

**Industry Comment**

Analyst 함형도  
02) 6915-5471  
hdham@ibks.com

**비중확대 (유지)**

# 정유/화학

## 중동 리스크, 정유주 매수 타이밍으로 활용

### 2018년부터 격화된 미국과 이란간의 갈등

지난 3일 일어난 미국의 이란 혁명수비대 폭격사태로 인해 국제유가가 상승. 이러한 미국과 시아파 중동 국가들간의 갈등은 미국이 이스라엘 대사관을 예루살렘으로 이전하며 격화되기 시작. 미국이 수니파 국가인 이스라엘에 우호적인 외교활동을 펼치기 시작한 후 이스라엘은 수니파 국가들(사우디 아라비아, 이집트, 아랍에미리트 등)과의 결속력을 강화하는 동시에 시아파 국가들(이란, 이라크, 시리아)에 대한 도발을 이어옴. 결정적으로 미국이 이란 핵협정 탈퇴를 선언하며 이란에 대한 제재를 강화하자 긴장감은 고조되기 시작. 미국은 올해 대선을 앞둔 상황에서 작년 12월 시아파 민병대의 폭격으로 미국 민간인 1명이 사망하는 사건이 발생해 강경한 입장을 보일 수 밖에 없었던 것으로 파악. 이에 대한 미국의 보복, 시아파의 보복이 감행되다 3일에 폭격이 일어난 것.

### 중동 리스크 완화되면 완만한 유가 안정화 전망

미국과 중동 국가들간의 대립이 어떠한 양상을 펼치 모르는 가운데 1월 동안은 지정학적 리스크가 고조될 전망. 이라크와 이란은 OPEC 내 산유량 2, 3위를 차지. OPEC의 원유 수출량 중 이란 비중은 1%에 못 미치지만 이라크는 24%를 차지해 유가에 상당한 영향을 미칠 수 있음. 불확실성 상존한 가운데 리스크 완화 시 사우디의 노력으로 유가는 안정세를 찾아갈 전망. 사우디 아랍코의 해외시장 상황이 남아있으며 현재 주가는 상장 이후 최저점을 기록하는 중. 성공적인 추가 상장을 위해선 중동의 안정과 높은 수준의 유가 모두가 필요한 상황. 미국은 대선을 앞둔 상황으로 전쟁을 바라진 않겠지만 쉽게 물러날 수 없는 상황. 따라서 사우디의 노력이 필요. 당장 3월 OPEC 회의에서 추가 감산에 대한 회원국들의 동의가 필요해 금번 사태는 사우디의 중재 하에 안정세를 찾아갈 전망. 3월 OPEC 회의에 있어 사우디가 주변 국가들을 만족시킬 수 있는 방법은 주변국 감산 이행량 축소를 통한 경제적인 지원일 것으로 추정. 다만 유가를 지키기 위해 사우디는 감산을 강화할 것. 이와 동시에 미국 산유량은 리그수 감소에도 불구하고 증가하는 추세. 세일업체들의 BEP 유가가 \$50~55임을 감안하면 유가 상승 시 추가적인 산유량 증가도 가능한 상황. 2020년 WTI 밴드는 기존 전망치인 \$50~65 유지.

### 정유주에 대한 조정 시 매수 의견 권고

유가 급등에 따라 정제마진은 단기적으로 하락할 것이나 유가 안정화 시 급격한 마진 회복 예상. 작년 9월 사우디 드론 폭격 당시 유가 급등에 따라 제품가격 즉각적으로 반영한 후 유가 안정화되며 마진 확대되는 흐름 보임. 10월 들어 수요 부진에 따라 마진은 하락전환 함. 금번 사태에서는 IMO 황함량 규제가 시행되어 마진 확대될 전망. IMO 규제에 따른 경유 수요는 2Q20부터 본격적으로 일어날 전망으로 제품가격 하락을 방어할 전망. 또한 9월 사우디 드론 폭격 후 Arab Light 기준 OSP는 배럴당 \$2.5에서 \$1.7로 하락. 금번 사태도 안정적인 수요 확보를 위해 OSP 하락할 가능성 존재. 중동 리스크 완화되는 시점에서 정유주에 대한 매수 의견을 권고.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 미국 대사관 이전 이후 발생한 주요 중동 갈등

