

화학

정유화학 | 김정현 3771-9351
jh.kim@iprovest.com

[Weekly FAQ NO. 22] 유가 급락에 대처하는 우리들의 자세 - 08년과 14년 그리고 지금

- 3/6일, 9일 양일간 국제유가는 DoD -30% 이상 급락했으며 이에 따라 정유/화학 업종 주기도 하락. 비슷한 유가 급락 시기인 08년과 14년에는 정유/화학 업종 주가가 상이하게 반응. 08년에는 유가 급락이 정유화학 업종의 실적/주가 개선으로 이어지지 못했던 반면 14년에는 정유화학 업종의 대세 상승의 서막이 됨
- 08년과 14년 사례는 유가 급락 계기/수요/증설 3가지 측면에서 달라. 08년에는 글로벌 금융위기에 의해 급락한 반면 14년에는 미국 원유 공급 증가 및 OPEC 감산 실패에 의한 것. 또한 08년에는 원유 수요와 경제성장률(화학 수요 대체 지표)이 큰 폭으로 하락했던 반면 14년 수요는 양호했음. 마지막으로 14년 정유/화학 업종 모두 신규 공급 부담은 08년에 비해 현저히 낮았음
- 20년은 14년보다 08년에 더 가깝다고 판단. 20년 유가 급락 계기는 OPEC+ 공조 붕괴에 따른 공급 과잉 우려이나 코로나 사태로 인한 수요 부진 우려 역시 상존. 글로벌 전망 기관에서는 20년 원유 수요 감소까지 전망하고 있으며 경제성장률 전망 역시 하향. 20년 신규 공급 부담은 08년/14년 보다 훨씬 커

국제유가의 큰 폭의 급락. 08년/14년에도 유사한 급락 사례 존재

3/6일, 9일 양일간 국제 유가는 약 30% 이상 하락해 9일 한때 30\$/bbl(WTI 기준) 하회하며 1월 고점 대비 50% 이상 급락했다. 코로나19로 인한 수요 부진 우려 속에서 러시아의 전략 선회에 따른 OPEC+ 공조 붕괴가 시장에 큰 충격을 준 것이다. 단기 유가 급락 사례는 2000년 이후 몇 차례 있었는데 가장 대표적인 예가 08년과 14년이다. 09년 1월 두바이유는 40\$/bbl을 하회하며 08년 7월 고점 대비 70% 이상 급락했으며 15년 1월에는 45\$/bbl을 하회하며 14년 7월 고점 대비 60% 이상 하락했다. 특이한 점은 유가 급락 당시 08년에는 유가 급락에도 화학 마진/정제마진 모두 크게 개선되지 못했으나 2014년에는 원재료 절감에 따른 수혜를 시현하며 정유화학 업종의 대세 상승의 시작점이 되었다는 점이다.

08년/14년은 유가 급락 계기/수요/공급 측면에서 달라

두 시기의 차이점은 유가 급락 계기/수요/공급(증설) 등의 측면에서 기인한다. 08년에는 글로벌 금융위기에 따른 급격한 수요 위축 우려로 유가가 급락했으나 14년에는 미국의 셰일 오일 등 비전통적인 에너지 생산이 증가하고 OPEC 회원국들의 감산 합의에 실패한 것이 계기가 되었다. 또한 08년에는 글로벌 원유 수요가 감소하고 화학 수요 성장의 대체 지표인 글로벌 경제성장률이 (-)를 기록하였으나 14년에는 원유 수요 성장과 경제성장률 모두 견조하게 유지되었다. 마지막으로 08년에는 정유/화학 모두 증설 부담이 부담스러운 수준이었으나 14년에는 신규 증설 부담이 크지 않았다.

20년 지금은 08년과 14년 중 08년에 가까운 그 어딘가

20년 지금, 08년/14년과 같으면서도 다르다. 우선 최근 유가 급락의 원인은 코로나19 사태로 인한 수요 위축 우려 속에서 OPEC+의 감산 합의 실패가 동시에 작용하였다. 또한 3월 이후 골드만삭스 YoY -15만 b/d, IEA -9만, OPEC +48만 등 글로벌 전망 기관들은 원유 수요 전망을 일제히 하향하고 있다. 또한 글로벌 경제성장률 전망도 하향되고 있다. OECD는 3월 이후 2020년 경제성장률 전망을 기존 2.9%에서 1.5%로 낮추며 금융위기 이후 최저 수준의 경제성장률을 예상하였다. 그리고 정유/화학 업종에 관심이 있는 투자자들은 모두 알다시피 20년 정유/화학 업종의 증설 부담은 08년/14년보다 훨씬 크다.

