

Morning Meeting Brief

Macro

예상보다 빠른 미국 고용 개선, 그러나 의심도 크다

- 미국 5월 비농업부문 일자리 251만건 증가하며 반등
- 충격이 컸던 업종들부터 빠른 고용 개선, 그러나 지속성에 대한 의구심도 크다
- 당장 경기 부양적인 정책 기조는 유지될 것, 단기적으로 채권 조정 예상

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Strategy

순환매의 다음 업종 길목지키기

- KOSPI는 유동성, 순환매의 힘으로 상승세 이어가고 있으며 단기적으로 순환매 흐름에 집중할 필요
- 5월 중순 소외주의 반등 시작, 추세반전은 확인했지만 밸류에이션 부담 국면에서 주도주와 소외주 기맞추기 순환매 전개
- 순환매 국면에서 단기 반등 기대할 수 있는 업종으로 현재 회복률이 가장 낮은 중국 소비관련주 주목

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Fixed Income

한은의 국채 매입 금리 임계치는 1.50%

- 3차 추경안 발표에 따라 당분간 채권 금리의 향방이나 수준은 수급 이슈가 핵심, 한은의 국채 매입이 금리 방향성의 핵심 쟁점
- 한은의 채권 매입 시도 금리 레벨은 국고 10년물 기준 1.50%로 추정, 3월 금통위 기준금리 인하 시점 직전인 1.50% 초반이 임계치
- 통화당국은 기준금리 인하 실효성과 금리 상승 구축효과 발생을 통화완화 정책 효과 반감으로 보아 이를 원하지 않을 것이기 때문

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Asset Allocation

파월에게 집중되는 시선

- 글로벌 금융시장이 빠르게 안정을 찾을 수 있었던 것은 글로벌 중앙은행들이 신속하게 통화완화 정책을 실시했기 때문
- BMO캐피탈 조사: 주식시장 반등요인으로 연준을 선택한 비율 73%, 연준의 6개월 이내 수익률 곡선 제어 정책 실시를 예상한 비율 54%
- NFB채용계획 지수 반등 이어지고, 미국 구인건수 데이터의 회복 가시화된다면, 코로나19 이후 경기 회복 기대감은 더욱 확대될 것

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

Commodity

중국이 이끄는 원자재 시장

- 경기민감 원자재 가격 상승 배경은 중국 중심의 원자재 수요 회복 기대감과 위험자산 선호 심리 유입
- 원자재 내 위험자산 비중 확대 아직 이르다는 판단
- 중국의 안정적인 경기 회복과 중국 외 주요 지역에서의 경기부양정책 유입이 가시화되어야

김소현, sohyun.kim@daishin.com

[2Q20 Preview] 금호석유: 주가 Re-rating 의 조건

- 투자의견 매수, 목표주가 95,000원 유지. 우려보다 실적 견조하기 때문에 높아진 이익 체력에 대한 Valuation의 회복이 필요. 목표주가는 과거 3년 및 2019년의 평균 PER인 7배에 해당하는 수준
- 높아진 이익 체력 하에서 순차입금 감소 등 재무구조가 개선되는 구조로 배당 확대의 여력도 충분하다고 판단 → 배당정책 변화 발생 시 주가의 재평가를 기대
- 2Q20 영업이익 1,003억원(-25% QoQ)으로 시장 기대치(911억원) 상회 전망. 3분기 영업이익은 1,236억원(+23% QoQ)으로 개선 전망: 수익성 회복 + 정기보수 종료

한상원 sangwon.han@daishin.com

[2Q20 Preview] 롯데케미칼: M&A 에 대한 생각, 시작이 반이다

- 투자의견 매수, 목표주가 250,000원 유지. 향후 주가 반전(Re-rating)의 계기는 화학 시장의 변동보다는 신사업 진출을 통한 사업 구조 변화가 될 가능성 높다고 판단. 적극적인 M&A 검토를 긍정적으로 평가하는 이유
- 신사업 M&A 추진: 사업 구조 다변화를 위한 긍정적인 노력. 2019년 Hitachi Chemical 인수전 참여했으나 불발 vs. 2020년 Hitachi Chemical 인수에 성공한 Showa Denko의 지분 4.7%(1.7천억원)를 취득, 두산솔루스 인수 검토 후 불참 결정
- 2Q20 영업이익 741억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치(1,403억원) 하회 전망. 일회성 비용은 전분기(약 1천억원)와 유사: 설비 보수, 재고 평가 손실 등의 비용은 소멸되었으나 대산 공장 가동 중단에 따른 기회손실 규모가 확대되기 때문

