

Industry Indepth

정유

Overweight

# 중국 PetroChina 미팅 후기

## Teapot

- Part I Teapot의 화려한 등장
- Part II 중국 독립 정유사 개요
- Part III Teapot을 겨냥한 규제와 그들의 생존
- Part IV 비자발적 구조조정에 돌입한 Teapot
- Part V Golden Age를 맞이한 정유업황



화학/정유

Analyst 노우호

02. 6098-6668

woho.rho@meritz.co.kr

### Top Pick

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	275,000원

### 관심종목

종목	투자판단	적정주가
S-Oil(010950)	Buy	165,000원



# Contents

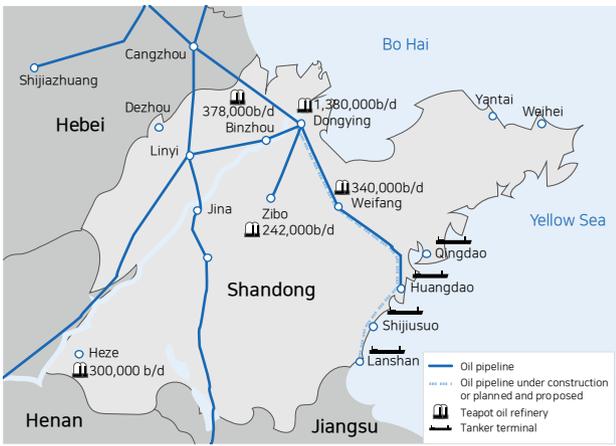
Summary	3
Key Chart	4
Part I Teapot의 화려한 등장	9
Part II 중국 독립 정유사 개요	11
Part III Teapot을 겨냥한 규제와 그들의 생존	14
Part IV 비자발적 구조조정에 돌입한 Teapot	19
Part V Golden Age를 맞이한 정유업황	20

## Summary

중국 PetroChina 방문 후기	<p>9월 중국 PetroChina를 방문하였다. PetroChina는 향후 정유업황에 대해 긍정적인 평가를 했으나, 소규모 독립 정유사 Teapot을 여전히 경쟁요소로 뽑았다. 중국 정부는 현재까지 Teapot에 대한 규제 강화는 새로운 내용이 아니다. 단, 매년 강화되는 규제의 일관된 목적은 (1) Teapot 구조조정, (2) NOC(국영 정유기업)의 견제 역할이다. 결국 NOC의 경쟁력 확대와 민간 정유사의 자생력 강화의 목적으로 해석된다. Teapot은 화려했던 15~16년의 호시절과 작별했다. 그럼에도 지방 정부의 지원과 통합을 통해 대형설비로 변모하는 Teapot이 NOC의 가장 강력한 경쟁 상대로 존재할 전망이다.</p>
Teapot, 15년 원유 직수입 권한 부여받다	<p>2015년 중국 정부는 소규모 독립 정유사 Teapot에 수입 할당 쿼터를 통해 원유 수입을 허가했다. 과거 40%를 하회하는 낮은 가동률과 수익성 악화에 지방 정부 지원과 세금 회피 등으로 대응했던 Teapot은 원유 직수입제를 통해 비상할 수 있는 계기를 마련했다. 2016년 말 기준, 중국 산동 소재 19개 Teapot은 스페인의 원유 순수입 총량보다 큰 148만배럴/일 규모가 할당되었다. 이에 15년 연간 중국의 석유 제품 수출은 14년 대비 +23.5% 증가했고, 역내 석유제품 공급 증가 부담으로 이어졌다.</p>
Teapot와 국영 정유사 이해 상충	<p>Teapot의 영향력이 증가할수록, 중국 정부는 자기 모순에 봉착하게 되었다. 중국 정부는 국영 정유기업(NOC)의 다운스트림 경쟁력 강화 및 자급률 상승을 위해 20년의 시간을 투자했다. 반면, 원유 직수입을 허가 받은 Teapot은 마진 개선과 가동률 상승으로 국영 정유사를 위협하는 수준까지 성장했다. 이에 16년 이후 Teapot의 원유 직수입제를 제한한다. 정부는 Teapot에 대해 원유 정제의 전통 방식 대신에 LNG, CNG 저장탱크를 설립하도록, 중앙 정부의 규격에 맞춘 석유제품 생산과 친환경 정책을 이행할 수 있도록 유도했다. 이 부분은 경쟁력 열위 Teapot 간 통/폐합을, NOC의 경쟁력을 강화시키기 위한 방안으로 해석된다.</p>
Teapot 규제 지속될 전망 - 원유 직수입 쿼터 제한 - Teapot 간 통합 - 세무 조사 및 가격 할인폭 축소	<p>결국 중앙정부는 16년부터 펼친 Teapot에 대한 규제 기초를 지속할 방침이다. (1) 중국 정부는 원유 수입 쿼터제를 지속할 가능성이 높다. 정부는 NOC의 경쟁력을 강화하는 가운데, Teapot의 영향력을 축소시킬 의무가 있기 때문이다. (2) 중국 정부는 NOC가 경쟁력 열위의 Teapot의 합병을 유도하여 독립 정유설비의 구조조정을 유도할 방침이다. 2017년 상반기 Teapot의 합병은 총 3건이 발생했고, 향후 통합작업은 가속화될 것이다. (3) Teapot의 세금 회피에 관련한 감사와 석유제품 할인폭 축소 등의 규제로 시장 내 점유율 하락을 유도할 방침이다.</p>
정유업종 비중확대 전략 SK 이노베이션 최선호주 유지	<p>당사는 정유업황이 Golden Age의 초기 국면에 돌입했다는 판단이다. 이에 정유업에 대해 비중확대 전략과 최선호주는 SK이노베이션(Buy, 적정주가 27.5만원)을 제시한다.</p>

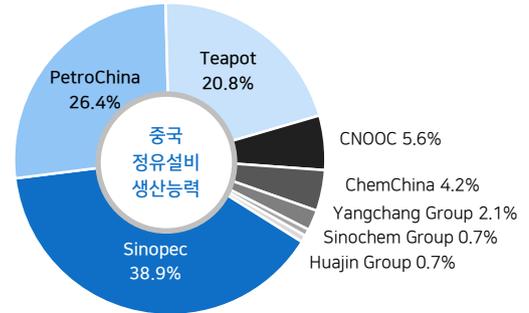
## Key Chart

그림1 Teapot의 밀집지역 중국 산동



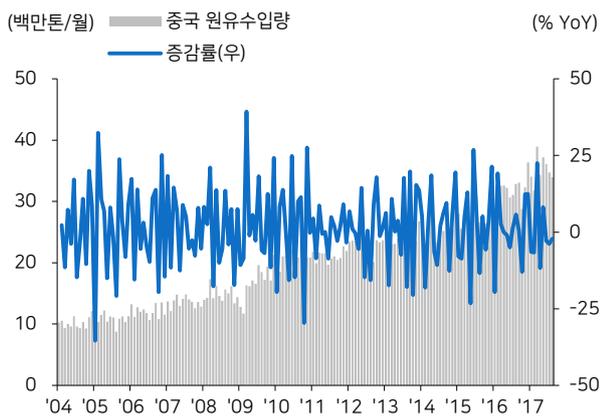
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 중국 정유설비 생산능력 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국의 원유 수입량 추이



자료: Bloomberg, BP, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국의 월간 석유제품 수출량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 역사적 고점으로 상승 중인 중국 Teapot 가동률



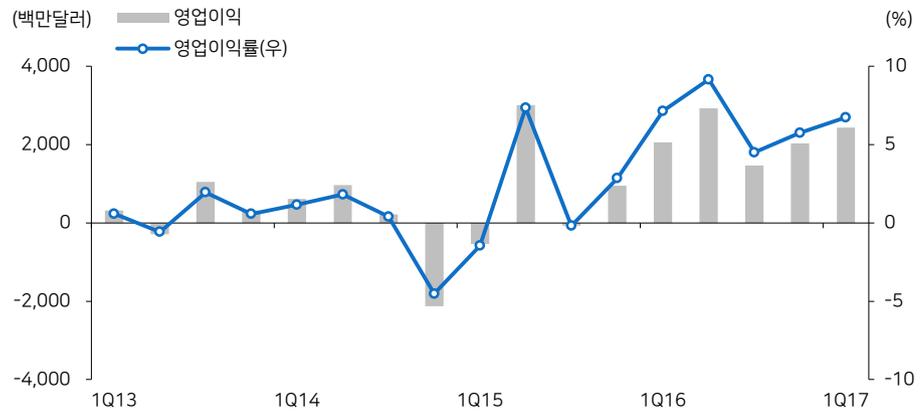
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 국영 정유사(NOC) 가동률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 국영정유사 Sinopec의 정유부문 영업실적 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 복합정제마진: 수요 개선에 따라 고점 수준



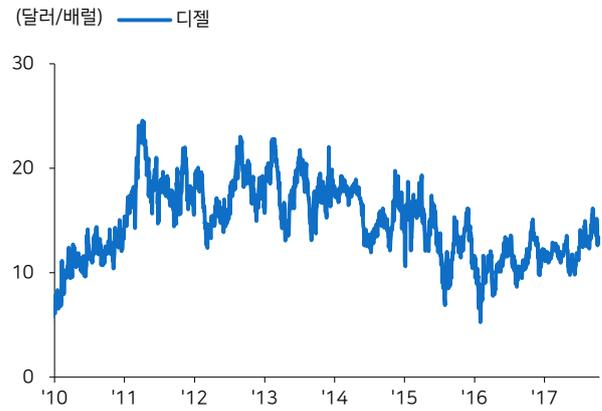
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 휘발유 마진



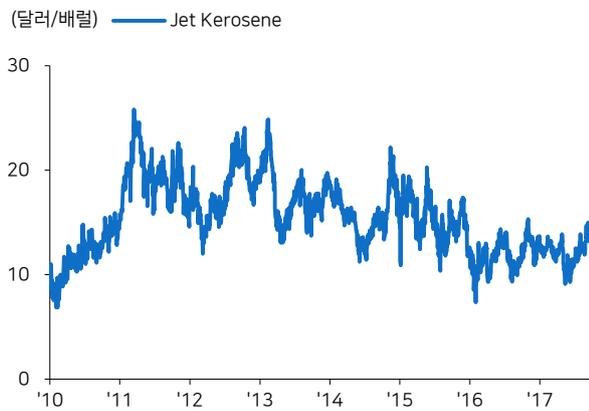
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 디젤 마진



