

2024. 4. 8



## ▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

S-Oil(010950) Buy 115,000원

## 석유화학

## 1H24 정유와 화학의 엇갈리는 펀더멘털

- ✓ 2024년 대외변수 불확실성 증대 구간에 정유/화학 기업간 엇갈리는 투자전략
- ✓ 국제유가는 중동 Risk가 야기한 불확실성이 공급자 우위 수급을 지지
- ✓ 정유는 국제유가 및 정제마진 강세, 석유화학 수익성 훼손 장기화
- ✓ 1H24 정유기업들의 컨센서스 상향, 석유화학의 컨센서스는 하향
- ✓ 1H24 S-Oil 비중확대, 2H24 롯데케미칼 등 순수 화학기업들 비중확대를 염두

## 2024년 국제유가는 중 고점 갱신 중: OSP 추가 인상 가능성

전주 국제유가는 WTI 86.7달러/배럴, Brent 90.8달러/배럴로 마감하며 연중 고점을 갱신 중이다. Covid-19 이후 연간 설비 가동률/물동량 정상화되며 원유 수요는 개선세, 반면 원유 공급자 우위 수급이 장기화되고 있다. Saudi 주도의 OPEC+ 감산 기조 및 중동 Risk는 국제유가 상승 동력원으로 작동 중이다. 전년과 같은 흐름으로 공급자 우위 업황에 P 강세 수혜는 국제유가 및 석유 제품에 해당된다.

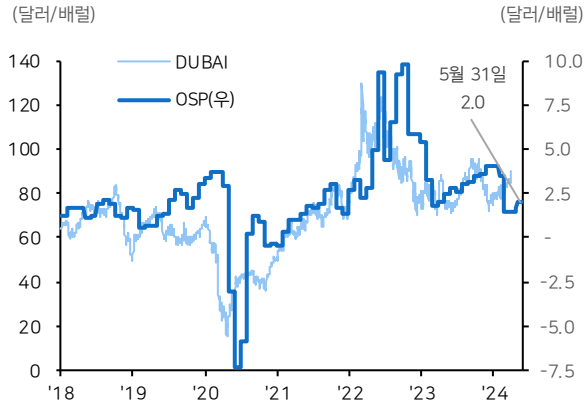
## 2024년 상반기 정유업황 긍정적, S-Oil 비중확대

국내 정유기업들의 연간 영업이익 컨센서스는 상방이 열려있다. 연중 고점을 갱신하는 국제유가에 따른 재고평가 이익과 견고한 정제마진에 수익성 건전성은 장기화될 조짐이다. 이는 정제설비들의 비탄력적 공급의 나비효과이다. 아시아 역내 정제설비의 제한된 공급수준 대비 수요 회복에 공급자 우위 업황이다. 휘발유, 디젤 순으로 이익 기여도가 높아지겠다. 2024년 상반기 S-Oil에 비중확대 전략이 긍정적이다.

## 순수 화학기업들의 업황 Data 바닥임을 염두, 하반기 비중확대 전략

석유화학 업황 펀더멘털은 여전히 부정적, 개선될 변수를 주목하며 실적/주가 바닥 잡기를 시도 중이다. 당사가 주목하는 변수는 (1) 정유사들의 고위 가동에 따른 나프타 잉여재고량 증가, 이는 NCC에 투입원가 하락으로 이어질 가능성, (2) 2024년 중국 정부 주도의 소비 부양책의 중장기 파급력이다. 제품별 추세적 가격 반등 여력을 확인해본다. 현재는 부타디엔/벤젠 강세, 올 하반기 기점으로 전방 설비 가동을 개선에(IT/가전, 범용 플라스틱 등) ABS/PC/PS/PP, PVC 위주의 선제적 재고 확보 움직임을 예상한다. 현 시점 업황/이익 기준 저점은 LG화학(기초소재), 롯데케미칼, 한화솔루션(케미칼), 대한유화 순으로 형성된다.

