

수요 회복이 더터지는 정유/석유화학 산업
돌발 악재를 만난 한국전력

에너지/석유화학

❖ Top-pick: 한국전력



이충재

02 6915 5683

twim2000@ibks.com

IBKS



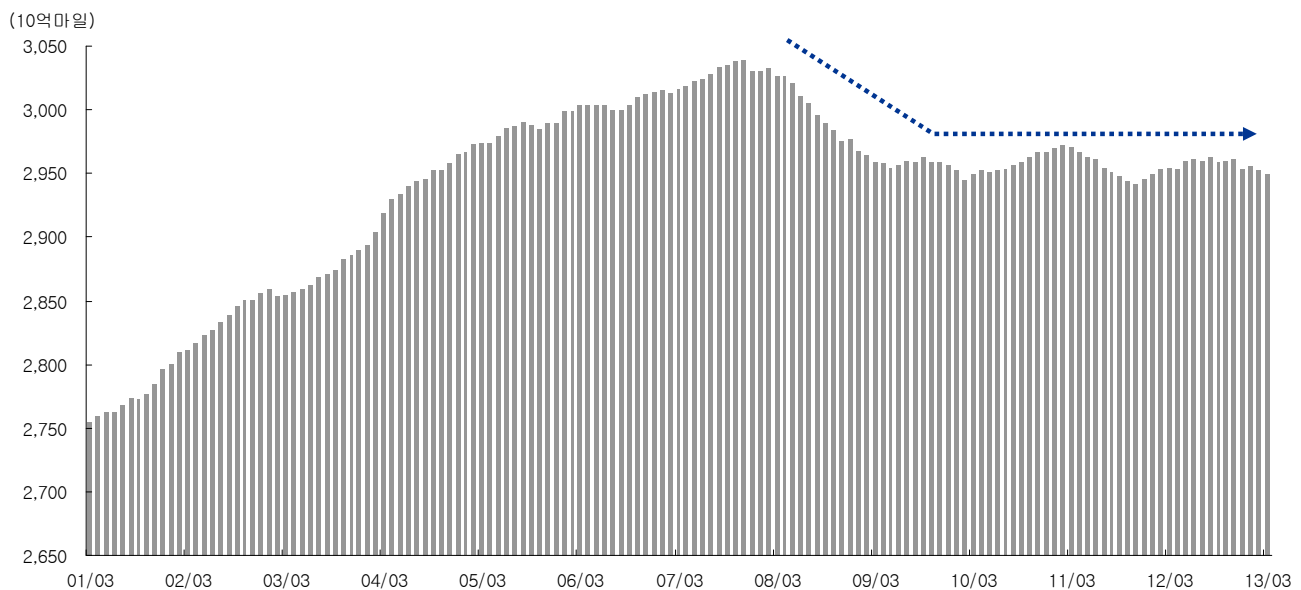
[Sector Insight] 미국 자동차 주행거리 감소의 의미에 대해 생각해보기



▶ 2008년 서브프라임 이후 미국의 자동차 주행거리는 왜 경기가 좋아지고 있음에도 회복되고 있지 않을까? 소비의 양극화가 심해진다는 뜻?

: 자동차가 많이 다닌다는 것은 경기 좋아지고, 소비 늘어난다는 뜻이 될 수 있음. 하지만 주행거리 늘지 않음. 경기 회복에도 불구하고, 소비 계층은 얇아진 것

2001년 이후 미국 자동차 주행거리(12개월 이동평균 기준)

