



화학업계의 불독(Bull-Dog) 항주원입니다.

(02)3770-3564

kyuwon.hwang@tongyang.co.kr



Chemical Issue

'WTI-Dubai 스프레드 개선' 의미

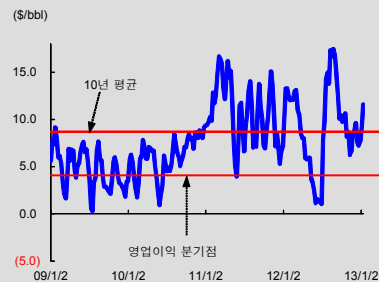


Why This Report

2013년 1월 초 강세를 보였던 화학/정유업체 주가는 1월 중순에 접어들면서 여지없이 약세를 시현하고 있습니다. 2013년에 대한 기대감 보다 2012년 4분기 실적 급감이 현실로 다가오면서 나타나는 현상입니다. 1월 마지막 주 ~ 설날 연휴 이전까지 화학/정유업체에 대한 주가 압박현상은 계속된다고 봐도 무방합니다. 지금은 설날 이후 어떻게 대응할지에 대해 고민해야 할 때입니다. 'WTI-Dubai 스프레드 축소'가 한가지 힌트가 될 수 있을 것입니다.

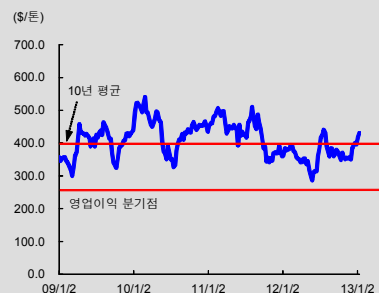
종목	투자 의견	목표주가 (원)
[정유업체]		
SK 이노베이션	BUY	200,000
S-Oil	HOLD	120,000
[화학업체]		
LG 화학	BUY	440,000
호남석유	HOLD	260,000
금호석유	HOLD	130,000
한화케미칼	HOLD	22,000
SKC	BUY	70,000
코오롱인더	BUY	110,000
휴켄스	BUY	30,000

한국 정유사 복합정제마진 동향(주간 기준)



자료: 동양증권 리서치센터

한국 NCC 업체 Cash 마진 동향(주간 기준)



자료: 동양증권 리서치센터

Investment Point

이슈분석(2 ~ 5p) : WTI-Dubai 원유가격 차이 축소 시작

- ▶ **WTI-Dubai 원유가격 스프레드 축소** : 2013년 1월 초, WTI 원유가격과 Dubai 원유가격의 차이는 1배럴당 14\$로, 2012년 12월 초 대비 19\$에서 약 5\$ 축소되었음. 1월 2주를 계기로, Spread 축소 현상은 가속화될 것으로 예상. 미국 텍사스의 Seaway 원유 수송 능력이 하루 15만배럴에서 40만 배럴로 확대된 것을 계기로, 그 동안 국제 원유가격 대비 현저히 낮게 형성되던 WTI 가격이 강세를 보일 전망이다.
- ▶ **국내 정유사의 글로벌 투자매력 확대 계기** : WTI 가격 강세에 의한 WTI-Dubai 스프레드 축소는 국내 정유사의 글로벌 원가 경쟁력을 높이는 계기로 작용할 전망이다. WTI 원유를 사용하는 미국 쿠싱지역 정유사는 정제마진 하락으로 실적 감소 우려감이 높아지게 됨. 상대적으로, 아시아지역 정유사의 원가 경쟁력이 부각될 수 있음.
- ▶ **SK이노베이션 주가 조정 후 재 상승 가능** : 2012년 4분기 실적 하락 및 최근 정제마진 약세 영향으로, SK이노베이션 주가는 1 ~ 2월 초까지 조정이 불가피함. 2월 중순부터는 WTI-Dubai 스프레드 축소 효과로 글로벌 투자매력이 회복될 수 있음. 15만원 이하 주가에서는 비중을 높여나가는 전략 필요.

석유정제업 동향(6p) : 1 ~ 2월 마진 약세 지속

- ▶ **1월 초 특징** : 복합정제마진은 2012년 12월 8.0\$/배럴 → 2013년 1월 초 10.4\$/배럴로, 소폭 상승했지만 여전히 약세 흐름이 이어지고 있음. 1월 초 주요제품별 마진은 '휘발유 +16.8\$(전월 15.0\$), 등유 +20.1\$(+19.0\$), 경유 18.3\$(+18.1\$), B/C 유 △8.4\$(△9.4\$), 나프타 △3.1\$(△3.2\$)' 등.
- ▶ **1 ~ 2월 전망** : 연료유 부진에 따른 정제마진 약세 흐름은 2월에도 이어질 전망이다. 일본 및 중국의 전력사정이 전년보다 호전된 모습을 보이면서 발생한 화력발전용 연료유(B/C 유) 마진 약세 때문. 3월 아시아지역 주요 정유사 6 군데 설비보수가 집중됨에 따라, 이시기에 정제마진 회복 가능.

석유화학업 동향(7p) : 1월 중순까지 강세 후, 1월 말 ~ 2월 약세 진입

- ▶ **1월 초 특징** : NCC 석유화학업체 평균 Cash 마진은 2012년 12월 393\$/톤 → 2013년 1월 425\$/톤으로 회복 흐름을 시현함. 1월 초 가격 상승폭이 큰 제품을 살펴보면, 'Butadiene +7.6%, EG +5.5%, PS +4.7%, HDPE 3.9%' 등이 강세를 보인 반면, '벤젠 △2.3%, Xylene △2.0%' 등은 약세를 기록.
- ▶ **1 ~ 2월 전망** : 1월 계절적인 성수기를 마무리 짓고, 2월에는 다시 공급압박에 노출될 전망이다. 중국 춘절 대비용 화학제품 구매요소는 1월 말로 일단락되는 가운데, 화학제품 공급 물량은 확대되기 때문. 2월 NCC설비 가동률 상승에 따른 화학제품 공급물량 출회에 주의할 필요가 있음.

2013년 1월 ~ 2월 초 실적발표 후, 정유주에 관심 필요

- 기대 이하 실적 영향으로 1월 말 ~ 2월 실적발표 시점에 화학/정유업체 주가 약세 불가피
- 설날 연휴 이후에는 정유사의 주가 회복이 빠르게 진행 예상

I. WTI-Dubai 스프레드 개선 : 국내 정유사의 글로벌 경쟁력 회복 시작

2013년 1월 초, WTI-Dubai 스프레드 축소 시작

동양증권은 2013년 정유시장 변화의 가장 큰 특징으로 'WTI-Dubai 가격 역전 현상 완화'를 제시했다. 실제로, 2013년부터 초부터 목격되고 있다. [그림1]에서 나타나듯이, WTI-Dubai 원유가격 차이는 2012년 12월 초 19\$에서 2013년 1월 14일 14\$로, 약 5\$ 정도 축소되었다. 미국 텍사스 지역의 Seaway 원유 수송관 증설 효과 때문이다. 스프레드 회복세는 2013년 상반기 지속될 수 있는 이슈이다.

