화학업계의 불독(Bull-Dog) 황규원입니다.
(02)3770-3564 kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

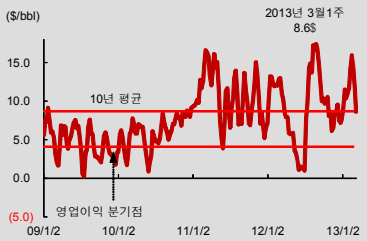
동양증권

정유/석유화학 주간 동향 (2013년 3월2주)

오바마 중동방문은 단기 정유/화학 제품가격에 부정적?!

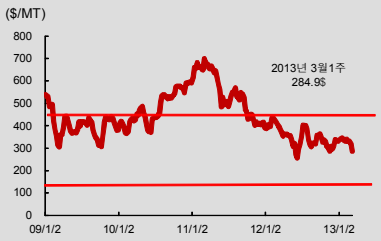
종목	투자의견	목표주가 (원)
[정유업체]		
SK 이노베이션	BUY	220,000
S-Oil	HOLD	120,000
[화학업체]		
LG 화학	BUY	380,000
롯데케미칼	HOLD	260,000
금호석유	HOLD	110,000
한화케미칼	HOLD	22,000
코오롱인더	BUY	110,000
SKC	BUY	50,000
휴켐스	BUY	30,000

복합정제마진(시차 반영) 추이



자료: 동양증권 리서치센터

석유화학 스프레드(시차 반영) 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Why This Report

Eliot 라는 시인은 '황무지'라는 시에서 4 월을 잔인한 달(April is the cruellest month)로 표현했고, 후세들은 많이 인용하고 있습니다. 2013 년 화학/정유업종은 4 월이 아니라 3 월이 더욱 잔인한 달인 모양입니다. 정유업체 복합정제마진은 2 주 연속 폭락하고 있고, 석유화학제품 가격도 걷잡을 수없이 급락하고 있기 때문입니다. 너무 우울해하지 마세요. '황무지'의 다음 구절은 '죽은 대지에서 라일락은 키워내고…(breeding lilacs out of dead land)' 입니다. 정유/화학업체에도 3 월의 잔인한 주가 조정 뒤에는 새로운 희망이 움틀 수 있기 때문입니다. '역발상 투자'를 되뇌어 봅시다.

Investment Point

복합정제마진 동향 : 3월 1주, 배럴당 3.0$ 추가 하락

- ▶ 복합정제마진(시차성 반영) : 2012년 4분기 8.3$ → 2013년 2월 14.0$ → 2월 마지막주 11.7$ → 3월 1주 8.6$/배럴
- ▶ 제품별 정제마진(시차성 배제) : 휘발유 +23.3$(2월 +24.3$), 등유 +20.2$(+23.0$), 경유 +20.1$(+23.0$), B/C 유 △5.1$(△8.4$), 나프타 △3.7$(△1.8$)
- ▶ 특징 : 국제유가 하락 및 비수기 진입 영향으로 복합정제마진은 2주 연속 급락함. 다만, 아시아 정유업체를 중심으로 3 ~ 4월 정기보수가 집중됨에 따라, 정제마진 하락폭을 제한하는 요인으로 작용하고 있음
- ▶ 전망 : 3월 말 미국 오바마 대통령의 중동 순방(이스라엘을 먼저 방문)을 앞두고, 국제유가는 상대적으로 하향 안정압력이 높아질 것으로 보임. 이란 핵문제를 두고 첨예화되고 있는 이스라엘-이란 사이의 지정학적 위험이 일시적으로 완화될 가능성이 높기 때문. 석유제품 비수기에 진행되는 국제유가 하락은 곧 정제마진 약세으로 이어지게 됨

