

# 정유

호황의 끝자락, 새로운 기회



[Analyst] **이응주**

☎ 02-3772-1559 / ✉ eungju.lee@shinhan.com



# Contents

## Review & Preview

19년 전망: '공급'보다 '수요'에 초점

중장기 전망: 절대적 수요 우위 상황 해제

이슈 분석: 새롭고 강력한 기회

글로벌 섹터 탐픽: Valero Energy (VLO US)

투자전략: 1H19가 비중 확대 적기

# Summary

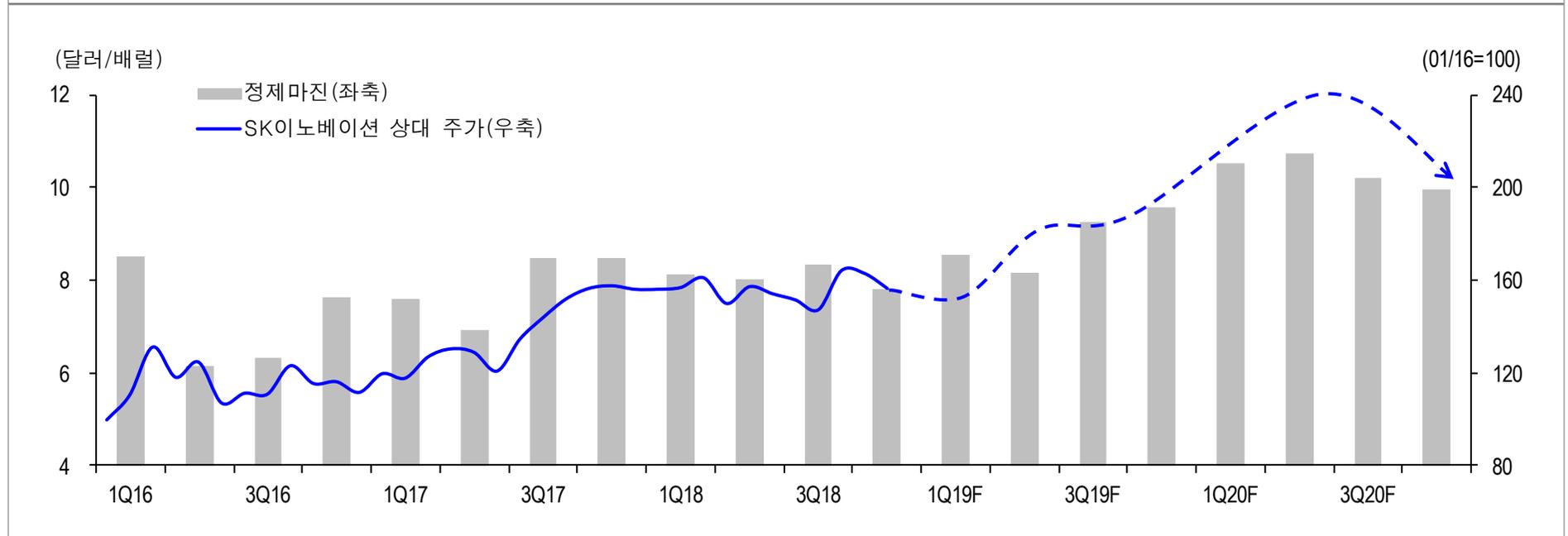
- 유가 하향 안정화 기대: 공급 차질 우려 완화
- 정유 시황 관련 불확실성 증폭: 유가 방향성(재고 차익↓) + 석유 수요 둔화 우려
- 정유사 이익: SKI/GS칼텍스 -4.7% vs. S-Oil +38.8% YoY(신규 설비 가동)
- 중장기 전망: 공급 우위 전환, 20년 정제설비 +1.3백만b/d(vs. 19년 +0.9)
- IMO 2020(선박용 연료유 규제)가 강력한 시황 반등 모멘텀으로 작용 기대
- 1H19가 비중확대 적기: IMO 2020 효과 2H19부터 본격화
- Top Picks: SK이노베이션, S-Oil

# Review & Preview

## 3년간의 호황 끝무렵이었으나 IMO 2020으로 새로운 기회 확보

- 2016~18년: 유가 폭락 이후 계단식 상승 + 석유 수요 증가 + 정제 설비 공급 제약 → 정유 호황
- 2019~20년: 유가 하향 안정화 + 석유 수요 둔화 우려 << IMO 2020 시행으로 고부가 석유제품 수요 증가

