

정유

산업이슈

2019. 03. 08

정제마진: 정상으로의 회귀

News

부진했던 정제마진, 3월 반등세 뚜렷: 18.10월 휘발유, 18.12월 등경유의 순차적인 급락세가 나타나며 부진했던 정제마진은 2월말부터 뚜렷한 반등세로 전환했다. 3월 누적 싱가포르 complex margin은 \$5.0/bbl로 1월 평균 \$3.4, 2월 \$3.7 대비 반등 폭이 커진 상황이지만 1Q17 평균 \$5.2, 1Q18 평균 \$6.0에는 아직 미진하다. 정제마진 수치는 반등했지만 여전히 국내 정유사의 업황이 의미 있게 반등했다고 예단하기는 이르다. 고도화율이 높아진 국내 정유사의 상황을 고려했을 때 여전히 유가 대비 높은 B-C 가격은 부담스러우며, 1월 한때 역마진 상황이었던 휘발유는 \$5 수준을 회복했지만 극히 낮은 수준이다. 그나마 다행인 점은 18.12월 월평균 기준 \$4.6이 하락하며 금융위기 이후 최대 낙폭을 시현했던 경유 마진이 정상으로 회귀했다는 점이다.(3월 누적 \$14.7)

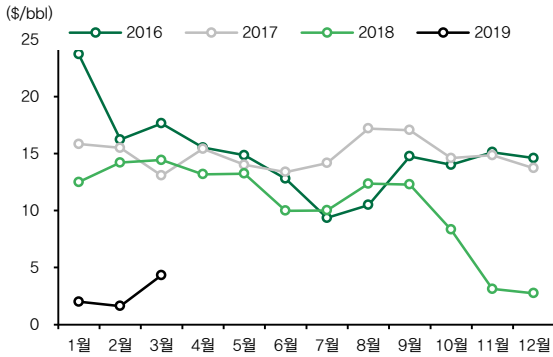
Comment

정제마진의 정상화 추이는 지속될 것: 정유에 대한 시장의 우려는 3가지다. 수요, 18년 90만b/d→19년 130만b/d 내외로 증가하는 글로벌 정제설비 순증설 부담, Dubai-WTI spread 확대에 따른 상대적으로 아시아 정제마진의 약세다. 수요 우려는 비단 정유만의 문제가 아니니 순증설 부담부터 거론하면 19년 정제설비 순증설에 포함된 중국 40만b/d 2개 설비는 예정된 스케줄(각각 19년초, 3Q19)에 상업가동에 성공한다고 해도 PX 생산을 위한 CDU이기에 석유 제품 공급량은 50%에 미치지 못하며, 신규 업체임을 고려할 때 지연 가능성이 더욱 높다. 따라서 18년 대비 19년 순증설 부담은 크지 않다는 게 당사의 견해다. 그렇다면 문제는 Dubai-WTI spread다. 하지만 현재 약 \$10 까지 확대된 Dubai-WTI spread가 향후에도 유지된다고 해도 미국과 싱가포르 석유 제품 마진의 차이가 \$10 이상 벌어져 있음을 고려할 때 지나치게 하락한 싱가포르 정제마진의 회복 가능성이 높다.(18.3월 누적 미국 Gulf 기준 휘발유 \$21.1 vs. 싱가포르 \$4.3 / 미국 경유 \$26.0 vs. 싱가포르 \$14.7 / 미국 항공유 \$24.1 vs. 싱가포르 \$13.9) 초단기적으로 3월말까지는 2월 수준부터 이어진 미국 정기보수의 영향 및 타이트한 수급 상황에도 불구하고 연말연초 중국 등경유 수출 급증에 따라 급락한 등경유 마진의 정상화 과정에서 정제마진 반등 추세는 이어질 가능성이 높다. 또한 휘발유 마진은 계절적인 미국의 재고 감소 효과 및 미국과 극도로 벌어진 마진의 갭 축소 과정에서 반등 가능성이 높다고 판단된다.

