

시황저격

포트폴리오 전략: 정유/화학 유가 민감주 바텀피싱 찬스

국제유가 Down-side 리스크 완화는 가격 안정화와 함께 유가 민감주 반등의 트리거로 작용

최근 미국 장기금리는 매크로 낙관론 부활과 Fed 통화정책 신중론 대두 영향으로, 하락일변도였던 그간의 모습과는 확연히 다른 행보가 관찰되고 있다. 미 국채 10년물 금리경로와 뚜렷한 상관성을 지닌 미국 매크로 서프라이즈 지수 역시도 통계적 임계구간 (-2 SD)에서 저점반등 가능성을 타진하는 모습이다. 플래트닝으로 점철됐던 일드 커브 환경에 모종의 상황변화 기운이 감돌기 시작했던 의미다. 장단기 금리 스프레드 상승전환은 투자전략 포커스의 경기민감 대형(수출) 가치주로의 이동을 암시한다. 이제 중소형/내수/방어/성장주 진영에서 계류(鷄肋)으로 전략한 알파를 고민하기보단, 다음 스타일 변화의 길목을 선점할 필요가 있는 시점인 것이다. 귀신 같은 매매 타이밍 포착을 자신하는 투자자가 아니라면 이는 더더욱 그러하다. 우리는 전략 포커스 변화의 변곡점에서, 1) 시장 대장주 IT, 2) 상대적/절대적 안전지대 은행(금융), 3) 국제유가 하향안정화에 연유한 주가 모멘텀의 순환적 회복이 기대되는 정유/화학 유가 민감주를 상기 국면에서의 세가지 전략대안으로 주목한다. 특히, 하반기 포트폴리오 전략 삼두마차 중 하나로서 정유/화학업종을 주시하는 이유는 아래의 세가지 이유에서 비롯된다.

첫째, 국제유가 추가 Down-side 리스크 제약이다. 최근 일련의 국제유가 부진은, OPEC 회원국 감산합의 미이행과 미국 셰일오일 메이커의 증산 가능성에 연유한 공급 우려와 글로벌 원유 수요환경의 구조적 침체가 한데 맞물린 결과로 해석 가능하다. 그러나, 아랍코 상장을 향한 사우디의 유가 안정화 의지가 분명한 이상 OPEC 카르텔의 와해 가능성은 미미하다. 또한, 지리멸렬(支離滅裂)한 유가 행보와 계속된 유가 전망치 하향조정 기류를 고려할 경우, 증산일변도를 내달렸던 미국 또한 강한 피로감에 젖어들 개연성이 높다. 더불어, 미국/유럽 매크로의 순환적 회복은 OCED 선진국 원유 수요증가로 파급될 것이다. 수요와 공급변수 동반개선은 원유 재고감소와 함께 유가 방향선회의 트리거로 작용할 공간이 크다. 물론, 국제유가의 추세적 반등을 기대하는 것이 아직은 시기상조일 수 있겠으나, 하방 리스크 완화는 유가 민감주 바텀피싱을 고민하는 투자자들에게 충분히 기뻐할 언덕이 되고도 남는다.

둘째, 씨클릭 내 업종간 차별화 가능성이다. 경기민감 핵심 원자재인 원유와 구리간 상대가격 추세를 살펴보면, 통계적 바닥구간인 -1 SD 수준에 접근했음이 확인된다. 이는, 글로벌 경기영향을 상쇄할 경우 특정 일방의 가격변수에 이례적 왜곡현상이 발생했던 의미로도 해석 가능하다. 통상, 동 가격변수의 하방 임계치 도달은 글로벌 섹터 주도권의 이동을 자극해왔다. 즉, 씨클릭 내 상대적 저가 메리트를 보유한 정유/화학 유가 민감주 우위로 로테이션 트레이딩 환경변화가 나타났던 것이다. 선진/신흥국간 경기 모멘텀 엇갈림 현상 역시도 상기 기류변화를 지지한다. 국내증시 관련주 외국인 수급환경을 살펴보면, 유가 민감주는 선진국에, 유가 민감주 제외 씨클릭의 경우 신흥국 경기 모멘텀에 차별적으로 반응하고 있음이 확인된다. 선진경기 바닥통과와 신흥국 매크로 피크아웃 국면에서 할 일은 정유/화학주 차별화 가능성에 대비하는 것이다.

