

2020.04.10.

정유/화학



Heungkuk
흥국증권

유가: 최선의 시나리오, 최악의 결과. 하지만 Deal은 진행 중

정유/화학
전우제

02) 739-5933
wchun@heungkuksec.co.kr

R.A.
김귀연

02) 739-5935
gykim85

4/9일 22시(한국시간)에 진행된 OPEC+ 회의 결과는 놀라웠습니다. “OPEC과 러시아”가 최소 1,000만b/d 감산을 발표했기 때문입니다. 미국 등을 포함 시, 1,500만b/d 이상 감산이 가능해 보입니다. 무슨 수를 써서라도 유가를 회복시키겠다는 의지가 담겨있는 수치였죠. 한편, 시장은 냉정 했습니다. 회의 직후(23시), WTI/Brent는 00시 시초가 대비 각각 +10.9%/10.2% 상승했으나, 이내 고점대비 -20% 하락했습니다. 하지만 Deal은 진행중입니다. 금요일 G20 에너지 회의 결과도 봐야겠습니다.

▶ 4/9일 OPEC(+전세계) 회의 결과: OPEC+ 최소 “1,000만b/d” 감산.

4/10일 21시(한국): 미국 포함 G20 Energy 회의에서 추가적인 글로벌 감산 논의되어 최대 “2,000만b/d” 감산을 기대

1) OPEC+의 감산 의지 확인

– OPEC(+러시아)의 감산량은 1,000만b/d 수준인 것으로 발표

– 구체적으로는, 5~6월 “1,000만b/d”, 7~12월 “800만b/d”, 2021년 “600만b/d”

* 감산량에 대한 논란이 있는데, 우선은 사우디 시점 차이로 해석: 증산 전 “1,000만b/d” vs 증산 후 “1,200만b/d”

– Barkindo OPEC 의장은, 현재 수급에서는 2Q20 원유 공급과잉이 +1,470만b/d에 이를 것으로 전망,

– 한편, 재고에 +13억b의 원유가 추가로 쌓여 5월 중으로, 세계 원유 저장고가 찰 것이라 발표.

* 역산해보면, 13억b/50일 = “2,600만b/d” 공급과잉으로 해소 불가능한 수준. 4~5월 수요 감소가 더 크긴 하겠지만, OPEC 내부적으로는 2Q 공급과잉 규모를 “+1,470만b/d” 이상으로 보고있는 것으로 해석됨

– 2020년 수요 감소를 -680만b/d로 추정하고 있기 때문에, 원유 생산의 나머지 절반을 차지하는 “비 OPEC+” 국가들이 감산에 합세한다면, 충분히 공급과잉을 해소할 수 있겠음

* 한편, 4월 감산은 없기 때문에 6월까지의 공급과잉 나타나며 글로벌 재고 상한선을 위협할 것.

* 5월부터 글로벌 2,000만b/d 감산 or 4월 중순부터 감산 시작되지 않는 이상, 5~6월까지 유가 약세 지속될 전망

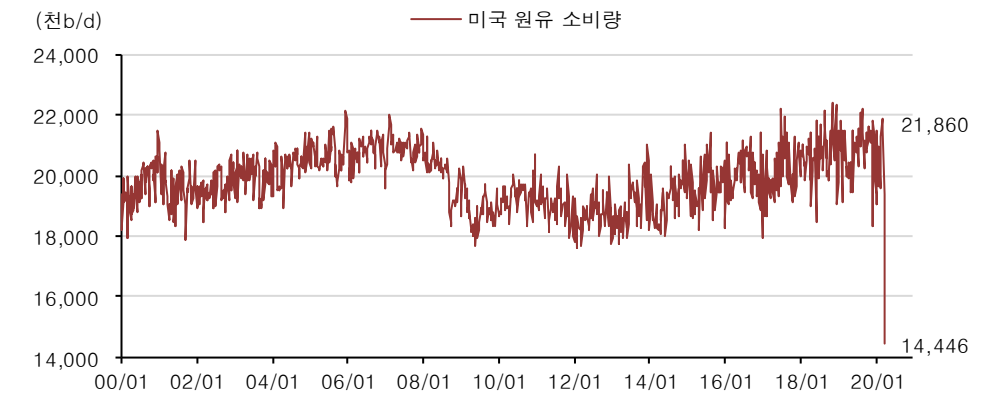
그림 1 WTI 가격 추이 (4/9일 00시 ~ 4/10일 05시)



