

Strategy Idea



▲ 정유/화학
 Analyst 노우호
 02. 6454-4867
 woo.h.rho@meritz.co.kr

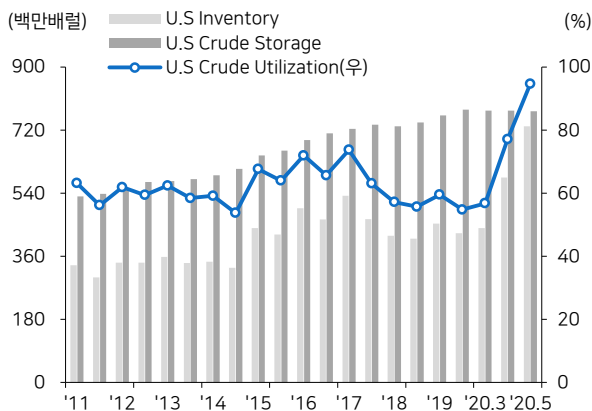
2020년 하반기 전망 시리즈 7 정유/화학_기저효과(해설판)

- ✓ 정유: 1Q20 유가 급락에 따른 재고손실 대규모 반영, 국가/지역간 이동제한은 운송 수요에 부정적
- ✓ 화학: 1Q20 유가 급락으로 NCC들의 점진적 원가 개선, 석유제품 대비 안정적인 수요 유지
- ✓ 정유와 NCC들의 연간 영업이익 시장 예상치 차별화: 정유 연간 적자전환, NCC 기업들 흑자 기조 유지

Part I) Oil, From Fear to Recovery

20년 3월 이후 COVID-19의 글로벌 확산으로 투자자들의 위험 자산 회피 선호가 뚜렷했다. 특히 이동 제한 시행으로 운송용 수요 비중이 높은 원유 수요가 급감하며 유가는 급락하는 모습을 보였다. 4월 20일에 WTI 유가는 -37달러/배럴을 기록했는데 이는 1) 원유 초과 공급과 맞물린 원유 수요 급감, 2) 원유 저장 공간 포화에 따른 원유 현물 인도에 대한 공포 때문이었다. 글로벌 원유 공급 과잉하에 COVID-19로 인한 원유 수요 급감으로 내륙/해상 원유 재고는 포화 상태에 다다랐다. WTI의 선물 거래 가격 형성 지역인 미국 Cushing 지역의 원유 저장 능력 소진율은 80%에 이르렀다. 저장 공간 부족에 대한 우려로 유조선은 원유 저장 탱크 대신 사용하기 시작했는데, 이에 5월 VLCC 1년 용선료는 3월 대비 +58% 급증했다.

그림1 20.5월 미국 원유 저장 능력 한계치에 도달 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 VLCC 1년 용선료, WTI 가격 추이

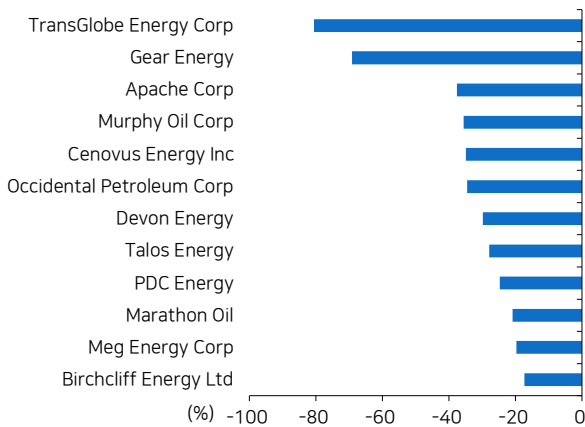


자료: 메리츠증권 리서치센터

금번 유가 하락은 원유 산업에 막대한 영향을 끼쳤다. Dubai 기준 40달러/배럴 미만의 유가는 산유국 균형 재정 수지를 하회한다. 현재 30달러/배럴 수준의 유가 하에서 중동 산유국들의 재정 악화는 불가피하다. 사우디 정부는 저유가로 대폭 줄여든 원유 부문 재정 수입을 메우기 위해 긴축 정책에 돌입했다. KOTRA는 ARAMCO(국영 석유기업), SABIC(국영석유화학회사) 등의 대형 프로젝트 분야 타격이 클 것으로 예상했다.