Action

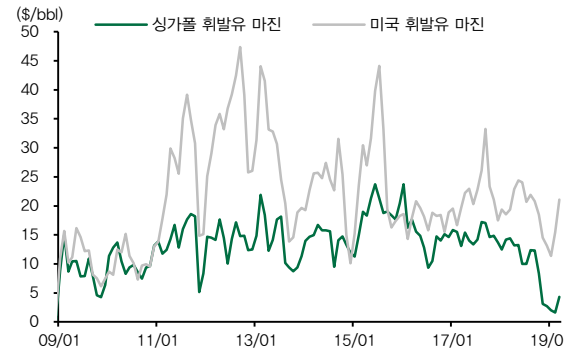
Dubai - WTI spread는 지금이 가장 고점일 가능성이 높다. 정유 비중확대 유지: 20년초 IMO 시행에 앞서 19년 하반기에는 상당수의 정유사가 등경유 yield를 높이기 위한 공정을 마무리 짓는다. 자본력을 갖추지 못한 업체, 즉 고도화 설비를 보유하지 못한 업체들은 폭락할 HSFO의 영향으로 20년 이후 가동률은 현저히 낮아질 수 밖에 없다. 별개로 미국은 19년 하반기 Permian과 Gulf를 연결하는 대규모 파이프라인을 가동하며 경질원유 수출을 가속화 시킬 것으로 예상된다.(대부분 고도화 비중이 낮은 업체들로 수출될 것이다) Dubai-WTI spread는 미국 경질원유의 수출 증가로 인해 지금이 가장 고점일 가능성이 높고, 시장의 우려는 줄어든 것이다. 정유에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

도표 1. 싱가포르 휘발유 월별 마진: 3월 반등



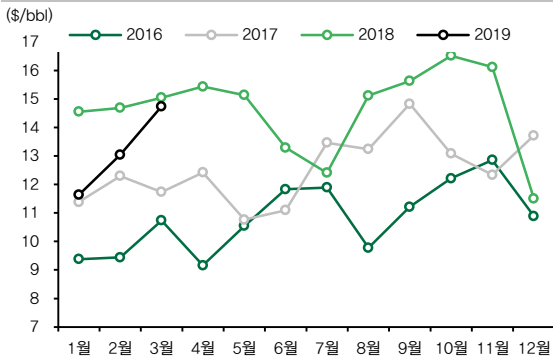
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 2. 싱가포르&미국 휘발유 마진 추이



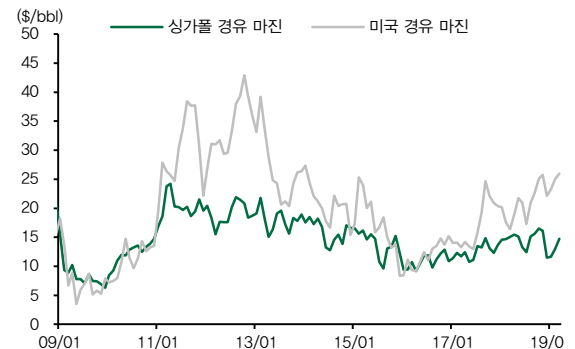
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 3. 싱가포르 경유 월별 마진: 12월 급락 후 정상으로 회귀



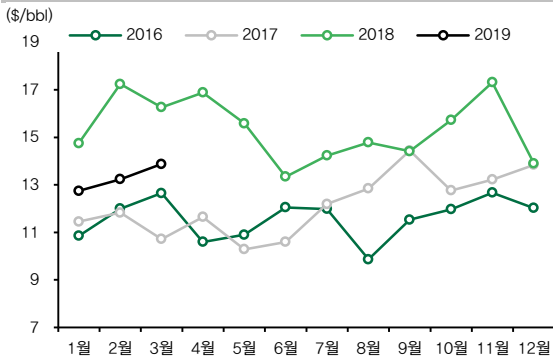
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 4. 싱가포르&미국 경유 마진 추이