석유화학마진 동향 : 3월 초, 부타디엔/에틸렌/벤젠 가격 폭락

- ▶ 11개 석유화학업체 Cash 마진(시차성 반영) : 2012년 4분기 319$ → 2013년 2월 330$ → 2월 마지막 주 320$ → 3월 1주 285$/톤
- ▶ 제품별 가격 동향 :
  a. 주간 가격 상승 Item : 없음
  b. 주간 가격 하락 Item : 부타디엔 △10.3%(1,866$) > 에틸렌 △6.6%(1,266$) > 벤젠 △4.4%(1,324$)
  c. 원료인 나프타 가격 : △1.7%(940$)
- ▶ 특징 : 3월 말 분기 결산을 앞두고, 중국 유통상을 중심으로 화학제품 재고 소진 욕구가 커지고 있음. 이로 인해, 1 ~ 2월 단기에 급등한 화학제품(EG, 에틸렌, 부타디엔, 벤젠 등)을 중심으로 가격 폭락세가 재현되고 있음
- ▶ 전망 : 화학제품 최종 수요처는 구매를 연기시키는 반면, 공급업체는 빨리 재고를 처분하려는 상황이 3월 말까지 이어질 것으로 보임. 중국의 2월 PMI(생산관리자 구매지표) 하락 반전으로, 화학제품 소비증가 기대감이 낮아지는 가운데, 국제 원유가격도 하락세를 이어가고 있기 때문

3월 Chemical Idea[2p] : 3/20일 美 오바마 대통령 중동 순방 → 국제유가 안정화

- ▶ 3월 20일 미국 오바마 대통령은 이스라엘 등 중동지역 순방에 나서게 됨. 이란 핵문제와 시리아 내전 등 지정학적 위험이 낮아지면서, 당분간 국제유가는 하향 곡선이 예상됨
- ▶ 국제유가 하락은 Upstream 석화제품 가격 하락으로 이어지는 반면, Down stream 업체에는 원가절감으로 이어질 수 있음

석유화학/정유 주가 모멘텀 약세 흐름은 3월 말까지 지속

- **3월 20일 오바마 대통령의 중동 순방 전후 동안, 유가 및 석화제품 가격 하락압력 지속 예상**
- **역발상으로, 3월 말 유가 바닥 도달 후, 대형 정유/석화업체 단기 주가 모멘텀 부각에 주목**

Chemical Idea : 3월 말, 오바마 대통령의 중동 순방...

세계 최대 석유 소비국의 수장인 미국 대통령이 중동지역 순방길에 오른 것과 국제유가에는 관계가 있을까? 2013년 3월 20일 전후로, 미국의 오바마 대통령의 중동방문이 예정되어 있다. 과거 경험을 대입해 보면, 3 ~ 4월 단기적으로는 국제유가는 안정화될 것으로 보인다. 국제 유가 흐름에 영향을 받는 석유화학제품 가격도 약세 압력이 지속될 수 밖에 없다는 뜻이다. 결국, 3 ~ 4월 초 동안 제품가격 상승에 의한 국내 정유 및 석유화학업체의 주가 모멘텀을 기대하기 힘들 전망이다.

과거, 미국 대통령 순방 전후 2개월 간 국제 유가 하락

미국 대통령의 중동지역 순방 -> 지정학적 위험 단기적 감소 -> 국제유가 하락압력 증가

일반적으로, 국제유가는 크게 3가지 변수에 의해서 영향을 받는다. ① 국제 원유의 수급동향, ② 유로화 대비 달러화 가치, ③ 지정학적 위험의 크기 등이 그것이다.

