가

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

ABS체인에서 다운스트림 비중이 가장 큰 곳은 금호석유화학(80%)과 LG화학(40%)이다. 반면 호남석유화학과 한화케미칼, SK이노베이션은 업스트림-미드스트림에만 분포하며, S-Oil과 GS칼텍스는 100% 업스트림에 위치한다(프로필렌, 벤젠 생산). 우리는 ABS체인상 업스트림 마진의 구조적인 강세를 전망한다.

Figure 113 ABS 체인 익스포저

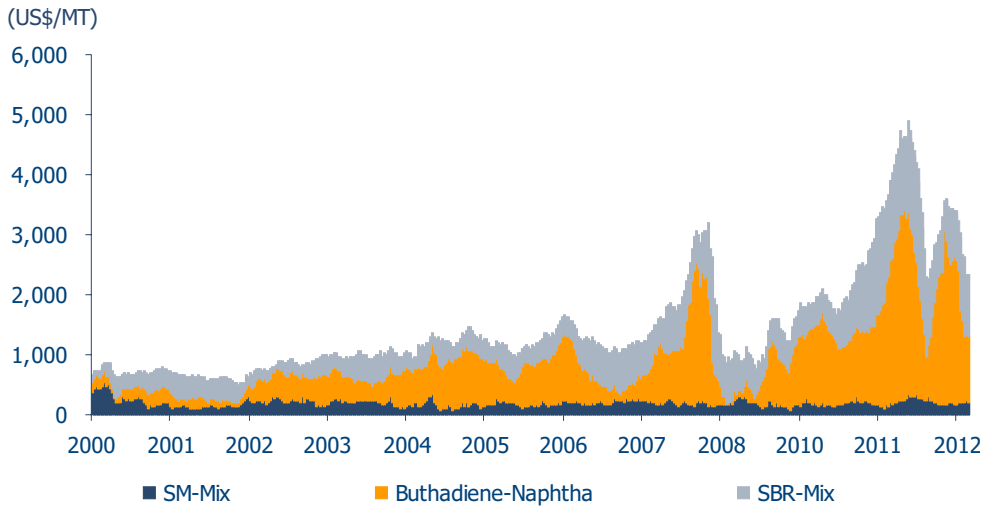


자료: 미래에셋증권 리서치센터

SBR(Styrene Butadiene Rubber) 체인

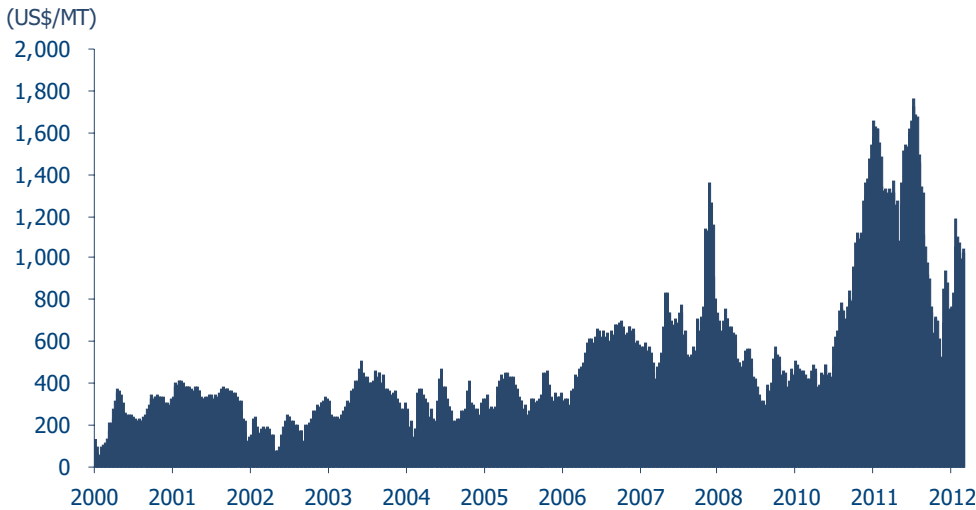
SBR 체인의 다운스트림 마진(SBR-Mix)은 2000년 이후 지속적으로 증가했다. 2000년대 초 US\$200/톤 수준에서 2011, 12년 평균 US\$816/톤까지 상승했다. 경기 사이클을 거칠수록 SBR 체인의 다운스트림 마진의 상승폭은 58%에서 186%로 확대 되었다.

Figure 114 SBR 체인 마진 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

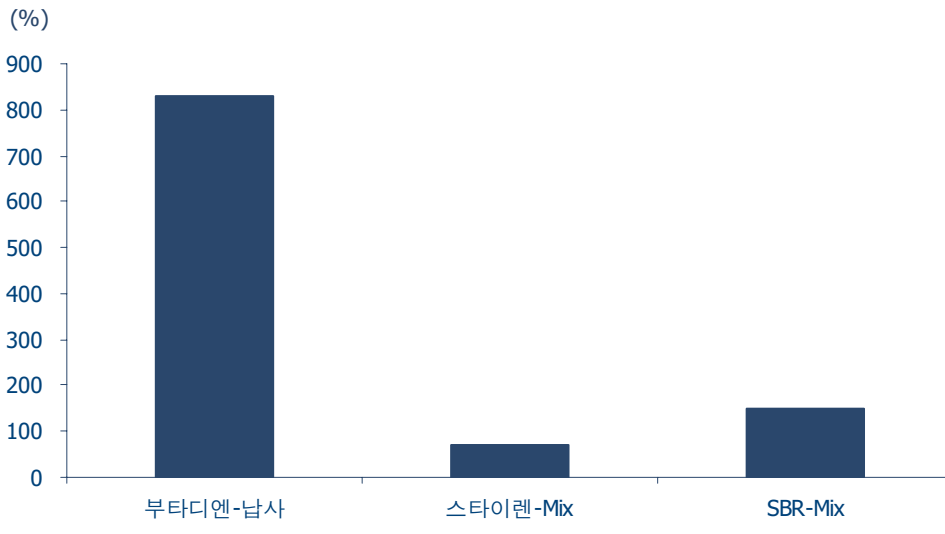
Figure 115 SBR 체인 다운스트림 마진 추이 (SBR-Mix)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

SBR 다운스트림 마진은 놀랍도록 견조함

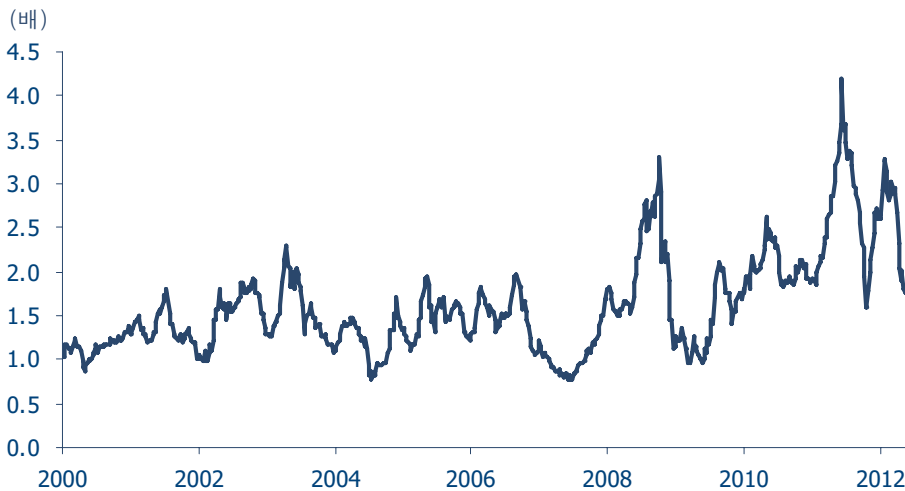
Figure 116 SBR체인의 평균 마진 회복률 (직전 저점 대비)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

부타디엔의 가격 변동성 확대와 BTX계열 강세에도 불구하고 다운스트림 마진이 강화되는 것은 놀랍다. 그만큼 SBR 제조업체의 가격 전가력이 강하며(공급 부족상황 지속), 독보적인 생산설비/기술/노하우를 보유하고 있다는 것으로 해석된다. 그러나 우리는 SBR체인의 다운스트림 마진이 추가로 확대되기는 어렵다고 판단하는데, 1) 부타디엔의 가격 변동성 확대, 2) BTX 계열 가격의 강세를 전망하기 때문이다.

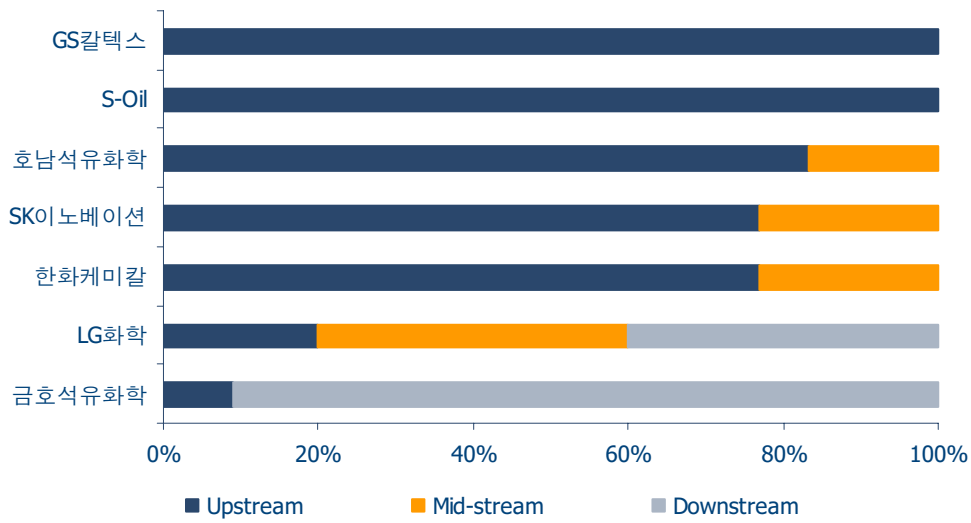
Figure 117 부타디엔/벤젠 가격 비율



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

금호석유화학은 SBR체인상에서 다운스트림 비중이 91%에 달한다. LG화학은 업스트림의 부타디엔부터 다운스트림의 SBR까지 수직계열화가 이루어져 있다. 반면 호남석유화학과 한화케미칼, SK이노베이션은 업스트림 비중이 높다(부타디엔, 벤젠을 생산하는 NCC 보유). 또한 BTX를 생산하는 S-Oil과 GS칼텍스는 SBR체인상 100% 업스트림에 위치한다.

Figure 118 SBR 체인 익스포저

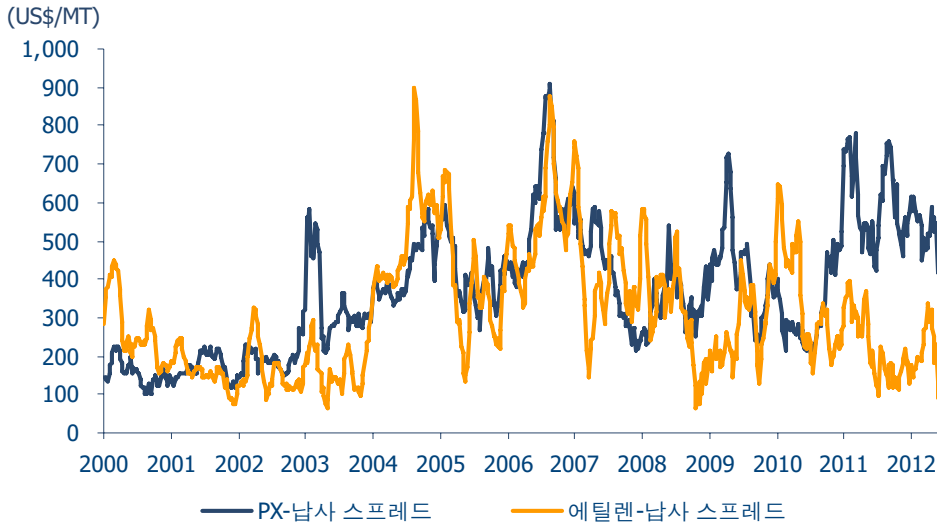


자료: 미래에셋증권 리서치센터

PET(Polyethylene Terephthalate) 체인

PET체인의 업스트림 마진은 혼재된 모습을 보인다. 최상류인 에틸렌-납사 마진은 하락하는 반면, PX-납사 마진은 상승하고 있다. PET체인상 다운스트림(PET-Mix)의 부가가치 창출은 많지 않다. 직전 단계인 MEG-Mix, PTA-PX의 마진은 견고하게 유지되고 있다.

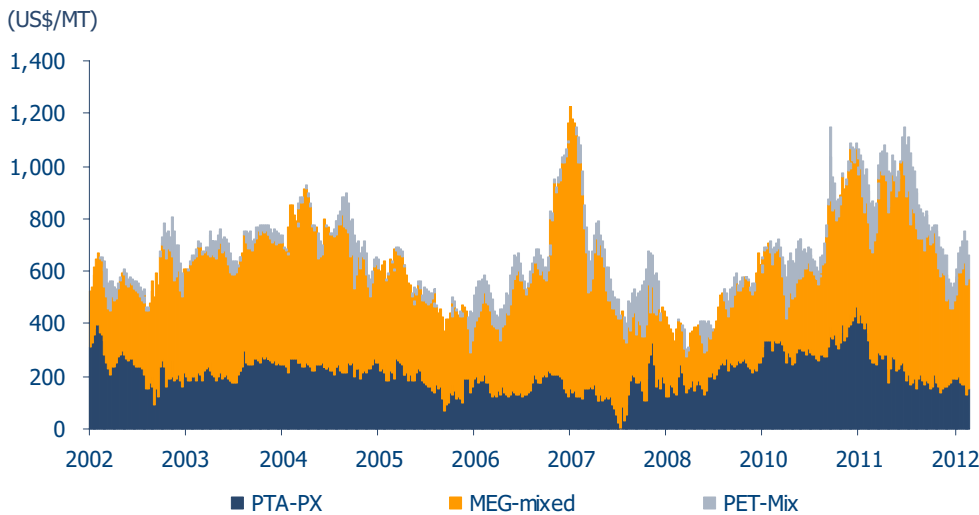
Figure 119 PX-납사 스프레드 vs. 에틸렌-납사 스프레드



PET 체인 업스트림에서의 마진이 혼재, PX를 생산하는 정유사에 유리함

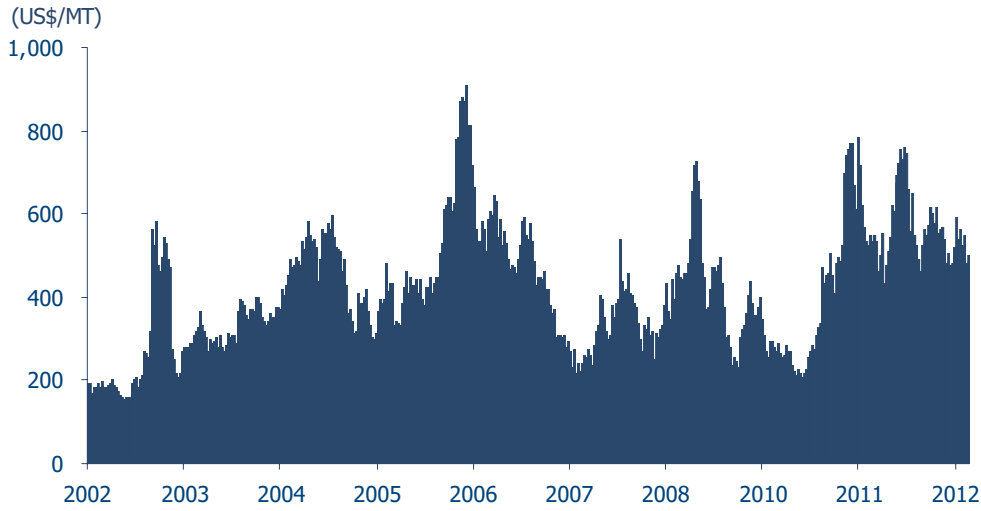
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 120 PET 체인 마진



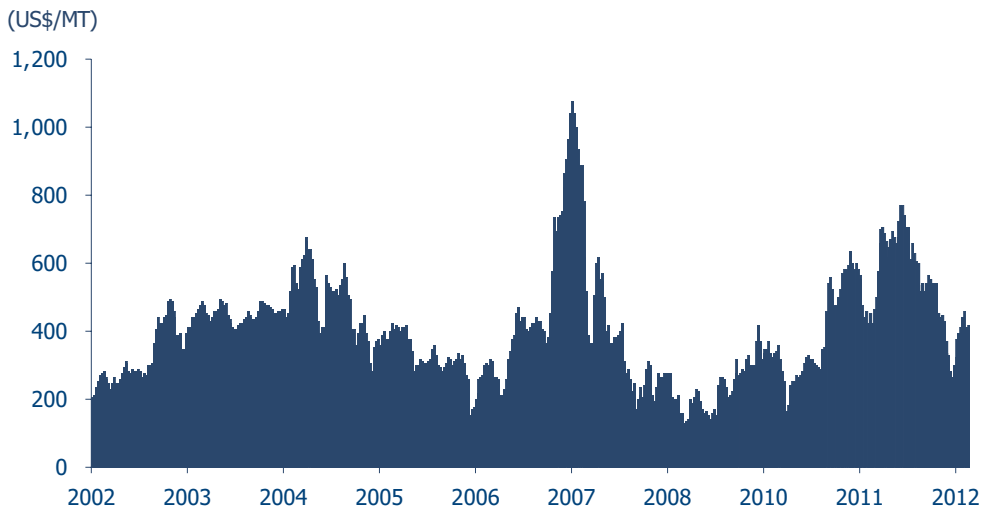
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 121 PX-납사 스프레드 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

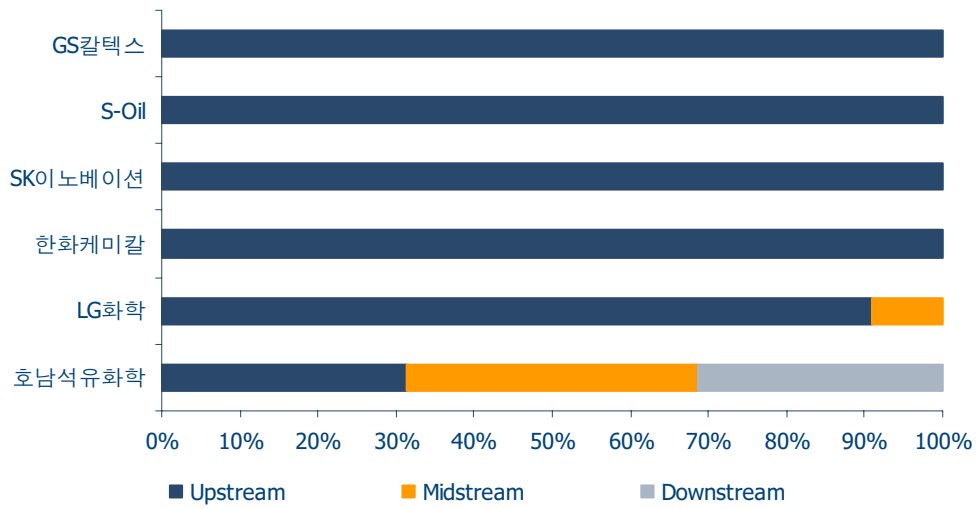
Figure 122 MEG-mix 마진 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

모든 정유사는 PX를 생산하며 PET체인의 업스트림에 존재한다. LG화학과 한화케미칼은 PET 체인의 업스트림에 위치하나 구조적 마진 하락이 진행되고 있는 에틸렌체인에 위치한다. 반면 호남석유화학은 자회사인 KP케미칼(52% 보유, 2012년말 합병 예정)을 고려하면 PET체인의 전 부문에 고루 분포한다. 우리는 PX-납사를 중심으로 한 PET체인의 업스트림 마진 강세가 지속될 것으로 전망한다.

Figure 123 PET 체인 익스포저

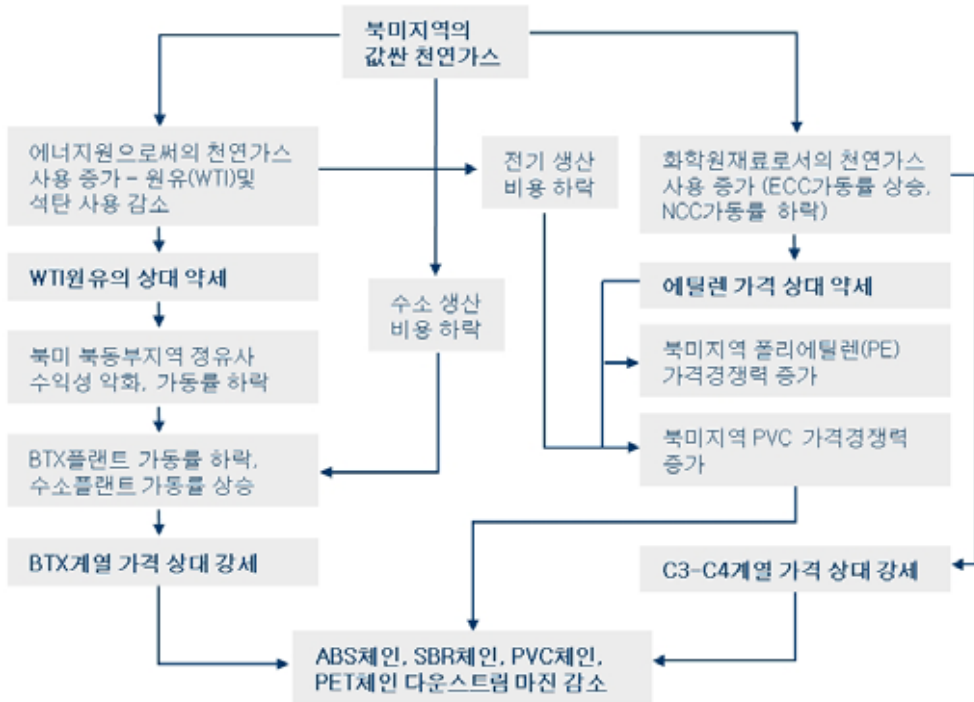


자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 셰일가스 개발은 정유사에게만 긍정적

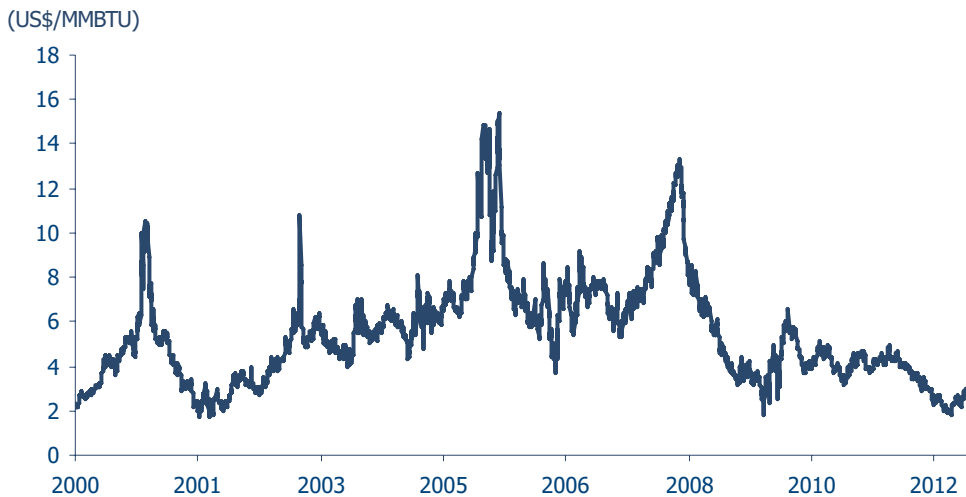
북미지역의 셰일가스의 개발은 한마디로 ‘값싼 천연가스의 공급’ 을 의미한다. 우리는 이로 인한 구조적인 변화가 정유/석유화학업종에 이미 진행중인 것으로 판단한다. 그리고 이는 향후 3~5년간 가속화 될 것이다. 한국의 정유산업에는 긍정적, 석유화학산업에는 부정적인 영향을 줄 것으로 전망한다. 특히 에틸렌제인과 PVC제인의 다운스트림 마진은 장기적으로 하락할 것이다.

Figure 124 셰일가스 개발의 영향



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 125 천연가스 가격 (US Henry Hub)



자료: Datastream

구조적 변화 진행중

원유 대 천연가스 가격비율(Oil-to-gas ratio)은 역사적으로 7~9배 수준을 유지해 왔다. 그러나, 2008년 이후 셰일가스 생산량 증가로 인해 북미지역에서 원유/천연가스 비율이 50~60배를 넘게 되었다(WTI vs Henry Hub). 우리는 원유/천연가스 비율이 앞으로도 과거보다 높은 25~30배 수준을 유지할 것으로 예상된다.

Figure 126 원유대 천연가스 가격 비율 (WTI over Henry Hub)



자료: Datastream

북미지역의 풍부한 천연가스 공급으로 인해 앞으로 천연가스가 1) 발전(power generation) 및 난방용, 2) 화학원재료(feedstock)로서 사용 비중이 증가할 것이다. 발전 및 난방용으로의 천연가스 사용 증가는 석탄 및 연료유(Fuel oil/heating oil)의 사용 감소로 이어질 것이다. 따라서 우리는 연료유 가격이 가솔린, 디젤, 납사대비 상대적인 약세를 보일 것으로 전망한다. 또한 미국에서 수출이 가능한 LPG의 가격하락도 장기적으로 이어질 것으로 예상된다. 이미 아시아지역 LPG 크랙스프레드(Dubai 원유 대비)는 2007-09년 평균 -\$22/bbl 에서 -\$37/bbl까지 하락했다.

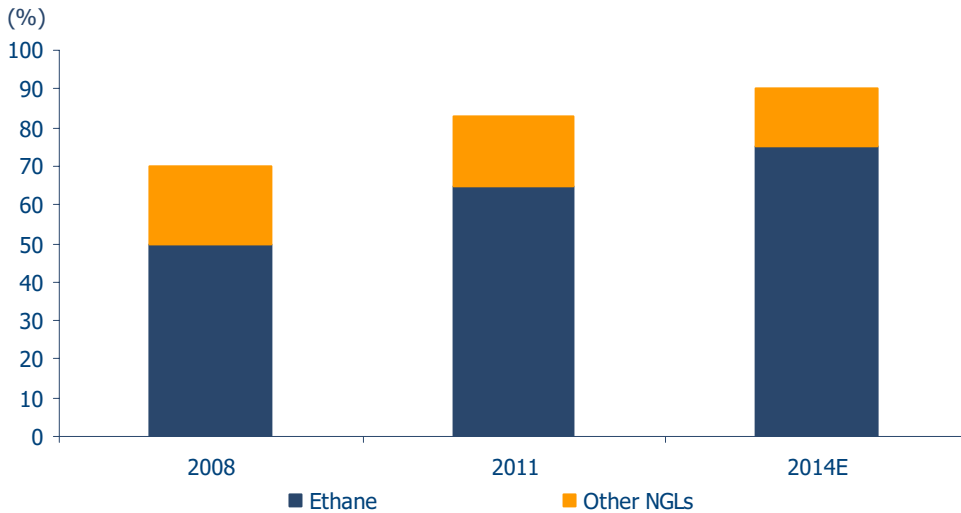
Figure 127 LPG 크랙 스프레드 (두바이 원유 대비)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

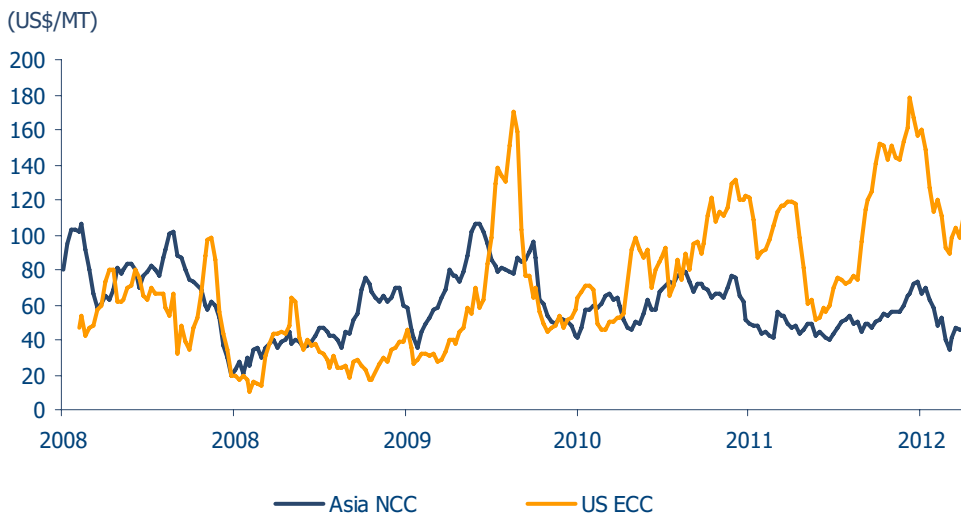
북미지역 ECC(Ethan Cracking Center)와 NCC(Naphtha Cracking Center)의 에틸렌마진을 비교해 보면 천연가스가격 하락으로 인해 ECC의 원가경쟁력과 마진이 급격히 개선되었음을 알 수 있다. 이미 북미지역 분해설비들(Cracker)은 에탄가스 투입 비중을 늘리고 있다.

