



▲ 정유/화학  
Analyst 노우호  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Overweight

### Top Picks

SK이노베이션(096770)	Buy	240,000원
S-Oil(010950)	Buy	130,000원

# 정유

## 저유가의 나비효과, 원가 절감

- ✓ 2019년 WTI 기준 유가 55~60 달러/배럴 전망 유지→ 정유업종 저유가 수혜 가능
- ✓ 19년 정유업종 매출원가(COGS) 중 연료비용 절감에 따른 이익 개선 예상 : 정유사 매출원가 중 연료비 비중 약 5~6%, 유가와 상관계수 90% 이상
- ✓ 연료비 감소는 정제마진 외 이익 증가 기여도가 높아질 수 있다는 점을 강조
- ✓ 저유가의 나비효과: 정유업종 비중확대와 SK 이노베이션, S-Oil을 최선호주 제시

### 정유업종 비중확대 전략과 최선호주 SK이노베이션, S-Oil 제시

19년 WTI 유가 55~60 달러/배럴을 전망하며, 연중 낮은 수준의 유가를 예상한다. 정유기업은 19년 원가 절감으로 이익 개선이 예상된다. 이는 (1) 에너지 등 연료비용 감소에 따른 이익 회복, (2) OSP 하락, (3) 1~3월 글로벌 정유사 정기보수 돌입으로 휘발유 공급량 감소에 따른 정제마진 회복을 예상하기 때문이다. 하반기 IMO2020 황규제에 대비한 석유제품 Re-stocking 모멘텀까지 고려하면 정유업종 연중 강세가 예상된다. 이에 정유업종에 비중확대 전략을 유지하고, 최선호주 SK 이노베이션, S-Oil을 제시한다.

### 정유업종, 과거 2~3년 대비 최대 2달러/배럴까지 원가 절감 가능

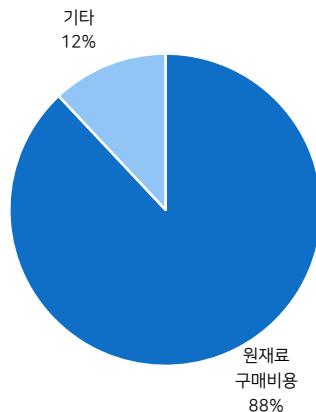
국내 정유기업들은 정제설비(CDU) 가동을 위한 에너지원으로 용수, 수소, B-C 등을 사용하고, 이들의 가격 변동이 매출원가(Cost of Goods Sold)에 반영된다. 정유사의 매출원가의 88%는 원재료 구매 비용이며, 나머지 5~6%가 연료비용이다. 당사는 정유사 연료비 변동의 핵심으로 수소 가격을 제시한다. 수소는 정유사의 탈황공정을 비롯한 주요 공정의 핵심연료로 사용되기 때문이다. 수소 가격은 유가, LPG, 나프타 가격에 연동되는 바(수소 가격과 각 제품별 90% 이상의 상관계수). 당사의 19년 예상 유가 55~60 달러/배럴을 가정하면 정유사들의 연료비용 절감효과는 최대 2 달러/배럴까지 가능하다.

### 저유가의 나비효과: 생산 비용 감소와 휘발유 수요 촉진

정유업종 주가는 18년 연말 유가 급락과 정제마진 악화에 대한 실적 우려감으로 조정 받았으나, 오히려 현 시점을 매수 시점으로 판단한다. 이는 유가 급락에 따른 재고손실 충격은 일회성 요인이나, 오히려 저유가에 따른 연료비용 감소와 수요 촉진에 따른 정제마진 회복이 가능하다.

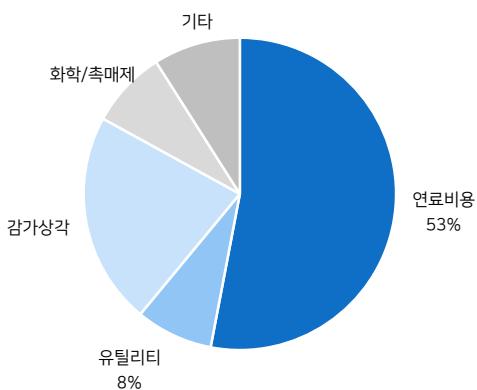
1Q19부터 정유사들의 영업이익은 강한 회복세가 예상된다. SK 이노베이션과 S-Oil의 19년 연간 이익은 각각 2.5 조원(+1.4% YoY), 1.4 조원(+61.3% YoY)을 추정한다.

