

화학제품 일부 반등. 정유는 최악의 상황을 지나는 중

Analyst 강동진

02) 3787-2228

dongjin.kang@hmcib.com

주요 이슈와 결론

- 최근 일부 화학제품 Spread 안정화. 증설부담이 상대적으로 적은 ABS/PVC/BPA 선호
- 지난해 PE는 추가 하락. 향후 증설추이 감안시 구조적 개선은 쉽지 않을 것
- 정제마진 최악의 상황을 지나는 중. 증장기 저점 4Q18~1Q19가 될 전망

산업 및 해당기업 추가전망

- 정유: 정제마진 저점 구간에 진입. 증장기 저점 판단. Top pick SK이노베이션
- 화학: 제품별 차별화. ABS/PVC 저점. LG화학 화학부문 Spread 점진적 개선 기대

석유화학 제품 구매センチ먼트 개선 긍정적. 다만, 제품별 차별적 상황

최근 미국과 중국이 90일간의 휴전을 선언하면서, 일부 화학 제품 구매センチ먼트가 소폭 개선되고 있는 것으로 알려지고 있고, 위안화 추가 약세가 제한되면서 화학제품 상황이 단기 저점을 확인하고 있는 것으로 판단한다. 우리는 증설부담이 상대적으로 낮은 ABS/PVC/BPA 등 제품에 대해 긍정적인 관점을 유지한다. ABS는 주요 원재료 BD 및 SM 약세가 지속되면서, 제품가격 상승폭은 크지 않지만 Spread가 저점을 지나고 있다고 판단한다. 특히, 중국의 SM재고가 크게 증가하면서, 원재료 부담이 낮아지고 있는 상황이다. 사실, ABS는 2017년 중국의 기록적인 가전수요로 Spread가 급등하여 올해 조정폭이 큰 것으로 보이나, 과거 수준에서 큰 폭으로 벗어난 수준은 아닌 것으로 판단하며, 상반기에 높았던 Spread를 감안하면, 2019년에는 올해 대비 소폭 낮아진 수준의 Spread를 전망한다.

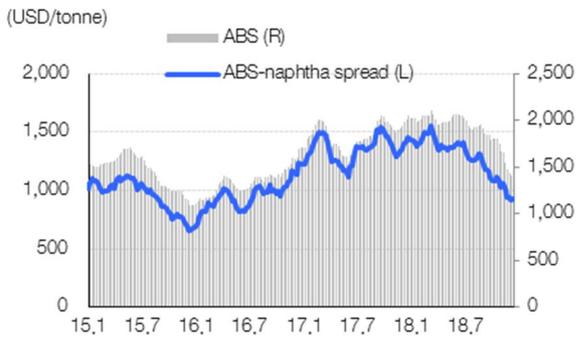
다만, PE 상황은 여전히 녹록치 않은 상황이다. PE Spread는 유가 하락으로 단기 반등하였으나, 지난해 HDPE(Film)(-\$65/톤, wow), LDPE(-\$15/톤, wow) 등 대부분 PE 가격은 크게 하락하였다. ICIS에 따르면, 2017~2019년 중 미국 PE 증설은 6.5MTPA 수준에 이를 것으로 전망하고 있다. 최근 일본경제산업성 데이터에 따르면, 대규모 PE 증설은 2022년까지 이어질 것으로 전망하고 있다. 특히, 2018년과 2019년 전세계 PE 증설은 11.5MTPA로 3년치 수요에 이르는 증설이 이어질 것으로 전망하고 있다. 단기적인 Restocking 수요 등을 기대 할 수 있겠으나, 구조적인 공급우려는 지속 될 전망이다.

상대적으로 안정적인 상황을 유지해 왔던 PP가 약세를 보이고 있다. 원재료 Propylene 가격이 Feedstock인 Propane 가격 급락으로 급격히 하락하면서 후행하여 가격이 하락하는 상황이다. 현재 Naphtha 가격이 \$489/톤 수준인데, Aramco 아시아 CP가 \$445/톤으로 Naphtha를 하회하고 있어, PDH 설비들의 상대적 경쟁력이 높아진 상황이다. 이에 따라, NCC 입장에서 Feedstock 가격 수준의 변화가 없다면, 당분간 PP Spread 축소가 우려된다. 반면 국내 PDH 설비들의 수익성은 당분간 개선될 것으로 전망한다.