Figure 128 Lyondellbasell 은 에탄가스 투입 비중을 늘리고 있음



자료: Lyondellbasell

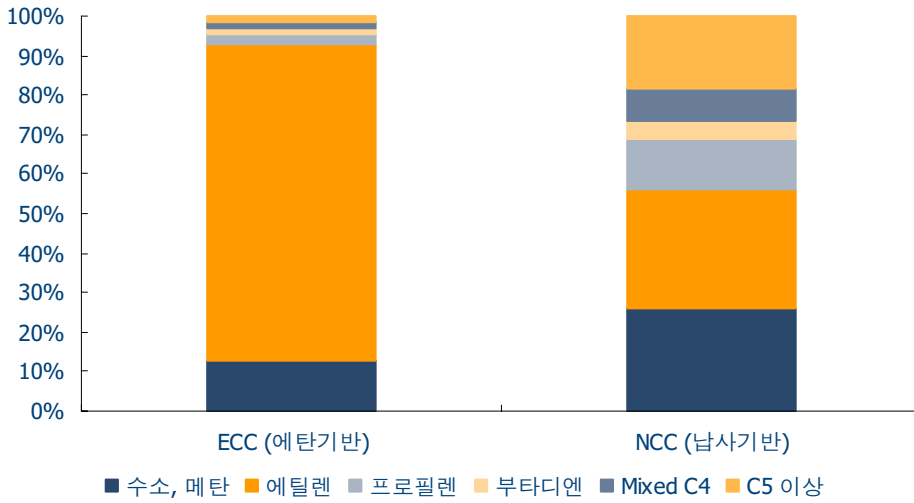
Figure 129 에틸렌 마진 비교: 아시아 NCC vs. US ECC



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

에탄가스를 원료로 사용하는 ECC는 에틸렌 생산 비중이 투입 원료 대비 80%에 달한다. 반면, NCC의 에틸렌 생산 비중은 20-25% 수준이다. 북미지역에서 에틸렌 생산 증가는 에틸렌 체인의 다운스트림제품(PE계열, EG계열 등)의 가격 경쟁력 강화로 이어지고 있으며, 북미지역의 에틸렌 폴리머 수출량도 증가하고 있다.

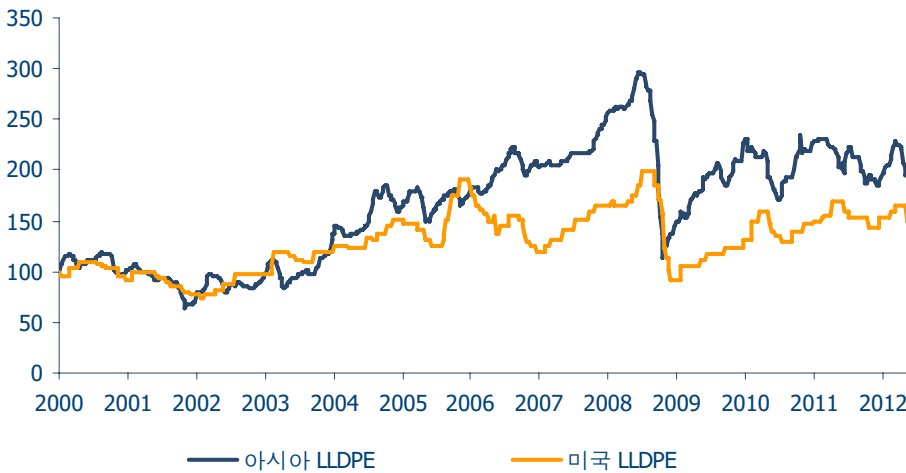
Figure 130 ECC와 NCC의 올레핀 수득률



자료: Oil and Gas Journal

Figure 131 아시아와 미국의 LLDPE 가격 추이

(2000년 1월 = 100)

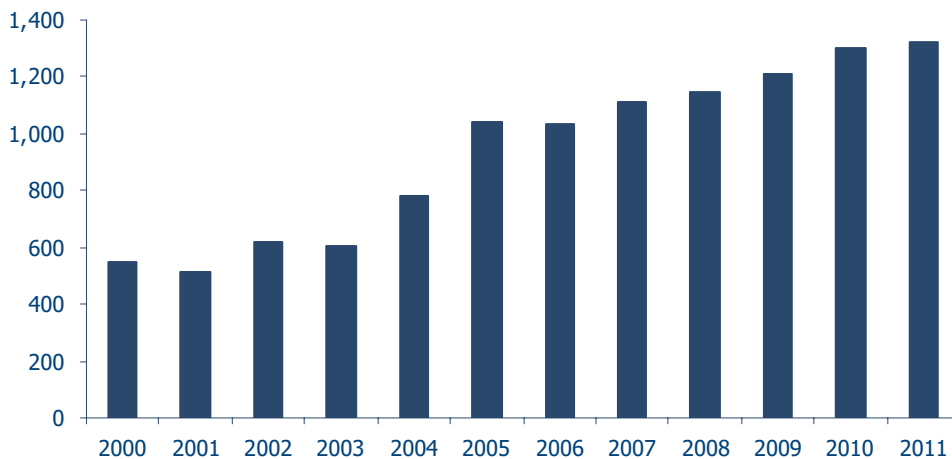


북미지역 LLDPE 가격이 아시아지역대비 상대적으로 안정

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 132 미국의 에틸렌 폴리머 수출 추이

(1000 MT)



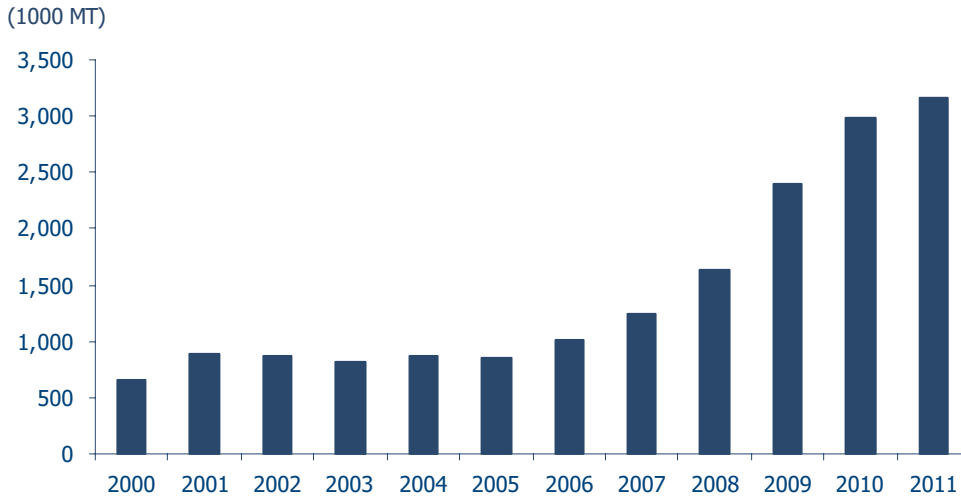
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

에틸렌 폴리머, PVC 등을 중심으로 북미발 수출 증가

미국은 2008년 이후 운송이 간편한 고체형상(주요 석유화학 하류제품)의 에틸렌폴리머, PVC 등의 수출량을 크게 증가시켰다. PVC의 중국행 수출은 다섯배 증가하였다. 북미지역의 값싼 석유화학제품이 아시아지역에 영향을 미치고 있음을 보여 준다. 특히 PVC같이 에틸렌과 염소(전기분해로 생성)가 주원료인 제품은 북미지역 천연가스 가격 하락의 가장 큰 수혜를 보고 있다.

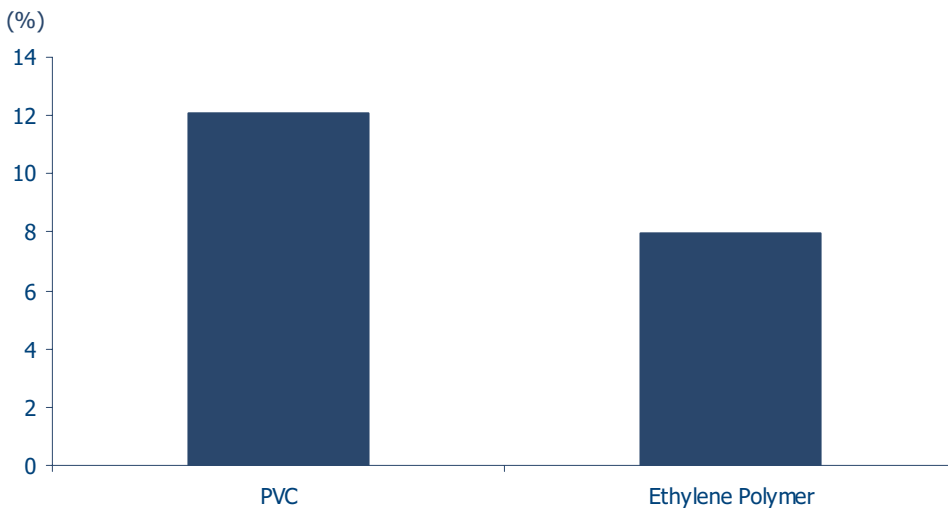
Figure 133 미국의 PVC 수출량

미국의 PVC 수출량 급증



자료: Datastream

Figure 134 미국의 PVC와 에틸렌 폴리머 수출량중 중국이 차지하는 비중

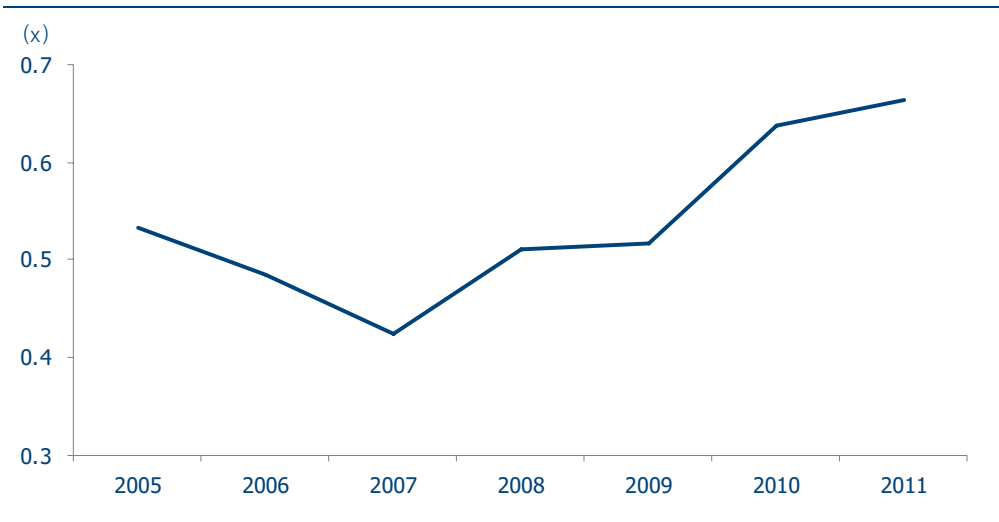


자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

프로필렌, 부타디엔, BTX 계열은 미국발 수출 감소, PET 중립

한편 북미지역의 C3계열 이상 폴리머와 BTX계열 폴리머의 경우 에틸렌계열 폴리머대비 수출 증가율이 크게 낮다. 프로필렌폴리머/에틸렌폴리머 수출 비율은 2007년 2.4배에서 2011년 1.5 배까지 하락했다. BTX계열 중 주요 수출품목인 스타이렌 계열(특히 ABS) 수출량도 에틸렌계 열의 수출 증가에 크게 못미친다. 이는 NCC와 정유사 리포머 가동률 하락과 밀접한 연관이 있다. BTX계열의 가격 강세로 인해 원가 경쟁력이 악화되었기 때문이다.

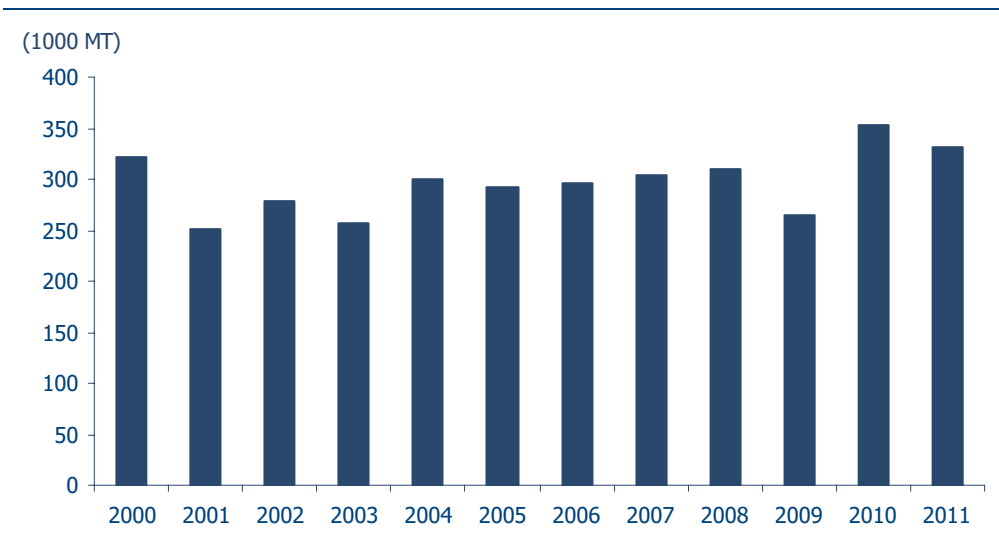
Figure 135 미국의 에틸렌폴리머 대 프로필렌폴리머 수출량 비율



미국산 에틸렌폴리머의 경쟁력이 상대적으로 강해짐

자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

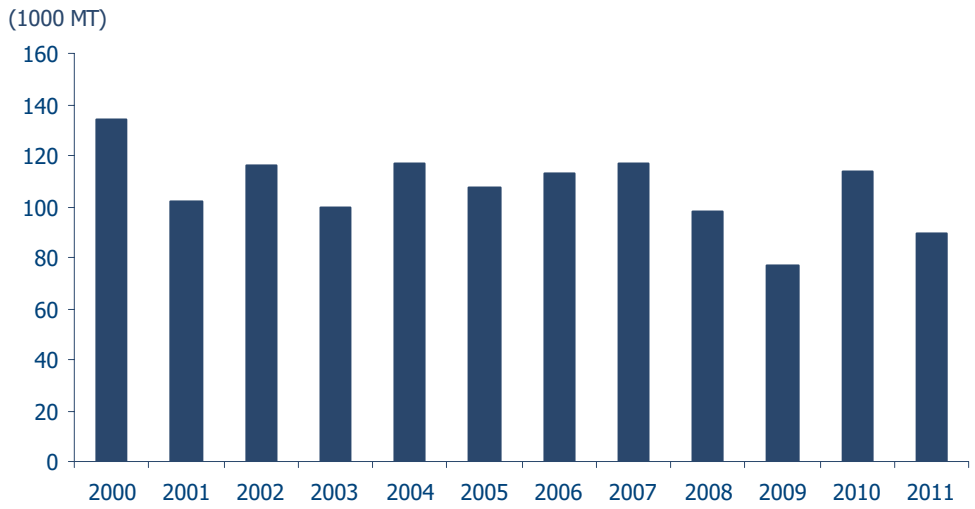
Figure 136 미국의 스타이렌폴리머 수출량



BTX 계열을 원재료로 하는 스타이렌, ABS, PET의 수출량은 크게 증가하지 못함

자료: Datastream

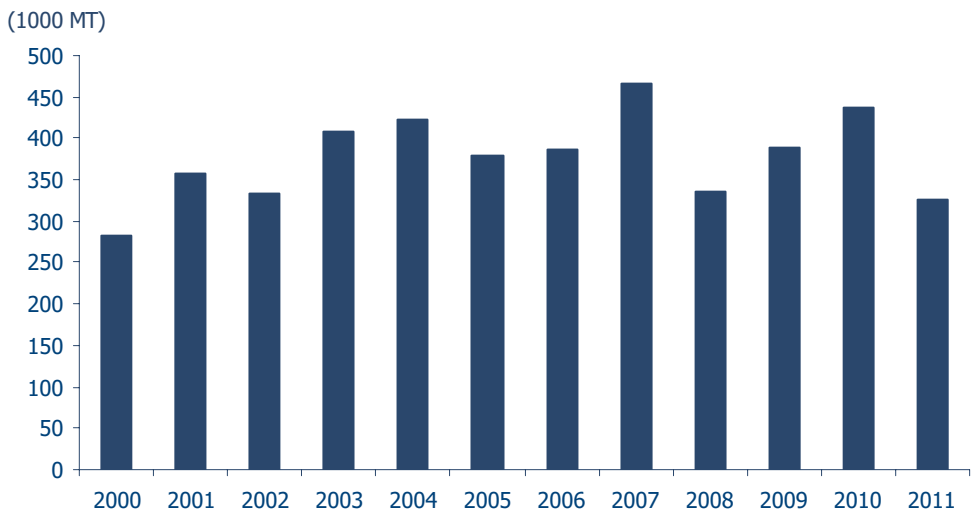
Figure 137 미국의 ABS 수출량



자료: Datastream

폴리에스터섬유의 주원료인 PET의 경우 EG가격의 하락에 수혜를 볼 수 있으나, BTX계열 가격 상승이 이를 상쇄한다. 에틸렌의 원가 경쟁력은 강화되었으나, BTX계열의 가격 강세로 에틸렌 가격 하락효과가 상쇄되었다. 따라서 북미지역의 PET 수출량도 에틸렌계열 수출량 증가에 미치지 못한다. 향후 아시아지역에 미치는 영향도 제한적일 것으로 전망한다.

Figure 138 미국의 PET 수출량



자료: Datastream

정유 긍정적, 석유화학 부정적

세일가스 개발이 한국의 정유/석유화학기업에 주는 부정적 영향은 다음과 같이 요약될 수 있다. 1) 전반적인 에틸렌 체인의 마진 감소(다운스트림 에틸렌 체인 위주), 2) PVC체인의 마진 감소, 3) 연료유 가격 약세로 인한 정제 마진의 하락, 4) 휘발유/납사 가격의 상대적 약세 (디젤/등유 대비).

하지만 긍정적인 영향도 있다. 1) 프로필렌, 부타디엔의 희소가치 증가와 가격 변동성 확대, 2) 발전연료 가격 하락으로 인한 전기생산비용 감소, 3) 디젤/등유의 상대 강세, 그리고 4) NCC 및 리포머 가동을 하락으로 인한 BTX계열 가격 강세이다.

이중, BTX계열의 장기 강세는 석유화학의 주요 체인에 다음과 같은 구조적 변화를 유발할 것으로 예상된다. 1) ABS체인의 다운스트림 마진 감소, 업스트림 마진 확대, 2) PVC체인의 업스트림/미드스트림 마진 감소, 3) PET체인과 SBR체인의 다운스트림 마진 감소. 이 중 SBR체인은 부타디엔 가격 변동성 확대에 의해 다운스트림 마진의 변동성도 확대될 것으로 예상된다.

종합하면, 한국의 정유업에는 긍정적인 영향이 더 큰 반면, 화학업종에게는 부정적인 영향이 크다. 특히 석유화학업종 중 다운스트림 비중이 큰 업체일수록 세일가스 개발로 인해 장기적으로 수익성을 희생당할 가능성이 높다.

Figure 139 석유화학 계통도

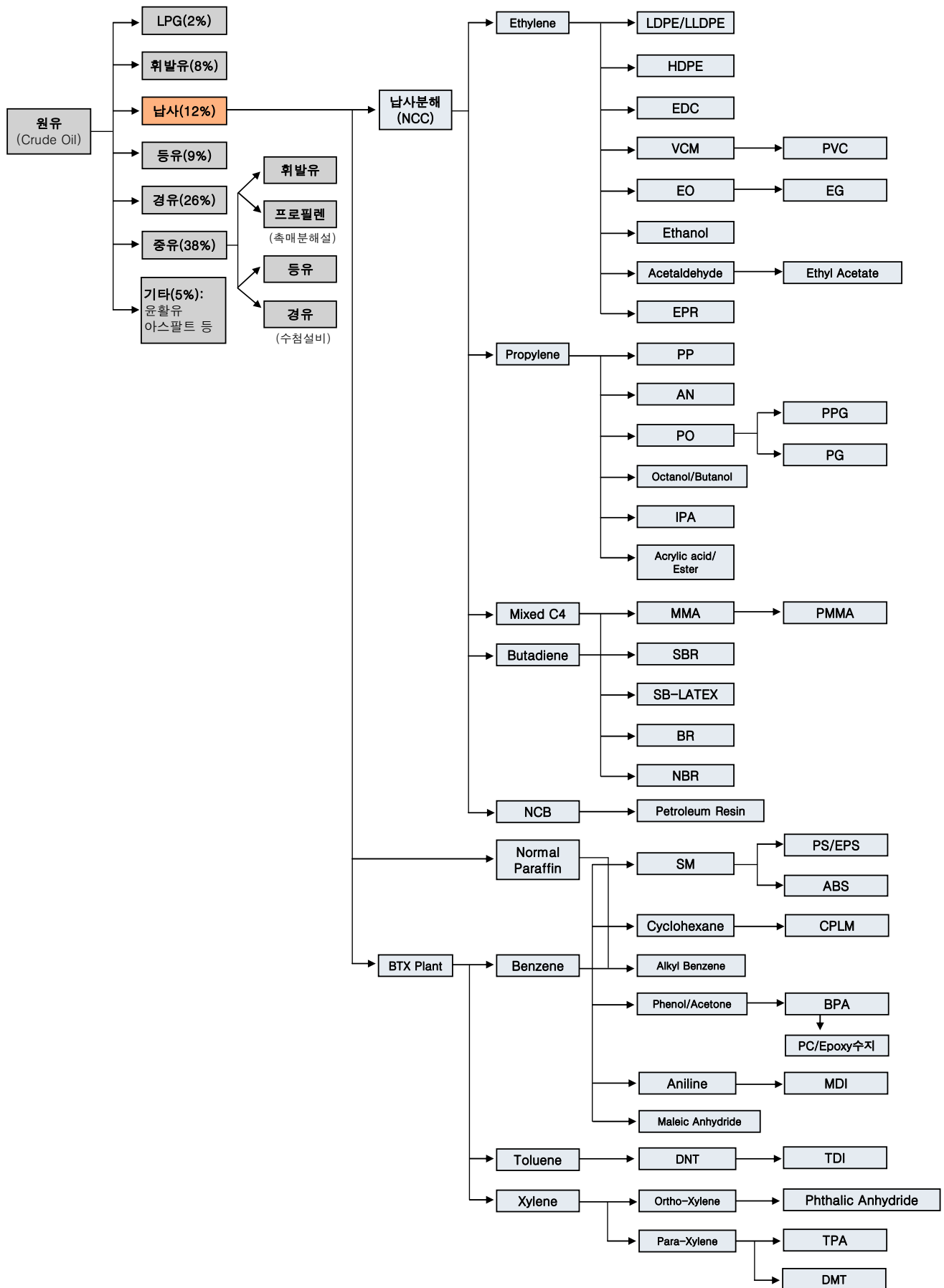


Figure 140 Global supply and demand forecast

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Refining (1000bb/dayr)	Production	73,960	74,494	75,330	74,960	73,108	75,188	75,563	76,364	77,794	80,096
	Capacity	86,027	87,347	88,495	89,324	90,946	91,616	93,004	93,698	94,870	96,501
	Utilization	86.0%	85.3%	85.1%	83.9%	80.4%	82.1%	81.2%	81.5%	82.0%	83.0%
Petrochemicals (1000MT/year)											
Ethylene	Production	105,037	110,251	114,523	108,360	111,093	119,374	124,843	128,817	134,224	141,139
	Capacity	115,522	120,447	125,325	128,011	130,159	142,117	148,087	151,611	159,167	166,330
	Utilization	90.9%	91.5%	91.4%	84.6%	85.4%	84.0%	84.3%	85.0%	84.3%	84.9%
Propylene	Production	64,146	66,351	70,345	67,648	69,272	75,415	78,387	80,730	84,224	88,828
	Capacity	68,545	72,873	77,754	81,287	84,278	90,569	95,128	96,727	99,732	102,514
	Utilization	93.6%	91.1%	90.5%	83.2%	82.2%	83.3%	82.4%	83.5%	84.4%	86.6%
Butadiene	Production	9,394	9,587	10,035	9,336	8,902	9,928	10,309	10,544	10,917	11,410
	Capacity	10,737	11,008	11,624	11,950	11,891	12,513	12,835	12,945	13,117	13,338
	Utilization	87.5%	87.1%	86.3%	78.1%	74.9%	79.3%	80.3%	81.4%	83.2%	85.5%
Benzene	Production	37,687	38,523	40,987	38,421	37,113	41,318	42,545	43,668	45,171	46,439
	Capacity	45,242	47,176	49,937	51,859	53,202	56,469	58,099	60,063	61,566	62,978
	Utilization	83.3%	81.7%	82.1%	74.1%	69.8%	73.2%	73.2%	72.7%	73.4%	73.7%
Para Xylene	Production	22,674	24,148	26,121	25,046	26,883	29,517	31,562	32,788	35,315	39,012
	Capacity	25,329	27,592	29,957	30,429	32,155	35,205	37,165	38,231	40,278	42,978
	Utilization	89.5%	87.5%	87.2%	82.3%	83.6%	83.8%	84.9%	85.8%	87.7%	90.8%
PVC	Production	32,610	34,967	36,646	34,279	33,627	35,625	37,757	38,763	40,526	42,912
	Capacity	37,079	40,265	41,940	43,143	44,024	45,660	50,082	52,478	55,748	59,228
	Utilization	87.9%	86.8%	87.4%	79.5%	76.4%	78.0%	75.4%	73.9%	72.7%	72.5%
ABS	Production	5,933	6,343	6,735	6,184	6,532	6,884	7,144	7,260	7,503	7,843
	Capacity	7,632	7,768	8,633	8,719	8,734	8,861	9,223	9,592	9,978	10,322
	Utilization	77.7%	81.7%	78.0%	70.9%	74.8%	77.7%	77.5%	75.7%	75.2%	76.0%
Polypropylene	Production	40,938	42,657	45,502	44,461	46,255	49,182	51,654	53,198	55,500	58,535
	Capacity	43,927	46,693	49,544	51,936	55,436	60,004	63,581	64,682	66,750	68,679
	Utilization	93.2%	91.4%	91.8%	85.6%	83.4%	82.0%	81.2%	82.2%	83.1%	85.2%
HDPE	Production	27,937	29,552	30,733	29,323	30,170	31,277	32,917	34,139	35,807	37,947
	Capacity	28,969	30,369	31,063	31,317	32,661	35,396	37,261	38,304	40,578	42,760
	Utilization	96.4%	97.3%	98.9%	93.6%	92.4%	88.4%	88.3%	89.1%	88.2%	88.7%
LDPE	Production	17,407	17,887	18,636	17,432	17,660	18,277	19,094	19,322	19,597	19,932
	Capacity	19,544	20,130	20,536	20,492	20,784	21,121	21,788	21,971	22,370	22,718
	Utilization	89.1%	88.9%	90.7%	85.1%	85.0%	86.5%	87.6%	87.9%	87.6%	87.7%
LLDPE	Production	17,176	18,868	19,914	19,047	19,614	20,234	21,439	22,396	23,785	25,605
	Capacity	22,329	23,512	24,562	24,989	26,438	30,251	31,728	32,812	35,058	37,332
	Utilization	76.9%	80.2%	81.1%	76.2%	74.2%	66.9%	67.6%	68.3%	67.8%	68.6%
VCM	Production	33,019	35,294	37,117	34,752	34,173	36,398	38,310	39,345	41,124	43,525
	Capacity	37,511	40,724	42,661	44,560	45,941	47,633	50,895	53,335	56,657	60,192
	Utilization	88.0%	86.7%	87.0%	78.0%	74.4%	76.4%	75.3%	73.8%	72.6%	72.3%
MEG	Production	15,830	16,792	17,833	17,490	18,313	18,923	19,773	20,364	21,087	22,117
	Capacity	17,548	18,804	20,172	21,353	22,394	24,970	26,636	27,902	29,017	29,937
	Utilization	90.2%	89.3%	88.4%	81.9%	81.8%	75.8%	74.2%	73.0%	72.7%	73.9%
Styrene	Production	24,650	25,070	26,207	24,248	23,771	25,183	26,129	26,986	28,506	29,927
	Capacity	27,211	27,938	29,665	29,220	29,310	31,963	32,535	33,620	34,442	35,268
	Utilization	90.6%	89.7%	88.3%	83.0%	81.1%	78.8%	80.3%	80.3%	82.8%	84.9%
TPA	Production	30,722	33,112	36,227	35,246	37,181	39,254	41,352	45,586	52,180	56,186
	Capacity	33,603	37,391	40,780	42,673	44,479	47,758	51,355	57,850	66,144	70,961
	Utilization	91.4%	88.6%	88.8%	82.6%	83.6%	82.2%	80.5%	78.8%	78.9%	79.2%
SBR	Production	3,971	4,174	4,405	4,204	4,061	4,425	4,626	4,835	5,239	5,617
	Capacity	4,806	4,985	5,125	5,143	5,457	5,666	5,841	6,103	6,464	6,775
	Utilization	82.6%	83.7%	86.0%	81.7%	74.4%	78.1%	79.2%	79.2%	81.0%	82.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Company Analysis

- S-Oil (010950, BUY, TP 150,000원)
- SK 이노베이션 (096770, BUY, TP 220,000원)
- 호남석유화학 (011170, BUY, TP 320,000원)
- GS (078930, BUY, TP 80,000원)
- 금호석유화학 (011780, BUY, TP 145,000원)
- LG화학 (051910, HOLD, TP 335,000원)
- 한화케미칼 (009830, HOLD, TP 21,000원)

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeeasset.com

What's New

최고의 포지션과 높은 자본효율성

S-Oil에 대해 매수(BUY) 투자의견과 목표주가 150,000원을 제시하며, 커버리지 개시. 유가와 정제마진 상승으로 2012년 3분기 S-Oil의 영업이익은 4,280억원을 기록할 것으로 전망 (2Q12: -1,620억원). S-Oil은 1) 유가 및 정제마진 상승에 가장 민감하고, 2) 석유화학 가치사슬상 업스트림 익스포저가 가장 높으며, 3) 높은 배당성향을 통해 최고수준의 자본 효율성을 유지하고 있음. 우리는 BTX계열 가격이 장기적인 강세를 보일 것으로 전망하는데, S-Oil이 가장 큰 수혜주임. 현 주가기준 12개월 Fwd PB는 2.1배로 동사의 지속가능ROE 23.2%과 높은 배당매력을 고려하면 저평가 상태임. 우리는 하반기 유가/정제마진 상승에 힘입은 강력한 이익 모멘텀, 석유화학 부문의 견고한 이익 기여가 주가 상승의 촉매가 될 것으로 전망.

» 유가와 정제마진 상승의 최대 수혜, 업스트림 석유화학의 최강자

» 최고수준의 자본 효율성, 높은 배당 매력

» 업종 최선호주, 목표주가 150,000 원, 투자의견 매수

유가와 정제마진 상승의 최대 수혜

우리의 민감도 분석에 따르면, S-Oil의 영업이익은 유가가 US\$1/bbl 상승할 때마다 150억원 (2012F 영업이익대비 1.4%), 정제마진이 US\$1/bbl 상승할 때마다 3,090억원 (2012F 영업이익대비 29%) 증가함. 따라서 S-Oil은 유가와 정제마진 상승의 가장 큰 수혜주임. 우리는 하반기 복합정제마진이 평균 US\$8.6/bbl (+25% QoQ)을 기록할 것으로 전망하며, 원유가격은 평균 US\$115/bbl을 기록할 것으로 전망.