러시아와의 극적인 합의 없을 경우 급락한 유가 약보합 유지. 정유/화학 업종에 모두 부정적

OPEC+ 공조가 무너질 경우 미국 증산에 대응하여 글로벌 유가 수급을 맞출 수 있는 방법이 사라지게 된다. 사우디는 4월 OSP를 6\$/bbl 이상 공격적으로 인하하고 100만 b/d 이상의 증산을 예고하는 등 러시아의 전략 철회를 위한 벼랑끝 전술을 시도하고 있으나 9일 러시아 재무부 장관은 25~30\$/bbl 수준의 유가를 감수할 체력이 있다고 발언했다. 따듯 당분간 OPEC+ 체제 재구축 가능성에 대해서는 보수적으로 판단하는 것이 옳다. 사우디와 러시아와의 극적인 합의 없이는 정유화학 업종 모두 저유가에 의한 가수요 부재/실수요 부진/신증설 물량 등 삼중고를 겪을 가능성이 높다. 봄은 다가오고 있으나 정유/화학 업종 겨울은 계속되고 있다.

[표 1] 08/09년 vs 14/15년 vs 19/20년 비교

구분	08/09년	14/15년	19/20년 비교
유가 급락 계기	글로벌 금융 위기	미국발 셰일 공급 증가 & OPEC 감산 합의 실패	코로나 19 사태 & 러시아의 OPEC+ 합의 거부
원유 수요	08년 -70만, 09년 -100만	14년 +120만, 15년 +160만	19년 +85만, 20년 -15만(e)
경제 성장률	08년 +2.9%, 09년 -0.5%	14년 +3.5%, 15년 +3.3%	19년 +2.9%, 20년 +1.5%(e)
정유 증설 현황	08년 +1.6%, 09년 +1.8%	14년 +0.9%, 15년 +1.0%	19년 +2.1%, 20년 +1.5%(e)
에틸렌 증설 현황	08년 +3.8%, 09년 +1.9%	14년 +1.9%, 15년 +2.1%	19년 +2.9%, 20년 +7.0%(e)
정제마진 변화	08년 7월 21\$, 09년 1월 7\$ 고점 대비 -14\$/bbl	14년 7월 10\$, 05년 1월 11\$ +1\$/bbl 상승	20년 1월 9\$, 20년 3월 4\$ -5\$/bbl 하락
화학마진 변화	08년 7월 680\$, 09년 1월 408\$ 고점 대비 -272\$/톤	14년 7월 670\$, 05년 1월 763\$ +63\$/톤 상승	20년 1월 230\$, 20년 3월 384\$ +154\$/톤 상승

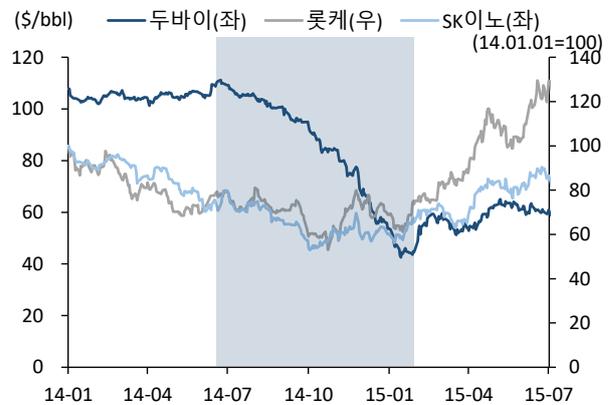
자료: 미국 에너지부+폴드만삭스(원유수요), 경제성장률(OECD), 정유 증설(OPEC), 교보증권 리서치센터

