

정유

정제마진 구조적 강세 진입

■ 비수기 정제마진 강세의 이유

최근의 정제마진 강세는 정제설비 CAPA 증가보다 수요 증가가 더 크기 때문이다. IEA의 전망에 따르면 원유수요는 2017년 연간 150만b/d, 2018년 140만b/d 증가할 전망이다. 반면, 글로벌 정제설비 증가분은 2020년까지 연간 76만b/d에 그칠 것으로 예상된다. 이에 따라 석유제품 수요 증가분이 공급 증가분을 매년 약 70~80만 b/d의 상회할 것으로 추정된다.

문제는 글로벌 정유업체들이 지금까지 정제설비 확충을 등한 시 했다는 점이다. 전체 원유 수요의 약 44%가 수송용으로 쓰이는데 전기차의 등장으로 이 수요가 감소하게 되면 전체 석유제품 수요가 감소할 수 있기 때문이다. 이에 따라 정유 업체들은 정제설비에 대한 투자보다는 석유화학제품과 같은 다운스트림이나 2차전지 같은 신성장 산업에 투자를 집중적으로 진행해 왔다.

결국 정제설비 투자에서 가동까지 2~3년이 소요된다는 점을 감안하면 정제마진은 향후 2~3년동안 강세를 이어갈 것으로 판단한다.

■ 정제마진 상승으로 정유업체 이익 증가 예상

정제마진 강세로 정유업체들의 이익이 크게 증가할 것으로 예상된다. SK이노베이션과 S-Oil의 2016년 석유제품 판매량은 각각 2.9억bbl과 2.1억bbl이다. 정제마진이 \$1/bbl 상승한다면 SK이노베이션은 연간 약 3,221억원, S-Oil은 연간 2,355억원의 영업이익이 증가할 것으로 추정된다. 최근의 정제마진 강세가 향후 2~3년간 지속된다는 점을 고려하면 정유업체인 SK이노베이션과 S-Oil의 이익은 2017년 하반기부터 크게 늘어나면서 주가도 상승할 것으로 예상된다.

Analyst 하준영

(2122-9213)

jyha@hi-ib.com

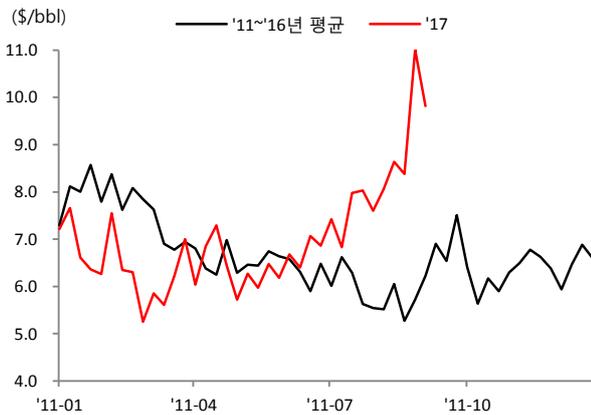
비수기 정제마진 강세의 이유

최근의 정제마진 강세는 정제설비 CAPA 증가보다 수요 증가가 더 크기 때문이다. IEA의 전망에 따르면 원유수요는 2017년 연간 150만b/d, 2018년 140만b/d 증가할 전망이다. 반면, 글로벌 정제설비 증가분은 2020년까지 연간 76만b/d에 그칠 것으로 예상된다. 이에 따라 석유제품 수요 증가분이 공급 증가분을 매년 약 70~80만 b/d의 상회할 것으로 추정된다. 이에 따라 전통적 비수기인 3분기에 싱가포르 기준 정제마진이 \$8~10/bbl로 강세를 보이고 있으며 정유제품 재고가 감소하고 있다.

문제는 글로벌 정유업체들이 지금까지 정제설비 확충을 통한 시 했다는 점이다. 전체 원유 수요의 약 44%가 수송용으로 쓰이는데 전기차의 등장으로 이 수요가 감소하게 되면 전체 석유제품 수요가 감소할 수 있기 때문이다. 이에 따라 정유 업체들은 정제설비에 대한 투자보다는 석유화학제품과 같은 다운스트림이나 2차전지 같은 신성장 산업에 투자를 집중적으로 진행해 왔다.