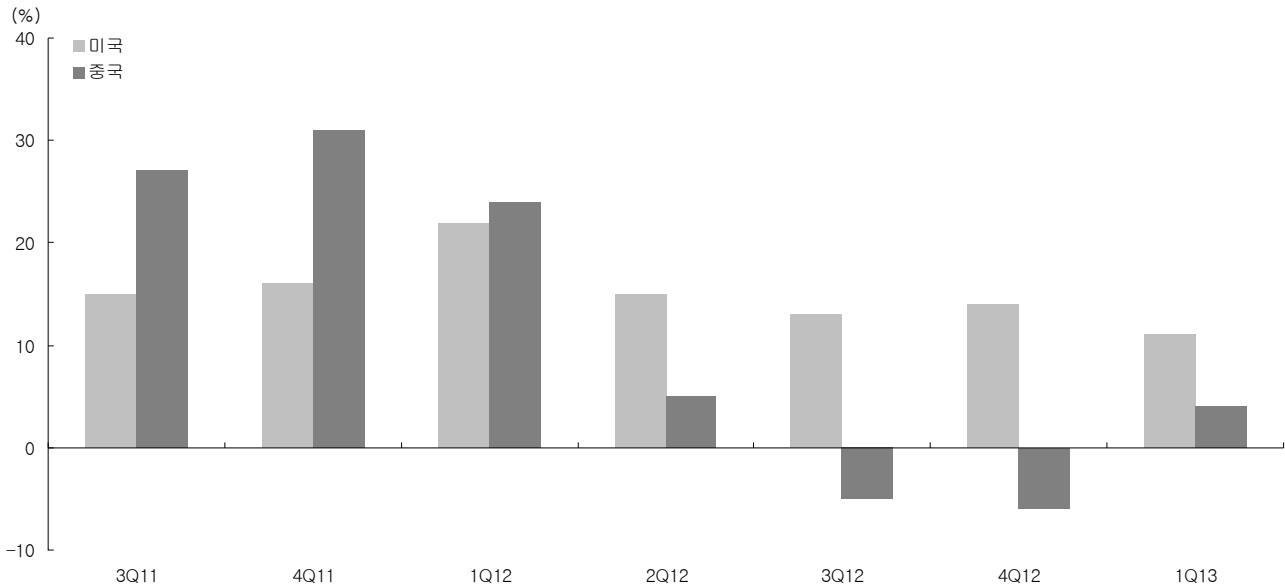


자료: FHWA, IBK투자증권

▶ 에너지 가격의 하락으로 인해 선진국 경기가 회복된다면, 상대적으로 소비 성장률이 높았던 Commodity Economy 국가들의 경제는 악화

: GDP가 \$3~4만 수준의 선진국은 경기에 따라 석유화학 제품 수요가 크게 변화하지 않음. 결국 경기 개선은 소비의 고급화로만 이어질 수 있음

NIKE 지역별 선주문 증가율: 미국은 NIKE 선주문만 보면, 경기 회복세가 확실함. 즉 추가적인 미국 경기 개선이 석유화학 수요 증가로 이어지지 않을 수도 있음



자료:NIKE, IBK투자증권

수요 회복이 더디지는 2013년의 정유/석유화학

Review : 전력 수요로 업황 읽어 보기

- 유럽 경기 침체와 중국의 수출 부진 등으로 석유화학 제품 수요 부진
- 우리나라 석유화학 전력 수요는 2012년 10월 이후 올해 3월까지 전년 동월 대비 감소했음. 업체들이 가동률을 낮추고 있다는 증거
- 산업용 전력 수요 감소는 한전 실적에는 긍정적으로 작용할 수 있음

Outlook

- 석유화학 업황의 턴어라운드는 휘발유 마진 개선이 나타나야 가능
- 중국 PPI의 방향 전환 역시 석유화학 업황 턴어라운드의 신호가 됨
- 현 상황에서 추가적인 제품 가격 상승을 기대하면서, 업체들의 실적 개선을 이야기할 수는 없음. 결국 나프타 가격 하락을 기대함

Issue

- 올해 하반기에는 미국과 같은 본격적 상용 생산은 아니더라도, 셰일 가스를 시험적으로 생산하기 시작하는 나라가 나타나게 될 듯
- 셰일 가스 본격 활용을 위한
 - 1) 소형 GTL Plant,
 - 2) GE의 LNG IN A BOX,
 - 3) CNG/LNG 자동차 등의 보급 관련 뉴스가 하반기에 많을 듯

장기 트렌드

- 2008년 서브 프라임 이후 미국의 자동차 주행거리는 늘지 않음. 경기가 좋아지고 있음에도 회복되지 않고 있음. 소비 양극화 심화
- 에너지 가격 하락으로 인해 선진국 경기가 회복은 상대적으로 소비 성장률이 높았던 BRICs 국가들의 경제 악화로 연결