업스트림 석유화학의 최강자

S-Oil의 석유화학 가치사슬상 업스트림 익스포저는 100%임. BTX(벤젠기준 연140만톤)와 PX(연180만톤)를 바탕으로 석유화학부문 업스트림에서 가장 유리한 위치를 점하고 있음. 우리는 BTX계열의 장기 가격 강세를 전망하고 있으며, PX-MX 마진도 17%(PX가격 대비) 또는 US\$250/톤(2H12) 수준에서 견고하게 유지될 것으로 예상.

최고수준의 자본 효율성, 높은 배당 매력

S-Oil의 과거 3년 배당성향은 49%로 정유/석유화학업종 평균 19%보다 월등히 높음. 높은 배당성향은 자본효율성을 높여 지속가능ROE를 높게 유지해주는 원동력. 동사의 보유현금(총자본대비 20%)과 강한 영업현금흐름을 감안할 때 2012년 연말 배당금이 크게 낮아질 가능성은 낮음. 우리는 2012F 주당 3,450원(중간배당 제외시 3,000원)의 배당을 예상, 현주가 대비 배당수익률은 3.1%임(중간배당 제외시 2.7%).

목표주가 150,000 원, 투자의견 매수, 업종 최선호주

S-Oil에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 150,000원을 제시 (상승여력 36%). 우리가 동사를 선호하는 이유는 1) 강한 이익 모멘텀 - 유가상승과 정제마진 상승으로 인한 이익 정상화, 2) 석유화학부문의 견조한 이익 기여, 그리고 3) 높은 배당수익률과 자본효율성 때문. 목표주가 150,000원은 12개월 Forward BPS(12-13년 평균)대비 2.9배를 적용 (지속가능 ROE 23.2%, 자기자본비용 10.0%, 영구성장률 3.0%).

BUY

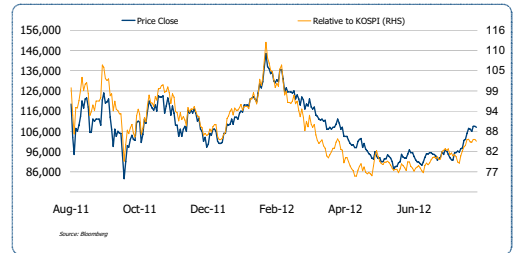
21 August 2012

Target price	KRW150,000
Current price (17 Aug)	KRW110,500
Upside/downside	+35.7%
Consensus target price	KRW115,857
Difference from consensus	+29.5%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	20,511	31,914	35,950	38,165
Op EBIT (KRWb)	859	1,634	1,072	1,865
Net income (KRWb)	704	1,191	802	1,424
Norm profit (KRWb)	704	1,191	802	1,424
EPS (KRW)	6,257	10,214	6,876	12,211
EPS growth	206.8%	63.2%	-32.7%	77.6%
P/E (x)	17.3	10.6	15.7	8.8
EV/EBITDA (x)	12.0	7.5	10.4	6.3
Dividend yield	2.3%	4.4%	3.2%	5.4%
P/B (x)	2.8	2.4	2.3	1.9
ROE	16.8%	24.5%	14.8%	23.5%
Net debt/equity	38.1%	49.3%	40.7%	24.7%
Cons EPS (KRW)	6,257	7,109	10,857	12,211
Prev EPS (adj) (KRW)	6,263	16,733	14,988	15,332

Performance



Trading data

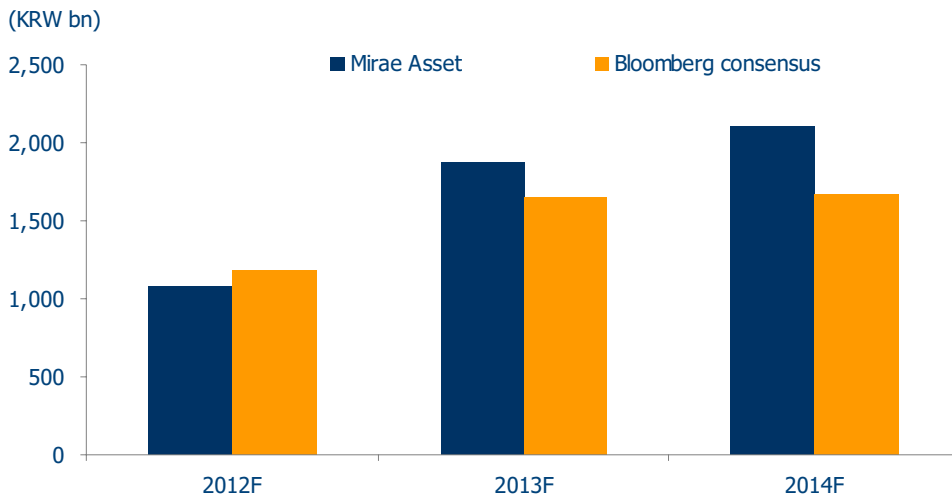
Market cap (KRWb/US\$m)	12,159/10,736		
Shares outstanding	112.6m		
Free float	36.4%		
52-week price high/low	KRW82,600 -		
Daily average turnover (3M)	US\$33.4m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	16%	17%	-11.1%
Relative to KOSPI	8.9%	11.2%	-14.6%
Absolute (US\$)	17.5%	20.4%	-15.8%
Major shareholders			
Aramco Overseas Company	63.5%		
NPS	5.0%		

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	20,530	31,914	35,950	38,165	39,838
Refining	17,350	25,960	29,062	30,854	32,214
Petrochemical	1,540	3,491	4,350	4,720	5,033
Lubricants	1,639	2,463	2,538	2,591	2,591
Operating Profit	823	1,634	1,072	1,865	2,102
Refining	396	502	-204	415	559
Petrochemical	68	451	778	932	1,051
Lubricants	359	717	498	518	492
NP attributable to owners	711	1,191	802	1,424	1,604

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익의 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 영업이익 (2013-14F) 추정치는 Bloomberg 컨센서스보다 20% 높음

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 원유가격, 정제마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE	
Crude oil price	+US\$10/bbl	1,223	14%	917	14%	
	Base assumption (US\$115/bbl)	1,072		802	No impact	
	-US\$10/bbl	921	-14%	687	-14%	
Refining margin	+US\$1/bbl	1,380	29%	1,036	29%	+3.9%p
	Base assumption (US\$8.6/bbl)	1,072		802		
	-US\$1/bbl	763	-29%	567	-29%	-3.9%p
KRW/USD	KRW 10% appreciation			1,099	37%	
	Base assumption (1150KRW/USD)			802		No impact
	KRW 10% depreciation			505	-37%	

자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 매출액 구성 (2013F)

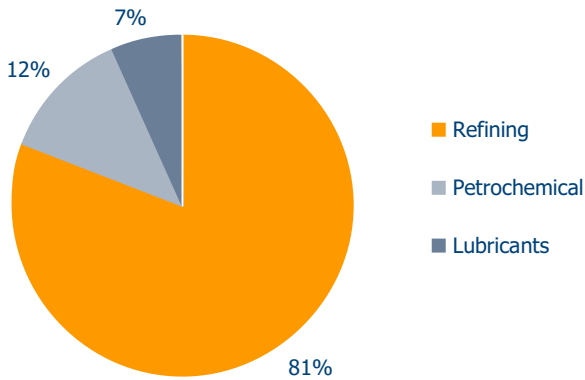
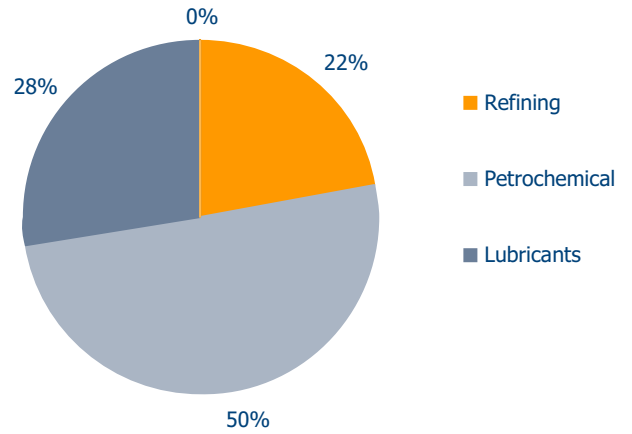


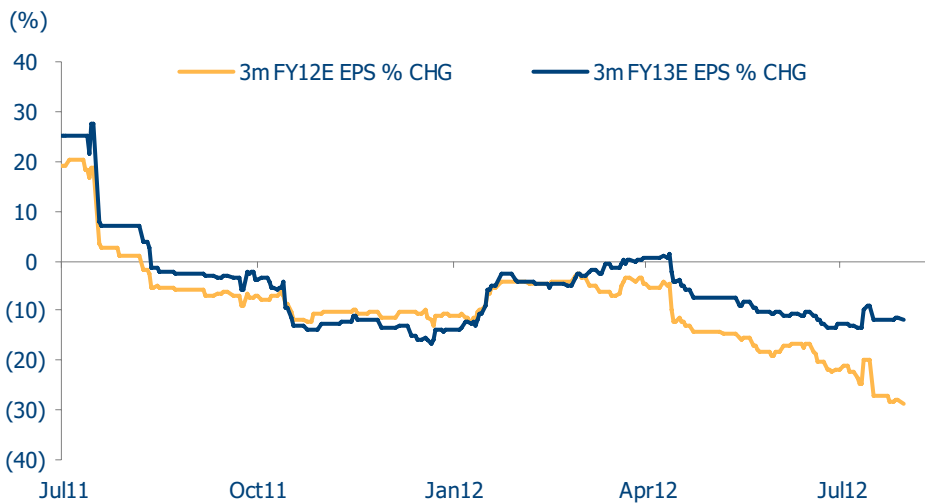
Figure 5 영업이익의 구성 (2013F)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

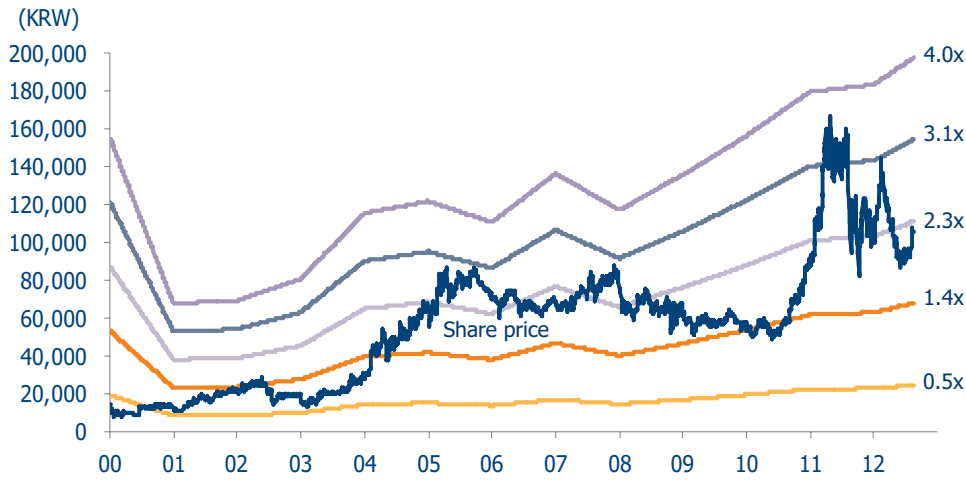
Figure 6 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월전 대비)



원유가격과 정제마진 상승으로
3분기중 이익추정치가 상향 조정될
것으로 전망

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 P/B



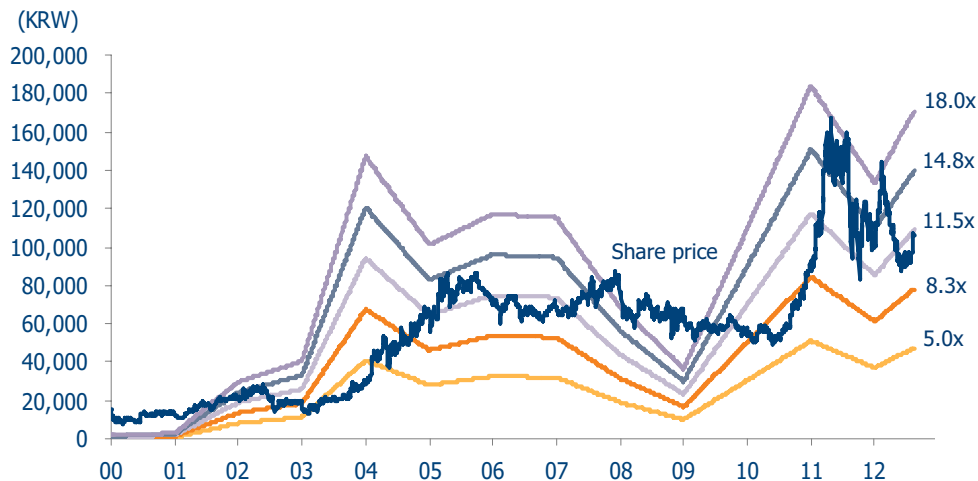
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 상대 P/B 추이 - S-Oil vs 정유업 평균



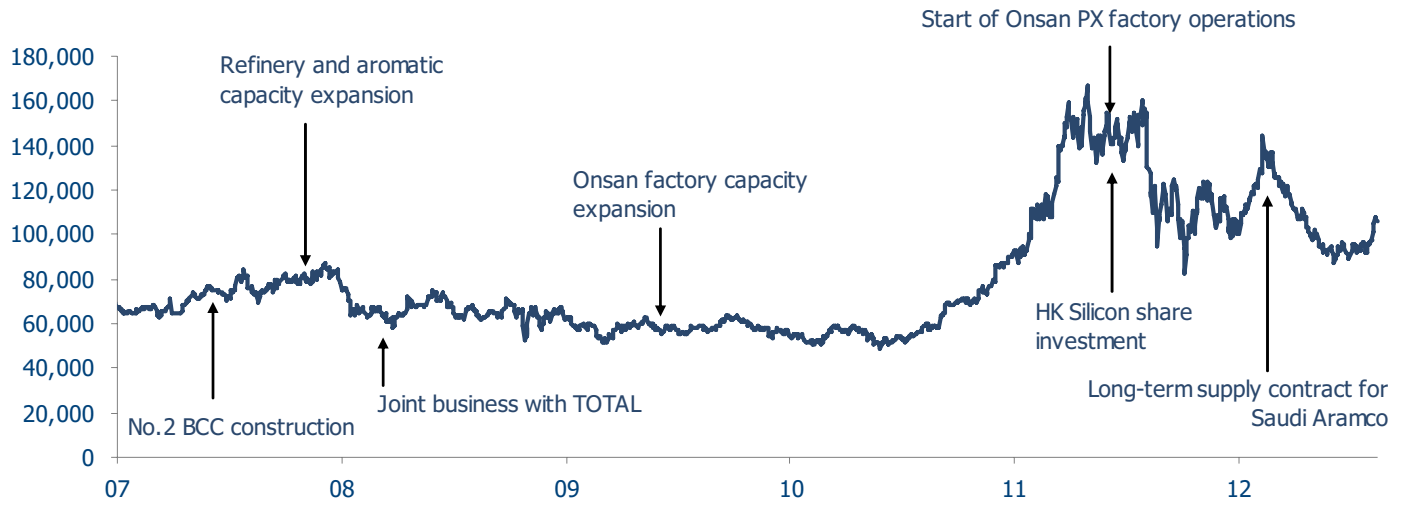
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 S-Oil - 주요 이벤트



자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	17,552	20,511	31,914	35,950	38,165
Cost of goods sold	(16,806)	(19,252)	(29,696)	(34,338)	(35,715)
Gross profit	746	1,259	2,218	1,612	2,450
SG and A	(436)	(399)	(584)	(540)	(585)
Op profit	310	859	1,634	1,072	1,865
Op EBITDA	489	1,136	2,083	1,444	2,246
Depreciation	(174)	(271)	(444)	(368)	(377)
Amortisation	(5)	(5)	(5)	(5)	(4)
Op EBIT	310	859	1,634	1,072	1,865
Net interest	(39)	(1)	-	-	-
Associates and JCEs	(0)	6	-	-	-
Other income	12	12	(50)	(17)	8
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	282	877	1,584	1,054	1,874
Tax	(46)	(166)	(393)	(253)	(450)
Post-tax profit	236	711	1,191	802	1,424
Minorities	(7)	(6)	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	230	704	1,191	802	1,424
Norm profit	230	704	1,191	802	1,424
Dividends	(245)	(122)	(442)	(344)	(496)
Retained earnings	(15)	582	749	458	928

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	489	1,136	2,083	1,444	2,246
Decrease in working capital	(661)	(133)	(1,227)	(294)	(221)
Other operating cashflow	(9)	(15)	(23)	(54)	(535)
Operating cashflow	(180)	988	833	1,096	1,490
Tax paid	(46)	(166)	(393)	(253)	(450)
Net interest	(39)	(1)	-	-	-
Dividends received	(0)	6	-	-	-
Cashflow	(265)	827	440	844	1,041
Capital expenditure	(661)	(1,036)	(511)	(381)	(424)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(32)	121	16	(74)	(0)
Other investing cashflow	(113)	326	(486)	112	(12)
Investing cashflow	(806)	(590)	(980)	(343)	(436)
Dividends paid	(245)	(122)	(442)	(344)	(496)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	201	(110)	1,123	(157)	(614)
Other financing cashflow	(93)	(421)	121	139	557
Financing cash flow	(136)	(653)	802	(362)	(553)
Beginning cash	2,297	1,325	910	1,172	1,310
Total cash generated	(1,208)	(416)	262	138	51
Forex effects	-	-	0	-	-
Ending cash	1,088	909	1,172	1,310	1,361

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	5,848	5,993	8,824	9,375	9,819
Cash and equivalents	1,325	910	1,172	1,310	1,361
Receivables	1,862	2,141	3,022	2,990	3,196
Inventories	2,642	2,935	4,617	4,895	5,083
Other current assets	19	7	13	179	179
Non current assets	3,244	4,011	4,378	4,479	4,513
Net operating fixed assets	2,891	3,752	3,882	3,991	3,918
Interest in associates					
Other non-current assets	353	258	496	488	595
Total assets	9,092	10,004	13,203	13,854	14,332
Current liabilities	4,578	4,573	7,236	7,184	6,769
Payables	2,146	2,382	3,508	3,220	3,392
ST debt	2,373	1,940	3,260	3,091	2,503
Other current liabilities	60	252	468	873	873
Total non-current liabilities	570	926	741	1,069	1,035
LT debt	362	686	488	501	473
Other non-current liabilities	208	240	254	569	561
Total liabilities	5,148	5,499	7,977	8,254	7,803
Issued capital	281	281	281	281	281
Share premium reserve	1,799	1,332	1,332	377	377
Reserves/Adjustments	606	54	40	992	992
Retained earnings	1,223	2,828	3,563	3,939	4,868
Minorities	25	-	-	-	-
Other equity	10	10	10	10	10
Total equity	3,944	4,505	5,225	5,600	6,529

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(24.0%)	16.9%	55.6%	12.6%	6.2%
Gross profit growth	(59.7%)	68.7%	76.2%	(27.3%)	52.0%
Operating profit growth	(77.8%)	177.4%	90.1%	(34.4%)	74.1%
EBITDA growth	(36.1%)	130.6%	76.2%	(29.8%)	58.0%
EPS growth	(48.6%)	206.8%	63.2%	(32.7%)	77.6%
Norm BPS growth	15.5%	14.6%	16.0%	7.2%	16.7%
Gross margin	4.25%	6.14%	6.95%	4.48%	6.42%
Operating margin	1.77%	4.19%	5.12%	2.98%	4.89%
EBITDA margin	2.85%	5.62%	6.37%	3.97%	5.91%
EBIT margin	1.83%	4.28%	4.96%	2.93%	4.91%
Net income margin	1.31%	3.43%	3.73%	2.23%	3.73%
ROE	6.3%	16.8%	24.5%	14.8%	23.5%
ROA	2.7%	7.4%	10.3%	5.9%	10.1%
Net debt/equity	35.7%	38.1%	49.3%	40.7%	24.7%
Interest cover ratio	3.1	29.6			
Dividend payout ratio	106.5%	17.4%	37.2%	42.9%	34.8%
Inventory days	57.4	55.6	56.8	52.2	51.9
Account receivable days	38.7	38.1	34.6	30.4	30.6
Account payable days	46.6	45.2	43.1	34.3	34.7
Reported EPS (KRW)	2,040	6,257	10,214	6,876	12,211
EPS (KRW)	2,040	6,257	10,214	6,876	12,211
Reported BPS (KRW)	33,526	38,549	44,726	47,941	55,902
Norm BPS (KRW)	33,483	38,374	44,495	47,711	55,672
DPS (KRW)	1,350	2,500	4,800	3,450	5,800
Cashflow per share (KRW)	(2,358)	7,342	3,774	7,234	8,924
Reported P/E (x)	53.0	17.3	10.6	15.7	8.8
P/E (x)	53.0	17.3	10.6	15.7	8.8
P/B (x)	3.22	2.80	2.41	2.25	1.93
P/CF (x)	na	14.7	28.6	14.9	12.1
EV/EBITDA (x)	27.2	12.0	7.5	10.4	6.3
EV/Operating Cashflow (x)	na	14.0	18.2	13.6	9.5
EV/Sales (x)	0.78	0.67	0.48	0.41	0.37
Dividend yield	1.25%	2.31%	4.44%	3.19%	5.37%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeasset.com

What's New

Compelling valuations

SK이노베이션(SKI)에 대해 매수(BUY) 투자 의견과 목표주가 220,000원을 제시하며 커버리지 개시. 우리는 2012년 4분기 원유(Brent)가 평균 US\$115/bbl에 거래될 것으로 전망. 이는 2분기말 가격인 US\$95/bbl에 비해 21% 높으며, 유가 상승은 SKI의 영업이익 증가로 직결됨. 우리는 3분기와 4분기 SKI의 영업이익을 각각 8,931억원, 6,777억원으로 전망함. 1) 계절적 수요 증가로 인한 유가 상승, 2) 미국의 양호한 경제 모멘텀으로 인한 정제마진 상승(싱가폴 복합GRM 기준 \$8.6/bbl 예상), 그리고 3) 견조한 석유화학/E&P부문의 이익 기여 때문임. 장기적으로 석유화학부문의 업스트림 익스포저 증가와 잠재적인 원유 및 가스 관련 자산 취득은 주가의 재평가를 이끌 것. 현주가는 P/B(12개월 Fwd)기준 1.0배 수준. 지속가능ROE 13.7%를 감안하면 저평가되어 있음.

» 하반기 계절적 수요 증가와 공급 불안 요인으로 유가 상승 전망

» 복합정제마진 US\$8.6/bbl 로 2 분기 대비 25% 상승

» 투자 의견 BUY, 목표주가 220,000 원, Top Pick

계절적 수요 증가와 공급 불안으로 유가 US\$115/bbl 전망

우리는 하반기 원유가격(Brent기준)이 평균 US\$115/bbl 선에서 형성될 것으로 전망. 이는 1) 계절적 원유 수요 증가, 2) 오랜기간 지속된 백워데이션으로 인해 낮아진 재고수준, 3) 중동 지역의 지정학적 불안으로 인한 공급 우려 때문임. 3분기 세계 원유 수요는 2분기 대비 약 170만배럴/일 증가하며, 4분기에는 3분기에 이어 50만배럴/일 증가할 것으로 전망됨. 한편, 우리의 민감도 분석에 따르면 유가가 US\$1/bbl 상승할 때마다 SKI의 영업이익은 240억원 증가함.

복합정제마진 \$8.6/bbl 로 상반기 대비 25% 상승

우리는 복합정제마진이 3분기/4분기 평균 US\$8.6/bbl로 2분기 평균 US\$6.9/bbl대비 25% 상승할 것으로 전망. 미국의 양호한 경기 모멘텀과 계절적인 수요 증가가 겹쳐 가솔린 가격이 상승할 것으로 예상하기 때문. 우리는 6월말 \$15.2/bbl까지 하락했던 가솔린-두바이원유 스프레드가 3분기 평균 US\$17.5/bbl을 유지할 것으로 전망.

업스트림 익스포저 증가, 잠재적인 원유/가스 관련 자산 인수는 긍정적

SKI는 석유화학 가치사슬상 업스트림 익스포저가 71%임. 업스트림 익스포저를 추가로 강화하기 위해 SKI는 PX설비 증설(1백만톤/년) 등을 추진하고 있음. 한편 아직 구체화 되지는 않았지만, 원유 및 가스 관련 자산을 인수하게 된다면, 장기적으로 SKI의 E&P부문에 긍정적임. E&P부문은 SKI 2012년 예상 영업이익의 21%를 차지하며 영업이익률은 53%에 달할 것으로 전망됨.

목표주가 220,000 원, 투자 의견 '매수'

SKI에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 220,000원을 제시(상승여력 28%). 우리는 1) 원유 가격 및 정제마진의 상승, 2) 이익 정상화로 인한 강한 어닝스 모멘텀이 주가의 상승 촉매가 될 것으로 전망. 장기적으로 업스트림 석유화학과 E&P부문의 강화는 주가의 재평가를 이끌 것. 목표주가 220,000원은 12개월 Fwd BPS(12-13년 평균) 대비 1.3배임 (지속가능 ROE 13.7%, 자기자본비용 11.5%, 영구성장률 3.0% 가정).

BUY

21 August 2012

Target price

KRW220,000

Current price (17 Aug 2012)

KRW172,000

Upside/downside

27.9%

Consensus target price

KRW191,966

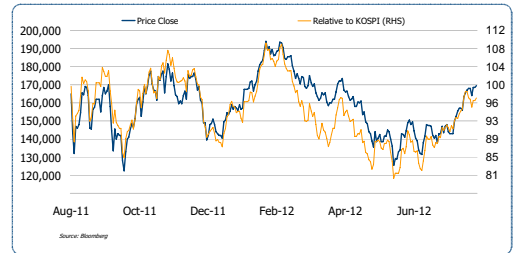
Difference from consensus

+14.6%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	53,722	68,477	76,578	81,373
Op EBIT (KRWb)	1,891	2,842	2,392	3,073
Net income (KRWb)	1,139	3,169	1,572	2,275
Norm profit (KRWb)	1,139	3,169	1,572	2,275
EPS (KRW)	12,151	33,744	16,760	24,230
EPS growth	67.9%	177.7%	-50.3%	44.6%
P/E (x)	13.9	5.0	10.1	7.0
EV/EBITDA (x)	6.4	3.1	5.5	4.3
Dividend yield	1.2%	1.7%	1.7%	2.1%
P/B (x)	1.4	1.1	1.0	0.9
ROE	11.9%	23.7%	10.5%	13.8%
Net debt/equity	62.3%	28.5%	43.9%	36.6%
Cons EPS (KRW)	12,151	14,993	21,265	24,230
Prev EPS (adj) (KRW)	13,069	38,263	26,573	28,506

Performance



Trading data

Market cap (KRWb/US\$m)	15,673/13,839		
Shares outstanding	92.5m		
Free float	70.0%		
52-week price high/low	KRW122,500 -		
Daily average turnover (3M)	US\$65.2m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	18.5%	25.1%	3.4%
Relative to KOSPI	11.4%	19.3%	-0.1%
Absolute (US\$)	20%	28.7%	-2.1%
Major shareholders			
SK holdings	33.8%		
NPS	7.6%		

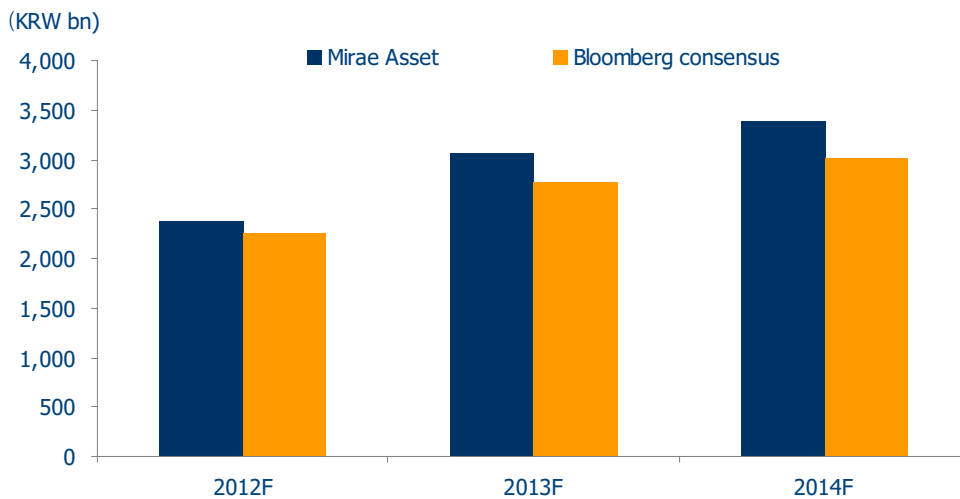
Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	43,864	68,477	76,578	81,373	87,906
Refining	30,362	49,401	59,156	63,289	68,638
Petrochemical	12,448	15,055	13,150	13,635	14,788
Lubricants	271	2,985	3,234	3,376	3,375
E&P and others	783	1,036	1,038	1,073	1,106
Operating Profit	2,268	2,842	2,392	3,073	3,402
Refining	983	1,232	982	1,469	1,685
Petrochemical	387	774	654	781	878
Lubricants	415	519	385	424	423
E&P & others	298	317	372	399	416
NP attributable to owners	1,208	3,169	1,571	2,271	2,521

정유와 석유화학부문이 2013-14년 이익증가를 이끌 전망

자료: SK 이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 2013-14년 영업이익 추정치는 Bloomberg 컨센서스보다 12% 높음

