

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 5월 27일 발간된

[2021년 하반기 전망 시리즈 6 -정유/화학: Back to "P" Normalizing] 임



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

2021년 전망 시리즈 6

정유/화학_Back to "P" Normalizing

(해설판)

- ✓ **유가:** 2Q21 유가 단기 Shooting 가능성 높고, 이후 하향 안정화 전망. 올 하반기 유가의 하락 변수는 6월 이란의 핵협상 및 경제 제재 철회 여부가 해당. 하반기 유가 밴드는 WTI 58~72달러/배럴. 21년 연중 OPEC+ 주도의 원유 공급 및 가격 통제 가능, 반면 19년 이후 글로벌 Oil Major들의 Capex 축소/파산신청 증가 등은 단기 내 원유 생산량이 증가하기 어려운 부분으로 판단. 적어도 2021년 하반기는 Post Covid19에 대비하는 원유 수요 증가가 큰 편으로 유가 상승 가능성에 무게를 둬
- ✓ **정유:** Post Covid19에서 운송용 수요 회복을 중심으로 점진적 수익성 개선을 전망. 중장기 정유업에 비관적 전망에도 불구하고, 2021~23년 (1) 수요 반등폭 크며, (2) 신규 가동 규모 대비 기존 설비 폐쇄 등으로 수급 건전성 또한 높을 전망. 따라서 정유업종에 대한 비중확대 전략과 S-Oil과 SK이노베이션에 Buy 의견 제시
- ✓ **화학:** 2H21 제품별 적정 가격 수준에 대한 고민이 가장 클 시점. 즉, 21년 상반기 단기 공급 차질에 따른 가격 Overshooting은 하향 안정화될 전망. 수요 변수가 아닌 공급의 정상화에 기인함. 올 하반기 석유화학에 대한 변수는 (1) 기존 북미/유럽 설비들의 가동률 회복과 연내 공급차질 해소, (2) 국내 신규 설비(3개 가동 예정) 등의 가동률, (3) 해상 물동량 병목현상 해소, (4) 인도 등 동남아 신흥국가들의 Covid19 재확산 등을 제시함. 하반기 석유화학 최선호주는 LG화학과 롯데케미칼을 제시
- ✓ **태양광:** 글로벌 탄소배출 감축의 각 국가별 정책 규제가 강화되는 중. 2021년 연간 태양광 설치규모는 150GW를 전망, 미국/중국/EU가 태양광 설치를 주도하는 중. 기타 산업과 마찬가지로 태양광 산업 역시 해상 물동량(컨테이너 선박) 병목현상에 피해업종. 하반기 산업 변수는 (1) 컨테이너 선박의 정기노선 투입량 증가 시점이 해당, (2) 폴리실리콘 등 태양광 Upstream 소재들의 가격 급등(+170% YTD)이 Downstream 셀/모듈 가격 전가 여부가 해당. 당사의 2021년 하반기 태양광 최선호주는 OCI를 제시(폴리실리콘 가격 강세에 따른 연간 실적 추정치 상향 모멘텀)