2012년 4분기 실적 우려감으로 주가 조정을 받고 있는 SK 이노베이션주의 글로벌 경쟁력이 점차 개선되고 있다는 의미

WTI-Dubai 스프레드 상승은 WTI 가격이 Dubai 보다 상대적으로 높아졌다는 뜻이다. 거꾸로 생각해보면, Dubai 를 기본 원료로 사용하는 아시아 정유업체의 투자매력을 높이는 계기로 작용할 수 있다. 원가 경쟁력을 다시 확보할 수 있기 때문이다. SK 이노베이션주 및 S-Oil주 등 국내 정유업체가 수혜를 입을 수 있다. 2012년 4분기 실적 약화 우려로 2013년 1 ~ 2월 초 주가 조정이 예상되지만, 오히려 매수의 기회로 삼을 필요가 있다.

(1) 2013년 1월, Seaway 파이프라인 증설 : WTI-Dubai 스프레드 축소 계기

2013년 1월 초, 미국 텍사스의 Seaway 파이프라인의 원유 수송능력 일일 15만배럴에서 40만배럴로 확대

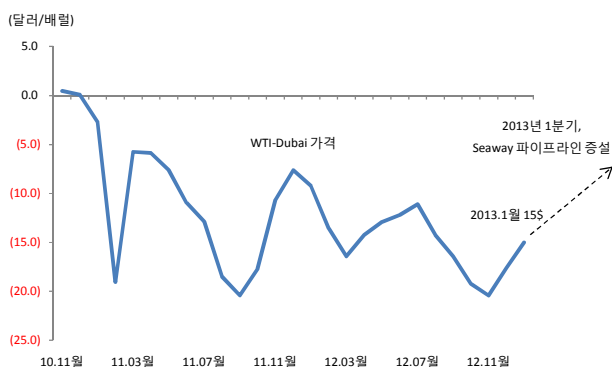
WTI-Dubai 스프레드 변화에 중대한 영향을 미치는 변수는 '미국 Seaway(시웨이) 원유 수송관 증설'이다. 2013년 1월 2주에 원유수송능력이 하루 15만배럴에서 40만배럴로 확장하는 공사가 마무리된다. 이는 미국 Cushing(쿠싱) 지역의 원유 과잉재고가 해소되는 중요한 계기로 작용한다. WTI 가격이 Dubai 대비 상승하는 동시에, WTI-Dubai 스프레드가 축소하게 된다.

어떤 경로로 Seaway 파이프라인 증설이 WTI와 Dubai 가격 차이를 축소하게 하는 것인가?

그 답을 얻기 위해서는 WTI 가격이 결정되는 과정을 먼저 이해해야 한다. 미국 중남부 Cushing 지역의 원유 수급에 의해 결정되는 유종 가격이 WTI(West Texas Intermediate)이다. 주로, 원유 공급은 캐나다 앨버타와 미국 걸프만으로부터 파이프라인 통해 이루어지며, 쿠싱지역의 정유설비에서 소비된다.

그런데, 2011년 1분기에 캐나다에서 쿠싱으로 공급되는 Keystone 파이프라인이 40만 b/d 규모의 증설이 이루어졌다. 쿠싱지역의 정제설비는 변화가 없는 가운데, 원유 공급이 증가하면서 쿠싱지역 원유재고가 쌓이는 부작용을 낳았다. 이로 인해, WTI 가격이 품질이 낮은 중동산 Dubai 원유나 유럽산 Brent 원유보다 낮아지게 되었다. WTI-Dubai 스프레드가 (-)로 바뀐 가장 큰 원인이었다.

[그림 1] WTI-Dubai 스프레드 추이 : 2013년 1분기 축소 시작



자료 : 동양증권 리서치센터

[표 1] 미국의 Seaway 파이프라인

구 분	주요 내용
개요	① 미국 텍사스 → 쿠싱지역으로 원유를 수송되는 파이프라인 * 2012년 2분기에 원유수송 방향을 쿠싱에서 텍사스 걸프만으로 변경 ② 총길이 805km ③ 수송능력 : 15만배럴/일(2012년 말 기준) ④ 소유자 : Enterprise Partners / Enbridge
주요 설비	① 직경 30인치 파이프라인 805km + ② 오틀라호마 Longhaul 시스템 + ③ Texas City 터미널 + ④ 텍사스 걸프만 소재 원유 저장설비(6.8백만 배럴)
History	① 1996 : 천연가스에서 원유 수송으로 전환 ② 1998 : 석유정제제품 수송 시작 ③ 2011 : Enbridge가 ConocoPhillips(주)로부터 지분 50% 인수 ④ 2012년 원유 수송방향 전환 * 기존 : 텍사스 걸프만(해안) → Cushing 지역으로 수송 * 변경 : Cushing 지역으로 수송 → 텍사스 걸프만(해안) ⑤ 2013년 1월, 펌프능력 확대로, 원유 수송능력 15만b/d → 40만b/d로 증대 ⑥ 2014년 수송라인 추가 증설로, 수송능력 40만b/d → 85만b/d로 확대

자료 : A barrel

미국 쿠싱지역에 원유재고가 계속 쌓이는 비효율적인 상황을 개선하기 위한 시도가 2012년 2분기부터 시작된다. 이때 등장하는 것이 Seaway 파이프라인이다. [표1]에 나타나듯이, 원래 Seaway 파이프라인은 텍사스지역 걸프만에서 미국 쿠싱지역으로 원유를 하루 15만배럴 정도 수송하는 역할을 해왔다. 2012년 2분기에 원유 수송방향을 거꾸로 전환한다. 미국 쿠싱지역에서 걸프만지역으로 원유를 옮기게 된 것이다. 캐나다 Keystone 파이프라인을 통해 쿠싱지역으로 유입된 원유 가운데, 소비되지 못한 잉여 원유를 미국 전역으로 분배할 수 있게 된 것이다. 다만, Seaway 파이프라인의 수송능력(하루 16만 배럴)이 증설된 Keystone 파이프라인(하루 40만 배럴) 보다 작아서, 병목현상을 해소하기에는 역부족이었다.

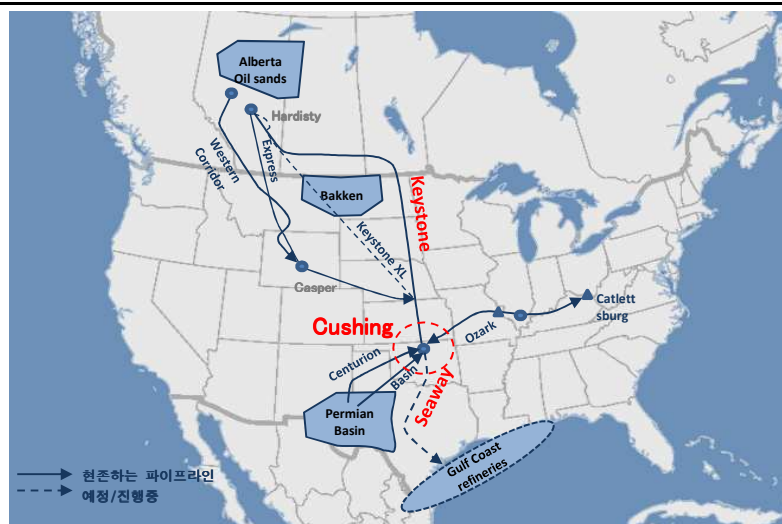
Seaway 파이프라인 생산능력
확대 = 쿠싱지역 과잉재고 문제
해소 = WTI 국제원유가격 상승

2013년 1월에 Seaway 파이프라인의 수송능력이 하루 15만 배럴에서 40만배럴로 높아지게 된다. 파이프라인은 압력으로 원유를 목표지점까지 보내는데, 이번에는 펌프 설비를 확충하면서 수송 속도를 높이는 방법으로 원유 수송능력을 개선했다. 쿠싱지역의 과잉 원유재고 문제가 완화되기 시작하게 되며, 이는 WTI 유가를 상대적으로 높이게 된다. 그 결과로 WTI-Dubai 가격 차이는 줄어들게 된다.