PVC는 최근 FPC(Formosa Plastic Corp.)가 중국향 오퍼 가격 인상을 발표하는 등 안정적인 시황이 이어지고 있다. 상대적으로 증설이 제한적인 상황이다. 일본경제산업성에 따르면, PVC 증설은 2017~2022 중 AAGR 0.8%에 그칠 전망이다. 또한, 인도와 중국의 수요가 견조한 상황이다. 게다가, 11월 28일 중국의 Hebei Shenghua Chemical의 CA 공장 폭발사고로 23명이 사망하고 22명이 부상당하는 사고로 중국 정부가 안전점검을 강화하면서 PVC 생산이 줄어들고 감소할 것이라는 우려도 제기되고 있는 상황이다. 또한, PVC 중간재료인 EDC가격이 미국산 EDC 수출이 줄어들면서 큰 폭으로 상승한 것 역시 PVC-Naphtha Spread 안정화에 기여하고 있다.

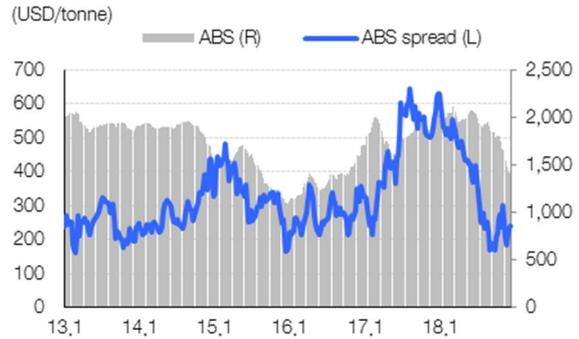
최근 MEG는 가격이 강하게 반등하였다. 하지만, 2018~2020 중 약 6.0MTPA 수준의 증설이 기대되는 상황으로, 상당한 공급부담을 감안하면, Spread 개선 폭은 제한적일 것으로 전망한다.

〈그림1〉 ABS-Naphtha Spread



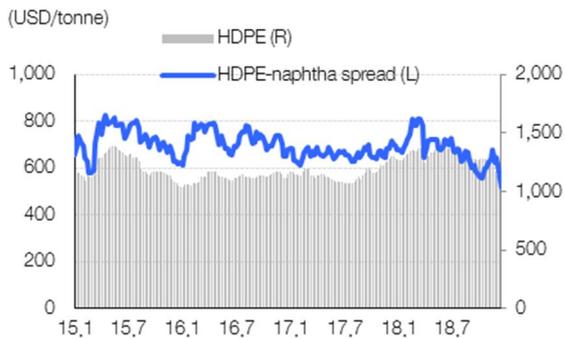
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림2〉 ABS Spread



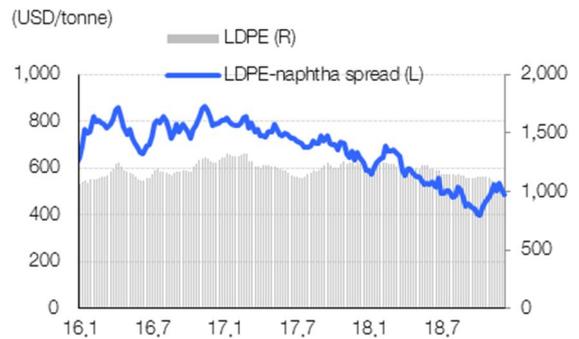
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림3〉 HDPE(Film) Spread