Top Picks

- 한국전력 (015760/매수/TP 40,000원) : 원전 가동 중단 관련 이슈가 빨리 해소되길 기대한다

I. 상반기 Review (1) : 전력 수요로 업황 읽어 보기

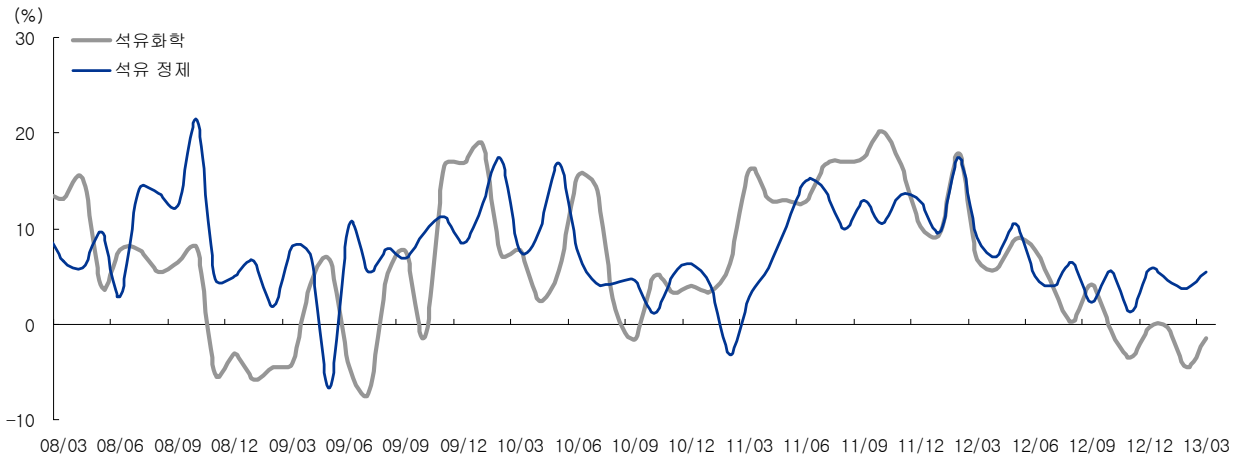
▶ 우리나라 석유화학 전력 수요는 2012년 10월 이후 올해 3월까지 전년 동월 대비 감소 : 업체들이 가동률을 낮추고 있다는 증거

: 작년부터 중국의 새로운 지도부 출범하고 나면, 경기 부양책을 내놓을 것이라는 시장의 기대가 있었지만, 기대와 달리 부정부패 척결, 환경 보호 등을 강조
: 결국 우리나라 정유/석유화학 업체들도 작년 하반기부터 전력 수요가 전년 동월 대비 증가가 거의 나타나지 않고 있음. 석유화학은 오히려 전력 수요 감소

▶ 산업용 전력 수요 감소는 한국전력의 실적에는 긍정적으로 작용할 수 있는 요소

: 산업용 전력 판매 단가는 원가 이하로 판매 되는 경우가 많기 때문에, 산업용 전력 수요 감소는 한국전력의 실적에는 긍정적으로 작용할 수 있음
: 1분기 우리나라 전체 전력 수요도 작년 대비 감소가 나타났음. 전력 수요 감소는 한국전력의 발전에서 기저(원자력/석탄) 발전의 비중이 늘어나는 효과