한상원 sangwon.han@daishin.com

예상보다 빠른 미국 고용 개선, 그러나 의심도 크다

미국 5월 비농업부문 일자리 251만건 증가하며 반등

- 미국의 5월 고용지표가 예상보다 빠른 개선을 보이며 하반기 경제 회복에 대한 기대를 불렀다. 악화 일변도의 고용 동향에 변화 조짐이 나타난 것으로 보인다.
- 5일(현지시간) 미국 노동부가 집계 발표한 5월 실업률은 13.3%로 4월의 14.7%에 비해 하락했다. 또한 비농업부문 일자리는 251만건 증가해 전월의 2천68만건 감소에 비해 크게 개선됐다.
- 업종별로는 서비스 일자리가 243만건 증가했고, 전월 일자리가 크게 감소했던 레저 및 접객 분야는 124만건 고용이 급증했다. 제조업 일자리 역시 전월 감소에서 벗어나 23만건 고용이 늘었다. 민간부문 전체 고용은 309만건 늘어난 반면 공공부문은 59만건 줄어든 것으로 집계됐다.
- 전월에 크게 상승했던 시간당 임금은 고용이 증가하면서 상승세가 둔화됐다. 저임금 일자리가 다시 증가하면서 4월 8.0%에서 6.8%로 상승률이 둔화됐다. 노동시장 참가율은 60.8%로 반등했고, 고용률은 52.9%로 전월보다 올랐다.

충격이 컸던 업종들부터 빠른 고용 개선, 그러나 지속성에 대한 의구심도 크다

- 미국의 월간 고용은 ADP 지표 악화나 주간실업수당신청 증가 등으로 5월에도 부진이 예상됐다. 하지만 경제 재개와 함께 그간 일자리 위축이 심했던 업종들을 중심으로 예상보다 빠른 고용이 이뤄지면서 증가세로 반전했다. 당초 경제 정상화까지는 시차가 불가피할 것이란 우려와 달리 빠른 개선이다.
- 우리는 코로나19로 인한 여파가 단기에 큰 부담을 미치면서 고용의 경우 하반기 경에 반등을 예상했다. 그러나 경제 재개와 함께 고용 개선이 나타났다는 것은 앞선 해고나 일자리 감소가 일시적 성격이 강했음을 시사한다고 풀이한다.
- 다만 고용 개선이 이뤄지는 업종들이 아직 저임금 업종에 집중됐고, 일시 해고에서 영구 해고로 전환되거나 일시 해고가 끝난 후에도 일자리 복구가 이뤄지지 않은 인원들이 늘고 있다는 점 등은 고용의 질적 우려를 야기할 수 있다. 더불어 이번 지표가 고용보호프로그램(PPP) 등과 같은 정책 효과가 반영됐다는 점도 추후 고용 개선에 대한 지속성에 의구심을 야기할 수 있다.

당장 경기 부양적인 정책 기조는 유지될 것, 단기적으로 채권 조정 예상

- 당사는 5월 고용 개선이 예상보다 빠르게 이뤄졌으나 6월 FOMC를 비롯한 정책 당국의 경기 부양적인 기조에 당장 영향을 미칠 가능성은 제한적이라 판단이다. 이 같은 빠른 지표 개선에 정책을 통해 이뤄진 측면이 컸던 만큼 당분간 기존 정책 기조에 변화가 발생할 여지는 크지 않다는 판단이다.
- 단기적으로 금리에 대한 예의주기를 권고한다. 높아진 금리로 통화당국의 수급 대응이 절실한데, 고용 개선으로 그 통화당국의 개입 명분이 상대적으로 약화됐다. TB 10년물 기준으로 1%대 전후 수준까지 금리의 추가 상승을 예상한다.

