Neutral(Maintain)

키움증권

Sector Brief 2012. 10. 18

정유

정유업종 주가, 반등 지속 가능성 점검

정유/화학 Analyst 민경혁 02) 3787-5158 21keynes@kiwoom.com

■ 유가는 당분간 현 수준에서 박스권 등락을 보일 가능성 높음.
■ 향후 정제마진은 3Q12 대비 소폭 둔화 예상되지만 여전히 높은 수준 유지 예상
■ 다만 정제마진의 추가 상승여력은 제한적, 현재 주가 수준에서는 Trading Buy 국면

정제마진 3분기 수준대비 소폭 둔화 되지만 여전히 높은 수준 유지 예상

정유사 주가는 QE3 이후 강세를 보였다가 QE3 효과에 대한 의구심으로 유가 하락과 함께 조정 받음. SK이노베이션, S-Oil, GS 최근 고점대비 각각 -11.2%, -9.9%, -5.8% 하락. 유가 회복 이후 최근 2거래일 동안 정유사 주가는 반등세 시현. 이에 따라 정유주 주가와 상관관계가 높은 유가, 정제마진을 통해 반등의 지속 가능성을 점검해 보고자 함.

첫째, 유가는 Dubai유의 경우 중동의 지정학적 리스크 지속과 현재 경기 상황 고려시 현 수준에서 박스권 등락의 가능성 높음

둘째, 정제마진 또한 비교적 우호적임. 3Q12 아시아 정제마진은 평균 11.0USD/bbl로 강세 시현. 강세의 배경에는 2분기 유가 급락 이후 급등에 따른 Restocking 수요 및 7,8월 휘발유 수요 강세 요인도 있었지만 주요 요인은 1) 3분기 들어 유독 많았던 아시아 정제 설비들의 예상치 못한 가동 중단 영향 2) 중국 내 정제 처리량이 둔화되었기 때문. 중국 내 정제 설비의 정기보수 및 재고에 대한 Destocking 영향이었음. 정제처리량 둔화로 중국의 휘발유 및 경유 순수출 물량도 감소. 3분기 아시아 역내 수급을 타이트 하게 만들어 주는 요인이었음. **4분기 정제마진은 등/경유 성수기 진입에 따른 견조한 수요로 강세 지속 지속될 것으로 보이나 3분기 보다는 소폭 감소할 것으로 예상**. 근거는 1) 3분기 셧다운 이후 재가동되는 정제설비 물량이 많고 2) 중국 내 석유제품에 대한 Destocking 마무리 및 신증설 물량 가동으로 순수출 물량이 늘어날 가능성이 크기 때문. **2013년 정제마진은 올해 YTD 9.4USD/bbl 수준 대비 약보합 예상되지만 여전히 견조한 수준을 유지할 것으로 전망.** 아시아 정제설비 증설이 중국에 많은 상황이지만 중국의 소규모 정제설비들의 폐쇄, 미국, 유럽의 노후화된 정제설비 폐쇄가 지속될 가능성 높아 정제마진의 하방 경직성 있을 것으로 판단.

투자판단: 최근 주가 조정으로 Trading Buy 국면으로 판단. 최선호주: SK이노베이션

현재 상황에서 유가가 급락할 가능성은 낮아 보이고, 4Q12 및 2013년 정제마진은 3Q12대비로는 소폭 둔화될 수 있지만 여전히 견조할 것으로 예상. 다만 정제마진의 추가 상승여력이 제한적이어서 **현재 주가 수준에서는 Trading Buy 국면**. 특히 **PX, 윤활기유 중설로 자체 성장동력을 확보하고 있는 SK이노베이션이 가장 매력적**이라고 판단.