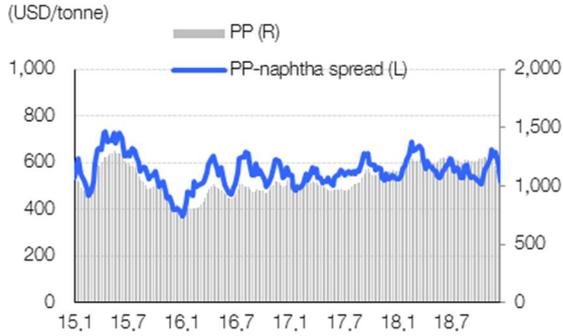
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림4〉 LDPE Spread



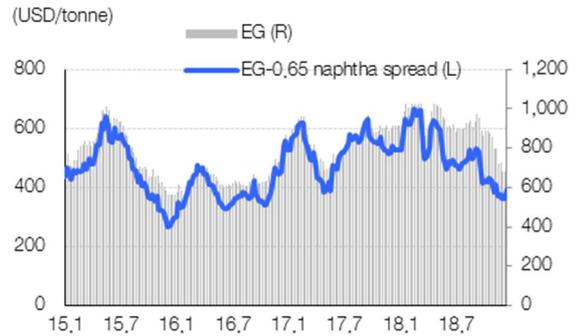
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림5〉 PP(HOMO) Spread



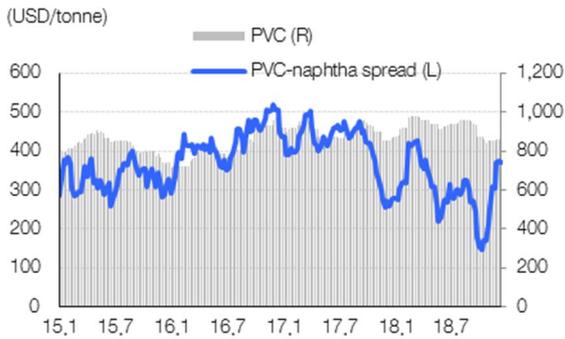
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림6〉 MEG Spread



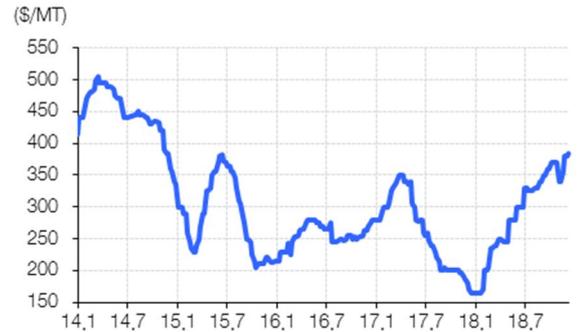
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림7〉 PVC Spread