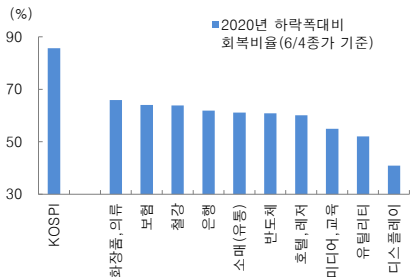
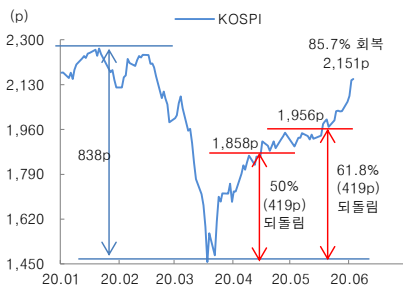
순환매의 다음 업종 길목지키기

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

- KOSPI가 2020년 고점대비 하락폭의 85.7%를 회복했다. KOSPI의 거침없는 상승세는 단기 과열/밸류에이션 부담으로 이어졌다. 최근 KOSPI는 2,150선을 회복하며, 12개월 Fwd PER 12배를 넘어섰다. 12배는 금융위기 직후 밸류에이션 고점이다. 단기 과열/밸류에이션 부담으로 인한 단기 조정은 자연스러운 흐름으로 볼 수 있다.
- 하지만, KOSPI는 유동성, 순환매의 힘으로 상승세를 이어가고 있다. 고점을 쉽게 예단하기 어려운 장세가 전개 중이다. 따라서 시장의 조정이나 하락을 예단하고, 기다리기보다는 단기적으로 순환매 흐름에 집중할 필요가 있다. Trading 차원에서 대응력 강화가 필요한 시점이다. 다만, 순환매를 따라가거나, 급등 종목을 추격매수하는 전략은 자제할 것을 권고한다. 오히려 다음 순환매 업종/종목을 선점하는 길목지키기가 유효할 것이다.
- KOSPI가 단숨에 1,400선에서 2,100선으로 상승한 것 같아도, 상승과정을 되돌아 보면 업종별 변화/특징이 뚜렷하다. 특히, KOSPI는 기술적 분기점을 넘어설 때마다 이후 KOSPI 상승을 주도하는 업종의 색깔이 바뀌었다.
- 첫번째로 KOSPI가 저점(3월 20일)을 기록한 이후 단순 기술적 반등(50%되돌림) 수준인 1,850 선까지 올라선 구간에서는 3월 낙폭과대 업종들이 반등을 주도했다. 대표적인 낙폭과대업종인 보험, 기계, 운송, 건설이 KOSPI를 크게 Outperform했다. 펀더멘털 불확실성은 여전히나 금융시장 패닉을 야기했던 최악의 시나리오가 현실화되지 않을 것이라는 안도감에 근거한 결과이다. 펀더멘털보다 단순 가격 메리트 반등 동력이었다.
- 다음 국면은 기술적 반등을 넘어 긍정적인 변화에 대한 기대가 커지는 구간이다. 당시에는 차별적인 성장모멘텀에 정책 기대가 유입되었다. 차별적인 수요/실적 모멘텀에 코로나19 이후 언택트 문화 수혜주로 평가받은 IT, 그 중에서도 소프트웨어, IT가전, IT하드웨어(2차전자)가 KOSPI 레벨업을 주도했다. 여기서 향후 시장의 주도주를 확인할 수 있다.
- 5월 중순 KOSPI가 12개월 Fwd PER 11배(2010년 이후 고점권)를 넘어 밸류에이션 부담이 커진 시점 이후 소외주의 반등이 시작되었다. 추세반전은 확인했지만, 단기 과열/밸류에이션 부담으로 인해 주도주와 소외주 사이에 키잡기 순환매가 전개된 것이다. 당시 회복률이 가장 낮았던 조선, 은행, 철강, 자동차, 에너지, 디스플레이가 KOSPI 추가상승을 주도했다.
- 순환매 국면에서 추후 단기 반등을 기대할 수 있는 업종으로 중국 소비관련주를 주목한다. 최근 대형 가치주(은행, 철강, 자동차 등)의 급반등으로 현재 회복률이 가장 낮은 업종이 중국소비주이다. KOSPI 상승과정에서도 소외되어 왔다. 중국과의 관계개선, 시진핑의 방한 이슈를 고려할 때 조만간 중국 소비주가 순환매의 중심에 자리할 전망이다.