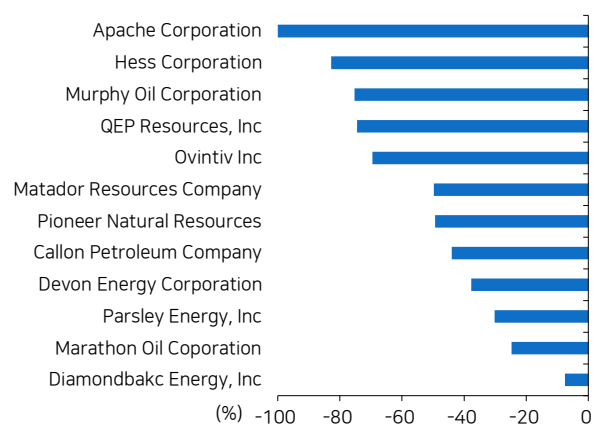
북미 E&P 기업들 역시 CAPEX 축소와 Rigs수 감소를 발표했다. 독립계 E&P 기업(Apache Corp, Murphy Oil, Devon Energy)은 기존 대비 -30%의 CAPEX 감축을 발표했고, Chevron 등의 Major 기업들 역시 원유 생산량 및 CAPEX 규모를 하향 조정했다. 에너지 전문 기관지 Rystad Energy는 '20년 CAPEX 감축 총액은 650억 달러에 달하며, 신규 시추 수는 계획 대비 50% 이상 감소할 것으로 전망했다. 이에 따라 기존 예상치 대비 원유 생산량 감소는 불가피하다.

그림3 2020년 북미 E&P Capex 축소 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

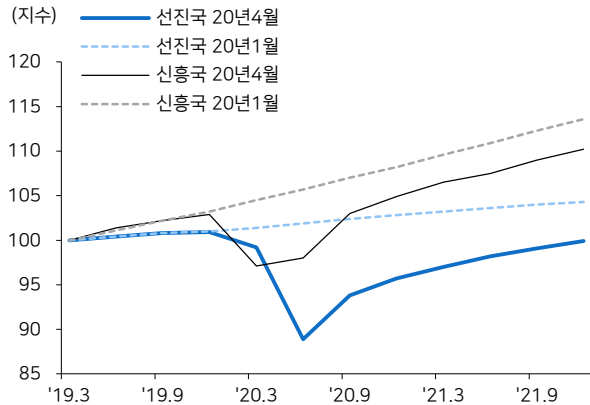
그림4 2020년 북미 Rigs 감축운영 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

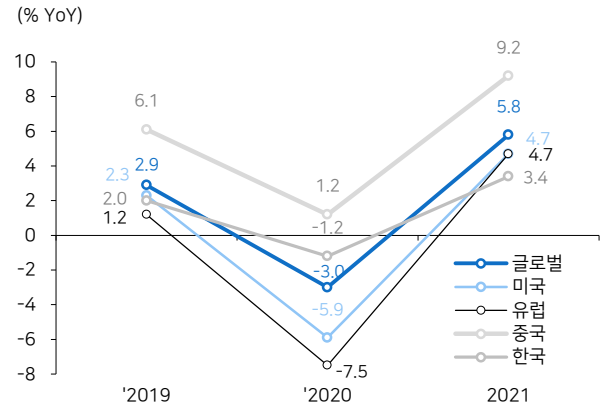
금번 유가 하락은 원유 수요가 급감한 점이 주요했다. 전방 산업의 원유 수요는 경기 성장률과 동행한다. 경기 회복 전망에 대해 다양한 의견이 있지만 2분기에 바닥을 찍고, COVID-19 완화와 함께 3분기부터 점진적 반등할 것으로 의견이 모아진다. 따라서 하반기 원유 수요 회복과 함께 유가 점진적 회복 논리를 제시하나, WTI 기준 38~42달러/배럴의 저유가 New Normal의 도래가 예상된다.

