

2019. 9. 23



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

SK이노베이션(096770)	Buy	240,000원
-----------------	-----	----------

관심종목

S-oil(010950)	Buy	130,000원
---------------	-----	----------

정유

정제마진 강세 요인 점검, 그리고 IMO

- ✓ 정유 비관적 전망을 무색케하는 정제마진 강세: +156% YTD, +84% QoQ
- ✓ 9월 수요 비수기를 극복한 정제마진 상승세: 지정학 리스크에 따른 공급 차질
 - (1) 휘발유 강세: 미국 Texas 동부 소재 정유사 가동중단, 러시아 정유사 정기보수
 - (2) FO 강세: 사우디 원유/정제설비 파격과 러시아 정유사 정기보수
- ✓ 11월 정제마진 추가 강세 전망: IMO2020 선수요 발생 예상 시점
정유업종 비중확대 전략 유지, 최선호주 SK이노베이션 제시

정제마진 뚜렷한 개선: 디젤 대비 휘발유 마진 역전현상 발생

9월은 휘발유 수요 감소 영향으로 통상적인 정제마진 약세 구간이다. 그럼에도 정제마진은 9달러/배럴을 돌파하며 계절성을 극복 중이다. 현 시점 정제마진 강세 요인은 공급 차질과 cost-push 효과이다.

특히 휘발유 마진은 16년 이후 고점인 17달러/배럴을 돌파, 디젤 마진 대비 강세 시현 중이다. 이는 미국과 러시아 소재 정유사들의 가동률 하락에 따른 휘발유 공급량 감소 영향이다. 미국 ExxonMobil 등 Texas 동부 소재 정유사들은 태풍 (Imelda) 영향으로 설비 가동 중단 중이며, 미국 정유사 가동률은 91%로 하락하며 휘발유 공급이 감소했다. 러시아는 11월까지 정유사 정기보수가 예정된 점도 마진 상승에 긍정적이다.

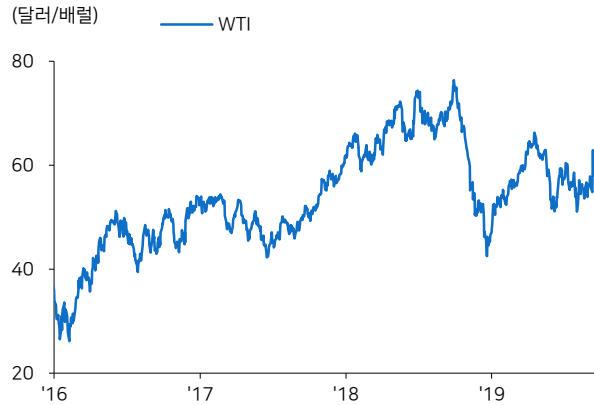
2020년 IMO황산화물 규제를 앞두고 예상 외 B-C 강세가 시현 중이다. 이는 (1) 글로벌 주요 항구 B-C 유입량 감소(7년래 최저수준인 300만톤 미만), (2) 지정학 리스크(7월 이란 호르무즈 해역 봉쇄 & 9월 예멘 반군의 사우디 피격)가 부각된 점이다. 타이트한 수급이 지속 중인 B-C는 유가 급등으로 cost-push가 발생했다.

11월 정제마진 추가 강세 진입 전망: 결국, IMO2020 선수요 발생

정유업종 투자의 핵심은 유가 보다는 정제마진 방향성이다. 당사는 19년 유가 기준 전망치 WTI 60달러/배럴을 유지, 올 11월을 정제마진 추가 강세 시점으로 제시한다. 19년 유가 전망치 유지는 사우디 설비 복구가 예상보다 빨라지며 공급 우위 수급이 유효하기 때문이다. 향후 유가 급등 가능성이 제한적이다.

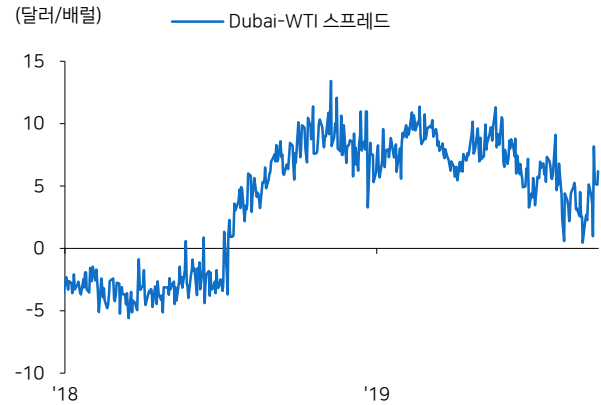
정제마진 방향성 투자가 유효한 시점이다. 10월 미국/러시아 정유사 정기보수 종료 이후, 공급 정상화에 따른 일시적 정제마진 둔화는 불가피하다. 단, 11월은 정제마진의 강세 전환 시점이다. 2020년 황산화물 규제 시행을 앞두고, 선박용 재고확충 수요 발생(디젤 강세, B-C 약세)으로 정제마진의 추가 개선이 예상되기 때문이다. 결국 정제마진 상승 방향성을 염두한다면, 현 시점 또한 정유업 비중확대의 적기라 판단한다. 최선호주는 SK이노베이션(적정주가 24만원)을 제시한다.