시나리오별 2021년 전망

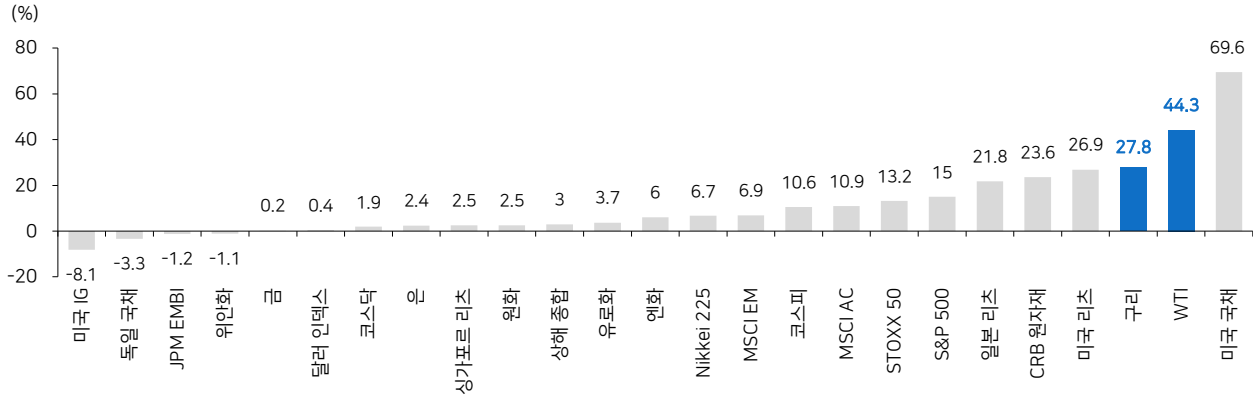
항목	변수	Worst	Base	Best	
추가 결정요인	1. 유가	<ul style="list-style-type: none"> 산유국 공급정책 Oil Major들의 투자 재개 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연평균 WTI유가 58달러 E&P 들의 투자 재개 발표 및 이란의 핵 협상 속도전 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연평균 WTI 유가 61.7달러 22년 이후 E&P들의 공격적인 Capex 발표 Post Covid19의 운송용 수요 반등 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연평균 WTI유가 72달러 Co2 Free 정책과 맞물려 E&P들의 기존 화석연료에 대한 자원개발 규제 Post Covid19의 운송용 수요 정상화
	2. Covid19	<ul style="list-style-type: none"> 백신 보급 및 집단면역 형성 인도 Lockdown 	<ul style="list-style-type: none"> 신중국 COVID19 재확산 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 하반기~22년 집단면역 형성 인도의 Covid19에 Lockdown 해제 	<ul style="list-style-type: none"> 2H21 글로벌 전 지역 집단면역 형성 인도의 Covid19에 Lockdown 해제
	3. 해상물동량	<ul style="list-style-type: none"> 탱커 및 컨테이너 노선 	<ul style="list-style-type: none"> 22년까지 해상 물동량 차질 	<ul style="list-style-type: none"> 정기노선의 투입량 점진적 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 하반기 전 노선 정기노선 회복
	4. 정유 수익성	<ul style="list-style-type: none"> 정제마진 제품별 수요 정제설비 공급 전망 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연알 정제마진 3.1달러/배럴 현재수준의 수요 유지 +110만배럴 순증가 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연알 정제마진 4.8달러/배럴 디젤/Jet유 마진 10달러/배럴 상회 +60만배럴 순증가 	<ul style="list-style-type: none"> 21년 연알 정제마진 6.2달러/배럴 선진국/신중국 동반 운송용 수요 개선 +51만배럴 순증가
	5. 석유화학 수익성	<ul style="list-style-type: none"> 가격 방향성 신규 증설 	<ul style="list-style-type: none"> 공급 차질 해소에 따른 가격 급락 +970만톤 100% 가동 	<ul style="list-style-type: none"> 점진적 가동률 상승으로 가격 회복 한국(160만톤) 정상 가동 외, 중국 설비 가동 시점 1년간 지연 	<ul style="list-style-type: none"> 공급 공백 누적으로 가격 추가 강세 중국 설비 가동 중단 / 혹은 기타 지역 가동 차질 발생
	6. 태양광	<ul style="list-style-type: none"> 21년 태양광 설치수요량 컨테이너 물동량 정상화 여부 중국산 태양광 소재 규제 	<ul style="list-style-type: none"> 120GW YoY 증가 22년까지 컨테이너 Box 공급 부족 태양광 전체 패널 사용 규제로 이어지며 소재별 공급량 차질 우려 	<ul style="list-style-type: none"> 140~150GW YoY 증가 2~3Q21 컨테이너 Box 공급량 증가 중국 태양광 규제로 폴리실리콘 강세 	<ul style="list-style-type: none"> 200GW YoY 증가 2~3Q21 컨테이너 Box 공급 부족 해소 중국 태양광 규제 법안 상정 후, 중국 외 생산설비들의 가격 수혜
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> 유가 전망에 불확실성 증대, 또한 Covid19 불안에 따른 운송용 수요 미미 정유/화학 비중 축소 	<ul style="list-style-type: none"> Post Covid19 수요 정상화 움직임 활발 정유/화학/태양광 Trading 구간 	<ul style="list-style-type: none"> Post Covid19의 Risk-Free 정유/화학/태양광 전 종목 All Buy 	
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> 해당 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 정유: S-Oil, SK이노베이션 화학: LG화학, 롯데케미칼, OCI 	<ul style="list-style-type: none"> 정유: SK이노베이션, S-Oil 화학: LG화학, OCI, 한화솔루션, 롯데케미칼 	

1H21 원자재 Review: 경기 회복 기대감으로 위험자산 Outperform

경기 회복에 무게를 둔 원자재 가격 강세

2021년 글로벌 경기 정상화에 기대감으로 위험 자산군에 해당하는 에너지와 구리 등의 금속류의 가격 반등폭이 컸다. 대표적인 산업금속 제품 구리는 +27.8% YTD, 동기간 WTI 유가는 +44.3% 상승했다.