분기별 정제마진 vs. SK이노베이션 상대주가 추이 및 전망



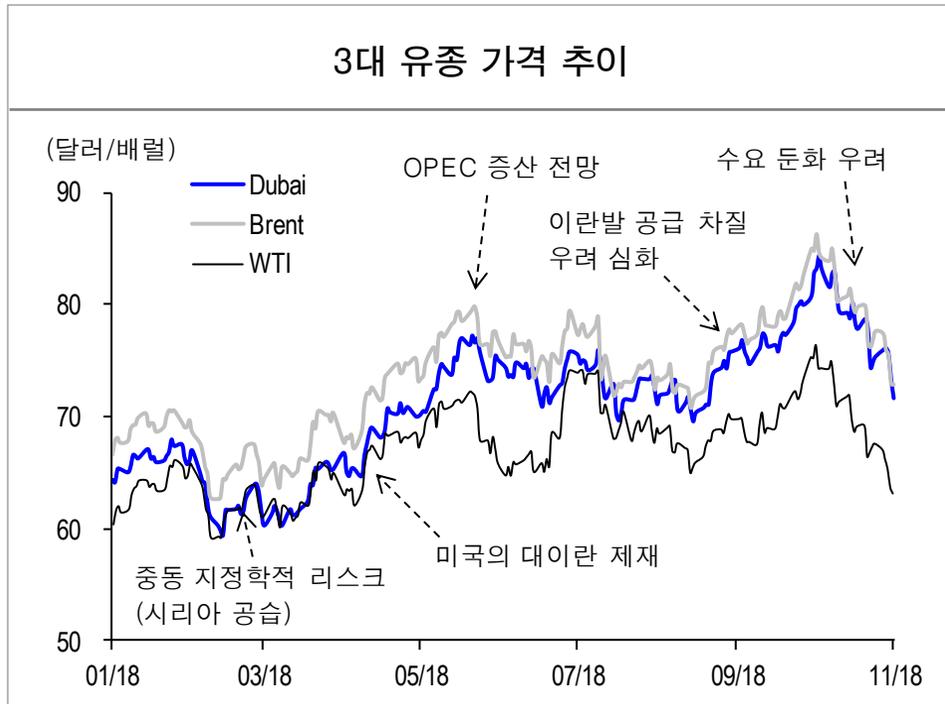
자료: Petronet, Bloomberg, 신한금융투자

# 19년 전망: '공급'보다 '수요'에 초점

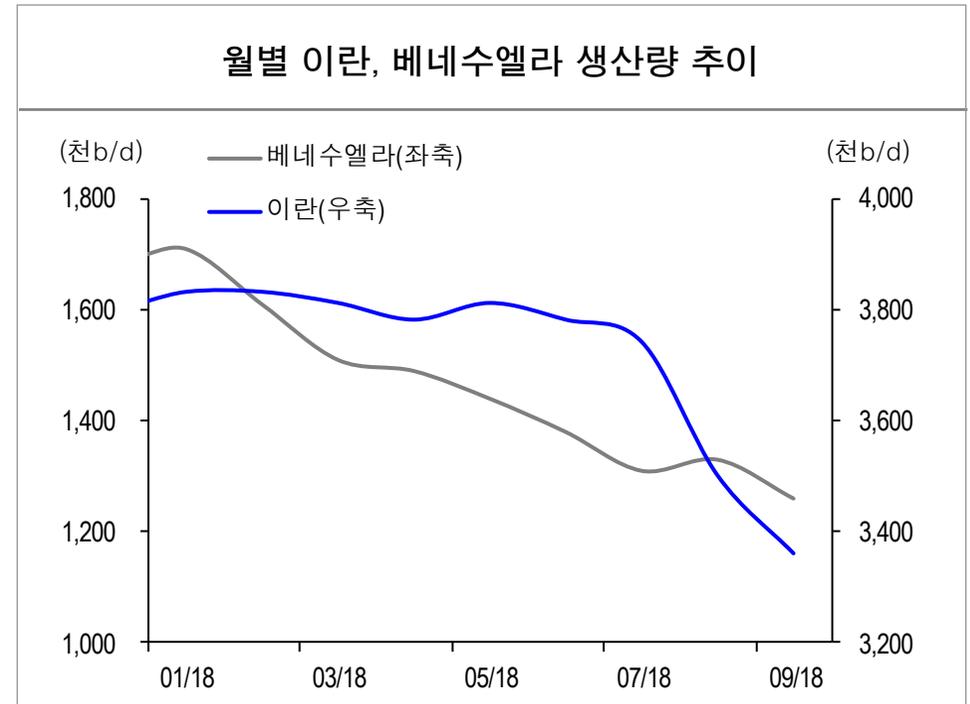
## 유가(1) 2018년 공급 차질 우려로 급등

→ 2018년 유가 상승 폭: WTI +16, Dubai +18, Brent +19달러/배럴(누적 평균 기준)

