

## 정유

## 산업이슈

2019. 08. 21

## 정제마진이 건강해지고 있다

## News

**절대 정제마진 반락, 다만 B-C 급락에 기인:** 7월 평균 \$6.6/bbl로 급등했던 싱가포르 정제마진은 8월 누적 \$5.3/bbl로 반락했다. 다만 제품별로는 휘발유/등경유는 강세를 이어간 반면 납사 소폭 하락, B-C 급락세가 나타났다. 고도화율이 높아 B-C 급락 영향이 상대적으로 적은 국내 정유사들의 정제마진 변동 폭은 싱가포르 정제마진 하락 폭 대비 견고했다.(SKI 7월 \$7.9→8월 \$7.1, S-Oil 7월 \$9.7→8월 \$9.3) B-C 마진 급락의 이유는 다가오는 20년 IMO 시행 개시일 이전 HSFO 급락, 상대적인 LSFO 견고 현상이 강화되고 있기 때문으로 판단된다.(유럽 LSFO-HSFO spread는 7월 평균 \$3.6→8/19 기준 \$12.3로 확대되었으며 미국(NY)은 동기간 7월 \$5.5→8/19 \$9.3로 확대) IMO를 고려했을 때 B-C 급락은 시기의 문제였을 뿐 필연적인 결과였다는 판단이다. 결과적으로 B-C 급락은 단기간 절대 정제마진의 약세를 불러왔지만 등경유 마진이 여전히 견고한 상승세를 나타내고 있다는 점, B-C 급락으로 대규모 capex를 투자한 고도화 설비 및 유회기유 수익성이 개선될 수 있다는 점, 고도화율이 낮은 중국 tea-pot 가동률이 하락할 수 있다는 점은 분명 한국 정유사들에게 긍정적인 상황이라 판단한다. 더해서 당사는 정제마진이 3가지 긍정적인 영향으로 인해 추세 상승을 보일 가능성이 높다고 판단한다.(7/29 정유, '비중을 늘려야 하는 3가지 이유' 보고서 참조)

## Comment

**1)정유 계절성 변동:** 미국 정제설비 가동률은 94.8%로 연중 최고 수준을 유지하고 있다. 드라이빙 시즌이 종료되면서 9월 이후 반락하며 미국 발 공급 부담은 연말로 갈수록 완화될 수밖에 없다. 반면 등경유 수요는 하절기 비수기를 저점으로 반등하기에 아시아 정유사들의 계절성은 우호적으로 보인다. 중국/인도의 하반기 수출 부담 완화까지 고려할 때 등경유 강세는 이어질 가능성이 높다.

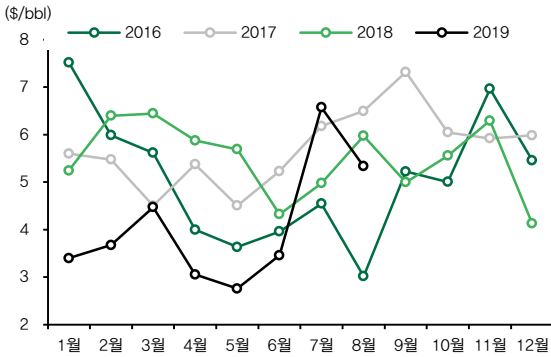
**2)WTI-Dubai discount 축소 진행중:** 8월 누적 WTI-Dubai discount는 -\$4.1로 2Q19 -\$7.5 대비 큰 폭으로 축소되었다. 미국 Permian 파이프라인이 9월부터 순차적으로 개통되면 할인 폭 축소가 이어질 가능성이 높다. 아시아 정유사들의 상대적인 원가 부담이 더 완화될 것으로 판단된다.

