

Industry update

Korea / Petrochemical

6 December 2012

OVERWEIGHT

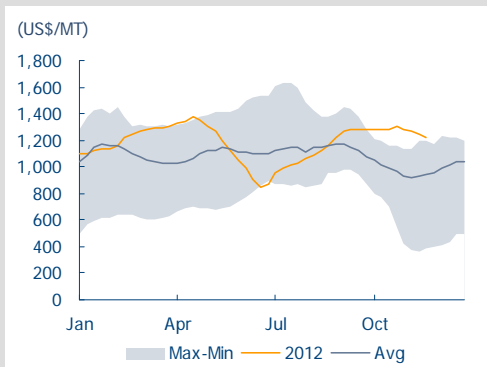


Stocks under coverage

| Company | Rating | Price | Target price |
|-------------------|--------|---------|--------------|
| 호남석유 (011170 KS) | BUY | 215,500 | 280,000 |
| LG 화학 (051910 KS) | BUY | 314,000 | 380,000 |
| 금호석유 (011780 KS) | BUY | 116,000 | 140,000 |
| 한화케미칼 (009830 KS) | HOLD | 16,600 | 18,000 |

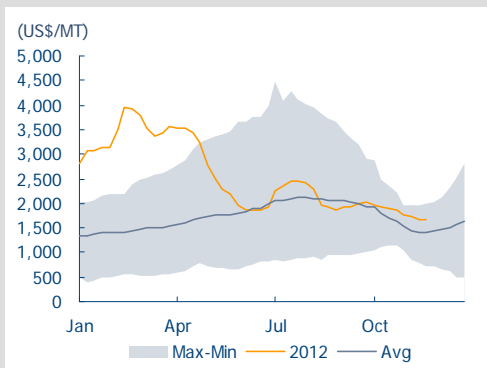
(주: 12월 5일 증가 기준)

에틸렌 가격의 계절성 (2006-2012)



자료: Delistream, 미래에셋증권 리서치센터

부타디엔 가격의 계절성 (2006-2012)



자료: Delistream, 미래에셋증권 리서치센터

권영배, CFA, Analyst

3774 6012 yb.kwon@miraeasset.com

홍우태

3774 1478 wthong@miraeasset.com

석유화학

걱정 반, 기대 반

석유화학 섹터는 우리의 투자이견 상향조정 이후 8.2% 상승 (2012년 11월 22일 발간된 '변곡점' 참고), KOSPI 대비 5.7%p 초과 상승. 하지만 최근 주요 석유화학제품 가격이 악세를 지속해 컨센서스 이익추정치에 대한 우려도 증가하고 있음. 그러나 이러한 우려에도 불구하고 우리는 석유화학 주식이 향후 1~2분기 동안 KOSPI 대비 초과 상승할 것으로 예상함. 이유는 1) 중국의 경기 모멘텀 강화로 인해 제품가격이 상승할 가능성이 높고, 2) 주가가 초기회복국면에 있음을 감안하면, 현재의 밸류에이션은 부담스럽지 않기 때문임. 우리는 중국의 경기모멘텀이 강화되고 계절적 효과가 극대화되는 1Q13부터 본격적인 석유화학제품 가격이 상승할 것으로 전망하며, 그에 앞서 석유화학 섹터의 비중확대를 추천. 최선호주는 업황 회복시 이익 모멘텀이 가장 강할 것으로 예상되는 호남석유화학과 금호석유화학임.

컨센서스 이익 추정치에 대한 우려는 과도함

최근 석유화학 주가 상승에도 불구하고, 주요 석유화학제품 가격은 악세를 보이고 있음 (부타디엔 가격은 US\$1,470/ton으로 4분기 들어 27% 하락). 투자자들의 기대감으로 인해 주가는 상승하고 있으나, 예상보다 약한 석유화학제품 가격 때문에 컨센서스 이익 추정치에 대한 우려도 증가. 하지만, 우리는 이와 같은 우려는 지나치다고 생각하는데, 이유는 1) 4분기 중 중국 GDP 성장률이 상승 반전할 가능성이 높고 (4Q12 +7.7% 예상), 2) 현재의 석유화학제품 가격 약세가 지속되기는 어려우며, 3) 2013F 이익추정치의 의미있는 하향 조정이 조만간 나타나기는 어렵기 때문.