자료: Cischem, 현대차증권

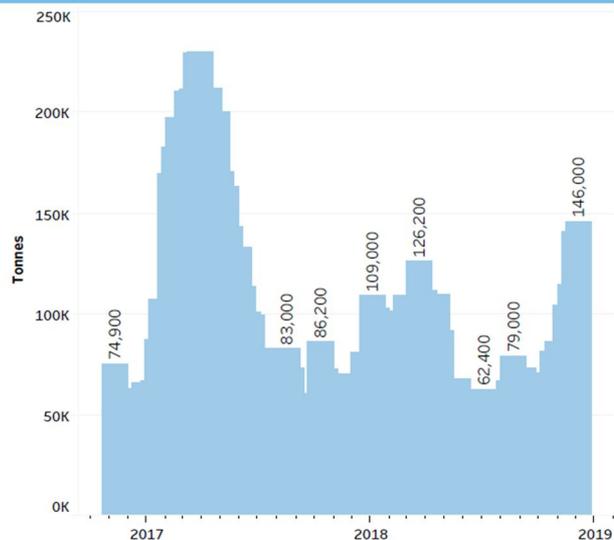
〈그림8〉 EDC 가격 추이



자료: Cischem, 현대차증권

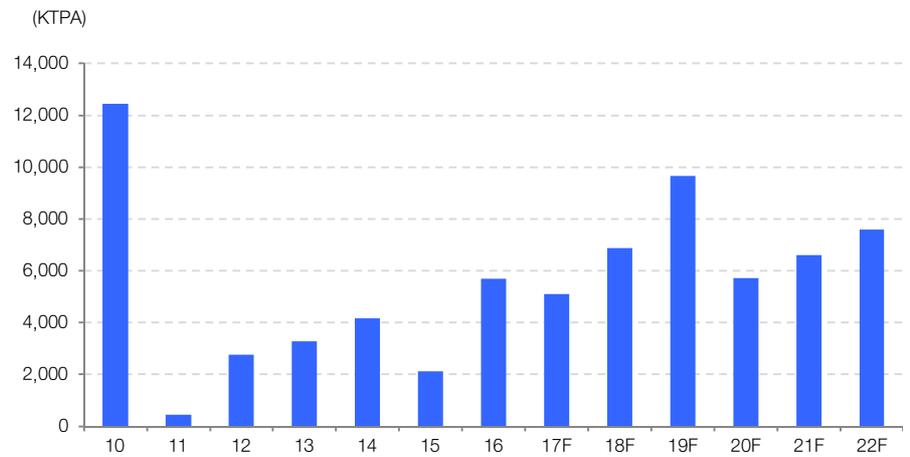
〈그림9〉 중국 동부 SM 재고 추이

SM INVENTORY IN EAST CHINA



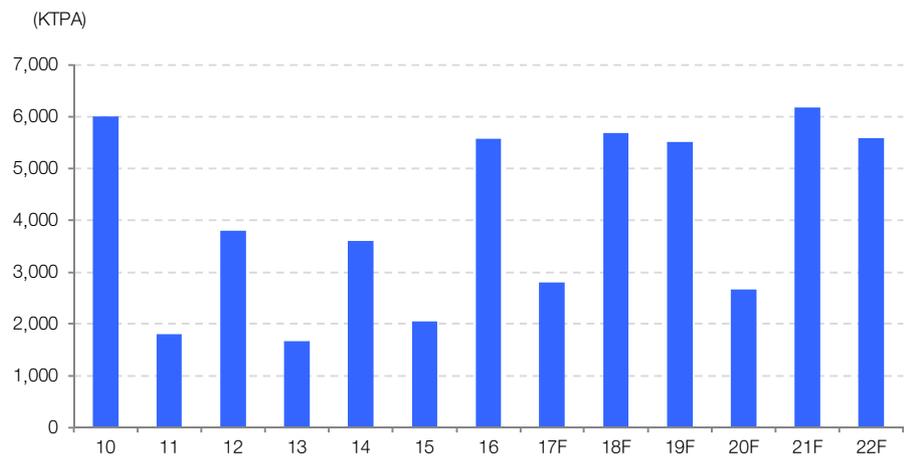
자료: ICIS, 현대차증권

〈그림10〉 Ethylene 증설 전망



자료: Cischem, 일본경제산업성, 현대차증권

〈그림11〉 PE 증설 전망



자료: Cischem, 일본경제산업성, 현대차증권

정유, 더 나빠지기도 어렵다. 쌀 때 사두자.

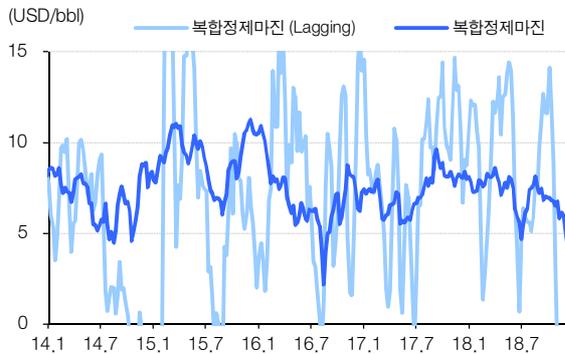
최근 복합정제마진은 지속 하락하고 있다. Gasoline 약세뿐만 아니라, 최근에는 안정적이었던 Diesel/Kero 마진도 악화되고 있다. 우리는 정제마진 약세가 어느 정도 저점을 지나고 있는 것으로 판단한다. 최근 B-C 마진이 다시 음(-)의 영역으로 반락하고 있는데, Gasoline/Diesel이 약세인 가운데, 이례적으로 좋았던 B-C 마진이 정상화 된다면, 고도화 설비 비중이 낮은 정유사는 가동률 조정이 있을 수밖에 없을 것으로 전망한다.