**3)IMO 영향은 연말로 갈수록 강해질 것:** LSFO-HSFO spread 급등, 7월부터 나타난 때이른 등경유 마진의 강세 반전은 IMO 영향이 점진적으로 강화되고 있음을 의미한다. 당사는 IMO 시행 효과만으로 20년 경유 수요가 3~5% 개선될 수 있다고 전망했으며 IMO 시행 전 재고비축, 동절기 난방 수요까지 고려할 때 연말로 갈수록 경유 중심의 마진 강세가 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

## Action

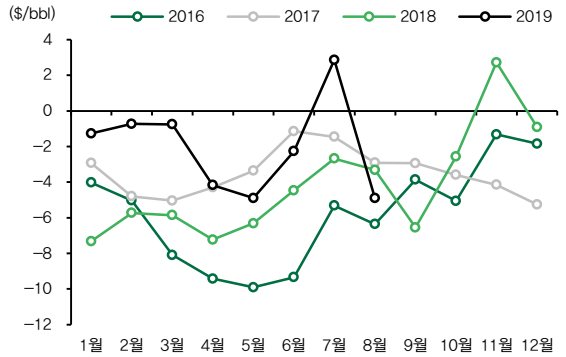
**건강해진 정제마진, 3Q 실적보다는 정제마진 추세 상승 가능성에 초점:** 9월 유가를 예단하긴 어렵지만 8월까지 이어진 유가 약세는 분명 정유사들의 3Q 실적에 부정적일 것이다. 다만 정제마진 추가 개선으로 4Q부터 실적 개선 속도가 가파를 것으로 전망한다. 대규모 설비 트러블이 점진적으로 해소되며 HSFO 판매 비중이 가장 낮은 S-Oil과 강력한 주주환원 의지를 보여주고 있는 SK이노베이션을 top-picks로 유지한다.

도표 1. 싱가포르 정제마진 7월 급등, 8월 반락: B-C 때문



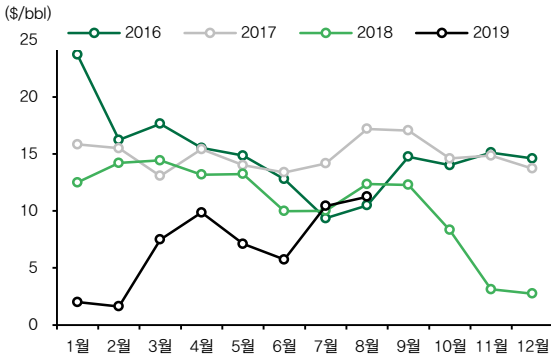
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 2. B-C 마진 7월 급등, 8월 급락세



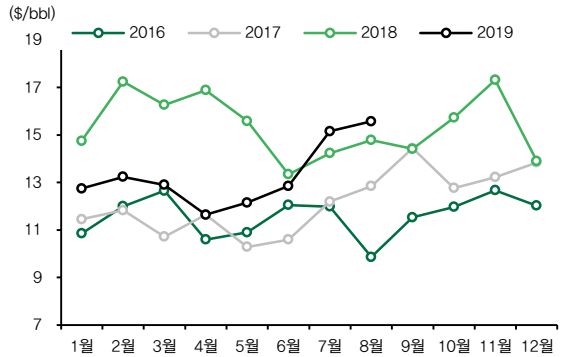
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 3. 휘발유 마진: 8월 반등세 이어짐



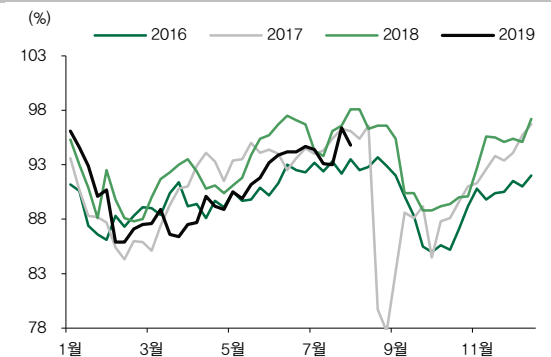
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 4. 항공유 마진: 8월 강세 이어짐



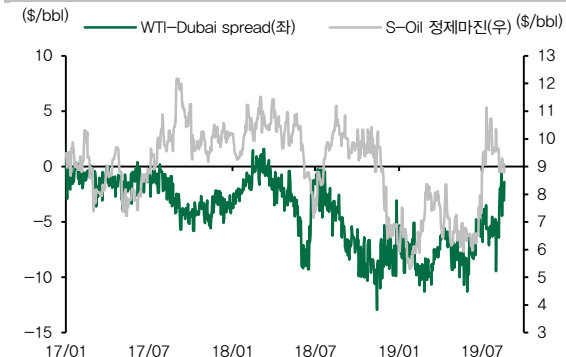
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 5. 미국 정제가동률: 7~8월 고점, 9월부터 반락