그림1 정유사 매출원가 항목



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 원재료 구매비용을 차감한 기타부문 구분



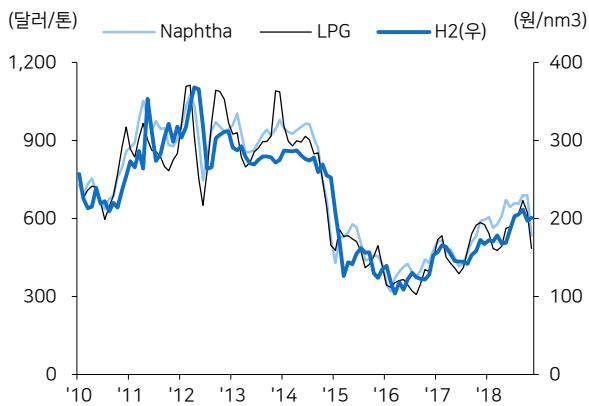
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 유가와 투입연료(수소) 상관계수 94%



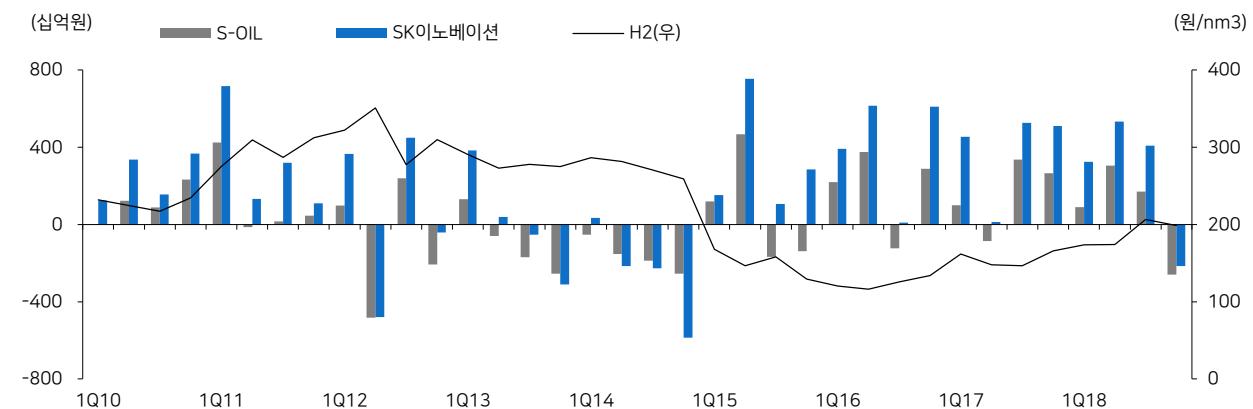
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 수소와 나프타, LPG와의 상관계수 각각 93%, 90%



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 정유 2개사 정유부문 영업이익과 투입연료(수소) 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK이노베이션(096770)

**표1 SK이노베이션 4Q18 추정치 비교**

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,111.2	12,553.9	-3.5%	14,958.7	-19.0%	14,306.1	-15.3%
영업이익	102.7	845.3	-87.9%	835.8	-87.7%	535.4	-80.8%
순이익(지배)	46.4	295.5	-84.35	444.3	-89.6%	351.5	-86.8%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 SK이노베이션 사업부문별 실적추정치**