- 당사는 10월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

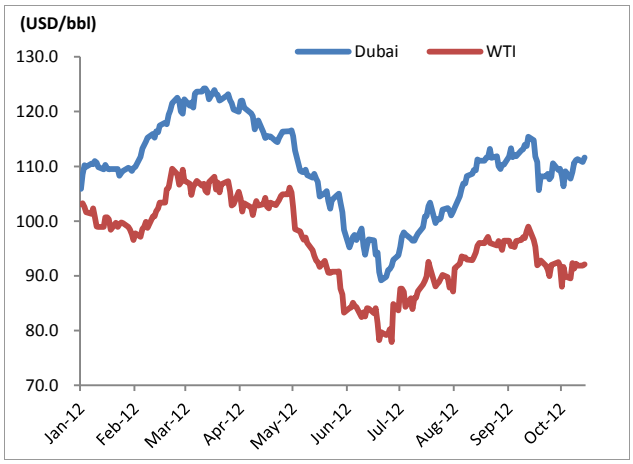
유가: 현 수준에서 횡보 할 것으로 예상

QE3 시행 이후 $115.4(9/14, Dubai 기준)까지 상승했던 유가는 QE3 효과에 대한 의구심으로 9월 20일 $105.6까지 하락세 시현. 이후 시리아-터키간 갈등 고조에 따른 지정학적 리스크 부각으로 Dubai유는 다시 상승해 10월 16일 현재 $111.6 기록. 9월 14일 고점 대비 3.3% 하락한 상태. 반면 WTI는 미국 내 원유 생산량 증가로 9월 19일 $91.9까지 하락한 이후 횡보하는 모습. Dubai, Brent 유와의 스프레드는 더욱 확대되고 있음.

유가는 당분간 현 수준에서 박스권 등락을 보일 가능성이 크다고 판단. 1) 4분기는 등/경유 제품 성수기로 석유 제품 수요가 견조할 것으로 보이고 2) 석유 제품 최대 소비국인 미국/중국의 경기는 완만한 회복세가 예상되며 3) 터키-시리아간 갈등, 이란 문제등 중동 지역의 지정학적 리스크는 단기간내 해소될 것으로 보이지 않고 4) QE3 시행으로 시중에 유동성이 많은 상태이기 때문.

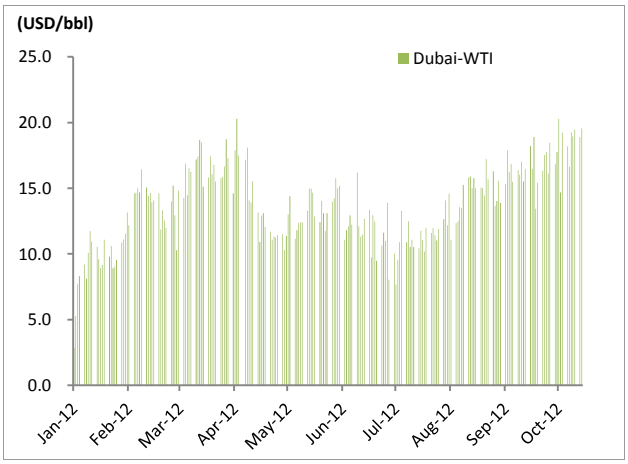
리스크 요인으로는 미국의 원유 수출 가능성이 있음. 로얄더치셸과 BP, 바이톨등이 미국정부에 수출 허가를 신청했으며 BP는 이미 신청 허가를 받았다고 전해짐. 그러나 단기간내 의미있는 물량의 수출은 어려울 것으로 판단. 수출 되더라도 캐나다, 브라질등 인근 지역일 것으로 예상. 만일 WTI 수출이 확대될 경우 유가 하락이 예상되어 정유 업종에 대한 투자심리에는 단기적으로 부정적 일 수 있지만, 중/장기적으로 유가 하향 안정화에 따른 이익 변동성 축소로 정유사 밸류에이션 상향에 도움이 될 것으로 판단.

Dubai, WTI 유가 추이



자료: Petronet, 키움증권

Dubai, WTI 스프레드 확대 추세



자료: KITA, 키움증권

정제마진 전망

3Q12 아시아 정제마진은 평균 11.0USD/bbl로 강세 시현. 강세의 배경에는 유가 급락 이후 급등에 따른 Restocking 수요 및 7,8월 휘발유 수요 강세 요인도 있었지만 주요 요인은 1) 3분기 들어 유독 많았던 정제 설비들의 예상치 못한 가동 중단 영향이 컸다고 판단. 특히 일본 내에서 태풍으로 인한 가동 중단 및 노후화된 설비들의 기계적 결함등이 발생. 2) 중국 내 정제 처리량이 둔화되었기 때문. 중국 내 정제 설비의 정기보수 및 재고에 대한 Destocking 영향. 정제 처리량 둔화로 중국의 휘발유 및 경유 순수출 물량도 감소. 3분기 아시아 역내 수급을 타이트 하게 만들어 주는 요인이었음.