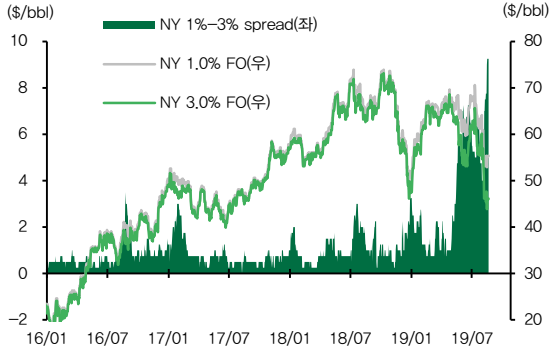
자료: Bloomberg, EIA, Petronet, DB금융투자

도표 6. WTI-Dubai discount, 6월 이후 빠르게 축소



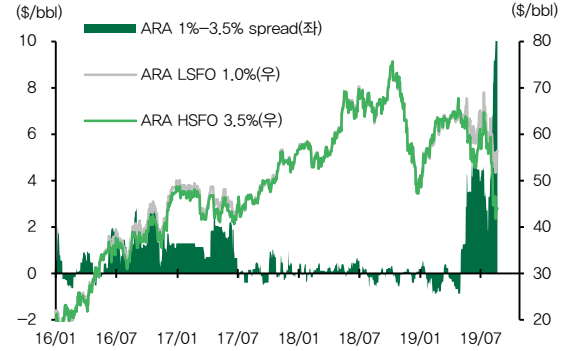
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 7. 미국 LSFO-HSFO spread \$9.3/bbl로 확대



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 8. 유럽 LSFO-HSFO spread \$12.3/bbl로 확대



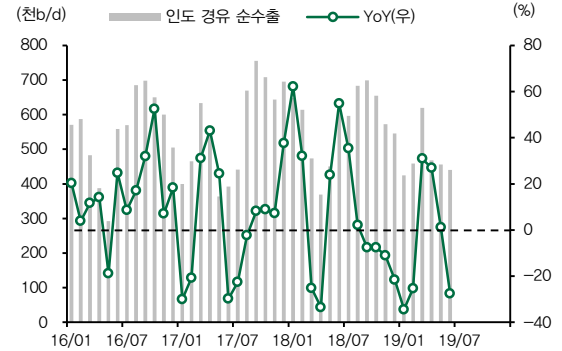
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 9. B-C 약세는 중국 tea-pot 가동률 약세 요인



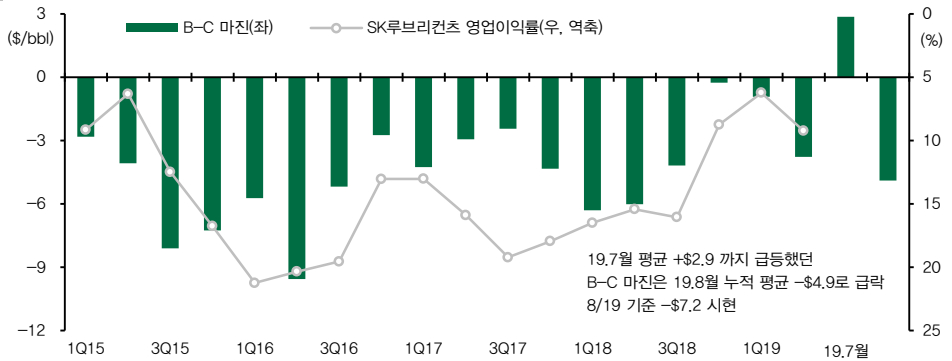
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 10. 인도 19년 상반기 경유 순수출 YoY-9.3%



