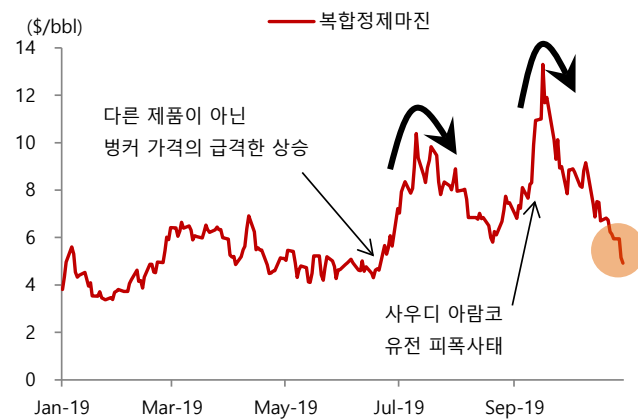


정제마진 연중 최저 근접, IMO 효과는?

- ▶ 복합정제마진 사우디 피폭 사태로 인한 단기 급반등 이후 연중 최저 근접. 특히 기대했던 경유 가격의 강세는 연중으로 나타나지 않고 있음. 오히려 휘발유 가격 강세. IMO 효과와 정유 valuation premium에 대한 재고 필요

연중 최저치에 근접한 복합정제마진



자료 : Petronet, SK증권

- 최근 정유에서 정제마진 약세가 두드러지게 나타나는 중입니다. 10월 말 기준 복합정제마진 기준 \$5/bbl 이하를 하회했는데요, 하반기 이후 최저치이자 연중으로도 최저에 근접한 수치죠
- 사실 연간으로 보더라도 정제마진은 단기 이슈들을 제외한다면 약세 국면이 이어지는 와중이라는 것을 주목해야 합니다
- 7월 경 단기적은 벙커 가격 급등에 따른 마진 반등이 있었고, 9월에는 사우디 피폭 사태 이후 수급트러블 기대감으로 투기 세력이 몰리며 또 한 번의 반등이 있었죠
- 하지만 이는 1회 적인 이슈에 그치고 전부 제자리로 돌아온 것이 결론입니다

- 확실히 지난 해부터 fundamentally 경고됐던 아시아 정유설비 급증에 따른 마진 압박 우려가 현실화되는 부분이 있어 보입니다

Dubai 대비 spread를 봐도 차라리 강세였던 쪽은 휘발유임



자료 : Petronet, SK증권

- 동시에 이런 의문도 자연스럽게 드실 겁니다. “IMO 효과는?”
- 지난 해 하반기 이후 시장이 정유의 valuation premium 요인으로서 IMO2020 시행에 따른 경유 가격 강세 효과, 이에 따른 정제마진 강세효과를 기대했는데 연말까지 별로 안 보이고 있죠
- 실제로 Dubai 대비 제품 spread를 그려봐도, 강세를 보여왔던 쪽은 경유가 아니라 오히려 휘발유입니다. 이렇게 본다면 확실히 2015년부터 진행되었던 유럽 디젤차량 판매 감소 & 휘발유 차량 판매 증대 효과가 정제마진으로 확인되는 듯도 합니다
- 어찌되었든, 설사 사우디 피폭사태를 포함해서 본다고 하더라도 경유 가격의 강세 현상은 나타나지 않고 있는 셈이죠
- 이렇다면 약 1달 전 IMO 임기택 총장이 이야기한 “IMO2020의 1월 즉시 시행은 쉽지 않다”라는 발언을 허투루 들을 것은 아닌 듯도 합니다. 동시에 정유 premium도 계속 재고되어야겠죠?

• 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 투자의견은 다음과 같습니다.
 • 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15% 미만 → 매도