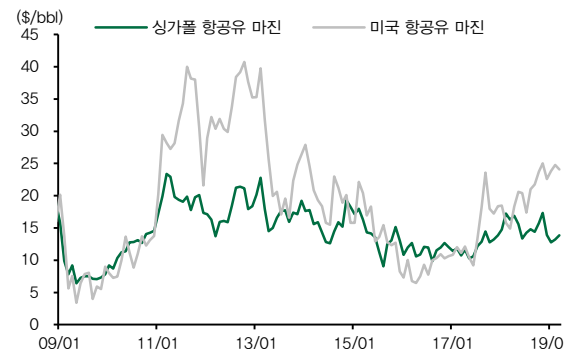
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 5. 싱가포르 항공유 월별 마진: 12월 급락 후 반등 추세



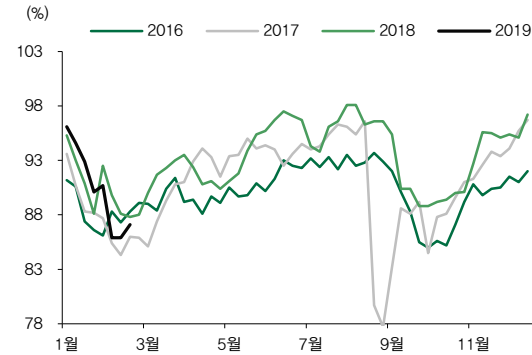
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 6. 싱가포르&미국 항공유 마진 추이



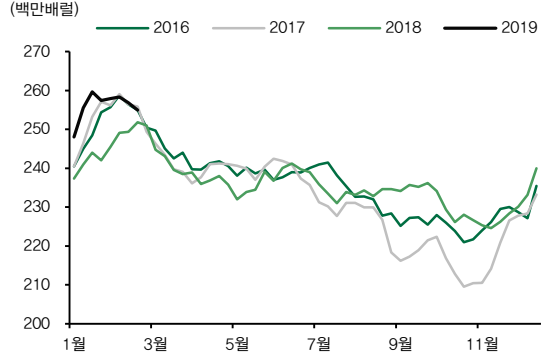
자료: Bloomberg, Petronet, DB금융투자

도표 7. 미국 주간 정제가동률 추이: 장기보수 기간



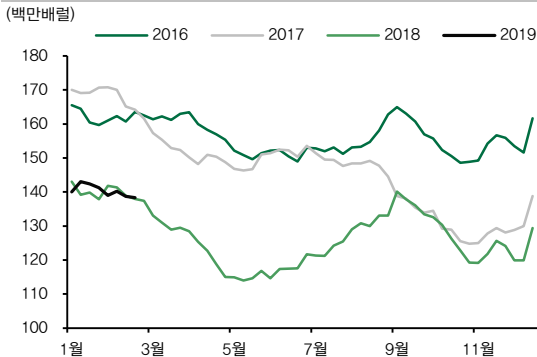
자료: EIA, DB금융투자

도표 8. 미국 주간 휘발유 재고 추이: 계절적 감소 구간



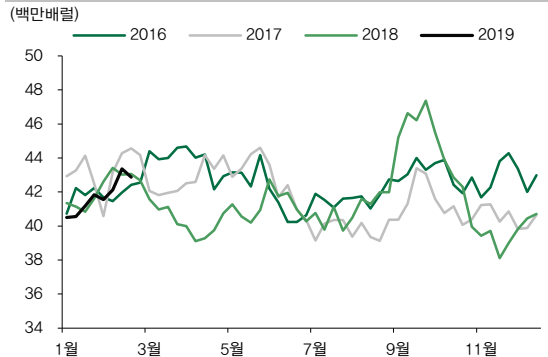
자료: EIA, DB금융투자

도표 9. 미국 주간 경유 재고 추이



자료: EIA, DB금융투자

도표 10. 미국 주간 항공유 재고 추이



자료: EIA, DB금융투자

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 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 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 투자이익률은 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