2014년 2분기, Seaway
파이프라인 생산능력
40만 b/d에서 85만 b/d로 추가
개선

2014년 중반에는 Seaway 파이프라인이 추가로 하나 더 만들어진다. 수송능력이 하루 40만배럴에서 85만배럴로 확대된다. 2011년에 완성된 Keystone 파이프라인의 원유공급량을 넘어서게 되면서 쿠싱지역의 과잉재고가 완전히 소멸하게 될 것이다. 이를 계기로, WTI 원유가격은 다시 국제 대표 유종으로서의 지위를 되찾게 될 것이다. 고품질의 WTI 가격이 유럽의 Brent 나 중동의 Dubai 대비 가장 높게 형성될 수 있다는 뜻이다.

[그림 2] 미국 쿠싱지역(Cushing) 원유 수송관 흐름



자료: Petronet, 동양증권 리서치센터

(2) WTI-Dubai 스프레드 축소 : 국내 정유사 투자매력 확대 계기

미국 Seaway 파이프라인의
수송능력 확대 = WTI-Dubai
스프레드 축소 = 국내 정유사
글로벌 원가경쟁력 회복 시작

미국 Seaway 파이프라인 수송능력 확대로 WTI-Dubai 원유가격 스프레드가 축소되면, 한국 정유업체가 상대적인 수혜를 입을 수 있다. WTI 가격이 높아지면서 미국지역의 정유업체 원가 부담이 증가하는 대신, Dubai 원유를 사용하는 한국 업체는 상대적인 원가 경쟁력이 부각될 수 있기 때문이다.

[표2] 2012년 및 2013년 지역별 휘발유 정제마진 변화를 보면 쉽게 이해할 수 있다. 우선, 국제 원유가격은 지역별로 차이가 발생된다. 지정학적 위험, 수출입 통제 등으로 재정거래(Arbitrage Transaction)이 쉽게 일어나기 어렵기 때문이다. 반면, 원유를 정제해서 생산되는 휘발유 등 석유 제품은 자유로운 수출입을 통해 재정거래가 이루어진다. 수송비를 제외하면 거의 비슷한 가격이 국제시장에서 형성된다. 원유와 석유제품의 재정거래 여부는 지역별 휘발유 정제마진(=휘발유 판매가격 - 투입원유 가격)의 차이를 발생시키게 된다.

2012년 휘발유 마진을 비교해 보자. Brent 원유를 사용하는 영국소재 정유업체는 111\$에 원유를 구매/정제 후 휘발유를 128\$에 판매하게 된다. 휘발유 Spread 는 1배럴당 17\$ 수준이었다. 중동산 Dubai 를 주로 사용하는 한국 정유업체는 108\$에 원유를 구매해서, 128\$에 휘발유를 판매했다. 휘발유 Spread 는 20\$로 계산된다. 반면, 미국 쿠싱지역의 정유업체는 96\$에 WTI 를 구매해서, 휘발유를 128\$에 판매하면서 Spread 는 32\$에 이르렀다. 세계에서 가장 유리한 정제원가 구조를 가졌었다. 그 이유는 WTI 가격이 비정상적으로 Dubai 가격 보다 낮았기 때문이다.

WTI-Dubai 스프레드 축소는
미국 쿠싱지역 정유사의 실적
감소폭이 크다는 뜻임

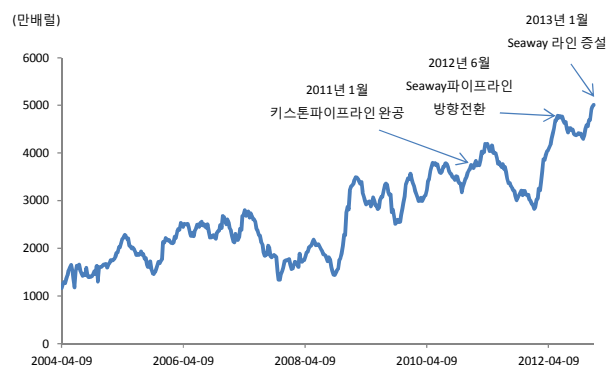
2013년 휘발유 마진 예상치는 전년과 차이가 있을 전망이다. 2013년 원유가격 전망치는 Brent 103\$, Dubai 100\$, WTI 94\$ 수준이며, 휘발유는 118\$ 정도이다. 이를 적용해 지역별 정제마진을 계산하면, **영국 지역 정유업체 15\$ < 한국 정유업체 18\$ < 미국 쿠싱지역 24\$** 등이다. 여전히 미국 쿠싱지역 정제마진이 가장 높지만, 쿠싱지역 정유업체의 실적 감소폭은 가장 클 것으로 예상된다. 전년대비 하락폭이 가장 크기 때문이다. **2013년의 지역별 정제마진 변화율을 2012년 대비 계산하면, 한국지역 정유사 △10% < 영국 지역 정유사 △12% < 미국 쿠싱지역 정유사 △25% 등이다.** 이런 결과가 발생하는 가장 큰 이유를 WTI-Dubai 스프레드 축소에서 찾을 수 있다.

[표2] 2012년 및 2013년 지역별 휘발유 정제마진 변화

구 분		정유사 위치		
		영국 (Brent 사용)	미국 쿠싱지역 (WTI 사용)	한국 (Dubai 사용)
2012년	휘발유(\$/배럴)	128	128	128
	도입원유(\$/배럴)	111	96	108
	Spread	+17	+32	+20
2013년(e)	휘발유(\$/배럴)	118	118	118
	도입원유(\$/배럴)	103	94	100
	Spread	+15	+24	+18
전년대비 증감율		△12%	△25%	△10%

자료: 동양증권 리서치센터

[그림 3] 미국 쿠싱지역 원유재고 동향



자료: bloomberg

(3) SK 이노베이션(주), 2013년 1 ~ 2월 주가 조정 후 재반등 가능

WTI-Dubai 스프레드 축소로, SK 이노베이션(주)는 1 ~ 2월 초 주가 조정 후, 저가 매수 기회 발생 예상

다만, SK 이노베이션(주) 4분기 예상 영업이익 3,702억원으로, 전분기 대비 43% 급감 예상. 이로 인한 주가 조정 불가피

2013년 1분기 국내 정유사의 대표업체인 SK 이노베이션(096770) 주가는 “단기 실적 실망에 따른 조정 후, 글로벌 원가 경쟁력 회복 기대감으로 회복” 하는 흐름이 예상된다. 15만원 수준으로 후퇴하면, 적극적인 매수에 나서는 것이 유효하다. 20만원까지 충분히 도전 가능할 전망이다.

먼저, 2013년 1 ~ 2월 초, SK 이노베이션(주)의 주가 조정은 불가피하다. [표3]에 나타나듯이, 2012년 4분기 실적 약세에 따른 실망감이 주가 조정으로 나타날 것으로 예상되기 때문이다. SK 이노베이션(주) 예상 실적은 ‘매출액 18.9조원(전분기 18.5조원), 영업이익 3,702억원(전분기 6,487억원), 지배주주 순이익 3,373억원(전분기 5,074억원)’ 등이다. 정제마진 위축, PX 정기 보수, 윤활기유 수요 약화 등이 동시에 겹치면서, 순이익은 전분기 대비 34% 감소할 전망이다.