미국 독립계 정유사인 Valero, Phillips66은 3Q18 컨퍼런스콜에서 FCC가동률을 낮춰 Gasoline 생산 비중을 낮출 수 있다고 언급하였으며, 이미 일부는 조정되고 있는 상황이다. 향후 Gasoline 공급과잉은 점차 완화 될 것으로 전망한다. 미국 Gasoline 재고는 3Q18 중 과거 3년간의 재고 수준을 크게 상회하였으나, 최근에는 과거 3년간의 재고 수준에 수렴하고 있어 긍정적이다.

Reuters에 따르면, Hengli PC가 신규 400KTPA 설비 시험가동에 돌입한 것으로 파악된다. 이미 일정이 일부 Delay 되었다. 신규 정제설비가 안정화되는데 수개월의 시간이 필요한 만큼, CDU 정상가동 시점은 빠르면 1Q19가 될 전망이다. PX는 CDU가 정상가동 된다는 전제하에 2Q19에 가동될 것으로 전망한다. 최근 PX Spread는 비수기에도 안정적이다. 향후 Hengli 가동 이후에도 2020년 대규모 PTA 증설이 대기중임을 감안하면 Spread는 평년 수준을 유지할 것으로 전망한다.

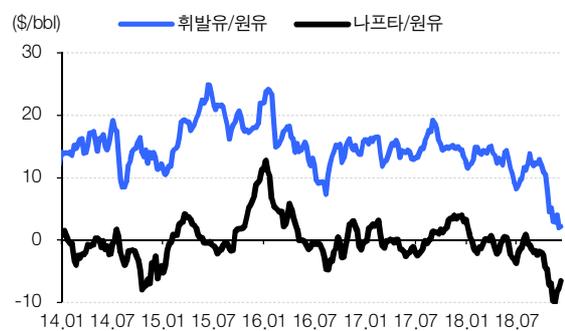
IEA는 OMR을 통해, 2019년 원유 수요 전망 1.4MBPD를 유지했다. 경기 둔화로 인한 수요 부진이 있겠지만, 유가 하락으로 인한 수요 증가분이 있기 때문에 수요 전망은 안정적인 것으로 전망하고 있다. 또한, 최근 OPEC 감산으로 원유시장은 2H19부터 수요가 공급을 추가할 것으로 전망하고 있다. 유가는 어느 정도 저점을 확인 한 것으로 판단하며, 2H19부터는 제한적인 상승을 기대한다. 특히, 미국의 송유관들이 대규모로 증설되면서, 미국내 원유 공급과잉이 해소 될 전망이기 때문에, WTI가 국제유가 대비 크게 Discount 받고 있는 현 상황은 안정화 될 것으로 전망한다.

〈그림12〉 복합정제마진 약세 지속



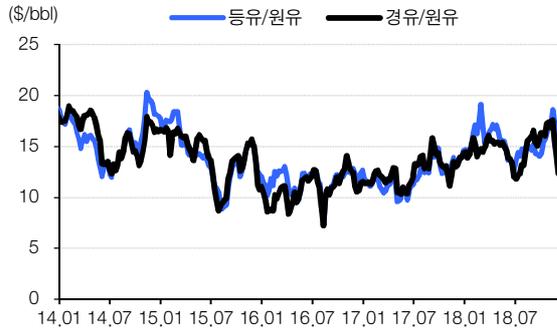
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림13〉 Gasoline 마진 약세, 점진적 개선 기대