그림1 글로벌 주요자산 YTD Performance: 유가, 구리 반등폭 커



주: 21.6월 8일 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

2H21 유가 Preview: 2Q21 정점 이후, 하향 안정화 궤적을 전망

당사의 2021년 WTI 유가 전망은 58~72달러/배럴이다. 21년 낙관적인 경기 반등 전망과 OPEC+ 유가 부양으로 올 하반기 하락 변수는 미미하겠으나, 오히려 확장된 수요 증가분으로 유가는 추가 상승 압박이 작용할 전망이다. 글로벌 원유/석유제품의 최대 수요 국가에 해당되는 미국과 중국, EU국가들은 Covid19의 백신 보급률 확산 등으로 Post Covid19를 준비 중이다. OPEC+를 제외한 산유국들의 단기간 내에 유의미한 산유량 증가가 제한적인 반면, 원유 수요 성수기에 진입하는 현 시점은 유가 상승에 대한 가능성을 높여줄 점이다.

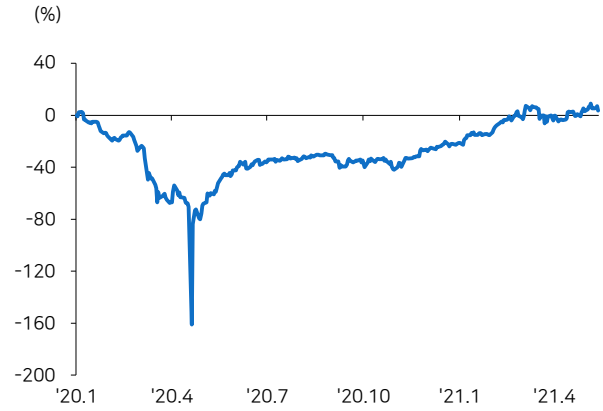
단, 21.6월 초 기준 Brent유가 70달러/배럴에 도달한 현 시점에 유가 하락 변수에 대한 논란 또한 명확하다. 지정학 요인과 공급 Risk가 부각되는 점이다. (1) 지정학 요인: 이란 핵합의(JCPOA, 포괄적 공동행동 계획) 복원 타결 여부. 이후 이란의 산유량 정상화/수출 가능성에 따른 유가 하락 요인이다. 또한, (2) 유가 회복으로 북미/중동 Oil Major들의 생산량 회복 가능성이다. 우선 21.6월 중 이란의 핵합의 복원 타결에 따른 산유량 증가 가능성은 유가 하락을 유도하는 심리적 영향이 클 전망이다. 21.3월 기준 230만배럴/일 규모의 이란 산유량이 단기적으로 증가할 가능성을 낮게 판단하기 때문이다. IMF 조사에 의한 2021년 중동 국가들의 균형 재정에 필요한 Dubai유가는 70달러/배럴이며 북미 E&P들의 유가 Bep는 WTI 48달러/배럴 이상이다. 현 유가는 이들의 산유량 증가 증대 조건을 충족시킨 점이다. 당사는 이들의 산유량 증대 가능성 또한 높지 않다는 판단이다. 이는 Oil Major들의 보수적인 Capex 운영(3년간 축소)으로 단기 유가 회복이 공격적인 투자규모를 유도하기 어렵고, 중동 지역 또한 그간의 적자재정을 감안할 때 감산을 통한 유가 부양이 현실적인 점이다.

그림2 글로벌 WTI 유가 추이



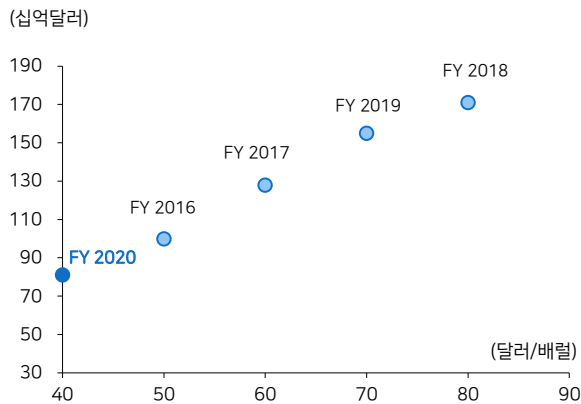
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Covid19 이전 수준으로 반등한 WTI 유가



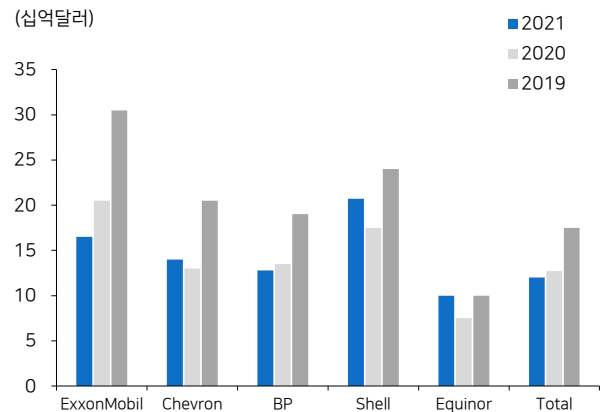
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 Brent 유가와 Oil Major들의 OCF 비교