그림5 IMF의 성장 궤도: 4월 Covid-19 변수 감안한 전망



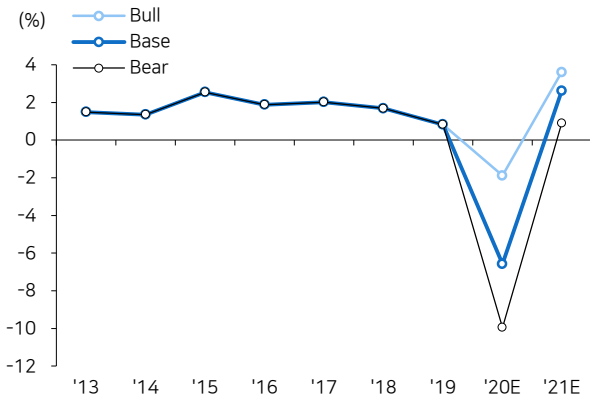
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요국별 경기 성장률: '20년의 기저효과 발생 전망



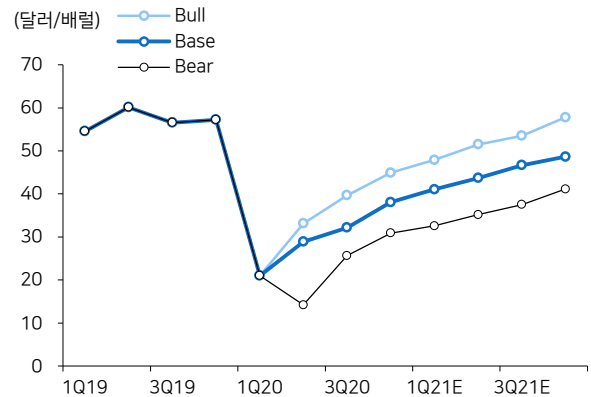
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 원유 수요 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 WTI 유가 전망

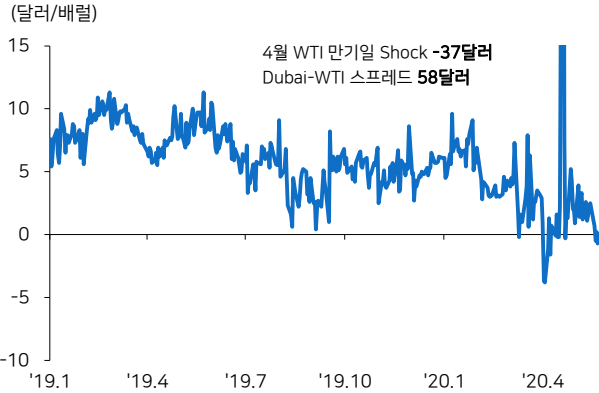


자료: 메리츠증권 리서치센터

Part II) 정유, 미워도 다시 한번 Overweight

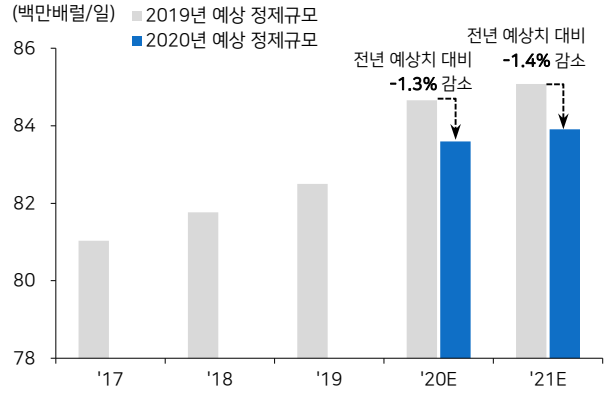
유가 상승과 IMO 2020 환경 규제에 따른 수익성 개선을 근거로 2H20 정유 업종에 대한 비중 확대 전략을 제시한다. 정유 업종은 유가 급락에 따른 재고 손실 반영, 주요 제품별 수요 급감으로 마진 악화를 겪었다. COVID-19 확산에 따라 글로벌 4월 PMI는 26.5로 '08년 금융 위기 당시의 36.9를 하회했다. 여기에 국가-지역 간 이동 제한 영향으로 글로벌 교역량이 감소하며 정유 제품 마진이 악화되었다. 그러나 5월 이후 유가가 반등하며 연초 발생한 재고 손실 규모가 상쇄되었고, 경기 회복으로 위축된 상업 생산 정상화, 물동량(Q) 정상화로 수익성 회복 여력이 마련되었다. 이에 더해 사우디 아람코의 OSP인하로 국내 정유사 원가 부담 축소, 글로벌 정제 설비 신규 공급 감소는 투자 심리 개선에 더욱 긍정적이다.