그러나, 3월부터는 다시 주가 회복 국면에 접어들 수 있다. WTI-Dubai 스프레드가 축소되면서, Dubai 원유를 사용하는 아시아 정유업체의 투자매력이 부각될 수 있기 때문이다. 그동안 미국 정유사에 투자해왔던 글로벌 투자자금이 아시아 정유업체로 환류(還流)할 것으로 기대되기 때문이다. [표4]에 나타나듯이, 2013년 기준 SK 이노베이션(주)의 PBR(주가/순자산 배율)은 1.0배로 미국 Exxon Mobil(주)의 PBR 2.2배 대비 낮은 상황이다.

[표3] 국내 정유사 분기 실적 흐름

구분	분기실적(억원)												연간실적(억원)			
	'11.1분기	'11.2분기	'11.3분기	'11.4분기	'12.1분기	'12.2분기	'12.3분기	'12.4분기	'13.1분기	'13.2분기	'13.3분기	'13.4분기	2011	2012(전)	2013(전)	
[에너지 및 석유정제 업체]																
SK이노베이션	매출액	170,684	171,621	172,096	169,311	188,343	188,781	184,580	188,958	186,236	174,975	177,320	184,769	683,712	750,662	723,300
	영업이익	11,920	4,659	8,478	3,366	9,269	-1,028	6,487	3,702	5,871	3,630	5,754	6,949	28,424	18,430	22,204
	지배주주 순이익	9,078	2,972	18,185	1,455	6,500	-2,390	5,074	3,373	3,636	2,430	4,084	4,517	31,690	12,557	14,666
	TP 200,000원	▶ 2012년 4분기 예상 지배주주 순이익 3,373억원으로, 전분기 5,074억원 대비 34% 감소. 정제마진 하락, PX 정기보수, 윤활기유 판매 부진 등이 동시에 영향을 받음. 원유 하락에 따른 외환이익 1,200억원 발생 기대 ▶ 2013년 세후이익 예상치는 1.47조원으로, 전년 대비 17% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 인천정유 PX 설비에 대한 JV 계약 체결, 미국 자원개발 업체 인수 추진, SK 루브리칸츠(주) 상장 추진														
S-Oil	매출액	68,173	80,259	78,066	92,640	90,360	87,978	85,028	89,759	88,190	85,839	79,268	84,512	319,139	353,125	337,809
	영업이익	6,475	2,416	3,689	3,757	3,839	-1,595	5,221	3,239	3,908	2,576	2,836	3,921	16,337	10,705	13,242
	지배주주 순이익	5,524	2,380	629	3,377	3,159	-1,652	4,565	1,429	2,394	1,922	2,122	2,617	11,910	7,501	9,055
	TP 120,000원	▶ 2012년 4분기 예상 지배주주 순이익 1,429억원으로, 전분기 4,565억원 대비 69% 급감 예상. GTX 석화제품 호조 속에 정제마진 악화 및 윤활유 실적 둔화 불가피. 한국폴리실리콘(주) 지분 상각 손실 2,500억원 ▶ 2013년 세후이익 예상치는 0.9조원으로, 전년 대비 21% 상승 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 특별한 정기보수 및 증설 없음														

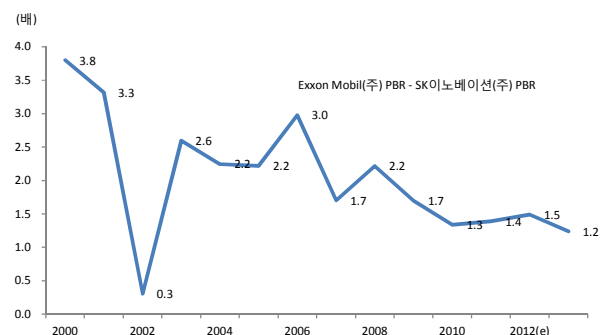
자료: 동양증권 리서치센터

[표4] 한국 SK 이노베이션(주)과 미국 Exxon Mobil(주) 실적 비교

구 분	2010년	2011년	2012년(e)	2013년(e)
SK이노베이션	매출액(조원)	53.7	68.4	75.1
	영업이익(조원)	2.2	2.8	1.8
	순이익(조원)	1.2	3.2	1.3
	PER(배)	10.2	5.5	11.1
Exxon Mobil	PBR(배)	1.1	1.2	1.0
	매출액(조원)	395.1	480.3	500.7
	영업이익(조원)	46.4	59.9	70.9
	순이익(조원)	35.2	45.5	46.2
	PER(배)	11.8	10.1	11.3
	PBR(배)	2.5	2.6	2.5
		WTI-Dubai 역전 본격화		WTI-Dubai 역전 완화

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

[그림 4] SK 이노베이션(주)과 미국 Exxon Mobil(주) PBR 추이



자료: 동양증권 리서치센터

II. 석유정제 업황 동향 및 전망 : 1 ~ 2월 마진 약세 후, 3월 회복 예상

복합정제마진 : 2012년 12월
8.0\$/배럴 → 2013년 1월 초
10.4\$/배럴로 약세 지속

1 ~ 2월 정제마진 약세후, 3월
개선 예상

1 ~ 2월, 전반적인 수요 약세속에
아시아지역 연료유 마진 위축
지속

3월, 아시아지역 대규모 정기보수
인해, 정제마진 회복 기대

[1월 초 가격 및 마진 동향] 1월 초 원유(Dubai)의 배럴당 가격은 107.1\$로 전월 대비 1.4% 상승한 반면, 석유제품 평균가격은 2.0% 상승했다. 국내 정유사의 1월 평균 복합정제마진(=정유제품가격 - 원유 가격 - 운송비, 원유구매 시차성 고려)은 배럴당 10.4\$로 전월 8.0\$ 대비 소폭 개선되었다. 1월 주요제품별 마진은 ‘휘발유 +16.8\$(전월 15.0\$), 등유 +20.0\$(19.0\$), 경유 +18.2\$(18.1\$), B/C 유 △8.4\$(△9.3\$), 나프타 △3.2\$(△3.2\$)’ 등으로 나타났다. [표5]

[1 ~ 2월 전망] 2013년 1분기 정유시장 예상 특징을 ‘수요 약세 속에 공급 이슈에 따른 정제마진 등락’ 으로 요약할 수 있다.

첫째, 2013년 1분기 세계 석유제품 수요는 8,955만배럴 수준으로, 전년 동기 대비 1.0%(85만 b/d) 수준의 약세 흐름이 이어질 전망이다. (자료 : 미국에너지정보청, 2012년 12월 자료) 유럽 및 미국 등은 온난한 기온으로 석유제품에 대한 특수가 제한적이기 때문이다.

둘째, 아시아지역에서는 연료유에 대한 구매 욕구가 낮은 상황이 이어지고 있다. 일본은 일부 원전이 재가동됨에 따라 전력상황이 전년 동기대비 개선되었다. 중국은 수력발전 호조에 힘입어, 화력발전용 수요가 크지 않다. 연료유 수요 약세 현상은 2013년 4 ~ 5월까지 지속될 것이다.