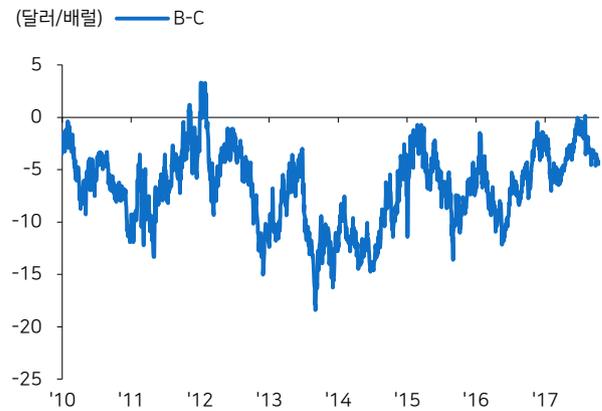
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 Jet Kerosene 마진



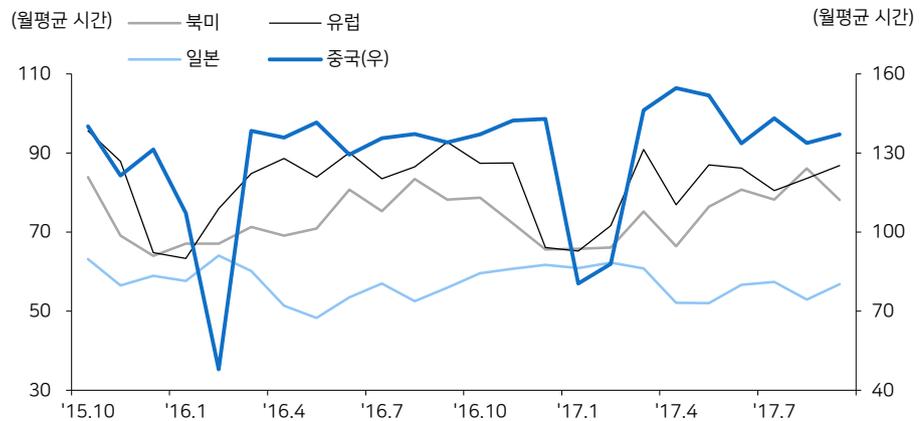
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 B-C 마진



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 국가별 건설 및 채굴 장비 가동 시간



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 유로존 제조업 PMI와 ESI



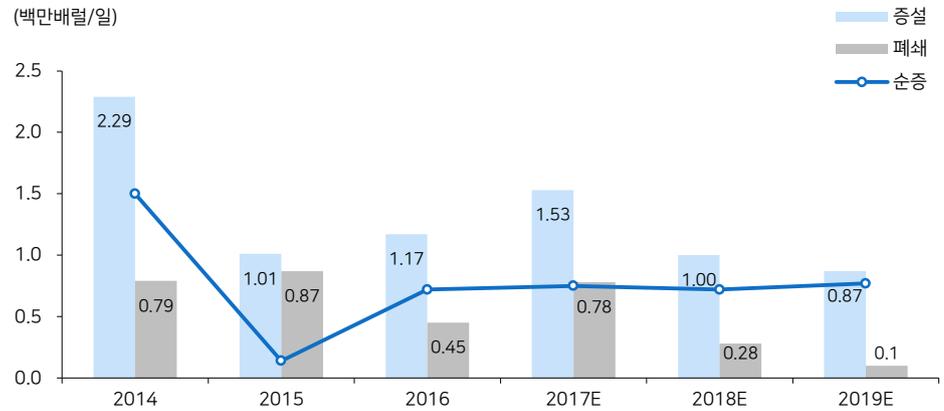
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 중국 제조업, 비제조업 PMI 지수



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 향후 2-3년간 수급 강세로 전환: 글로벌 정제설비 신증설 규모가 적어 타이트한 수급 전망

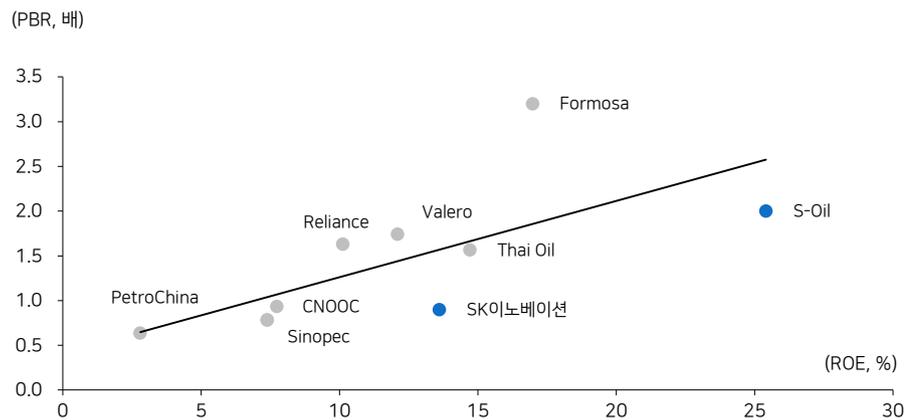


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원, 백만달러)		시가총액	매출액	영업이익	EBITDA	당기순이익	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
SK Innovation	2017E	19,094.1	43,764.0	3,435.3	4,323.5	2,686.1	6.6	1.0	4.4	14.7
	2018E		45,624.2	3,560.0	4,436.5	2,711.0	6.6	0.9	4.1	13.6
S-Oil	2017E	14,804.6	20,204.1	1,491.7	2,000.8	1,189.8	11.6	2.2	8.3	18.7
	2018E		21,296.3	2,143.6	3,390.0	1,717.9	8.0	2.0	5.3	25.4
PetroChina	2017E	211,304.7	284,213.4	10,627.3	45,261.3	3,961.2	30.1	0.6	6.6	2.3
	2018E		295,945.3	12,540.8	46,348.1	5,605.7	21.4	0.6	6.4	2.8
CNOOC	2017E	57,746.1	27,098.3	6,289.3	16,037.9	4,488.9	13.1	1.0	4.0	7.4
	2018E		28,561.9	7,039.2	16,760.7	4,965.8	11.5	0.9	3.8	7.7
Sinopec	2017E	103,227.9	334,028.1	13,127.9	29,855.4	7,910.0	11.4	0.8	4.2	7.4
	2018E		345,194.8	13,355.2	30,951.6	8,154.9	11.0	0.8	4.1	7.4
Formosa	2017E	33,342.9	20,407.1	2,584.2	3,192.9	2,183.2	15.1	3.1	9.5	19.6
	2018E		21,484.9	2,132.7	2,768.6	1,824.0	18.1	3.2	10.9	17.0
Reliance	2017E	87,360.4	54,766.5	6,189.4	9,366.2	4,867.7	16.7	1.8	11.4	9.6
	2018E		61,532.1	7,792.9	11,335.1	5,579.4	13.6	1.6	9.4	10.9
Thai Oil	2017E	6,354.5	9,444.5	722.1	961.2	583.0	10.8	1.8	7.1	17.1
	2018E		9,729.4	723.9	959.5	553.9	11.5	1.6	7.1	15.0
Valero	2017E	34,485.1	86,717.7	3,308.8	5,406.1	2,070.2	17.1	1.8	7.1	10.7
	2018E		90,257.2	4,381.3	6,232.4	2,565.9	13.4	1.7	6.2	12.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 글로벌 정유기업들의 ROE와 PBR 배수



자료: 메리츠증권 리서치센터

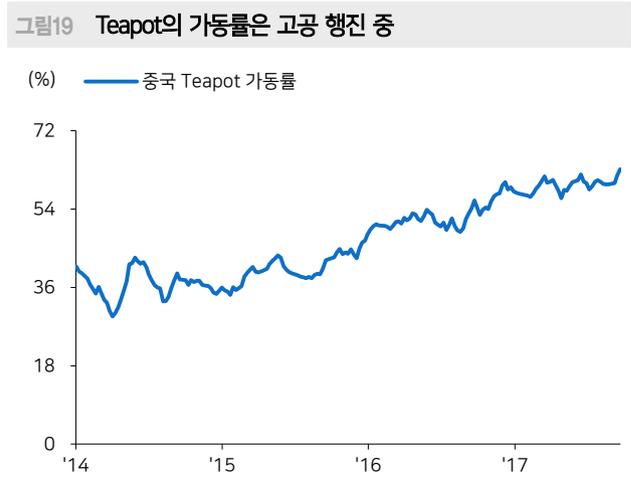
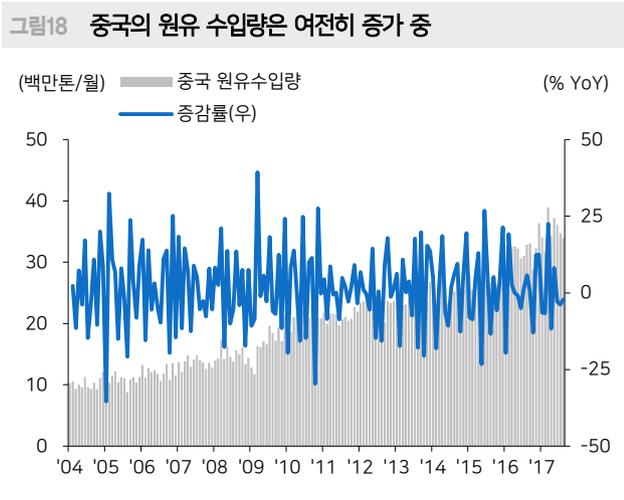
# 1. Teapot의 화려한 등장

Teapot, 15년 원유 직수입 허용으로 날개를 달다

2015년 중국 정부는 소규모 독립 정유사 Teapot에 수입 할당 허가제를 통해 원유 수입을 허가했다. 과거 40%를 하회하는 낮은 가동률과 수익성 악화에 지방 정부 지원과 세금 회피 등으로 대응했던 Teapot은 원유 직수입제를 통해 비상할 수 있는 계기를 마련했다. 2016년 말 기준, 중국 산동 소재 19개 Teapot은 스페인의 원유 순수입 총량보다 큰 148만배럴/일 규모가 할당되었다. 이에 15년 연간 중국의 석유 제품 수출은 14년 대비 +23.5% 증가했고, 역내 석유제품 공급 증가 부담으로 이어졌다.

실효성이 미미했던 규제

중국 정부의 원유 거래 개방 정책 시행 이전 Teapot은 수익성 악화와 낮은 가동률의 이중고를 겪었다. 원유 개방 정책 시행 이전, 정부의 목적은 분명했다. 독립 정유사들의 원유 접근을 제한하는 정책으로 비효율적, 경쟁력 열위에 놓인 설비간 통폐합을 유도한 정책이었다. 현재까지 결과는 실효성이 미미한 정책으로 판단된다. 이는 중앙 정부와 지방 정부의 이해가 상충했기 때문이다. Teapot은 소재 지역의 고용 창출과 지방 정부의 주요 조세 원천이었기에 이들의 보호 아래 세금 회피 방법으로 사업 유지가 가능했다는 점이다.