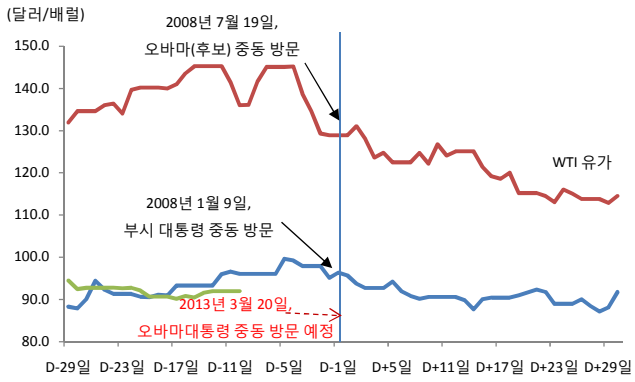
특히, 미국 대통령의 중동 순방은 지정학적인 위험에 영향을 미친다. 과거 경험에서 살펴보면, 중동지역의 지정학적인 위험이 높아질 경우 이를 해결하는 목적으로 미국대통령의 중동순방이 진행되었기 때문이다. [그림1]에 나타나듯이, 2008년 1월 9일 미국 부시 대통령(공화당)이 중동 지역을 이란 핵문제 협의를 위해 순방했을 때, 국제유가(WTI 기준)는 방문 3주전 WTI 99$에서 방문 후 3주 뒤에 88$로 하락했다. 2008년 7월 17일에는 당시 민주당의 오바마 대통령 후보가 중동(아프가니스탄 분쟁 해결 압력 행사 목적)을 방문했다. 방문 전후 국제유가는 145$에서 115$로 낮아졌다.

2013년 2월 말부터 OPEC 의 원유 생산량 확대

2013년 3월 20일 오바마 대통령의 중동 순방 + OPEC 의 원유생산량 확대 -> 국제유가 상승 모멘텀 부족

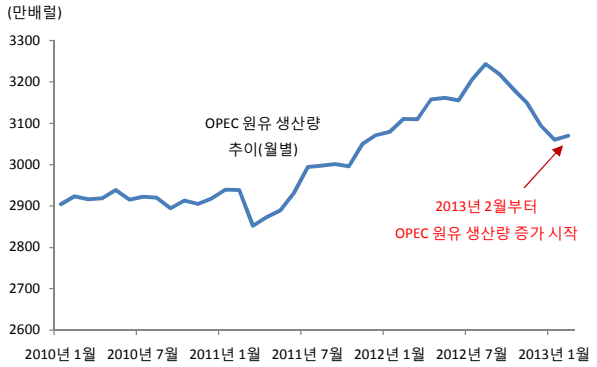
2013년 3월 20일에는 오바마 대통령은 이스라엘을 가장 먼저 방문하게 될 전망이다. 이란과 시리아 지역 분쟁에 대응하기 위한 행보로 이해된다. 3 ~ 4월 평화적 해결 기대감이 높아지면, 국제 원유시장에서 지정학적 위험을 낮추는 변수로 작용할 것으로 보인다. 특히, [그림2]에서 나타나듯이, 2013년 8월부터 원유생산량을 지속적으로 줄여왔던 OPEC 은 2월 말부터 생산량을 확대하고 있다. 특별한 글로벌 원유시장의 수요 증가가 없는 가운데 진행되고 있는 OPEC 의 원유생산량 증가는 국제유가를 하향 안정화시키는 역할을 하고 있다.