→ 이란 경제 제재, 베네수엘라 경제 위기 등의 공급 차질 우려 발생



자료: Petronet, 신한금융투자

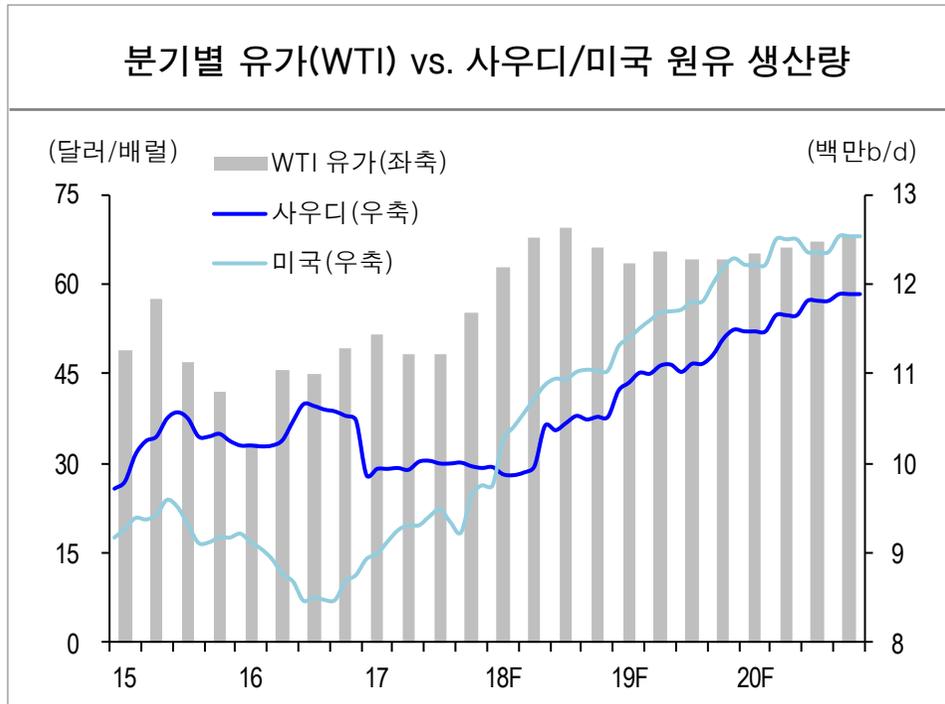


자료: OPEC, Bloomberg, 신한금융투자

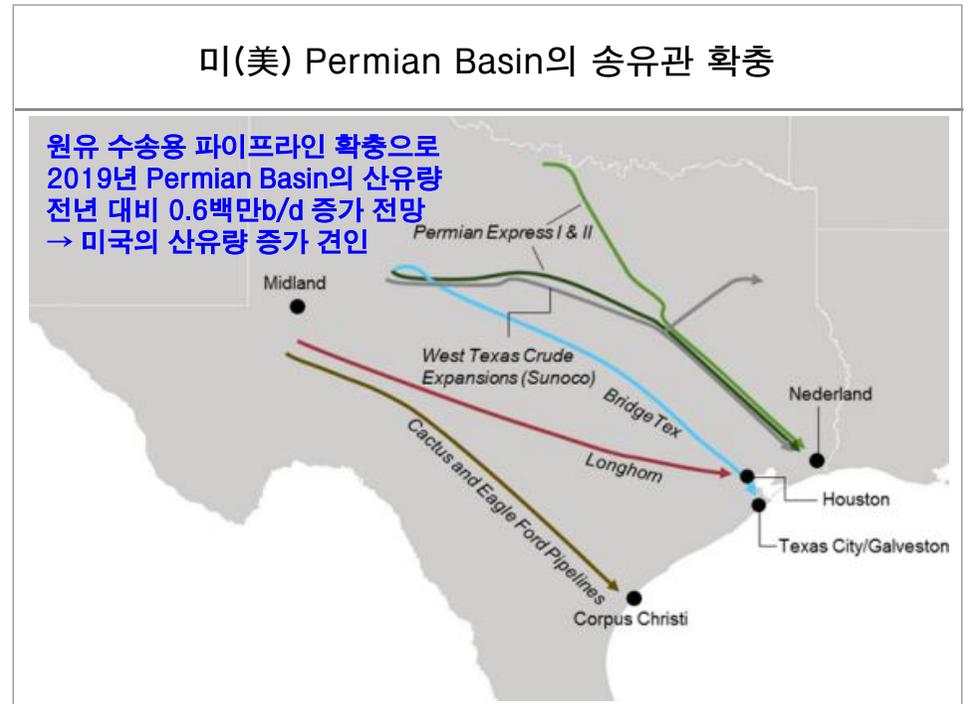
# 19년 전망: '공급'보다 '수요'에 초점

## 유가(2) 2019년 하향 안정화 예상

- 2019년 이란/베네수엘라(-1.6백만b/d) → 사우디(+0.8, 언론인 피살 사건), 미국(+1.0, 원유 수송용 파이프 라인 확충)
- 2019년 평균 유가: WTI 64(vs. 18년 67), Dubai 71달러/배럴(vs. 18년 71), 하반기로 갈수록 하향 안정화



자료: Petronet, IEA, Bloomberg, 신한금융투자



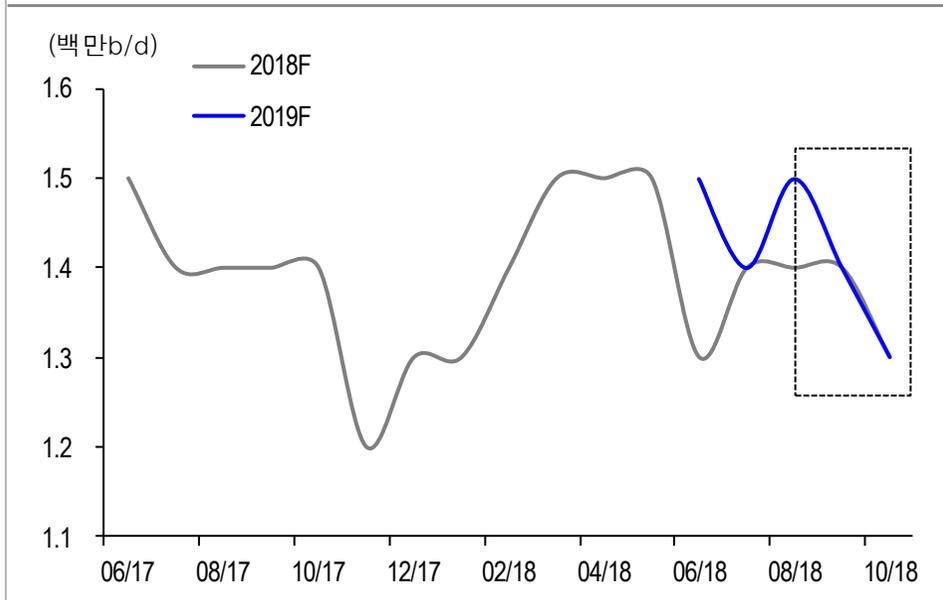
자료: EIA, 신한금융투자

# 19년 전망: '공급'보다 '수요'에 초점

## 정유 현황: 3가지 우려 > 2가지 기대

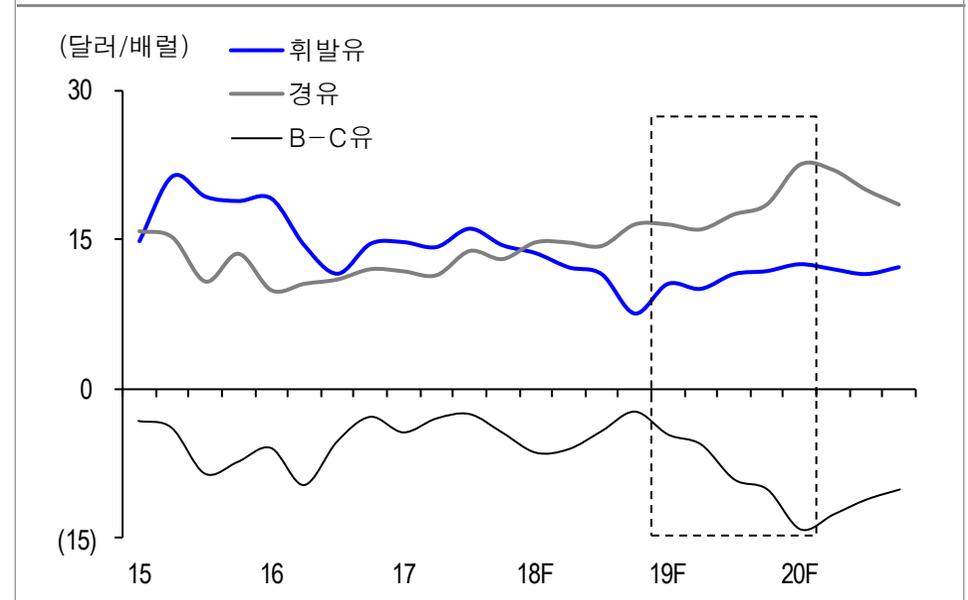
- ➔ Negatives: 1) 석유 수요 둔화(+1.3백만b/d YoY), 2) 유가 방향성(재고 차익↓), 3) 기저효과(휘발유 마진 악화)
- ➔ Positives: 1) 제한적인 정제설비 증설(+0.9백만b/d), 2) 경유 마진 강세(중국/인도 수요 증가)