주요 석유화학제품 가격 상승은 1Q13부터

우리는 1Q13부터 석유화학제품 가격이 본격적으로 상승할 것으로 전망. 왜냐하면 1) 연말까지 중국의 재고 감소가 이어질 가능성이 높고, 2) 연말 이후 춘절에 대비한 비축수요가 증가할 것이며, 3) 3월 중국의 전인대를 앞두고 경기부양책에 대한 기대감이 증가할 것이기 때문. 과거에도 이와 같은 요인으로 주요 석유화학제품은 강한 계절성을 보였음 (그림 1-4 참고). 2000년 이후 1분기말 주요 기초유분 (에틸렌, 프로필렌, 부타디엔 등) 가격이 연초보다 높은 확률은 82%였음 (평균 가격상승률 20.5%). 또한 4분기부터 본격화 될 중국의 GDP 성장률 상승 반전도 계절적 효과와 더불어 석유화학제품 가격 상승에 강한 촉매가 될 것으로 기대됨.

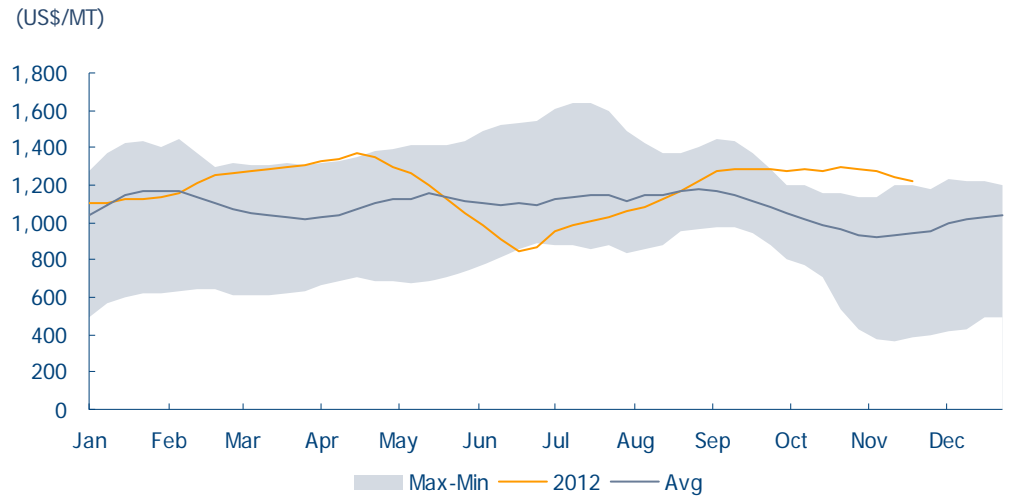
최근 석유화학주가 상승 부담스럽지 않음

우리의 석유화학섹터에 대한 투자이견 상향 후 석유화학 주가는 평균 8.2% 상승 (금호석유화학 +15%, 호남석유화학 +12%). 현재 석유화학섹터는 12개월 Fwd EPS 대비 약 9.6배에 거래 중 (Bloomberg 컨센서스 대비). 하지만 우리의 옵션기반 밸류에이션 모델에 따르면 현재의 높은 P/E는 향후 업황 회복 가능성을 감안하면 부담스럽지 않음. 우리의 분석에 따르면 석유화학업은 주가의 초기 회복국면에서 저점 P/E 대비 약 87%의 프리미엄이 부여된 10.1배에 거래되는 것이 적절함.