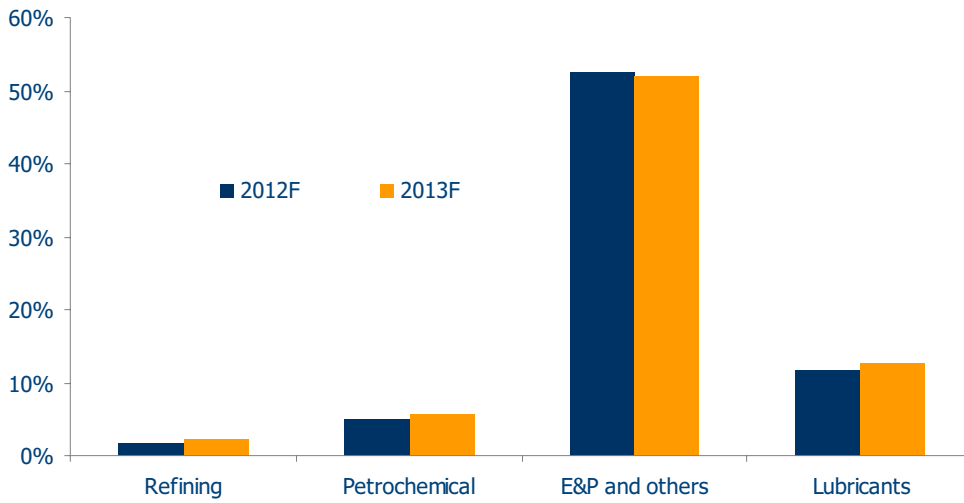
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 원유가격, 정제마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Crude oil price	+US\$10/bbl	2,629	10%	1,751	11%
	Base assumption (US\$115/)	2,392		1,571	No impact
	-US\$10/bbl	2,155	-10%	1,391	-11%
Refining margin	+US\$1/bbl	2,760	15%	1,850	+3.4%p
	Base assumption (US\$8.6/t)	2,392		1,571	
	-US\$1/bbl	2,024	-15%	1,291	-18%
KRW/USD	KRW 10% appreciation			1,737	11%
	Base assumption (1150KRW/USD)			1,571	No impact
	KRW 10% depreciation			1,404	-11%

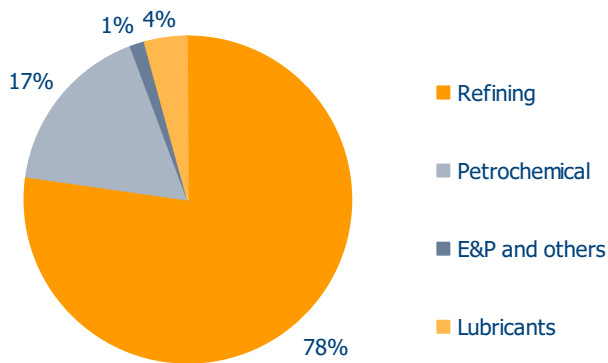
자료: SK 이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 사업부문별 영업이익률 비교



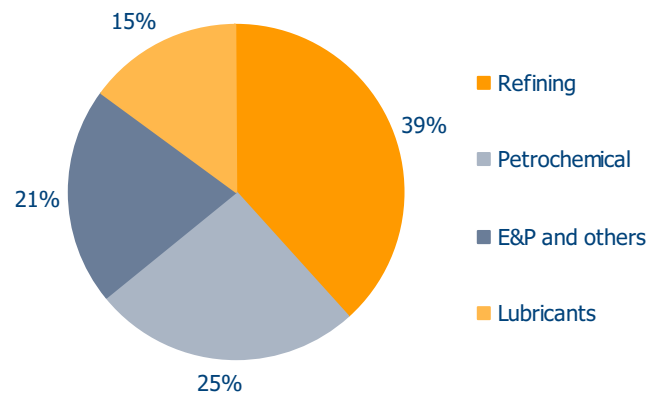
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 매출액 구성 (2012F)



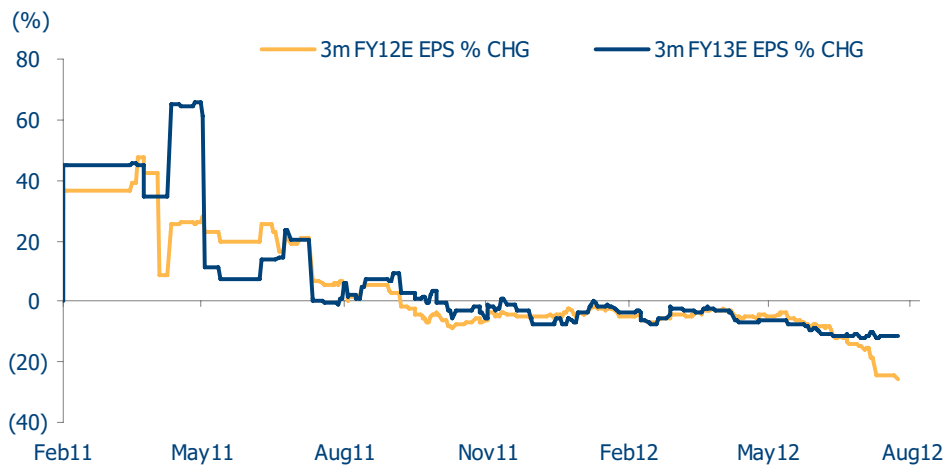
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 영업이익의 구성 (2012F)



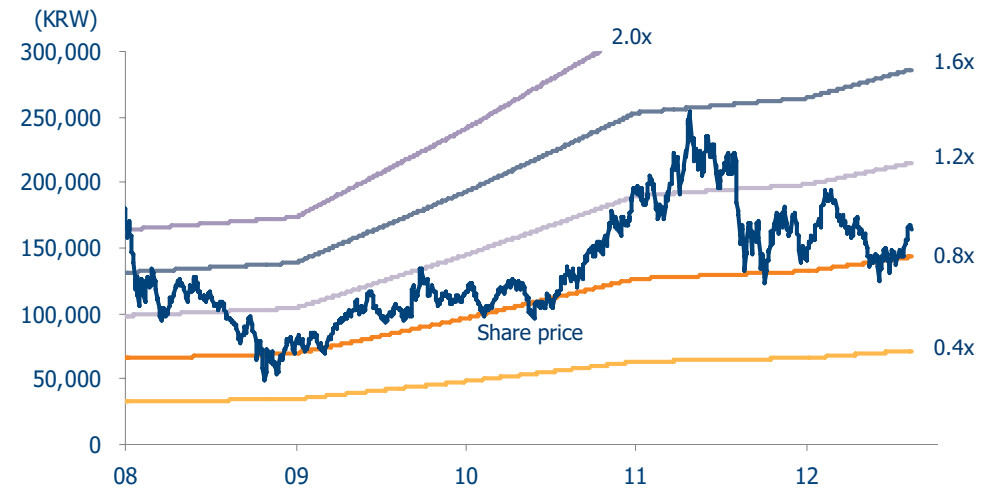
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월)



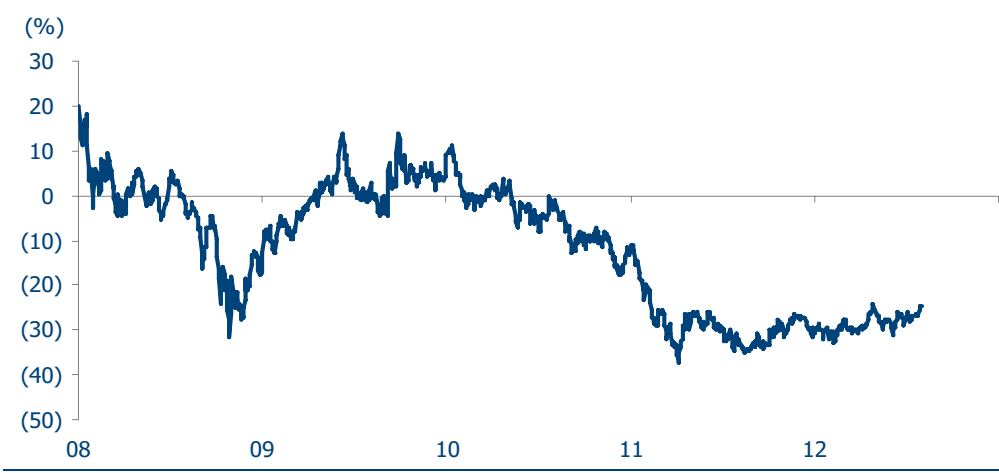
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/B



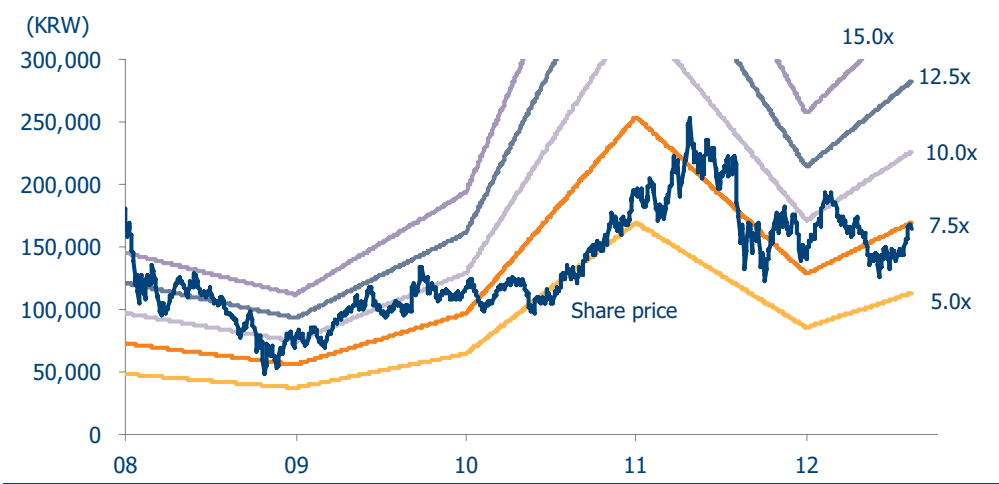
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 상대 P/B 추이 - SK 이노베이션 vs 정유업 평균



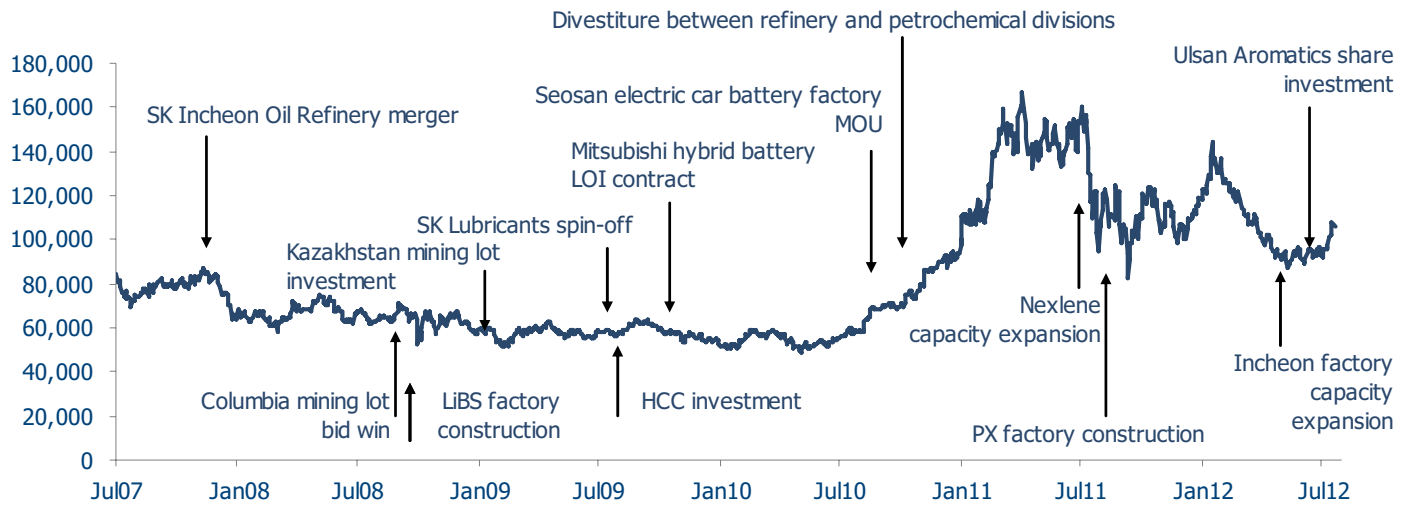
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 SK 이노베이션 – 주요 이벤트



자료: SK 이노베이션, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	43,867	53,722	68,477	76,578	81,373
Cost of goods sold	(41,191)	(49,749)	(63,551)	(72,404)	(76,263)
Gross profit	2,676	3,973	4,925	4,174	5,111
SG and A	(1,450)	(2,082)	(2,083)	(1,781)	(2,038)
Op profit	1,226	1,891	2,842	2,392	3,073
Op EBITDA	1,940	2,532	3,448	3,044	3,758
Depreciation	(704)	(512)	(521)	(572)	(605)
Amortisation	(11)	(129)	(84)	(80)	(80)
Op EBIT	1,226	1,891	2,842	2,392	3,073
Net interest	(415)	(354)	(272)	(219)	(307)
Associates and JCEs	10	23	106	219	307
Other income	66	(58)	1,632	(149)	(80)
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	887	1,502	4,309	2,243	2,993
Tax	(188)	(353)	(1,133)	(671)	(718)
Post-tax profit	699	1,149	3,176	1,572	2,275
Minorities	(29)	(10)	(7)	(1)	(4)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	669	1,139	3,169	1,571	2,271
Norm profit	669	1,139	3,169	1,571	2,271
Dividends	(195)	(198)	(199)	(197)	(262)
Retained earnings	474	941	2,970	1,374	2,008

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	1,940	2,532	3,448	3,044	3,758
Decrease in working capital	346	(3,161)	1,076	(2,475)	(359)
Other operating cashflow	17	1,641	(504)	(701)	(144)
Operating cashflow	2,303	1,012	4,020	(132)	3,255
Tax paid	(188)	(353)	(1,133)	(671)	(718)
Net interest	(415)	(354)	(272)	(219)	(307)
Dividends received	10	23	106	219	307
Cashflow	1,710	328	2,722	(803)	2,537
Capital expenditure	(611)	(632)	(1,106)	(1,317)	(1,346)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	26	1,383	50	(16)	(188)
Other investing cashflow	(112)	(1,506)	1,870	(57)	(12)
Investing cashflow	(697)	(755)	814	(1,390)	(1,546)
Dividends paid	(195)	(198)	(199)	(197)	(263)
Increase in equity	-	-	-	-	(66)
Increase in debt	(2,344)	1,453	(1,883)	245	294
Other financing cashflow	(122)	(563)	110	(263)	(228)
Financing cash flow	(2,662)	692	(1,972)	(215)	(262)
Beginning cash	4,460	2,997	3,242	4,787	2,379
Total cash generated	(1,648)	265	1,564	(2,408)	728
Forex effects	-	-	(4)	-	-
Ending cash	2,812	3,262	4,803	2,379	3,107

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	12,543	15,496	19,887	18,924	20,818
Cash and equivalents	2,997	3,242	4,787	2,379	3,107
Receivables	4,531	5,010	6,610	7,429	7,996
Inventories	4,488	5,863	7,482	8,241	8,844
Other current assets	527	1,382	1,008	874	870
Non current assets	12,124	14,638	15,140	16,564	17,613
Net operating fixed assets	9,290	10,850	11,377	12,115	12,856
Interest in associates					
Other non-current assets	2,834	3,788	3,763	4,449	4,757
Total assets	24,667	30,134	35,027	35,488	38,431
Current liabilities	10,516	11,745	14,305	13,708	14,515
Payables	5,146	4,312	8,001	7,429	8,236
ST debt	3,709	5,390	4,028	4,461	4,461
Other current liabilities	1,662	2,042	2,277	1,818	1,818
Total non-current liabilities	6,044	6,109	5,890	5,957	6,146
LT debt	5,734	5,506	4,985	4,797	5,091
Other non-current liabilities	309	603	905	1,160	1,055
Total liabilities	16,560	17,854	20,195	19,665	20,662
Issued capital	462	462	462	462	462
Share premium reserve	5,885	5,878	5,886	5,886	5,886
Reserves/Adjustments	(90)	(161)	21	11	11
Retained earnings	1,471	5,266	8,203	9,250	11,192
Minorities	373	100	254	208	212
Other equity	6	734	6	6	6
Total equity	8,108	12,280	14,832	15,822	17,769

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(16.6%)	22.5%	27.5%	11.8%	6.3%
Gross profit growth	(26.0%)	48.5%	24.0%	(15.3%)	22.5%
Operating profit growth	(39.6%)	54.3%	50.3%	(15.8%)	28.5%
EBITDA growth	(0.7%)	23.8%	107.7%	(40.0%)	28.0%
EPS growth	(24.8%)	67.9%	177.7%	(50.4%)	44.5%
Norm BPS growth	5.0%	29.1%	29.7%	6.7%	12.8%
Gross margin	6.10%	7.40%	7.19%	5.45%	6.28%
Operating margin	2.79%	3.52%	4.15%	3.12%	3.78%
EBITDA margin	4.60%	4.65%	7.57%	4.07%	4.90%
EBIT margin	2.97%	3.46%	6.69%	3.22%	4.05%
Net income margin	1.53%	2.12%	4.63%	2.05%	2.79%
ROE	8.9%	11.9%	23.7%	10.4%	13.7%
ROA	2.70%	4.16%	9.73%	4.45%	6.14%
Net debt/equity	79.5%	62.3%	28.5%	43.5%	36.3%
Interest cover ratio	2.28	4.20	7.32	6.79	8.71
Dividend payout ratio	29.2%	17.4%	6.3%	12.5%	11.6%
Inventory days	39.8	43.0	43.0	41.7	42.3
Account receivable days	37.7	34.0	35.2	35.5	35.9
Account payable days	45.6	31.6	46.0	37.6	39.4
Reported EPS (KRW)	7,238	12,151	33,817	16,760	24,229
EPS (KRW)	7,238	12,151	33,744	16,745	24,188
Reported BPS (KRW)	82,463	122,129	155,484	166,556	187,285
Norm BPS (KRW)	85,252	110,050	142,686	152,191	171,640
DPS (KRW)	2,100	2,100	2,800	2,800	3,500
Cashflow per share (KRW)	18,494	3,496	29,047	(8,569)	27,071
Reported P/E (x)	23.4	13.9	5.0	10.1	7.0
P/E (x)	23.4	13.9	5.0	10.1	7.0
P/B (x)	2.06	1.39	1.09	1.02	0.91
P/CF (x)	9.2	48.5	5.8	na	6.3
EV/EBITDA (x)	7.77	6.36	3.06	5.10	3.99
EV/Operating Cashflow (x)	6.8	15.7	4.0	na	4.9
EV/Sales (x)	0.36	0.30	0.23	0.21	0.20
Dividend yield	1.24%	1.24%	1.65%	1.65%	2.06%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeeasset.com

What's New

강한 이익 모멘텀

호남석유화학에 대해 투자 의견 매수(BUY)와 목표주가 320,000원을 제시하며, 신규 커버리지 개시. 우리가 호남석유화학을 선호하는 이유는 1) 석유화학 가치사슬상 업스트림 익스포저가 상대적으로 높아 마진의 회복속도가 빠를 것으로 예상되며, 2) C3-C4, BTX 계열의 이익비중이 증가할 것이고, 3) 밸류에이션도 매력적이기 때문이다. 우리는 석유화학 업스트림 중심의 마진 회복으로, 2013년 중 호남석유화학의 영업이익률이 8.5%를 기록할 것으로 예상함 (과거 5년 평균 영업이익률 8.2%). 호남석유화학의 장기 전략도 업스트림 익스포저 강화에 집중될 것. 목표주가 32만원은 12개월 Fwd BPS 대비 1.4배. 호남석유화학은 우리의 석유화학업종 최선호주임.

» 높은 업스트림 익스포저 = 빠른 마진 회복

» 2013년 영업이익의 증가율 128%, 장기 전략 역시 업스트림에 집중

» 투자 의견 매수, 목표주가 320,000 원, 석유화학업종 최선호주

높은 업스트림 익스포저 = 빠른 마진 회복

우리는 구조적으로 석유화학 가치사슬상에서 업스트림의 이익 비중이 증가할 것으로 예상. 당사는 업스트림 비중이 61%로 업계 평균 43%보다 높아 경쟁사보다 마진 회복 속도가 빠를 것을 의미함. 상대적으로 마진이 좋은 C3 이상(프로필렌, 부타디엔, BTX 계열 등)은 호남석유화학 1Q12 매출액의 32%를 차지. 이는 에틸렌 계열의 수익성 악화를 만회해 줄 것. 우리는 NCC 마진이 C3 이상 수익성 증가 덕에 납사가격 대비 58% 수준(US\$561/톤)으로 상승할 것으로 전망 (2013-14 평균).

2013년 영업이익의 증가율 128% YoY

우리는 호남석유화학의 2013년 영업이익이 2012년대비 128% 증가할 것으로 전망. 영업이익률은 2012년 3분기 5.2%를 시작으로, 4분기 6.3%, 2013년 평균 8.5%까지 상승할 것으로 예상. 호남석유화학의 2013년 이익 모멘텀(영업이익 증가율 기준)은 석유화학회사 평균 48%에 비해 월등히 강함. 우리는 2012년 하반기부터 NCC 마진의 회복과 함께, 호남석유화학의 이익추정치 상황이 이루어 질 것으로 기대함.

장기 전략도 업스트림에 집중될 것

말레이시아 NCC인 타이탄케미칼을 인수한 후, 호남석유화학은 우즈베키스탄의 가스 기반 분해설비에 3920억원을 투자하기로 결정(지분율 49%). 이를 바탕으로 우리는 호남석유화학의 장기 전략이 업스트림 강화에 초점이 맞춰져 있다고 판단. 이러한 전략은 1) 호남석유화학의 경쟁 우위 요소 중 하나인 설비 운영 노하우, 2) 업스트림 중심의 규모의 경제 증가, 3) 업스트림 마진의 구조적 증가를 고려하면 긍정적인 점.

목표주가 320,000 원, 투자 의견 '매수'

호남석유화학에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 320,000원을 제시, 현 주가 대비 상승여력은 22%. 우리는 당사의 이익 변동성에 대한 우려가 주가에 과도하게 반영되었다고 판단. 당사의 높은 업스트림 익스포저를 감안하면, 2013년 이익 모멘텀이 업종내 가장 강할 것으로 전망됨. 현재 당사의 밸류에이션 할인폭 20%는 과도하며, 2013년 이익 정상화와 함께 할인율이 줄어들 것. 목표주가는 12개월 Fwd BPS 대비 1.4배를 적용 (지속가능 ROE 15.3%, 자기자본비용 11.5%, 영구성장률 3.0%).

BUY

21 August 2012

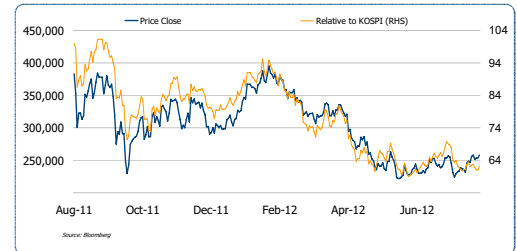
Target price KRW320,000
Current price (17 August 2012) KRW262,500

Upside/downside +21.9%
Consensus target price KRW297,214
Difference from consensus +7.7%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	10,635	15,700	15,887	17,570
Op EBIT (KRWb)	1,178	1,491	652	1,486
Net income (KRWb)	791	978	466	1,032
Norm profit (KRWb)	791	978	466	1,032
EPS (KRW)	24,817	30,701	14,634	32,386
EPS growth	-5.2%	23.7%	-52.3%	121.3%
P/E (x)	10.4	8.4	17.6	8.0
EV/EBITDA (x)	6.4	4.8	8.8	4.8
Dividend yield	0.7%	0.7%	0.4%	0.7%
P/B (x)	1.8	1.5	1.4	1.2
ROE	19.2%	17.4%	7.4%	14.7%
Net debt/equity	9.0%	1.7%	3.1%	0.5%
Cons EPS (KRW)	24,817	14,214	24,971	32,386
Prev EPS (adj) (KRW)	24,371	27,587	29,656	30,110

Performance



Trading data

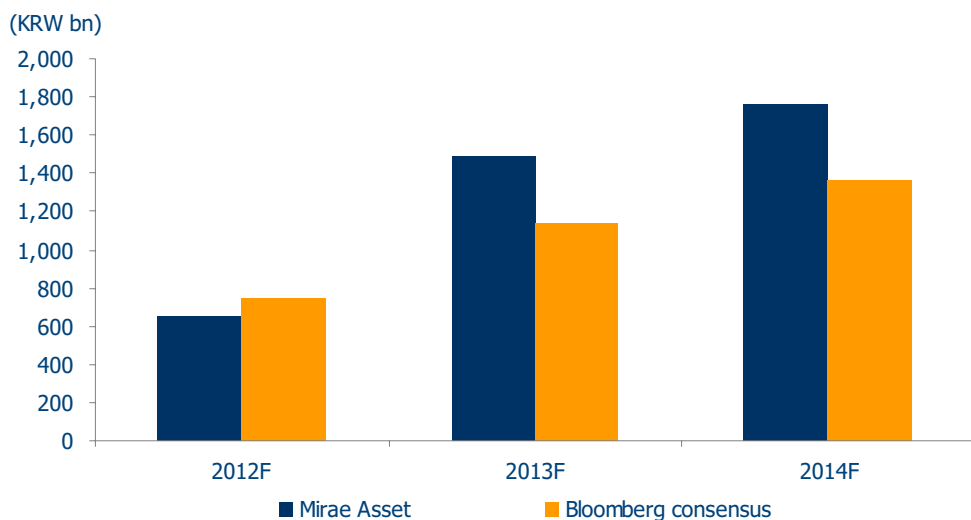
Market cap (KRWb/US\$m)	8,220/7,258		
Shares outstanding	31.9m		
Free float	42.7%		
52-week price high/low	KRW222,000 -		
Daily average turnover (3M)	US\$61.6m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	5.7%	9.6%	-34%
Relative to KOSPI	-1.4%	3.8%	-37.5%
Absolute (US\$)	7.1%	12.8%	-37.5%
Major shareholders			
Lotte corp	57.3%		
NPS	6.1%		

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	7,189	15,700	15,887	17,570	19,099
COGS	6,082	13,807	14,816	15,610	16,832
Gross profit	1,107	1,893	1,071	1,960	2,267
GPM (%)	15.4%	12.1%	6.7%	11.2%	11.9%
Operating profit	904	1,491	652	1,486	1,759
OPM (%)	12.6%	9.5%	4.1%	8.5%	9.2%
Net profit	784	978	466	1,032	1,235

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익의 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 영업이익 (2013-14F) 추정치는 Bloomberg 컨센서스보다 30% 높음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 업스트림 마진, 다운스트림 마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Upstream margin					
+10%	691	6%	496	6%	+1.0%p
Base	652		466		
-10%	612	-6%	436	-6%	-1.0%p
Downstream margin					
+10%	667	2%	478	3%	+0.4%p
Base	652		466		
-10%	637	-2%	455	-2%	-0.4%p
KRW/USD					
KRW 10% appreciation			482	3%	
Base assumption (1150KRW/USD)			466		No impact
KRW 10% depreciation			450	-3%	

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 매출액 구성 (2011)

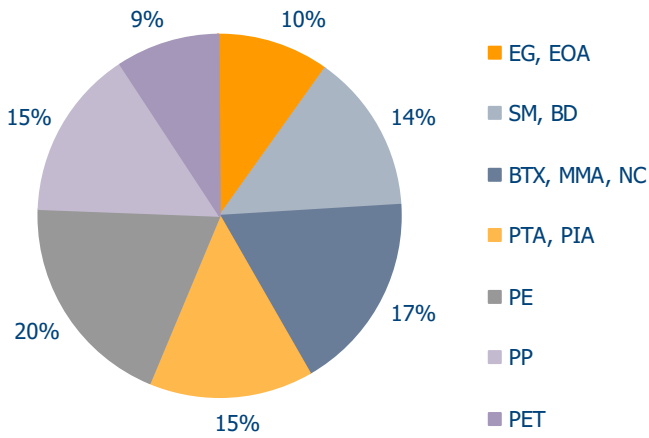
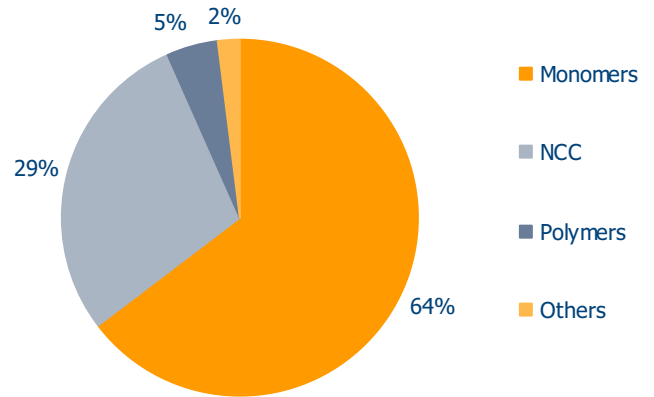


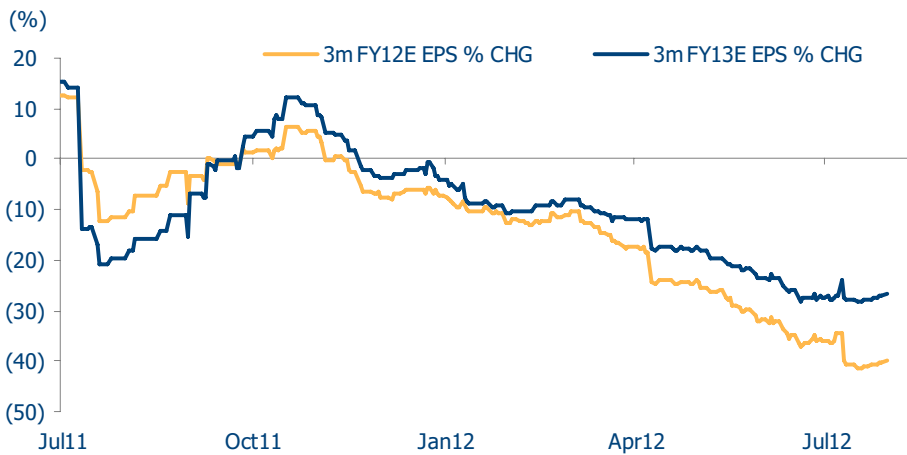
Figure 5 영업이익 구성 (2011)