셋째, 하반기 시장 포커스는 안전마진 확보에 집중될 것이다. 정유/화학주의 2분기 실적 부진은 이미 주가에 선반영된 이슈로 해석함이 옳다. 3분기 이후 구체화될 실적 모멘텀을 고려할 경우, 현 주가와 밸류 여건은 명징한 저점매수의 호기가 된다. 주목할 점은 유가 민감주가 지닌 안전마진 측면 가치다. 정유주의 경우 시장을 압도하는 배당 메리트가 안전마진의 요체다. 하반기 시장 투자자의 배당투자에 대한 높아진 관심은 정유주 주가 방향선회를 견인하는 또 다른 긍정요인이다. 화학주는 2차 전지를 중심으로 한 IT 섹터와의 연결고리가 주가 하방 리스크에 대한 안전장치다. 옥석을 추려, 정유/화학 유가 민감주 바텀피싱에 주력할 필요가 있겠다.

Investment Idea

Equity



주식시황/파생 김용구
02-3771-7526
sniper@hanafn.com

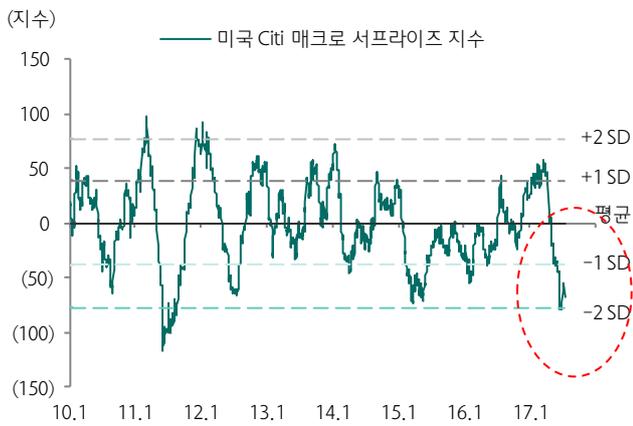
RA 문다솔

02-3771-7509
dasolmoon@hanafn.com

Compliance Notice

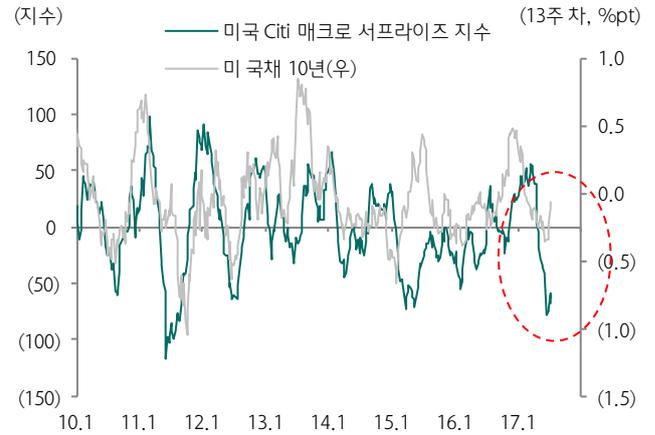
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 미국 경기 모멘텀은 통계적 바닥권에서 방향선회를 타진



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

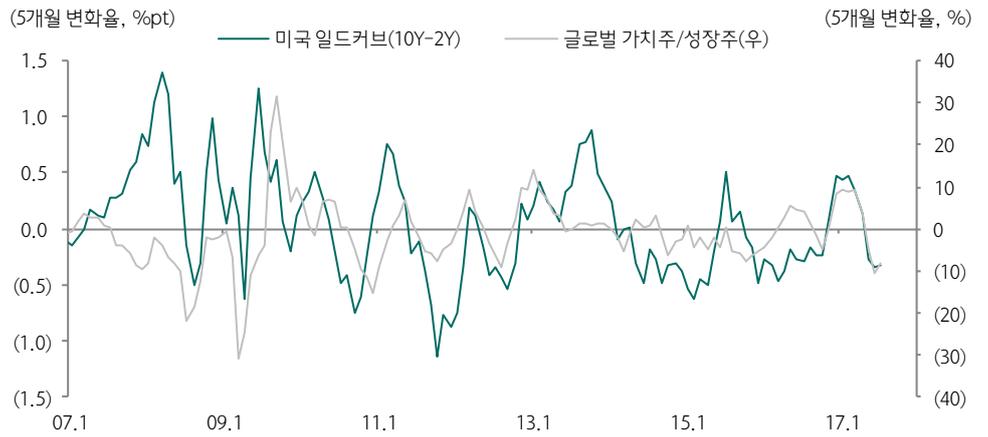
그림 2. 미국 경기 모멘텀 부활은 장기채(국채 10년) 금리상승의 트리거