[그림 1] 미국 대통령의 중동순방시기 국제유가 흐름



자료 :bloomberg, 동양증권 리서치센터

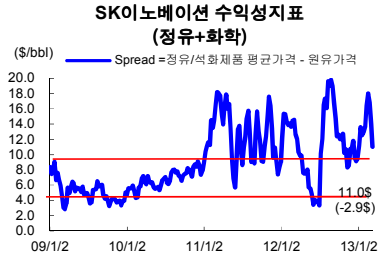
[그림 2] OPEC 의 원유생산량 추이

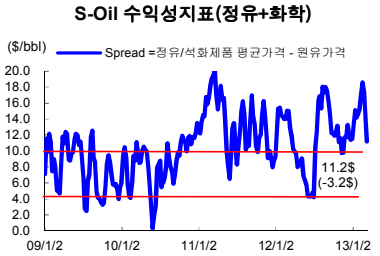


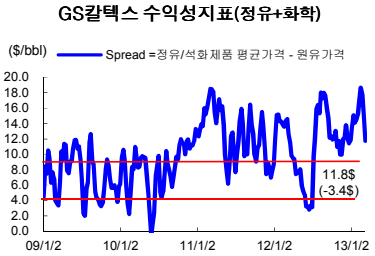
자료 : bloomberg

[별첨1] 주요 화학/에너지업체별 제품 1단위당 마진 추이

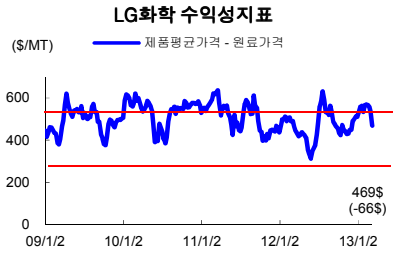
[그림 3] 석유정제업체 수익성지표(Refining 마진) 추이

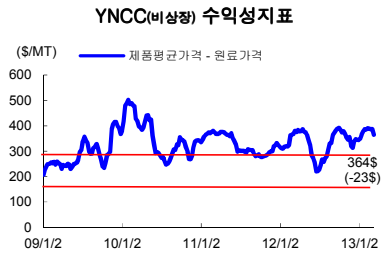


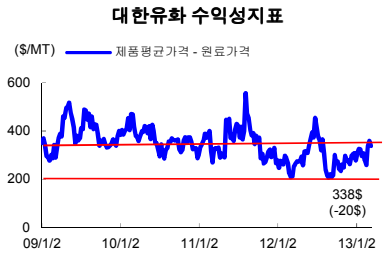


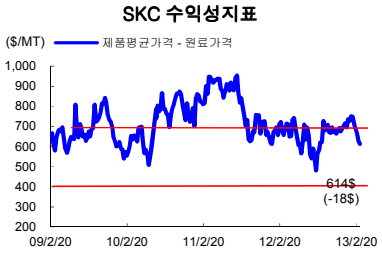


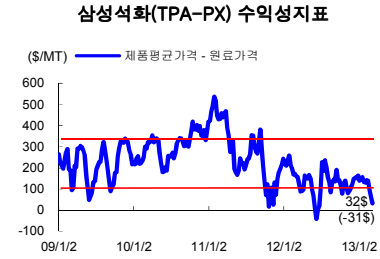
[그림 4] 석유화학업체 수익성지표(Cash 마진) 추이







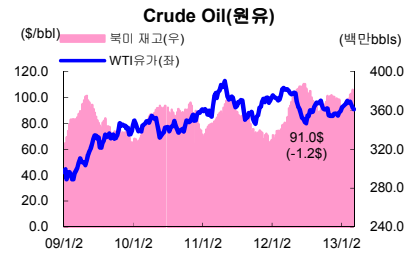


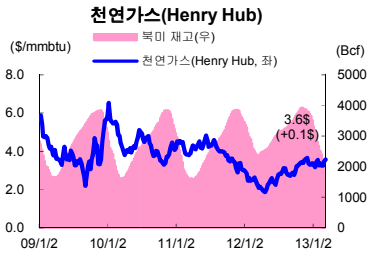


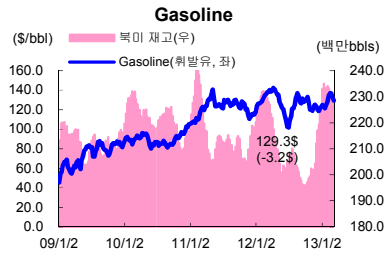
자료: 동양증권 리서치센터

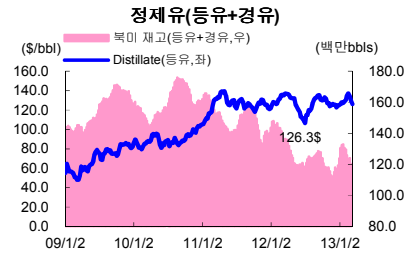
[별첨2] 정유/화학 제품가격 추이

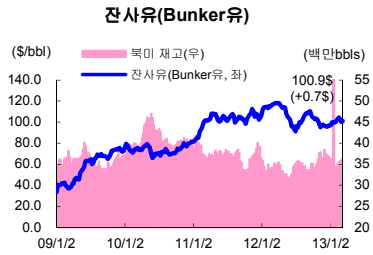
[그림 5] 석유정제 제품가격 및 북미지역 재고 추이

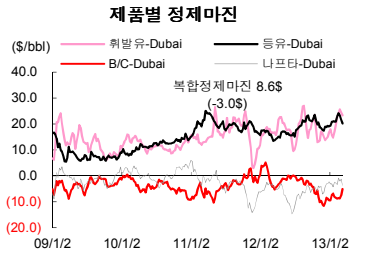




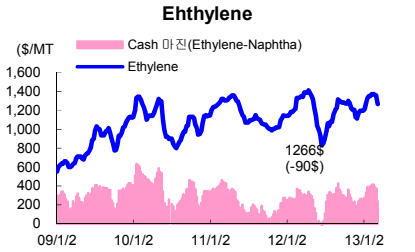


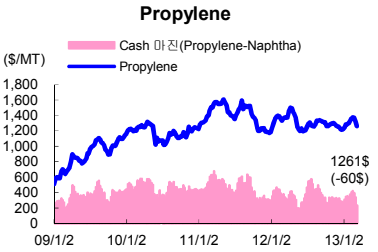


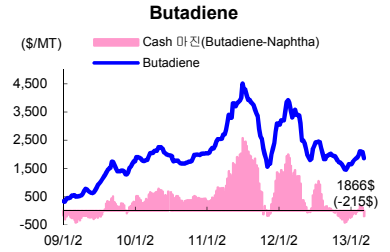


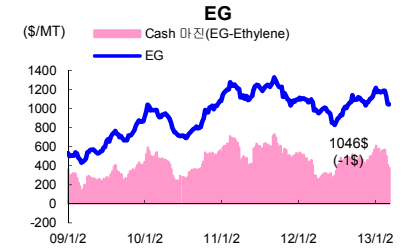


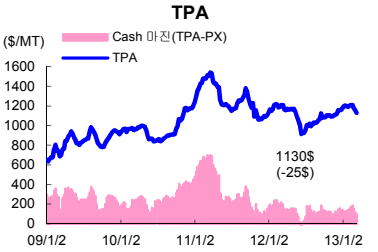
[그림 6] 석유화학 제품가격 및 Cash 마진 추이

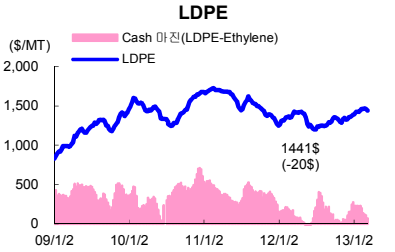


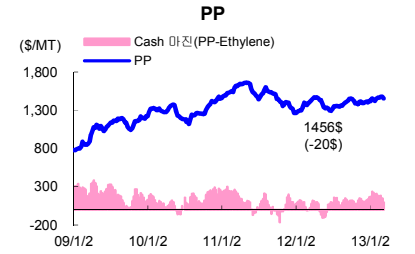


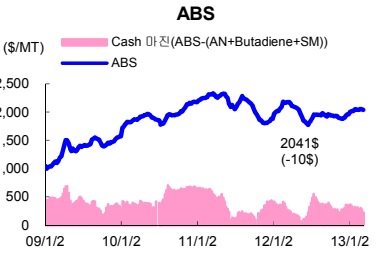


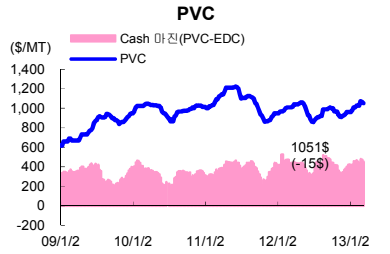












자료: 켐로커스, Datastream, 동양증권 리서치센터

[별첨3] 2011~13년 주요 화학/에너지업체 분기 실적 추정치

구	분	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	매출액	170,684	171,621	172,096	169,311	188,343	188,781	184,580	171,600	179,985	167,162	169,865	176,727	683,712	733,304	693,739
Buy	영업이익	11,920	5,821	4,239	3,615	7,379	-1,324	8,835	2,021	5,320	4,257	5,716	6,907	28,424	16,911	22,200
	지배주주 순이익	9,078	2,972	18,185	1,455	6,500	-2,390	5,074	2,280	3,251	3,060	3,880	4,895	31,690	11,464	15,086
		▶ 2012년 4분기 지배주주 순이익 2,280억원으로, 전분기 5,074억원 대비 55% 감소. 정제마진 하락, PX 정기보수, 윤활기유 판매 부진 등이 동시에 영향을 받음.														