석유화학 비중확대 유지, Top picks: 호남석유화학, 금호석유화학

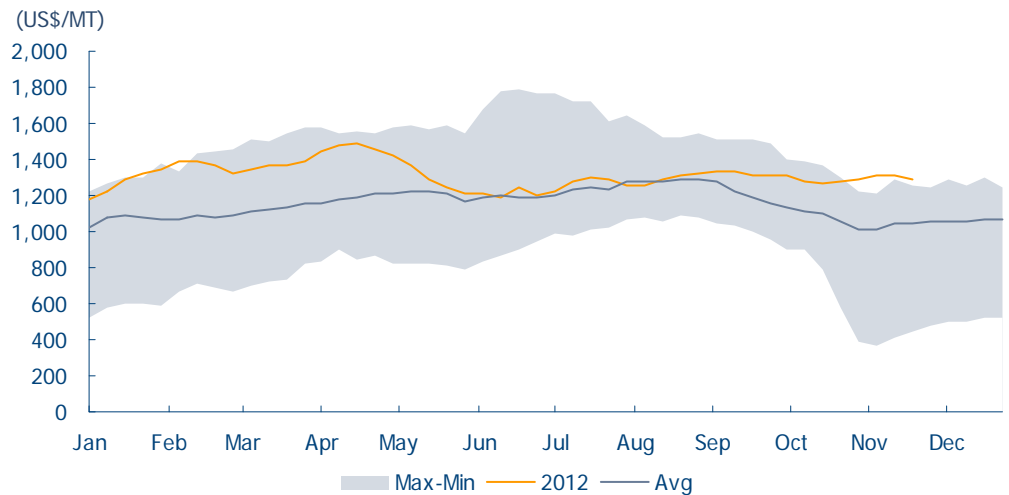
석유화학업에 대한 투자이견 비중확대 유지. 단기적인 주가 상승으로 인해 기술적 조정을 매수 기회로 활용할 것을 추천. 석유화학 업종은 현재 2013F P/B 1.3배에 거래되고 있어, 지속가능 ROE 15.5%를 감안하면 저평가되어 있음. 최선호주는 업황 회복 시 이익의 민감도가 가장 큰 호남석유화학(011170 KS, BUY, TP: KRW280,000)과 금호석유화학(011780 KS, BUY, TP: KRW 140,000)임.

Figure 1 에틸렌 Price range (2006-2012)



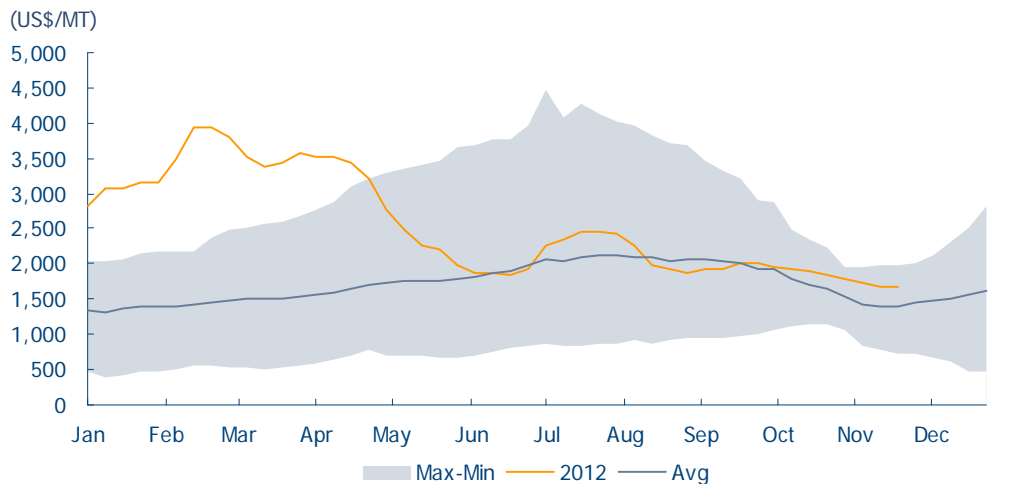
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 프로필렌 Price range (2006-2012)



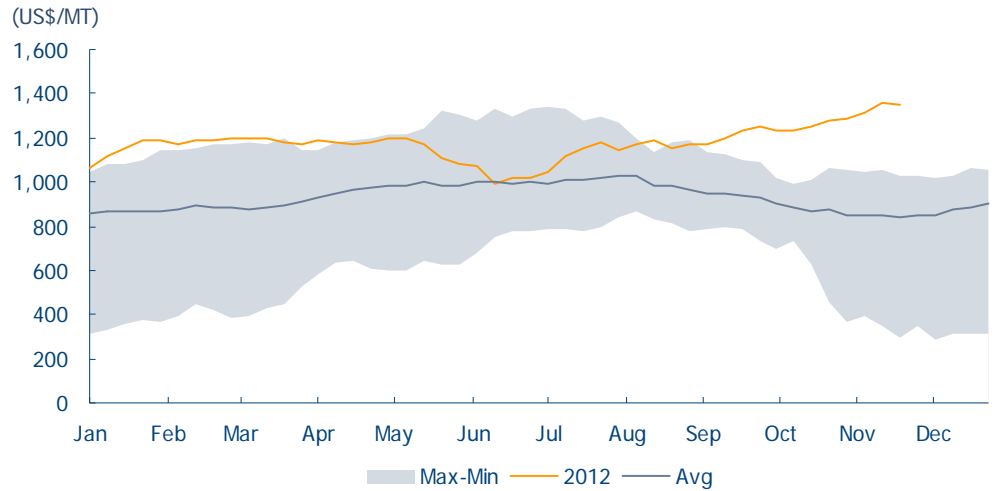
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 부타디엔 Price range (2006-2012)