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 3. 미국 일드커브(장단기 금리 스프레드)와 글로벌 가치주/성장주 상대주가

6월 FOMC 의사록과 엘런 의회 청문회 발언은 강한 경기 자신감과 보다 신중하고도 완만한 통화정책 정상화 기초를 재천명. 이는 장단기 금리 스프레드 상승 전환과 함께 경기민감 대형 가치주의 시장 주도권 이동 가능성을 암시



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 4. 한국 일드커브(장단기 금리 스프레드)와 한국 가치주/성장주 상대주가

글로벌 장단기 금리 스프레드 상승 전환 행보 가시화. 한국의 경우 단기적으로 스타일 주도권의 혼재양상이 전개될 것이나, 중국에는 글로벌 증시와 같이 경기민감 대형 가치주 우위의 시장 환경이 조성될 것으로 판단



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 5. 미국 유가 민감주의 시장대비 합산시총 비중과 WTI



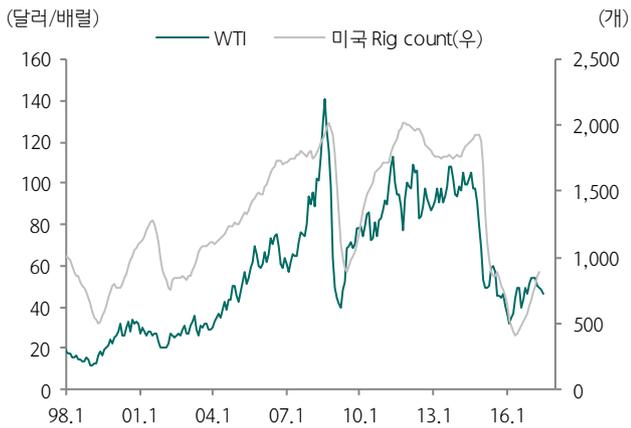
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 6. 한국 유가 민감주의 시장대비 합산시총 비중과 Dubai 유가



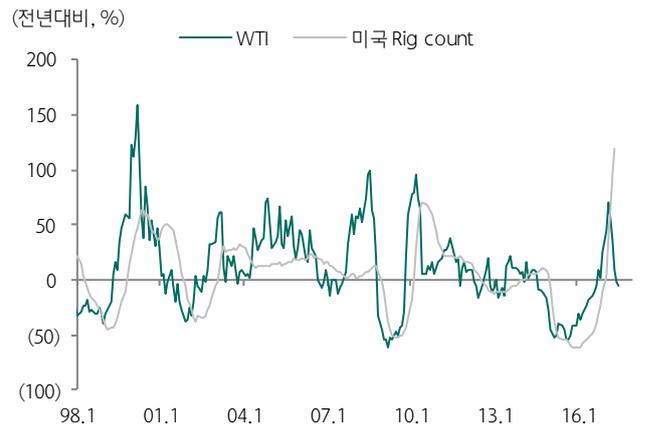
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 7. 2016년 2월 유가 저점반등 이래 미국 Oil Rig는 급증전환