TP 220,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1.5조원으로, 전년대비 31% 증가 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 인천정유 PX 설비에 대한 JV 계약 체결, 미국 자원개발 업체 인수 추진, SK 루브리컨츠㈜ 상장 추진														
2013.02.01일 발표																
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
Hold	영업이익	6,277	2,518	4,153	4,027	3,770	-1,500	5,197	717	3,769	2,505	2,947	3,609	16,975	8,183	12,830
	지배주주 순이익	5,524	2,380	629	3,377	3,159	-1,652	4,565	34	2,291	1,870	2,208	2,382	11,910	6,106	8,751
		▶ 2012년 4분기 지배주주 순이익 34억원으로, 전분기 4,565억원 대비 98% 급감 예상. 원유재고손실 1,000억원, 한국폴리실리콘㈜ 지분 상각 손실 2,500억원														
TP 120,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 0.9조원으로, 전년대비 43% 상승 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 특별한 정기보수 및 증설 없음														
2013.01.31일 발표																
LG 화학	매출액	54,909	56,999	58,859	55,989	57,531	59,956	58,335	56,808	58,819	59,204	64,242	65,812	226,756	232,630	248,077
Buy	영업이익	8,313	7,626	7,166	5,082	4,467	4,991	6,013	3,639	3,790	5,410	6,203	5,906	28,187	19,110	21,309
	지배주주 순이익	6,385	6,140	5,100	3,412	3,754	3,766	4,527	2,944	2,872	4,136	4,746	4,526	21,037	14,990	16,280
		▶ 2012년 4분기 영업이익 3,639억원으로, 전분기 6,013억원 대비 40% 감소. 고가 나프타 투입 영향으로 석유화학 실적 둔화														
TP 380,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1.7조원으로, 전년대비 14% 증가 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 3D-Retarder 2~3라인 완공, EVA 13만톤, EDC 30만톤, ABS 20만톤, 중대형 배터리 공장 26만대분 완공(미국 홀란드 6만대, 한국 오창 20만대)														
2013.01.29일 발표																
호남석화	매출액	39,397	39,496	40,880	37,226	38,504	39,488	41,319	40,018	41,562	40,369	43,243	43,945	157,000	159,329	169,119
Hold	영업이익	5,599	3,600	4,108	1,374	2,027	-477	1,936	93	1,205	1,256	1,601	1,586	14,911	3,579	5,648
	지배주주 순이익	3,603	2,794	2,873	512	1,674	-127	1,579	-45	790	894	1,213	1,399	9,781	3,081	4,296