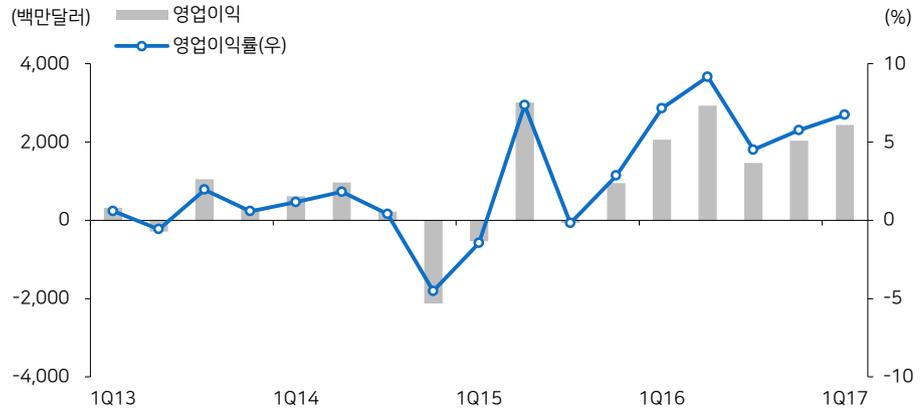
15~16년 Teapot 수익성 확대기  
→ 석유제품 판매가 고정

당시 중국 정부의 원유 거래 개방 정책은 사업 악화에 신음하던 Teapot에게 비상의 날개를 달아준 셈이다. 14년 평균 97달러/배럴을 기록한 유가는 산유국 증산에 따라 15년 51달러/배럴, 16년 41달러/배럴로 급락했다. 정부는 유가 하락에 따른 NOC의 이익 보전 목적으로 내수 휘발유 및 디젤 가격을 40달러/배럴로 조정했다. 이에 Teapot은 16년 상반기 수익성이 좋았던 점으로 파악된다.

Teapot 수익성 확대,  
반면 기타 정유사들 수익성 악화

중국 총 정제설비 중 1/5 가량을 차지하는 독립 정유사들은 중국 내수 시장을 발판으로 역내 정유 업황에 영향을 미치는 존재로 거듭났다. 2016년 독립 정유사의 가동률 상승에 따른 수요 확대로 중국 원유 수입량 증가는 전년대비 14% 성장에 기여했고, 동시에 석유 수출량 증가에 따라 역내 기타 정유사들의 마진 하락에 영향을 미쳤다.

그림20 중국 국영정유사 Sinopec의 정유부문 영업실적 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

16년 Teapot 첫 규제 시행

2016년 하반기 Teapot을 향한 정부 정책의 변화가 감지되었다. 16년 8월 중국 정부는 원유 직수입 권한 허가의 조건이던 환경 및 기술 조건을 충족시키지 못했고, 조세를 회피한 Teapot에 원유 수입 쿼터 허용/폐지를 발표했다. 일환으로 11월 중국 산둥 소재 Teapot에 대한 대대적 세무조사와 LNG/CNG 저장시설의 상태를 점검했다고 확인되었다.

PetroChina 미팅 후기  
Teapot을 위협요인으로 선정

이번 PetroChina와 미팅 중, 이들은 Teapot을 향후 업황에 골치거리로 선정했다. 원유 직수입 쿼터 규제를 통해, Teapot가 통폐합을 유도하여 NOC의 견제대상으로 성장시키는 것이 정부의 의도이다. 정부가 원하는 바는 Teapot의 일방적 폐쇄가 아닌, 정부 가이드스를 충족시킨 기업들에게 직수입 권한을 재부여할 의도이다. 경쟁력을 갖춘 정유사들이 생존하는 자발적 시장환경을 조성하려는 의도이다. 시진핑 정부는 경쟁력 있는 Teapot에게 원유 직수입 권한을 부여하며 NOC들의 경쟁력과 경영 투명성을 강화시키려는 목적이다. 시진핑 주석 집권 이후, 반부패 (Anti-Corruption) 캠페인이 강력하게 시행되었고, 부패의 대명사 NOC도 정책 준수 의무에서 자유로울 수가 없었다는 점이다.

표2 16년 이후 중국 정부의 Teapot 규제 내역

1	Teapot에 허용된 원유 직수입제 및 석유제품 수출권한 전면 재검토
2	노후된 Teapot 설비 처분: 가이드선스 미준수 시, 원유 수입 쿼터 영구 박탈
3	Teapot 증설 규제
4	Teapot의 세금 회피 조사. 세금 회피 1차 경고는 1년간 원유 수입 권한 상실, 2차 경고는 수입 권한 박탈
5	17년 1월 중국 정부는 Teapot의 원유 수입 권한 박탈을 발표

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2. 중국 독립 정유사 개요

Teapot:  
NOC 지분이 없는 독립정유사

중국 독립 정유사의 범위는 국영 정유 기업 Sinopec, CNPC, CNOOC의 지분이 없는 기본적 정제설비만 갖춘 소규모 정제설비이다. Teapot은 아스팔트, 운할유, FO 생산을 담당한 설비로 시작했다. 설비 효율화 및 증설을 통해 과거 대비 개선 되었으나, 여전히 대형 정유사의 효율성에는 미치지 못한다는 판단이다.

Teapot  
NOC 대비 정제능력 열위

독립 정유사들의 지배구조가 복잡하다. 전체 지분의 약 2/3은 사기업이 보유하고, 그 외는 ChemChina, Sinochem, NORINCO, Yanchang Petroleum 등 중앙/지방의 국영 기업들이 보유하고 있다. 평균 독립 정유사의 생산능력은 최소 2만배럴/일로, 최대 국영 기업의 생산 능력과 비슷한 생산능력을 갖추며 다양하다. 가장 큰 규모의 민간 정유사인 Shandong Dongming Petrochemical Group은 산둥 소재 Heze 18만배럴/일과 Lianyungang 6만배럴/일의 생산능력을 갖췄다. 반면 Sinopec 산하 정제능력은 16 ~ 47만배럴/일까지 다양하다.

중국 산동지역  
Teapot의 Hub

Teapot의 70%는 중국 내 2번째로 큰 유전이 위치한 산둥 지방의 동쪽에 집중되어 있다. 산둥 소재 정유사들은 유전 Shengli와 함께 1960년대에 개발되었다. 중앙 정부는 유전 개발에 따른 지방정부의 불만을 잠재우기 위해 원유 채굴권 및 정유사들의 설립을 허가했다. Shengli가 중국의 기타 유전보다 더 광대한 지리적 면적을 차지했다는 점이 중국 석유부가 해당 지역 원유 개발 등 규제를 베풀어줬다는 해석이다. 이로써 Shengli에서 채굴된 원유는 일부 Teapot에 유입되었고, 이로써 1970년 이후 독립 정유사들이 도약할 수 있는 계기가 마련되었다. 기타 30% 가량 독립 정유사들은 중국 전역에 위치했고, 주로 유전과 항구 근처에 위치해 있다. Shaanxi성이 중국 내 두번째 규모의 정제능력(약 10%)을 보유하고, Yanchang Petroleum이 위치해있다.

2005년 이후  
Teapot 정제능력 5배 증가

(만배럴/일, %)	2005년		현재	
	생산능력	점유율	생산능력	점유율
Sinopec	327.0	50.4	532.4	37.8
PeetroChina	238.7	36.8	377.4	26.6
CNOOC	0.0	0.0	69.0	4.9
<b>Teapot</b>	<b>83.2</b>	<b>12.8</b>	<b>417.5</b>	<b>29.0</b>
Coal-to-Olefin	0.0	0.0	7.6	0.5
외국기업	0.0	0.0	16.5	1.2
<b>전체</b>	<b>648.9</b>	<b>100.0</b>	<b>1,420.4</b>	<b>100.0</b>

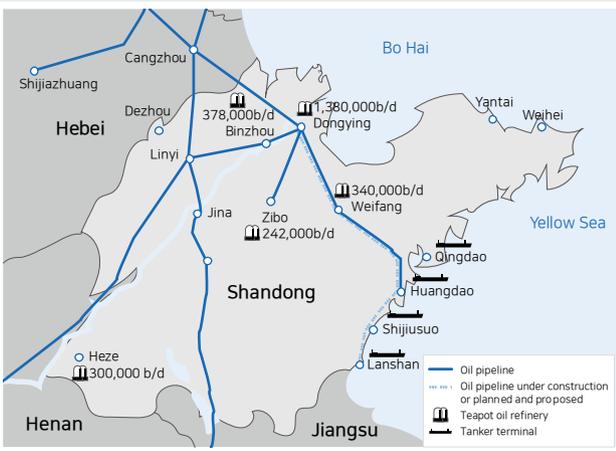
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NOC vs Teapot

- 공생이 어려운 이해집단

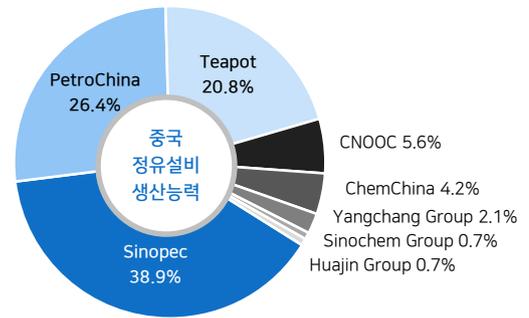
중국 NOC와 독립 정유사는 공생이 어렵다. 이유는 판매 구조에서 찾을 수 있다. 국영 기업은 Teapot의 석유제품 중 30~70% 물량을 시장가격 대비 최대 2% 저렴하게 구입한다. 독립 정유사들은 제한된 마케팅과 수출 인프라가 미미하여 국영 기업에 제품을 판매하는 사업 구조를 갖췄다. 예를 들면 Sinopec은 독립 정유사들의 할인된 제품을 구매하는 것을 선호한다. 그럼에도 Teapot의 판매량 증가에 따라 NOC는 내수 점유율 감소의 피해를 받았고, 이 점을 중앙 정부에 항의한 것으로 파악된다. Sinopec은 독립 정유사가 없었다면 산둥지역에서 가장 큰 이익을 거둘 수 있을 기업이다.