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

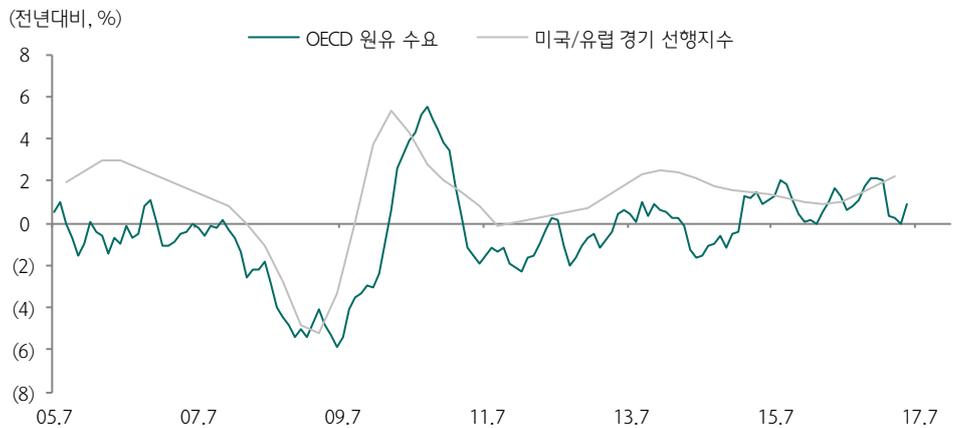
그림 8. 단, 유가 상승 모멘텀 제약은 미국 내 Rig 증가와 원유 증산의 피로도를 자극할 전망(=미국발 공급 리스크 약화 가능성)



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

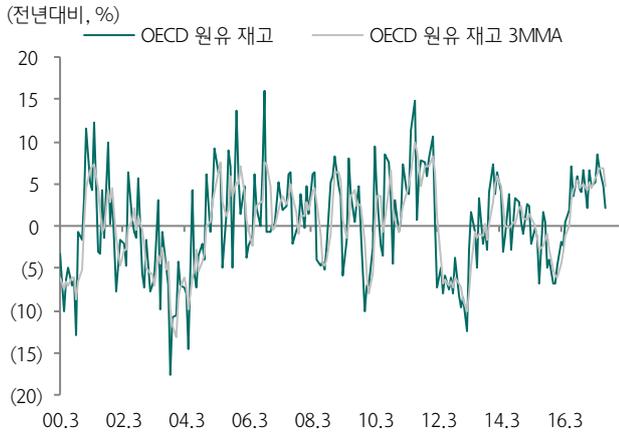
그림 9. 미국/유럽 경기 선행지수와 OECD 원유 수요 추이

미국/유럽 등 선진경기의 추세적 회복은 국제 원유 수요환경의 순환적 개선을 자극할 전망



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 10. 공급 및 수요 리스크 완화는 원유 재고 감소로 파악



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 11. 강달러 압력 약화 가능성 역시 원유를 위시한 국제 원자재 시장 가격변수 안정화의 긍정요인



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

구리 대비 유가 상대가격 추세는 통계적 바닥구간인 -1 SD 수준에 근접.
추가적 Down-side 리스크보단 추세적 방향선회 가능성을 염두에 둘 필요가 있는 시점

그림 12. 브렌트 유가와 구리의 상대가격 트렌드



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

유가/구리 상대가격 트렌드 방향선회 가능성은 시클리컬 업종 내 유가 민감주인 정유/화학주 차별화의 단초로 작용할 전망

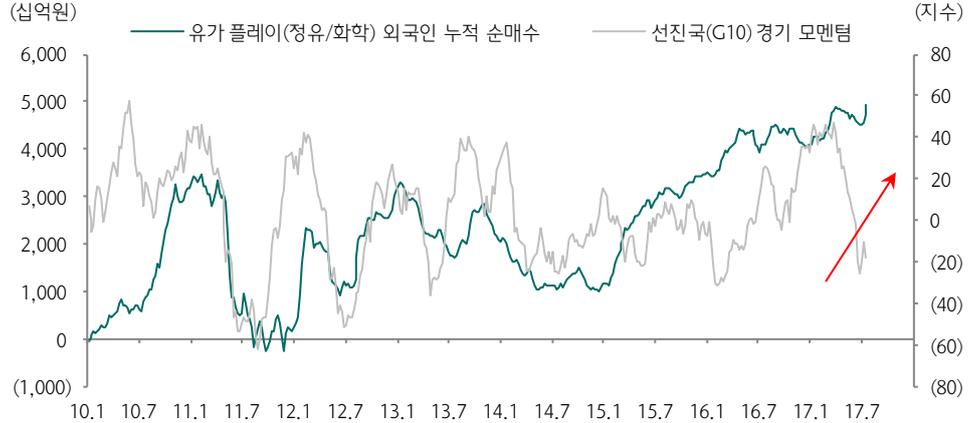
그림 13. 선진주식 유가 민감주/유가 민감주 제외 시클리컬 업종 상대주가와 유가/구리 상대가격 추이