KOSPI, 중요 변곡점을 지나 2,150선 회복

현재(6/4) 회복비율 하위 10개 업종



주: FnGuide, 대신증권 Research Center

한은의 국채 매입 금리 임계치는 1.50%

- 3차 추가경정예산안이 발표됨에 따라 향후 채권시장에서 전개될 수급 변수에 대한 프라이싱 역시 분주해지고 있다. 당분간 채권 금리의 향방이나 수준은 수급 이슈가 핵심으로 자리할 전망이다. 상대적으로 채권 공급은 명확해졌다. 향후 국회에서 추경의 규모가 달라질 수도 있겠으나 여야가 코로나19에 따른 경제적 충격을 방어하겠다는 입장은 원칙적으로 동의한 만큼 추경안이 크게 달라질 여지는 크지 않다. 아울러 추경 재원 가운데 23.8조원을 국채 발행을 통해 조달하겠다는 계획 역시 큰 변화가 없을 것이다.
- 결국 향후 국채 금리의 방향성을 결정지을 핵심 쟁점은 발행이 늘어나는 국채를 한국은행이 얼마나 매입할 지에 달렸다고 해도 과언이 아니다. 이미 시중금리의 변동성이 확대될 경우 채권시장의 안정을 위해 적극적인 국채 매입 의사를 통화당국 스스로가 밝힌 만큼 상당한 수준의 국채 매입이 이뤄질 것으로 예상된다.
- 하지만 구체적인 규모나 일정에 대해서 입장 표명을 하지 않고 있는 현 시점에서 한국은행이 얼마만큼 국채 물량을 소화할 지 여부를 추정하는 것은 쉽지 않은 일이다. 동시에 채권시장의 금리 변동성을 제어하겠다고 밝힌 정황을 감안할 때 앞으로도 통화당국은 자신들의 정책 행보에 입장 표명을 가능한 아까는 방식으로 대응을 이어갈 것이다.
- 이에 당사는 한국은행이 어느 정도의 금리 레벨에서 채권 매입을 시도할 지를 추정해 보는 것이 오히려 적절한 접근이란 판단을 내렸다. 당사가 예상하는 통화당국이 채권 매입을 시도할 것으로 예상되는 금리의 임계치 수준은 국고 10년물 기준으로 1.50%다.
- 해당 금리 수준을 한국은행이 국채 매입에 나설 것으로 예상하는 금리의 임계치로 평가한 근거는 기준금리 인하의 실효성 혹은 금리 상승으로 발생할 수 있는 구조효과 발생을 통화당국이 원하지 않을 것이라 추정에 기인한다. 코로나19 이후 통화당국의 대응은 2차례 기준금리 인하와 한국판 양적완화(QE) 같은 금리 이외의 비전통적 통화정책 수단들이었다. 따라서 통화당국은 이들 정책들이 실시되기 이전 수준 이상으로 시중금리가 상승한다면 일련의 통화완화 정책들의 효과가 반감된다고 풀이하는 것이 적절하다.
- 따라서 우리는 3월 임시 금통위를 통해 기준금리를 1.25%에서 0.75%로 50bp 인하했던 시점 직전의 국고 10년물 금리 수준인 1.50% 초반이 한국은행의 향후 국채 매입 과정에서 일종의 임계치 역할을 할 금리 수준이라는 판단이다.