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>12,166.1</b>	<b>13,438.0</b>	<b>14,958.7</b>	<b>12,111.2</b>	<b>10,940.6</b>	<b>12,237.9</b>	<b>12,461.3</b>	<b>13,116.8</b>	<b>52,674.0</b>	<b>48,756.6</b>	<b>51,171.0</b>
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	8,327.5	7,333.2	8,508.6	8,754.7	9,504.3	37,687.6	34,100.8	36,495.0
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,646.1	2,581.1	2,614.4	2,547.1	2,441.2	10,502.8	10,183.8	10,014.2
루브리컨츠	779.8	817.9	822.7	760.5	719.0	738.3	735.7	721.7	3,180.9	2,914.7	2,924.2
석유개발	157.2	184.9	193.2	172.5	175.8	184.6	197.7	217.7	707.8	775.8	853.4
기타	102.8	130.9	156.6	204.6	131.5	192.0	226.0	231.9	594.9	781.4	884.1
<b>영업이익</b>	<b>711.6</b>	<b>851.6</b>	<b>835.8</b>	<b>102.7</b>	<b>623.6</b>	<b>691.8</b>	<b>642.7</b>	<b>577.8</b>	<b>2,501.7</b>	<b>2,535.9</b>	<b>2,700.5</b>
% OP	5.8%	6.3%	5.6%	0.8%	5.7%	5.7%	5.2%	4.4%	4.7%	5.2%	5.3%
석유	325.4	533.4	408.4	-214.7	221.2	303.7	360.3	391.7	1,052.5	1,276.9	1,592.7
화학	284.8	237.7	345.5	235.4	295.3	267.8	168.2	68.2	1,103.4	799.5	445.6
루브리컨츠	128.6	126.1	132	117.6	104.9	110.9	104.0	98.8	504.3	418.6	441.1
석유개발	44.8	59.3	71.8	25.9	35.2	51.7	55.4	63.1	201.8	205.4	204.8
기타	-72	-104.9	-121.8	-61.4	-32.9	-42.2	-45.2	-44.1	-360.1	-164.4	16.3
<b>세전이익</b>	<b>678.3</b>	<b>744.1</b>	<b>696.3</b>	<b>63.1</b>	<b>586.7</b>	<b>655.0</b>	<b>603.1</b>	<b>533.8</b>	<b>2,181.8</b>	<b>2,378.6</b>	<b>2,539.6</b>
<b>지배순이익</b>	<b>458.3</b>	<b>499.2</b>	<b>444.3</b>	<b>46.4</b>	<b>436.9</b>	<b>475.1</b>	<b>437.4</b>	<b>392.3</b>	<b>1,448.2</b>	<b>1,741.7</b>	<b>2,133.5</b>
% YoY											
매출액	6.8%	27.2%	27.2%	-3.5%	-10.1%	-8.9%	-16.7%	8.3%	13.9%	-7.4%	5.0%
영업이익	-29.1%	102.2%	-13.3%	-87.9%	-12.4%	-18.8%	-23.1%	462.6%	-22.7%	1.4%	6.5%
세전이익	-41.7%	71.8%	-30.0%	-90.5%	-13.5%	-12.0%	-13.4%	746.0%	-32.7%	9.0%	6.8%
지배순이익	-45.9%	79.3%	-34.9%	-84.3%	-4.7%	-4.8%	-1.6%	745.5%	-31.2%	20.3%	22.5%
% QoQ											
매출액	-3.1%	10.5%	11.3%	-19.0%	-9.7%	11.9%	1.8%	5.3%			
영업이익	-15.8%	19.7%	-1.8%	-87.7%	507.2%	10.9%	-7.1%	-10.1%			
세전이익	1.8%	9.7%	-8.1%	-90.9%	829.8%	11.6%	-7.9%	-11.5%			
지배순이익	55.1%	8.9%	-11.0%	-89.6%	841.6%	8.7%	-7.9%	-10.3%			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## S-Oil(010950)

**표3 S-Oil 4Q18 추정치 비교**

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,349.1	5,814.4	-8.0%	7,187.9	-25.6%	7,079.2	-24.4%
영업이익	-92.3	369.3	적전	315.7	적전	310.9	-129.7%
순이익(지배)	56.7	386.9	-85.3%	229.9	-75.3%	201.3	-71.8%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표4 S-Oil 사업부문별 실적추정치**