셋째, 3 ~ 4월에는 공급이슈가 부각될 것이다. 아시아 주요 정유업체의 상압정제설비 정기보수가 집중되어 있기 때문이다. SK 이노베이션(주) 11만 b/d, Formosa(주) 18만 b/d, Pertamina(주) 12.5만 b/d, JX Nippon(주) 11.5만 b/d, Kyotuko Chiba(주) 17.5만 b/d, 현대오일(주) 28.5만 b/d 등이다.

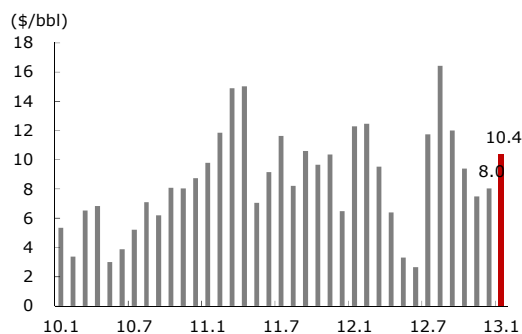
[표 5] 석유정제 제품가격 및 업체별 정제마진 추이

(단위: 달러/배럴, %)

	1월 초	12월	11월	2013년 1분기(A)	2012년 4분기(B)	2012년 1분기(C)	QoQ(A/B)	YoY(A/C)
원유가격(Dubai 기준)	107.1	105.6	107.2	107.1	107.2	116.3	-0.1%	-7.9%
제품가격								
휘발유	123.9	120.6	122.7	123.9	123.5	133.6	0.3%	-7.3%
등유	127.1	124.6	125.2	127.1	126.8	132.1	0.2%	-3.8%
경유	125.3	123.7	123.9	125.3	125.1	132.7	0.2%	-5.6%
B/C 유	98.7	96.3	96.6	98.7	98.6	115.8	0.1%	-14.8%
나프타	103.9	102.4	101.7	103.9	102.7	111.9	1.2%	-7.1%
복합정제마진	10.4	8.0	7.5	10.4	8.4	11.3	23.8%	-8.0%
SK 이노베이션 마진	11.7	9.3	9.0	11.7	9.8	12.6	19.4%	-7.1%
GS칼텍스 마진	9.3	6.9	6.3	9.3	7.2	10.4	29.2%	-10.6%
S-Oil 마진	9.2	6.9	6.0	9.2	7.0	9.6	31.4%	-4.2%

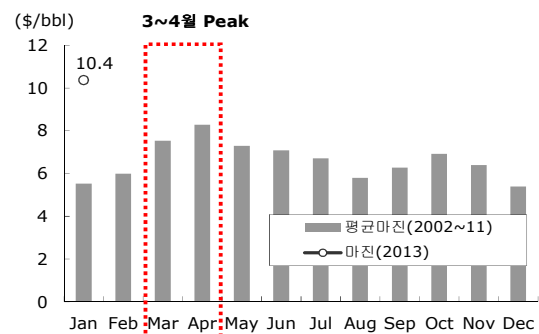
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 5] 복합정제마진 월별추이



자료: 동양증권 리서치센터

[그림 6] 복합정제마진 월별 추이 (역사적 평균 vs 2013년)



자료: 동양증권 리서치센터

III. 석유화학업황 동향 및 전망 : 1월 강세 후, 2월 약세 불가피

석유화학 Cash 마진 :
2012년 12월 338\$→ 2013년
1월 초 353\$/톤

1월 강세 후, 2월 화학 마진 위축
불가피

1월, 가동률 축소에 따른
석화마진 상승

2월, 중국 춘절로 수요 둔화 속에
NCC 업체 가동률 상승 물량 압박
증가

[1월 초 가격 및 마진 동향] 1월 초 주원료인 나프타의 톤당 가격은 955.0\$로, 전월대비 1.2% 상승한 반면, 12개 핵심 석유화학제품 평균가격은 3.3% 상승했다. 국내 석유화학업체(NCC+합성수지)의 1월 평균 Cash 마진(제품가격 - 원료가격)은 톤당 425\$로, 전월 393\$ 대비 상승했다. 1월 주요 제품별 가격변화를 살펴보면, 'Butadiene +7.6%, EG +5.5%, Ethylene +4.2%' 등이 강세를 보인 반면, 'Benzene △2.3%, MX △2.0%' 등은 약세를 기록했다. [표6]

[1 ~ 2월 전망] 저점 수준에서의 박스권 흐름이 이어질 전망이다. 전반적인 수요 약세 흐름이 이어지고 있는 가운데, 공급 조절 여파에 따라 석유화학 마진의 움직임이 계속된다는 뜻이다.

첫째, 1월에는 범용제품을 중심으로 마진 회복이 진행된다. 12월 ~ 1월 초, 아시아 주요 NCC 업체가 설비 가동률을 80% 중반으로 낮췄기 때문이다. 중동지역 천연가스 생산 축소 여파로, 아시아지역으로 유입되는 석유화학 생산물량이 축소되고 있다는 점도 긍정적으로 영향을 미쳤다.

둘째, 2월에는 석유화학 마진 위축이 불가피하다. 12월 설비 가동률을 낮췄던 주요 NCC 업체는 95% 이상으로 설비 가동률을 높였다. 1월 초, 일시적으로 가동을 중단했던 중국 및 중동의 석유화학설비 가동도 1월말에 예정되어 있다. 2월에는 아시아지역 화학제품 공급물량이 증가할 수 밖에 없다. 반면, 중국의 춘절(2/9 ~ 2/15일) 영향으로 2 ~ 3월 초에는 화학제품에 대한 수요가 약화된다.

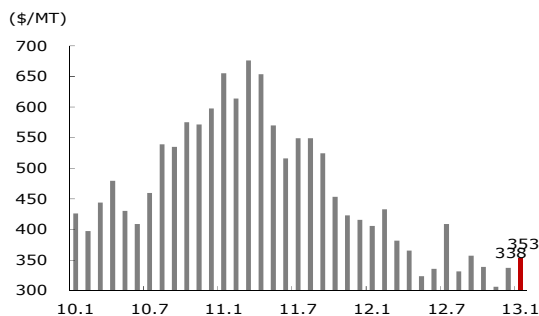
[표 6] 석유화학 제품가격 추이

(단위: 달러/MT, %)

	1월 초	12월	11월	2013년 1분기(A)	2012년 4분기(B)	2012년 1분기(C)	QoQ(A/B)	YoY(A/C)
나프타	955.0	944.1	934	955	946	1,030	1.0%	-7.28%
제품가격								
Ethylene	1,239.1	1,189.3	1,163.3	1,239.2	1,212.1	1,280.4	2.2%	-3.22%
LDPE	1,411.2	1,370.2	1,335.4	1,411.1	1,339.2	1,361.3	5.4%	3.66%
Propylene	1,262.4	1,227.2	1,278.3	1,262.2	1,261.3	1,371.2	0.1%	-7.95%
PP	1,439.4	1,411.2	1,405.2	1,439.5	1,408.3	1,376.0	2.2%	4.61%
Butadiene	1,696.3	1,577.4	1,596.6	1,696.4	1,686.1	3,463.0	0.6%	-51.01%
BR	2,550.3	2,500.3	2,707.5	2,550.3	2,669.1	3,573.5	-4.5%	-28.63%
SM	1,721.0	1,683.0	1,582.5	1,721.2	1,598.2	1,441.6	7.7%	19.40%
ABS	2,011.0	1,939.1	1,889.3	2,011.2	1,920.0	2,100.4	4.8%	-4.25%
EG	1,195.2	1,133.0	1,060.2	1,195.3	1,097.3	1,059.3	8.9%	12.84%
PX	1,648.3	1,617.3	1,549.1	1,648.4	1,568.2	1,587.3	5.1%	3.85%
TPA	1,200.1	1,161.5	1,108.3	1,200.2	1,121.3	1,184.2	7.0%	1.35%
PVC	971.2	956.3	920.4	971.1	950.1	1,002.0	2.2%	-3.08%