자료: Petronet, 현대차증권

〈그림14〉 복합정제마진 약세 지속



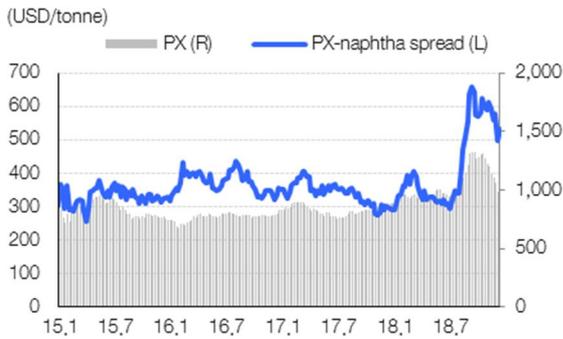
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림15〉 증유 마진 다시 약세 구간으로 진입



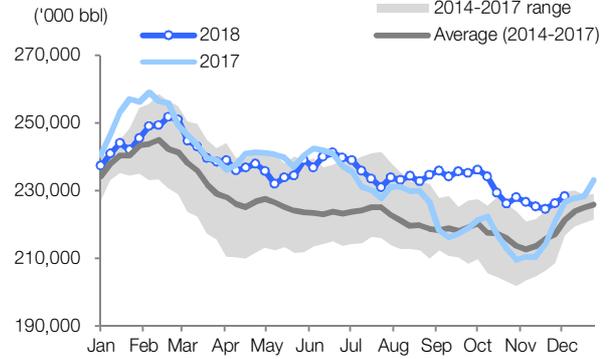
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림16〉 PX Spread