2018/19년 석유 수요 전망치 변화



자료: IEA, 신한금융투자

분기별 주요 석유 제품 마진 추이 및 전망



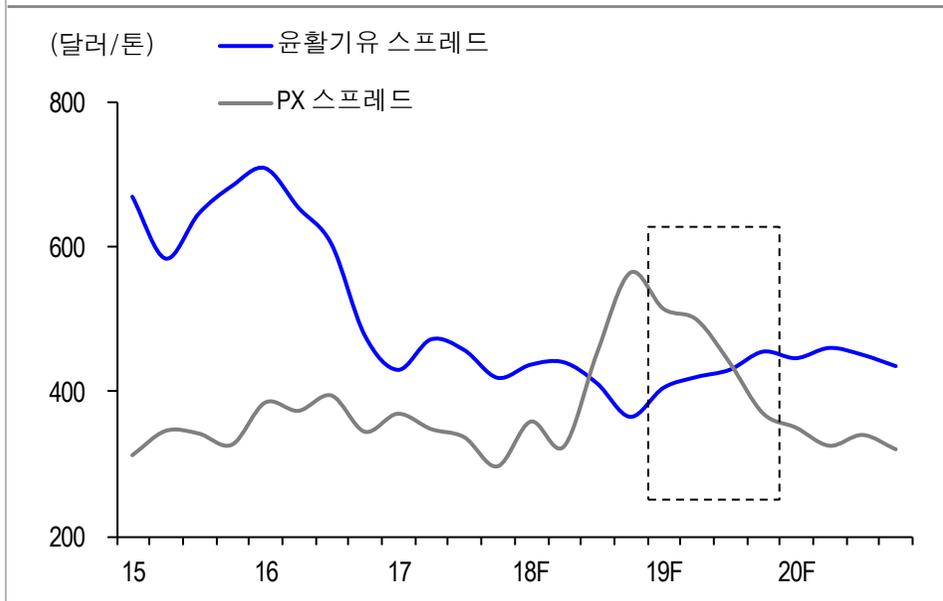
자료: Petronet, 신한금융투자 추정

# 19년 전망: '공급'보다 '수요'에 초점

## 정유사 실적 전망

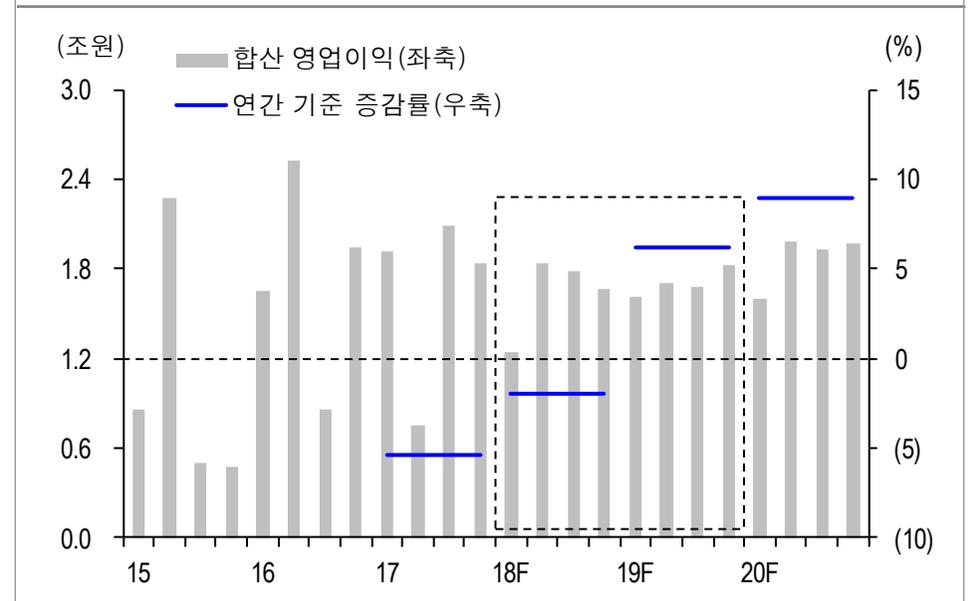
- 핵심 지표: 1) 실질 정제마진(-0.7달러), 2) PX 스프레드(+31달러, 상고하저), 3) 운할기유(+0.6달러, 상저하고) YoY
- 정유 2사 합산 영업이익 -4.7% YoY(SKI -6.2%, GS-Caltex -2.4%) vs. S-Oil +38.8% YoY(신규 설비 가동)

분기별 비정유 부문 핵심 제품 스프레드 추이 및 전망



자료: Platts, LubeReport, 신한금융투자 추정

분기별 정유 3사 합산 영업이익 추이 및 전망



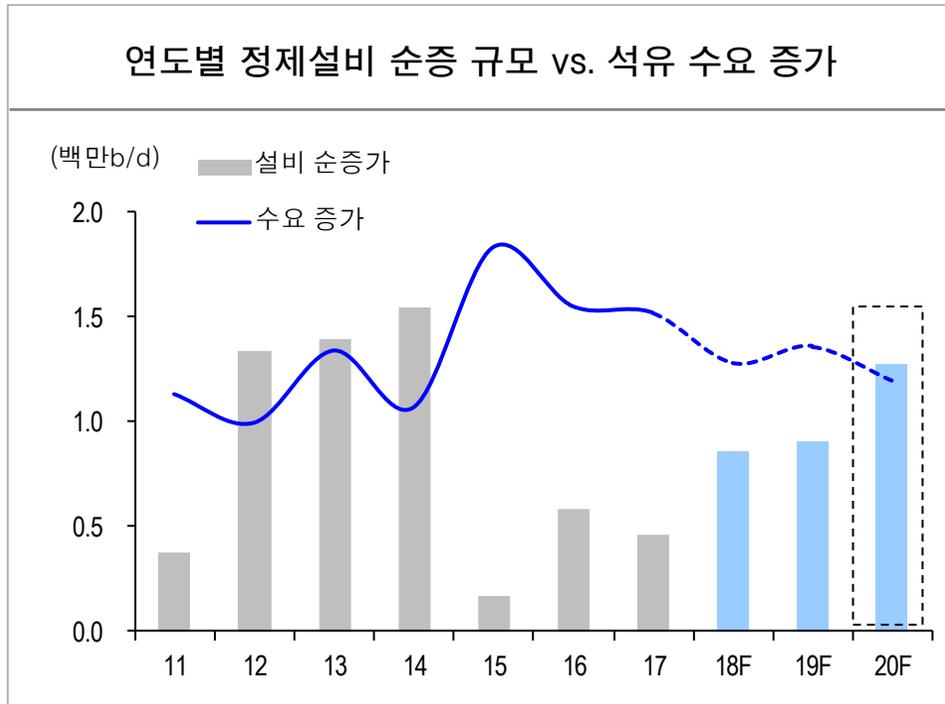
자료: 각 사, 신한금융투자 추정 / 주: 본문의 실질 마진은 유가 변동 효과 포함, IMO 규제 효과 제외