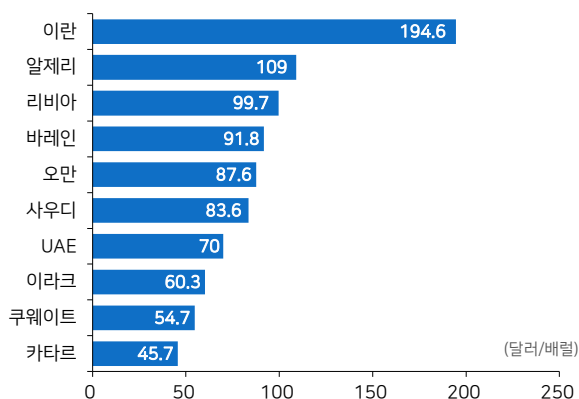
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 북미 주요 E&P 기업들의 연간 Capex 흐름



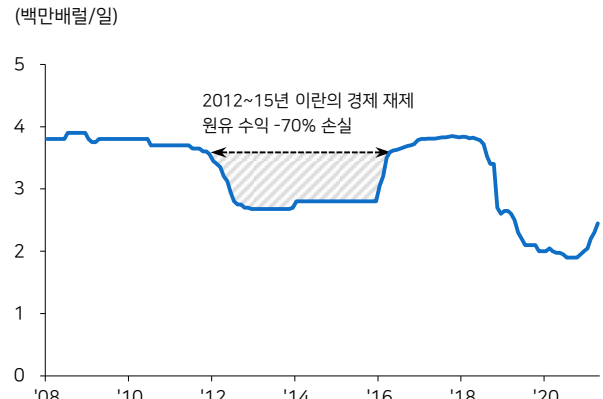
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 산유국들의 재정수지 균형을 위한 유가



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 이란의 원유 생산량 추이



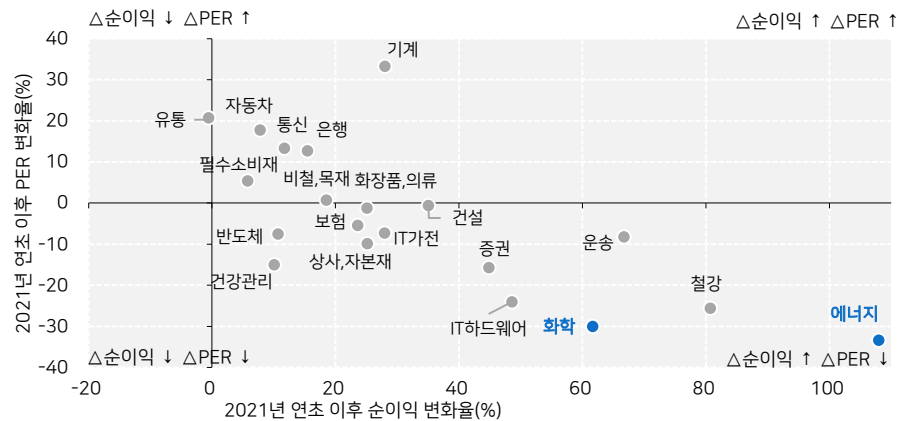
자료: 메리츠증권 리서치센터

정유: Way to Recovery

2021년 업종별 주가 수익률을 점검해본다. 2020~21년 연초 주도업종이던 자동차와 반도체의 2월 이후 주가는 부진했고, 상대적으로 소외 받던 조선/철강/건설/에너지/금융 등의 주가 반등폭이 컸다. 특히, 에너지 등의 경기민감주(씨클리컬)는 유가 상승 및 이익 개선 가능성 등이 전년 주도 업종 대비 절대적으로 낮았던 주가와 밸류에이션이 주가 상승의 촉매제로 작용한 점이다.

당사는 2H21 정유 업종에 수익성 회복 관점에서 비중확대 전략, S-Oil과 SK이노베이션을 최선호주로 제시한다. 정유업종에 긍정적 시각을 유지하는 근거는 (1) 2021~22년 구조적 이익 개선 Cycle 진입, (2) 글로벌 정유업 수급 건전성 개선, (3) 석유화학 BTX의 수익성 개선에 따른 이익 추정치 상향에 기여가 가능한 점이다.

그림8 2021년 이후 업종별 EPS, PER 변화율



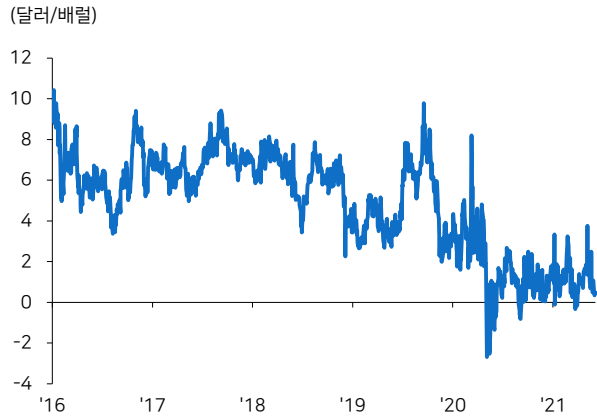
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 2021년 하반기 정유업 주요 수익성 지표 요약