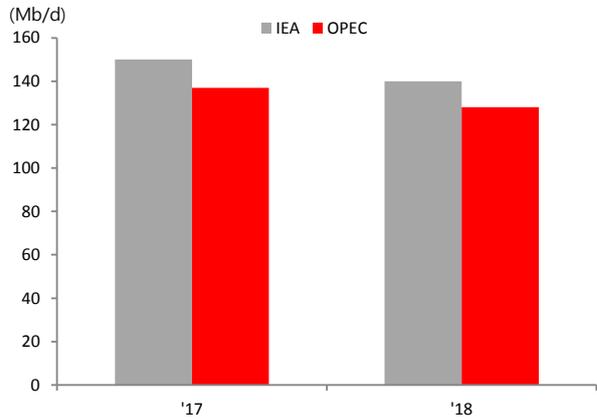
결국 정제설비 투자에서 가동까지 2~3년이 소요된다는 점을 감안하면 정제마진은 향후 2~3년동안 강세를 이어갈 것으로 판단한다.

<그림 1> 싱가포르 정제마진 추이



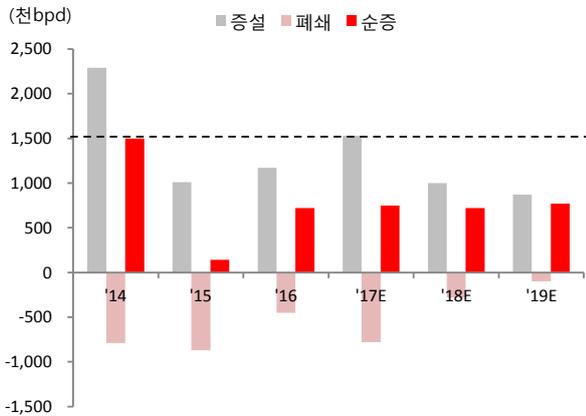
자료: Datastream, 하이투자증권

<그림 2> IEA, OPEC 글로벌 원유 수요 전망



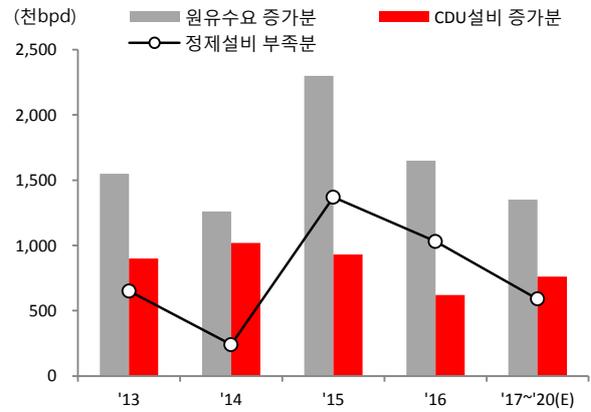
자료: IEA, OPEC, 하이투자증권

<그림 3> 글로벌 정제설비 증설/폐쇄/순증 추이 및 전망: 2017~2019년 원유 수요 증가분인 140~150만 b/d를 하회



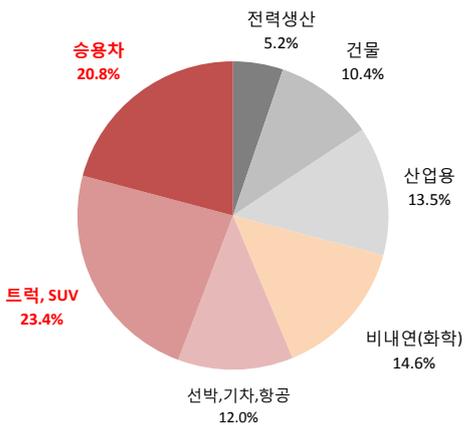
자료: FACTS, Wood Mackenzie, S-Oil IR 재인용, 하이투자증권