그림21 중국 산둥지역: Teapot의 Hub



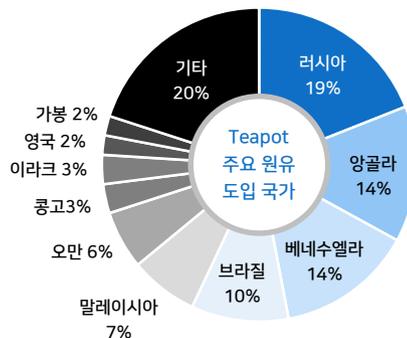
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 중국 정유설비 생산능력 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 Teapot의 주요 원유 도입 국가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 중국의 원유 수입 쿼터 현황

(만톤)	16년 쿼터	1H17 쿼터	2H17 쿼터	2017년 총합
Dongming Petrochemical	750	657	71	728
Panjin Beifang Asphalt Fuel	700	567	107	674
Baota Petrochemical	616	46	13	59
Yatong Petrochemical	276	201	63	264
Sinochem Hongrun Petrochemical	530	509	9	518
Shandong Kenli Petrochemical	252	224	19	243
Lijin Petrochemical	350	312	11	323
Shangodng Wonfull Petrochemical	416	167	96	263
Shandong Tianhong Chemical	440	375	31	406
Shangdong Shouguang Luqing Petrochemical	258	208	16	224
Shandong Chambroad Petrochemical	331	75	110	185
Dongying Qirun Petrochemical	220	208	1	209
Shandong Haiyou Petrochemical	320	43	71	114
Wudi Xinyue Fuel	240	120	120	240
Hengyuan Petrochemical	350	175	175	350
Shangdong Qingyuan Petrochemical	404	202	202	404
Shandong Shenchi Chemical	252	126	126	252
Hebei Xinhai Chemicc	372	186	186	372
Shandong Jincheng Petrochemical	300	150	150	300
Dongying Haike Ruilin Petrochemical		105		
Shandong Zhonghai Fine Chemical		186		
Henan Fengli Petrochemical		222		
Shaanxi Yanchang Petroleum		360		
Jinao Keji Chemical		230		
Gangqiao Gangkou Petrochemical		180		
Shandong Dongfang Hualong		300		
Shandong Shenxing Chemical		220		
Shandong Qicheng Petrochemical		160		
Dalian Jinyuan Petrochemical		80		
Shandong Baoxing Shenshi Chemical		144		
<b>총 합</b>	<b>7,377</b>	<b>6,738</b>	<b>1,577</b>	<b>6,128</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 3. Teapot을 겨냥한 규제와 그들의 생존

<p>NOC의 탄생</p>	<p>중국 정부는 지난 20년간 정유기업 Sinopec과 CNPC의 경쟁력 강화의 일환으로 독립 정제설비 폐쇄에 힘을 쏟았다. 또한 1988년 Sinopec과 CNPC는 수직계열화를 위해 자산 교환을 단행했다. 중국의 내륙 Upstream을 담당한 CNPC는 유전을 Sinopec에게 이전했다. 이에 Downstream 비중이 높은 Sinopec은 자체 유전을 CNPC에게 넘겼다. 이로써 Sinopec과 CNPC는 정제업을 담당하는 사업부를 상장시켜 각각 PetroChina와 Sinopec Corp.이라는 자회사를 탄생시켰다. 이는 E&amp;P에서 downstream으로 수직계열화를 구축하여 정유 및 석유 화학 분야에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 기업으로 도약시키기 위함이었다.</p>
<p>1999년 민간 정제설비 원유 접근에 대한 첫 규제 시행</p>	<p>1999년 5월 중국 국무원은 국유 정유 기업을 독점적 위상을 강화하는 의도로 Document No. 38(원유 접근에 대한 통제)을 발표했다. 정부는 민간 기업이 원유 수입 허가를 획득하더라도 두 국영 기업에게 원유를 판매하기 위해서는 CNPC 혹은 Sinopec의 인증이 필요함을 명시했다. Document No. 38 공표를 통해 독립 정유기업의 폐쇄와 CNPC와 Sinopec에게 지방 정제설비를 통합할 권리를 부여한 셈이다.</p>
<p>지난 20년 약 120개의 Teapot NOC에 흡수</p>	<p>1995년 200개 이상의 독립 정유사들은 정부의 NOC 우대 정책의 피해자가 되었다. CNPC와 Sinopec는 100만톤 이상의 정제설비를 흡수했다. 결과 82개의 독립 정유사가 생존했다.</p>
<p><b>원유 접근 통제</b></p>	
<p>1990~2015년 Teapot 원유 접근에 철저한 통제</p>	<p>1990년대 중국 정부는 국영 기업의 정유 부문 독과점 강화를 위해 Teapot의 원유에 대한 접근을 제한했다. 산둥 지역의 Shengli와 Zhongyuan 유전에서 독립 정유사들에게 할당된 연간 원유량은 독립 정유사들의 정제 능력 확대에도 불구하고 1998년부터 최대 3.8만배럴/일로 변화가 없었다는 점을 파악할 수 있었다.</p>
<p>수익성이 악화된 Teapot</p>	<p>국유 기업들은 이익 수준에 따라 독립 정유사들에게 제공하는 원유 공급량에 변화를 주었다. CNOOC는 자체 정제능력 이상으로 원유 생산량이 증가하는 경우에 한해 Teapot에 원유를 공급했다. 원유 접근 제한으로 독립 정유사들은 러시아와 베네수엘라의 FO를 주요 원재료로 사용했다. 상이한 원재료 투입은 수익성 악화와 가동률 하락의 원인이었다. Teapot의 원재료 FO는 휘발유/디젤 등 고부가 제품 생산비중이 적다. 또한 정부의 세금 징수와 유가 변동에 따른 가격 조정 정책은 FO에 의존하는 독립 정유사들의 수익성 악화를 유발했다. 중앙 정부는 2009년 1월 FO 소비세를 톤당 15달러에서 120달러로 8배를 인상했다. 이는 독립 정유사들은 원재료 비용 상승으로 저위 가동을 유지했다. 2014년 산둥 소재 독립 정유사들의 가동률은 고가 원재료와 정제품 가격에 대한 정부의 할인과 수요 둔화로 40% 수준으로 하락했다.</p>

2000년 Teapot 폐쇄를 위한 정부의 공개적 행위	<b>설비 폐쇄 조치</b>	중양 정부는 2000년 이후 Teapot 폐쇄 정책을 꾸준히 시행했다. 2009년 3월에 국가 에너지 관리 국의 대표 Zhang Guobao는 국영 기업들의 시장 점유율을 높이기 위해 Teapot 설비 폐쇄 정책을 펼칠 것이라 경고했다. 그는 "중국은 Teapot의 통/폐합을 통해 NOC의 시장 점유율 강화를 시행할 것"이라 말했다.
Teapot 폐쇄를 위한 정책 발표 - 소규모 정제설비 폐쇄	중국 정부는 Teapot 폐쇄를 위해 여러 규제를 발표했다. 2009년 국가발전개혁위원회는 2만배럴/일 미만 정제설비는 2011년까지 폐쇄할 것, 2~4만배럴/일의 정제설비는 합병 혹은 증설할 의무를 발표했다. 2011년 중양 정부는 2년전에 비해 강화된 후속 정책을 발표한다. 2011년 국가발전개혁위원회는 4만배럴/일 이하 정제설비는 2013년까지 폐쇄할 조치와 함께 개인 소유 정유설비의 80%의 폐쇄를 방안을 발표했다.	
통합 정책 시행의 부작용 - Teapot 증설 - -09~13년 정제능력 2배 증가	독립 정유사들은 정부의 강제적 통합 정책에 증설을 통해 저항했다. 결과적으로 독립 정유사의 정제능력은 큰 폭으로 증가했다. JLC는 산둥 소재 Teapot의 정제능력이 2009년 560만톤에서 2013년 1,120만톤으로 증가했다고 밝혔다. 동기간 이들의 접촉 분해 능력은 57.3%, 코크스화 능력은 92%, 수소 첨가 능력은 92%로 증가했다. 수소 첨가 능력의 증가는 독립 정유사들이 정부의 석유제품 품질 규격을 충족시키기에 필요한 증설이었다.	
지방 정부의 지원 하에 생존한 Teapot	<b>지방 정부의 보호</b>	지방 정부의 지원으로 독립 정유사들은 중앙 정부의 강력한 폐쇄 규제를 피할 수 있었다. 독립 정유사들은 소재지역 지방 정부의 주요 조세원이며 고용 창출원이다. 2008년 Changyi Petrochemical은 산둥 소재 Kenli 주의 조세 수입 중 70%를 담당했다. 당시 Changyi 시의 언론에서는 "우리는 우리의 Teapot을 보호해야 하며 견재하도록 도와야 합니다. Teapot이 흔들리면 재정 악화를 버티지 못할 것입니다"라고 전했다.
지방 정부의 재정적 지원	지방 정부는 경제의 증추적 역할을 담당한 독립 정유사를 보호하기 위해 재정 지원을 실시했다. 2014년 산둥 Boxing주의 주요 조세원 Tianhong New Energy는 70억위안 부채로 존폐 위기에 처해있었다. 중앙 정부의 증설 방침을 이행하기 위해 지방 정부에서 빚을 졌다. Tianhong에게 다행스럽게 Boxing주는 파산시키기에 지역 경제에서 차지하는 비중이 높다는 점을 근거로 파산 구조 조정 위원회를 설립하고 지방 고속도로 건설 회사가 Tianhong에 투자하도록 설득할 정도였다.	
석유 제품에 대한 세율 차별화	<b>생존을 위한 조세 회피(Tax Evasion)</b>	독립 정유사들은 석유 제품에 소비세율 차별화 방법으로 조세를 회피했다. 예를 들어, 중국 정부가 디젤과 휘발유의 생산 원재료로 FO를 투입하는 데에 세금 환급 정책을 공시하자, 일부 독립 정유사들은 청구서를 허위 작성해 국가세무총국에 환급을 요구했다. 또한 석유 제품에 고의적으로 MTBE 같은 저부가 제품들에 소비세가 높은 휘발유의 라벨을 달아 조세의 부담을 회피했다.

중국 정부가 FO에는 세금을 부과했으나 원유는 비과세 품목인 점을 이용했다. 디젤과 휘발유를 생산하는 설비들은 최종 제품에 소비세 부과가 면제되었다. 이는 FO 구매 당시 소비세를 선제적으로 납부했기 때문이다. 하지만 원유를 투입하는 설비는 원유 구매 시점에 소비세를 지불하지 않아, 정제된 석유제품에 한해 소비세가 부여된다. 이러한 세금 구조로 인해 다수의 독립 정유사들은 원유를 수입한 후, 청구서를 허위로 작성했고, 원유 매입을 FO 매입으로 가장해 탈세가 용이한 방안이었다.

**Teapot의 소비세 탈세를 보조한 지방정부**

지방 정부 역시 독립 정유사들의 원유 소비세 탈세를 보조했다. 원유 소비세 징수는 중앙 정부 역할로, 지방 정부에 별 이득이 되지 않기 때문이다. 2012년 11월 국가 세무 총국은 2013년 1월부터 석유제품과 FO를 비롯한 모든 원재료에 소비세를 부과할 것임을 발표했다. 강화된 소비세에 시장 퇴출을 우려한 Teapot은 지방 정부에 청탁 했다. 이에 지방 정부는 즉각 대응했다. 2012년 연말 지방 정부는 중앙 정부가 지정한 원재료에 MTBE 등을 포함하지 않았다는 해석을 했다. 산동 소재 정유사들은 MTBE를 국가에서 지정한 표준 규격에 맞추기 위해 휘발유에 혼합했다. 2013년 9월 중앙 정부는 이에 대해 기타 원재료라고 명확하게 명시했으나, 현재까지 소비세 시행은 수월치 않은 것으로 파악된다.