# 중장기 전망: 절대적 수요 우위 상황 해제

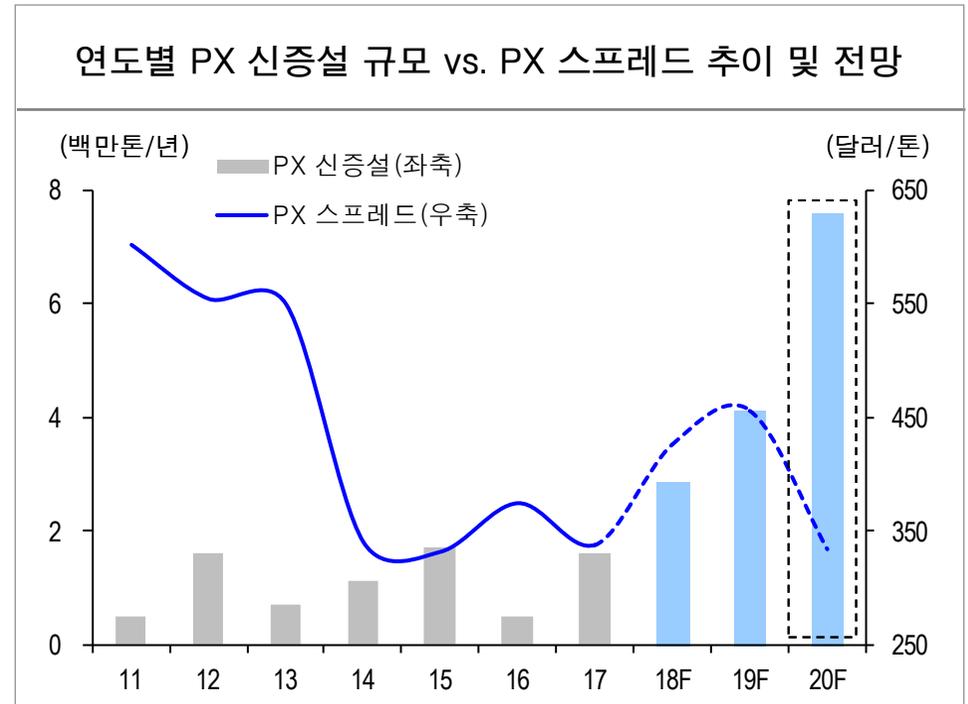
## 공급 부담 요인 재차 발생

→ 정유: 2015~19년 연평균 글로벌 정제설비 순증가 +0.6백만b/d vs. 2020년 +1.3백만b/d

→ 화학: 2020년부터 중국발 PX 공급 과잉 우려



자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정



자료: Platts, 산업 자료, 신한금융투자 추정

# 이슈 분석: 새롭고 강력한 기회

## IMO 2020?

- 2020년 1월 황합유량 0.5% 이하의 선박용 연료유만 사용(현행 3.5%), 3월 고유황 연료유 선적 자체 금지
- 해운사들의 대응 방안(스크러버 설치, 저유황 제품 사용, LNG 추진선) 중 저유황 제품 사용이 가장 현실적

IMO 2020 시행에 따른 해운사들의 대응 방안		
	<실행 방안>	<문제점>
1) 현행 유지 (보완 투자)	스크러버 설치	설치 업체 부족, 비용 부담
2) 연료 교체	경유/저유황유 사용	연료비 증가, 규격 미통일
3) 엔진 교체	LNG 추진선으로 교체	단기 실행 난항(장기 과제)

3대 대응 방안에 대한 연도별 비중 변화				
(% )	미준수	보완 투자	연료 교체	
	HSFO	스크러버	경유	LSFO
19F	78	2	15	5
20F	36	4	45	15
21F	23	7	50	20
22F	18	12	50	20