그림9 Dubai-WTI 스프레드는 축소



자료: 메리츠증권 리서치센터

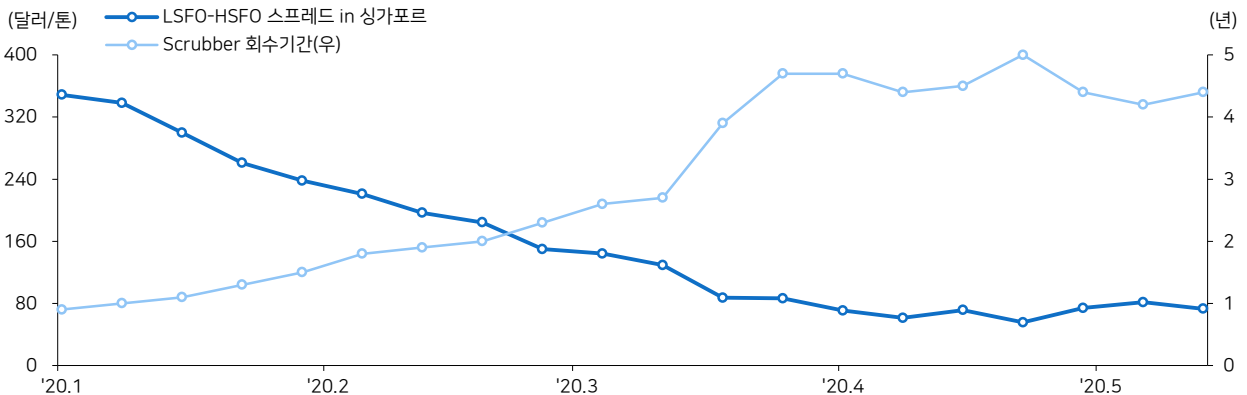
그림10 대외 불확실성으로 20~21년 신규 정제설비 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

금번 유가 급락은 IMO 선박 연료 규제 이행 수단인 저유황유 수요 증가 개연성을 높인 계기가 되었다. 이는 1)저유황유-고유황유 스프레드 축소, 2)스크러버 투자 회수 기간이 증가되었다는 점에 기인한다. 하반기 국가-지역 간 Lockdown 해제와 경기 회복 국면에서 글로벌 해상 물동량(Q)의 증가가 예상된다. 필연적으로 IMO 규제 이행률이 높아지며, 규제 이행 우선 순위는 저유황유> LNG> 탈황 설비로 판단된다. 따라서 '20년 정유 업종에 대한 기존의 투자 포인트인 IMO에 따른 정제 마진 개선을 다시금 상기할 필요가 있다.

그림11 LSFO-HSFO 스프레드 축소: 선주들의 운임 비용 부담 완화. 반면, 스크러버 투자회수 기간은 기존 전망 대비 연장



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 정유사 주요 가정

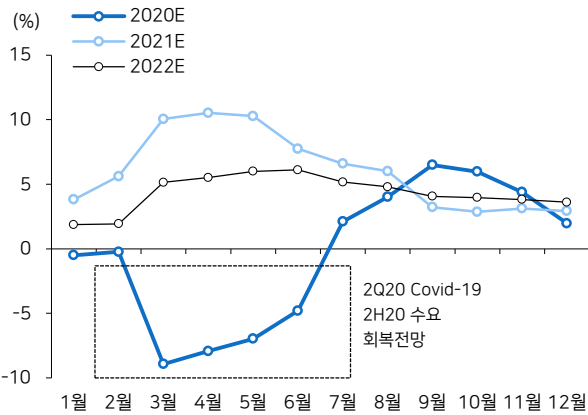
(달러/배럴, 십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
Dubai	34.7	31.6	35.1	40.8	43.9	46.7	49.3	51.7	63.4	35.5	47.9
HSFO마진	-3	-8	2	0	3	3.1	3.3	3.4	-5	-2.3	3.2
LSFO마진	5	5	14	13	11	11.5	12	12.6	8.1	9.3	11.8
휘발유 마진	6.9	7.4	8	8.7	8	9	9.4	9.8	9	7.7	9.1
LSFO-HSFO 스프레드	8	13	12	13	8	8.4	8.8	9.1	19	11.5	8.6
복합정제마진	3.4	2.2	7.7	7	6.5	7.9	8.1	8.9	6.1	4.8	7.8
SK이노베이션 정유이익	-1,636	-657.6	279.1	353.4	67.9	350.7	375.1	473.3	450.3	-1661.1	1267
S-Oil 정유이익	-1,190	-294.5	161.8	235.2	153.4	167.8	167.9	172.6	-20.4	-1087.4	661.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part IV) 석유화학, Cycle 바닥을 다져가는 중

