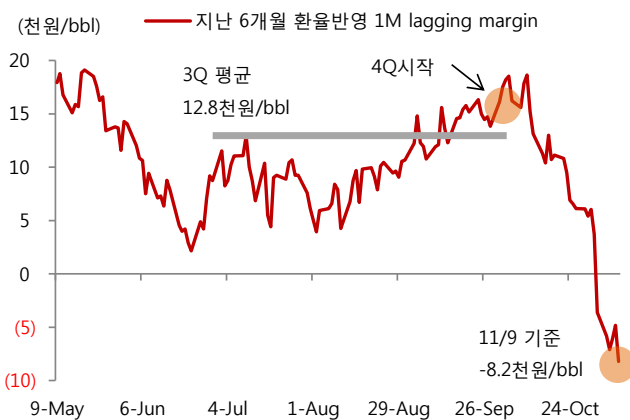


정유의 4분기 관철을까?

- ▶ 유가급락과 동반하여 실적 spread도 급락세. 현재 수준은 대규모 적자 발생했던 4Q14 이후 처음임. 여전히 높은 시장 컨센 감안 시 정유실적에 대한 기대치 낮출 필요 있음. 또한 pure chem 대비 valuation도 비쌘

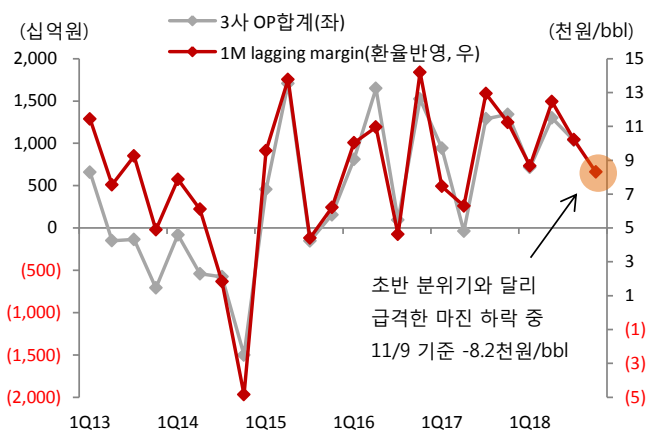
유가와 동반해 급락하고 있는 정유의 실적 spread



자료 : Petronet, SK증권

- 11/9까지 WTI가 무려 10거래일 연속 하락했습니다. CNBC의 보도에 따르면 이는 1984년 이후 34년 래 처음이라죠
- SK증권 리서치센터는 Cyclical Bulletin Release 시리즈를 통해 밝히고 있듯이, 18년 하반기 이후 약세 전환 / 19년 장기 저유가 회귀의 의견을 지속적으로 말씀 드리고 있습니다
- 사우디, 미국, 러시아가 상반기와 달리 지정학적 리스크 발생을 억제시키며 동시에 증산 지속 중인데, 유가가 버티기는 쉽지 않죠
- 이와 함께 우려해야 할 것이, 유가 급변동은 실적에 직격탄이 되는 정유업종입니다. 환율반영 1M lagging margin은 근래 본격적이 없는 -8.2천원/bbl까지 급락을 했습니다
- 이 정도 수치가 시현되었던 때는 4Q14 이후 처음인데, 당시 정유 3사 정유사업부의 영업적자폭은 -1.5조원에 달했습니다

환율반영 1M lagging margin 3Q도 실제 실적흐름과 유사



자료 : Petronet, SK이노베이션, S-Oil, GS칼텍스, SK증권

- 물론 당장 '적자'를 논할 상황은 아닙니다. 4Q 평균치는 아직 +8.3천원/bbl로 양호합니다. 10월 시작이 워낙 좋았으니까요
- 다만 거시경제 불안감까지 감안 시 당장 유가반등을 기대하기 어려운 국면이고, 화학에서 PX도 약세인 걸 감안한다면 4Q 실적 기대감은 일단 지금보다는 낮추는 것이 옳아 보입니다
- 시장 컨센서스는 11/9 기준 SK이노베이션 7,542억원(3Q 8,358억원), S-Oil 4,393억원(3Q 3,157억원)으로 꽤나 높습니다
- 게다가 내년에 많은 증설물량까지 감안한다면, 최근 pure chemical 대비 기록적으로 높게 받았던 valuation premium에 대해서는 다시 한 번 생각해봐야겠죠
- 참고로 왼 쪽에서 확인되듯, 제시 드리는 환율반영 1M lagging margin은 3분기에도 정유의 실제 실적과 거의 일치했습니다

• 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 • 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 • 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 • 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
 • 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15% ~ -15% → 중립 / -15% 미만 → 매도