그림1 유가: 9월 사우디 지정학 리스크 반영



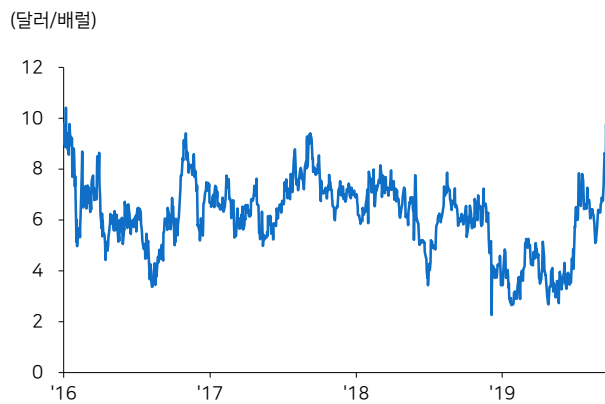
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Dubai-WTI 스프레드 격차 해소



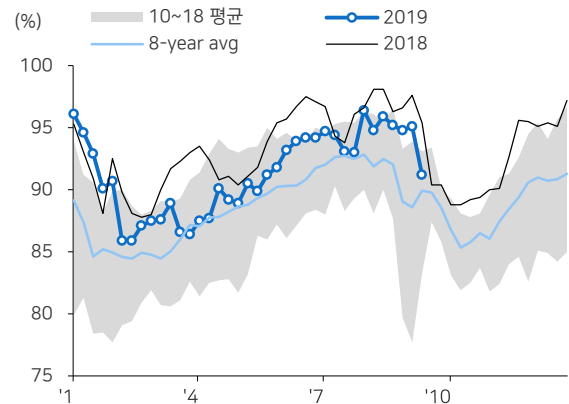
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 정제마진 강세 전환: 9월 비수기를 극복



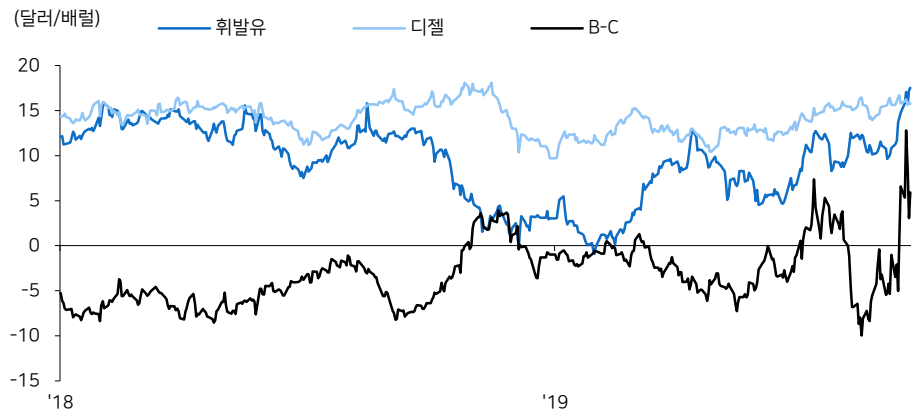
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 미국 정유사 가동률: 태풍 영향으로 가동률 하락



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 제품별 마진 흐름: 디젤 마진의 휘발유 마진 역전 현상 발생



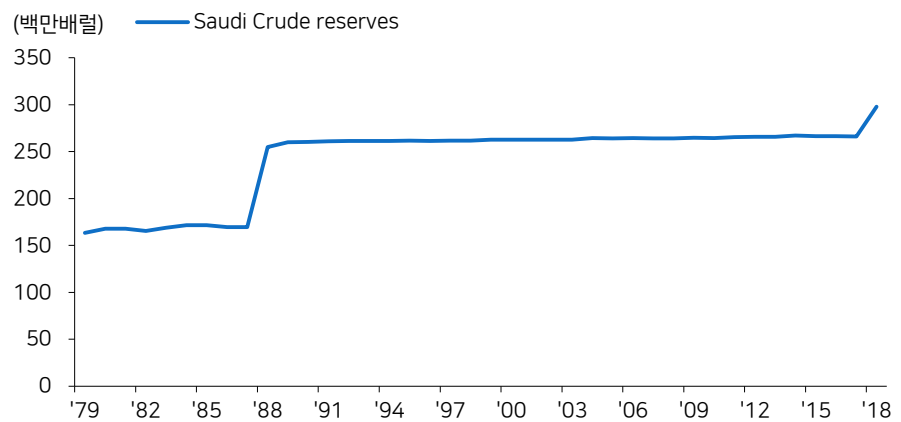
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 사우디 원유/정제/화학 설비