		▶ 2012년 4분기 영업이익 93억원으로, 전분기 1,936억원 대비 95% 급감. 부타이덴/PE/PP/TPA 등 전반적인 제품 수요 둔화. 타이틴㈜ 등 재고평가손실 85억원														
TP 260,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 4,296억원으로, 전년대비 39% 증가 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 상반기 대산공장 정기보수 검토 중, 하반기 타이탄 Ethylene 소규모 증설(28만톤)														
2013.02.04일 발표																
한화케미칼	매출액	21,370	20,014	20,298	17,744	16,946	17,123	17,710	17,843	17,734	17,211	17,501	17,426	79,426	69,622	69,872
Hold	영업이익	2,404	2,003	828	-1,977	321	451	403	-1123	233	493	489	495	3,259	52	1,710
	지배주주 순이익	1,442	1,532	641	-1,079	347	-127	413	-337	629	464	462	424	2,535	296	1,979
		▶ 2012년 4분기 영업손익 1123억원 적자로, 4분기만에 다시 적자전환. 본사 실적 부진속에 태양전지 자회사(한화솔라원㈜ 및 Q-Cell㈜) 적자 1,491억원 때문														
TP 22,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1,979억원으로, 전년 296억원 대비 회복 기대														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 폴리실리콘 1만톤 신설, 사우디 Shipchem㈜ 합작으로 EVA/LDPE 20만톤 신설														
2013.02.27 일 발표																
금호석화	매출액	16,002	17,077	16,603	14,892	16,226	15,840	14,317	12,454	13,905	13,793	14,873	16,775	64,574	58,837	59,346
Hold	영업이익	2,864	2,761	2,192	604	1,293	288	351	307	356	532	969	1,210	8,422	2,239	3,067
	지배주주 순이익	1,962	1,790	900	404	1,016	89	406	-208	255	408	536	697	5,056	1,303	1,896
		▶ 2012년 4분기 영업이익 307억원으로, 전분기 351억원에 이어 여전히 약세 지속. 합성고무, 금호P&B㈜ 등은 마진 압박에 시달리고 있음. 대우건설㈜ 등 자산평가손실 600억원 발생														
TP 110,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1,896억원으로, 전년대비 46% 증가 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 금호폴리켐㈜ EPDM 6만톤, 금호P&B㈜ 페놀 30만톤 증설														
2013.02.07일 발표																
SKC	매출액	4,231	4,487	4,098	4,058	5,984	6,769	6,666	6,873	5,520	7,207	7,359	8,641	16,874	26,292	28,727
Buy	영업이익	480	1,034	520	266	275	465	420	329	154	515	575	664	2,300	1,489	1,908