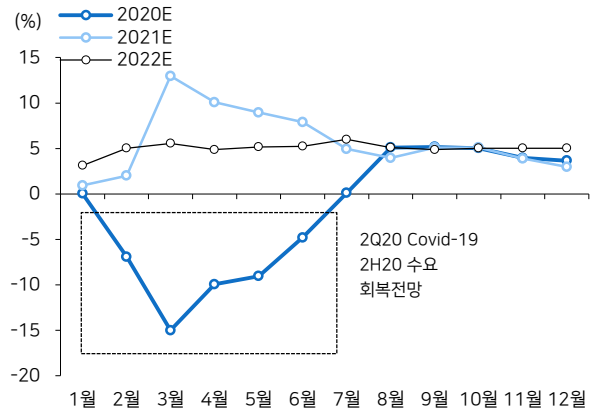
전 세계 실물 경기와 생산 활동은 COVID-19 충격으로 위축했다. 빠른 회복력을 보인 중국과 달리 중국 외 지역은 생산 활동 위축이 지속되며, 2Q20 화학 제품 수요 절벽을 확인할 가능성이 높다. 실제로 주요 설비 가동 중단 사례가 발생해 20년 3월 글로벌 석유화학 가동률은 과거 08년 금융 위기 수준인 76%로 하락했다. 당사는 경기 회복론에 기반하여 2Q20을 경기 저점으로 1H21까지 'V'자 회복(기저효과)을 전망, 글로벌 석유화학 가동률 반등을 예상한다. 20년 5월 중국이 제시한 경기 성장률 목표가 3.5~4.0%로 공격적이라는 점 역시 석유화학 업황에 긍정적이다.

그림12 글로벌 에틸렌 수요 YoY 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

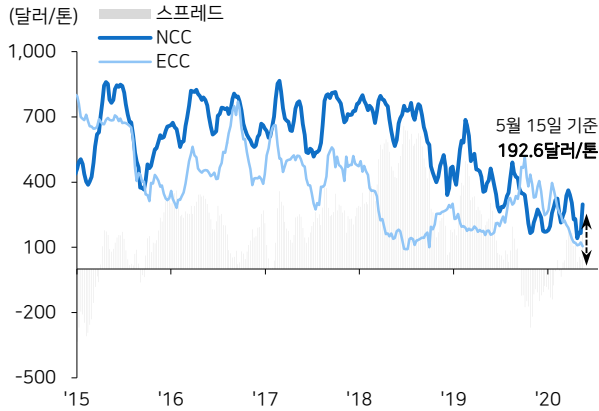
그림13 글로벌 프로필렌 수요 YoY 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

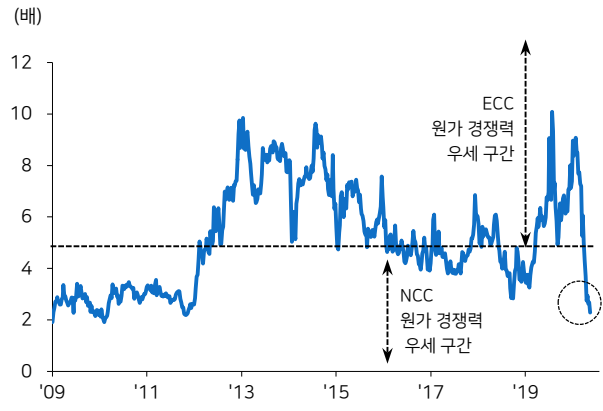
대부분의 화학 제품은 범용 성격으로 원가 절감을 통한 수익성 관리가 중요하다. 연초 유가 급락(나프타-에탄 스프레드 43달러/톤 축소)으로 NCC의 ECC 대비 원가 경쟁력이 부각되었다. 통상적으로 나프타/에탄 비율이 5배 미만일 경우 NCC의 원가 경쟁력이 우월하다. 현재 해당 비율은 3배 수준으로 NCC의 원가 경쟁력은 ECC에 버금가는 수준으로 회복했다. 또한 2개월간의 저유가 기조가 유지되며 석유화학 설비별 Cash-Cost 변화가 발생했다. WTI 23달러/배럴 기준 에틸렌 Cash-Cost는 ECC 180달러/톤, NCC 190달러/톤으로 운송비용까지 고려할 경우 NCC와 ECC의 제조 원가가 유사한 수준이다. '20년 전망치(WTI기준, 37달러/배럴) 수준으로 유가가 상승한다면 원가 경쟁력은 ECC가 다소 우위다. 그러나 공급량 감소로 인한 에탄 가격 상승 가능성은 NCC에게 긍정적 사안이다. 북미 E&P 기업들은 20~21년 CAPEX 축소, Rigs수 감소를 발표했다. 자연스레 셰일 생산량 감소로 에탄 공급량이 감소할 전망이다. 특히, 18년 이후 북미 에탄의 공급 과잉은 18년 560만톤에서 연평균 -5% 감소할 전망이다.