한국 기준금리와 만기별 국고 금리: 3월 금리 인하 직전 국고 10년 1.5%대 초반

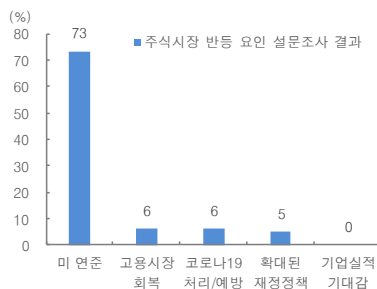


자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

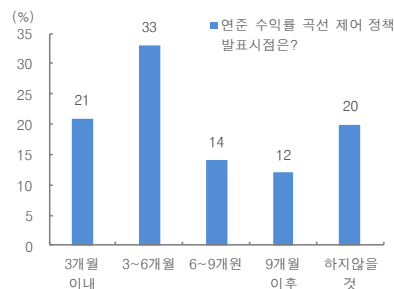
파월에게 집중되는 시선

- 글로벌 주식시장의 반등흐름이 이어지고 있다. 코로나19 확산으로 경기침체에 대한 우려가 높아진 상황에서 글로벌 금융시장이 빠르게 안정을 찾을 수 있었던 것은 연준을 비롯한 글로벌 중앙은행들이 신속하게 통화완화 정책을 실시했기 때문이다. 미 연준이 본격적으로 자산을 매입하기 시작한 3월 중순 이후 글로벌 주식시장은 안정을 찾기 시작했다. 연준의 총자산 규모는 현재 7조 달러를 돌파했다. 이는 미국 명목 GDP의 32% 수준이다. 3월초만 해도 20% 수준에 머물렀던 연준의 자산 규모가 세 달만에 가파르게 늘어난 것이다.
- 연준의 자산 규모가 카질수록 금융시장에 대한 영향력은 더욱 확대될 수 밖에 없다. BMO캐피탈의 설문조사 결과에 따르면 최근 주식시장의 반등요인으로 고객들이 가장 많이 선택한 것은 바로 연준이었다. 연준을 주식시장의 반등요인으로 선택한 고객의 비율은 무려 73%로 나타났다. 고용시장의 회복, 재정정책 확대, 코로나19에 대한 대응 등은 5~6% 수준에 머물렀고, 기업 이익에 대한 기대감은 0%였다.
- 연준의 향후 정책으로 예상되고 있는 수익률 곡선 제어(Yield Curve Control) 정책에 대한 기대감도 높아지고 있다. 연준이 언제쯤 수익률 곡선 제어 정책을 실시할 것인가에 대한 질문에 3개월 이내라고 답한 비중은 21%였고, 33%는 3~6개월 사이를 선택했다. 절반 이상의 고객들이 6개월 이내에 연준이 수익률 곡선 제어 정책을 실시할 것이라 예상하고 있는 것이다. 이번주에 예정된 FOMC에서 추가 정책 실시에 대한 연준의 의중에 투자자들의 관심이 집중될 것으로 예상된다.
- 미국의 경제활동 정상화가 진행되면서 고용관련 심리지표도 긍정적인 신호가 나타나기 시작했다. NFB(미국 지역업 연맹)에서 발표하는 소기업 낙관지수 중 채용계획 지수는 지난 5월 8p를 기록해 전월대비 7p 개선된 것으로 나타났다. 지난 2월까지 20p 수준을 기록했던 것과 비교하면 여전히 낮은 수준이고, 한 달 반등으로 추세적 반등이라 평가하기에는 아직 이른 상황이다. 하지만 미국의 경제활동 재개와 함께 고용관련 심리지표의 개선은 고용시장 회복에 대한 기대감을 높이는 요인이라 판단한다.
- NFB 채용계획 지수는 미국 노동부 구인/이직 보고서(JOLTS: Job Openings and Labor Turnover Survey)의 구인건수 데이터를 선행해서 움직였다. 미국 구인건수 증가는 소비자 신뢰지수 상승으로 연결되며 경기 회복에 긍정적인 요인이었다. 지난 3월 미국 구인건수는 2개월 연속 감소하면서 하락세가 이어졌다. NFB 채용계획 지수의 반등이 이어지고, 미국 구인건수 데이터의 회복이 가시화된다면 코로나19 이후 경기 회복에 대한 기대감은 더욱 확대될 수 있다고 판단한다.