자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

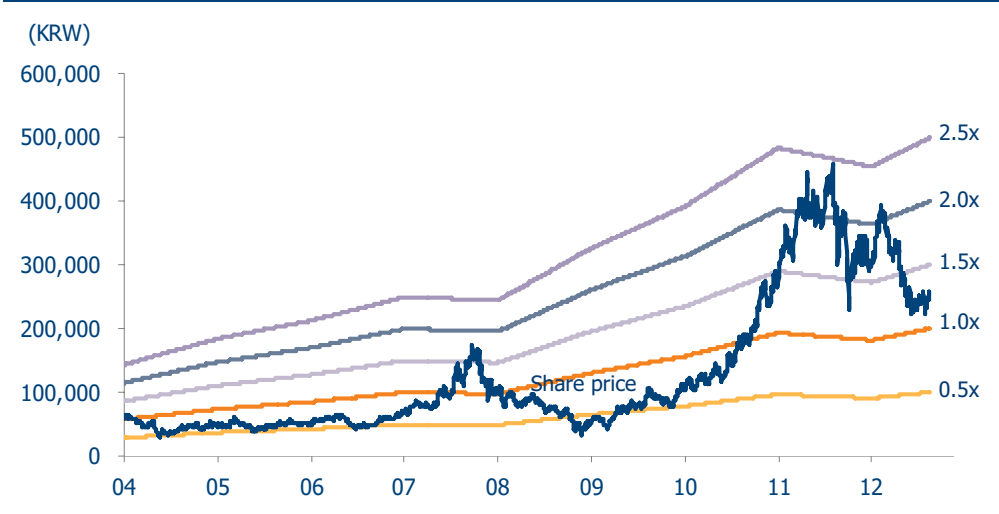
Figure 6 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월)



우리는 하반기중 호남석유화학의 이익추정치가 상향 조정될 것으로 전망

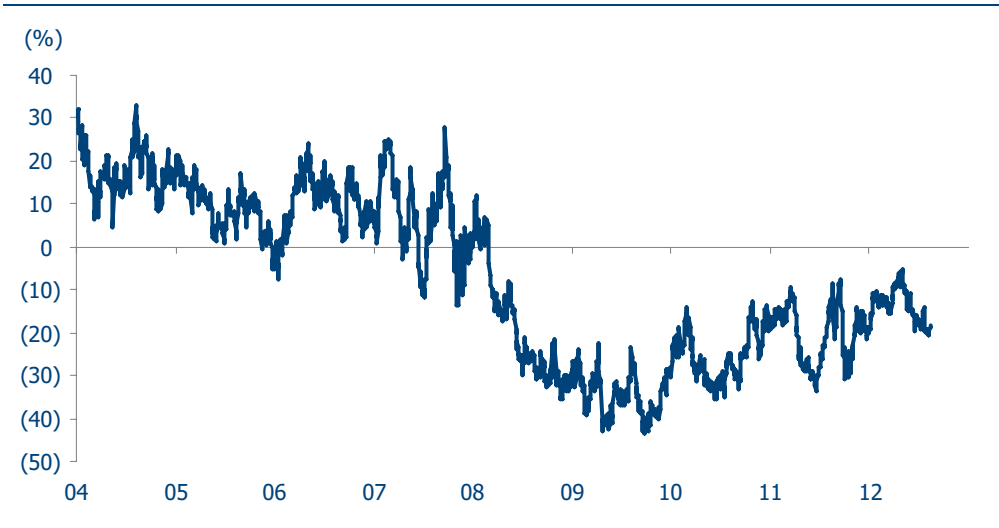
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 P/B



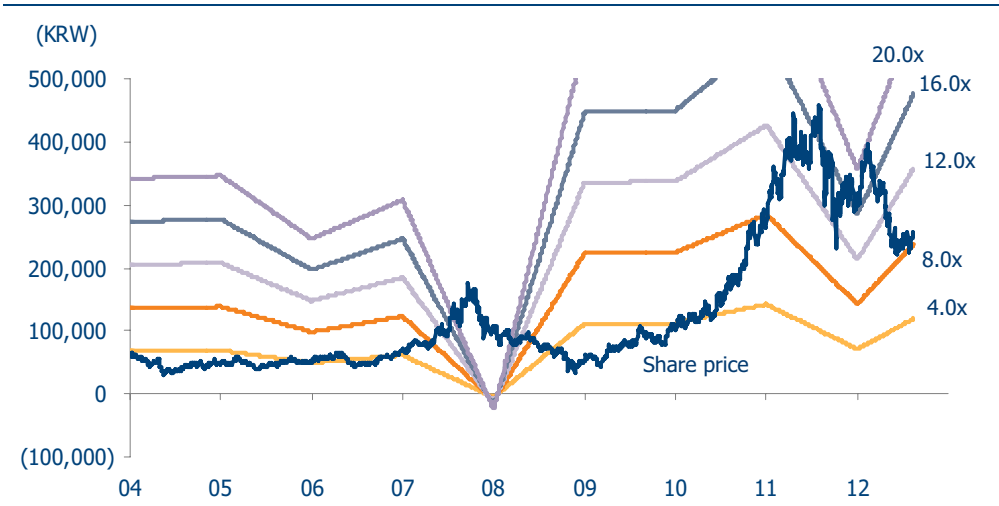
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 상대 P/B (12MF) - 호남석유화학 vs 석유화학섹터 평균



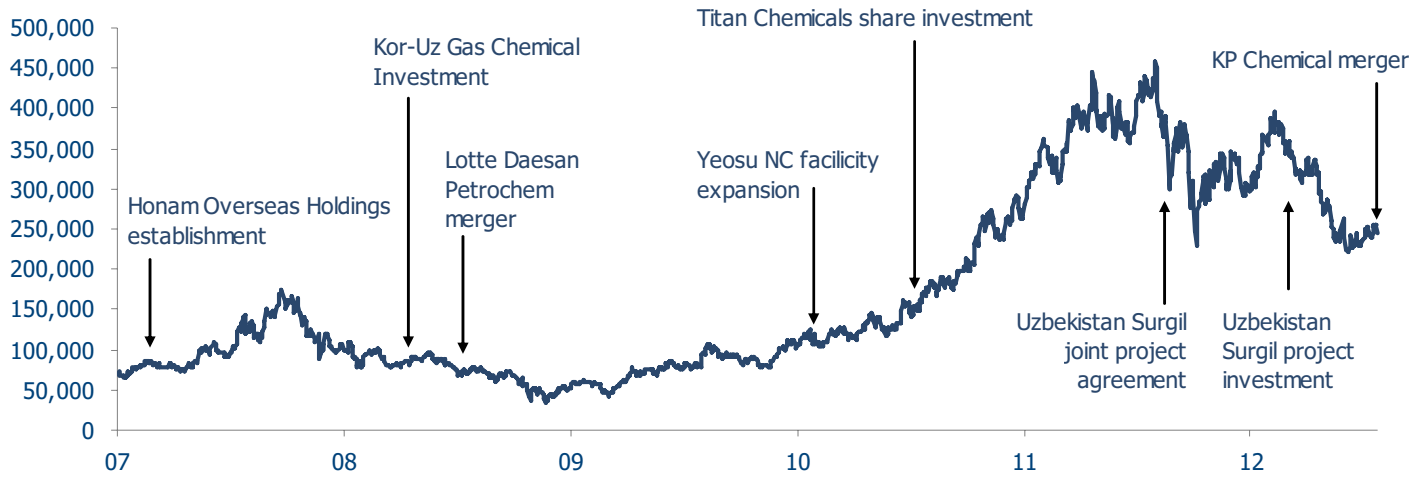
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 호남석유화학 - 주요 이벤트



자료: 호남석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	8,596	10,635	15,700	15,887	17,570
Cost of goods sold	(7,332)	(9,108)	(13,807)	(14,816)	(15,610)
Gross profit	1,264	1,526	1,893	1,071	1,960
SG and A	(275)	(349)	(402)	(419)	(473)
Op profit	989	1,178	1,491	652	1,486
Op EBITDA	1,301	1,485	1,870	1,054	1,905
Depreciation	(309)	(304)	(376)	(399)	(415)
Amortisation	(3)	(4)	(3)	(4)	(4)
Op EBIT	989	1,178	1,491	652	1,486
Net interest	(18)	(1)	(31)	-	-
Associates and JCEs	31	(45)	55	-	-
Other income	45	59	11	6	-
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	1,048	1,190	1,526	657	1,486
Tax	(121)	(290)	(394)	(141)	(357)
Post-tax profit	927	900	1,133	517	1,130
Minorities	(93)	(109)	(154)	(50)	(98)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	834	791	978	466	1,032
Norm profit	834	791	978	466	1,032
Dividends	(8)	(57)	(65)	(86)	(56)
Retained earnings	826	733	913	380	976

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	1,301	1,485	1,870	1,054	1,905
Decrease in working capital	242	(509)	45	(274)	(138)
Other operating cashflow	(8)	420	68	57	(402)
Operating cashflow	1,535	1,396	1,983	838	1,365
Tax paid	(121)	(290)	(394)	(141)	(357)
Net interest	(18)	(1)	(31)	-	-
Dividends received	31	(45)	55	-	-
Cashflow	1,428	1,060	1,613	697	1,009
Capital expenditure	(193)	(747)	(913)	(786)	(809)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	115	(227)	(27)	(46)	(79)
Other investing cashflow	(779)	(672)	(22)	36	66
Investing cashflow	(857)	(1,646)	(962)	(796)	(821)
Dividends paid	(8)	(57)	(65)	(86)	(56)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	(238)	815	212	(29)	114
Other financing cashflow	361	(472)	(247)	88	31
Financing cash flow	115	285	(100)	(27)	90
Beginning cash	654	1,549	1,246	1,811	1,685
Total cash generated	685	(301)	552	(126)	277
Forex effects	-	-	14	-	-
Ending cash	1,339	1,248	1,811	1,685	1,962

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	3,059	3,744	4,889	5,119	5,788
Cash and equivalents	1,549	1,246	1,811	1,685	1,962
Receivables	930	1,296	1,676	1,832	2,041
Inventories	521	1,104	1,267	1,463	1,646
Other current assets	60	99	136	139	139
Non current assets	3,533	5,048	5,858	6,262	6,735
Net operating fixed assets	2,552	3,733	4,308	4,675	5,069
Interest in associates					
Other non-current assets	981	1,316	1,550	1,588	1,666
Total assets	6,593	8,793	10,747	11,381	12,523
Current liabilities	1,550	2,323	2,728	2,758	2,962
Payables	1,237	1,448	2,032	2,190	2,433
ST debt	229	523	304	250	200
Other current liabilities	85	353	393	317	329
Total non-current liabilities	887	1,402	1,860	2,112	2,073
LT debt	658	1,179	1,610	1,635	1,799
Other non-current liabilities	229	223	250	477	274
Total liabilities	2,437	3,725	4,589	4,870	5,035
Issued capital	159	159	159	159	159
Share premium reserve	474	17	15	15	15
Reserves/Adjustments	143	57	100	81	81
Retained earnings	2,948	4,274	5,188	5,562	6,538
Minorities	430	548	695	695	695
Other equity	-	11	-	-	-
Total equity	4,155	5,067	6,158	6,512	7,488

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	13.6%	23.7%	47.6%	1.2%	10.6%
Gross profit growth	345.8%	20.8%	24.0%	(43.4%)	83.0%
Operating profit growth	3406.2%	19.0%	26.6%	(56.3%)	128.1%
EBITDA growth	451.8%	8.8%	29.2%	(45.3%)	79.8%
EPS growth	NA	(5.2%)	23.7%	(52.3%)	121.3%
Norm BPS growth	33.2%	17.4%	22.0%	6.5%	16.9%
Gross margin	14.7%	14.4%	12.1%	6.7%	11.2%
Operating margin	11.5%	11.1%	9.5%	4.1%	8.5%
EBITDA margin	16.0%	14.1%	12.3%	6.7%	10.8%
EBIT margin	12.4%	11.2%	9.9%	4.1%	8.5%
Net income margin	9.70%	7.43%	6.23%	2.93%	5.87%
ROE	25.6%	19.2%	17.4%	7.4%	14.7%
ROA	14.2%	10.3%	10.0%	4.2%	8.6%
Net debt/equity	(15.9%)	9.0%	1.7%	3.1%	0.5%
Interest cover ratio	17.2	22.1	18.9		
Dividend payout ratio	1.0%	7.3%	6.7%	18.5%	5.4%
Inventory days	25.9	44.2	33.5	36.2	38.5
Account receivable days	39.5	44.5	39.0	42.2	42.4
Account payable days	61.6	58.0	53.7	54.1	56.9
Reported EPS (KRW)	26,177	24,817	30,701	14,634	32,386
EPS (KRW)	26,177	24,817	30,701	14,634	32,386
Reported BPS (KRW)	116,913	141,481	171,456	182,588	213,224
Norm BPS (KRW)	118,903	139,547	170,218	181,254	211,890
DPS (KRW)	1,500	1,750	1,750	950	1,750
Cashflow per share (KRW)	44,807	33,271	50,641	21,877	31,659
Reported P/E (x)	9.9	10.4	8.4	17.6	8.0
P/E (x)	9.9	10.4	8.4	17.6	8.0
P/B (x)	2.21	1.82	1.50	1.41	1.21
P/CF (x)	5.8	7.8	5.1	11.8	8.1
EV/EBITDA (x)	6.16	6.44	4.83	8.85	4.76
EV/Operating Cashflow (x)	5.5	6.9	4.7	11.2	6.6
EV/Sales (x)	0.99	0.91	0.60	0.59	0.52
Dividend yield	0.58%	0.68%	0.68%	0.37%	0.68%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeasset.com

What's New

전략이 이끄는 Re-rating

GS에 대해 커버리지를 개시하며 투자 의견 매수(BUY)와 목표주가 80,000원을 제시. 우리는 동사의 이익 가시성이 장기적으로 개선되어, 주가의 재평가로 이어질 것으로 전망함. 이유는 1) GS칼텍스의 고도화율 증가, 2) GS에너지를 통한 유틸리티사업 강화, 3) 리테일부분의 안정적 성장 때문. 특히 유틸리티 사업의 확대는 1) 장기적으로 정유부분의 이익변동성을 상쇄시키고, 2) 현금흐름 개선에 기여할 것. 우리는 하반기 유가와 정제마진 상승으로 GS칼텍스의 영업이익이 상반기 대비 375% 증가할 것으로 전망. 현주가 기준 Valuation(12개월 Fwd PB 0.9배)은 동사의 이익안정성과 성장성을 고려하면 매력적.

» GS 에너지의 전략은 지속가능 ROE 0.7%p 상승요인

» GS 칼텍스 - 여전히 가장 중요한 핵심 자회사

» 2H12, 2013, GS 칼텍스의 이익 기여도 증가할 것

» 투자의견 매수, 목표주가 80,000 원

GS 에너지의 전략은 지속가능 ROE 0.7%p 상승요인

GS는 자회사인 GS에너지(GS의 100% 자회사)를 통해 GS파워(50%) 등의 지분을 GS칼텍스(GS에너지의 50% 자회사)로부터 인수함. 우리는 재무적 투자자(KB금융 컨소시엄)가 인수한 GS파워의 50%지분도 장기적으로 GS에너지가 인수할 것으로 예상. 이를 통해 GS는 발전/가스 등 유틸리티 사업과 업스트림(E&P) 부문 강화를 통해 이익 안정성을 높일 수 있을 것으로 기대됨. GS가 GS파워의 지분을 모두 인수한다고 가정하면, GS의 지속가능ROE는 0.7%p 상승함.

GS 칼텍스 - 여전히 가장 중요한 핵심 자회사

하지만, 당분간 GS칼텍스가 GS의 이익 펀더멘털을 결정하는 핵심 변수임에는 변함이 없음. GS칼텍스는 고도화 설비 확장과 함께, PX(현재 연135만톤 생산)를 포함한 BTX계열 생산 설비를 확대할 것으로 전망됨. 이를 통해 GS칼텍스도 장기적으로 정제마진의 안정과 BTX계열 가격 강세의 수혜를 누릴 것. GS칼텍스는 GS의 2013년 예상 순이익의 72%를 차지.

2H12-2013, GS 칼텍스의 이익 기여 증가 예상

우리는 복합정제마진이 3분기 평균 US\$8.6/bbl로 2분기 평균 US\$6.9/bbl대비 25% 상승할 것으로 전망. 상대적으로 양호한 미국의 경기 모멘텀과 계절적인 수요 증가가 겹쳐 가솔린 가격이 강세를 보일 것으로 예상하기 때문. 따라서 원유가격 상승, 석유화학부분의 이익 기여 증가로 GS칼텍스의 2012년 하반기 영업이익은 상반기대비 375% 증가하며, 2013년에는 70%(YoY) 증가할 것으로 예상됨.

투자의견 매수, 목표주가 80,000 원

GS에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 80,000원을 제시(상승여력: 21%). 우리는 1) GS칼텍스의 이익 정상화, 2) 유틸리티 부문 확대를 통한 장기적 이익 가시성 개선으로 GS 주가가 재평가될 것으로 전망. 목표주가 80,000원은 12개월 Fwd BPS 대비 1.1배를 적용(지속가능 ROE 14.5%, 자기자본비용 13.5%, 영구성장률 3.0%). 지주회사임을 감안하여 자기자본비용을 업종평균(11.7%)보다 1.8%p 높게 책정.

BUY

21 August 2012

Target price

KRW80,000

Current price (17 August)

KRW65,900

Upside/downside

+21.4%

Consensus target price

KRW69,968

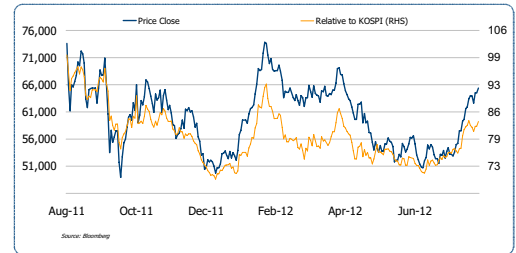
Difference from consensus

+14.3%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	6,243	8,493	9,957	12,160
Op EBIT (KRWb)	711	930	850	1,239
Net income (KRWb)	431.5	773.7	625.1	997.1
Norm profit (KRWb)	808.1	773.7	625.1	997.1
EPS (KRW)	8,536	8,172	6,603	10,531
EPS growth	62.2%	-4.3%	-19.2%	59.5%
P/E (x)	7.7	8.0	9.9	6.2
EV/EBITDA (x)	5.9	9.1	10.0	7.1
Dividend yield	1.9%	2.1%	2.1%	2.6%
P/B (x)	1.2	1.0	1.0	0.8
ROE	9.2%	13.6%	10.0%	14.4%
Net debt/equity	12.0%	19.4%	40.0%	38.1%
Cons EPS (KRW)	8,536	7,792	9,354	10,531
Prev EPS (adj) (KRW)	8,621	13,168	13,432	13,632

Performance



Trading data

Market cap (KRWb/US\$m)	6,077/5,366		
Shares outstanding	92.9m		
Free float	%		
52-week price high/low	KRW48,950 -		
Daily average turnover (3M)	US\$18.7m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	23.4%	21.1%	-11.4%
Relative to KOSPI	16.3%	15.3%	-14.9%
Absolute (US\$)	25%	24.6%	-16.1%
Major shareholders			
Chang Su Heo	45.3%		
NPS	5.0%		

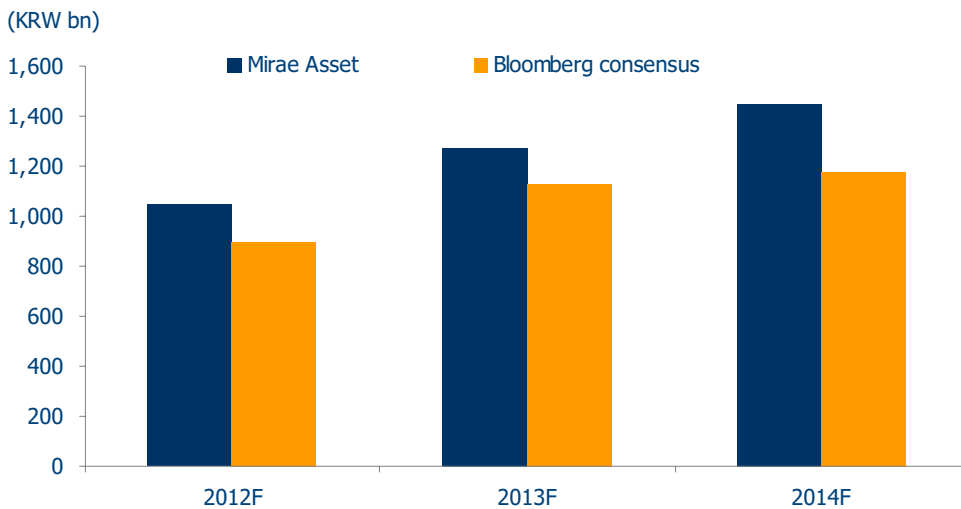
Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	42,270	8,493	10,147	12,160	12,949
GS Caltex	33,040	44,955	48,032	50,829	53,439
GS Power	738	819	996	1,212	1,473
GS EPS	796	811	1,121	1,361	1,351
GS Retail	3,474	3,984	4,639	5,240	5,778
GS Homeshopping	792	906	1,042	1,162	1,264
Operating Profit	1,656	930	1,047	1,269	1,446
GS Caltex	1,101	1,882	1,162	1,977	2,278
GS Power	103	110	113	134	159
GS EPS	116	61	113	126	128
GS Retail	92	93	159	188	216
GS Homeshopping	117	106	98	110	143
Net profit attributable to majority shareholders	808	774	815	997	1,145

자료: GS, GS 칼텍스, GS 파워, GS EPS, GS 리테일, GS 홈쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Note: GS 칼텍스와 GS 홈쇼핑은 K-IFRS 하에서 연결대상에서 제외

Figure 2 영업이익 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 영업이익 (2013-14F) 추정치는 Bloomberg 컨센서스보다 18% 높음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 GS 이익 민감도 분석 - 원유가격, 정제마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE	
Crude oil price	+US\$10/bbl	1,121	7%	871	7%	
	Base assumption (US\$115/bbl)	1,047		815	No impact	
	-US\$10/bbl	947	-7%	759	-7%	
Refining margin	+US\$1/bbl	1,248	19%	968	19%	+2.6%p
	Base assumption (US\$8.6/bbl)	1,047		815		
	-US\$1/bbl	846	-19%	662	-19%	-2.6%p
KRW/USD	KRW 10% appreciation			951	17%	
	Base assumption (1150KRW/USD)			815		No impact
	KRW 10% depreciation			680	-17%	

자료: GS 칼텍스, 미래에셋증권 리서치센터

Note: 환율 민감도는 GS 칼텍스의 Value at Risk 값을 활용함

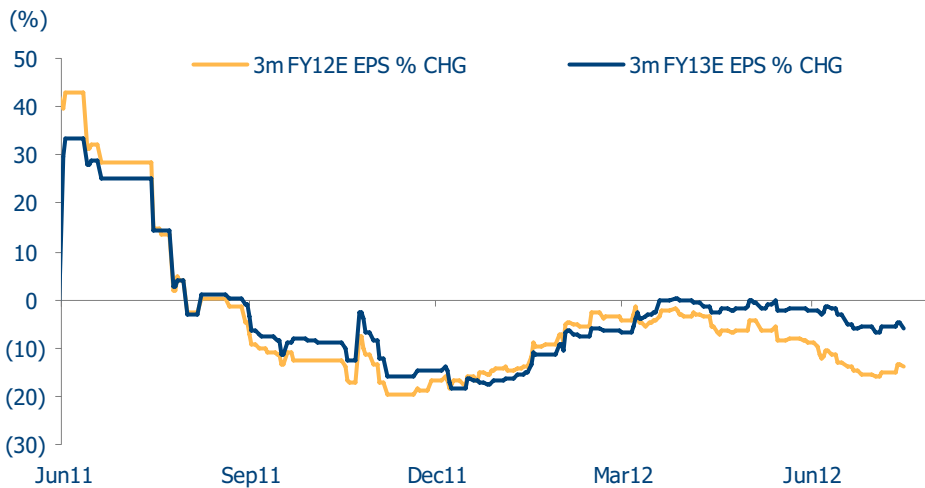
Figure 4 GS 칼텍스 이익 민감도 분석 - 원유가격, 정제마진, 환율 (KRW/USD) 대비

		Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)
Crude oil price	+US\$10/bbl	1,309	13%	1,287	10%
	Base assumption (US\$115/bbl)	1,162		1,176	
	-US\$10/bbl	1,015	-13%	1,064	-10%
Refining margin	+US\$1/bbl	1,564	35%	1,481	26%
	Base assumption (US\$8.6/bbl)	1,162		1,176	
	-US\$1/bbl	760	-35%	870	-26%
KRW/USD	KRW 10% appreciation			1,447	23%
	Base assumption (1150KRW/USD)			1,176	
	KRW 10% depreciation			905	-23%

자료: GS 칼텍스, 미래에셋증권 리서치센터

Note: 환율 민감도는 GS 칼텍스의 Value at Risk 값을 활용함

Figure 5 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월전 대비)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

전략이 이끄는 Re-rating

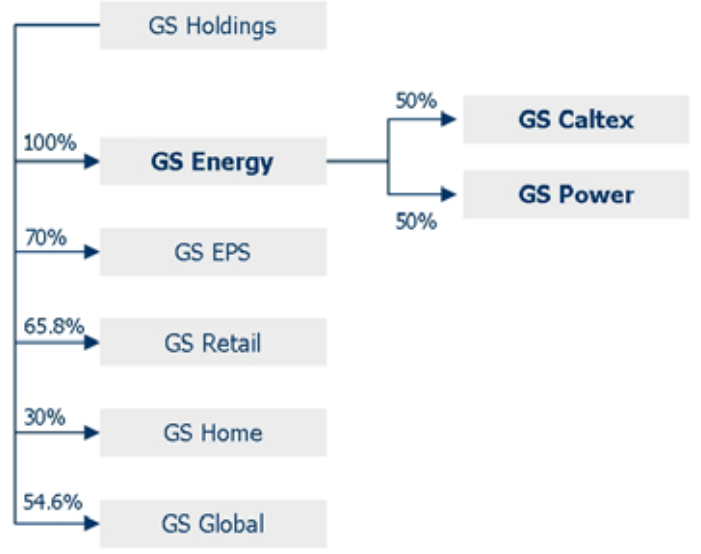
우리는 GS 에너지 (GS 의 100%자회사)가 장기적으로 유틸리티(발전/난방) 사업부문을 강화할 것으로 전망한다. GS 에너지는 GS 칼텍스로부터 GS 파워의 지분 50%, 해양도시가스(100%), 서라벌도시가스(100%)와 태국, 캄보디아 등의 유전 개발권 등을 인수하였다. GS 파워의 나머지 잔여지분(50%)은 KB 금융을 중심으로 한 컨소시엄(재무적투자자)이 인수하였다. 우리는 장기적으로 GS 에너지가 KB 금융 컨소시엄으로부터 GS 파워 지분 50%를 인수할 것으로 예상한다. GS 파워 매수 가격은 GS 파워의 2011 년말 BPS 대비 약 1.9 배에 해당한다. 이는 GS 파워의 과거 3년 평균 ROE가 21%였음을 감안하면 적절한 것으로 판단한다.

Figure 6 GS 기업 구조(GS 에너지 설립 이전)



자료: GS

Figure 7 GS 기업 구조 (GS 에너지 설립 및 GS 파워 인수 이후)

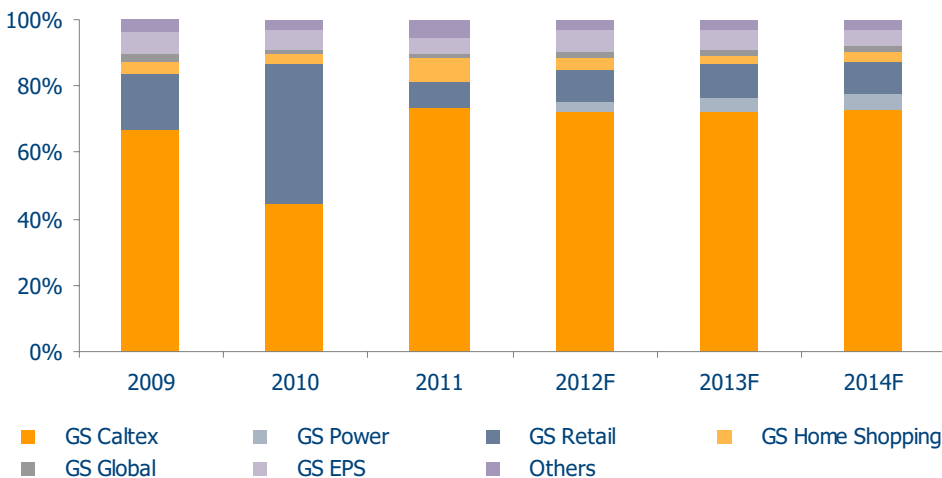


자료: GS

우리는 이러한 전략적인 변화가 궁극적으로 GS 의 이익 안정성과 자본 효율성을 개선시킬 것으로 전망한다. GS 파워와 GS EPS(GS 가 지분 70%를 소유한 자회사)의 과거 5년 평균 영업이익은 각각 897 억원과 703 억원이다. 이는 GS 칼텍스 영업이익의 14%에 해당한다.

유틸리티 사업의 이익 안정성은 뛰어나다. 만약 GS 에너지가 GS 파워의 잔여지분 50% (현재 KB 금융 컨소시엄이 소유)를 인수한다면, GS 의 이익 안정성이 개선되는 것은 당연하다. 우리는 GS 파워와 GS EPS 의 순이익 기여도가 2011년의 8%에서 2015년까지 14%로 증가할 것으로 전망한다(GS 파워 잔여지분 인수 가정). 이는 GS 의 지속가능 ROE 를 0.7%p 높여준다. 한편, GS 에너지는 GS 파워 인수를 위해 회사채 6 천억원을 평균금리 4.2%에 발행하였다. 저금리 환경에서 차입을 통한 투자 결정은 긍정적이다.