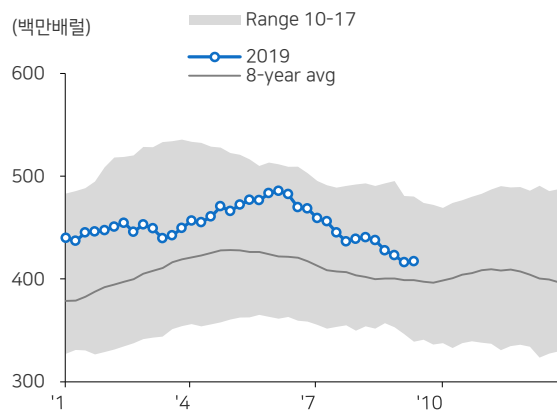
자료: ICIS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 사우디 원유/천연가스 재고 현황



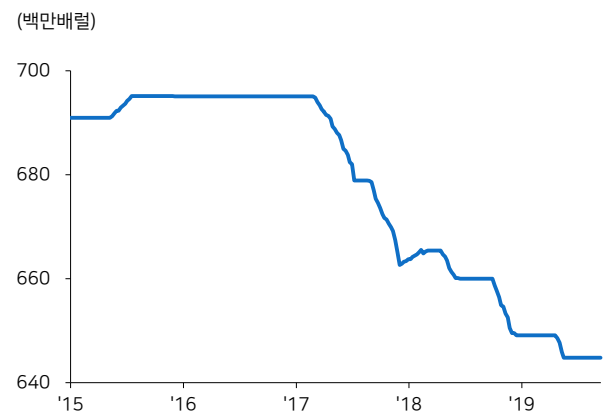
자료: BP, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 미국 원유 재고량



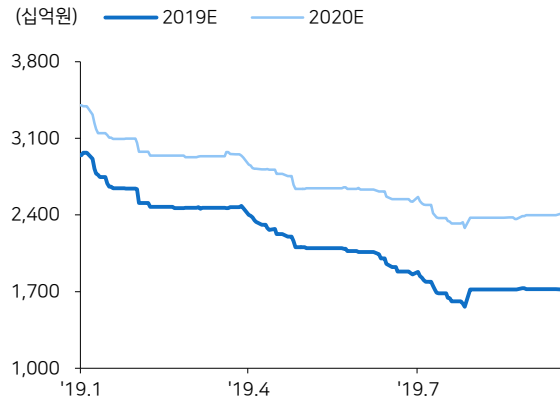
자료: IEA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미국 전략적 비축유 재고량



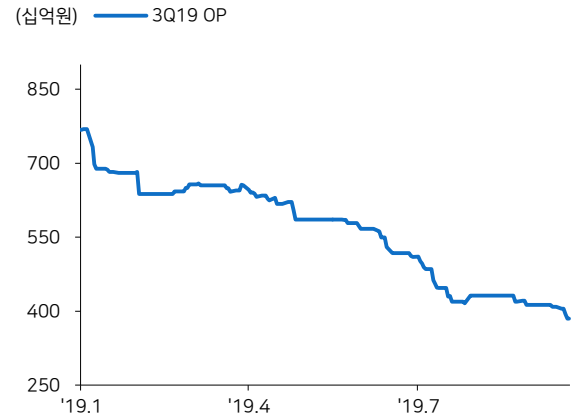
자료: IEA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 추이



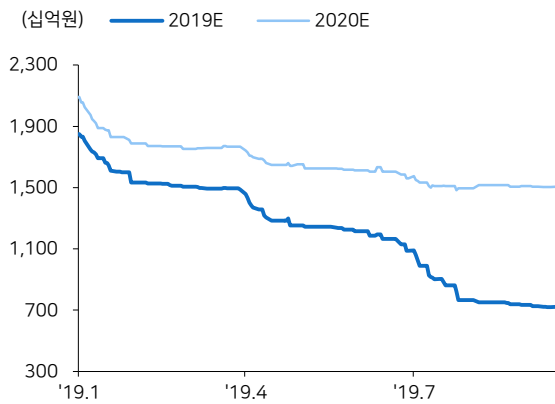
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 SK이노베이션 3Q19 영업이익 컨센서스 추이