자료: Bloomberg, KITA, Petronet, DB금융투자

도표 11. B-C 약세는 윤활기유 수익성 방등에도 기여할 것



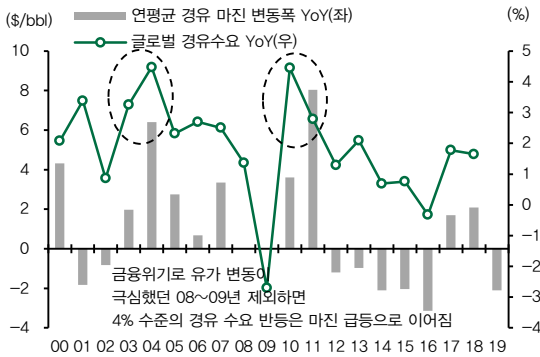
자료: SK이노베이션, Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 12. IMO 시행 후 연간 선박연료 사용량 추정: 경유/LSFO 사용량 증가

구분 및 가정	단위		비고
18년 총 선박연료 연간 사용량	백만톤	271	
- HSFO 사용량	백만톤	196	72.2% 사용 비중
- MGO 사용량	백만톤	75	27.8% 사용 비중
*20년 IMO 시행 후 가정			
20년 선박연료 연간 사용량 가정	백만톤	271	18년과 총 선박연료 사용량 동일하다고 가정
- SOx Scrubber 비중	%	14.0	클락슨 19년말 11%→20년말 15% 추정, 기존 HSFO 사용
- LNG 연료 사용가능 비중	%	4.0	클락슨 20년말 4% 가정
- HSFO 사용 비중	%	20.0	IMO 0.5% 황함량 규제 위반 선박 비중 20% 가정
- MGO 사용 비중	%	27.8	18년과 같다고 가정
- LSFO 사용 비중	%	15.0	선박용 LSFO 생산 설비(SK이노베이션)가정
- MDO 사용 비중	%	19.2	경유 약 90%, HSFO 약 10% 비중으로 혼합
- MDO 사용량	백만톤	52.1	
- Diesel 필요량	백만톤	46.9	18년 경유수요 13.8억톤의 <b>3.4%</b>
- HSFO 필요량	백만톤	5.2	
20년 HSFO 사용량	백만톤	97.3	18년 HSFO 대비 약 1억톤 감소, 18년 FO 수요 대비 -23.6%

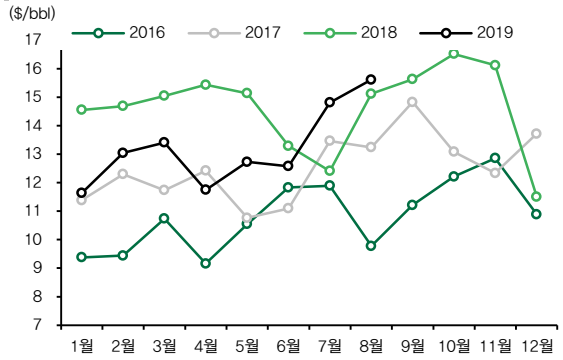
자료: Bloomberg, Clarkson Research, DB금융투자  
 주: 7/29 정유 '비중을 늘려야 하는 3가지 이유' 보고서 참조

도표 13. 00년 이후 경유 수요 4% 개선 시 마진 급반등



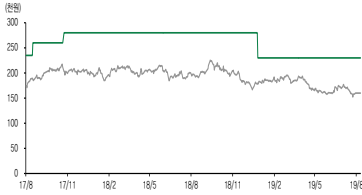
자료: Bloomberg, BP, Petronet, DB금융투자

도표 14. 하반기 계절성 + IMO 효과로 경유 마진 개선 전망



자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

SK이노베이션 현주가 및 목표주가 차트

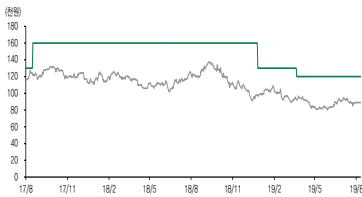


최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/28	Buy	235,000	-24.4	-19.4					
17/09/05	Buy	260,000	-22.8	-16.3					
17/11/13	Buy	280,000	-27.8	-19.5					
18/11/13		1년경과	-33.0	-26.6					
19/01/15	Buy	230,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경

S-Oil 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/07/27	Buy	130,000	-9.3	-1.9					
17/09/05	Buy	160,000	-26.4	-17.5					
18/09/05		1년경과	-27.5	-14.1					
19/01/15	Buy	130,000	-24.3	-16.2					
19/04/11	Buy	120,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만