Figure 8 주요 계열사별 순이익 기여도



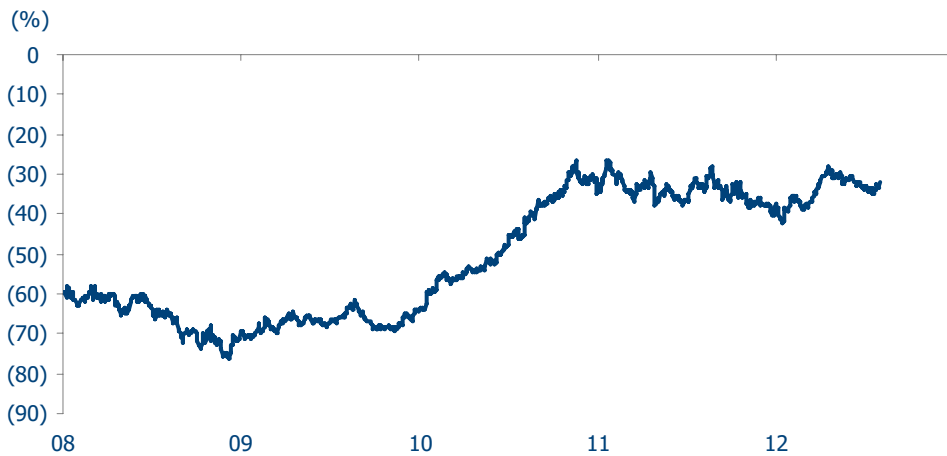
자료: GS 및 계열사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 P/B



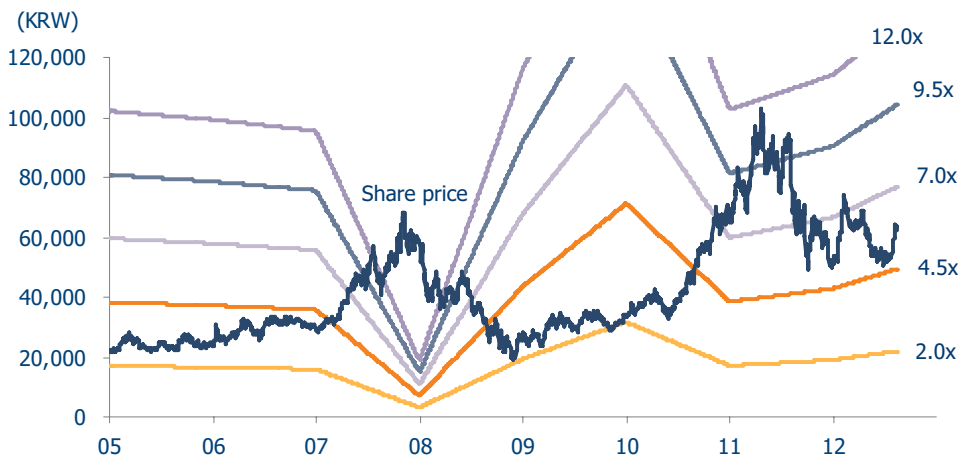
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 상대 P/B 추이 - GS vs 정유업 평균



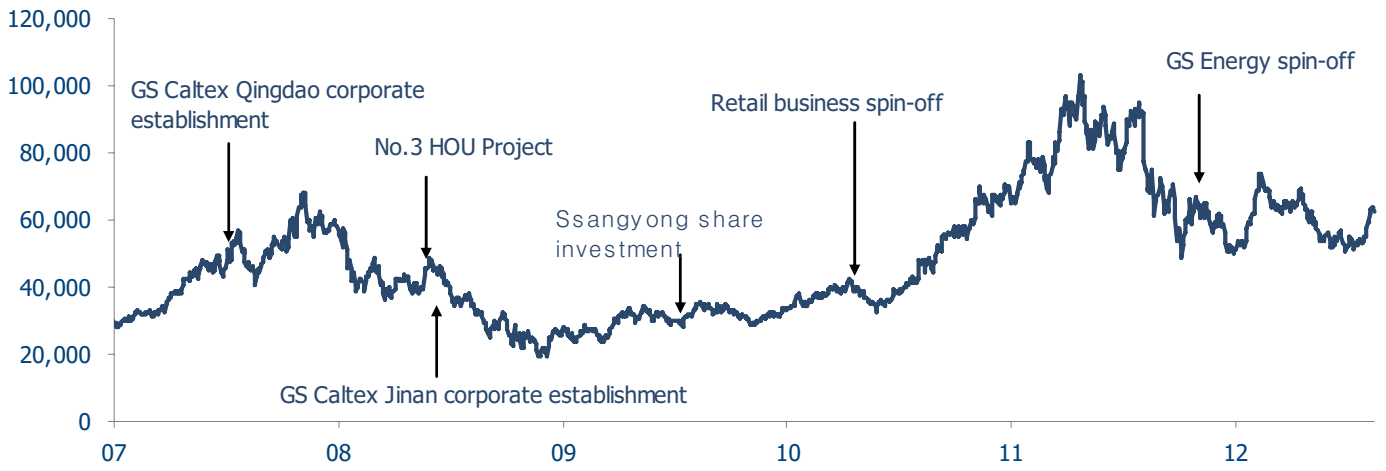
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 GS - 주요 이벤트



자료: GS, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	34,537	6,243	8,493	9,957	12,160
Cost of goods sold	(30,770)	(4,866)	(6,710)	(8,055)	(9,703)
Gross profit	3,766	1,377	1,784	1,901	2,457
SG and A	(2,346)	(666)	(853)	(1,051)	(1,218)
Op profit	1,420	711	930	850	1,239
Op EBITDA	2,089	1,333	930	1,010	1,426
Depreciation	(604)	(570)	-	(141)	(183)
Amortisation	(65)	(52)	-	(19)	(4)
Op EBIT	1,420	711	930	850	1,239
Net interest	(359)	(8)	(16)	(45)	(12)
Associates and JCEs	21	(7)	3	-	-
Other income	(115)	(16)	(24)	19	(14)
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	967	679	893	824	1,213
Tax	(33)	(66)	(83)	(118)	(125)
Post-tax profit	934	613	810	705	1,088
Minorities	(429)	(182)	(36)	(80)	(91)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	506	432	774	625	997
Norm profit	489	808	774	625	997
Dividends	(70)	(112)	(142)	(246)	(161)
Retained earnings	436	319	631	379	836

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	2,089	1,333	930	1,010	1,426
Decrease in working capital	(1,147)	2,189	(265)	(544)	(113)
Other operating cashflow	(280)	(3,100)	(384)	(18)	(520)
Operating cashflow	662	422	281	448	793
Tax paid	(33)	(66)	(83)	(118)	(125)
Net interest	(359)	(8)	(16)	(45)	(12)
Dividends received	21	(7)	3	-	-
Cashflow	290	341	186	285	655
Capital expenditure	(2,169)	(227)	(507)	(423)	(429)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(322)	227	(342)	(416)	(178)
Other investing cashflow	602	(119)	323	(140)	(86)
Investing cashflow	(1,889)	(119)	(526)	(978)	(692)
Dividends paid	(70)	(112)	(142)	(246)	(161)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	11	(8,187)	491	1,444	84
Other financing cashflow	(586)	8,197	(117)	(626)	(14)
Financing cash flow	(646)	(103)	231	572	(91)
Beginning cash	4,291	2,226	1,124	1,017	895
Total cash generated	(2,244)	119	(109)	(121)	(127)
Forex effects	-	-	2	-	-
Ending cash	2,046	2,345	1,017	895	768

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	10,180	1,770	1,992	2,827	3,022
Cash and equivalents	2,226	1,124	1,017	895	768
Receivables	3,874	347	625	1,472	1,733
Inventories	3,693	192	272	329	385
Other current assets	387	108	78	130	135
Non current assets	15,340	7,373	8,433	9,885	11,047
Net operating fixed assets	12,999	1,441	1,562	1,838	2,084
Interest in associates					
Other non-current assets	2,341	5,932	6,871	8,046	8,963
Total assets	25,520	9,143	10,425	12,711	14,068
Current liabilities	9,128	1,793	2,322	2,859	3,069
Payables	5,645	597	746	1,207	1,421
ST debt	3,137	922	1,387	1,512	1,512
Other current liabilities	346	275	189	141	137
Total non-current liabilities	8,019	1,319	1,313	2,640	2,862
LT debt	6,896	924	949	2,269	2,353
Other non-current liabilities	1,123	395	364	370	509
Total liabilities	17,146	3,112	3,636	5,499	5,931
Issued capital	465	465	465	465	465
Share premium reserve	1,308	1,307	1,313	1,313	1,313
Reserves/Adjustments	642	(102)	(102)	(100)	(100)
Retained earnings	1,651	3,686	4,332	4,759	5,686
Minorities	4,299	667	774	767	765
Other equity	9	9	9	9	9
Total equity	8,374	6,031	6,789	7,212	8,137

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(13.9%)	(81.9%)	36.0%	17.2%	22.1%
Gross profit growth	16.2%	(63.4%)	29.5%	6.6%	29.2%
Operating profit growth	17.1%	(49.9%)	30.9%	(8.6%)	45.8%
EBITDA growth	97.4%	(34.3%)	(30.6%)	13.3%	37.2%
EPS growth	335.9%	62.2%	(4.3%)	(19.2%)	59.5%
Norm BPS growth	9.4%	35.2%	11.9%	6.8%	14.4%
Gross margin	10.9%	22.1%	21.0%	19.1%	20.2%
Operating margin	4.1%	11.4%	11.0%	8.5%	10.2%
EBITDA margin	5.8%	21.0%	10.7%	10.3%	11.6%
EBIT margin	3.8%	11.0%	10.7%	8.7%	10.1%
Net income margin	1.46%	6.91%	9.11%	6.28%	8.20%
ROE	13.3%	9.2%	13.6%	10.0%	14.4%
ROA	2.08%	2.49%	7.91%	5.40%	7.45%
Net debt/equity	93.2%	12.0%	19.4%	40.0%	38.1%
Interest cover ratio	3.1	8.9	9.0	8.5	12.4
Dividend payout ratio	13.8%	26.0%	18.4%	39.4%	16.1%
Inventory days	43.8	14.4	14.8	15.0	14.5
Account receivable days	40.9	20.3	26.8	54.1	52.0
Account payable days	67.0	44.8	40.6	54.8	53.4
Reported EPS (KRW)	5,444	4,558	8,172	6,603	10,531
EPS (KRW)	5,262	8,536	8,172	6,603	10,531
Reported BPS (KRW)	42,934	56,554	63,429	67,968	77,757
Norm BPS (KRW)	40,335	54,542	61,007	65,184	74,542
DPS (KRW)	1,000	1,250	1,350	1,350	1,700
Cashflow per share (KRW)	3,123	3,601	1,961	3,006	6,921
Reported P/E (x)	12.0	14.3	8.0	9.9	6.2
P/E (x)	12.4	7.7	8.0	9.9	6.2
P/B (x)	1.52	1.16	1.03	0.96	0.84
P/CF (x)	20.9	18.2	33.3	21.8	9.4
EV/EBITDA (x)	10.1	5.9	9.1	9.5	7.0
EV/Operating Cashflow (x)	30.4	18.2	29.5	21.9	12.5
EV/Sales (x)	0.58	1.23	0.98	0.99	0.82
Dividend yield	1.53%	1.91%	2.06%	2.06%	2.60%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeasset.com

What's New

Sweet spot

금호석유화학에 대해 투자 의견 매수(BUY)와 목표주가 145,000원을 제시하며, 커버리지 개시함. 2012년 4분기에 예정되어 있는 신규 설비(SBR 11만톤, S-SBR 6만톤) 가동으로 2013년 매출액은 2012년 대비 12% 증가할 것으로 예상됨. 합성고무 부문의 견고한 마진을 바탕으로 2013년에는 영업이익률 8.5%, 순이익 증가율 71% YoY를 기록할 것. 우리는 2012-13년 동사의 SBR마진이 평균 26%(SBR가격 대비)를 유지할 것으로 예상하는데, 이는 2000년 이후 평균인 30%보다 4%p 낮음. 부타디엔(합성고무의 주요 원재료)의 가격 변동성이 높아져 이익의 가시성이 낮아졌다는 것은 밸류에이션 할인 요인. KDB 보유 지분(430만주)은 잠재적인 물량 부담. 하지만, 현주가에 (12M Fwd adj. P/B 2.0x, 지속가능ROE 24.3%) 부정적인 것들이 충분히 반영됨.

» 수요 증가에 맞춘 설비 증설, 견고한 다운스트림 마진

» KDB 보유 지분은 주가 상승을 제한

» 투자의견 BUY, 목표주가 145,000 원

역내 타이어 수요 증가에 맞춘 설비 증설

중국의 GDP성장률 둔화에도 불구하고 2012년 상반기 중국의 타이어 생산량은 전년 동기대비 12% 증가. 이는 2011년 타이어 생산량 증가율 6%의 두배임. 우리는 중국의 타이어 수요가 구조적인 요인으로 경제성장률을 초과해 성장할 것으로 전망. 한국타이어 등 주요 타이어 제조업체의 생산량 증가에 맞추어 금호석유화학도 2012년 4분기 SBR 및 S-SBR신규 설비를 가동할 예정. 이로 인해 우리는 2013년 동사의 매출액은 12% YoY 증가할 것으로 예상.

견고한 SBR 마진 유지 전망 (2012-13년 26%)

SBR체인의 다운스트림 마진은 견고하게 유지됨. 이는 1) 견조한 수요, 2) 제한적인 설비 증설, 그리고 3) 합성고무 제조업체의 강한 가격협상력 때문으로 판단됨. 우리는 SBR체인 다운스트림 마진이 2013년 26%(SBR가격 대비) 수준을 유지하며, 2015년까지 25%대로 안정될 것으로 전망함. SBR 마진은 2000년 이후 약 30%수준을 꾸준히 유지했음.

주식 오버행은 주가 상승 제한

한국산업은행(KDB)은 금호석유화학 보통주 14.1%를 보유 중(430만주, 약 21일 거래분량). 2013년 4월까지 매도가 금지되어 있으나, 그 이후 KDB는 지분 매각을 추진할 것으로 예상됨. KDB의 평균 매수가격(전환사채 전환가격)이 주당 39,567원에 불과해 이익실현 유인이 강하기 때문. 우리는 이러한 오버행이슈로 인해 금호석유화학의 주가 상승이 당분간 제한될 수 있다고 판단함.

목표주가 145,000 원, 투자의견 '매수'

금호석유화학에 대한 투자의견 '매수'와 목표주가 145,000원을 제시. 현주가 대비 상승여력은 16%임. 우리는 동사가 1) 수요 증가에 기반한 생산량 증가, 2) 견고한 다운스트림 마진 등을 기반으로 강한 이익 성장률을 보일 것으로 예상. 목표주가 145,000원은 12개월 Fwd adj. BPS(12-13년 평균) 대비 2.2배를 적용(지속가능 ROE 24.3%, 자기자본비용 12.5%, 영구성장률 3.0%).

BUY

21 August 2012

Target price	KRW145,000
Current price (21 August)	KRW125,000
Upside/downside	16.0%
Consensus target price	KRW150,727
Difference from consensus	-3.8%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	3,886	6,457	6,313	7,073
Op EBIT (KRWb)	359.5	842.2	364.9	601.8
Net income (KRWb)	471.4	505.6	252.7	432.9
Norm profit (KRWb)	471.4	505.6	252.7	432.9
EPS (KRW)	20,625	18,124	9,059	15,517
EPS growth	NA	-12.1%	-50.0%	71.3%
P/E (x)	6.0	6.8	13.6	7.9
EV/EBITDA (x)	3.2	3.3	7.2	5.1
Dividend yield	0.8%	1.6%	0.8%	1.2%
P/B (x)	4.3	2.9	2.6	2.1
ROE	75.0%	44.5%	16.5%	24.0%
Net debt/equity	264.6%	113.7%	115.3%	85.5%
Cons EPS (KRW)	20,625	9,409	16,723	15,517
Prev EPS (adj) (KRW)				

Performance



Trading data

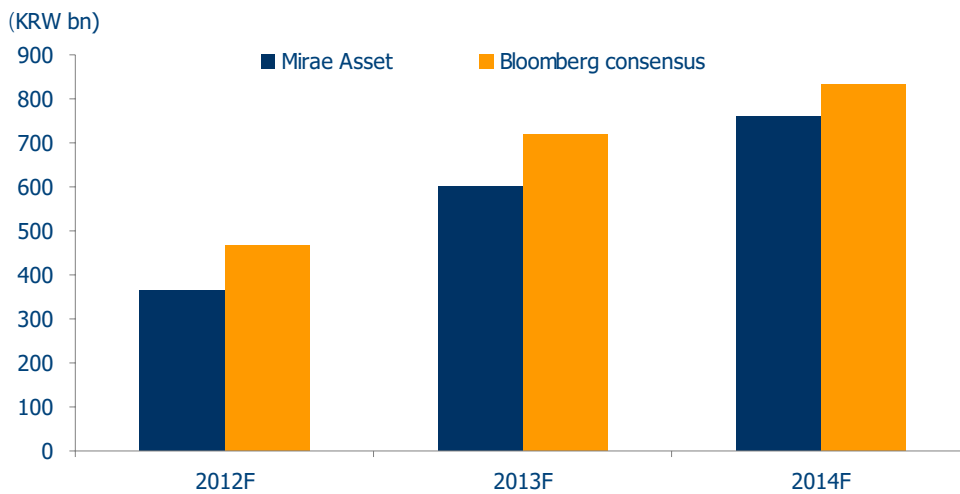
Market cap (KRWb/US\$m)	3,748/3,309		
Shares outstanding	30.5m		
Free float	56.4%		
52-week price high/low	KRW104,500 -		
Daily average turnover (3M)	US\$26.8m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	-5.4%	11.8%	-30.7%
Relative to KOSPI	-	5.4%	-34.9%
Absolute (US\$)	-4.2%	15%	-34.4%
Major shareholders			
Chul Wan Park	23.7%		
KDB	14.1%		

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	3,886	6,457	6,313	7,073	7,633
Synthetic rubber	2,234	3,536	3,427	4,145	4,601
Synthetic resin	1,220	1,246	1,262	1,310	1,414
Others	432	1,675	1,623	1,618	1,618
Operating profit	360	842	365	602	759
OPM (%)	9.3%	13.0%	5.8%	8.5%	9.9%
Net profit	471	506	253	433	551

자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



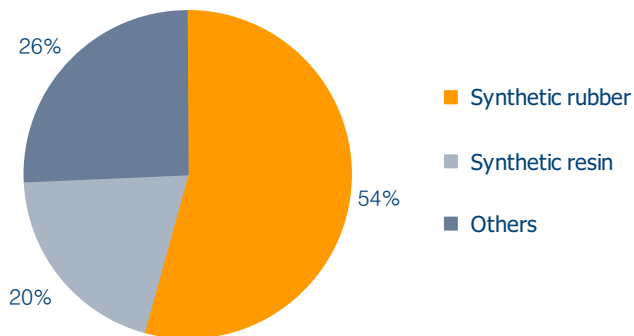
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 업스트림 마진, 다운스트림 마진, 환율(KRW/USD) 대비

	Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Upstream margin					
+10%	370	2%	257	2%	+0.5%p
Base	365		253		
-10%	359	-2%	249	-2%	-0.5%p
Downstream margin					
+10%	396	9%	276	9%	+2.2%p
Base	365		253		
-10%	334	-9%	229	-9%	-2.2%p
KRW/USD					
KRW 10% appreciation			264	4%	
Base assumption (1150KRW/USD)			253		No impact
KRW 10% depreciation			242	-4%	

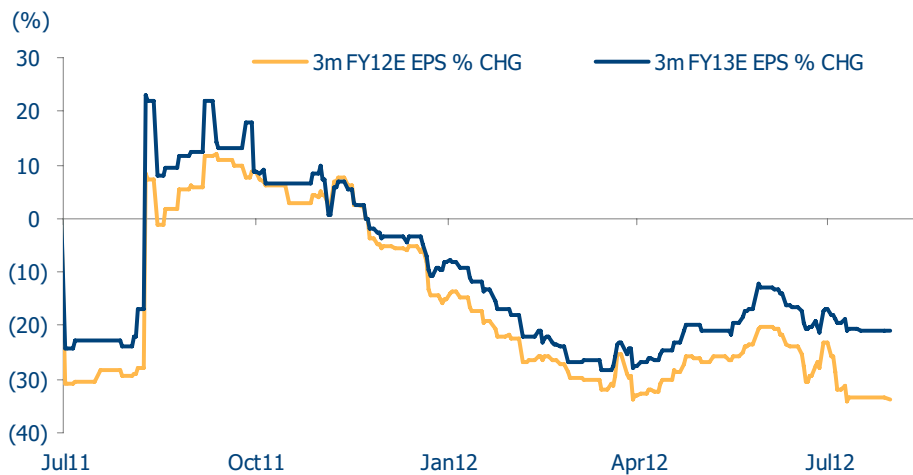
자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 매출액 구성 (2012F)



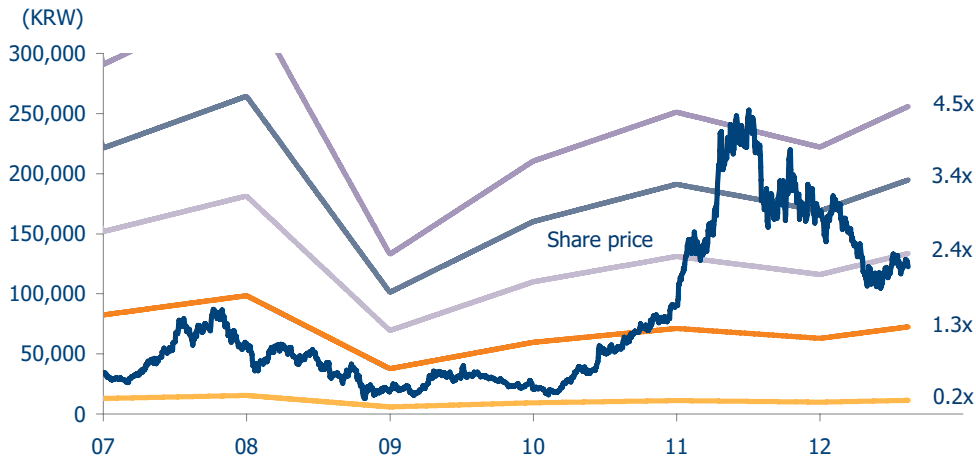
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS 변화, 3개월전 대비)



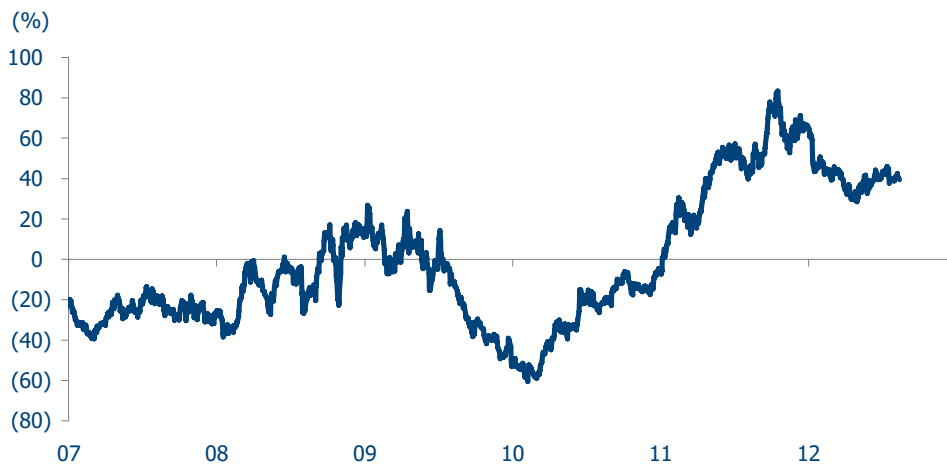
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 P/B



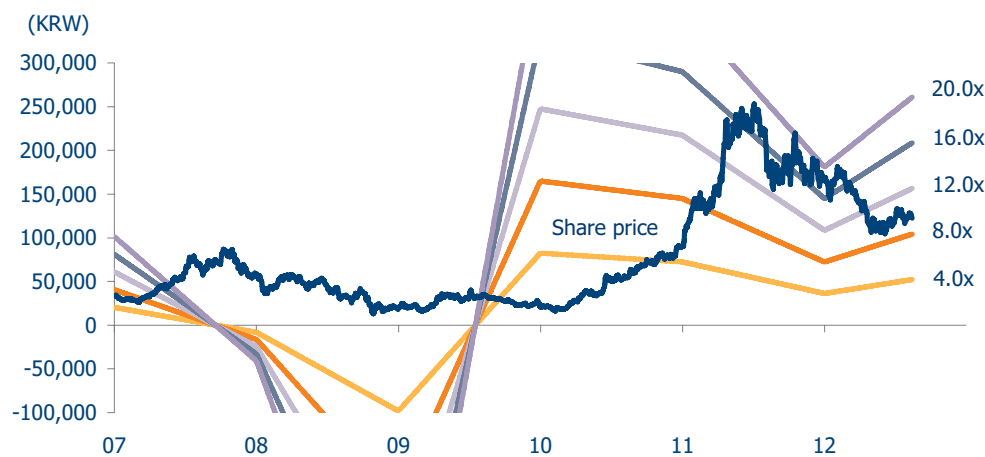
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 상대 P/B 추이 - 금호석유화학 vs 석유화학업종 평균



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 금호석유화학 – 주요 이벤트



자료: 금호석유화학, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	6,898	3,886	6,457	6,313	7,073
Cost of goods sold	(5,921)	(3,306)	(5,410)	(5,739)	(6,256)
Gross profit	977	580	1,047	575	817
SG and A	(866)	(221)	(205)	(210)	(215)
Op profit	110	360	842	365	602
Op EBITDA	489	509	997	547	850
Depreciation	(345)	(138)	(146)	(175)	(242)
Amortisation	(33)	(11)	(9)	(7)	(7)
Op EBIT	110	360	842	365	602
Net interest	(368)	(135)	(126)	(99)	(103)
Associates and JCEs	(690)	84	73	-	-
Other income	(282)	287	(30)	70	87
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	(1,229)	595	758	336	586
Tax	223	(124)	(215)	(70)	(132)
Post-tax profit	(1,006)	471	544	266	454
Minorities	383	-	(38)	(13)	(21)
Preferred dividends					
Net income	(624)	471	506	253	433
Norm profit	(624)	471	506	253	433
Dividends	(25)	(13)	(23)	(67)	(50)
Retained earnings	(649)	458	483	186	383

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	489	509	997	547	850
Decrease in working capital	807	185	(178)	(146)	(127)
Other operating cashflow	287	(75)	118	(44)	155
Operating cashflow	1,582	620	937	358	879
Tax paid	223	(124)	(215)	(70)	(132)
Net interest	(368)	(135)	(126)	(99)	(103)
Dividends received	(690)	84	73	-	-
Cashflow	747	445	670	189	645
Capital expenditure	(575)	(501)	(291)	(342)	(381)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(116)	171	122	(20)	(12)
Other investing cashflow	35	215	(77)	(24)	(18)
Investing cashflow	(656)	(115)	(246)	(385)	(410)
Dividends paid	(25)	(13)	(23)	(67)	(50)
Increase in equity	(34)	-	-	-	-
Increase in debt	(203)	(3,926)	(253)	168	23
Other financing cashflow	(153)	3,591	192	49	2
Financing cash flow	(415)	(348)	(83)	150	(26)
Beginning cash	413	339	198	538	492
Total cash generated	(324)	(18)	340	(46)	209
Forex effects			(0)	-	-
Ending cash	89	321	538	492	701

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	2,616	1,403	2,058	2,218	2,653
Cash and equivalents	339	198	538	492	701
Receivables	1,206	741	920	997	1,126
Inventories	979	450	582	710	807
Other current assets	92	13	18	19	19
Non current assets	6,301	2,718	2,656	2,858	3,006
Net operating fixed assets	4,829	1,774	1,922	2,085	2,225
Interest in associates					
Other non-current assets	1,472	943	734	772	781
Total assets	8,916	4,121	4,714	5,076	5,659
Current liabilities	6,556	2,240	2,713	2,932	3,032
Payables	1,364	523	661	744	832
ST debt	5,029	1,599	1,935	2,094	2,094
Other current liabilities	162	118	116	94	106
Total non-current liabilities	1,685	988	444	423	525
LT debt	1,458	962	373	383	406
Other non-current liabilities	226	26	71	40	118
Total liabilities	8,240	3,228	3,157	3,355	3,556
Issued capital	127	127	152	152	152
Share premium reserve	303	79	265	265	265
Reserves/Adjustments	300	32	(32)	(25)	(25)
Retained earnings	(284)	572	1,047	1,206	1,589
Minorities	213	68	109	107	106
Other equity	16	15	15	15	15
Total equity	676	893	1,557	1,721	2,103

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(4.1%)	(43.7%)	66.2%	(2.2%)	12.0%
Gross profit growth	(22.6%)	(40.6%)	80.4%	(45.1%)	42.3%
Operating profit growth	(72.4%)	225.8%	134.2%	(56.7%)	64.9%
EBITDA growth	(176.0%)	NA	18.1%	(54.0%)	40.9%
EPS growth	(924.8%)	NA	(12.1%)	(50.0%)	71.3%
Norm BPS growth	(62.2%)	143.2%	53.9%	11.9%	24.4%
Gross margin	14.2%	14.9%	16.2%	9.1%	11.6%
Operating margin	1.6%	9.3%	13.0%	5.8%	8.5%
EBITDA margin	(7.0%)	22.6%	16.1%	7.6%	9.5%
EBIT margin	(12.5%)	18.8%	13.7%	4.7%	6.0%
Net income margin	(9.0%)	12.1%	7.8%	4.0%	6.1%
ROE	(81.7%)	75.0%	44.5%	16.5%	24.0%
ROA	(6.5%)	7.2%	11.4%	5.2%	8.1%
Net debt/equity	909.9%	264.6%	113.7%	115.3%	85.5%
Interest cover ratio	0.28	2.49	6.01	3.11	5.09
Dividend payout ratio	(4.1%)	2.8%	4.6%	26.6%	11.6%
Inventory days	60.3	49.7	39.2	45.3	47.1
Account receivable days	63.8	69.6	52.0	57.8	58.1
Account payable days	84.1	57.7	44.6	47.4	48.6
Reported EPS (KRW)	(24,526)	20,625	18,124	9,059	15,517
EPS (KRW)	(24,526)	20,625	18,124	9,059	15,517
Reported BPS (KRW)	15,712	28,487	42,775	47,741	59,167
Norm BPS (KRW)	11,268	27,404	42,176	47,176	58,693
DPS (KRW)	0	1,000	2,000	1,000	1,500
Cashflow per share (KRW)	29,388	19,472	23,998	6,779	23,115
Reported P/E (x)	na	6.0	6.8	13.6	7.9
P/E (x)	na	6.0	6.8	13.6	7.9
P/B (x)	7.83	4.32	2.88	2.58	2.08
P/CF (x)	4.2	6.3	5.1	18.1	5.3
EV/EBITDA (x)	na	3.20	3.30	7.18	5.10
EV/Operating Cashflow (x)	2.0	4.5	3.7	15.7	5.6
EV/Sales (x)	0.45	0.72	0.53	0.54	0.49
Dividend yield	0.00%	0.81%	1.63%	0.81%	1.22%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeasset.com

What's New

성장통

LG화학에 대해 투자의견 중립(HOLD)과 목표주가 335,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시. 우리는 LG화학의 밸류에이션 프리미엄(석유화학업종 대비)이 앞으로 더 줄어들 것으로 전망. 이유는 1) 주요 석유화학체인(PE, PVC, ABS) 다운스트림 마진의 하락 압력이 강하고, 2) 성장동력으로 생각되어 온 정보전자소재, 배터리 부문의 성장 둔화가 예상되기 때문. LG화학의 배터리 부문은 예상보다 적은 전기차 매출로 부진한 모습을 보임. LCD유리기판도 당분간 높은 이익 기여를 기대하기 어려움. 우리는 LG화학의 현재 밸류에이션(12M Fwd P/B기준 2.2배)은 LG화학의 뛰어난 이익 안정성과 성장성에 대한 긍정적인 시각을 충분히 반영하였다고 판단함.