(달러/배럴, 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
WTI	47.6	27.4	40.9	42.3	57.2	68.0	64.0	60.0	39.5	61.7	58.0
휘발유 마진	6.9	2.3	4.3	4.6	7.2	11.5	10.2	9.8	4.5	9.6	11.5
디젤 마진	11.1	6.1	4.4	3.9	5.1	6.8	7.2	8.2	5.1	6.8	8.9
Jet유 마진	8.9	0	-0.7	2.5	3.8	5.7	6.1	8.9	3.9	6.2	8.5
복합정제마진	3.4	1.3	1.1	1.0	1.2	3.1	4.6	7.4	1.7	4.7	6.2
P-X 스프레드	248.0	208.0	132.0	137.0	240.0	280.0	260.0	250.0	181.0	258.0	283.0
SK이노베이션 영업이익	-1,775.2	-439.7	-28.9	-324.9	502.5	502.0	617.8	693.3	-2,568.8	2,315.5	2,844.0
S-Oil 영업이익	-1,007.3	-164.3	-9.3	81.7	629.2	452.5	480.7	521.0	-1,099.1	2,083.5	2,129.5

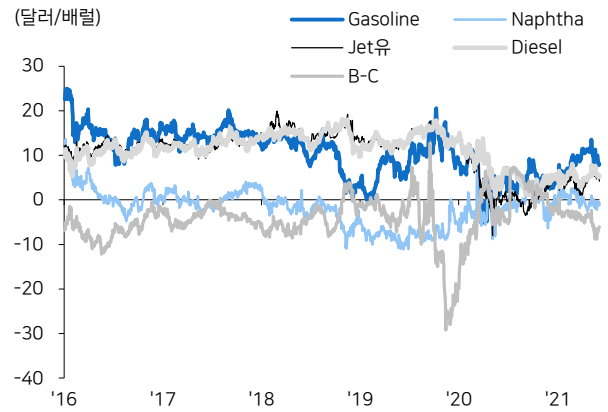
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 정제마진 추이



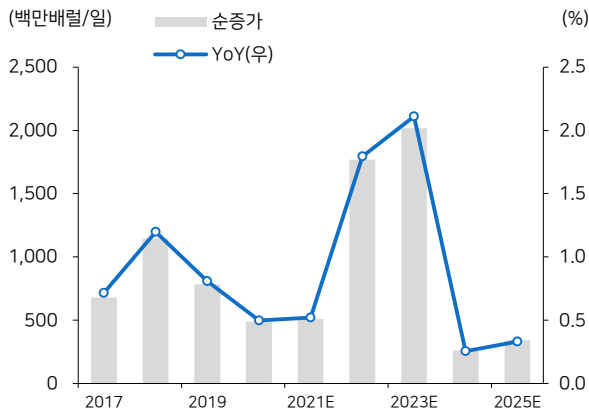
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 제품별 마진 흐름



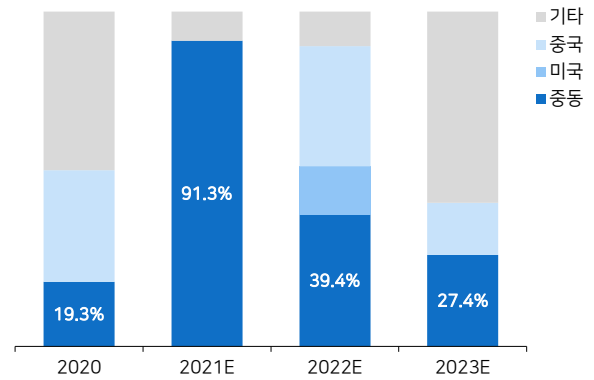
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 연간 글로벌 정제설비 순증가 전망