우리나라 석유화학/석유 정제 업종 전년 동기 대비 전력 수요 증가율



자료: 전력 거래소, IBK투자증권

I. 상반기 Review (2) : 2012년의 모습이 그대로 재현된 상반기

▶ 유럽 경기 침체와 중국의 수출 부진, 내수 시장 침체 등이 맞물리면서, 석유화학 제품 수요를 받아줄 곳이 없었음

: 중국은 디젤을 작년 하반기 이후 계속 수출할 정도로, 제조 업체들의 가동률이 떨어진 것으로 생각됨

상반기 석유화학 업황 정리

석유화학 업체: 에탄 대비 높아진 나프타 가격



중국 중/소 제조업: 유럽 경기 부진으로 수출/수요 부진 지속



중국 트레이더: 제품 재고에 대한 부담이 높아졌다



II. 하반기 Outlook (1) : 큰 흐름의 변화는 없을 듯



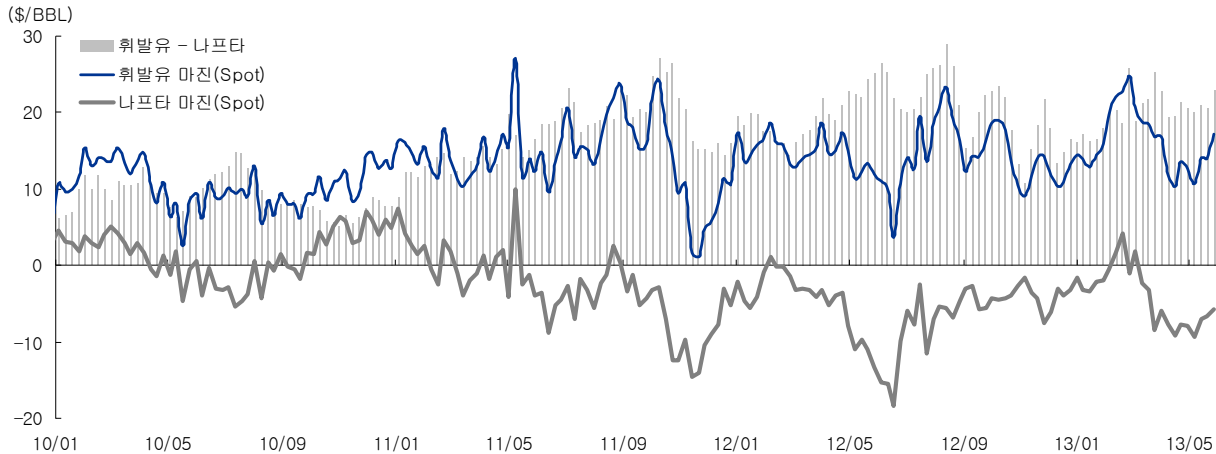
▶ 석유화학 업황의 Turnaround를 확인할 수 있는 첫 번째 지표는 휘발유 마진

: 미국 주행거리 감소, 자동차 연비 개선 등이 휘발유 수요는 정체화되어 있는 것으로 생각됨. 결국 나프타 크래커 가동률만이 휘발유 수요를 이끌 듯
: 하지만 나프타 크래커까지 가동률이 낮기 때문에, 휘발유 마진이 개선되는 것이 석유화학 업황 개선의 첫 번째 신호일 듯

▶ 정유 업체들 역시 석유화학 부문이 이익이 중요하기 때문에, 휘발유 마진을 계속 지켜봐야 됨

: 우리나라 모든 정유 업체들이 PX에 대규모 투자를 했거나, 계획중임. 정제 부문보다 석유화학 부문의 이익 중요성이 커지고 있음
: 따라서 정유사들의 이익에도 향후 석유화학 업황이 미치는 영향이 점점 더 커질 듯. 한국전력의 원전 가동 중단은 디젤 수요 증가로 이어질 수도 있음