» 석유화학부문 주요 다운스트림 제품 마진 하락 압력 심화

» 성장동력 약화는 Valuation premium 축소 요인

» 투자의견 중립, 목표주가 335,000 원

석유화학부문의 높은 안정성은 긍정적이지만...

LG화학 석유화학 부문의 영업이익은 상대적으로 안정적임. 이는 수직계열화가 잘 이루어져 있고, 다변화된 제품을 보유하고 있기 때문. 우리의 분석에 따르면 LG화학은 석유화학 가치사슬상에서 균형잡힌 익스포저를 갖고 있음 (업스트림 47%, 다운스트림 35%). 그러나 이것이 더 이상 LG화학의 이익 성장을 보장하지 않는다고 판단함. 석유화학 다운스트림의 재고 부담이 지속되고 마진 하락 압력이 강해질 것으로 전망하기 때문임.

...주요 다운스트림 제품의 마진 하락 압력은 부정적

특히, 폴리에틸렌(PE), 폴리염화비닐(PVC)은 장기적으로 다운스트림 마진 하락이 심화될 것으로 전망됨. 낮은 원재료 가격과 유틸리티 비용의 혜택을 보는 미국산 제품의 가격경쟁력이 강화될 것이기 때문. ABS체인 또한 주요 원재료인 부타디엔과 BTX 계열의 가격 상승으로 다운스트림 마진이 하락할 것으로 전망됨. ABS체인의 다운스트림 마진(ABS-Mix)은 2000년 이후 47% 하락했음. 2Q12기준 LG화학의 석유화학부문 매출 중 ABS, PE, PVC는 각각 29%, 28%, 11%를 차지.

성장동력 약화는 Valuation premium 축소 요인

우리는 LG화학의 배터리와 정보전자소재 사업부문의 영업이익이 2014년까지 각각 8.3%, 11.1% (CAGR) 증가할 것으로 전망. 장기적으로 배터리 가격의 하락이 전기차 등의 매출 증가보다 빠를 것으로 예상되고 있음. 우리는 미국의 저렴한 천연가스 가격으로 인해 전기차보다 CNG(압축천연가스) 차량이 더 각광받을 것으로 예상함. 이러한 성장 동력의 약화는 밸류에이션 프리미엄 축소 요인으로 작용.

목표주가 335,000 원, 투자의견 '중립'

LG 화학에 대해 투자의견 '중립'과 목표주가 335,000 원을 제시. 우리는 동사의 밸류에이션 프리미엄이 1) 석유화학부문의 다운스트림 마진 하락 압력, 2) 예상보다 느린 신규사업의 성장(배터리 부문 등)으로 인해 줄어들 것으로 예상. 목표주가 335,000 원은 12 개월 Forward BPS(12-13 년 평균)대비 2.1 배를 적용 (지속가능 ROE 16.9%, 자기자본비용 9.5%, 영구성장률 3.0%).

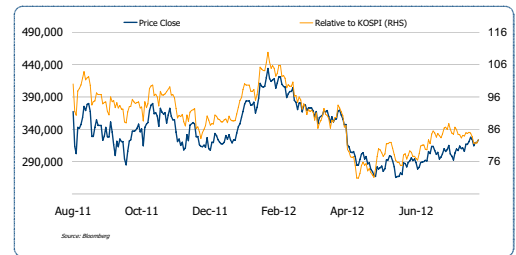
HOLD
21 August 2012

Target price KRW335,000
Current price (16 August) KRW328,000
Upside/downside +2.1%
Consensus target price KRW380,500
Difference from consensus -12.0%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	19,471	22,676	23,708	25,655
Op EBIT (KRWb)	2,821	2,835	2,114	2,504
Net income (KRWb)	2,158	2,138	1,613	1,889
Norm profit (KRWb)	2,158	2,138	1,613	1,889
EPS (KRW)	29,350	29,074	21,940	25,688
EPS growth	31.9%	-0.9%	-24.5%	17.1%
P/E (x)	11.0	11.1	14.7	12.6
EV/EBITDA (x)	7.1	7.1	8.2	6.6
Dividend yield	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%
P/B (x)	3.1	2.5	2.3	2.0
ROE	32.9%	24.4%	15.8%	16.3%
Net debt/equity	10.1%	12.1%	9.8%	8.1%
Cons EPS (KRW)	29,350	23,221	28,604	25,688
Prev EPS (adj) (KRW)	32,729	43,284	48,140	48,789

Performance



Trading data

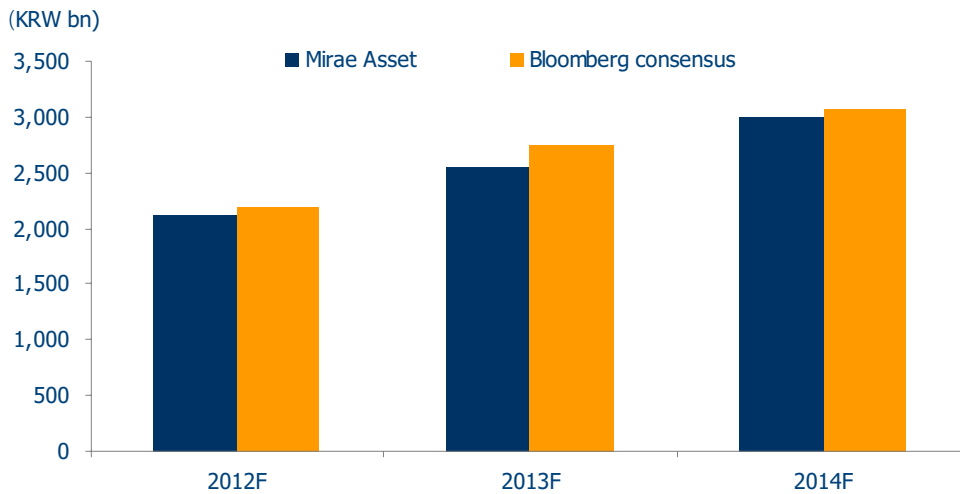
Market cap (KRWb/US\$m)	21,439/18,930		
Shares outstanding	66.3m		
Free float	64.5%		
52-week price high/low	KRW265,500 -		
Daily average turnover (3M)	US\$97.3m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	7.1%	21.2%	-16.4%
Relative to KOSPI	0%	15.4%	-19.9%
Absolute (US\$)	8.5%	24.7%	-20.8%
Major shareholders			
LG corp	33.6%		
NPS	6.7%		

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	19,471	22,676	23,708	25,655	27,779
Petrochemical	14,525	17,325	17,948	19,186	20,759
I&E Materials	3,504	3,343	3,289	3,412	3,538
Batteries	1,550	2,269	2,683	3,257	3,682
Operating profit	2,821	2,835	2,114	2,504	3,006
Petrochemical	2,279	2,353	1,573	1,951	2,361
I&E Materials	600	377	392	401	460
Batteries	NA	109	149	152	184
Net profit	2,200	2,138	1,613	1,889	2,270

자료: LG 화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익의 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 영업이익(2013-14F) 추정치는 Bloomberg 컨센서스보다 5% 낮음

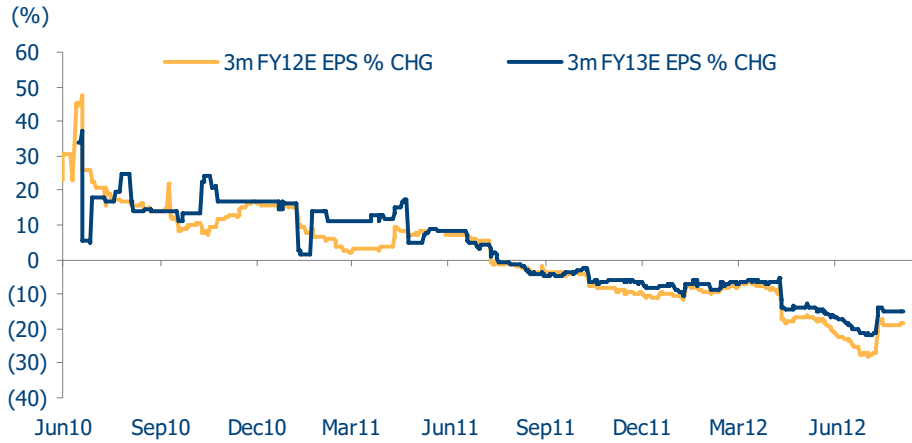
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 원유가격, 정제마진, 환율(KRW/USD) 대비

		Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Upstream margin	+10%	2,188	3%	1,670	3%	+0.6%p
	Base	2,144		1,613		
	-10%	2,040	-3%	1,557	-3%	-0.6%p
Downstream margin	+10%	2,169	3%	1,655	3%	+0.4%p
	Base	2,144		1,613		
	-10%	2,059	-3%	1,571	-3%	-0.4%p
KRW/USD	KRW 10% appreciation			1,622	1%	
	Base assumption (1150KRW/USD)			1,613		No impact
	KRW 10% depreciation			1,605	-1%	

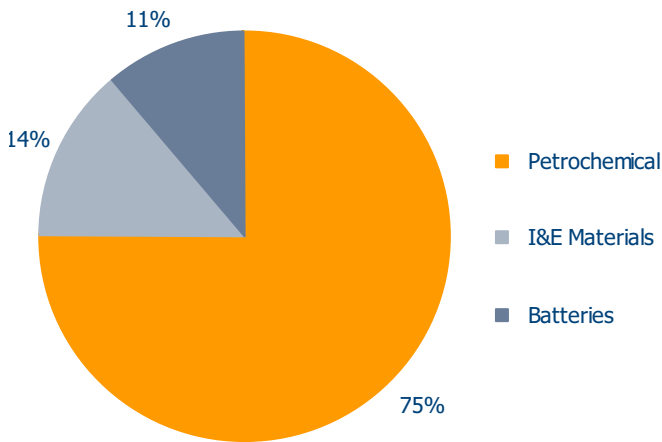
자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 컨센서스 이익추정치 변경 추이 (컨센서스 EPS변화, 3개월전 대비)



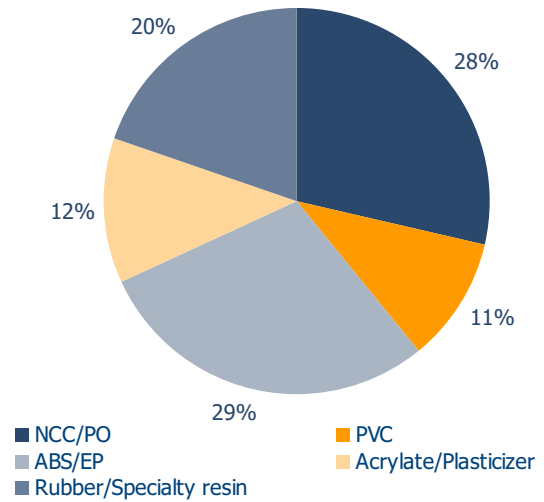
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 매출액 구성 (2012F)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 석유화학부문 매출액 구성 (2012F)

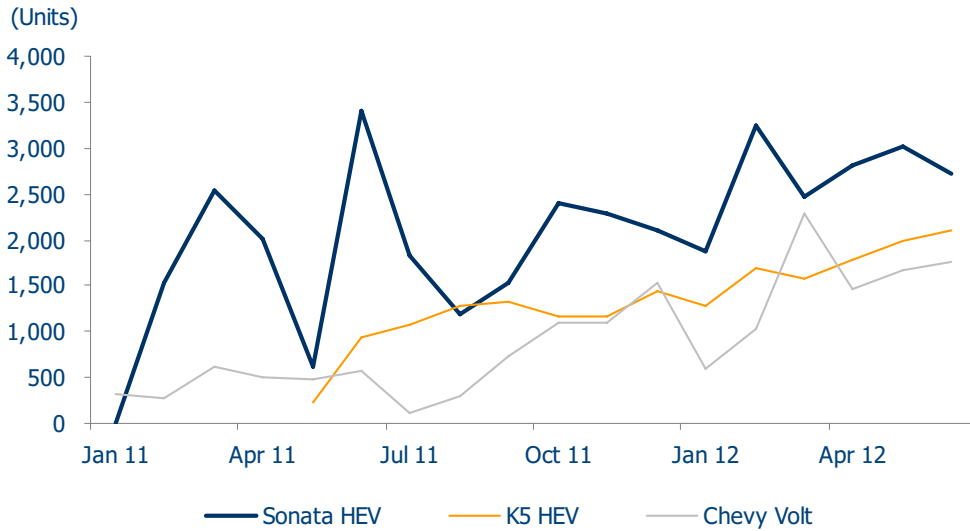


자료: 미래에셋증권 리서치센터

성장통

우리는 LG 화학의 배터리 사업부문의 매출이 2015 년까지 연간 약 11% 성장하여 2011 년 증가율 37%와 비교해 크게 둔화될 것으로 예상된다. 이는 1) 예상보다 부진한 전기자동차 및 하이브리드 자동차 판매, 그리고 2) 배터리 가격 하락과 경쟁 심화를 전망하기 때문이다. 특히 자동차용 배터리 매출은 2012 년 회사의 연초 예상치 8 천억원에 못미친 약 5 천억원을 기록할 것으로 전망된다. 따라서, 배터리부문의 이익 기여도는 당분간 크게 증가하기 어려울 것으로 전망된다.

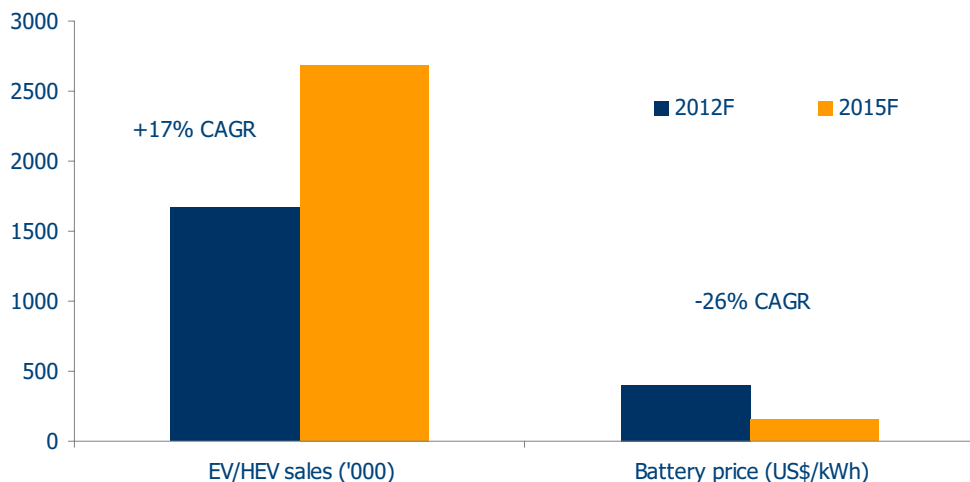
Figure 7 월간 판매량 – Chevy Volt, K5 HEV and 소나타 HEV



자료: 미래에셋증권 리서치센터

우리는 자동차용 배터리 가격의 하락이 전기차 및 하이브리드 자동차의 판매대수 증가보다 빠를 것으로 전망한다. JD 파워는 전기차/하이브리드 자동차의 판매대수가 2015 년까지 17% (CAGR) 증가할 것으로 전망했다. 이 중 대부분의 증가분은 미국과 유럽에서 발생할 것으로 전망했다. 한편, 미국의 자동차용 배터리 생산업체인 Envia 는 배터리 가격이 2015 년까지 US\$125/kWh 로 떨어질 것으로 전망했다. 미국의 전기차 생산업체인 Tesla 는 2015 년 자동차용 배터리 가격을 US\$200/kWh 로 전망했다. 이는 자동차용 배터리 가격이 2015 년까지 현재 가격(US\$400/kWh)에서 26%(CAGR)씩 하락할 것을 의미한다.

Figure 8 EV/HEV sales and Battery price projection

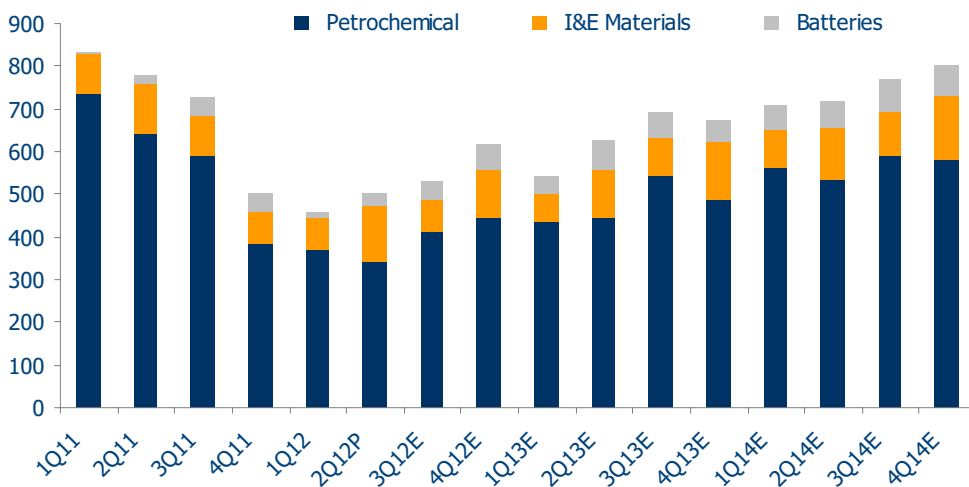


자료: JD Power, Envia, Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

우리는 천연가스가 미래의 자동차용 연료로 각광받을 것으로 전망하고 있다. 미국의 풍부한 천연가스 공급으로 인해(세일가스 개발 등), 저렴한 가격의 천연가스가 가솔린과 디젤을 점진적으로 대체할 것으로 예상된다. 전기차의 배터리와 비교했을 때 CNG(압축천연가스)는 더 가볍고, 에너지 밀도가 높으며, 가격도 저렴하다. 또한 CNG는 재충전시간도 훨씬 빠르다. 우리는 CNG가 장기적으로 전기차의 판매 증가를 제한할 것으로 전망한다.

결국, LG 화학의 성장동력(배터리, 정보전자소재)에 대한 긍정적인 기대에도 불구하고, 우리는 향후 2~3년간 LG 화학의 석유화학부문이 더 중요한 주가 결정 변수가 될 것으로 전망한다. 우리는 LG 화학의 배터리와 정보전자소재 부문이 당분간 성장 엔진이기 보다는 LG 화학의 이익안정성을 높여주는 역할을 할 것으로 전망한다.

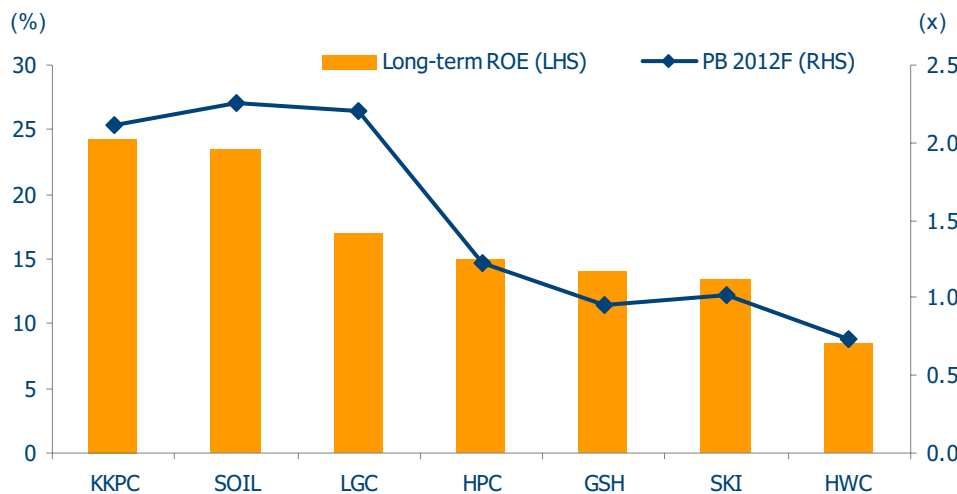
Figure 9 사업부문별 영업이익의 전망



석유화학부문이 당분간 중요한 이익 변수 및 주가 변수로 남을 것

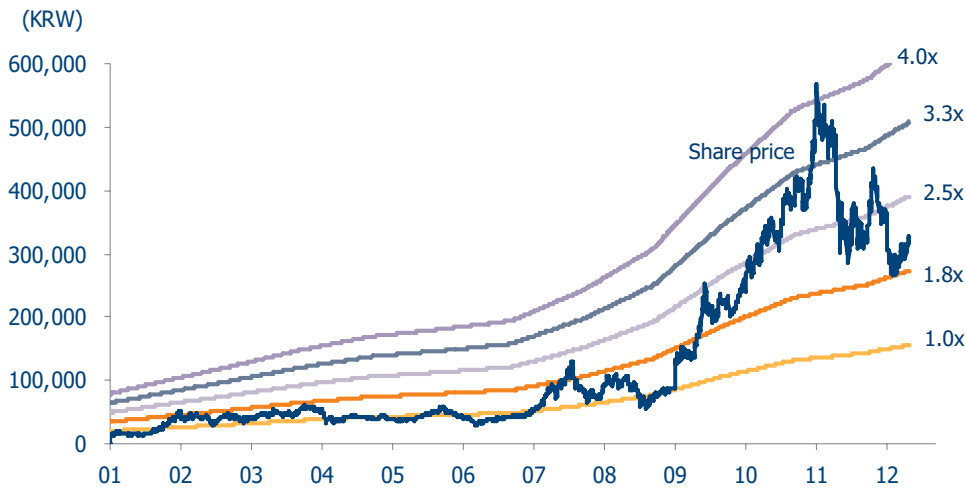
자료: LG 화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 P/B vs ROE 비교



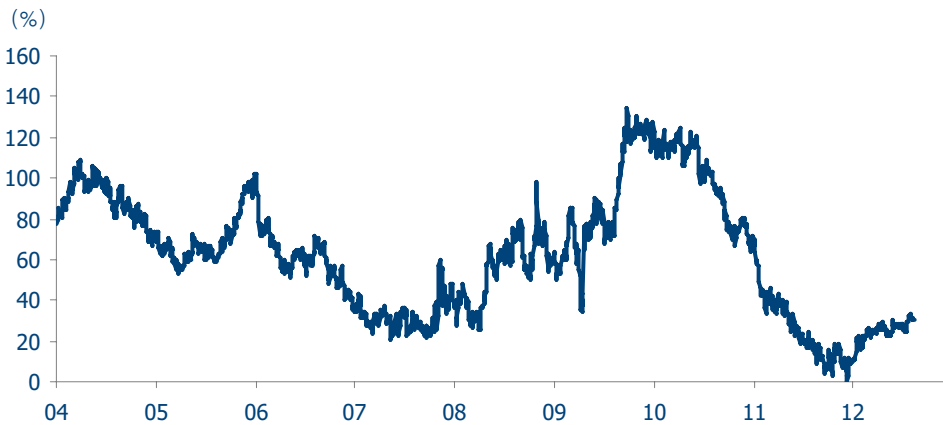
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 P/B



자료: 미래에셋증권 리서치센터

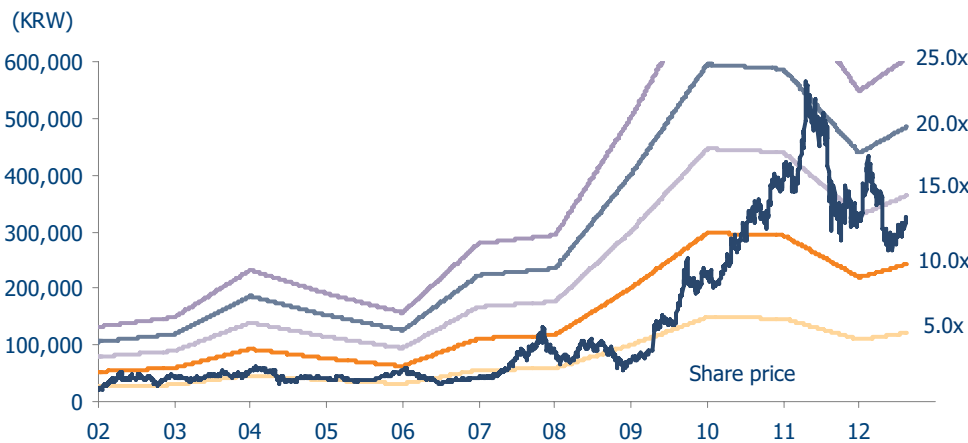
Figure 12 LG 화학 상대 P/B (석유화학섹터 평균 대비)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

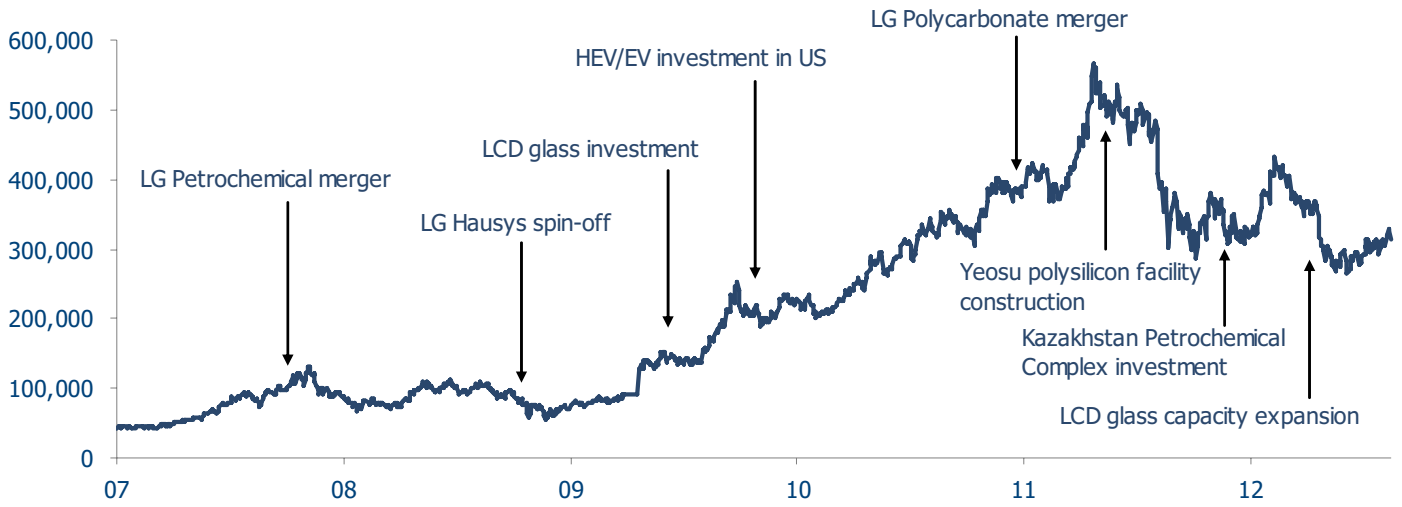
LG 화학의 밸류에이션 프리미엄은 이익 안정성이 부각되는 시기에 높아지는 경향을 보였음

Figure 13 P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 LG 화학 – 주요 이벤트



자료: LG 화학, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	15,760	19,471	22,676	23,708	25,655
Cost of goods sold	(12,493)	(15,473)	(18,595)	(20,286)	(21,683)
Gross profit	3,267	3,999	4,081	3,422	3,972
SG and A	(1,034)	(1,178)	(1,245)	(1,308)	(1,468)
Op profit	2,233	2,821	2,835	2,114	2,504
Op EBITDA	2,842	3,493	3,592	3,080	3,752
Depreciation	(586)	(654)	(741)	(950)	(1,232)
Amortisation	(22)	(18)	(16)	(16)	(16)
Op EBIT	2,233	2,821	2,835	2,114	2,504
Net interest	(40)	(34)	(40)	(47)	(45)
Associates and JCEs	(13)	55	15	-	-
Other income	(125)	(24)	(15)	(4)	37
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	2,055	2,818	2,797	2,062	2,496
Tax	(489)	(619)	(627)	(440)	(599)
Post-tax profit	1,566	2,200	2,170	1,623	1,897
Minorities	(26)	(42)	(32)	(9)	(8)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	1,540	2,158	2,138	1,613	1,889
Norm profit	1,540	2,158	2,138	1,613	1,889
Dividends	(209)	(280)	(319)	(532)	(259)
Retained earnings	1,331	1,878	1,819	1,081	1,630