자료: 신한금융투자

자료: 신한금융투자 추정 / 주: HSFO = 고유황 연료유, LSFO = 저유황 연료유

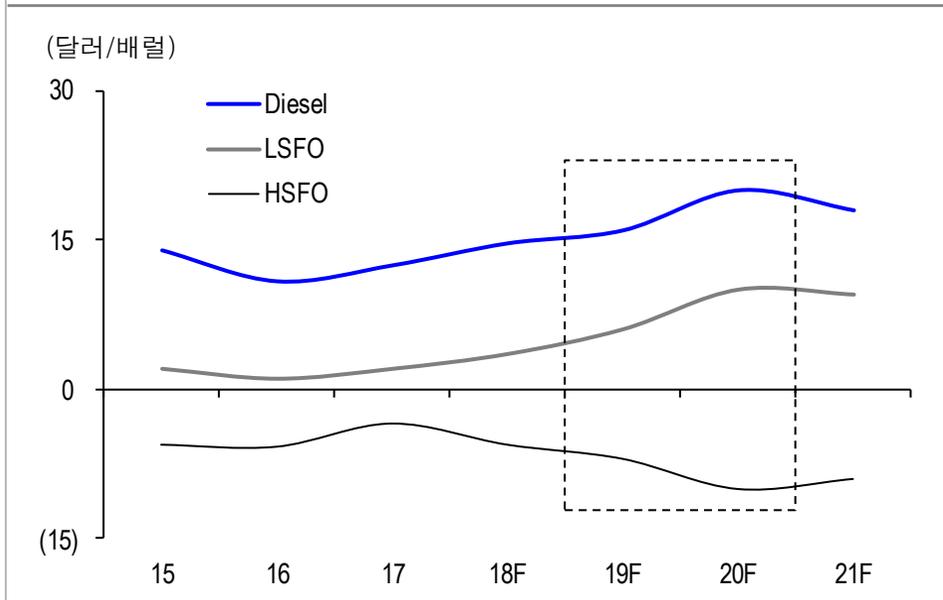
# 이슈 분석: 새롭고 강력한 기회

## IMO 2020 기대 효과

→ 2H19부터 고부가 제품(경유, LSFO) 마진 급등 vs. 저부가 제품(HSFO) 마진 급락 예상

→ 한국 정유사 선제적 대응(고도화 설비 투자 등) 통해 최적화된 제품 믹스 보유: 19년 이익 +5~10%, 20년 +20% 이상

연도별 IMO 2020 관련 제품 마진 변화



자료: Petronet, Bloomberg, 신한금융투자 추정

IMO 2020에 따른 한국 정유사 이익 변화

		(%, 달러, 십억원)	Diesel Yield	LSFO Yield	HSFO Yield	마진 변화	이익 증가
SKI	19F		51.0	2.0	12.0	0.6	199.5
	20F		51.0	6.0	8.0	2.0	640.9
S-Oil	19F		50.0	1.0	4.0	0.7	176.5
	20F		50.0	1.0	4.0	1.9	473.9
GSC	19F		55.0	0.0	10.0	0.7	199.4
	20F		55.0	0.0	10.0	1.9	561.4

자료: 각 사, 신한금융투자 추정 / 주: 환율 1,100원/달러, 연간 가동일수 340일 가정

# 글로벌 섹터 탐픽: Valero Energy (VLO US)

## 실적도 좋은데, 주주 정책도 좋다

### 정제설비 규모 3.1백만b/d의 미국 독립 정유사

- Phillips66(PSX US), Marathon Petro(MPC US)와 함께 미국의 3대 독립 정유사로 분류
- 미국/캐나다/영국 등 지역에 정제설비(글로벌 자회사 15개 포함) 보유 vs. 정유(Refining) 매출 비중 95%

### 19년 매출액 1,214억 달러(+4.1% YoY), 영업이익 55억 달러(+36.8% YoY) 전망

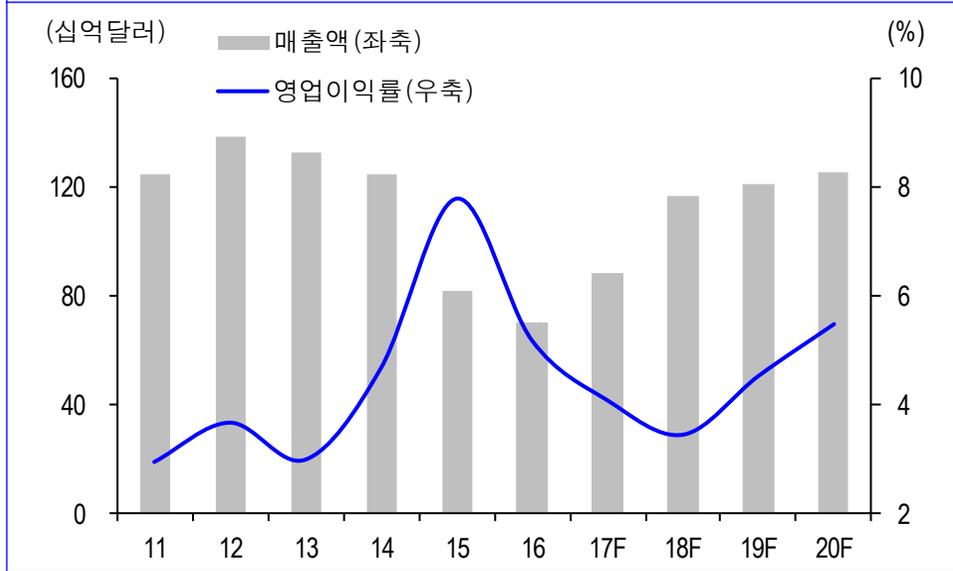
- 수요 우위(수요 증가 +1.4 vs. 순증설 0.9백만b/d)에 기반한 정유 업종 호황 국면 지속
- 2H19부터 IMO 2020 규제 효과 기대: 마진 개선, 높은 고도화 비율(33% vs. 경쟁사 20~25% 내외)

### 호실적 지속(수요 우위, IMO 규제) → 주주 친화 정책 강화

- 미국의 IMO 2020 규제 시행 지연 추진 소식에 주가 급락 → 예정대로 시행 확인 시 주가 회복 가능
- 주주 친화 정책(배당, 자사주 매입 등) 지속: 배당의 경우 영업현금흐름의 40~50% 계획, 2019F 배당 수익률 3.8%

# 글로벌 섹터 탐픽: Valero Energy (VLO US)

### 연도별 영업실적 추이 및 전망



### 12MF PBR 밴드 차트



12월 결산	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	세전이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증가율 (%)	BPS (달러)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2016	70,166	3,628	3,230	2,298	5.0	(37.7)	46.1	13.8	6.1	1.5	11.3	15.3
2017	88,407	3,599	3,207	2,203	5.0	(0.0)	50.7	18.5	7.8	1.8	10.5	13.2
2018F	116,604	4,013	3,648	2,722	6.4	27.9	49.9	14.4	7.3	1.8	12.7	23.7
2019F	121,439	5,489	5,233	4,061	9.9	55.5	52.9	9.3	5.7	1.7	19.6	18.4
2020F	125,190	6,848	6,855	5,268	13.6	37.2	58.0	6.8	4.6	1.6	24.8	7.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자