**15년 호황기를 맞이한 Teapot 과 그 이후**

**15년 원유 수입 쿼터를 허가받은 Teapot**

2015년 7월 국가발전개혁위원회는 독립 정유사인 Shangdong Dongmin에게 원유 수입 쿼터를 최초로 허용했다. 2016년 위원회는 19개의 정유사에 매년 총 148만배럴/일에 해당하는 원유 수입 쿼터를 부여했고, 상무부는 이 19개의 정유사 중 13개에 110만배럴/일에 해당하는 원유 수입을 허가했다.

**15년 Teapot의 호황기 - 저유가와 가격 안정화 정책**

저유가 기조와 정부의 내수 석유제품 가격 안정 정책이 시행된 가운데 독립 정유사들은 원유 수입 허가의 수혜를 받았다. 유가 하락으로 2015년 12월 중앙정부는 유가 변동에 따라 10일 간격으로 석유제품 가격을 조정하던 관행을 잠정 중단시켰다. 목적은 40달러/배럴 이상의 생산비용이 집행되는 NOC의 영업손실을 제한하기 위함이다. 반면 E&P를 영위하지 않던 Teapot은 석유 가격 안정화 정책의 수혜를 받는다.

**15년 Teapot NOC의 이익을 초과**

2015년 40달러/배럴 수준으로 유가가 거래된 가운데, 석유 제품 안정화 정책으로 Teapot과 NOC 간 이익 역전 현상이 발생했다. 원유 수입 권한이 없던 기타 정유사에게 직접 원유를 되팔면서 이익 규모가 더욱 커졌기 때문이다. 원유 수입 쿼터가 허용된 19개 설비 중 15개가 밀집한 중국 산동 지역의 가동률 상승이 Teapot의 영업호조를 설명한다. 14년 30% 수준에 머물던 가동률이 15년 이후 60%에 육박하며 상승추세를 보였다.

Teapot의 가동률 상승으로 중국 내 이들의 시장 점유율이 증가하는 결과로 이어졌다. Sinopec과 PetroChina에 의하면, 2016년 10월 Teapot의 시장 점유율은 8%p 증가, Sinopec은 4%p 이상 하락, PetroChina는 3%p 이상 하락했다. 시장 점유율을 상실한 Sinopec과 PetroChina은 Teapot의 조세 회피 행태를 근거로 지속적으로 항의했다. 이에 국가세무총국은 독립 정유사들에 탈세 혐의와 수입 원유 구매 허가를 받지 못한 공장들에 수입 원유를 판매하는 등의 불법적 관행 조사에 착수했다.

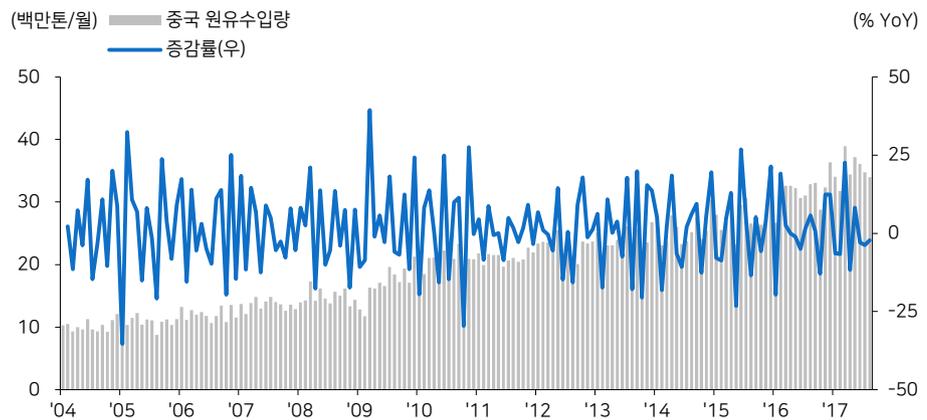
중앙 정부 기관들은 산둥에서 불법 행위를 확인했다. 8월 23일 국가발전개혁위원회는 독립 정유사들에 대한 더욱 강력한 규제를 촉구하는 발표문을 통해 독립 정유사들에게 다시 한번 경고했다. 원유 수입 쿼터를 요하는 모든 회사들은 중앙 정부의 기준을 준수하고, 폐쇄를 약속한 설비 폐쇄 이행, 세금 준수에 위배된다면 쿼터제 박탈까지의 내용을 발표한 것이다. 특히 탈세 혐의가 포착된 정유사는 블랙리스트에 오를 것이며, 1차 경고 6-12개월 간 권한을 중지, 2차 경고는 쿼터 권한이 취소된다는 내용이다.

**원유 수입량 증가**

Teapot은 2016년까지 할당된 쿼터를 전량 소진하지 않았다. 2016년 중국의 원유 수입량은 전년대비 +14% YoY 증가하며 2010년 이후 역사적 고점을 기록했다. 16년 상반기와 비교한 17년 상반기에도 Teapot의 고위 가동에 따라 원유 수입량은 전년동기 대비 +13% 증가했다. 17년 상반기에 Teapot은 200만배럴/일 규모를 수입했다. Teapot은 연말까지 연유 수입 활동을 지속하겠으나, 상반기 대비 하반기의 수입량은 감소한다. 이는 17년 1월에 정부가 허용한 할당량의 5월쯤 2/3을 소진했고, 5월 부로 원유 수입 쿼터에 대한 신청을 마감했기 때문이다.

16년  
중국 원유 수입량 +14% YoY  
  
2010년 이후 수입량 최대수준

**그림24 추세적 증가흐름을 나타낸 중국의 원유 수입량**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 정제품 수출량 증가의 나비효과

16년 중국의 정제품 수출 변화  
 - 디젤 +115% YoY  
 - 휘발유 +64% YoY

Teapot의 가동률 상승으로 중국의 휘발유와 디젤 수출량은 꾸준한 증가추세를 보인다. 16년 중국의 디젤 수출량은 전년대비 +115% 증가한 22.6만배럴/일, 휘발유 수출량은 +64% YoY 증가한 31.4만배럴/일이다. 올 상반기까지 중국의 휘발유/디젤의 수출량은 16년 동기대비 각각 +18.8%, +20.9% 증가했다.

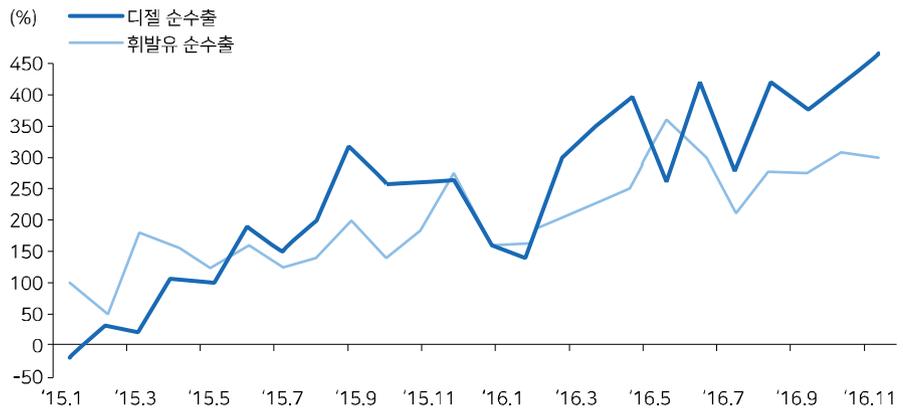
자국 내 생산량 및 수출 증가로  
 역내 공급 과잉 촉발

휘발유 수출이 중국의 정제품 수출량 증가를 주도 중이다. Teapot은 디젤 생산량이 높다. 15년 저유가가 촉진시킨 휘발유 수요 증가로 중국 정유사들은 휘발유를 증산했고, 이에 디젤 생산량도 함께 증가했다. 자연스럽게 중국 내수 수요량보다 많은 양이 생산되었고, 지난 2년간 두 제품의 수출량 증가로 이어졌다. 17년 상반기 기준 중국 정제품 최대 수입 국가는 싱가포르, 홍콩, 필리핀, 방글라데시, 호주 순이다.

중국 정유사, 기초체력 강화  
 품질 향상과 생산량 증가

결국 중국의 정제품 증가의 나비효과는 공급과잉과 기타 지역 정유기업 수익성 악화이다. 15년 중국의 공급 증가로 역내 기존 정유사들의 점유율 대한 고민이 제기되었다. 과거 중국 정제품 물량(Q) 증가를 우려했다면 이제는 중국 정제품의 품질까지 고민할 필요가 있다. 16년 6월 CNOOC는 호주의 정제유 품질 인증을 받아, 디젤의 첫 수출이 이뤄졌다. 호주는 자체 노후화된 정제설비를 폐쇄시켜 정제품 수입 기준을 꾸준히 강화시켰다. 이를 중국이 인증을 받았다는 점은 중국 정제품의 품질 향상과 향후 역내 경쟁 심화가 예상되는 대목이다.

그림25 중국의 휘발유와 디젤 순수출량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 4. 비자발적 구조조정에 돌입한 Teapot

구체화되는 Teapot 규제

시진핑 정부의 경제 개혁 의지에서 Teapot의 향후 방향성을 유추할 수 있다. Teapot은 NOC의 견제 상대로서 지위가 유지될 가능성이 높으나, 수익성 악화는 불가피하다. 수익성은 유가 방향성이 핵심이다. 16년 유가 회복과 더불어 정부의 제품가격 조정 중지에 따라 Teapot의 수익성이 하락했고, 원유 수입 쿼터 축소에 따라 경쟁력 열위 설비들이 폐쇄될 가능성이 높기 때문이다.