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	2,842	3,493	3,592	3,080	3,752
Decrease in working capital	326	(801)	(699)	(298)	(357)
Other operating cashflow	(199)	413	(1)	384	(456)
Operating cashflow	2,969	3,105	2,892	3,166	2,939
Tax paid	(489)	(619)	(627)	(440)	(599)
Net interest	(40)	(34)	(40)	(47)	(45)
Dividends received	(13)	55	15	-	-
Cashflow	2,427	2,507	2,240	2,679	2,295
Capital expenditure	(1,059)	(1,612)	(2,191)	(2,126)	(2,153)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	92	64	0	(42)	(33)
Other investing cashflow	(69)	(74)	(90)	(1)	21
Investing cashflow	(1,036)	(1,622)	(2,280)	(2,169)	(2,166)
Dividends paid	(209)	(280)	(319)	(532)	(259)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	(761)	153	398	355	-
Other financing cashflow	130	(596)	(11)	144	183
Financing cash flow	(841)	(723)	68	(33)	(75)
Beginning cash	663	1,214	1,376	1,392	1,868
Total cash generated	550	162	28	476	54
Forex effects	-	-	(12)	-	-
Ending cash	1,214	1,376	1,392	1,868	1,922

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	4,816	6,292	7,256	8,256	8,916
Cash and equivalents	1,214	1,376	1,392	1,868	1,922
Receivables	1,906	2,591	3,229	3,511	3,852
Inventories	1,629	2,182	2,475	2,688	2,947
Other current assets	67	143	160	189	195
Non current assets	5,162	6,382	8,029	9,234	10,176
Net operating fixed assets	4,935	5,872	7,376	8,544	9,465
Interest in associates					
Other non-current assets	227	510	653	690	711
Total assets	9,978	12,673	15,286	17,491	19,091
Current liabilities	3,466	4,277	4,724	5,014	5,261
Payables	1,778	2,124	2,453	2,001	2,168
ST debt	1,342	1,641	1,838	1,902	1,902
Other current liabilities	347	512	432	1,111	1,191
Total non-current liabilities	854	552	854	1,704	1,420
LT debt	676	530	731	1,021	1,021
Other non-current liabilities	178	22	123	683	398
Total liabilities	4,320	4,830	5,578	6,718	6,681
Issued capital	331	331	331	331	331
Share premium reserve	1,187	1,158	1,158	1,158	1,158
Reserves/Adjustments	(407)	(78)	(27)	(34)	(34)
Retained earnings	4,335	6,254	8,053	9,140	10,778
Minorities	174	140	154	154	154
Other equity	38	38	38	23	23
Total equity	5,658	7,844	9,708	10,772	12,410

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	8.3%	23.6%	16.5%	4.6%	8.2%
Gross profit growth	44.9%	22.4%	2.0%	(16.1%)	16.1%
Operating profit growth	69.0%	26.3%	0.5%	(25.4%)	18.4%
EBITDA growth	44.8%	30.3%	1.9%	(14.4%)	23.2%
EPS growth	81.8%	31.9%	(0.9%)	(24.5%)	17.1%
Norm BPS growth	28.8%	35.5%	24.2%	11.6%	15.8%
Gross margin	20.7%	20.5%	18.0%	14.4%	15.5%
Operating margin	14.2%	14.5%	12.5%	8.9%	9.8%
EBITDA margin	17.2%	18.1%	15.8%	13.0%	14.8%
EBIT margin	13.3%	14.7%	12.5%	8.9%	9.9%
Net income margin	9.8%	11.1%	9.4%	6.8%	7.4%
ROE	29.9%	32.9%	24.4%	15.8%	16.3%
ROA	15.6%	19.1%	15.3%	9.8%	10.3%
Net debt/equity	14.2%	10.1%	12.1%	9.8%	8.1%
Interest cover ratio	33.4	46.1	42.2	26.2	30.6
Dividend payout ratio	13.6%	13.0%	14.9%	33.0%	13.7%
Inventory days	47.6	51.5	48.6	48.5	49.6
Account receivable days	44.1	48.6	52.0	54.2	54.8
Account payable days	51.9	50.1	48.2	36.1	36.5
Reported EPS (KRW)	22,253	29,350	29,074	21,940	25,688
EPS (KRW)	22,253	29,350	29,074	21,940	25,688
Reported BPS (KRW)	73,697	103,726	128,760	143,372	165,541
Norm BPS (KRW)	75,116	101,805	126,472	141,182	163,514
DPS (KRW)	3,500	4,000	4,000	3,200	3,500
Cashflow per share (KRW)	35,065	34,095	30,466	36,431	31,210
Reported P/E (x)	14.5	11.0	11.1	14.7	12.6
P/E (x)	14.5	11.0	11.1	14.7	12.6
P/B (x)	4.39	3.12	2.51	2.26	1.95
P/CF (x)	9.2	9.5	10.6	8.9	10.4
EV/EBITDA (x)	8.83	7.11	7.06	8.20	6.63
EV/Operating Cashflow (x)	8.04	8.07	8.78	7.97	8.55
EV/Sales (x)	1.52	1.29	1.12	1.06	0.98
Dividend yield	1.08%	1.24%	1.24%	0.99%	1.08%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

권영배, Analyst, 3774-6012, yb.kwon@miraeeasset.com

What's New

불확실성에 짓눌린 밸류에이션

한화케미칼에 대해 투자의견 중립(HOLD)과 목표주가 21,000원을 제시하며, 커버리지 개시함. 한화케미칼의 석유화학부문 가치사슬(PE체인, PVC체인)상에서 미드-다운스트림 익스포저가 높아 장기적인 마진 하락 가능성이 상대적으로 높음. PE체인과 PVC체인은 미국 셰일가스 개발 붐의 부정적인 영향이 예상되는 체인임. 산업용 전력 가격 상승도 PVC체인의 영업이익률을 짓누르는 요인. 또한, 석유화학부문의 수익성이 약화된 상태에서, 폴리실리콘 생산설비 건설도 한화케미칼의 이익 가시성을 떨어뜨림. 목표주가 21,000원은 12개월 Forward BPS대비 0.7배임.

» PE/PVC 체인 익스포저 높아 영업이익률 장기적으로 하락할 것

» 태양광 관련 투자 불확실성 증가

» 투자의견 중립, 목표주가 21,000 원

높은 PE/PVC 체인 익스포저는...

한화케미칼의 석유화학부문 미드-다운스트림 익스포저는 51%로 추정됨. 특히 PVC 및 PE체인의 다운스트림 익스포저가 높음. PVC체인의 미드스트림(VCM, EDC) 익스포저는 50%로 추정. PVC체인의 미드스트림은 제조과정에서 다량의 전기를 소비하기 때문에 산업용 전력요금 인상에 취약함.

...장기적으로 영업이익률을 끌어 내릴 것

우리는 장기적으로 PE/PVC체인에서 전반적인 마진 하락을 전망함. 이는 1) 미국의 셰일가스 개발과, 2) 전기요금 상승 때문임. PE와 PVC는 한화케미칼 영업이익(2011)의 38%, 27%를 차지함. 또한 우리는 전기요금의 인상으로 인해 PVC체인과 가성소다 부문(영업이익의 41%)의 원가 부담도 증가할 것으로 예상함. 평균 VCM(PVC의 중간 원료)가격은 2012년 US\$850/톤으로 2007년 평균 US\$736/톤에 비해 15% 높음. 하지만 같은 기간 한국의 산업용 전기요금은 26% 인상됨. 이는 VCM가격이 전기요금 인상을 충분히 전가하고 있지 못했음을 의미.

태양광 사업부문 불확실성 증가

모듈 및 셀 가격 하락으로 인해 한화솔라원(자회사)의 이익 기여는 2013년까지 미미할 것으로 전망됨. 또한, 동사가 진행중인 폴리실리콘 생산설비 (1만톤/년, 2014년 생산) 투자도 낮은 폴리실리콘 가격을 감안하면 이익 불확실성이 높음. 2Q12 폴리실리콘 가격은 평균 \$23/kg으로 한화케미칼이 설비투자 결정을 한 2011년 4월의 가격(\$78/kg)보다 71% 낮음. 한편 안정적인 원유가격은 태양광을 포함한 신재생에너지의 수익성 및 성장성을 제한할 것.

목표주가 21,000 원, 투자의견 '중립'

한화케미칼에 대한 투자의견 '중립'과 목표주가 21,000원을 제시. 현 주가 대비 상승 여력은 -4.3%임. 우리는 동사의 1) 석유화학부문의 장기적인 마진 하락 가능성, 2) 태양광 부문의 불확실성 증가가 주가 상승을 제한할 것으로 전망. 하지만, 장부가대비 절대적으로 낮은 주가수준(P/B 0.7배)을 고려하면 추가 하락 가능성도 제한적. 목표주가 21,000원은 12개월 Forward BPS(12-13년 평균) 대비 0.7배를 적용 (지속가능 ROE 8.5%, 자기자본비용 11.0%, 영구성장률 3.0%).

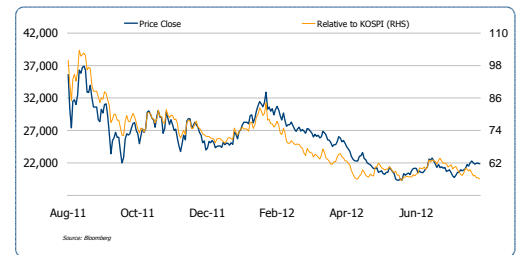
HOLD
21 August 2012

Target price	KRW21,000
Current price (17 August)	KRW21,950
Upside/downside	-4.3%
Consensus target price	KRW21,635
Difference from consensus	-2.9%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	3,628	7,943	6,744	7,549
Op EBIT (KRWb)	485.7	325.9	209.6	344.4
Net income (KRWb)	399.2	253.5	163.0	292.1
Norm profit (KRWb)	399.2	253.5	163.0	292.1
EPS (KRW)	2,823	1,793	1,153	2,066
EPS growth	15.3%	-36.5%	-35.7%	79.2%
P/E (x)	7.7	12.2	19.0	10.6
EV/EBITDA (x)	8.1	9.4	10.4	8.7
Dividend yield	2.1%	2.1%	1.1%	1.8%
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	12.0%	6.2%	3.9%	6.7%
Net debt/equity	71.2%	72.9%	80.5%	90.8%
Cons EPS (KRW)	2,823	1,004	2,032	2,066
Prev EPS (adj) (KRW)	3,677	4,531	4,660	5,156

Performance



Trading data

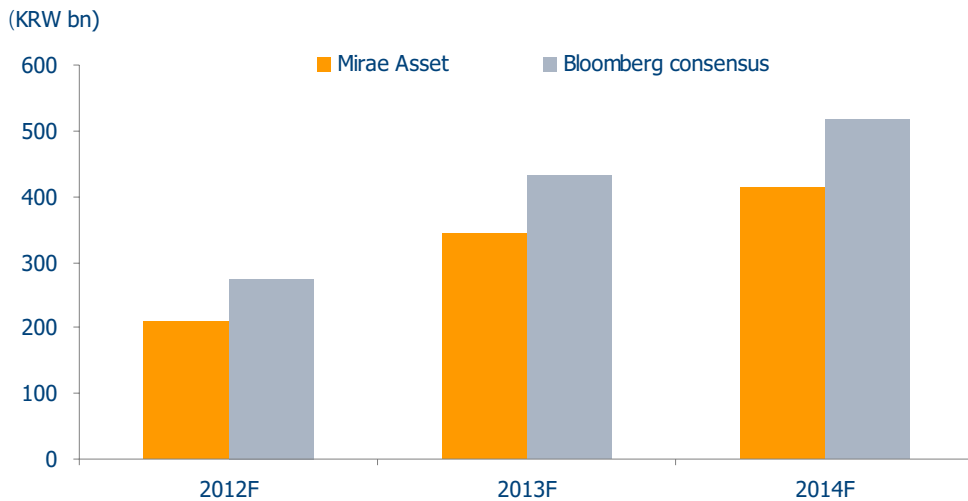
Market cap (KRWb/US\$m)	3,065/2,707		
Shares outstanding	140.3m		
Free float	70.0%		
52-week price high/low	KRW19,350 -36,900		
Daily average turnover (3M)	US\$16.3m		
Performance	1M 3M 12M		
Absolute	3.1%	3.3%	-42%
Relative to KOSPI	-	-3.1%	-46.2%
Absolute (US\$)	4.4%	6.3%	-45.1%
Major shareholders			
SK corp			33.8%
NPS			7.6%

Figure 1 주요 이익 전망

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales	3,628	7,943	6,744	7,549	7,985
PE	1,600	1,665	1,528	1,638	1,738
PVC	1,978	2,515	2,418	2,544	2,684
SolarOne		1,097	826	991	1,090
Others	50	2,666	1,972	2,376	2,473
Operating profit	486	326	210	344	414
PE	229	204	77	115	104
PVC	330	313	215	238	256
SolarOne		-178	-101	-40	11
Others	-74	-191	-82	-8	54
Net profit	399	254	163	292	342

자료: 한화케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 영업이익 추정치 비교 - 미래에셋 vs Bloomberg 컨센서스



우리의 영업이익 추정치 (2013-14F)는 Bloomberg 컨센서스보다 20% 낮음

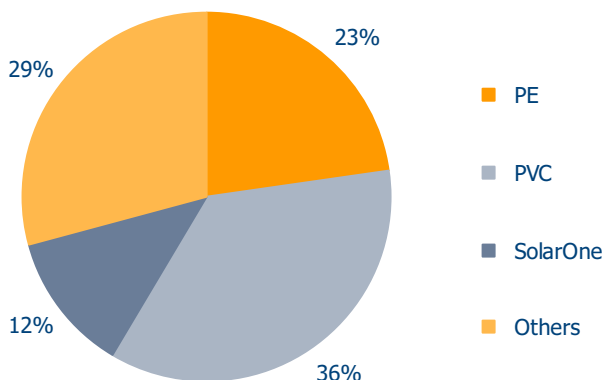
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 이익 민감도 분석 - 업스트림 마진, 다운스트림 마진, 환율(KRW/USD) 대비

		Operating profit (2012F)	(% chg)	Net profit (2012F)	(% chg)	Long-term ROE
Upstream margin	+10%	220	5%	171	5%	+0.4%p
	Base	210		163		
	-10%	200	-5%	155	-5%	-0.4%p
Downstream margin	+10%	221	5%	171	5%	+0.4%p
	Base	210		163		
	-10%	199	-5%	155	-5%	-0.4%p
KRW/USD	KRW 10% appreciation			224	38%	
	Base assumption (1150KRW/USD)			163		No impact
	KRW 10% depreciation			101	-38%	

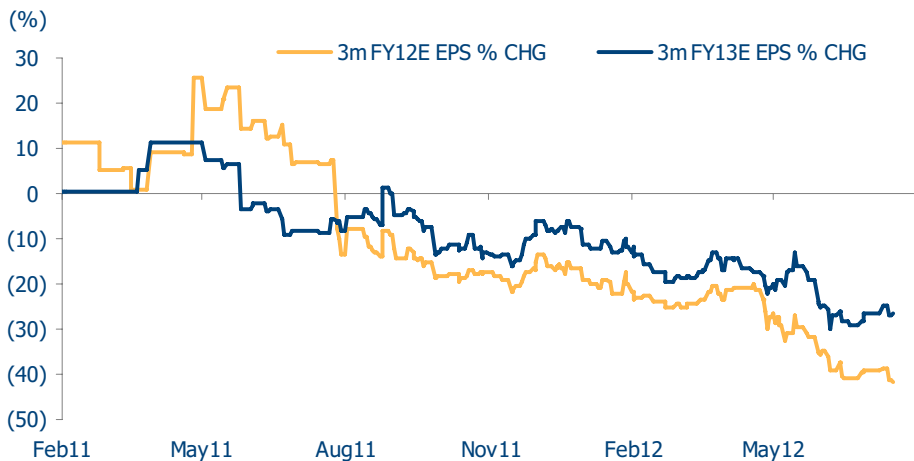
자료: 한화케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 매출액 구성 (2012F)



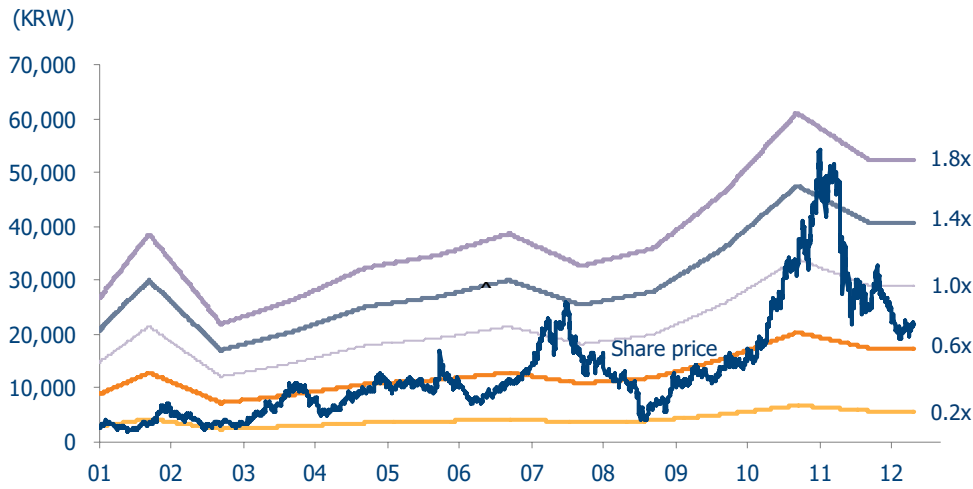
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 Earnings momentum (3m consensus EPS change)



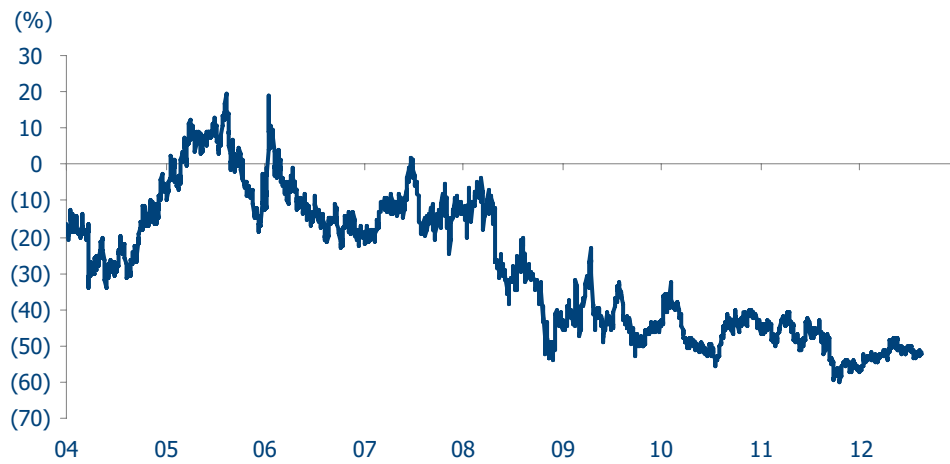
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 P/B



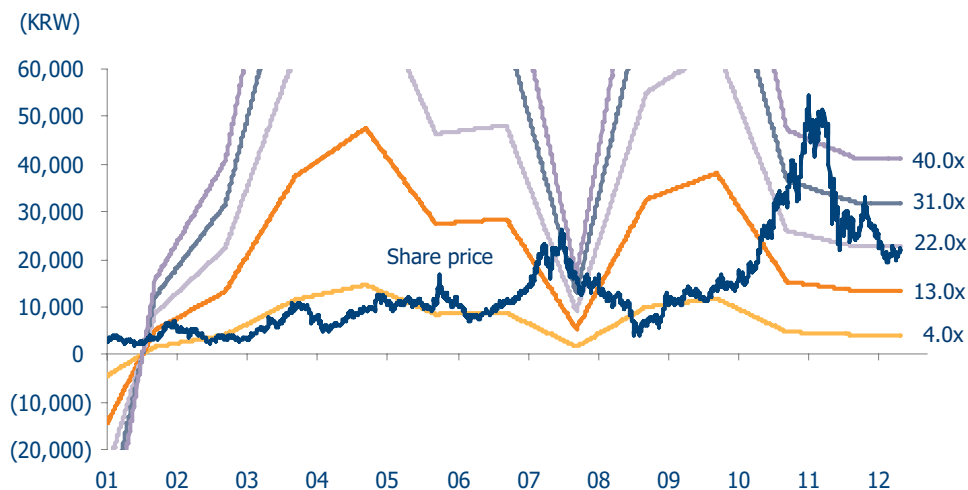
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 상대 P/B 추이 - 한화케미칼 vs 석유화학 업종 평균



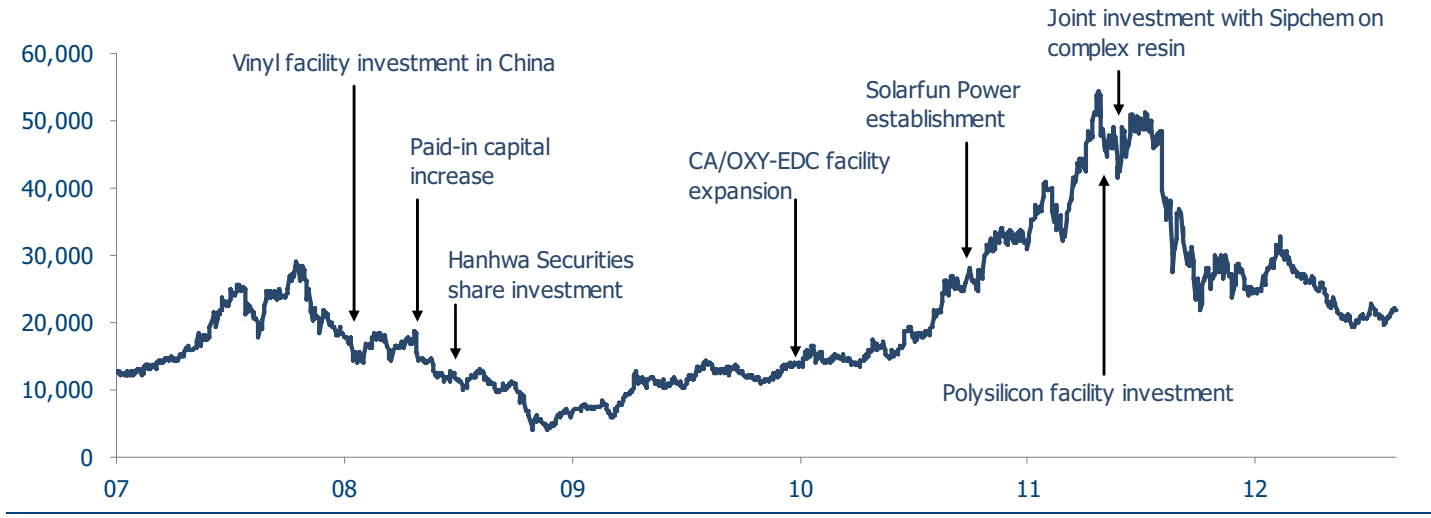
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 한화케미칼 – 주요 이벤트



Summary financial statements

Profit & Loss

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	5,343	3,628	7,943	6,744	7,549
Cost of goods sold	(4,038)	(2,858)	(6,563)	(5,368)	(5,980)
Gross profit	1,305	771	1,380	1,376	1,570
SG and A	(723)	(285)	(1,054)	(1,167)	(1,225)
Op profit	583	486	326	210	344
Op EBITDA	779	713	621	544	701
Depreciation	(188)	(222)	(282)	(328)	(353)
Amortisation	(8)	(5)	(12)	(6)	(4)
Op EBIT	583	486	326	210	344
Net interest	(149)	(127)	(174)	(195)	(193)
Associates and JCEs	91	173	95	168	168
Other income	(55)	(22)	34	7	71
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	469	510	281	189	390
Tax	(115)	(110)	(114)	(58)	(94)
Post-tax profit	354	399	167	132	296
Minorities	(11)	-	87	31	(4)
Preferred dividends					
Net income	343	399	253	163	292
Norm profit	343	399	253	163	292
Dividends	(50)	(69)	(84)	(99)	(57)
Retained earnings	293	330	169	64	236

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRwb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	779	713	621	544	701
Decrease in working capital	360	(704)	381	(240)	(11)
Other operating cashflow	(69)	734	(9)	(50)	(228)
Operating cashflow	1,070	744	992	253	462
Tax paid	(115)	(110)	(114)	(58)	(94)
Net interest	(149)	(127)	(174)	(195)	(193)
Dividends received	91	173	95	168	168
Cashflow	897	679	799	168	344
Capital expenditure	(374)	(1,834)	(826)	(759)	(920)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(98)	(732)	311	(117)	(190)
Other investing cashflow	(203)	1,335	(149)	403	504
Investing cashflow	(675)	(1,231)	(664)	(473)	(606)
Dividends paid	(50)	(69)	(84)	(99)	(57)
Increase in equity	0	-	-	-	-
Increase in debt	(280)	997	667	583	1,018
Other financing cashflow	(333)	(158)	(163)	(10)	(405)
Financing cash flow	(663)	770	420	474	557
Beginning cash	513	262	562	1,079	1,249
Total cash generated	(441)	218	556	170	294
Forex effects			(38)	-	-
Ending cash	72	480	1,079	1,249	1,543

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	1,852	3,434	3,672	4,004	4,457
Cash and equivalents	262	562	1,079	1,249	1,543
Receivables	887	1,274	1,245	1,287	1,362
Inventories	639	1,315	1,126	1,249	1,543
Other current assets	64	283	222	219	10
Non current assets	5,332	7,543	8,182	8,764	9,931
Net operating fixed assets	3,491	4,558	5,410	5,736	6,303
Interest in associates					
Other non-current assets	1,841	2,985	2,772	3,028	3,628
Total assets	7,184	10,977	11,854	12,768	14,388
Current liabilities	2,952	3,355	4,109	4,276	4,820
Payables	1,007	1,197	1,437	1,313	1,457
ST debt	1,793	1,617	2,270	2,514	2,910
Other current liabilities	153	541	402	448	452
Total non-current liabilities	1,412	2,920	2,947	3,635	4,464
LT debt	1,119	2,291	2,306	2,644	3,266
Other non-current liabilities	293	629	641	991	1,198
Total liabilities	4,364	6,275	7,056	7,911	9,284
Issued capital	701	701	701	701	701
Share premium reserve	516	483	489	489	489
Reserves/Adjustments	139	158	183	172	172
Retained earnings	1,306	2,646	2,794	2,858	3,098
Minorities	151	709	624	632	638
Other equity	6	6	6	6	6
Total equity	2,820	4,702	4,798	4,858	5,104

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	0.1%	(32.1%)	118.9%	(15.1%)	11.9%
Gross profit growth	16.9%	(41.0%)	79.1%	(0.3%)	14.0%
Operating profit growth	41.9%	(16.6%)	(32.9%)	(35.7%)	64.3%
EBITDA growth	92.5%	6.0%	(13.3%)	(4.1%)	30.7%
EPS growth	664.4%	15.3%	(36.5%)	(35.7%)	79.2%
Norm BPS growth	12.5%	40.3%	4.2%	0.7%	5.2%
Gross margin	24.4%	21.2%	17.4%	20.4%	20.8%
Operating margin	10.9%	13.4%	4.1%	3.1%	4.6%
EBITDA margin	15.3%	23.8%	9.4%	10.7%	12.4%
EBIT margin	11.6%	17.5%	5.7%	5.7%	7.7%
Net income margin	6.4%	11.0%	3.2%	2.4%	3.9%
ROE	13.7%	12.0%	6.2%	3.9%	6.7%
ROA	4.81%	4.40%	2.22%	1.32%	2.15%
Net debt/equity	93.9%	71.2%	72.9%	80.5%	90.8%
Interest cover ratio	3.50	3.47	1.70	0.98	1.60
Dividend payout ratio	14.6%	17.3%	33.2%	60.8%	19.4%
Inventory days	57.7	168.0	62.6	85.1	94.2
Account receivable days	60.6	128.2	57.2	69.9	65.9
Account payable days	91.0	152.8	79.9	89.5	89.0
Reported EPS (KRW)	2,448	2,823	1,793	1,153	2,066
EPS (KRW)	2,448	2,823	1,793	1,153	2,066
Reported BPS (KRW)	18,832	28,199	29,473	29,846	31,543
Norm BPS (KRW)	18,402	25,824	26,910	27,101	28,508
DPS (KRW)	450.0	450.0	450.0	250.0	400.0
Cashflow per share (KRW)	6,393	4,802	5,652	1,190	2,430
Reported P/E (x)	8.9	7.7	12.2	19.0	10.6
P/E (x)	8.9	7.7	12.2	19.0	10.6
P/B (x)	1.16	0.77	0.74	0.73	0.69
P/CF (x)	3.4	4.6	3.9	18.4	9.0
EV/EBITDA (x)	7.2	8.1	9.4	10.4	8.7
EV/Operating Cashflow (x)	5.5	9.4	7.1	29.5	17.7
EV/Sales (x)	1.10	1.93	0.89	1.11	1.08
Dividend yield	2.06%	2.06%	2.06%	1.14%	1.83%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Recommendation

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY: 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold: 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce: 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight: 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral: 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight: 현 업종지수 대비 -10% 초과

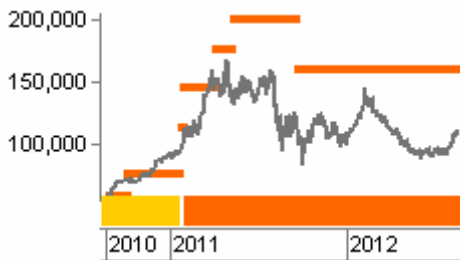
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 권영배

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수		취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가					
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm

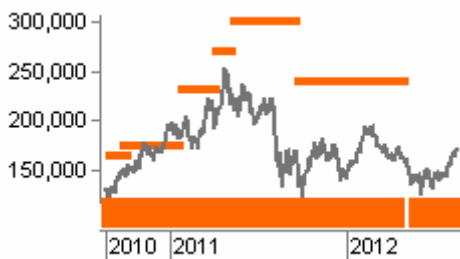


S-Oil (010950)

날짜	투자의견	목표가격(12개월)
2012/08/21	BUY(커버리지 개시)	150,000원

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



SK이노베이션 (096770)

날짜	투자의견	목표가격(12개월)
2012/08/21	BUY(커버리지 개시)	220,000원

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



호남석유화학 (011170)

날짜	투자의견	목표가격(12개월)
2012/08/21	BUY(커버리지 개시)	320,000원