[도표 1] 08/09년 유가와 롯데케미칼/SK 이노베이션 주가 추이



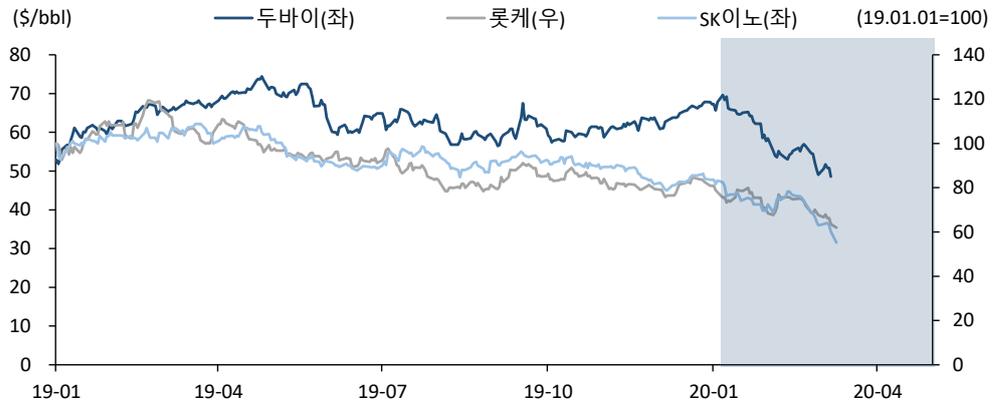
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 14/15년 유가와 롯데케미칼/SK 이노베이션 주가 추이



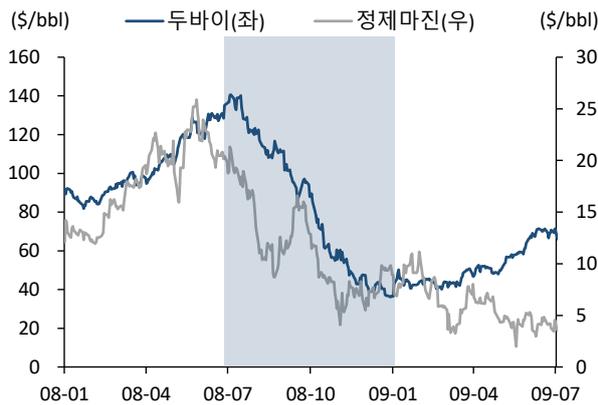
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 2019/20년 유가와 롯데케미칼/SK 이노베이션 주가 추이



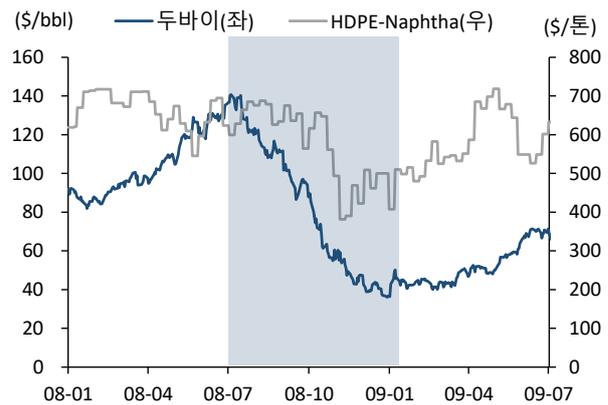
자료: 산업자료, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 08/09년 유가와 정제마진



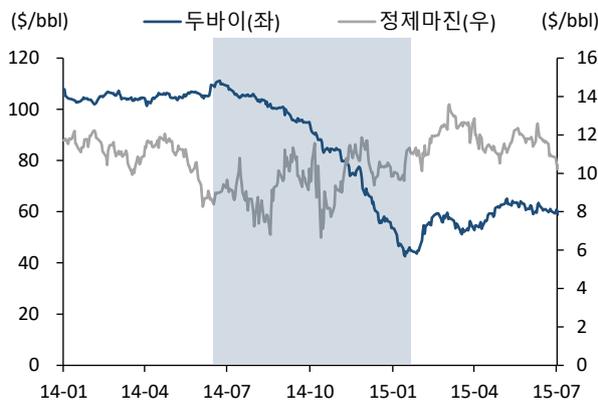
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 08/09년 유가와 HDPE-납사 마진