그림14 석유화학 설비별 투입원가 비교: 에탄 vs 나프타



자료: 메리츠증권 리서치센터

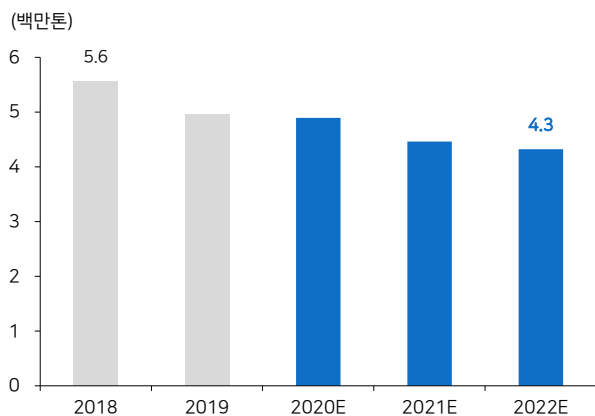
그림15 납사/에탄 비율: 5배 이하에서 NCC원가 경쟁력 우세



자료: 메리츠증권 리서치센터

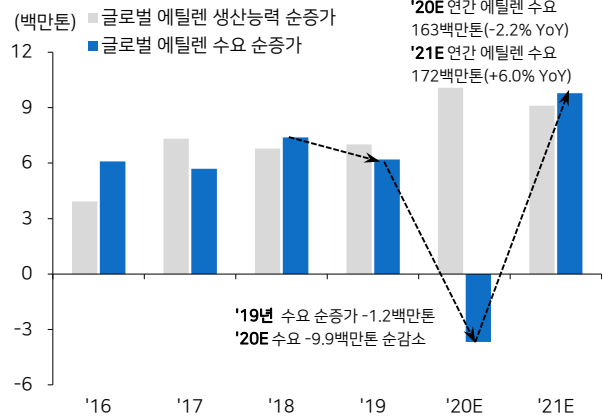
2020년 국내 NCC의 Down-cycle 전망 근거였던 수급 불균형도 완화될 전망이다. 기존 전망은 19~21년 연간 에틸렌 1천만톤(연 +5%) 증가를 예상했다. 북미 ECC 2차 증설 프로젝트는 과거 14년 유가 급락 사례와 유사하게 1차 대비 1/3규모로 축소될 가능성이 높다. 유가 하락으로 인한 NCC의 원가 경쟁력 강화, 2차 증설 규모 축소 가능성으로 투자 심리가 개선된 점은 긍정적이다. 그러나 현 시점에서 선부른 Cycle 반등을 경계해야 한다. 또한 주가의 추가 상승 여력은 높지 않기 때문에 Neutral 투자 의견을 제시한다.

그림16 북미 에탄 수급 밸런스 점검: 불균형 점진적 해소



자료: 메리츠증권 리서치센터

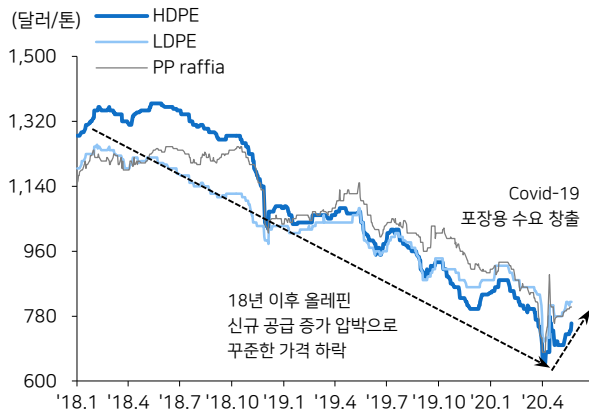
그림17 에틸렌 생산능력 및 수요 순증가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