자료: 흥국증권 리서치센터

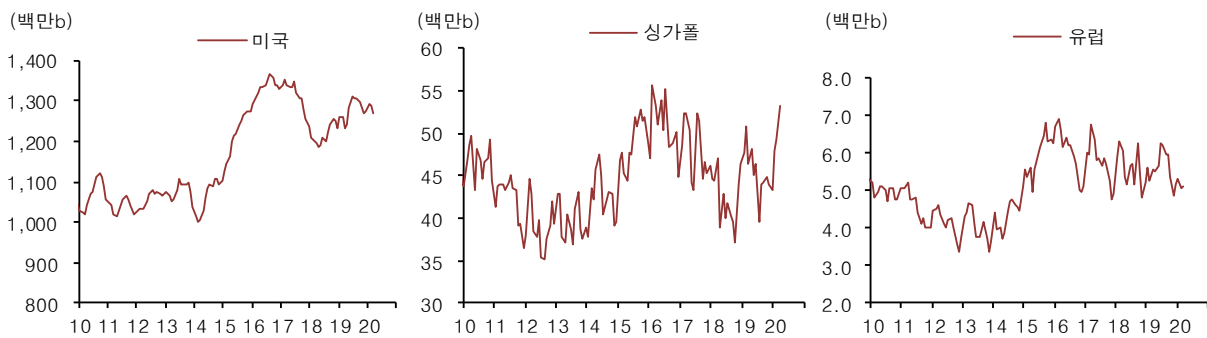
유가: 최선의 시나리오, 최악의 결과.
하지만 Deal은 진행 중

그림 2 미국 원유 수요, 3/6일 => 4/3일: “-741만b/d”



자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 3 글로벌 원유/정유제품 재고 추이

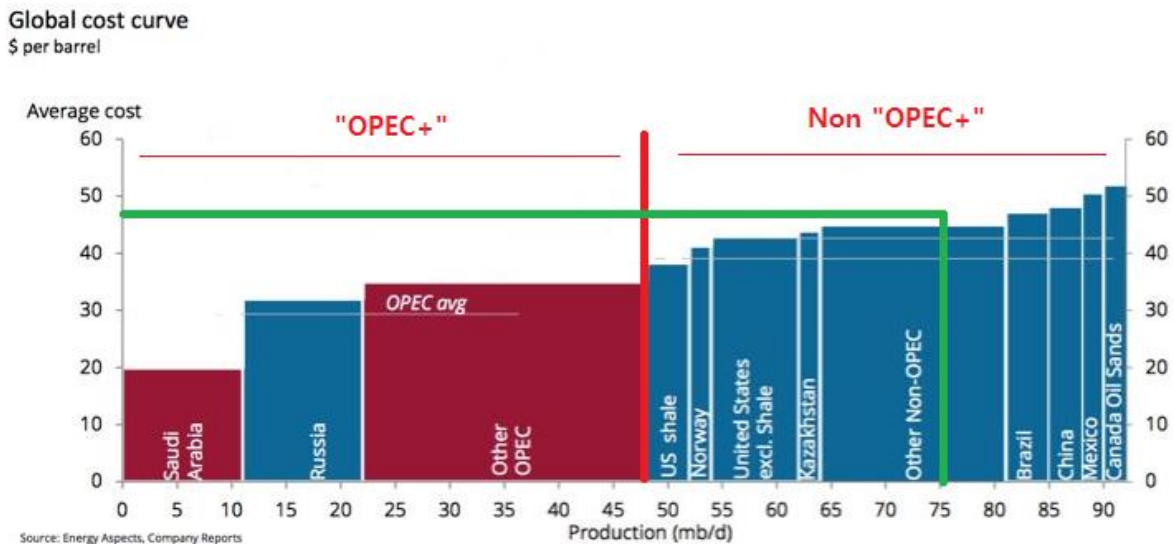


자료: 홍콩증권 리서치센터

2) -1,700만b/d 감산으로 추정(Reuters 등)