주식시장 반등 요인으로 73%가 연준 지목



연준의 추가 정책에 대한 기대감도 높아

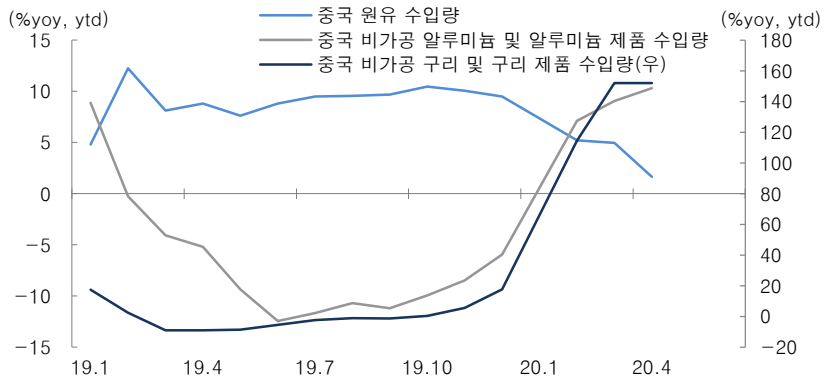


주: FnGuide, 대신증권 Research Center

중국이 이끄는 원자재 시장

- 원자재지수(CRB 상품지수 기준)는 전주대비 4.6% 상승했다(6월 4일 기준). 경기민감 원자재가 원자재 지수 상승을 이끌었다. 국제유가는 배럴당 37.41달러로 전주대비 11.0% 상승했으며, LME 비철 금속지수는 2,537포인트로 전주대비 3.7% 상승했다. 비철금속 내에서는 납, 아연, 니켈, 구리, 주석, 알루미늄 순으로 주간 수익률이 높았다.
- 경기민감 원자재 가격 상승 배경에는 중국 중심의 원자재 수요 회복 기대감과 위험자산 선호 심리 유입이 있다. 전세계 국가 중에서 가장 빨리 경제활동을 재개한 중국의 원자재 수요가 비교적 빠르게 회복되고 있다. 중국 4월 원유, 비가공 구리 및 구리 제품, 비가공 알루미늄 및 알루미늄 제품 누적 수입증가량은 각각 전년동월대비 1.7%, 10.3%, 152.0% 증가했다. 특히 중국의 민간 정유공장들의 80%가 위치해 있는 산둥성의 정유시설 가동률은 74.3%로 코로나 이전 수준을 넘어섰다.
- 경기민감 원자재로의 투기적 자금도 유입되고 있다. 5월 26일 기준 WTI 투기적 순매수 포지션은 54.3만계약으로 전주대비 -0.1만계약 감소했지만 투기적 매수포지션은 전주대비 0.9만계약 증가했다. 비철금속 투기적 순매수 포지션의 경우 2주 연속으로 증가하고 있다.
- 향후 경기민감 원자재의 추세적 상승을 위해서는 중국의 안정적인 경기 회복과 중국 외 주요 지역에서의 경기부양정책 유입이 가시화되어야 한다. 중국 정책당국은 전년대에서 밝혔듯이 전통인프라 투자 확대를 통한 경기 회복을 꾀할 것으로 보인다. 하지만 중국은 홍콩 국가보안법 및 코로나19 책임론 등으로 미중 갈등 불확실성에 여전히 놓여있기 때문에 당국의 의도대로 정책 효과가 나타나지 않을 가능성이 존재한다. 또한, 중국 외 지역에서의 원자재 수요 회복이 부진하다면 중국의 수요 증가만으로 경기민감 원자재 가격 상승을 이끌기에는 어려워 보인다(전세계 원유, 구리, 알루미늄, 니켈 수요 비중에서 중국이 차지하는 비중은 각각 14%, 52%, 55%, 49%). 실제로 2019년 비철금속 가격은 개별 수급 펀더멘털이 대부분 양호했음에도 불구하고 무역분쟁으로 인한 투자심리 위축으로 상승하지 못했다.
- 원자재 내에서 위험자산 비중을 확대하기에는 아직 이르다고 판단한다. 수요 회복 불확실성이 여전히 존재하기 때문이다. 특히, 원유의 경우 OPEC+발 공급 불확실성도 존재한다. 현재 OPEC+ 6월 정례회의의 개최일이 정해지지 않은 상황이다. 또한 사우디와 러시아는 7월까지 OPEC+ 감산량을 970만b/d로 1개월 연장하기로 잠정 합의했지만 이라크, 나이지리아 등 국가들이 감산이행을 준수하지 않았으며, 러시아가 원유초과공급 국면이 6~7월에는 해소될 것으로 평가하고 있어 추가 감산 결정 가능성이 희박하다.

중국 중심의 원자재 수요 증가, 경기민감 원자재 가격 상승으로 이어져



자료: 중국 관세청, 대신증권 Research Center

금호석유
(011780)

한상원

sangwon.han@daihin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

95,000

유지

현재주가

(20.06.04)

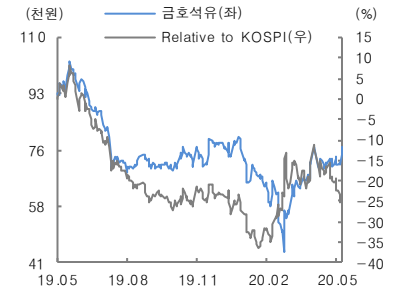
76,200

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 Neutral Green

KOSPI	2151.18
시가총액	2,322십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	152십억원
52주 최고/최저	102,500원 / 43,950원
120일 평균거래대금	128억원
외국인지분율	29.76%
주요주주	박철완 외 9 인 24.87% 국민연금공단 10.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	23.1	6.6	-21.0
상대수익률	-5.0	17.8	2.5	-24.1