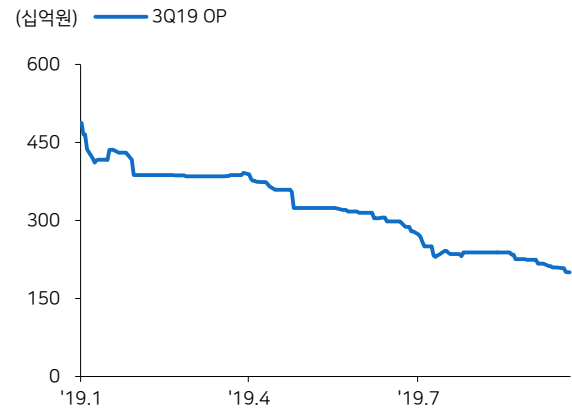
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 추이



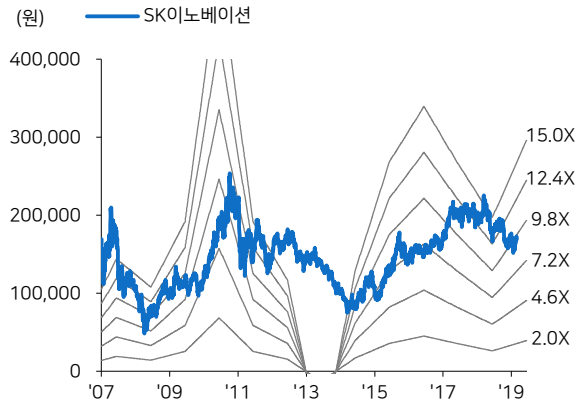
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 S-Oil 3Q19 영업이익 컨센서스 추이



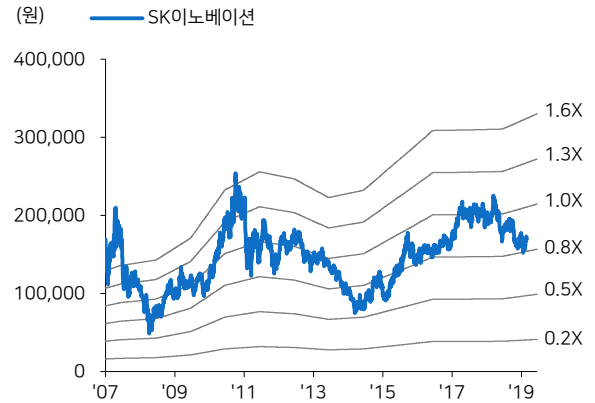
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



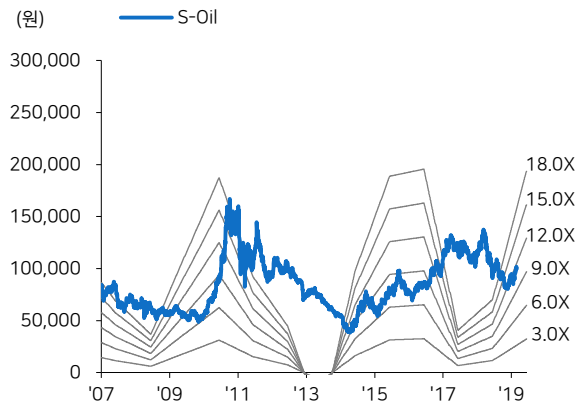
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



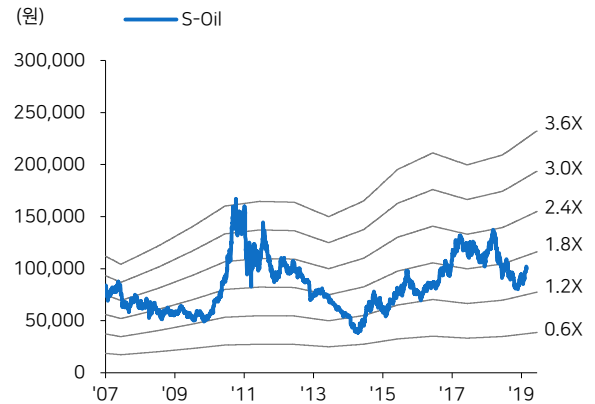
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-28.2	-16.7	
2018.10.17	1년 경과				-21.9	-18.8	
2018.10.29	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-27.3	-17.3	
2019.01.08	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	