



정유

비중확대 (유지)

아직 끝나지 않은 업황 강세

 **신한투자증권**
기업분석부

이진명 선임연구원

☎ 02-3772-1534

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

최규현 연구원

☎ 02-3772-2665

✉ cgh815@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

건조한 업황, 하반기까지 지속

상반기 급락 이후 개선되고 있는 지표들

상반기 정유 업종 투자심리는 국제유가 및 정제마진의 급격한 조정으로 빠르게 악화됐다. 유가(WTI 기준)는 1월 78달러/배럴에서 6월 70달러까지 하락했으며 복합정제마진은 15달러에서 4달러까지 급락했다. 이는 리오프닝 및 OPEC+ 감산에도 선진국 중심의 경기침체 우려와 러시아 수출 확대 등에 기인한다.

다만 유가와 정제마진은 7월부터 빠르게 반등하며 각각 81달러/배럴(6월 저점 대비 +14달러/배럴), 14달러/배럴(+11달러/배럴)까지 상승한 상황이다. 정유 업종 지수는 펀더멘탈 개선 기대감으로 저점대비 9% 상승했다. 업황 강세가 이어지고 있는 만큼 하반기에도 지속 가능한지 고려해 볼 필요가 있다.

건고한 펀더멘탈 및 하반기 개선 가능성 유효

국제유가는 사우디 중심의 OPEC+ 감산이 지속되는 가운데 드라이빙 시즌 등 계절적 수요까지 맞물리며 7월 이후 상승세가 이어졌다. 하반기에도 1) 사우디의 자발적 감산 기한 연장(9월), 2) 러시아 수출 감소(30만b/d), 3) 제한적 美 산유량 증가세 등으로 유가의 하방 경직성은 지지될 전망이다.

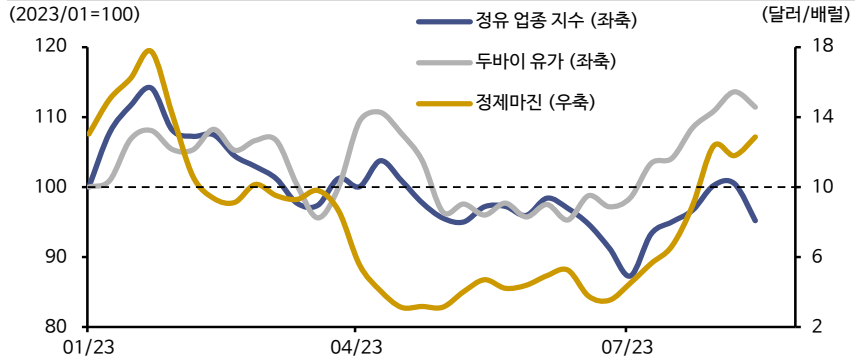
IEA에 따르면 6월 글로벌 석유수요는 여름철 여행 성수기(휘발유, 항공유) 및 발 전용 수요 등으로 1억 300만b/d를 기록하며 팬데믹 이전 수준을 경신했다. 특히 중국은 강한 수요 회복세가 지속됐으며 올해 수요 증가의 47%를 차지할 전망이다. 글로벌 경기 둔화 우려에도 3분기 초과수요 이후 운송용(항공 등) 수요 증가세 및 점진적인 경유(제조업) 회복 등으로 타이트한 수급은 유지되겠다.

7월 OPEC 산유량은 전월대비 90만b/d(사우디 -81만b/d) 감소하며 감산에 따른 공급 감축이 나타나고 있고 증질원유 감소, 폭염 등에 따른 가동차질로 수급 불균형이 지속되고 있다. 글로벌 정제설비 가동률이 높은 상황에서 가을철 아시아 정기보수 영향으로 하반기 타이트한 공급이 유지되겠다. 미국은 산유량 증가가 나타나고 있으나 시추기 감소 추세 등으로 공급 부담은 크지 않을 전망이다. OECD 석유 재고는 OPEC+ 감산 및 수요 회복으로 과거(15~19년) 평균 대비 낮은 수준이 유지되고 있다. 미국 휘발유 재고는 15년 이후 최저치를 기록하고 있으며 아시아 및 유럽 디젤 재고도 과거 평균 대비 낮은 수준이 유지되고 있다. 하반기 수요 회복 속 공급 감소가 지속됨에 따라 낮은 재고 레벨은 시황 강세를 지지해줄 전망이다.