주가 Re-rating의 조건

투자의견 매수, 목표주가 95,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.0배(2018~19년 저점 평균)를 적용하여 산출
- 우려보다 실적 견조하기 때문에 높아진 이익 체력에 대한 Valuation의 회복이 필요, 목표주는 과거 3년 및 2019년의 평균 PER인 7배에 해당하는 수준
- 주가의 추가적인 재평가(Re-rating)를 위해서는 배당정책의 변화가 필요: 글로벌 NB-Latex 2위 업체인 Nantex(대만)의 2019년 평균 PER 10.4배로 1위 업체인 금호석유(7.3배)보다 오히려 고평가 상태인데, 배당의 차이를 결정적인 이유로 판단. Nantex의 배당성향 124%(vs. 2016~18년 평균 58%)로 배당수익률이 6%에 이르기 때문 vs. 반면 금호석유의 배당정책은 별도 기준 성향 15~20%로 배당수익률 기준 2~3% 수준에 불과
- 높아진 이익 체력 하에서 순차입금 감소 등 재무구조가 개선되는 구조로 배당 확대의 여력도 충분하다고 판단 → 배당정책 변화 발생 시 주가의 재평가를 기대

2Q20 영업이익 1,003억원(-25% QoQ)으로 시장 기대치(911억원) 상회 전망

- 합성고무(OP -23% QoQ): 범용 제품(SBR/BR)의 경우 전방산업(타이어) 부진으로 판매량 감소가 불가피하겠으나 기존의 우려보다는 양호(-15% 내외 vs. 기존 -25%), 오히려 원료(BD) 가격 하락으로 수익성은 개선 추정 + 수요 증가에 기반한 NB-Latex의 호실적도 지속
- 합성수지(OP -10% QoQ): 미국/유럽 가전 수요 부진에 판매량은 소폭 감소 vs. 다만 중국의 경우 수요가 우려보다는 견조했고, 원료가 하락 덕분에 스프레드는 상승
- 페놀유도체(OP +10% QoQ): 손세정제(IPA) 수요 증가로 원재료인 아세톤 가격이 강세를 보이며 실적 선방 vs. 페놀 스프레드도 전분기 대비로는 개선
- 3분기 영업이익은 1,236억원(+23% QoQ)으로 개선 전망: 수익성 회복 + 정가보수 종료
- 향후 NCC 중심의 증설은 합성고무/합성수지 사업의 핵심 원재료인 BD의 약세 요인 vs. 반면 수요가 부진한 범용 고무 제품도 900달러/톤 내외에서 가격 하단 지지
- 합성수지, 페놀유도체 주력 제품인 ABS와 페놀 가격 강세 시현. ABS의 경우 중국의 신규 교통 규제(=헬멧 수요 증가) 및 소핑 시즌 영향 vs. 페놀은 중국발 대규모 증설 지연에 따른 수급 타이트 확산 영향 → 2분기보다는 3분기 실적에 더 긍정적인 이슈

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)				3Q20			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,297	1,225	1,020	1,012	-22.0	-17.4	1,046	1,060	-13.1	4.8
영업이익	139	133	107	100	-27.8	-24.7	91	124	80.0	23.3
순이익	115	128	83	80	-30.2	-37.0	70	101	111.6	25.2

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,585	4,978	4,264	4,503	5,206
영업이익	555	368	463	496	523
세전순이익	617	379	491	522	568
총당기순이익	503	295	404	401	436
지배지분순이익	491	295	401	399	433
EPS	19,577	11,655	15,810	15,739	17,111
PER	4.5	6.6	4.8	4.8	4.5
BPS	70,088	78,488	90,861	100,360	111,278
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE	23.4	11.8	14.1	12.5	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 금호석유, 대신증권 Research Center

롯데케미칼
(011170)

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

250,000

유지

현재주가

(20.06.04)