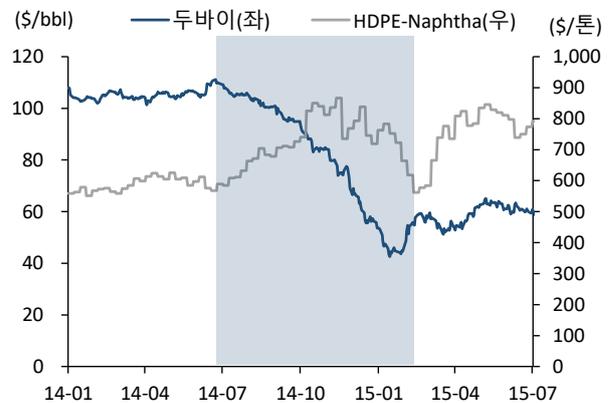
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 14/15년 유가와 정제마진



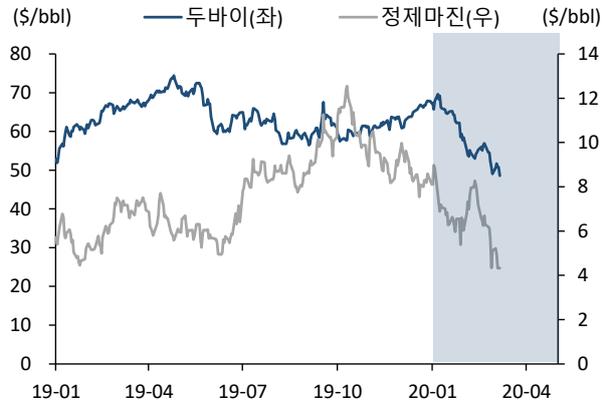
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 14/15년 유가와 HDPE-납사 마진



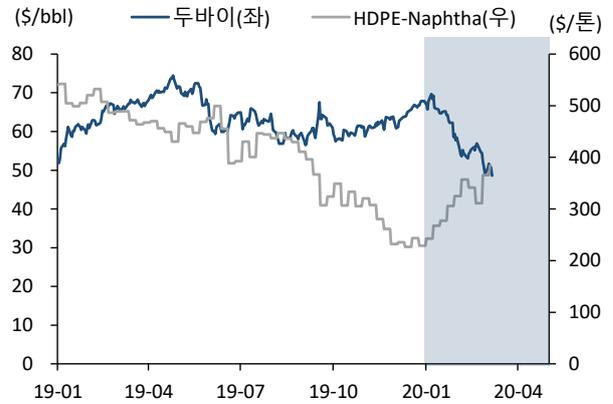
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 19/20 년 유가와 정제마진



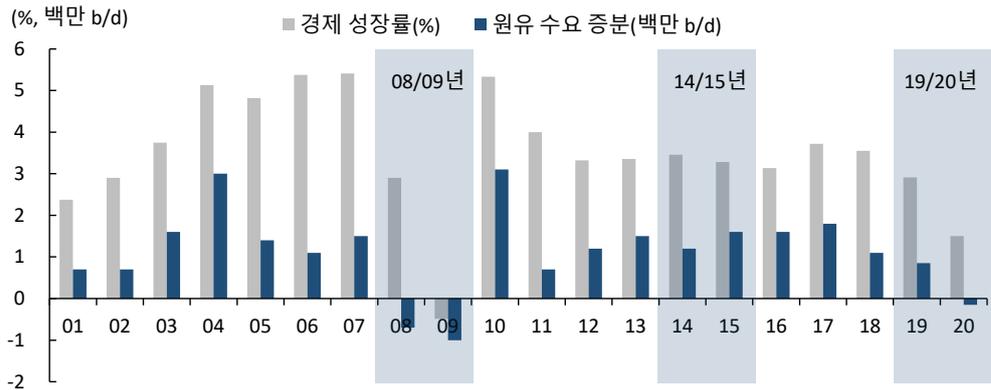
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 19/20 년 유가와 HDPE-납사 마진