지속 가능한 업황 강세, Top Pick: S-Oil

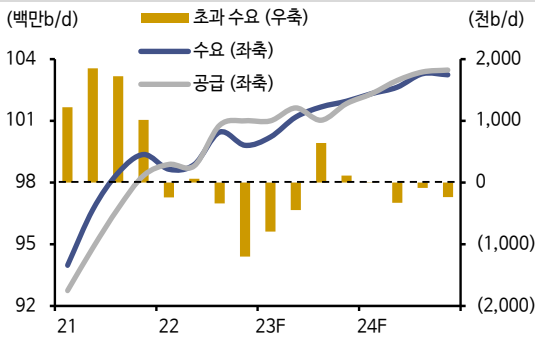
하반기 업황 강세는 지속될 것으로 예상하며 정유 업종에 대해 투자 의견 '비중확대'를 유지하고 Top Pick으로 S-Oil을 제시한다. 정유주 주가는 유가와 정제마진이 동시에 개선되는 국면에서 상승폭이 크며 현재 그러한 구간에 진입한 상태라 판단한다. 최근 S-Oil 주가가 저점대비 15% 오른 상황이지만 여전히 PBR은 0.92배(과거 다운사이클 평균 0.94배)에 불과하므로 업사이드는 충분하다.

정유 업종 지수, 두바이 유가 그리고 복합정제마진



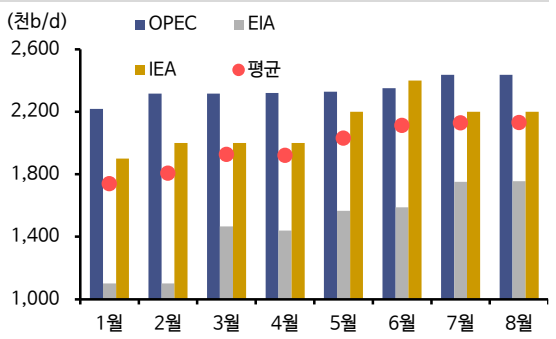
자료: QuantiWise, Petronet, 신한투자증권

글로벌 석유수급 차이 및 전망



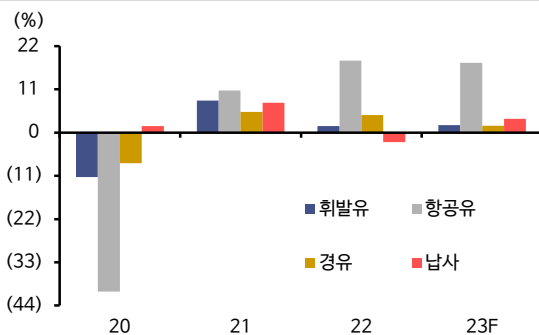
자료: EIA, 신한투자증권

주요 기관별 2023년 석유수요 전망치



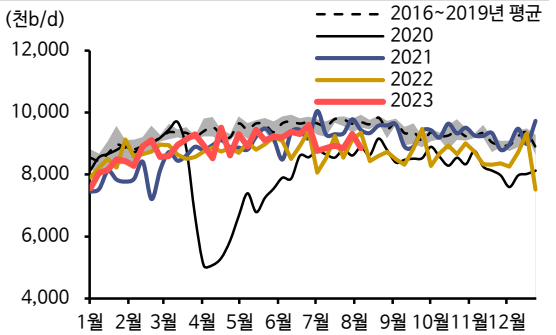
자료: EIA, IEA, OPEC, 신한투자증권

글로벌 석유제품별 수요 차이 및 전망



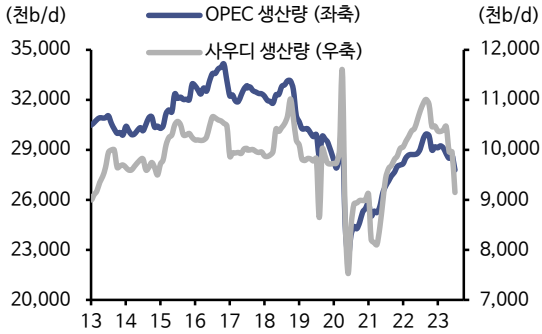
자료: IEA, 신한투자증권

미국 주간 휘발유 수요



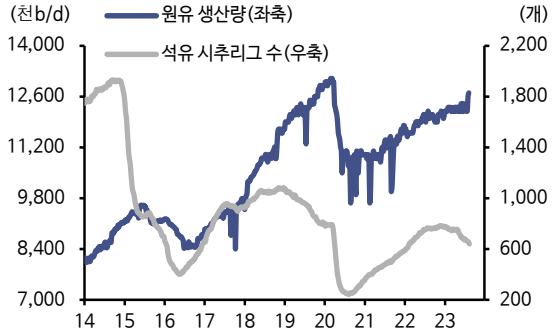
자료: Bloomberg, 신한투자증권

OPEC 및 사우디 산유량



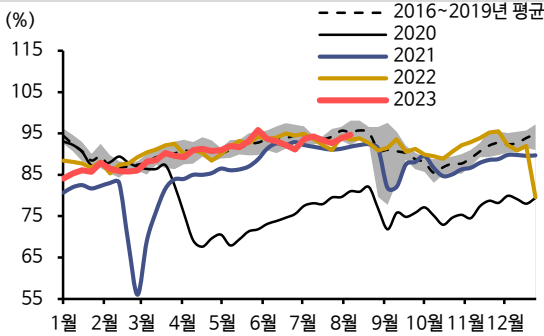
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 시추리그 수 및 원유 생산량



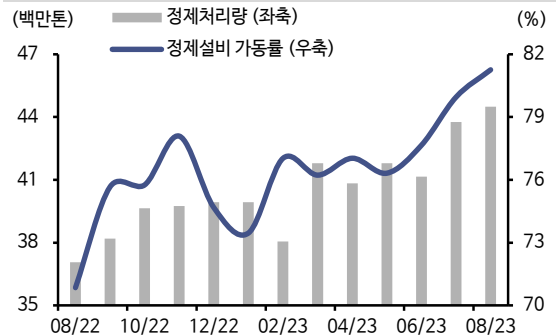
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 정제설비 가동률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