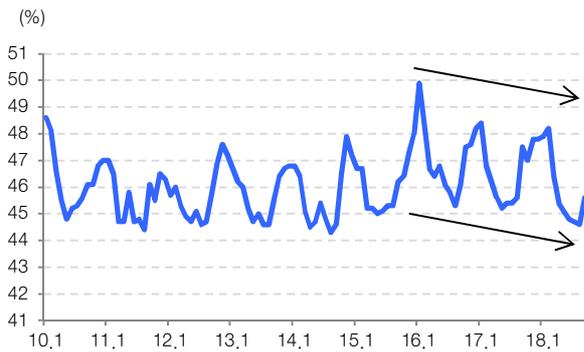
자료: Cischem, 현대차증권

〈그림17〉 미국 Gasoline 재고는 점차 예년 Band로 진입



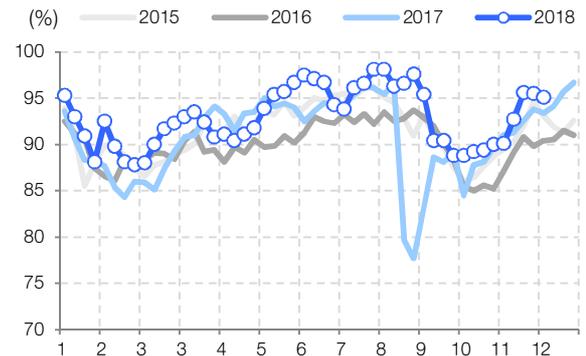
자료: Petronet, 현대차증권

〈그림18〉 미국 정유사 Gasoline 생산 비중 Peak out



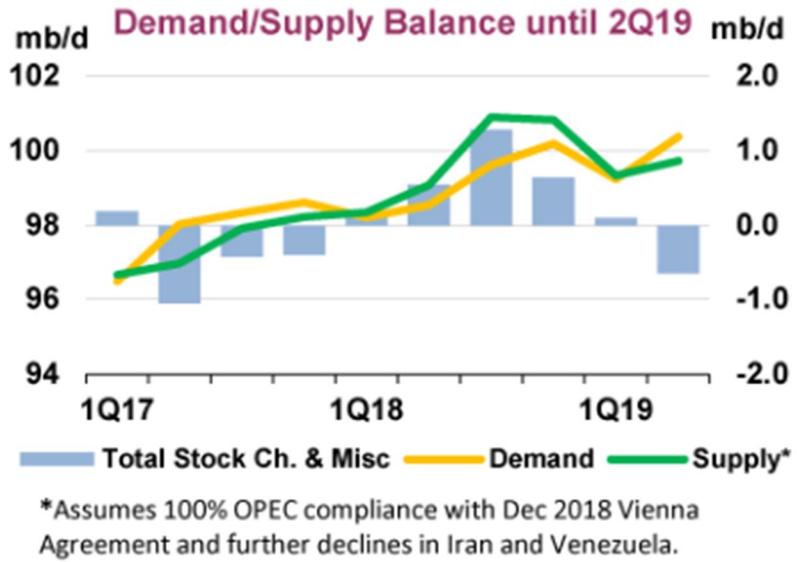
자료: EIA, 현대차증권

〈그림19〉 미국 정유사 가동률



자료: EIA, 현대차증권

〈그림16〉 2Q19 이후 원유 시장 수급 안정화 기대

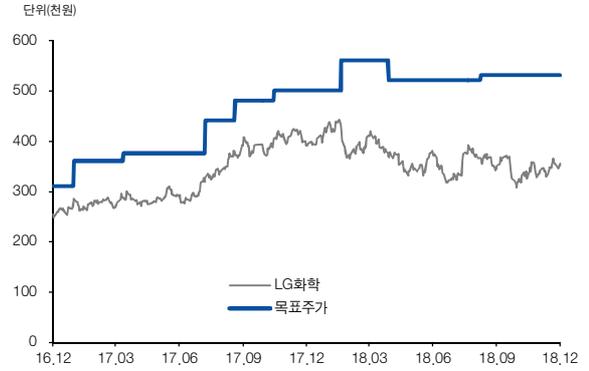


자료: IEA, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/10	BUY	520,000	-28,5	-27,3
18/04/24	BUY	520,000	-29,3	-27,3
18/05/02	BUY	520,000	-32,2	-27,3
18/06/05	BUY	520,000	-31,6	-26,8
18/06/26	BUY	520,000	-33,2	-26,8
18/07/25	BUY	520,000	-32,1	-24,8
18/08/21	BUY	530,000	-32,4	-29,4
18/09/17	BUY	530,000	-32,1	-29,4
18/10/02	BUY	530,000	-34,2	-29,4
18/10/22	BUY	530,000	-34,5	-29,4
18/10/26	BUY	530,000	-34,6	-29,4
18/10/29	BUY	530,000	-34,9	-29,4
18/11/23	BUY	530,000	-34,8	-29,4
18/12/14	BUY	530,000	-	-

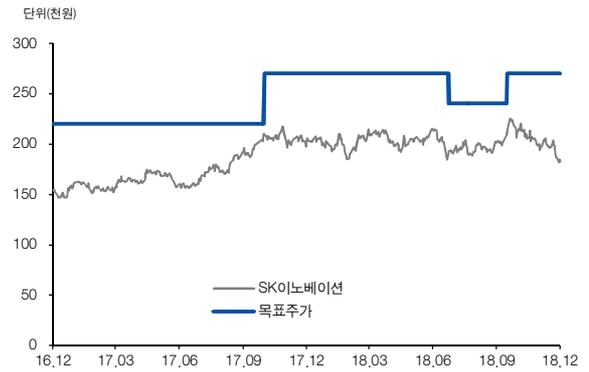
▶ 최근 2년간 LG화학 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/05/16	BUY	270,000	-24,3	-23,3
18/05/30	BUY	270,000	-24,5	-20,4
18/07/06	BUY	240,000	-19,7	-17,3
18/07/17	BUY	240,000	-19,0	-15,8
18/07/30	BUY	240,000	-18,9	-15,0
18/08/21	BUY	240,000	-18,9	-15,0
18/09/11	BUY	240,000	-18,7	-15,0
18/09/17	BUY	240,000	-18,4	-13,1
18/09/28	BUY	270,000	-19,5	-16,5
18/10/22	BUY	270,000	-20,2	-16,5
18/10/26	BUY	270,000	-21,0	-16,5
18/11/05	BUY	270,000	-22,7	-16,5
18/11/23	BUY	270,000	-24,2	-16,5
18/12/14	BUY	270,000	-	-

▶ 최근 2년간 SK이노베이션 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%