작년 상반기보다 악화된 휘발유 마진이 의미하는 것은 결국 낮아진 나프타 크래커 가동률, 선진국 자동차 주행거리의 감소



자료: 페르토넷, IBK투자증권

II. 하반기 Outlook (2) : 큰 흐름의 변화는 없을 듯



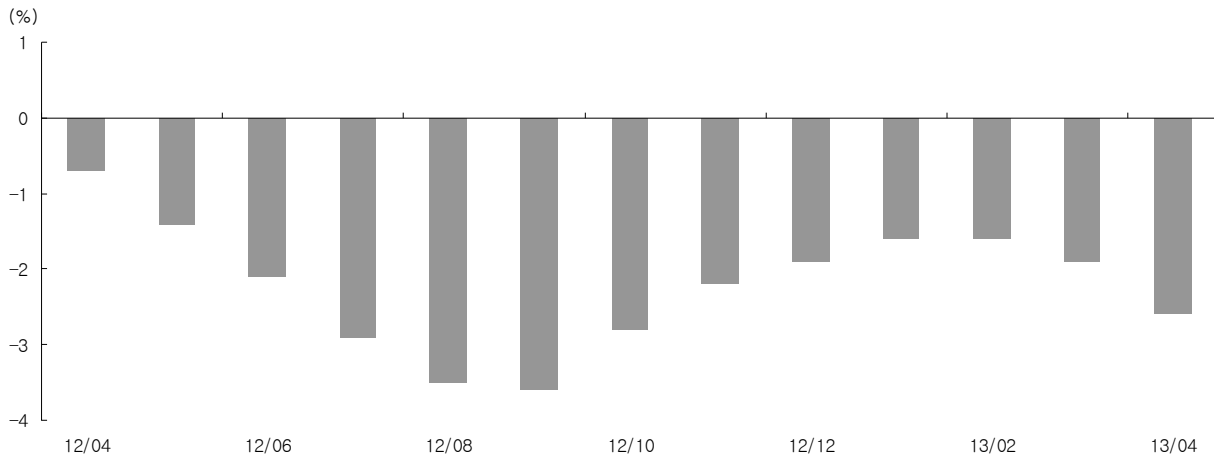
▶ 석유화학 업황의 Turnaround를 확인할 수 있는 두 번째 지표는 중국 PPI.

: 중국 PPI가 마이너스인 상황이 장기화되고 있음. PPI가 마이너스라는 뜻은 결국 중국 내 제조업 설비가 과잉이라는 뜻. 결국 이 문제가 해결되어야 함
: 따라서 PPI가 플러스 전환이 되는 것까지는 기대하지 않더라도, 최소한 방향 전환이라도 나타나는 모습이 보이는 것이 석유화학 업황 개선의 두 번째 지표

▶ 작년에도 PPI의 방향이 바뀌면서, 석유화학 업황이 개선. 올해도 마찬가지 일 듯

: 작년에도 하반기에 들어서, 낮은 원재료 재고 수준과 중국 새로운 지도부의 경기부양책을 기대했던 업체들의 움직임으로 PPI가 4분기부터 개선됨
: 올해도 같은 모습이 나타나길 기대함. 중국 수요 개선을 기대하고, 1분기에 쌓인 중국 석유화학 제품 재고도 3분기말쯤에나 시장에서 소화가 다 될 듯

중국 PPI(Producer Price Index) : 2012년 하반기 석유화학 업황 개선과 중국 PPI 개선이 함께 나타났음. 올해 하반기도 유사한 업황이 나타날 것으로 기대



자료: 중국 통계청, IBK투자증권

II. 하반기 Outlook (3) : 큰 흐름의 변화는 없을 듯

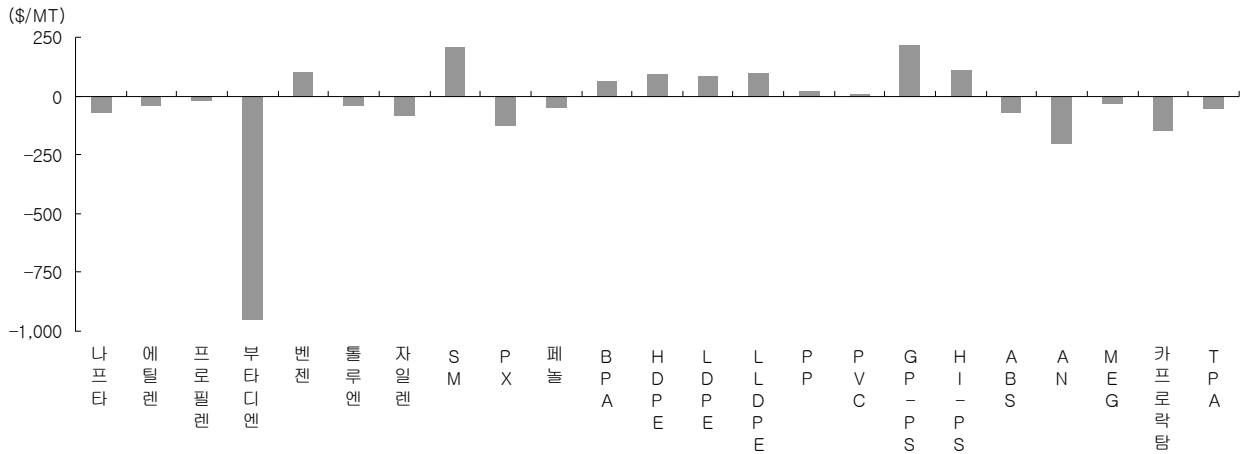
▶ 작년 평균 가격 이하로 제품 가격이 떨어진 제품이 서서히 늘어나고 있음