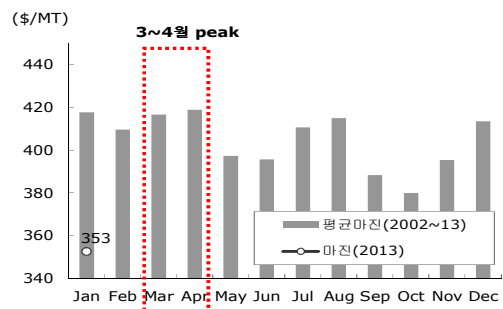
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 7] 석유화학업체 Cash 마진 월별 추이



자료: 동양증권 리서치센터

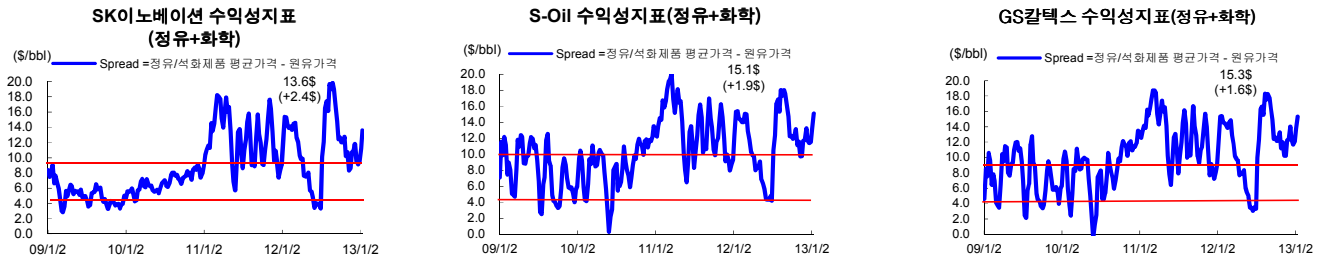
[그림 8] 석유화학업체 월별 평균 Cash 마진 (역사적 평균 vs 2013년)