날짜	국가	내용
17.12	미국	예루살렘으로 대사관 이전 발표
18.04	미국	시리아 공습
18.05	미국	이란 핵협정 탈퇴
	이스라엘	시리아 내 이란 군 시설 공습
18.05	미국	대사관 이전
18.07		시리아 정부군 남부지역 폭격
18.08	미국	이란 핵협정 탈퇴, 1차제재 (달러화, 귀금속, 자동차 등)
18.11	미국	2차제재 (원유, 조선, 항공 등)
18.12	이란	호르무즈해협 봉쇄 경고
19.02	이란	장거리 미사일 공개
19.03	미국	시리아 골란고원에 대한 이스라엘의 주권을 인정하는 포고문(proclamation)에 서명
19.03	시아파	시리아 · 이란 · 이라크군 수뇌 회동
	이스라엘	팔레스타인 공습
19.04	미국	이란의 혁명수비대를 '외국 테러조직'으로 지정
	이란	중동 주둔 미군을 테러조직으로 지정
09.04	미국	이란산 원유수입 제재유예 불허, 이란 호르무즈 해협 봉쇄 위협
19.05	미국	이란 원유수입 예외조치 종료
	미국	유조선 피격 관련 이란이 연관
19.06		2차 유조선 피격
	이란	미국 무인기 격추
	미국	이란 추가 제재
19.07	이란	우라늄 농축 농도 상향 조정
	미국	이란 핵 관련 제재 유예
19.08	이스라엘	이란 공세 강화
19.09	사우디	사우디 아라비아 정유화학시설 드론 폭격
19.10	이스라엘	이스라엘 아랍국가들과 불가침조약 추진
19.11	미국	이스라엘 정착촌 합법
19.12	이라크	시아파 민병대 폭격, 미국 민간인 1명 사망
	미국	이라크 국경 인근 군사시설 폭격
	이라크	시아파 민병대 바그다드 미 대사관 납입
	미국	트럼프, 미 대사관 공격 배후로 이란 지목
20.01	미국	보병대대 파병
	이라크	시아파 민병대 미군기지 인근 폭격
20.01.03	미국	이란 혁명수비대 정예군, PMF 부사령관을 바그다드 국제공항에서 폭사
	이란	미국 보복 예고
20.01.04	미국	이라크 대사관, 기업인들 송환 조치
	이라크	시아파 민병대 미 대사관 인근에 박격포 공격
20.01.06	미국	이란 52곳 공격 타겟으로 지정
	이란	핵합의 탈퇴 선언