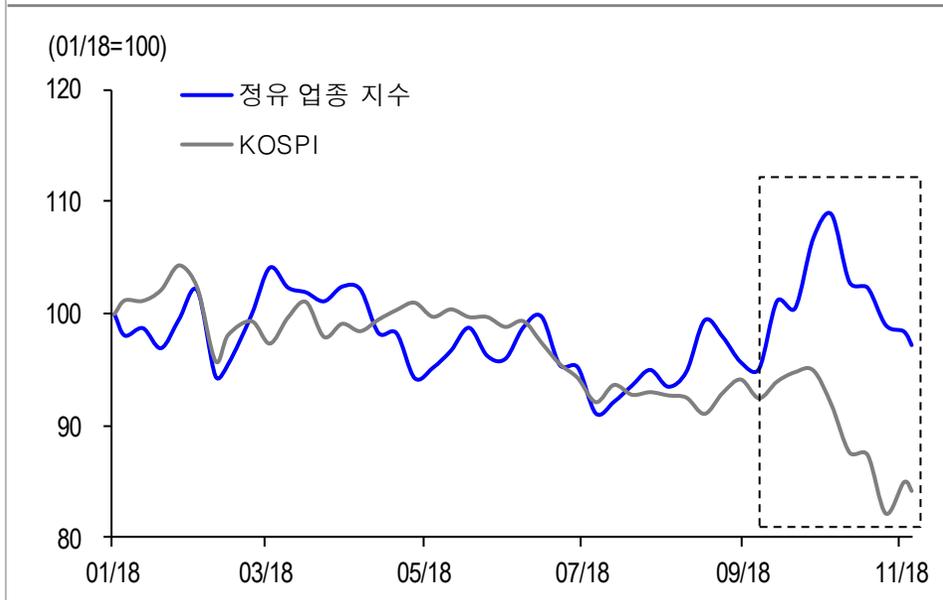


# 투자전략: 1H19가 비중 확대 적기

## 한국 정유사: 성장성, 배당 매력 동시 보유

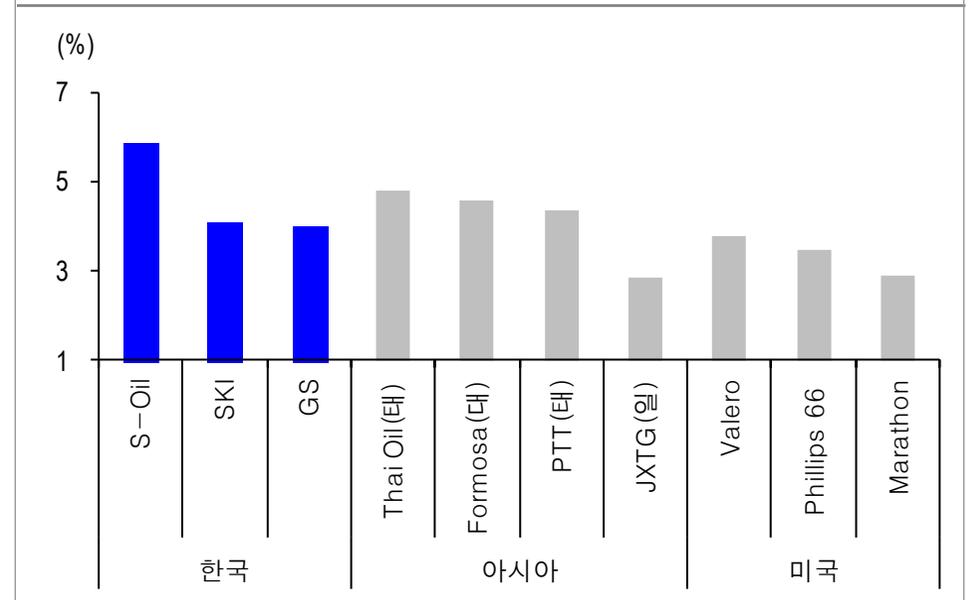
- 2018년 누적 정유업종지수 -0.9% vs. KOSPI 지수 -16.8%, 단기 상승 모멘텀 둔화(유가 약세, 정제마진 정체)
- 1H19 비중 재확대 적기: 2H19부터 IMO 2020 효과 기대 + 배당 매력(S-Oil 2019년 예상 배당 수익률 6.1%)

2018년 정유 업종 지수 vs. KOSPI 상대가격 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

글로벌 정유사 예상 배당 수익률 비교(2019F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: Bloomberg 컨센서스 기준

# 투자전략: 1H19가 비중 확대 적기

## Top Picks: SK이노베이션, S-Oil

2019	투자 의견	목표주가 (원)	매출 성장률(%)	영업이익 증가율(%)	EPS 증가율(%)	PER (배)	PBR (배)
SK이노베이션	매수	265,000	0.9	(6.2)	9.4	9.6	1.0
S-Oil	매수	170,000	5.9	38.8	69.6	9.9	1.8
GS	매수	67,000	2.9	0.8	0.2	5.4	0.5

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 2018년 11월 5일 종가 기준

# SK이노베이션 (096770) - 매수, 목표주가 265,000원

## 2020년 '해상 주유소'가 뜬다

### IMO 2020에 가장 열성적으로 준비

- 1H20 VRDS(HSFO→LSFO 변환 설비) 가동: Capex 1.0조원 vs. 연간 영업이익 2,000억원 이상
- 싱가포르에서 해상 주유소 사업 시작: 대형 유조선에서 석유제품 Blending(혼합) 통해 신규격 선박용 연료유 판매