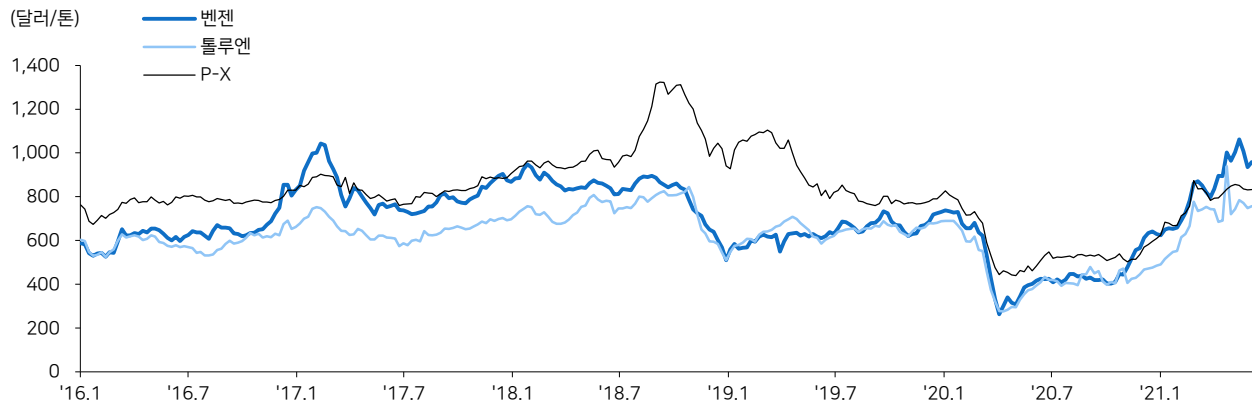
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 정제설비 지역별 가동 계획



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 석유화학 BTX 가격 흐름



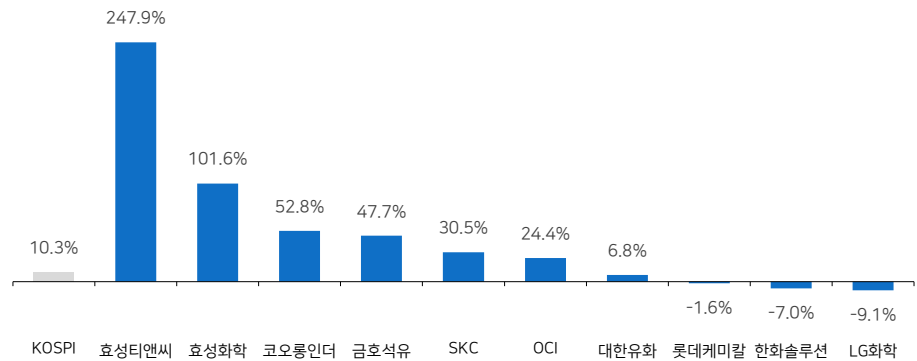
자료: 메리츠증권 리서치센터

화학: “P” Normalizing

2021년 상반기 석유화학은 전례 없는 제품별 가격 강세로 절대적인 투자 매력도가 높았다. 기존 절대다수의 긍정적 전망을 뛰어넘는 호황은 지역별 공급 차질(2월 북미 한파 영향에 따른 ECC 가동중단 및 유럽/아시아 역내 가동중단 사례 발생)에 대응한 재고확보 움직임의 가수요 영향이 컸던 점으로 판단한다. 이를 기반으로 LG화학, 금호석유화학, 효성티앤씨 등은 1Q21 사상 최대 실적을 시현했다.

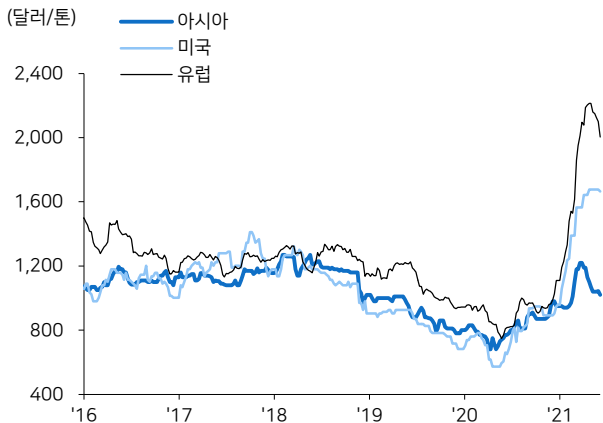
21년 하반기에 진입한 6월 현 시점에서 석유화학에 냉정한 접근이 필요하다. 당사는 가격 변동성 축소/상대적인 투자 매력 업종으로 판단한다. 석유화학 제품별 수급 강도에 따라 가격 차별화가 심화되겠으나 가격 흐름 궤적은 2Q21 정점 이후 하반기 하향 안정화를 예상한다. 2021년 하반기 석유화학 주요 변수는 (1) 북미 ECC들의 가동을 정상화 여부, (2) 국내 3개 신규 설비를 포함한 신규 설비들의 가동을 조기 안착 여부, (3) 해상 물동량 정상화, (4) 유가 방향성을 제시한다.