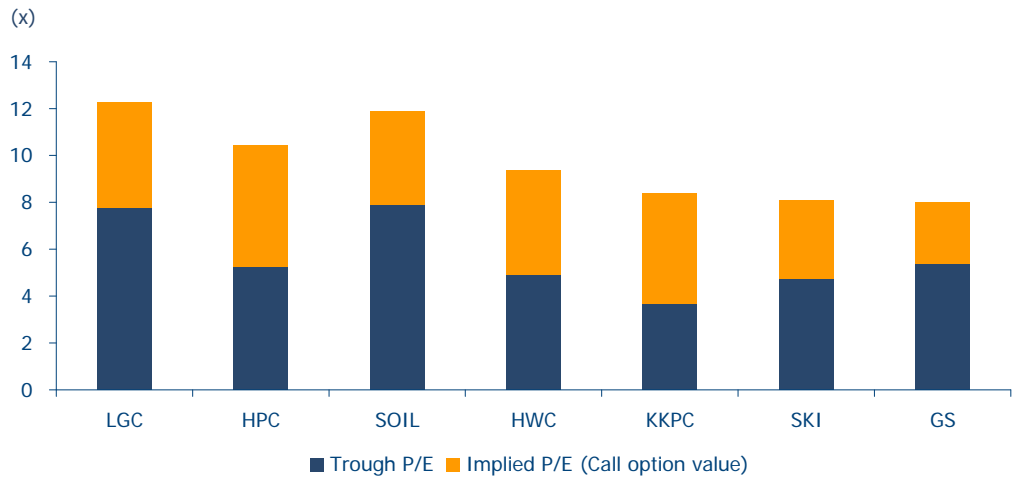
자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 벤젠 Price range (2006-2012)



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 주가 초기회복 국면에서의 적정 P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