### 19년 영업이익 2.94조원(-6.2% YoY) 전망

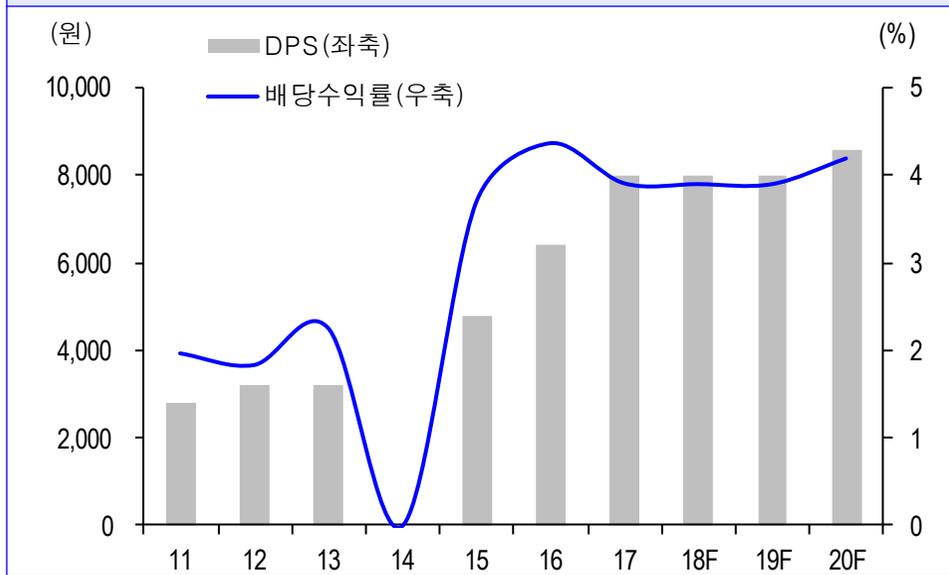
- 정유 영업이익 -3.9% YoY: 2H19부터 IMO 2020 효과 기대
- 화학 영업이익 -8.8% YoY: PX 강세 지속되겠으나 에틸렌 약세가 부담

### 목표주가 265,000원, 투자의견 '매수' 유지

- 목표주가는 2019년 예상 BPS에 Target PBR 1.3배 적용
- Target PBR 1.3배는 2009~11년(과거 호황 국면) 평균 1.2배 대비 10% 할증(호황 지속, 주주 중시 정책 감안)

# SK이노베이션 (096770) - 매수, 목표주가 265,000원

연도별 DPS, 배당수익률 추이 및 전망



12MF PBR 밴드 차트



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	39,520.5	3,228.3	2,423.4	1,671.3	17,749	105.6	182,504	8.3	3.8	0.8	10.1	5.0
2017	46,260.9	3,234.4	3,234.8	2,103.8	22,342	25.9	192,989	9.2	5.2	1.1	12.0	6.9
2018F	55,606.2	3,135.7	2,721.7	1,833.8	19,460	(12.9)	194,188	10.5	5.9	1.1	10.1	18.2
2019F	56,104.9	2,941.9	2,809.5	2,005.9	21,297	9.4	208,062	9.6	6.1	1.0	10.6	15.9
2020F	53,836.6	3,210.1	3,145.4	2,244.5	23,835	11.9	223,916	8.6	5.5	0.9	11.1	13.0

자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

# S-Oil (010950) - 매수, 목표주가 170,000원

## 4년간의 농사가 끝나고 수확이 시작된다

### 신규 고도화 설비 가동 효과 기대

- 신규 설비 가동 효과: IMO 2020 대비(HSFO 비중 12→4% 이하) + 석유화학 확대(PP/PO 생산 시작)
- 2015~18년 Total Capex 4.8조원 vs. 정상 가동 시 연간 기대 EBITDA +0.8조원

### 19년 영업이익 1.91조원(+38.8% YoY) 전망

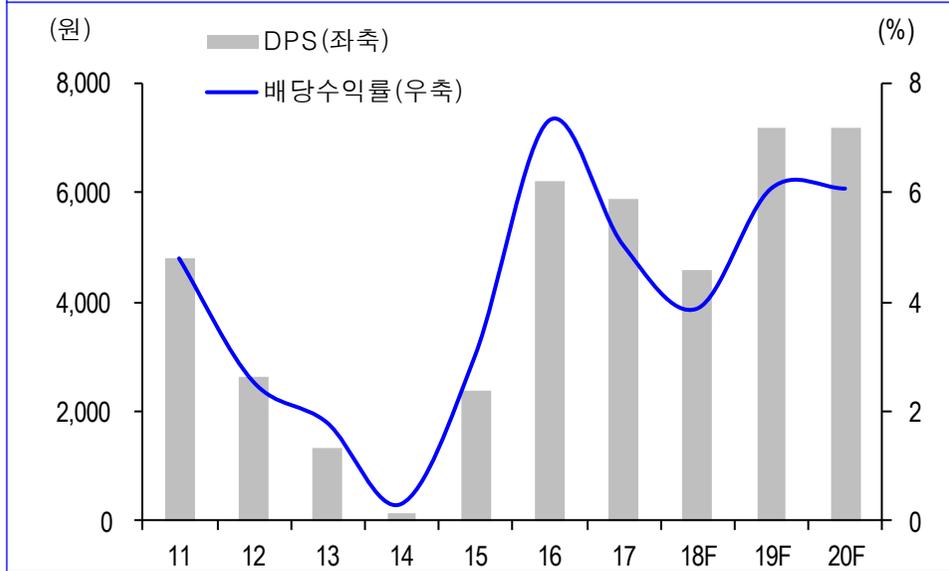
- 정유 영업이익 +13.5% YoY: 제품 믹스 개선(신규 설비) + IMO 2020 효과
- 화학 영업이익 +118.6% YoY: 제품 확대(PP/PO) + PX 강세

### 목표주가 170,000원, 투자의견 '매수' 유지

- 목표주가는 2019년 예상 BPS에 Target PBR 2.5배 적용
- Target PBR 2.5배는 2011~12년(정유/PX 호황 + 설비 투자 완료) 평균 수준

# S-Oil (010950) - 매수, 목표주가 170,000원

연도별 DPS, 배당수익률 추이 및 전망



12MF PBR 밴드 차트



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016	16,321.8	1,616.9	1,575.1	1,205.4	10,132	89.9	54,814	8.4	5.4	1.5	20.5	8.6
2017	20,891.4	1,373.3	1,644.9	1,246.5	10,495	3.6	58,682	11.1	9.7	2.0	18.8	38.4
2018F	25,982.9	1,379.5	1,147.6	839.8	7,050	(32.8)	61,290	16.8	10.8	1.9	12.0	69.8
2019F	27,516.8	1,914.4	1,948.0	1,421.9	11,956	69.6	66,295	9.9	7.6	1.8	19.1	59.5
2020F	26,619.8	2,114.3	2,170.7	1,584.1	13,347	11.6	72,690	8.9	6.7	1.6	19.5	44.9

자료: 회사자료, 신한금융투자 추정