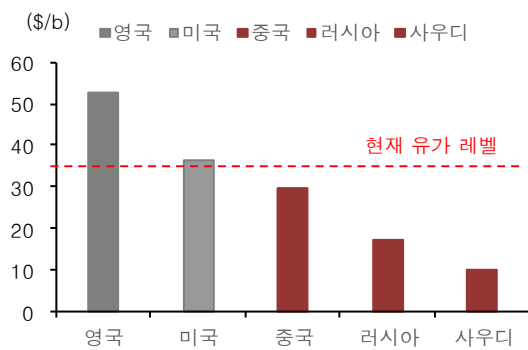
- “OPEC+” -1,200만b/d, “비OPEC+” -500만b/d 감산으로 추정
- 캐나다/노르웨이 등은 감산에 동의하는 상황. 캐나다는 이번 화상 회의에 참여한 것으로 알려짐
- 미국: 트럼프는, 유가 하락시 “automatically” 생산량 조절될 것
 - * 미국 Cost Curve는 42\$/b(그림.4) 수준으로, 시장 경제 논리상 캐나다/멕시코/중국/브라질 등이 먼저 생산량을 줄여야 함. 하지만, 미국 내 원유 수요가 급감해(그림.2) 감산은 필수적이며, Bakken 등 일부 Shale 광구는(그림.6) BEP가 60\$/b에 육박. 실제로 미국의 Whiting Petroleum(11만b/d)은 이미 파산
 - * 다만, 현재의 원유 Cost Curve를 고려, 5,000만b/d에 달하는 Non-OPEC 국가들은 BEP 이하인 상황
 - * 자연스럽게 OPEC+에 준하는 감산 나타날 수도 있음
 - * 일단은, -1,700만b/d 감산으로는 부족함. 이는 Page 4, 수요 감소에서 설명

그림 4 Cost curve는 비 OPEC 국가들이 더 높아, 낮은 유가에서는 강제적 자동 감산 나타날 것



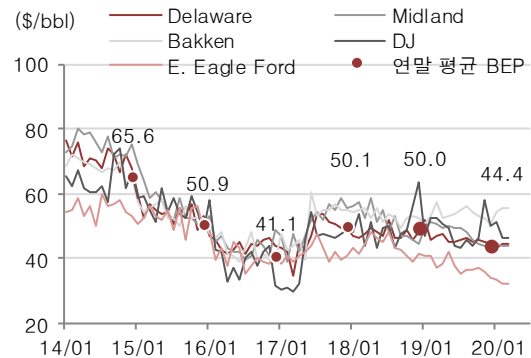
자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 5 국가별 유가 BEP (미국 시추 업체들 위기)



자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 6 미국 Shale Rigs는 E. Eagle Ford 외 모두 적자



자료: 홍콩증권 리서치센터

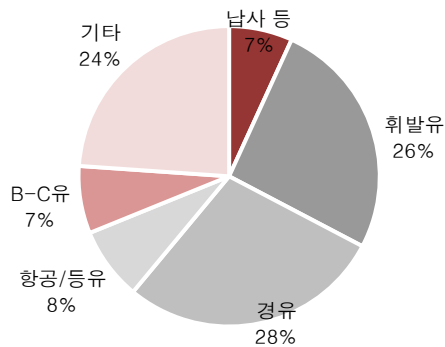
▶ 원유 수요 전망(홍국증권)

- 납사(7%): 수요감소: -15%. 글로벌 NCC 가동률 및 휘발유 Blending 수요 약 -10%
 - 휘발유(26%): 수요감소: -30%(미국 -18%). 최대 소비국인 미국 휘발유 소비량 970만b/d => 510만b/d
 - 항공/등유(8%): 수요감소: -50%. 글로벌 여객 급감에도, 화물 운송 수요 견조하기 때문
 - 경유(28%): 수요감소: -20%. 휘발유와 유사
 - B-C유/기타(31%): 수요감소: -5%. 산업 전반(해운/발전/공장) 가동률 축소
- = 가중 평균한 글로벌 정제유 수요 감소는 -20%. -2,000만b/d 수준임