Teapot의 영향력 향후 감소 전망

**표5 중국 국영 정유사: 부패의 대명사로 낙인**

회사	직책	이름	체포 날짜
CNPC	Deputy General Manager	Wang Yongchun	13년 8월
CNPC	President	Liao Yongyuan	15년 5월
Sinopec	President	Wang Tianpu	15년 4월
Sinochem	General Manager	Cai Xiyou	16년 2월

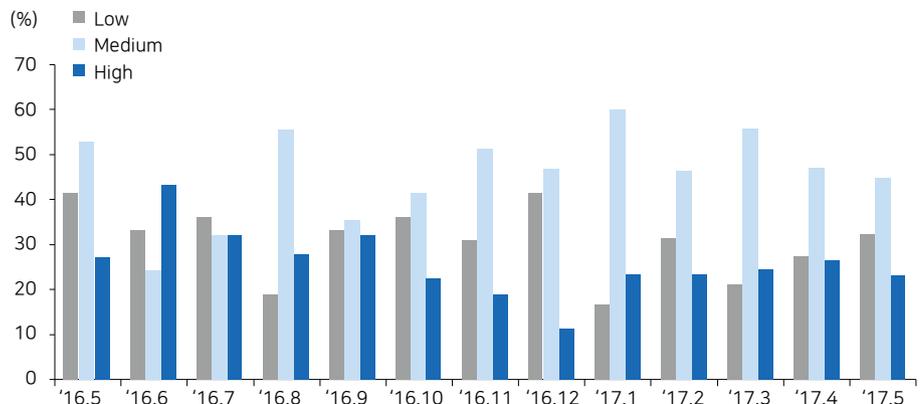
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Teapot 영업활동 위축

- 정책 이행 여부 감시 강화
- 설비간 통합합 유도

시진핑 정부의 Teapot 규제 의지는 분명하다. 향후 규제 key-words는 다음과 같다. (1) 감시 강화: 중국 정부는 Teapot들에게 요구한 친환경 정책 준수 여부를 감시할 가능성이 높다. 정부는 2017년 1월 정부는 Teapot에서 생산된 디젤과 휘발유에 대해 V Standard 준수 여부를 집중 조사 중이다. 정제능력이 낮은 대다수 Teapot은 유황 기준을 충족시킨 석유제품 정제가 불가능하다. 이들은 비용 문제에 따라 V Standard 준수를 위해 필요한 시설 장착이 어렵다. 이에 따라 경쟁력을 갖춘 정유사들로 통합이 가속화되겠다. (2) Teapot 간 통합: 정부 규제 강화에 따라 경쟁력을 갖춘 대형 설비 위주로 통합될 가능성이 높아 Teapot의 개수는 감소하겠다. 이미 2017년 상반기 Teapot간 3 건의 인수합병이 진행되었다. 정유사 Zhonggu Qilong은 광둥 소재의 Zhuhai Baota Petrochemical을 인수했다. Shandong Dongming도 Teapot에 대한 추가 매입을 고려 중이다.

**그림26 Teapot이 도입하는 원유 유종에 따른 황(Sulfur) 함량 변화**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 5. Golden Age를 맞이한 정유업황

정유업 Golden Age 돌입  
- 최선희주 SK 이노베이션

정제마진은 2010년~2011년 추세적 상승흐름을 보였고, 이는 중국을 비롯한 글로벌 경기 회복에 따른 석유제품 수요 증가와 2010년 상반기까지 이어진 아시아 소재 정제설비들의 증설이 마무리된 점에 기인한다. 11년 이후 유럽의 경기 위축과 중국의 경기 성장률 둔화는 정제마진 변동성 심화의 주된 원인이다.

17년 상반기 5달러/배럴로 약세였던 정제마진은 현재 9달러/배럴 수준으로 강세 전환했다. 이는 글로벌 경기 회복에 따른 수요 개선이 핵심이며, 추가적으로 타이트한 공급과 석유제품의 낮은 재고 수준에 기인한다.

9월 23일에 발표된 미국 제조업 ISM지수 60.8, 중국 제조업 PMI 52.4는 모두 12년 이후 최고치를 경신한 수치이다. 미국/유럽과 중국을 필두로 한 글로벌 경기가 회복되며 수요 개선에 대한 기대감이 한층 높아지는 시점이다. 경기 개선이 반영되며, OPEC은 월간 리포트를 통해 17년 글로벌 원유 수요 전망치를 기존대비 50만배럴/일 상향한 +142만배럴/일 YoY, 18년 +135만배럴/일(전월대비 +70만 배럴/일 상향) 증가한다 전망했다.

그림27 미국 제조업, 비제조업 ISM 지수



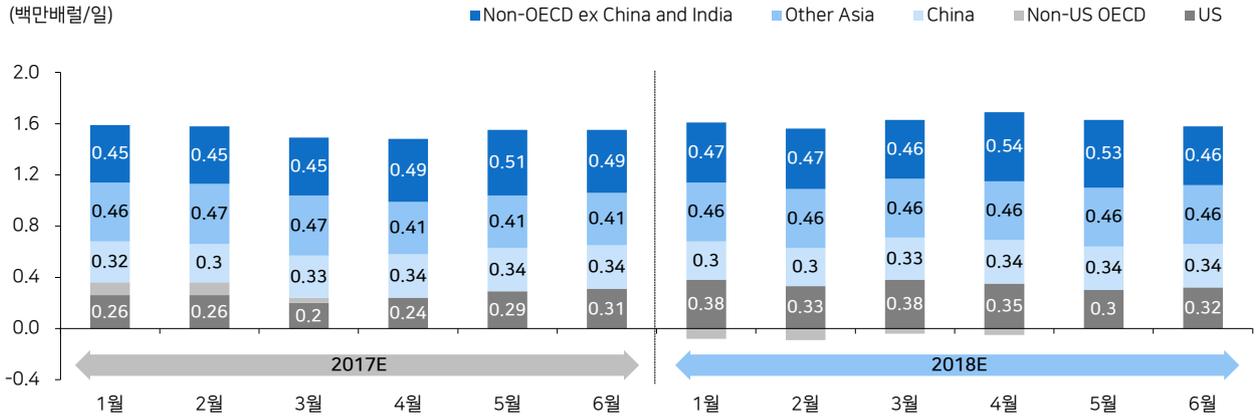
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 유럽 제조업 PMI와 ESI



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 EIA가 전망한, 17~18년 원유 수요 전망치



자료: 메리츠증권리서치센터

표6 OPEC이 전망한 연간 원유 수요 전망치

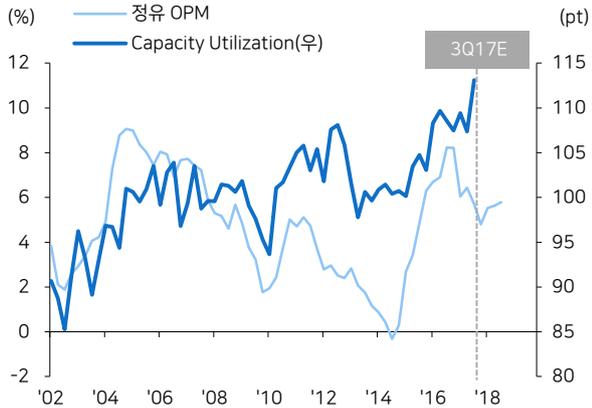
(백만배럴/일)	2014	2015	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
미국	24.2	24.6	24.7	24.5	24.9	25.3	25.0	24.9	24.7	25.0	25.5	25.2	25.1
유럽	13.5	13.8	14.0	13.8	14.1	14.5	14.3	14.2	13.9	14.2	14.6	14.3	14.3
아시아	8.1	8.1	8.1	8.6	7.7	7.8	8.3	8.1	8.6	7.7	7.8	8.3	8.1
중국	10.8	11.5	11.8	11.9	12.4	12.1	12.4	12.2	12.2	12.8	12.4	12.8	12.5
<b>글로벌</b>	<b>92.0</b>	<b>94.0</b>	<b>95.4</b>	<b>95.5</b>	<b>96.0</b>	<b>97.6</b>	<b>97.9</b>	<b>96.8</b>	<b>96.9</b>	<b>97.4</b>	<b>98.9</b>	<b>99.3</b>	<b>98.1</b>

자료: OPEC, 메리츠증권리서치센터

경제설비 가동률 상승의 의미  
정유 업황 호조

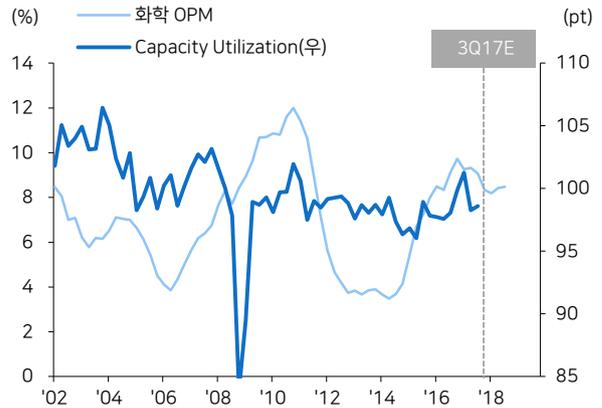
글로벌 경기 회복을 등에 업은 정유업은 향후 2~3년간 견조한 흐름이 지속된다는 주장이다. 이는 (1) 경기 회복에 따른 수요 개선, (2) 경제설비 증설규모 최소화, (3) 석유제품의 낮은 재고수준에서 비롯된다. 14년 이후 복미를 비롯한 글로벌 경제설비 가동률이 꾸준히 상승했다는 점에 주목할 필요가 있다. 가동률 변화에 주목하는 이유는 장치산업과 같은 주기적인 투자가 필요한 기업은 다음과 같은 반복적 흐름을 보이기 때문이다. '업황 회복 → 마진 개선 → 가동률 상승 → 영업실적 신장 → Capex 투자'의 반복이다. 일정 수준 이상의 마진이 확보된다면 자연스럽게 가동률을 상향조정하고, 향후 매출 등 영업실적이 확대될 신호가 확인된다면, capex 투자를 통해 증설을 이어가는 패턴이다.

그림30 국내 정유기업 영업이익률과 가동률 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림31 국내 화학기업 영업이익률과 가동률 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

타이트한 수급에 따른 정제마진 개선

11~14년 정제마진 둔화에 따른 정제설비 수익성 악화, 14년 유가급락에 따른 중동 산유국들의 재정악화로 정제설비 증설은 17년 75만배럴/일, 18년 72만배럴/일, 19년 77만배럴/일로 연간 130만배럴/일 규모로 상향 조정되는 수요를 충족하기에는 턱없이 부족하다. 이에 정유 업황의 수급 상황을 파악하기에 가동률이 가장 적합하다는 판단이다. 결국 정제설비 가동률 상승은 타이트한 수급 상황의 방증이고, 가동률의 상승흐름은 정제마진 확대에 이어질 가능성이 높다.