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,410.9</b>	<b>6,003.1</b>	<b>7,187.9</b>	<b>5,349.1</b>	<b>5,563.5</b>	<b>5,774.5</b>	<b>5,903.8</b>	<b>6,075.7</b>	<b>23,951.1</b>	<b>23,317.5</b>	<b>25,251.6</b>
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	3,978.4	4,017.3	4,133.8	4,231.2	4,424.1	18,801.9	16,806.4	18,565.5
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	903.0	1,074.1	1,162.1	1,195.6	1,169.9	3,472.9	4,601.7	4,738.2
윤활기유	379.5	419.7	409.4	467.7	472.1	478.6	477.0	481.8	1,676.3	1,909.5	1,947.9
<b>영업이익</b>	<b>254.5</b>	<b>402.6</b>	<b>315.7</b>	<b>-92.3</b>	<b>374.3</b>	<b>265.1</b>	<b>408.7</b>	<b>372.0</b>	<b>880.6</b>	<b>1,420.1</b>	<b>1,539.2</b>
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-1.7%	6.7%	4.6%	6.9%	6.1%	3.5%	6.1%	6.1%
정유	90.4	305.2	170.4	-259.2	177.7	24.4	163.4	140.6	306.8	506.1	574.4
석유화학	81.0	16.5	102.1	79.7	100.0	142.1	147.7	138.9	279.3	528.7	562.1
윤활기유	84.1	80.9	43.2	87.1	96.6	98.6	97.6	92.6	295.3	385.4	402.7
<b>세전이익</b>	<b>258.2</b>	<b>214.5</b>	<b>315.5</b>	<b>75.7</b>	<b>367.3</b>	<b>408.1</b>	<b>401.7</b>	<b>440.0</b>	<b>863.9</b>	<b>1,617.1</b>	<b>1,686.2</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>188.7</b>	<b>163.2</b>	<b>229.9</b>	<b>56.7</b>	<b>275.5</b>	<b>306.1</b>	<b>301.3</b>	<b>330.0</b>	<b>638.6</b>	<b>1,212.9</b>	<b>1,264.6</b>
% YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	-8.0%	2.8%	-3.8%	-17.9%	13.6%	14.6%	-2.6%	8.3%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	적전	47.1%	-34.2%	29.5%	흑전	-35.9%	61.3%	8.4%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	-85.6%	42.3%	90.3%	27.3%	481.2%	-47.5%	87.2%	4.3%
순이익(지배)	-52.1%	143.9%	-42.3%	-85.3%	46.0%	87.6%	31.1%	482.0%	-48.8%	90.0%	4.3%
% QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-25.6%	4.0%	3.8%	2.2%	2.9%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	-29.2%	54.2%	-9.0%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	-76.0%	385.2%	11.1%	-1.6%	9.5%			
순이익(지배)	-51.2%	-13.5%	40.9%	-75.3%	385.9%	11.1%	-1.6%	9.5%			

자료: S-Oil, 메리츠종금증권 리서치센터

### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 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 종가대비 4등급	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 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### SK 이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.06	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.3	-32.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-34.3	-32.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.8	-30.0	
2017.04.05	산업분석	Buy	240,000	노우호	-33.4	-29.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.4	-27.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-32.4	-27.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.5	-27.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.6	-27.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.3	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-31.0	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-30.4	-18.3	
2017.09.27	산업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.3	-23.6	
2017.10.17	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.5	-23.6	
2017.11.03	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-25.3	-20.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	275,000	노우호	-26.0	-20.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.16	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-26.1	-20.9	
2018.05.31	산업분석	Buy	275,000	노우호	-25.9	-20.9	
2018.07.03	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-19.5	-15.8	
2018.07.30	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-18.4	-10.4	
2018.10.01	산업분석	Buy	275,000	노우호	-22.3	-18.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	275,000	노우호	-22.7	-18.0	
2018.11.07	산업분석	Buy	275,000	노우호	-23.2	-18.0	
2018.11.13	산업분석	Buy	275,000	노우호	-27.8	-18.0	
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.2	-24.4	
2019.01.14	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	

## S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.03	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-31.2	-22.7	
2017.04.19	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.6	-17.3	
2017.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-28.2	-17.3	
2017.06.12	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.0	-17.3	
2017.06.26	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-27.9	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-27.0	-11.9	
2017.07.27	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-17.9	-12.1	
2017.09.27	산업브리프	Buy	165,000	노우호	-22.1	-20.0	
2017.10.17	산업분석	Buy	165,000	노우호	-21.6	-20.0	
2017.10.31	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-23.7	-20.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	165,000	노우호	-26.0	-20.0	
2018.01.30	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-26.8	-20.0	
2018.04.26	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-27.8	-20.0	
2018.05.31	산업분석	Buy	165,000	노우호	-28.8	-20.0	
2018.07.16	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.9	-20.0	
2018.07.27	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.6	-20.0	
2018.09.17	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-28.5	-19.7	
2018.09.27	1년 경과				-20.4	-16.7	
2018.10.29	기업브리프	Buy	150,000	노우호	-20.8	-17.3	
2018.11.13	산업분석	Buy	150,000	노우호	-27.3	-17.3	
2019.01.08	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-26.3	-24.6	
2019.01.14	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	