그림14 21년 YTD 석유화학 기업들의 주가 추이



주: 21.6월 8일 종가 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 지역별 HDPE 가격 추이



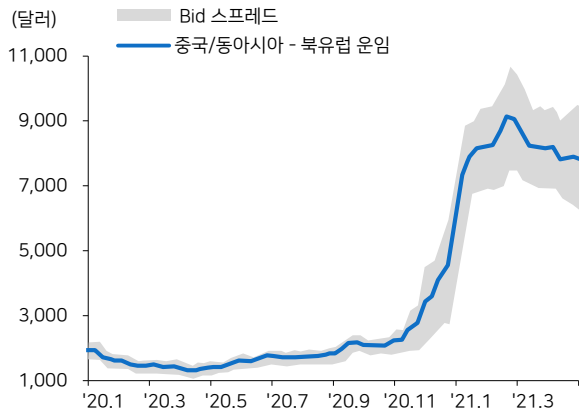
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 가성소다 및 PVC 가격 추이



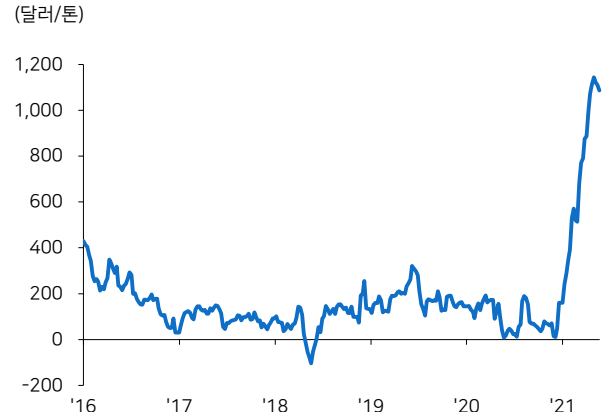
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 아시아→ 유럽 노선 운임 가격



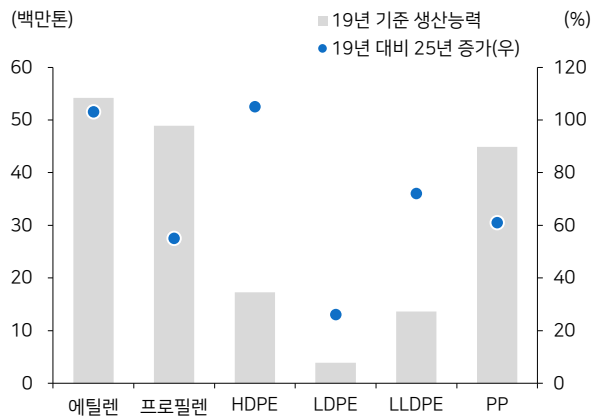
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 아시아 대비 유럽의 HDPE 프리미엄



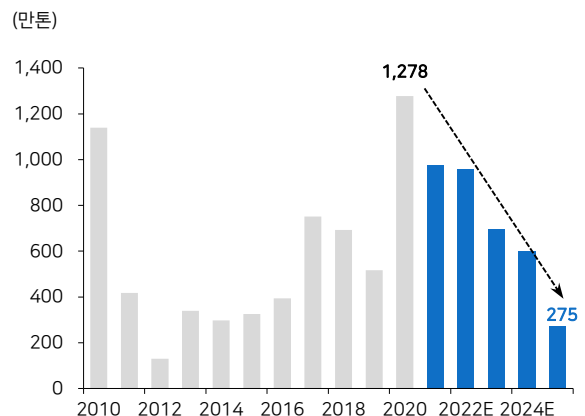
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국의 2019년 대비 2025년의 증설 계획



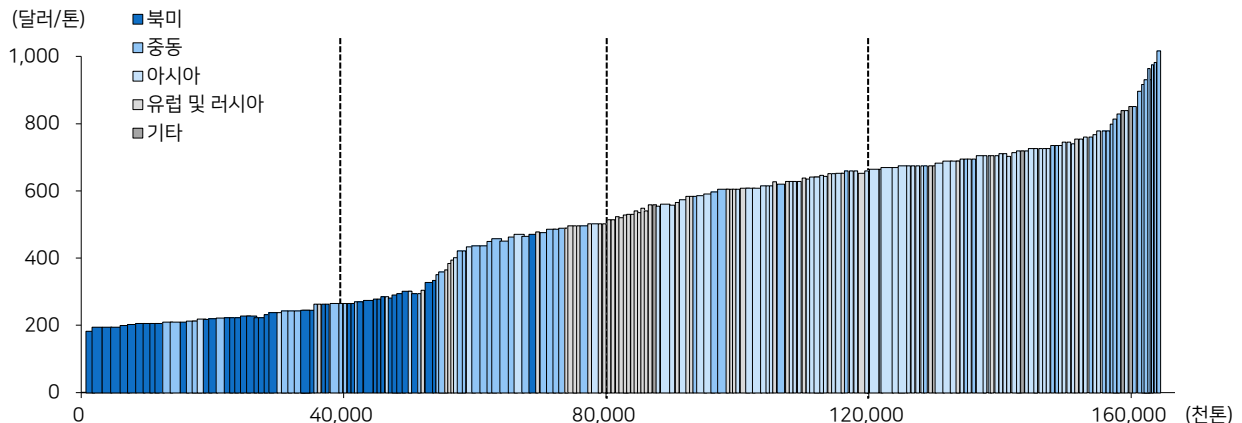
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 글로벌 에틸렌 신규 증설 규모 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 WTI 60달러/배럴 기준의 석유화학 설비별 cost-curve 점검