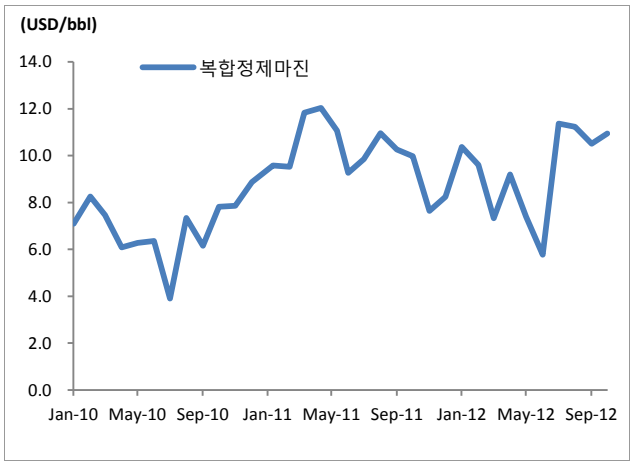
정제마진은 일시적 수요 공백기로 9월들어 다소 둔화, 10월들어 소폭의 회복 국면. 월별로 7월~10월 각각 11.4USD/bbl -> 11.2USD/bbl -> 10.5USD/bbl -> 10.9USD/bbl 기록. 4분기 정제마진은 등/경유 성수기 진입에 따른 견조한 수요로 강세 지속이 예상되나 3분기 보다는 소폭 감소할 것으로 예상. 근거는 1) 3분기 셧다운 이후 재가동되는 정제설비 물량이 많고 2) 중국 내 석유제품에 대한 Destocking이 마무리 됨에 따라 순수출 물량이 늘어날 가능성이 크기 때문.

2013년 아시아 정제설비 증설은 중국에 많은 상황. 4Q12부터 2013년말까지 가동되는 중국 내 Capa 증설량은 141만 b/d, 연환산 했을 때 약 80만 b/d. IEA 전망에 따르면 2013년 글로벌 석유수요는 전년대비 81만b/d 증가할 것으로 전망되어 중국 증설 물량은 다소 부담스러운 상황. 다만 중국의 소규모 정제설비들의 폐쇄, 미국, 유럽의 노후화된 정제설비 폐쇄가 지속될 가능성 높아 정제마진의 하방경직성 있을 것으로 판단. 정제마진은 올해 9.4USD/bbl 수준 대비 약보합 예상되지만 여전히 견조한 수준을 유지할 것으로 전망.

투자판단: 최근 주가 조정으로 Trading Buy 국면으로 판단.

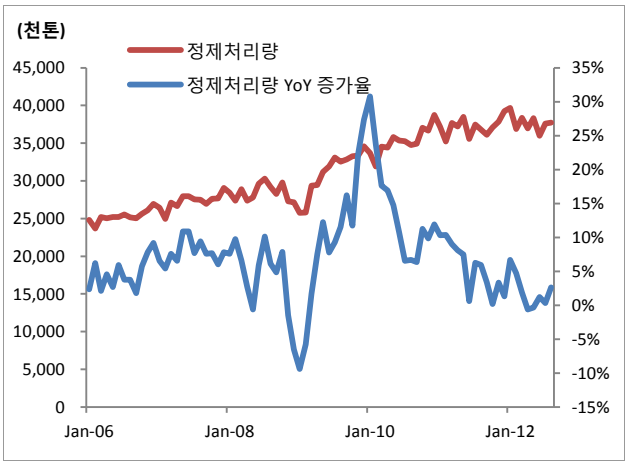
정유사 주가는 QE3 이후 강세를 보였다가 QE3 효과에 대한 의구심으로 유가 하락과 함께 조정을 보임. SK이노베이션, S-Oil, GS 최근 고점대비 각각 -11.2%, -9.9%, -5.8% 하락. 유가 회복이후 최근 2거래일 동안 정유사 주가는 반등세 시현. 현재 상황에서 유가가 급락할 가능성은 낮아보이고, 4Q12 및 2013년 정제마진은 3Q12대비로는 소폭 둔화될 수 있지만 여전히 견조할 것으로 예상되어 현재 주가 수준에서는 Trading Buy 국면. 특히 PX, 윤활기유 증설로 자체 성장동력을 확보하고 있는 SK이노베이션이 가장 매력적이라고 판단.