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 14. 정유/화학 유가 민감주 외국인 누적 순매수와 선진국 매크로 서프라이즈 지수

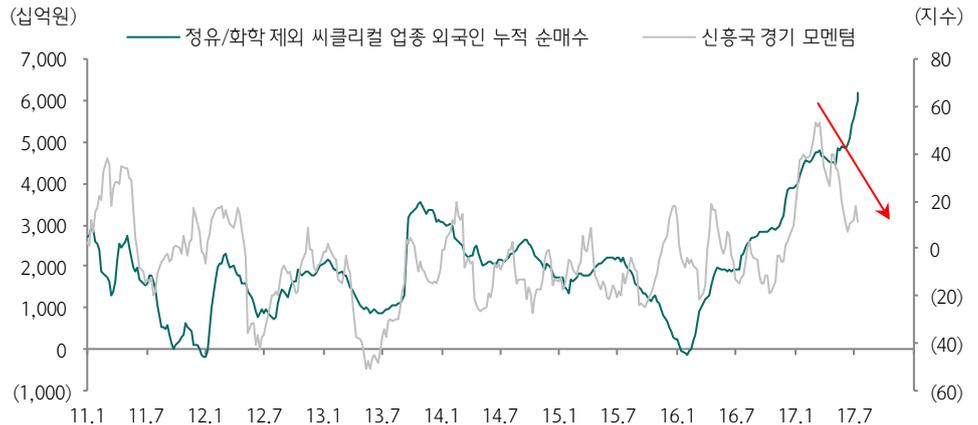
통상 유가 민감주 외국인 수급환경은 선진국 경기 모멘텀과 유의미한 상관성을 형성. 선진경기 저점권 방향선회 가능성은 국제유가 Down-side 리스크 제한과 함께 정유/화학 유가 민감주 주가 반등의 트리거로 작용



자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

그림 15. 정유/화학 유가 민감주 제외 시클리컬 업종 외국인 누적 순매수와 신흥국 매크로 서프라이즈 지수

통상 유가 민감주를 제외한 여타 시클리컬 업종 외국인 수급환경은 신흥국 경기 모멘텀과 유의미한 상관성을 형성. 신흥국 경기 모멘텀 피크아웃 가능성은 비유가 민감 시클리컬 업종의 제약요인으로 작용할 전망