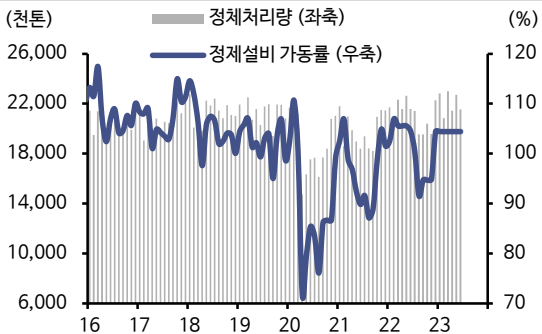
중국 정제처리량 및 가동률 추이



자료: Mysteel, 신한투자증권

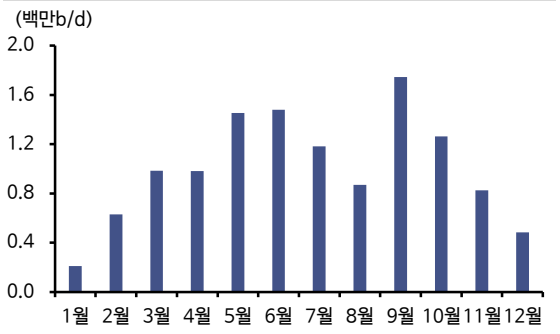
주: 8월 데이터는 예상치

인도 정제처리량 및 가동률 추이



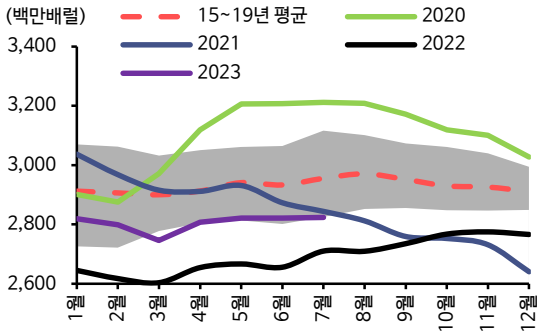
자료: Bloomberg, 신한투자증권

아시아 정제설비 정기보수 일정



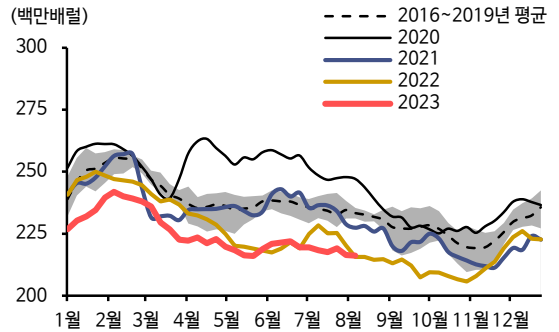
자료: 산업자료, 신한투자증권

OECD 원유 및 석유제품 재고



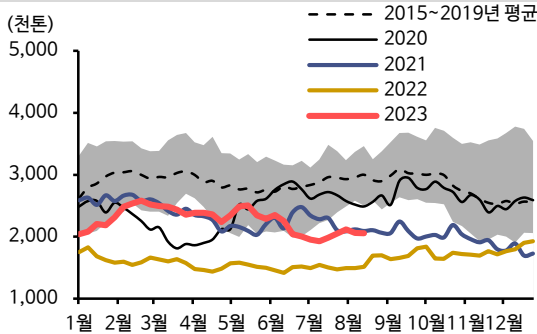
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 휘발유 재고



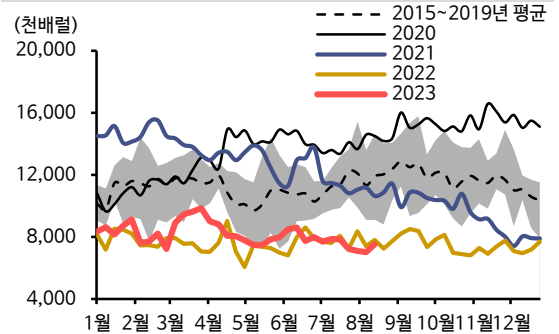
자료: Bloomberg, 신한투자증권

유럽 경유 재고



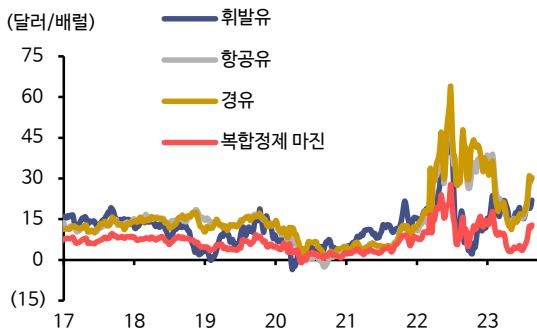
자료: Bloomberg, 신한투자증권

아시아 등/경유 재고



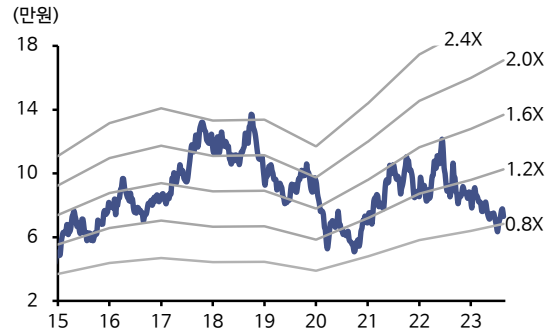
자료: Bloomberg, 신한투자증권

석유제품별 및 복합정제마진



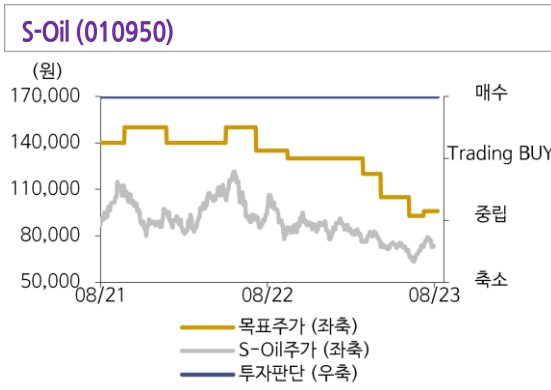
자료: Petronet, 신한투자증권

S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 09일	매수	140,000	(29.3)	(17.9)
2021년 10월 14일	매수	150,000	(37.7)	(27.7)
2022년 01월 14일	매수	140,000	(31.7)	(19.3)
2022년 05월 24일	매수	150,000	(30.8)	(19.0)
2022년 07월 29일	매수	135,000	(31.7)	(21.1)
2022년 10월 06일	매수	130,000	(34.3)	(27.0)
2023년 03월 20일	매수	120,000	(34.1)	(31.0)
2023년 04월 28일	매수	105,000	(30.5)	(28.0)
2023년 06월 29일	매수	93,000	(26.6)	(20.8)
2023년 07월 31일	매수	96,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice



산업 용어 해설은 QR코드를
통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이진명, 최규현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 8월 19일 기준)

매수 (매수)	93.50%	Trading BUY (중립)	4.07%	중립 (중립)	2.44%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------