	지배주주 순이익	299	759	255	80	237	309	296	-181	26	327	378	429	1,393	661	1,160
		▶ 2012년 4분기 영업이익 329억원으로, 전분기 420억원 대비 22% 감소. 본사 영업이익 360억원, 계열사 적자 300억원 내외. 영업외에서는 세무관련비용 340억원 발생														
TP 50,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1,160억원으로, 전년대비 75% 증가														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : PET 필름 4만톤 증설, PO 7만톤 증설														
2013.02.06일 발표																
코오롱인더	매출액	14,809	15,571	9,351	14,471	13,309	13,523	12,151	14,147	13,714	14,787	13,803	16,100	54,201	53,130	58,404
Buy	영업이익	1,085	1,198	941	800	859	976	494	611	561	790	642	885	3,970	2,940	2,878
	지배주주 순이익	860	948	873	551	718	549	228	171	279	396	287	447	3,231	1,666	1,409
		▶ 2012년 4분기 영업이익 611억원으로, 전분기 494억원 대비 24% 증가. 패션부문 이익 성장 덕택. 4분기 1회성비용 400억원(격려금 100억원+재고손실150억원+변호사비용 150억원)														
TP 110,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 1,409억원으로, 전년대비 15% 감소 예상														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : 석유수지 3만톤 증설, 2~3분기 듀퐁㈜과의 영업기밀 도용에 대한 2심판결 예상														
2013.02.15일 발표																
휴켐스	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
Buy	영업이익	181	219	122	65	147	221	170	127	178	215	215	194	561	665	802
	지배주주 순이익	157	184	148	46	112	178	125	106	133	165	166	151	536	521	615
		▶ 2012년 4분기영업이익 127억원으로, 전분기 170억원 대비 25% 감소. 격려금 40~50억원 등 일회성 비용 발생														
TP 30,000원		▶ 2013년 세후이익 예상치는 615억원으로, 전년 대비 18% 개선														
		▶ 2013년 Fundamental 변화 : CER 판매 지분율 97% 확대 및 신규질산 증산공장에 대한 CER 인정(총 CER 연간 184만톤), 말레이지아 초안공장 투자, 중국 우레탄 원료공장 JV 진행														
2013.02.14일 발표																

자료: 동양증권 리서치센터

- 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.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(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 신뢰할만 하다고 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.