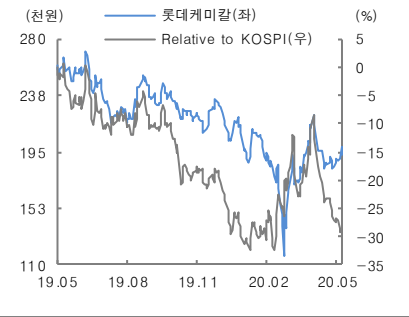
193,000

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2151.18
시가총액	6,615십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	171십억원
52주 최고/최저	270,500원 / 117,000원
120일 평균거래대금	372억원
외국인거래율	27.73%
주요주주	롯데지주 외 14 인 54.34% 국민연금공단 9.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	5.2	-10.0	-26.6
상대수익률	-13.2	0.7	-13.5	-29.5



M&A에 대한 생각 : 시작이 반이다

투자의견 매수, 목표주가 250,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 0.6배를 적용하여 산출
- 향후 주가 반전(Re-rating)의 계기는 화학 시장의 변동보다는 신사업 진출을 통한 사업 구조 변화가 될 가능성 높다고 판단. 적극적인 M&A 검토를 긍정적으로 평가하는 이유

신사업 M&A 추진: 사업 구조 다변화를 위한 긍정적인 노력

- M&A 관련 Task Force 구성: 1Q20 현금 3,7조원(vs. 순차입금 3.5천억원)으로 여력은 충분
- 2019년 Hitachi Chemical 인수전 참여했으나 불발 vs. 2020년 Hitachi Chemical 인수에 성공한 Showa Denko의 지분 4.7%(1.7천억원)을 취득, 두산솔루스 인수 검토 후 불참 결정
- 1) Hitachi Chemical은 반도체/IT/배터리 소재를 생산하는 정밀화학 업체로 이차전지 4대 핵심 소재 중 하나인 음극재(흑연) 시장에서 글로벌 2위 업체(점유율 10% 내외)
- 2) Showa Denko는 NCC 업체(에틸렌 Capa 70만톤/년)이나 석유화학 부문(Petrochemical)의 이익 기여도는 15% 내외에 불과(vs. 매출 비중 35%). 이익 기여도 가장 높은 사업은 전자 부문(Electronics, 45%)으로 IT/반도체/배터리 관련 사업을 영위
- 두산솔루스는 OLED 소재 및 동박을 생산/판매하는 업체로 2020년 하반기부터는 수요 성장성 높은 유럽 현지에서 전기차용 동박(전지박)을 생산할 예정
- M&A가 성사되지는 않았으나 사업 구조 변화에 대한 의지 및 방향성은 확인. 기존 전략(글로벌 주요 거점에서의 증설을 통한 지역/원료 Mix 다변화의 경우 순수 화학 업종의 시황(실적) 및 Valuation을 탈피하기 어려움 vs. 반면 M&A를 통한 신사업 진출 시 신규 성장동력 확보 및 실적 안정성 강화로 Valuation 상향 요인으로 작용 가능(화학 업종 내 SKC의 사례 존재)

2Q20 영업이익 741억원(흑전 QoQ)으로 시장 기대치(1,403억원) 하회 전망

- 일회성 비용은 전분기(약 1천억원)와 유사. 설비 보수, 재고 평가 손실 등의 비용은 소멸되었으나 대산 공장 가동 중단에 따른 기화소실 규모가 확대되기 때문
- 부문별로는 올레핀 흑전(시황 개선), 아로마틱스/타이탄 적자 축소(기저효과) vs. 첨단소재(판매량 감소) 및 USA(스프레드 하락) 감익

(단위: 십억원, %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20(F)						3Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,035	3,276	2,512	2,691	-33.3	-17.8	2,903		3,021	-23.3	12.2
영업이익	346	-86	101	74	-78.6	흑전	140		98	-68.9	32.2
순이익	260	-78	105	70	-73.2	흑전	114		102	-50.1	46.1

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	12,004	14,512	15,764
영업이익	1,946	1,107	213	730	697
세전순이익	2,209	1,249	322	914	933
총당기순이익	1,642	757	254	695	709
자배분순이익	1,579	715	233	665	678
EPS	46,074	20,860	6,809	19,400	19,770
PER	6.0	10.7	28.3	9.9	9.8
BPS	371,541	385,244	385,522	401,932	415,703
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	13.0	5.5	1.8	4.9	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 롯데케미칼, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.