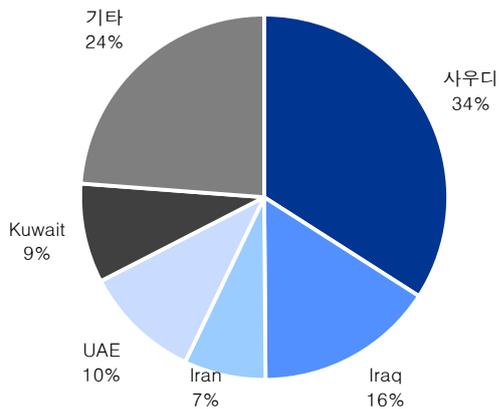
자료: 언론사, IBK투자증권

그림 1. 중동 국가별 수니파, 시아파 구분



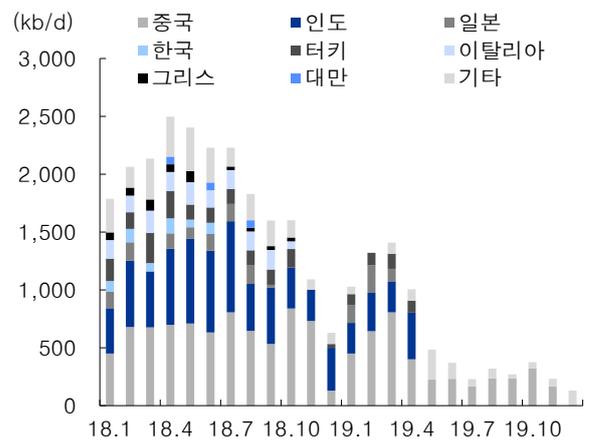
자료: BBC News 재인용, IBK투자증권

그림 2. OPEC 회원국 산유량 비중 - 2019년 11월 기준



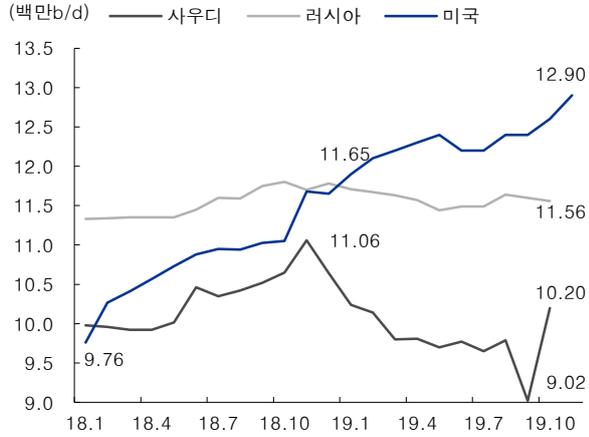
자료: IEA, IBK투자증권

그림 3. 이란 원유수출 - 미국 제재 이후 수출량 급감



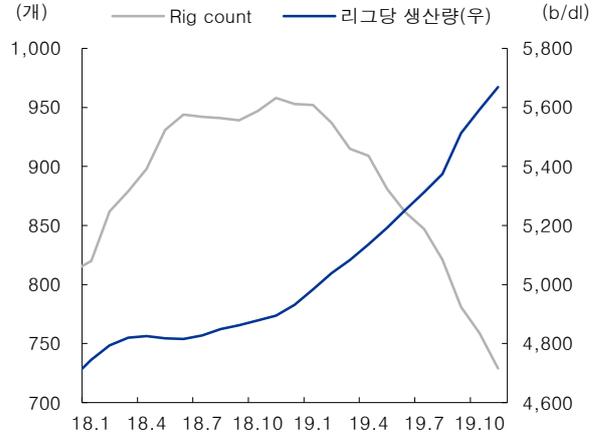
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 미국 원유 공급량 증가세 지속



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 미국 셰일분지 리그 수, 리그당 생산량



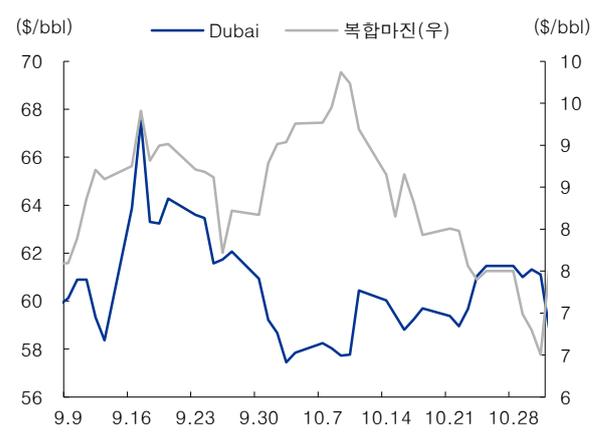
자료: EIA, IBK투자증권

그림 6. 두바이유와 OSP 격차 벌어지는 중, OSP 하락전환 예상



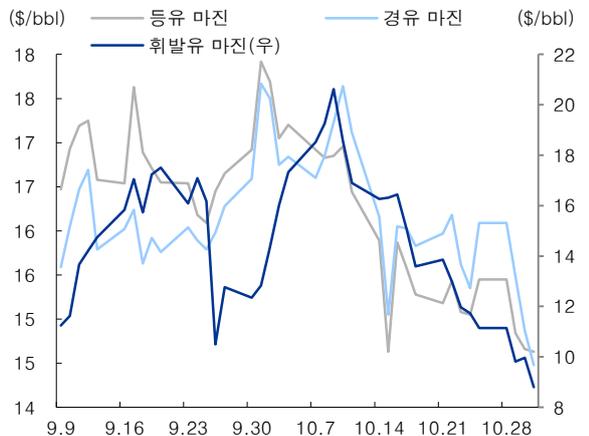
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 9월 드론 폭격 이후 마진 상승 후 하락전환



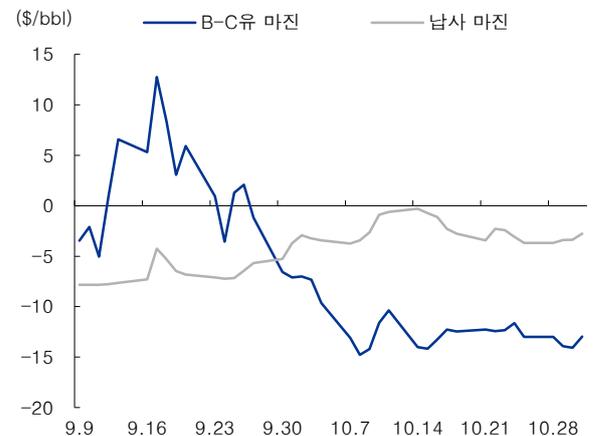
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 제품별 마진 - 등경유, 휘발유



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 제품별 마진 - B-C유, 납사



자료: Bloomberg, IBK투자증권

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.