<그림 4> 글로벌 원유수요/정제설비 증가분 추이 및 전망: 2013년 이후 정제설비 증가분이 수요 증가분을 하회



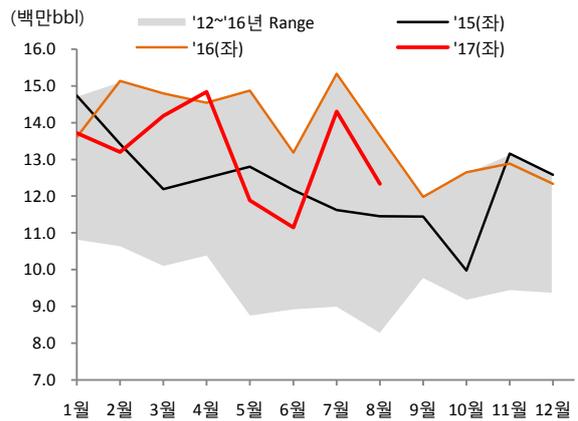
자료: Valero, 하이투자증권

<그림 5> 글로벌 원유 수요처별 비중



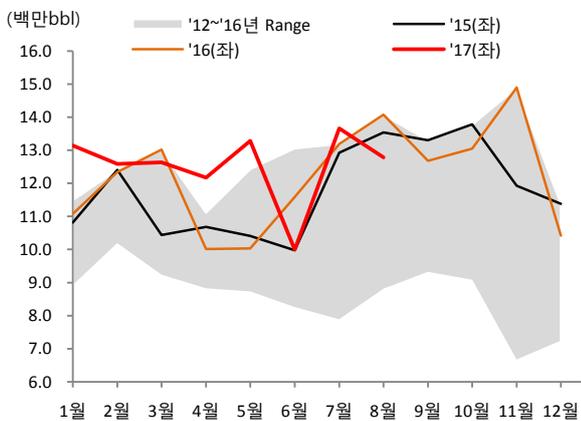
자료: BP, 하이투자증권

<그림 6> 싱가포르 경질유(Light Distillate) 재고 추이



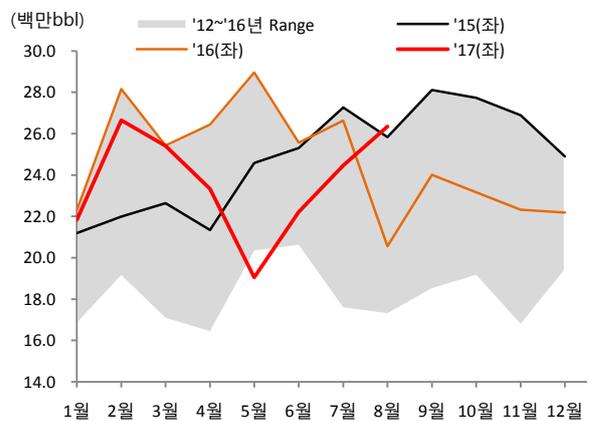
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 7> 싱가포르 중질유(Middle Distillate) 재고 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 8> 싱가포르 중질유(Residue) 재고 추이

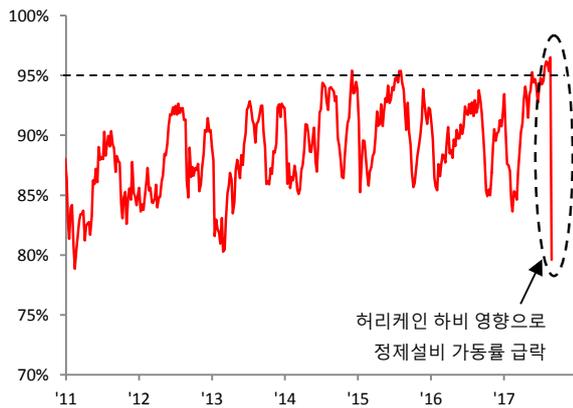


자료: Bloomberg, 하이투자증권

허리케인 하비도 정제마진 강세에 기여

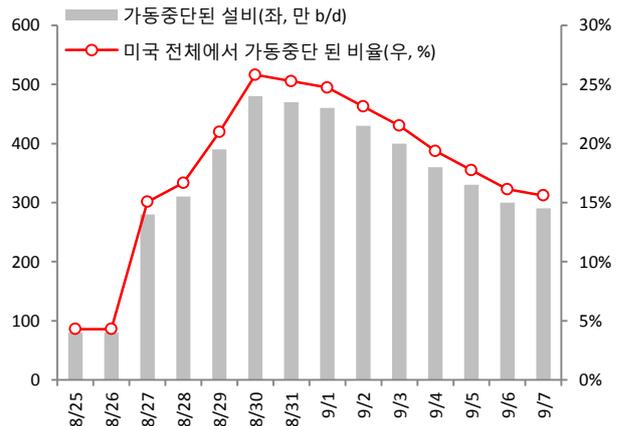
허리케인 하비가 미국 텍사스 지역을 강타한 점도 정제마진 강세에 기여했다. 미국의 정제설비 처리능력은 1,860만b/d인데 이 중 텍사스, 루이지애나, 기타 걸프만 지역에 위치한 정제설비의 규모는 970만b/d로 전체 정제설비의 약 52.2%가 허리케인 하비의 영향권에 위치해 있었다. 허리케인 하비로 인해 실제 가동이 중단된 미국의 정제설비는 약 24% 수준이었으며 하비가 소멸됨에 따라 서서히 가동률이 상승할 것으로 예상된다. 다만, 석유제품 재고 감소로 정제마진이 강세였던 상황에서 설비 가동이 중단됐기 때문에 정제마진은 당분간 강세를 보일 것으로 판단한다.