▷ Peak 기간에는 -3,000만b/d 수요 감소가 나타났을 것

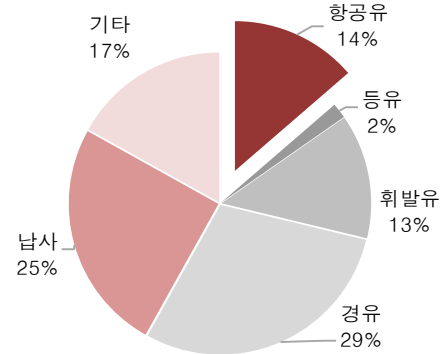
- 미국: (그림.2)에서 글로벌 정제유 소비 1위(2,000~2,200만b/d) 국가인 미국 소비량이 최대 34%(-741만b/d) 줄어든 것을 확인할 수 있음
- 인도: 언론 보도에 따르면, 인도 정유사 가동률도 30% 줄어든 수 있다는 전망 (2018년 인도 정제량 515만b/d)

그림 7 글로벌 정유사 Yield (2018)



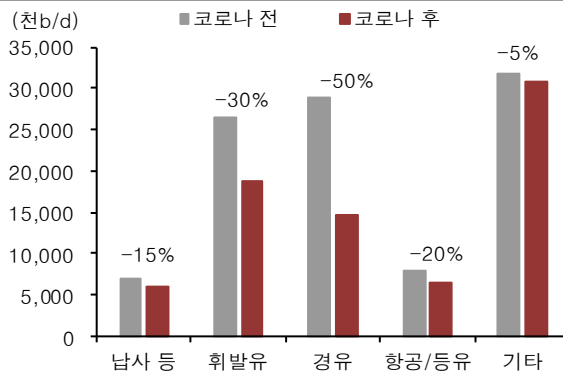
자료: 홍국증권 리서치센터, EIA

그림 8 한국 정유사 Yield(2019)



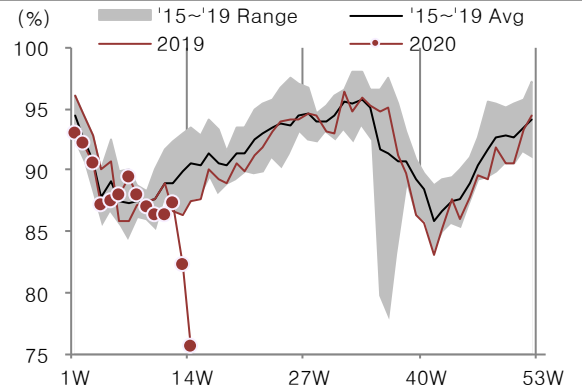
자료: 홍국증권 리서치센터, Petronet

그림 9 글로벌 원유 수요: 코로나 전 vs 코로나 후 (홍국증권)



자료: 홍국증권 리서치센터, EIA

그림 10 미국 정유사 가동률. 수요 감소에 낮추는 중



자료: 홍국증권 리서치센터, Petronet

▶ 유가 방향에 따른 섹터 내 우선순위 (1)

코로나 사태 이후, 수요 감소는 정유 > 화학

다만, 공급발 “아시아 유가” 급락에, “국내” 정유/화학 섹터의 Fundamental은 오히려 개선

⇒ 글로벌 정유/화학 산업 부진 vs. 한국 정유/화학 업체들은 Peer Outperform

반면, 신재생에너지(태양광/2차전지) 산업 Fundamental은 하락

최근 주가 Trigger은 3가지인데, 급변하는 시장에서는 “유가” 와 “해외주가” Factor 영향력이 가장 큼

- 1) 유가 상승 시, 정유 > 신재생 > 화학 섹터 투자
- 2) 글로벌 증시 회복 할 경우, Beta 큰 “Tesla” 등 2차전지 종목들 회복에 도움
- 3) 수급: 유가 하락에 따른 NCC의 상대적 마진 강세 지속될 것

* 현재 유가 View는 약세 지속. 이에, NCC 및 정밀화학 업체들 투자가 유리하다는 판단. ECC를 보유한 롯데케미칼 보다는, 대한유화가 수혜폭이 크다는 판단.