월별 복합 정제마진 7,8월 강세 이후 9월부터 둔화되는 모습



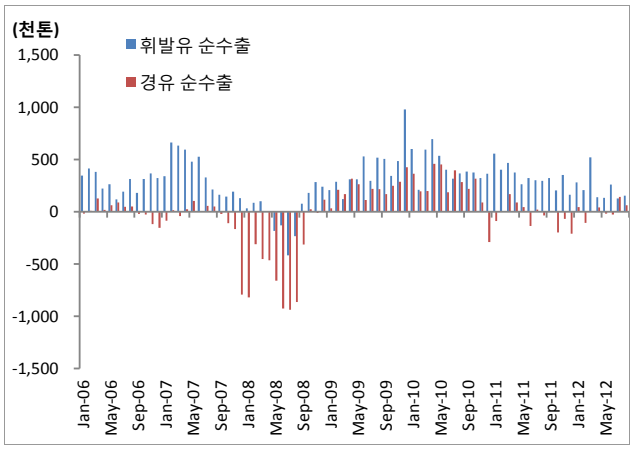
자료: Petronet, 키움증권

중국 정제처리량 증가율 올해 들어 둔화



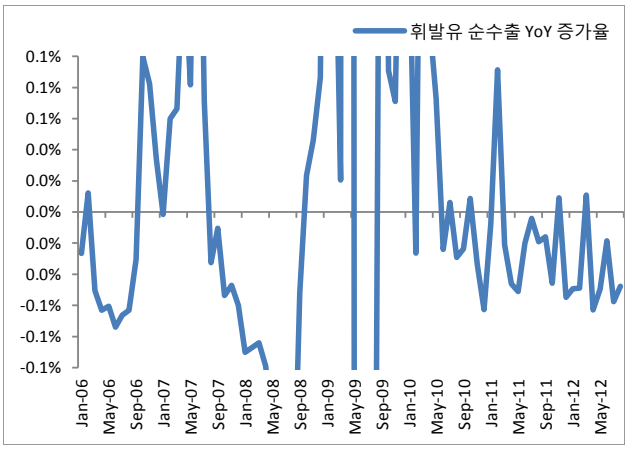
자료: CEIC, 키움증권

정제처리량 감소로 중국의 휘발유 및 경유 순수출 감소



자료: CEIC, 키움증권

휘발유 순수출 YoY 증가율 추이



자료: CEIC, 키움증권

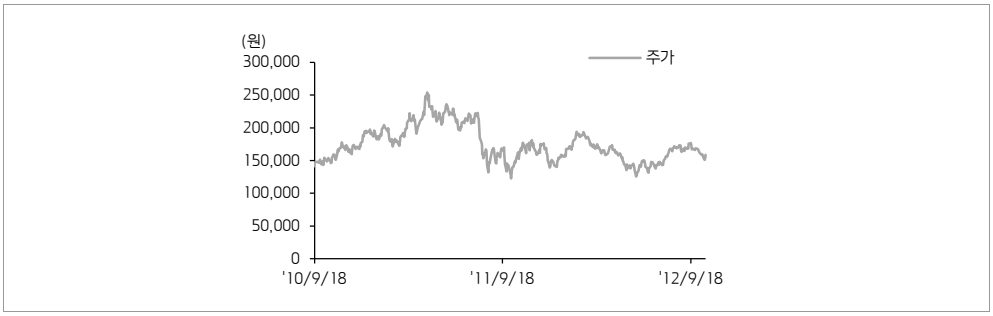
3분기 중 아시아 정제설비 가동 중단 내역

정제설비	국가	가동중단기간	CDU Capa(kbd)	중단 이유
Petroleo Brasileiro Nishihara Refinery	Japan	9/29~10/12	100	자연 재해
JX Nippon Oil & Energy Corp Muroran	Japan	9/17~9/21	180	기술적 문제
SRC Pulau Merlimau Refinery	Singapore	8월~9월	290	기타
JX Nippon Oil & Energy Corp Oita	Japan	8/16~9/1	136	기술적 문제
Petroleo Brasileiro Nishihara Refinery	Japan	8/25~8/30	100	자연재해
Petronas Melaka 2 Refinery	Malaysia	8/4~8/18	162	기타
Vietnam National Oil & Gas Dung Quat Refinery	Vietnam	8/4~8/17	130	기타
Idemitsu Chiba Refinery	Japan	7/19~7/31	220	화재
Bangchak Bangkok Refinery	Tailand	7/4~10월	120	화재
JX Nippon Oil & Energy Corp Mizushima B	Japan	7/19~	215	기술적 문제
Toa Keihin Refinery	Japan	6.11~7/2	185	기술적 문제

자료: 언론자료, 키움증권

투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
SK이노베이션 (096770)	2012/10/18	Not rated	NA



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상
업종	**적용기준(6개월)**
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상