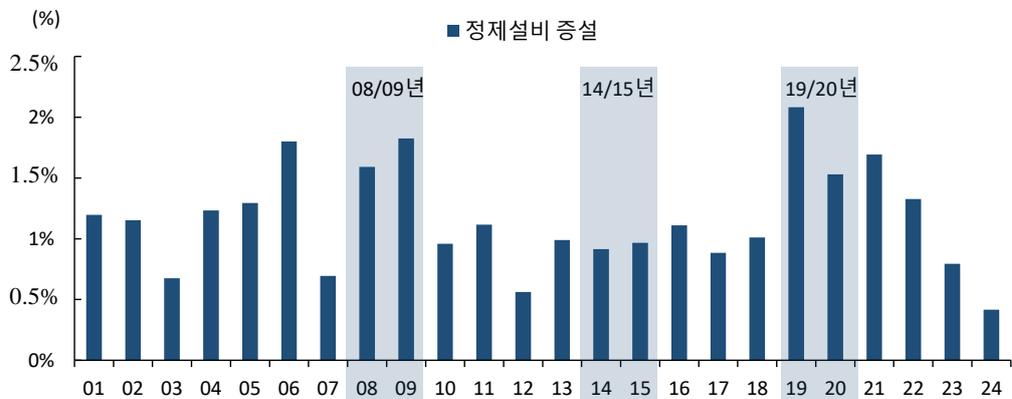
자료: Petronet, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 글로벌 원유 수요와 경제 성장률



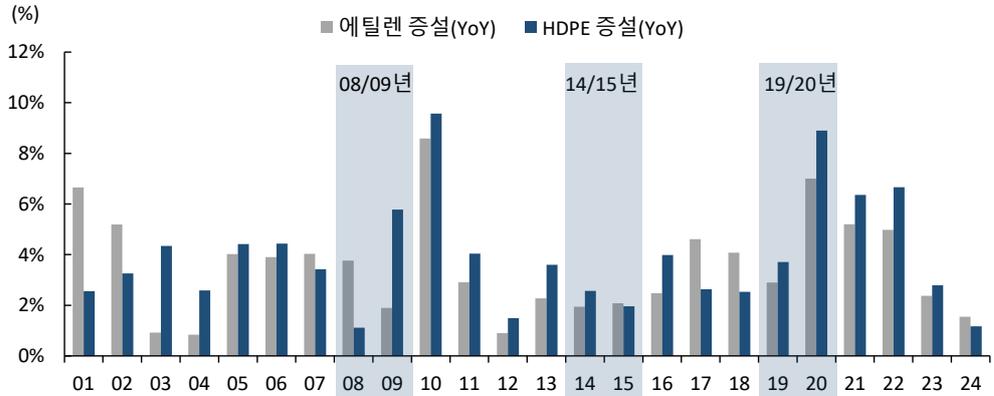
자료: OECD(경제성장률), 원유 수요(미국 에너지부&골드만삭스), 교보증권 리서치센터

[도표 11] 정제설비 증설 추이. 14/15 년의 신규 설비 부담 낮아



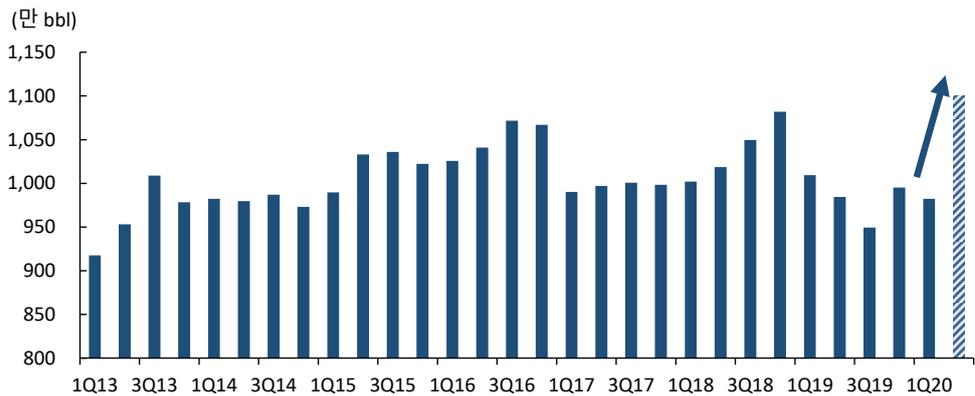
자료: OPEC, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 에틸렌/HDPE 증설 추이. 14/15년의 신규 설비 부담 낮아



자료: 산업자료, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 사우디 분기별 원유 생산 추이 및 전망. 4월 원유 생산량 1,100만 bbl 까지 증가 가능



자료: 산업자료, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2019.12.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	90.4	7.7	1.9	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하