: 제품 가격 자체가 낮아졌기 때문에, 하반기에 거래가 조금씩 다시 살아나고, 낮아진 가격으로 인해 수요가 조금씩 살아날 수도 있다는 뜻
: 이런 상황에서 나프타 가격이 빠르게 하락해준다면, 석유화학 업체들의 이익이 개선될 수도 있음

▶ 현재 상황에서 추가적인 제품 가격 상승을 기대하면서, 업체들의 실적 개선을 이야기할 수는 없음

: 경기 회복에 따른 업황 개선이 나타난다면, 부타디엔 계열의 제품의 상승 속도가 제일 빠를 수 있음. 관련 업체는 롯데케미칼, 금호석유화학
: 수요 개선보다는 나프타 가격 하락으로 인해, 이익이 많이 늘어날 수 있는 업체는 현재 수요 상황에도 마진이 괜찮은 LG화학

현재 제품 가격(2013년 5월 27일 현재) - 2012년 평균 가격 : 작년 대비 낮아진 제품들이 늘어나면서, 일단 제품 가격 수준에 대한 부담은 작아졌다



자료: 시스템닷컴, IBK투자증권

III. Issue (1) : 미국 외 지역의 셰일 가스 생산

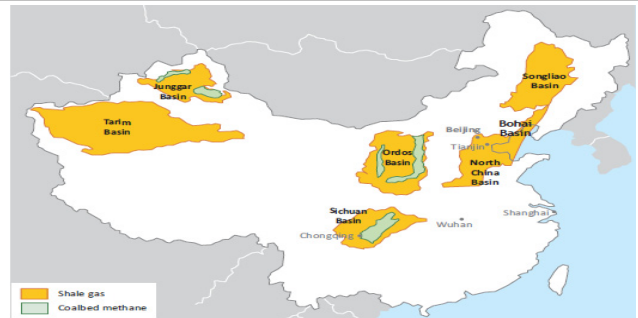
▶ 올해 하반기에는 미국과 같은 본격적 상용 생산은 아니더라도, 셰일 가스를 시험적으로 생산하기 시작하는 나라가 나타나게 될 듯

미국 다음으로 셰일 가스를 본격적으로 상업 생산할 것으로 보이는 러시아



자료: 언론 보도, IBK투자증권

중국: 올해 하반기부터 셰일 가스 생산 관련 뉴스가 조금씩 나올 것으로 보임



자료: OECD, IEA, IBK투자증권

유럽: 하반기 셰일 가스 생산 관련 법규 개정 등 준비 관련 뉴스가 있을 듯



자료: OECD, IEA, IBK투자증권

사우디아라비아에서도 올해 하반기부터 셰일 가스 생산 관련 뉴스가 나올 듯

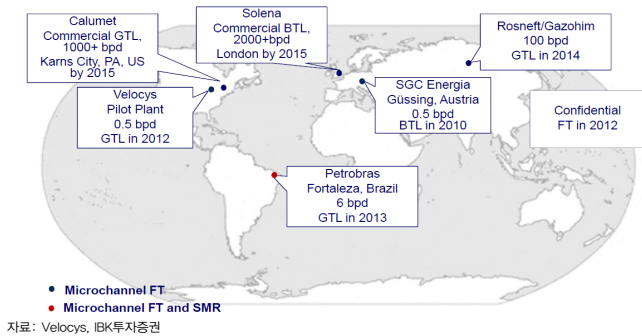


자료: 언론 보도, IBK투자증권

III. Issue (2) : 이제는 생산이 아닌 실질 수요 확대가 이슈

▶ 세일 가스 본격 활용을 위한 1) 소형 GTL Plant, 2) GE의 LNG IN A BOX, 3) CNG/LNG 자동차 등의 보급 관련 뉴스가 하반기에 많을 듯