그림1 Dubai유가와 Saudi OSP 추이



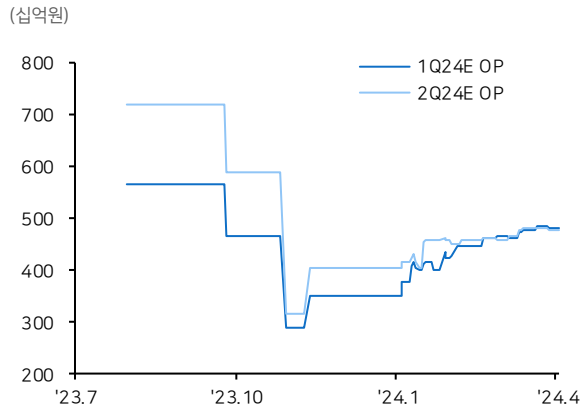
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 정제마진 추이



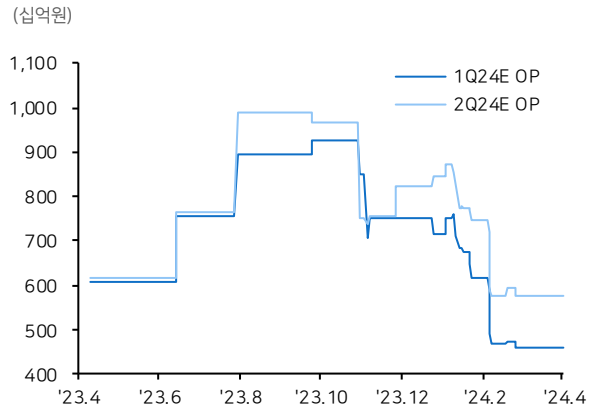
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S-Oil의 1~2Q24 영업이익 컨센서스 추이



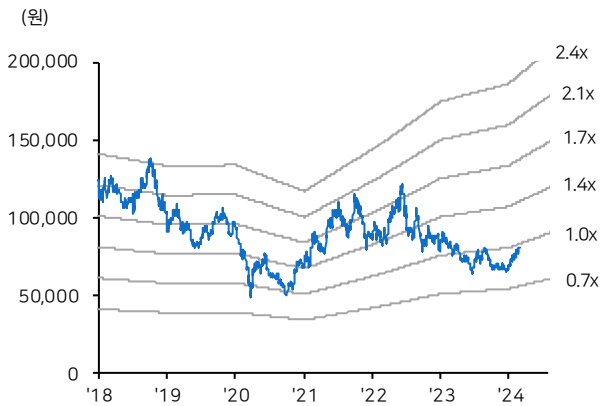
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK이노베이션의 1~2Q24 영업이익 컨센서스 추이



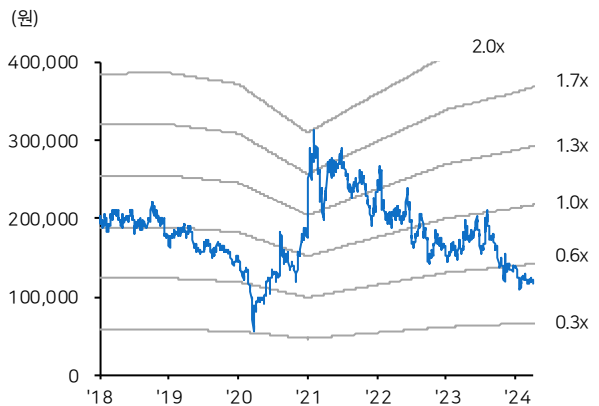
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 S-Oil의 12M Trailing PBR 추이