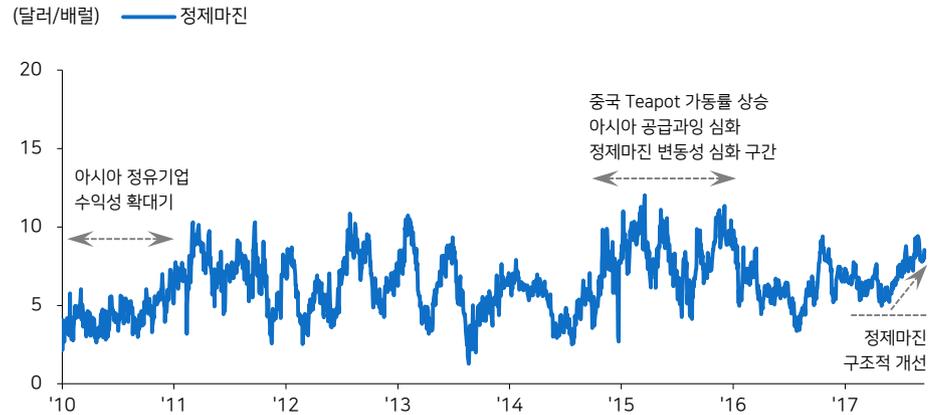
글로벌 경기 회복으로 수요 개선

17년 초 84%으로 하락했던 북미 정제설비 가동률은 8월 96%까지 상승, 9월 태풍 영향으로 일시적 하락 후 회복하는 모습이다. 북미 정제설비 가동률은 14년 이후 꾸준하게 상승흐름을 이어가고 있다. 하절기는 북미 지역 드라이빙 시즌으로 계절적 성수기에 해당한다. 17년 하절기 북미 정제설비 가동률이 정제마진 역사점 고점을 기록한 15년(8.2달러/배럴)의 가동률을 경신했다는 점은 탄탄한 수요와 타이트한 공급으로 풀이된다. 14년 유가 급락과 함께 석유제품 단가 하락으로 시작된 수요 개선이 이제는 경기 회복과 더불어 level-up되었다는 판단이다.

올 연말까지 가동률 상승 예상

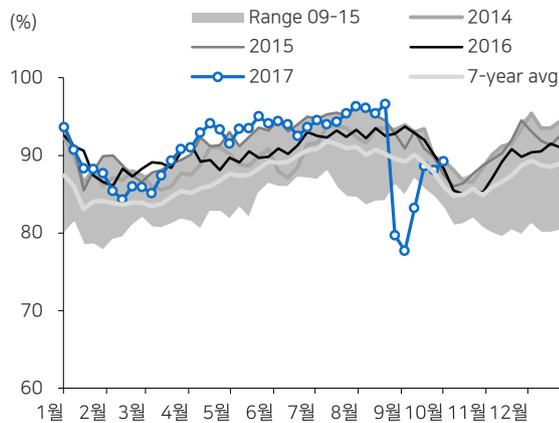
10월 현재 아시아 소재 정제설비 가동률은 계절적 비수기의 결과로 80% 중반 수준으로 일시적으로 하락했다. 그럼에도 70%까지 하락했던 14년 이후 가장 높은 가동률 수준이다. 이는 타이트한 공급 가운데 증가하는 수요를 충족하기 위해 가동률을 높일 수 밖에 없다는 판단이다. 동절기를 앞둔 아시아 소재 정제설비들의 가동률 상승이 예상된다.

그림32 복합정제마진 추이



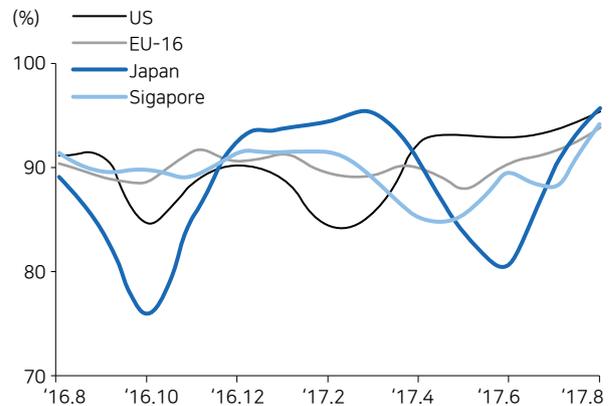
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 북미지역 정제설비 가동률



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 아시아 지역 정제설비 처리량

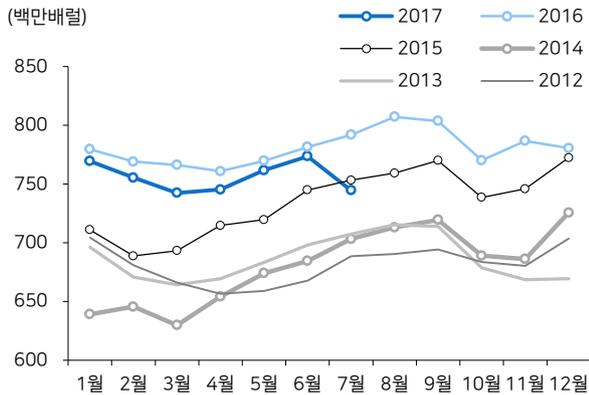


자료: OPEC, 메리츠증권증권 리서치센터

향후 2~3년간 정유업 호황 전망

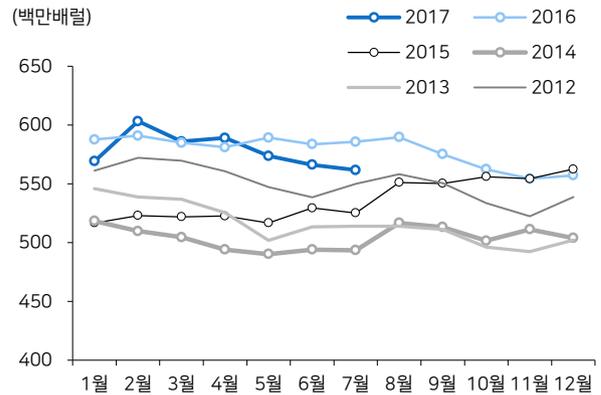
앞서 언급했듯 수요 확대에 힘입어 글로벌 정제설비들은 가동률을 상향시켜 타이 트한 수급에 대응하고 있다. 타이트한 수급 가운데, 미국을 비롯한 OECD지역의 석유제품 재고량 감소가 확인된다. 가동률 상승으로 수급을 대응했으나, 오히려 재 고량이 감소했다는 점은 그 이상으로 수요가 호조세를 보이고 있다는 판단이다. 향후 2~3년간 글로벌 정제설비 신증설 규모가 미미하다는 점을 감안하면 가동률 조정은 단기적 대응이 가능하나, 중/장기적 대응은 불가할 것으로 전망한다. 중국 Teapot 가동률 상승으로 공급 과잉 우려는 꾸준히 제기될 가능성이 높다. 그럼에 도 규제 정책과 수요 개선으로 호전된 업황의 대체를 거스르기 어렵다는 판단이 다. 이에 정유업황에 대해 긍정적 관점을 유지하고, SK이노베이션을 최선호주로 제시한다.

그림35 북미 지역 월별 석유제품 재고량



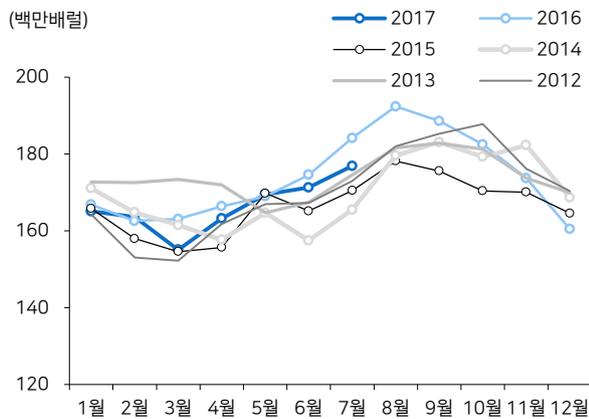
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 유럽 월별 석유제품 재고량



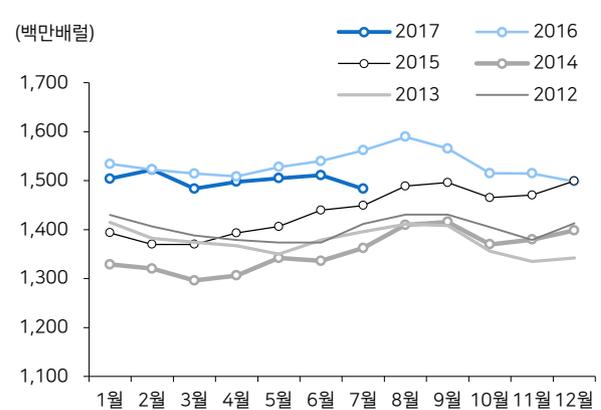
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 아시아 월별 석유제품 재고량



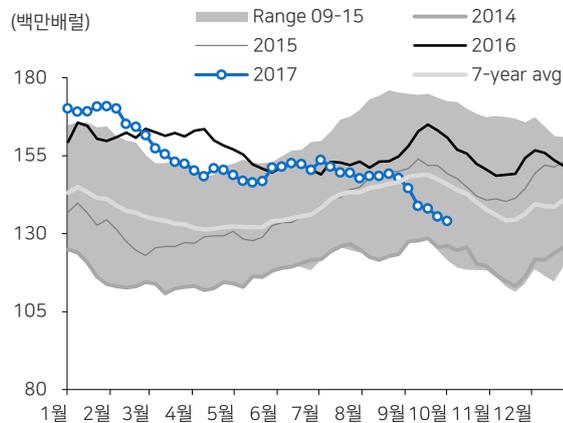
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 OECD 월별 석유제품 재고량



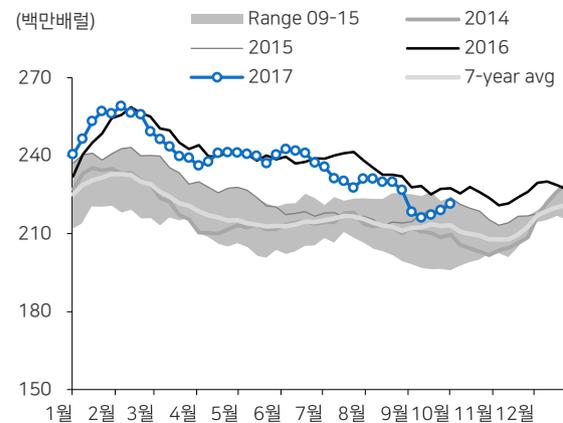
자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 북미 FO 재고량 추이



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

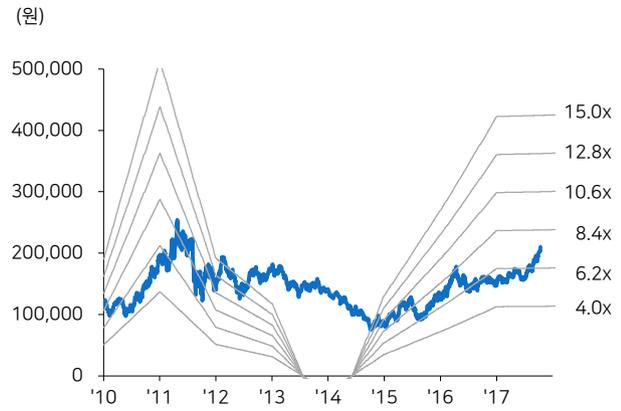
그림40 북미 휘발유 재고량 추이



자료: EIA, 메리츠증권증권 리서치센터

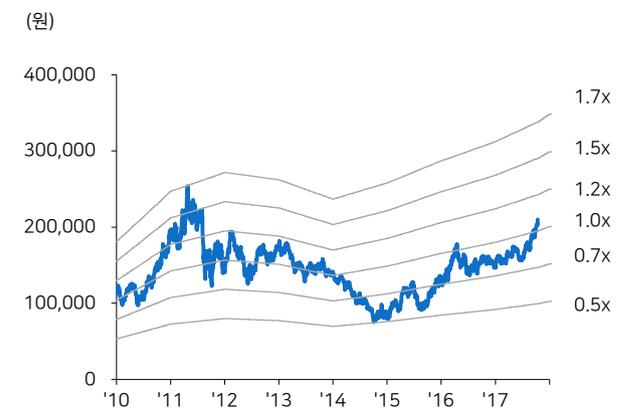
**SK이노베이션(096770)** 투자이견 Buy, 적정주가 275,000원