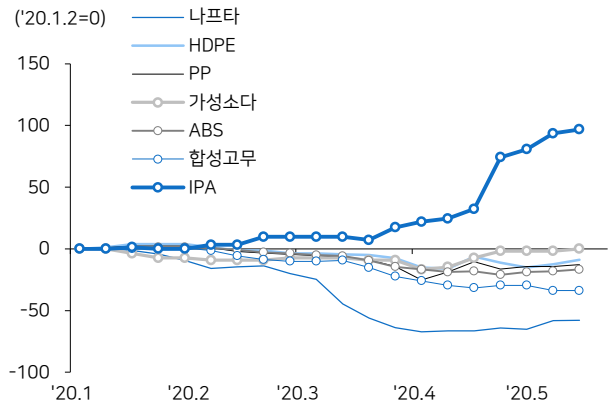
'20년 PE 제품은 글로벌 신규 증설에 따른 가격 약세로 스프레드의 바닥을 연내 확인 가능할 것으로 예상한 바 있다. PE는 2H20 점진적 회복 기조가 예상되는데, 그 근거로 1) '20년 유가 안정화로 수익성 바닥 통과, 2) COVID-19 이후 지역 간 고립주의 강화로 역내 PE 공급 타이트를 제시한다. 화학 제품 중, COVID-19로 신규 수요가 창출되는 제품 군들의 가격 차별화가 뚜렷했다. 의료-포장용 제품 군들이 강세를 보였는데 IPA(손세정제용 수요 증가), PP(포장용 필름 수요 증가)가 대표적이다. 당사는 '20년 점진적 수요 회복론에 근거, 수급이 건전한 제품 생산 비중이 높은 기업에 대한 선별적 투자 전략을 제시한다. '20년 수급 건전 화학 제품으로 가성 소다(중국 경기 부양책에 따른 전방 수요 정상화), 합성고무(동남아 고부가 특수 고무 수요 증가)를 들 수 있다. 또한 앞서 언급한 NCC Cycle 속 추가 프리미엄이 가능한 LG화학(EV향 전지)과 한화솔루션(태양광)을 최선호주로 제시한다.

그림18 PE 최악의 상황은 지나가는 중



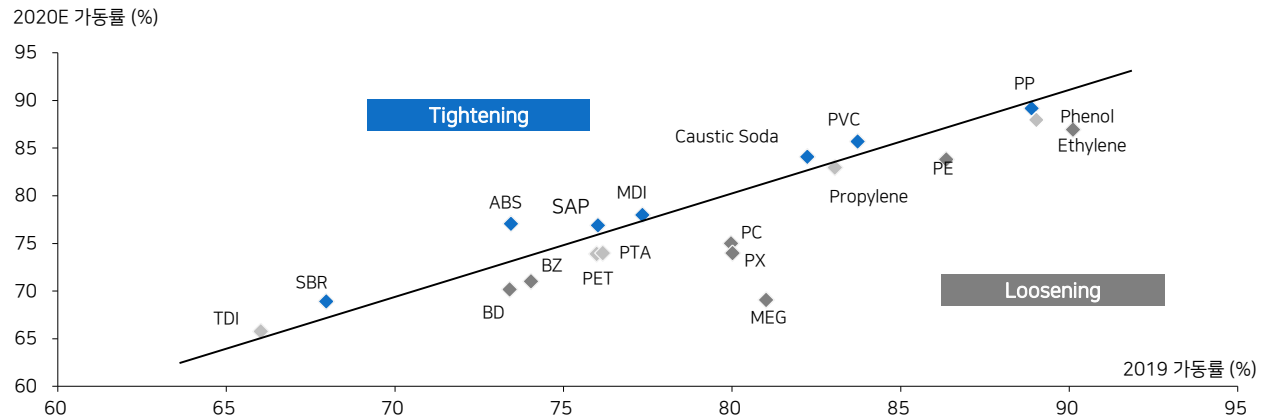
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 2020년 제품별 가격 흐름



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 2020년 제품군별 선호도 점검



자료: 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 5월 27일 발간된
'2020년 하반기 전망 시리즈 7 - 정유/화학: 기저 효과'임

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.