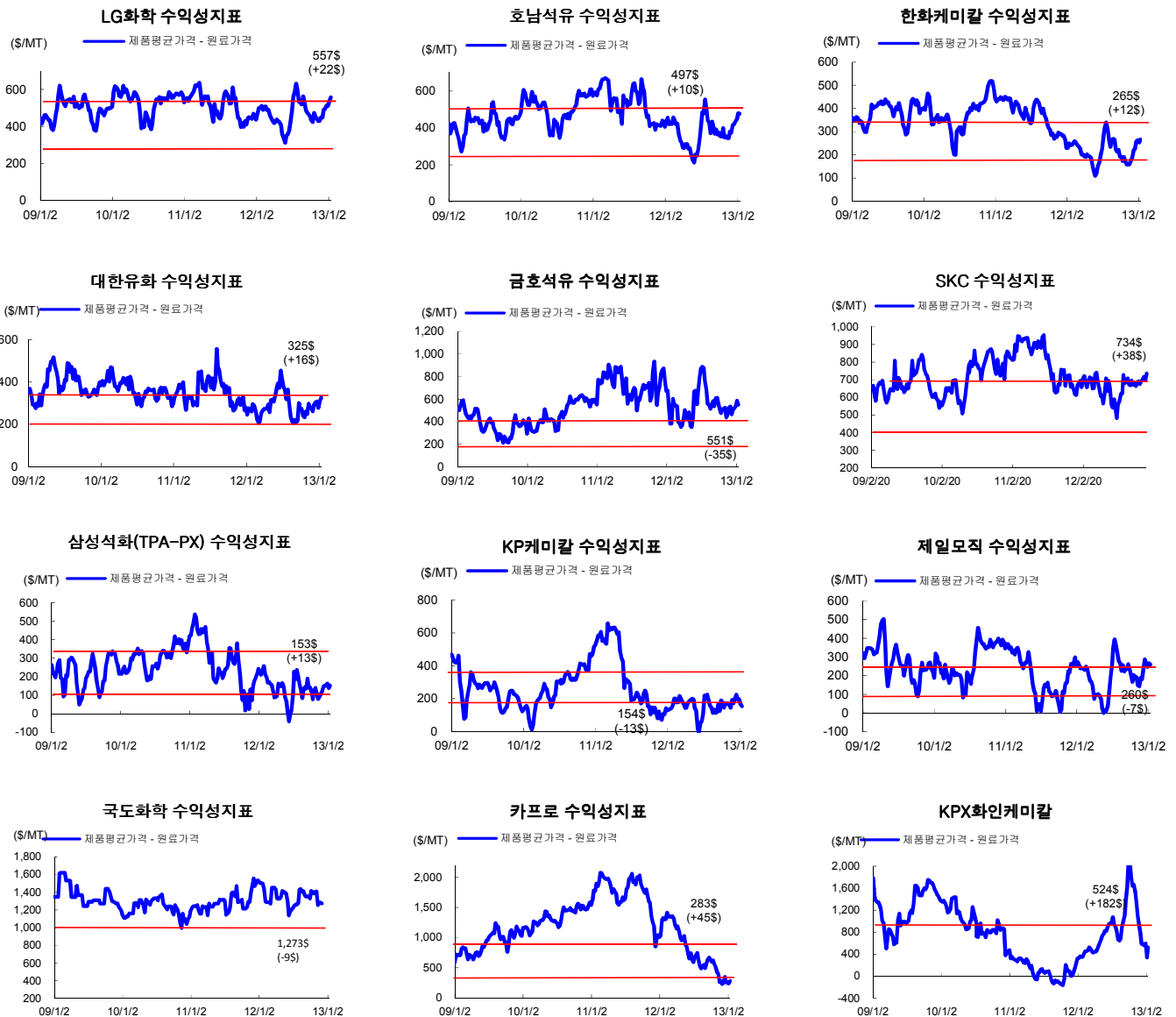
자료: 동양증권 리서치센터

[별첨1] 주요 화학/에너지업체별 제품 1단위당 마진 추이

[그림 9] 석유정제업체 수익성지표(Refining 마진) 추이



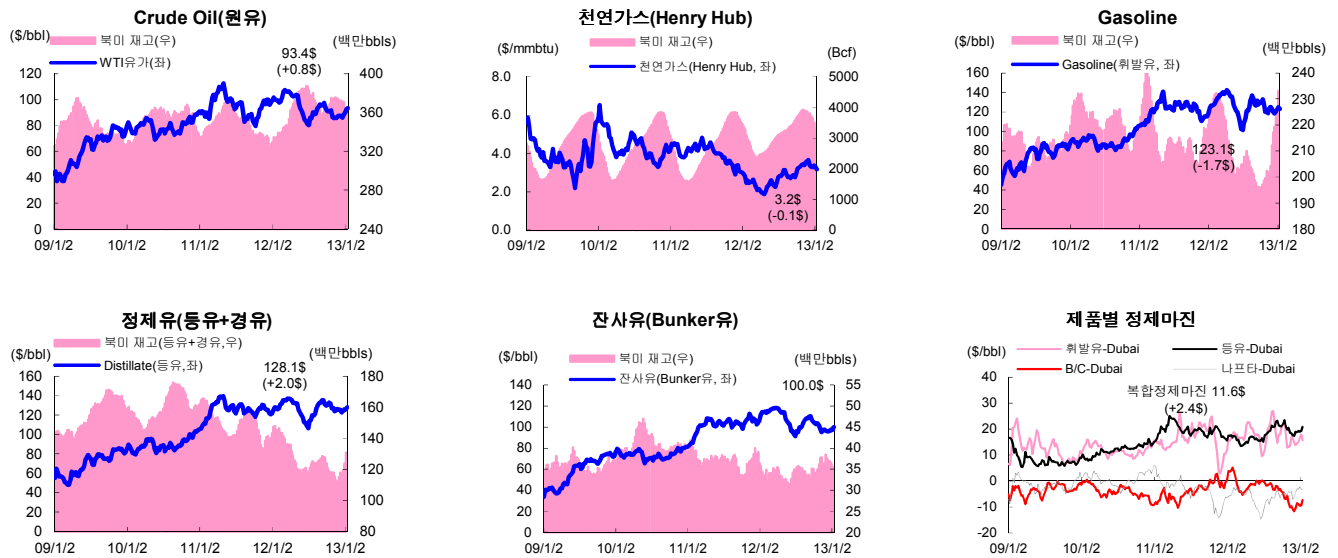
[그림 10] 석유화학업체 수익성지표(Cash 마진) 추이



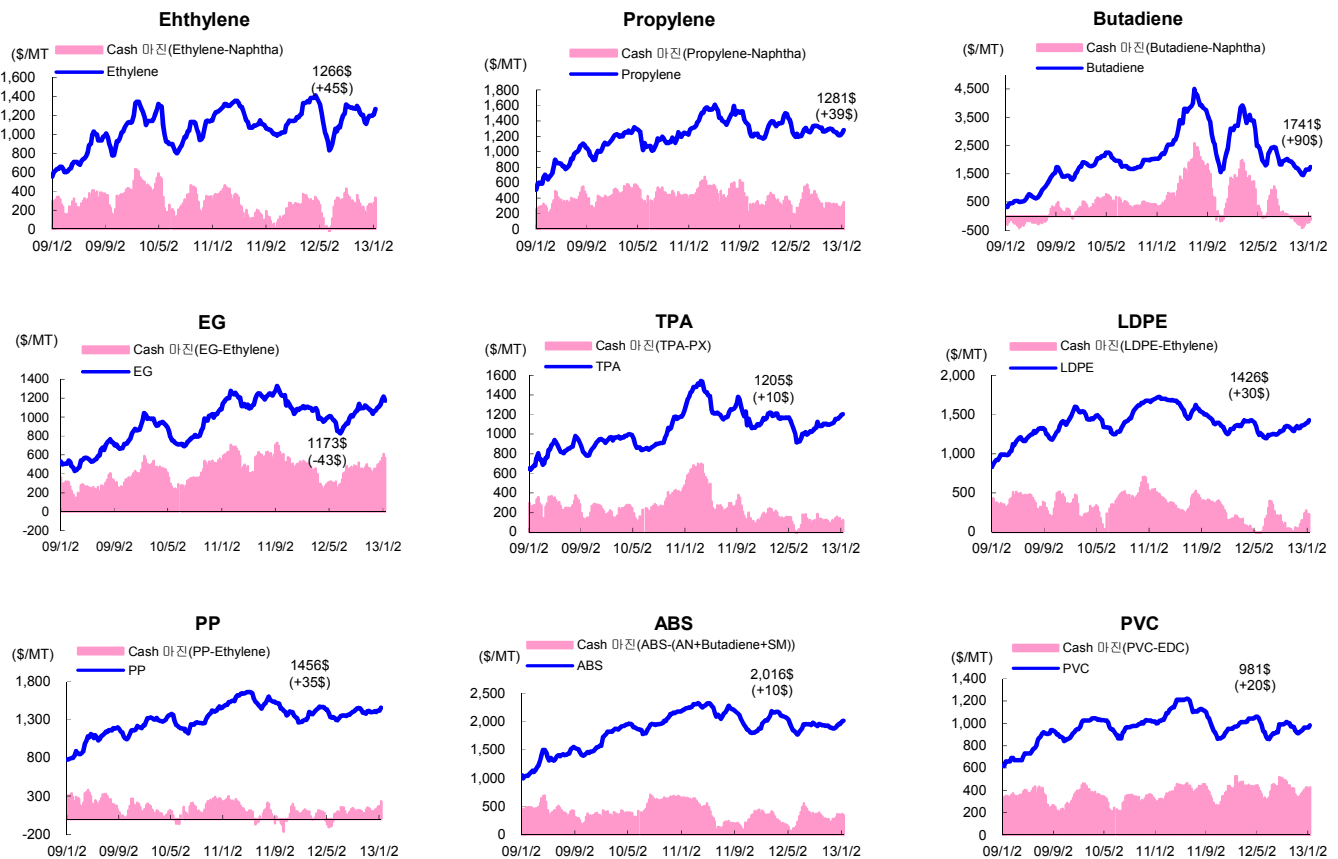
자료: 동양증권 리서치센터

[별첨2] 정유/화학 제품가격 추이

[그림 11] 석유정제 제품가격 및 북미지역 재고 추이



[그림 12] 석유화학 제품가격 및 Cash 마진 추이



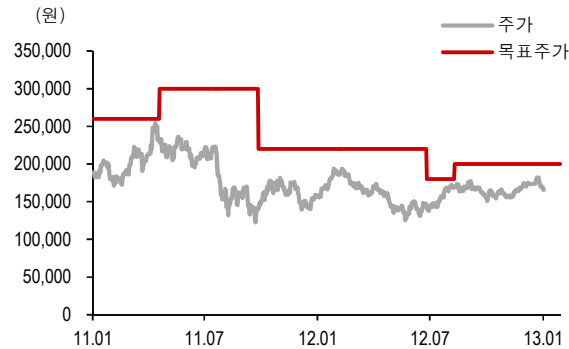
자료: 케로코스, Datastream, 동양증권 리서치센터

[별첨3] 2011~13년 주요 화학/에너지업체 분기 실적 추정치

구분	분기실적(억원)												연간실적(억원)			
	'11.1분기	'11.2분기	'11.3분기	'11.4분기	'12.1분기	'12.2분기	'12.3분기	'12.4분기	'13.1분기	'13.2분기	'13.3분기	'13.4분기	2011	2012(E)	2013(E)	
[에너지 및 석유정제 업체]																
SK이노베이션 Buy	매출액	170,684	171,621	172,096	169,311	188,343	188,781	184,580	188,958	186,236	174,975	177,320	184,769	683,712	750,662	723,300
	영업이익	11,920	4,659	8,478	3,366	9,269	-1,028	6,487	3,702	5,871	3,630	5,754	6,949	28,424	18,430	22,204
	지배주주 순이익	9,078	2,972	18,185	1,455	6,500	-2,390	5,074	3,373	3,636	2,430	4,084	4,517	31,690	12,557	14,666
	TP 200,000원	▶ 2012년 4분기 예상 지배주주 순이익 3,373억원으로, 전분기 5,074억원 대비 33% 감소. 정제마진 하락, PX 정기보수, 윤활기유 판매 부진 등이 동시에 영향을 받음. ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 1.47조원으로, 전년대비 17% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 인천정유 PX 설비에 대한 JV 계약 체결, 미국 자원개발 업체 인수 추진, SK 루브리컨츠주 상장 추진														
S-Oil Hold	매출액	68,173	80,259	78,066	92,640	90,360	87,978	85,028	89,759	88,190	85,839	79,268	84,512	319,139	353,125	337,809
	영업이익	6,475	2,416	3,689	3,757	3,839	-1,595	5,221	3,239	3,908	2,576	2,836	3,921	16,337	10,704	13,242
	지배주주 순이익	5,524	2,380	629	3,377	3,159	-1,652	4,565	1,429	2,394	1,922	2,122	2,617	11,910	7,501	9,055
	TP 120,000원	▶ 2012년 4분기 예상 지배주주 순이익 1,429억원으로, 전분기 4,565억원 대비 69% 급감 예상. 한국폴리실리컨주 지분 상각 손실 2,500억원 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 0.9조원으로, 전년대비 21% 상승 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 특별한 정기보수 및 증설 없음														
LG 화학 Buy	매출액	54,909	57,000	58,859	55,989	57,531	59,956	58,335	60,776	62,253	59,528	64,571	65,818	226,756	236,598	252,169
	영업이익	8,353	7,754	7,243	5,004	4,595	5,030	6,013	3,942	5,144	5,463	6,260	5,915	28,354	19,580	22,781
	지배주주 순이익	6,385	6,140	5,100	3,754	3,754	3,766	4,527	2,918	3,936	4,180	4,801	4,537	21,379	14,965	17,454
	TP 440,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 3,942억원으로, 전분기 6,013억원 대비 34% 감소. 고가 나프타 투입 영향으로 석유화학 실적 둔화. 1회성 비용 800억원 반영 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 1.7조원으로, 전년대비 17% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 3D-Retarder 2~3라인 완공, EVA 13만톤, EDC 30만톤, ABS 20만톤, 중대형 배터리 공장 26만대분 완공(미국 올란드 6만대, 한국 오창 20만대)														
호남석화 Hold	매출액	39,397	39,496	40,880	37,226	38,504	39,488	41,319	38,704	40,090	39,692	41,606	43,374	157,000	158,015	164,762
	영업이익	5,821	3,607	3,937	1,546	2,196	-283	2,022	736	1,445	1,624	1,924	2,205	14,911	4,671	7,197
	지배주주 순이익	3,603	2,794	2,873	512	1,674	-127	1,579	848	1,044	1,244	1,505	1,841	9,781	3,974	5,635
	TP 260,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 736억원으로, 전분기 2,022억원 대비 64% 급감. 부타디엔/PE/PP/TPA 등 전반적인 제품 수요 둔화. 3분기에 발생한 타이탄족의 재고평가이익 350억원 소멸 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 5,635억원으로, 전년대비 42% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 상반기 대산공장 정기보수 검토 중, 하반기 타이탄 Ethylene 소규모 증설(28만톤)														
한화케미칼 Hold	매출액	21,370	20,014	20,298	17,744	16,946	17,123	17,710	16,737	16,715	17,437	17,767	17,784	79,426	68,516	69,703