**그림41 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드차트**



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

**그림42 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드차트**



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

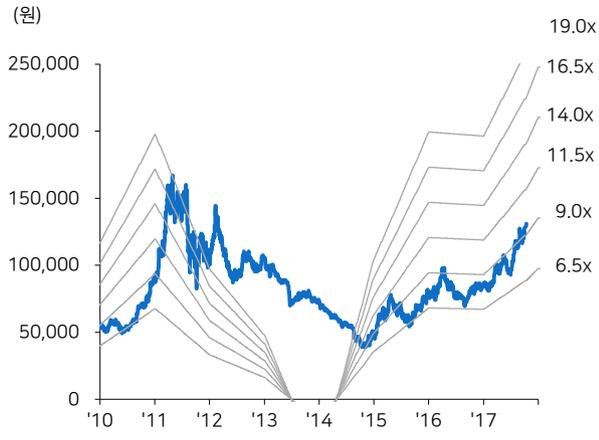
**표7 SK이노베이션 사업부문별 실적 추정치**

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,458.2	10,280.2	9,703.0	10,079.1	11,387.1	10,561.1	10,899.2	10,916.7	39,520.5	43,764.0	45,624.2
석유	6,646.0	7,442.5	7,025.2	7,256.1	8,063.6	7,387.6	7,472.4	7,390.1	28,369.8	30,313.8	30,856.8
화학	1,967.7	1,945.0	1,834.3	1,939.5	2,333.3	2,164.2	2,288.5	2,339.3	7,686.5	9,125.3	9,571.9
루브리컨츠	622.3	653.3	598.9	661.3	728.6	756.8	748.1	737.0	2,535.8	2,970.5	2,960.4
석유개발	120.0	120.1	139.7	150.7	176.5	135.5	201.2	195.4	530.5	708.7	729.6
기타	102.2	119.3	104.9	71.5	85.1	116.9	188.9	254.9	397.9	645.7	1,505.5
<b>영업이익</b>	844.8	1,119.5	414.9	849.1	1,004.3	421.2	1,032.1	977.7	3,228.3	3,435.3	3,560.0
% OP	8.9%	10.9%	4.3%	8.4%	8.8%	4.0%	9.5%	9.0%	8.2%	7.8%	7.8%
석유	392.4	614.3	9.5	609.4	453.9	12.5	590.5	582.5	1,625.6	1,639.4	1,929.6
화학	322.4	393.6	297.8	218.5	454.7	333.7	379.1	335.3	1,232.3	1,502.8	1,376.4
루브리컨츠	132.2	132.9	117.0	86.2	94.9	120.2	102.4	94.1	468.3	411.6	411.8
석유개발	23.2	16.4	36.6	28.8	57.3	35.2	28.2	27.0	105.0	147.6	104.0
기타	-25.4	-37.7	-46.0	-93.7	-56.5	-80.4	-68.0	-61.2	-202.8	-266.1	-261.8
<b>세전이익</b>	740.0	901.2	430.8	351.4	1,163.0	425.3	1,036.1	982.4	2,423.4	3,606.8	3,579.2
<b>순이익(지배주주)</b>	555.9	611.4	360.0	144.1	847.0	278.4	763.8	724.2	1,671.3	2,613.5	2,629.7
% YoY											
매출액	-21.5%	-20.9%	-22.0%	-7.3%	20.4%	2.7%	12.3%	8.3%	-18.3%	10.7%	4.3%
영업이익	163.0%	13.3%	14.0%	207.9%	18.9%	-62.4%	148.8%	15.1%	63.1%	6.4%	3.6%
세전이익	75.0%	5.7%	22.6%	흑전	57.2%	-52.8%	140.5%	179.6%	46.5%	48.8%	-0.8%
당기순이익	89.9%	6.9%	136.4%	흑전	52.4%	-54.5%	112.2%	402.7%	105.1%	56.4%	0.6%
% QoQ											
매출액	-13.0%	8.7%	-5.6%	3.9%	13.0%	-7.3%	3.2%	0.2%			
영업이익	206.3%	32.5%	-62.9%	104.7%	18.3%	-58.1%	145.1%	-5.3%			
세전이익	흑전	21.8%	-52.2%	-18.4%	231.0%	-63.4%	143.6%	-5.2%			
당기순이익	흑전	10.0%	-41.1%	-60.0%	488.0%	-67.1%	174.4%	-5.2%			

자료: SK이노베이션, 메리츠증권리서치센터

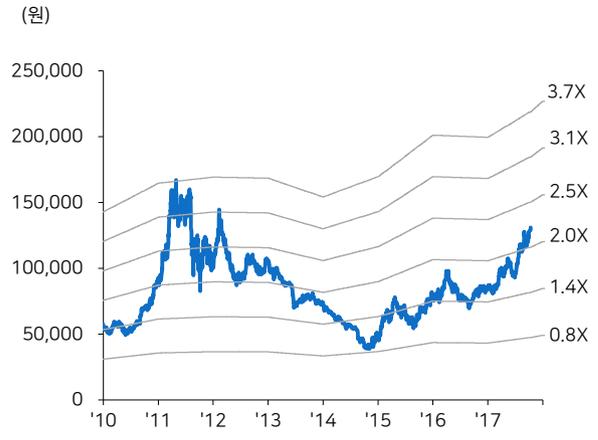
**S-Oil(010950) 투자이견 Buy, 적정주가 165,000원**

**그림43 S-Oil PER 12M Fwd PER 밴드차트**



자료: 메리츠증권리서치센터

**그림44 S-Oil PBR 12M Trailing PBR 밴드차트**



자료: 메리츠증권리서치센터

**표8 S-Oil 사업부문별 실적 추정**

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,428.4	4,198.4	4,137.9	4,557.1	5,200.2	4,665.0	5,128.2	5,210.8	16,321.8	20,204.1	21,296.3
정유	2,467.0	3,215.3	3,187.4	3,594.5	4,044.0	3,698.6	3,903.5	4,046.2	12,464.2	15,692.3	15,869.7
석유화학	636.0	637.3	628.6	642.1	771.4	560.6	719.5	704.8	2,544.0	2,756.2	3,414.1
유탄기유	325.4	345.8	321.9	320.5	384.7	405.8	505.2	459.8	1,313.6	1,755.5	2,012.4
<b>영업이익</b>	491.8	640.9	116.2	368.0	333.5	117.3	584.1	456.9	1,616.9	1,491.7	2,143.6
%OP	14.3%	15.3%	2.8%	8.1%	6.4%	2.5%	11.4%	8.8%	9.9%	7.4%	10.1%
정유	219.8	374.8	-123.4	287.7	100.2	-84.9	328.5	258.0	758.9	601.8	1,087.6
석유화학	144.1	140.0	142.2	90.8	139.6	72.8	144.8	124.4	517.1	481.5	642.6
유탄기유	127.5	128.0	97.4	65.5	84.1	129.4	110.8	74.5	418.4	398.9	413.4
<b>세전이익</b>	570.4	585.4	227.1	192.2	519.9	71.1	547.1	424.9	1,575.1	1,563.0	2,290.6
<b>순이익(지배주주)</b>	433.3	443.6	171.8	156.7	393.9	66.9	410.3	318.7	1,205.4	1,189.8	1,717.9
% YoY											
매출액	-21.6%	-18.4%	-6.5%	15.4%	51.7%	11.1%	23.9%	14.3%	-8.8%	23.8%	5.4%
영업이익	106.6%	5.7%	621.7%	흑전	-32.2%	-81.7%	402.7%	24.1%	97.8%	-7.7%	43.7%
세전이익	105.0%	4.7%	흑전	479.0%	-8.9%	-87.9%	141.0%	121.0%	93.8%	-0.8%	46.5%
당기순이익	105.1%	3.4%	흑전	343.8%	-9.1%	-84.9%	138.8%	103.4%	90.9%	-1.3%	44.4%
% QoQ											
매출액	-13.1%	22.5%	-1.4%	10.1%	14.1%	-10.3%	9.9%	1.6%			
영업이익	흑전	30.3%	-81.9%	216.7%	-9.4%	-64.8%	398.1%	-21.8%			
세전이익	1618.1%	2.6%	-61.2%	-15.3%	170.5%	-86.3%	669.5%	-22.3%			
당기순이익	1127.5%	2.4%	-61.3%	-8.8%	151.4%	-83.0%	513.2%	-22.3%			

자료: S-Oil, 메리츠증권리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용**

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.26	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-26.7	-24.4	
2015.11.10	산업분석	Buy	160,000	황유식	-24.1	-17.5	
2015.12.07	산업브리프	Buy	160,000	황유식	-22.8	-15.6	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	황유식	-21.6	-15.0	
2016.01.18	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-20.8	-13.4	
2016.02.04	기업브리프	Buy	160,000	황유식	-10.9	11.3	
				담당자 변경			
2016.06.09	산업분석	Buy	220,000	노우호	-33.5	-28.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	220,000	노우호	-34.4	-28.6	
2016.07.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-33.4	-28.2	
2016.09.06	산업분석	Buy	220,000	노우호	-32.4	-26.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	240,000	노우호	-34.6	-32.5	
2016.11.17	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.6	-32.5	
2017.01.11	산업분석	Buy	240,000	노우호	-35.1	-32.3	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-35.2	-32.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.8	-30.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-34.5	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.7	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.4	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.8	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.9	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-	-	

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.09	산업분석	Buy	110,000	노우호	-27.8	-23.6	
2016.06.28	산업브리프	Buy	110,000	노우호	-28.9	-23.6	
2016.07.26	기업브리프	Buy	110,000	노우호	-30.5	-23.6	
2016.09.06	산업분석	Buy	110,000	노우호	-30.3	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	130,000	노우호	-36.8	-35.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-36.6	-33.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.6	-33.1	
2017.01.11	산업분석	Buy	130,000	노우호	-35.5	-32.9	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-33.4	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.5	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-31.1	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.8	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-30.6	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-29.8	-11.9	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-22.8	-20.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-	-	