Velocys가 판매를 시작한 소형 GTL Plant의 2013년 1분기 현재 판매 현황



올해 4월 출시된 이후 판매가 시작된 GE의 LNG IN A BOX



자료: GE, IBK투자증권

단거리 운행에 적합한 CNG 차량: 택시, 시내 버스 등



자료: Clean Energy Fuels, IBK투자증권

장거리 운행에 적합한 LNG 차량: 대형 트럭 등



자료: Clean Energy Fuels, IBK투자증권

Top Pick - 한국전력 (015760/매수/TP 40,000원)

원전 가동 중단 관련 이슈가 빨리 해소되길 기대한다

▶ Investment Point

- 1) 전력 수요 증가율 정체
 - 기저 발전 비중 확대로 원가 낮아질 수 있음
- 2) 국내 수입 LNG, 석탄 가격이 전년 동기 대비 하락세
 - 올해 1분기 연료비는 이미 작년 1분기 대비 1.4조원 감소가 나타남
 - 향후 원전 재가동으로 인한 가동률 상승이 언제쯤 가능할 지가 관심
- 3) 정부의 에너지 공기업 재무 구조 개선 등의 이슈
 - 향후 전력 요금은 연료 가격 떨어져도, 최소한 인하하지 않을 듯
 - 전력 요금 인상 가능성은 그다지 높게 보고 있지는 않음

▶ Risk

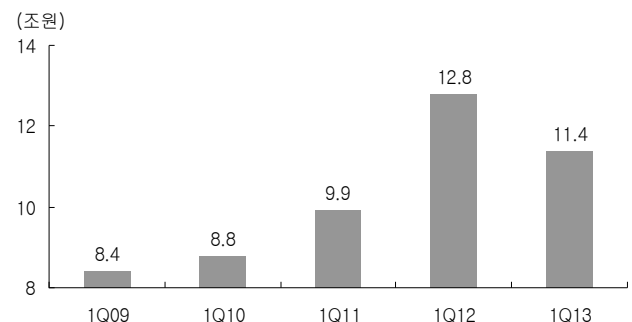
- 1) 원전 가동 중단
 - 사상 최대 규모의 원전 가동 중단이라는 대형 악재가 나타났음
 - 현재 80% 수준의 원전 가동률이 언제쯤 회복될 수 있을 지가 관건
- 2) 연료는 95% 이상 수입하기 때문에 환율 역시 리스크 요인
 - 1분기 연료비는 11.4조원
 - 환율 1% 변동으로 분기 1000억 이상의 변동될 수 있음
 - 향후 강달러 현상이 나타난다면, 이는 한국전력에 악재일 듯

수익예상과 투자지표

(단위:십억원, %, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	43,456	49,422	54,053	55,664	57,069
영업이익	-1,020	-818	4,815	5,944	6,272
세전이익	-2,473	-4,063	2,847	3,745	3,872
지배주주순이익	-3,370	-3,167	2,161	2,846	2,943
EPS(원)	-5,251	-4,933	3,366	4,434	4,584
증가율(%)	적지	적지	흑전	31.7	3.4
영업이익률(%)	-2.3	-1.7	8.9	10.7	11.0
순이익률(%)	-7.6	-6.2	4.0	5.1	5.2
ROE(%)	-7.1	-6.1	4.2	5.3	5.2
PER	-4.9	-6.2	7.8	6.0	5.8
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.7	11.8	6.1	5.2	5.2
현재가 (6/5)		25,900원	시가총액		16,627 십억원
목표주가		40,000원	발행주식수		641,964 천주
상승여력		54.4%	60일 평균거래대금		60 십억원
52주 최고가/최저가		34,850원 / 23,750원	외국인 지분율		23.3%

자료: Quantwise, IBK투자증권

2009년 이후 1분기 연료비 추이: 작년 대비 1.4조원 감소



자료: 전력거래소, IBK투자증권