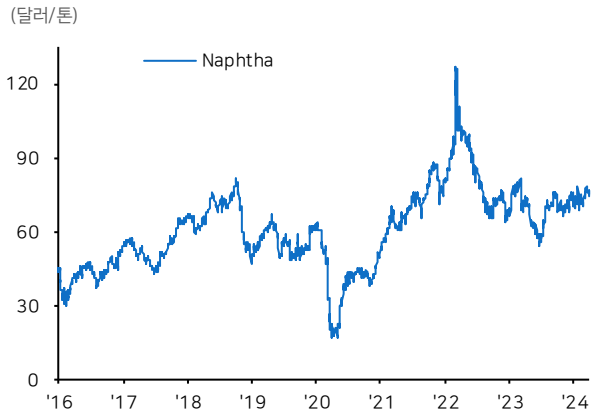
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK이노베이션의 12M Trailing PBR 추이



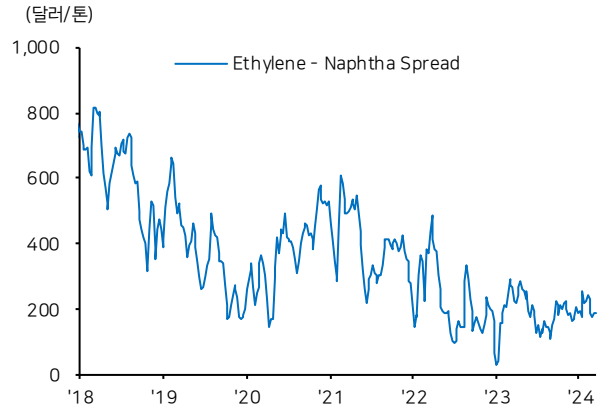
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 나프타 가격 추이



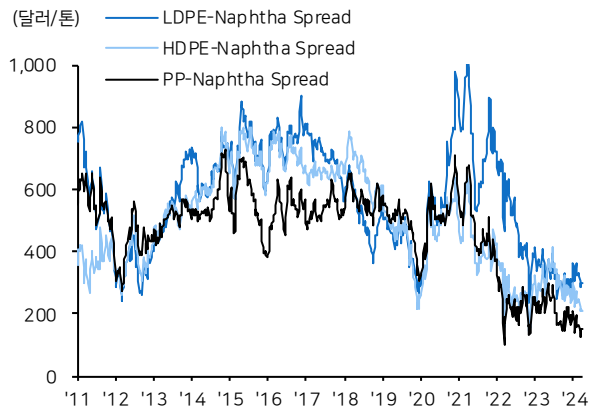
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림8 에틸렌-나프타 스프레드 추이



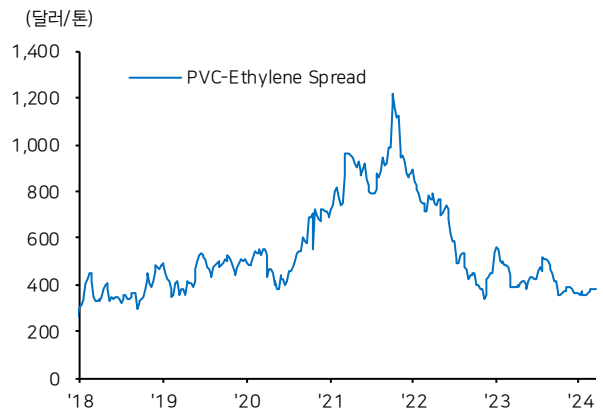
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 HDPE/LDPE/PP 스프레드 추이



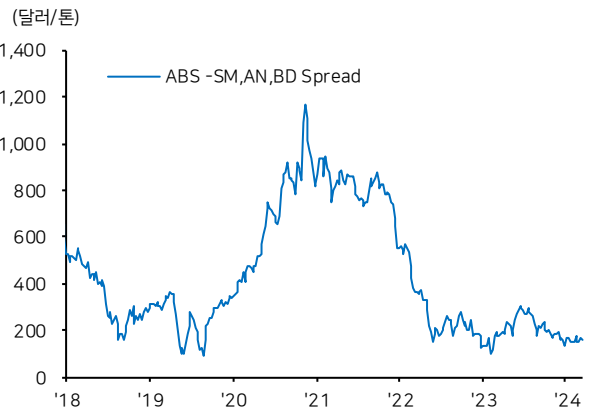
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 PVC 스프레드 추이