<그림 9> 미국 정제설비 가동률 추이



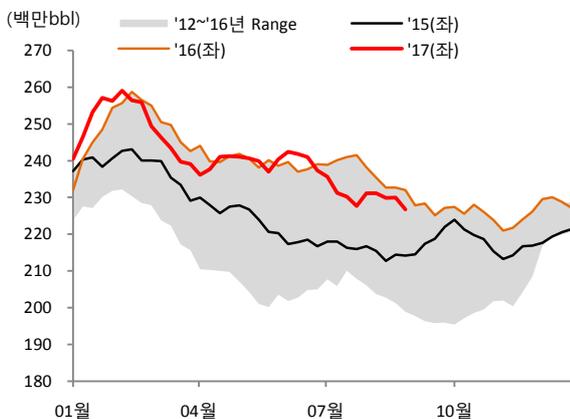
자료: EIA, 하이투자증권

<그림 10> 허리케인 하비로 가동이 중단된 미국 정제설비 CAPA 및 비중



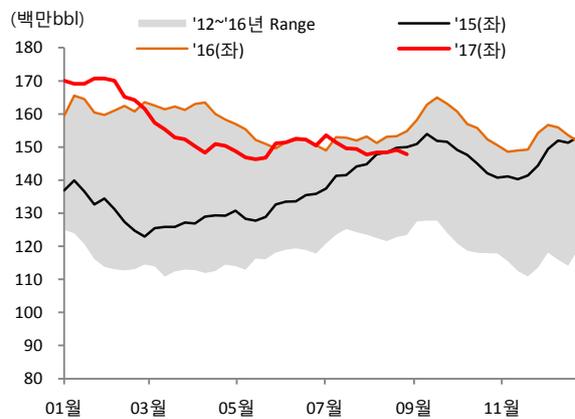
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 11> 미국 휘발유 재고 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 12> 미국 등/경유 재고 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 13> 미국 정제마진 추이(WTI Crack USG)



자료: Datastream, 하이투자증권

정제마진 상승으로 정유업체 이익 증가 예상

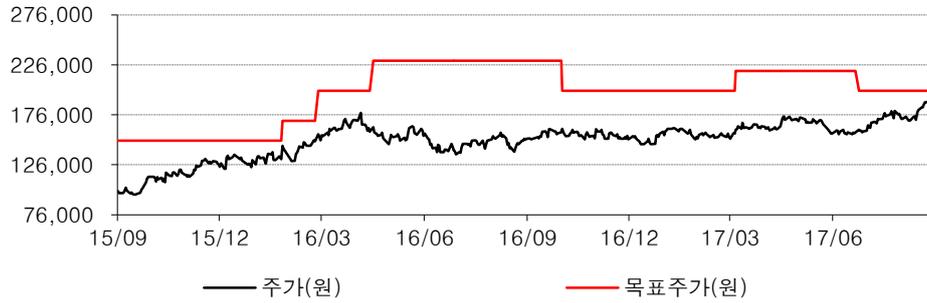
정제마진 강세로 정유업체들의 이익이 크게 증가할 것으로 예상된다. SK이노베이션과 S-Oil의 2016년 석유제품 판매량은 각각 2.9억bbl과 2.1억bbl이다. 정제마진이 \$1/bbl 상승한다면 SK이노베이션은 연간 약 3,221억원, S-Oil은 연간 2,355억원의 영업이익이 증가할 것으로 추정된다. 최근의 정제마진 강세가 향후 2~3년간 지속된다는 점을 고려하면 정유업체인 SK이노베이션과 S-Oil의 이익은 2017년 하반기부터 크게 늘어나면서 주가도 상승할 것으로 예상된다.

<표 1> 정제마진 상승에 따른 국내 정유업체 영업이익 증가분 추정

	SK이노베이션	S-oil
2016년 정유제품 판매량(백만bbl)	285	208
환율(원/\$)	1,130	1,130
정제마진 \$1/bbl 상승 시 연간 영업이익 증가분(억원)	3,221	2,355

자료: 각 사, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK이노베이션)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-04	Buy	170,000	6개월	-16.4%	-11.5%
2016-03-07	Buy	200,000	6개월	-18.3%	-11.0%
2016-04-25	Buy	230,000	6개월	-34.5%	-28.5%
2016-10-11(담당자변경)	Buy	200,000	6개월	-22.3%	-18.8%
2017-03-15	Buy	220,000	6개월	-25.3%	-20.7%
2017-07-03	Buy	200,000	1년	-13.0%	-5.3%
2017-09-11	Buy	240,000	1년		

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(S-Oil)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-01-28	Buy	91,000	6개월	-4.7%	7.8%
2016-04-22	Buy	123,000	6개월	-35.8%	-27.3%
2016-10-11(담당자변경)	Buy	110,000	6개월	-23.3%	-15.0%
2017-03-15	Buy	140,000	6개월	-29.7%	-23.2%
2017-07-03	Buy	120,000	1년	-8.4%	-1.7%
2017-08-24	Buy	140,000	1년	-12.4%	-8.9%
2017-09-11	Buy	150,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 하준영\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-