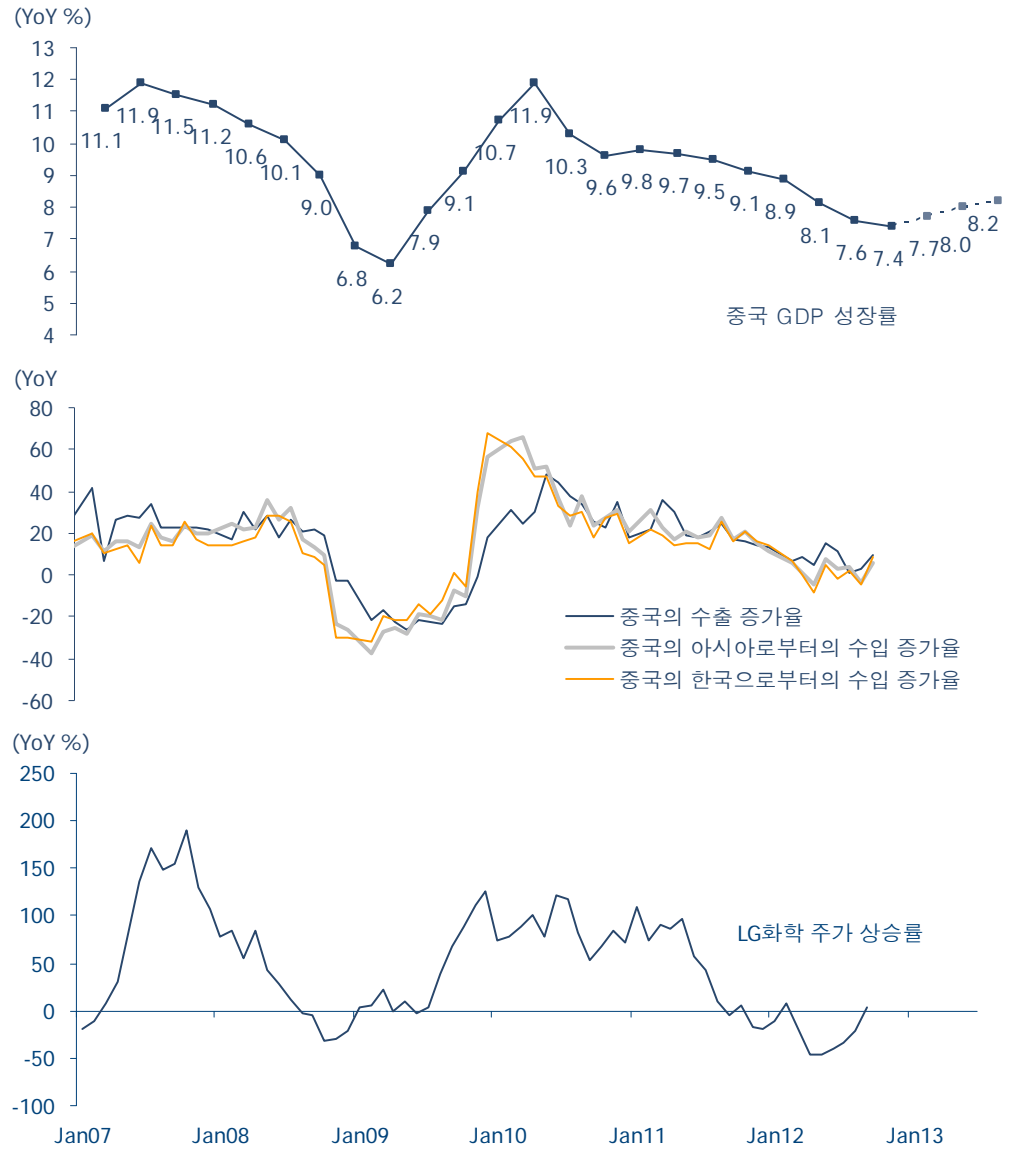
Figure 6 주가 초기회복 국면에서의 적정 P/E 추정

| | Trough Earnings (A) | Trough P/E (B) | Earnings value (C=AxB) | Call option value | | | Fair P/E at early recovery (B+E) | (% premium vs. Trough P/E) | |
|----------------------|---------------------|----------------|------------------------|-------------------|--------------------|-----------------------|----------------------------------|----------------------------|-----|
| | | | | Peak earnings | Mid-cycle earnings | Call option value (D) | | | |
| Refining | | | | | | | | | |
| SKI | 100 | 4.7 | 471.4 | 127 | 65 | 337 | 3.4 | 8.1 | 71 |
| SOIL | 100 | 7.9 | 791.2 | 142 | 79 | 398 | 4.0 | 11.9 | 50 |
| GS | 100 | 5.4 | 536.2 | 118 | 59 | 262 | 2.6 | 8.0 | 49 |
| Average | | 6.0 | | | | | 3.3 | 9.3 | 55 |
| Petrochemical | | | | | | | | | |
| LGC | 100 | 7.8 | 777.8 | 136 | 73 | 451 | 4.5 | 12.3 | 58 |
| HPC | 100 | 5.3 | 525.1 | 219 | 94 | 517 | 5.2 | 10.4 | 99 |
| KKPC | 100 | 3.7 | 369.2 | 224 | 91 | 470 | 4.7 | 8.4 | 127 |
| HWC | 100 | 4.9 | 493.3 | 176 | 78 | 444 | 4.4 | 9.4 | 90 |
| Average | | 5.4 | | | | | 4.7 | 10.1 | 87 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주석: 콜옵션 가치 계산을 위한 잠재적인 이익 증가분 (Peak earning 과 Mid-cycle earning)에 대해서 각각 확률을 10%, 40% 적용하여 기대값 산출. 전체 콜옵션 가치는 매년의 기대값을 자기자본비용으로 할인함.

Figure 7 중국 GDP 성장률, 수입증가율, LG 화학 주가 (% YoY)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 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 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작성자 권영배, 홍우태

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

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.