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

표 1. 하나금융투자 정유/화학 커버리지 11개사 영업이익 전망치

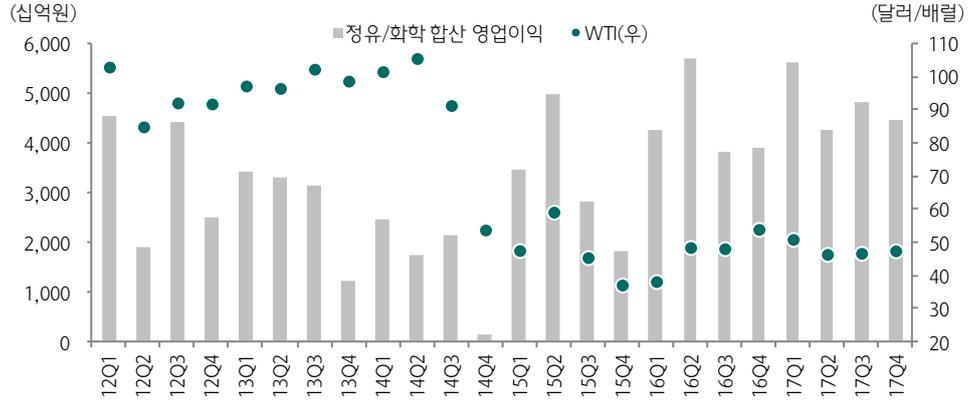
(단위: 십억원)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	YoY	2016	2017F	YoY
SK이노베이션	844.8	1,119.5	414.9	849.2	1,004.3	547.1	-51.1	3,228.3	3,178.9	-1.5
S-Oil	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5	187.7	-70.7	1,616.9	1,317.3	-18.5
GS	324.1	505.3	413.4	511.4	645.6	543.3	7.5	1,754.2	2,228.3	27.0
정유 소계	1,660.7	2,265.7	944.5	1,728.6	1,983.3	1,278.1	-43.6	6,599.5	6,724.4	1.9
LG화학	457.8	612.5	460.0	461.7	796.9	654.7	6.9	1,991.9	2,833.8	42.3
롯데케미칼	473.6	693.9	643.2	733.6	814.8	620.4	-10.6	2,544.3	3,013.9	18.5
금호석유	46.3	65.4	23.5	21.9	65.8	37.1	-43.2	157.1	226.0	43.9
대한유화	77.9	98.5	68.9	97.8	107.8	1.9	-98.1	343.0	315.2	-8.1
송원산업	26.6	23.8	16.1	9.9	13.0	24.9	4.5	76.4	91.9	20.4
효성	222.3	331.0	248.0	215.1	232.3	274.9	-17.0	1,016.4	1,122.0	10.4
SKC	43.1	42.2	23.0	41.0	37.8	43.5	3.0	149.3	188.3	26.1
애경유화	12.7	24.4	17.9	20.1	18.7	26.0	6.9	75.0	102.9	37.1
화학 소계	1,360.3	1,891.7	1,500.4	1,601.0	2,087.1	1,683.3	-11.0	6,353.3	7,894.1	24.3
합계	3,021.0	4,157.3	2,444.9	3,329.6	4,070.4	2,961.4	-28.8	12,952.7	14,618.6	12.9

주: 붉은 글씨는 하나금융투자 업종별 Top picks
자료: 각 사, 하나금융투자

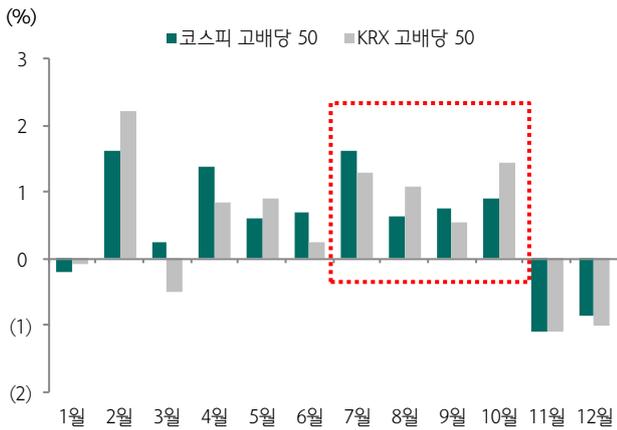
그림 16. 분기별 정유/화학 업종 합산 영업이익 및 평균 유가(WTI) 추이

2017년 2분기 실적부진은 정유/화학 유가 민감주 주가에 선반영된 이슈로 판단.
 예고된 실적부진보단 유가 저점반등 이후 업황 회복 및 주가 방향선회 가능성을 주시할 필요



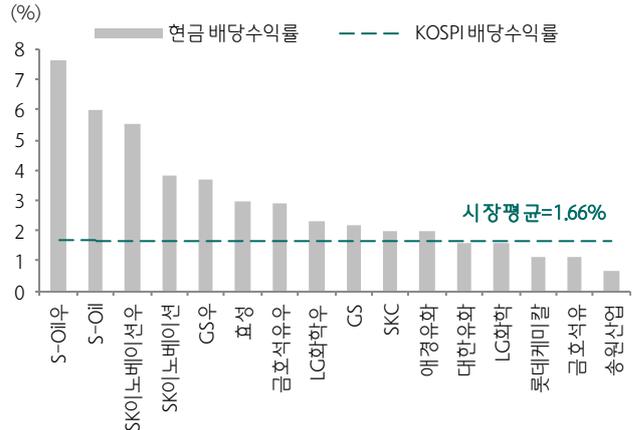
주: WTI 유가 전망치는 Bloomberg 컨센서스 준용
 자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 주요 고배당 인덱스의 시장(KOSPI)대비 상대성과



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 18. 당사 정유/화학 커버리지(보통주 및 우선주) 배당수익률



자료: Quantwise, 하나금융투자