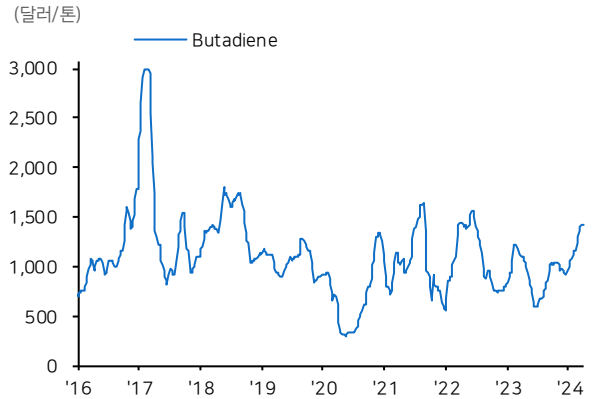
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 ABS 스프레드 추이



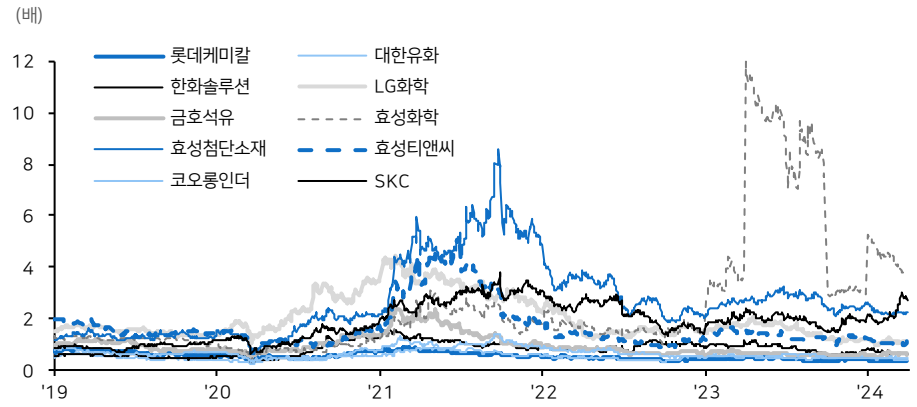
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 부타디엔 가격 추이



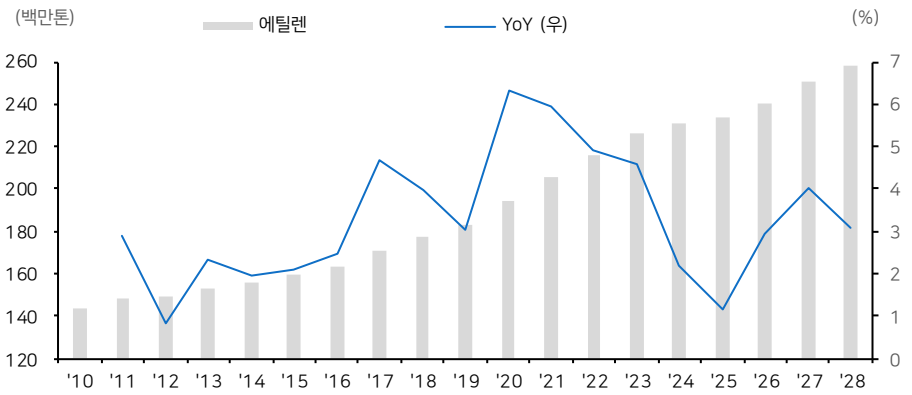
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내 석유화학 기업들의 12M Trailing PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 에틸렌 공급 전망



자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**S-Oil (010950) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