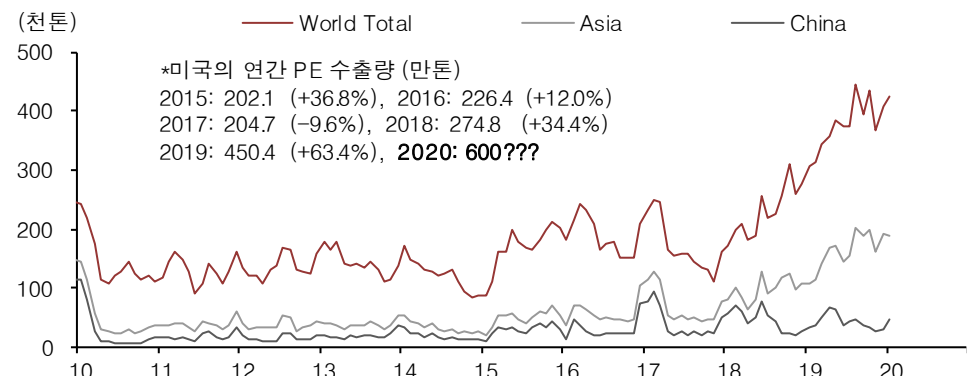
* 연말까지 유가 40\$/b 회복 기대하고 있어, 정유 및 신재생 섹터도 BUY & Hold 전략 편안함. 신재생에너지는 SKC/ 한화솔루션/LG화학 매수 추천

그림 11 정유/화학/신재생 주가 Trigger

	정유	화학	태양광 /이차전지
수요 감소 (코로나)	최악 비행기: 항공유 자동차: 휘발유/디젤	둔화/유지 연간 수요는 Flat 필수 소비재	둔화/유지 정책적 수요 창출 때문 자동차 판매 급락
유가 급락 (감산 실패)	단기: 약재 / 장기: 호재 저유가 수요 창출 + OSP 급락에 경쟁력 급상승	단/장기: 호재 납사-에탄 Spread 축소 미국 ECC 수출불가	단기: 부정 / 장기: 약재 단기: 위와 동일, 장기: Grid-Parity 밀림
해외 주가	수요/유가 하락 부정적 *시추 함께해 추가 부진	수요 하락 부정적 *유가 하락에 추가 부진	수요/유가 하락 부정적 밸류에이션 높고 베타 큼

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 12 납사의 에탄 대비 가격 급락에, 미국의 PE 수출량도 급감할 것!



자료: 흥국증권 리서치센터

유가: 최선의 시나리오, 최악의 결과.
하지만 Deal은 진행 중

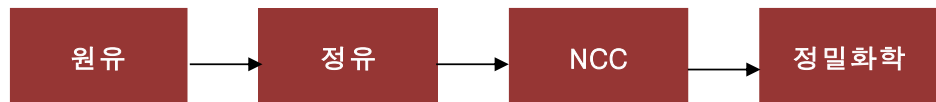
▶ 유가 방향에 따른 섹터 내 우선순위 (2)

유가 하락 시, “소비재 or B2C” 산업에 가까울수록 가격 원가(유가)의 평가 전가 속도가 늦음. 이에, 정밀화학 업체들 투자에 관심 가질 필요. **금호석유, 효성티앤씨, KPX케미칼, 동성화학, 애경유화 등이 해당됨**

그림 13 정밀/중소형 화학주 관심 필요

정밀/중소형 관심 필요.

기본적으로 B2B => B2C 로 갈수록 원유 하락에 대한 평가 압박이 적어짐



자료: 흥국증권 리서치센터

유가: 최선의 시나리오, 최악의 결과.
하지만 Deal은 진행 중

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.