	영업이익	2,404	2,003	828	-1,977	321	451	403	-268	293	522	292	412	3,259	907	1,519
	지배주주 순이익	1,442	1,532	641	-1,079	347	-127	413	-224	239	482	300	350	2,535	409	1,371
	TP 22,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 268억원 적자로, 4분기만에 다시 적자전환 불가피. 본사 실적 부진속에 대량전지 자회사(한화솔라원주 및 Q-Cell주) 적자 때문 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 1,366억원으로, 전년대비 667% 증가 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 폴리실리컨 1만톤 신설, 사우디 Shipchem주 합작으로 EVA/LDPE 20만톤 신설														
금호석화 Hold	매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	13,780	11,687	14,425	15,788	17,867	64,574	60,163	59,767
	영업이익	2,864	2,761	2,192	604	1,293	288	351	307	513	874	1,074	1,265	8,422	2,239	3,726
	지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	452	289	657	805	863	5,056	1,963	2,614
	TP 130,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 307억원으로, 전분기 351억원에 이어 여전히 악세 지속. 발전사업만 안정적인 이익이 창출되고, 합성고무, 금호 P&B주 등은 마진 압박에 시달리고 있음 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 2,614억원으로, 전년대비 33% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 금호폴리켄주 EPDM 6만톤, 금호 P&B주 페놀 30만톤 증설														
SKC Buy	매출액	4,231	4,487	4,098	4,058	5,984	6,769	6,666	7,426	6,986	7,924	8,153	8,924	16,874	26,845	31,987
	영업이익	480	1,034	520	266	275	465	420	539	527	634	732	840	2,300	1,699	2,733
	지배주주 순이익	299	759	255	80	237	309	296	370	370	440	525	573	1,393	1,212	1,908
	TP 70,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 539억원으로, 전분기 420억원 대비 28% 증가될 전망. 본사 영업이익은 450억원 수준으로 안정적인 가운데, 통신중계기 판매 자회사인 SK 텔레시스주 흑자 전환 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 1,908억원으로, 전년대비 57% 증가 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : PET 필름 4만톤 증설, PO 7만톤 증설														
코오롱인더 Buy	매출액	14,809	15,571	9,351	14,471	13,309	13,523	12,151	14,620	14,350	15,115	13,858	15,996	54,201	53,603	59,318
	영업이익	1,166	1,249	789	766	961	858	467	820	795	936	718	940	3,970	3,106	3,388
	지배주주 순이익	860	948	873	551	718	549	228	557	530	592	439	594	3,231	2,052	2,156
	TP 110,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 820억원으로, 전분기 467억원 대비 75% 급증 예상. 산업자재 및 필름부진에도 불구하고, 패션부문 이익 성장 덕택 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 2,156억원으로, 전년대비 5% 증가 예상 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : 석유수지 3만톤 증설, 2~3분기 듀폰주과의 영업기밀 도용에 대한 2심판결 예상														
휴켄스 Buy	매출액	1,503	1,566	1,357	1,243	1,477	1,585	1,871	2,109	2,127	2,067	2,080	2,056	5,669	7,042	8,330
	영업이익	180	226	122	33	131	224	157	208	230	260	233	219	561	720	941
	지배주주 순이익	157	184	148	46	112	178	125	159	175	199	180	172	536	574	725
	TP 30,000원	▶ 2012년 4분기 예상 영업이익 208억원으로, 전분기 233억원 대비 32% 회복. 9월말에 완공된 MNB 및 질산 판매가 본격화되었기 때문 ▶ 2013년 세후이익의 예상치는 725억원으로, 전년 대비 26% 개선 ▶ 2013년 Fundamental 변화 : CER 판매 지분을 97% 확대 및 신규질산 증산공장에 대한 CER 인정(총 CER 연간 184만톤), 말레이시아 초안공장 투자, 중국 우레탄 원료공장 JV 진행														

자료: 동양증권 리서치센터

SK 이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-01-15	BUY	200,000
2013-01-07	BUY	200,000
2012-11-06	BUY	200,000
2012-10-29	BUY	200,000
2012-10-08	BUY	200,000
2012-08-23	BUY	200,000
2012-08-02	BUY	180,000
2012-07-30	BUY	180,000
2012-07-09	BUY	180,000
2012-04-30	BUY	220,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 이노베이션종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급(Buy, Hold, Sell)과 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20~-20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.