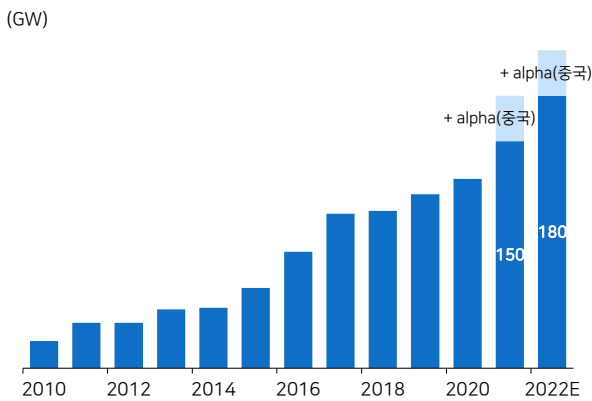
자료: 메리츠증권 리서치센터

태양광: 나비효과와 OCI를 최선호주로 제시

1H21 태양광 Supply-chain별 가격 흐름은 Upstream(폴리실리콘, 웨이퍼)의 강세, 반면 Downstream(셀/모듈)은 약세를 시현했다. 21.5월 기준 소재별 YTD 가격 변화는 폴리실리콘 +166%, 웨이퍼 +120%, 셀 +86%, 모듈 +20%이다.

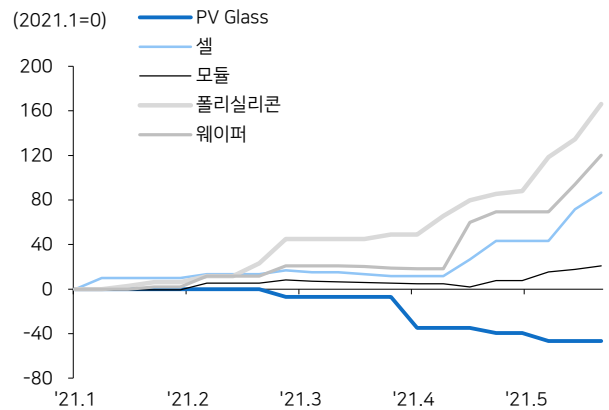
당사는 2021년 태양광 설치 수요 140~150GW를 전망한다. 21년 이익 모멘텀이 강했던 경기 민감주로의 주가 쏠림 등으로 태양광을 포함한 신재생 에너지 업종에 주가 변동성이 적었다. 올 하반기 석유화학 등의 이익 전망치 하향 조정 가능성이 높고, 국가별 탄소배출 저감을 위한 정책 발표 등을 앞두고 있어 신재생 에너지 업종에 투자 매력도 또한 높아질 전망이다. 당사는 하반기 태양광 최선호주로 OCI를 제시한다.

그림22 글로벌 태양광 설치 수요 전망



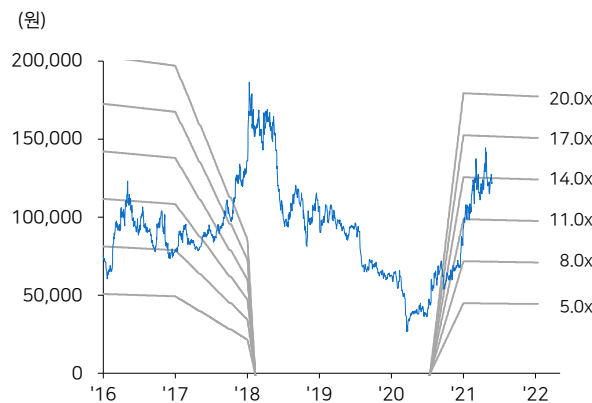
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 2021년 YTD 태양광 소재 가격 흐름



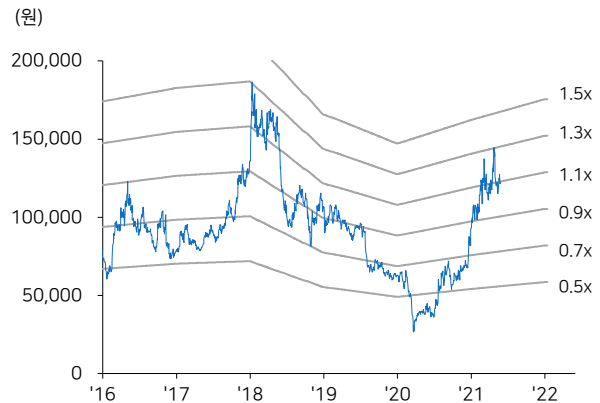
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 OCI 12m Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 OCI 12m Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

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 하시기 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.