



▲ 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

Turn-around: 연료비 절감, 마진 회복

- ✓ 19년 WTI 유가 60 달러/배럴 전망: (1) 매크로 불확실성 해소, (2) 수급 정상화 전망
- ✓ 1H19 정유사 연료비용 감소되며 정유부문 이익 Turn-around 기여도 높아질 것
- ✓ 1H19 휘발유 마진 바닥권 통과, 2H19 IMO Re-stocking 발생→ 상저하고 마진 예상 : 미국 정제설비 정기보수 실시→ 정유사 가동률 2 주 연속 하락한 94.6%
- ✓ 정유업종 비중확대와 SK 이노베이션, S-Oil을 최선호주 거듭 제시

정유업종 비중확대 전략 유지: (1) 유가 안정세, (2) 연료비 절감, (3) 마진 회복

19년 WTI 유가 상단은 60 달러/배럴, 기존 전망을 유지한다. 유가 상승 의견은 무역분쟁 등 매크로 불확실성 해소 가능성과 원유 수급 정상화(IEA 수요 전망치 140만배럴/일로 상향조정) 전망 때문이다. 또한 정제마진은 우상향 흐름이 예상된다. 19년 정제설비 신규 가동에도 불구하고, (1) 미국을 중심 정제설비 정기보수 돌입(미국 373만배럴/일)으로 공급량 감소, (2) 2H19 IMO 황규제를 앞두고 등/경유 중심 Re-stocking 수요에 따른 가격 강세 때문이다.

결론은 유가 안정세, 연료비 감소, 정제마진 회복이 전망되는 정유업종에 비중확대 전략, 최선호주는 SK 이노베이션과 S-Oil을 제시한다.

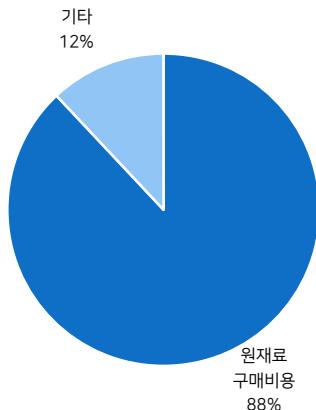
19년 정유이익 Turn-around: (1) 연료비용 감소

19년 정유사 이익 반등은 정제마진 회복과 연료비용 절감 효과에 기인한다. 국내 정유사들의 연료비 비중은 매출원가(Cost of Goods Sold)의 6%이다. 정유사의 연료비 변동의 핵심은 수소 가격이며, 유가에 연동되어 변동비 성격이 가장 뚜렷하다. 유가는 60 달러/배럴 전망. 유가 안정화에 따라 연료비용 변동폭도 크지 않겠다. 19년 정유사들의 연료비 절감효과는 최대 2 달러/배럴 추정, 실적 개선에 긍정적이다.

19년 정유이익 Turn-around: (2) 정제마진 회복

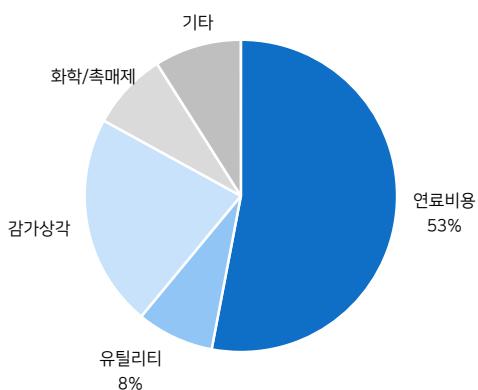
미국 정유사들은 연중 373만배럴/일 규모 정기보수를 실시한다. 이미 정제설비 가동률도 2 주 연속 하락한 94%이며, 이는 석유제품 공급량 감소에 긍정적이다. 제품별 마진 동향은 등/경유 추가 상승, 휘발유는 단기 회복이다. 휘발유 마진은 신규 설비 가동으로 구조적 개선이 어려우나, 공급량 감소 효과로 마진의 단기 회복은 가능하다. 또한 2H19 IMO B-C 황규제에 대비한 해운사들의 등/경유 재고확충 수요 발생이 예상되는 점도 긍정적이다. 지역별 등/경유 재고량이 최근 2~3년간 최저 수준으로 감소, 타이트한 공급이 예상된다. 하반기 등/경유 제품의 빠른 마진 회복이 예상되어 국내 정유사들의 이익 Turn-around은 머지않았다는 의견이다.

그림1 정유사 매출원가 항목



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 원자료 구매비용을 차감한 기타부문 구분



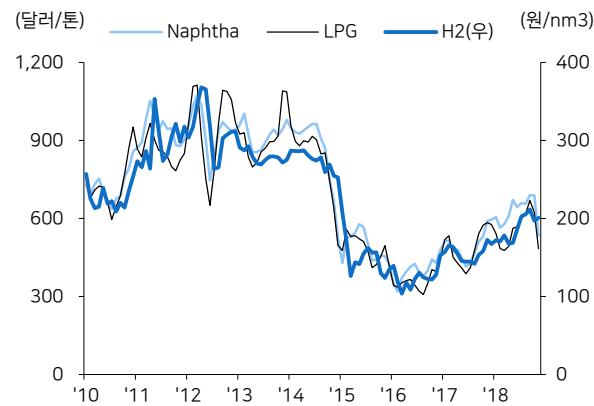
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 유가와 투입연료(수소) 상관계수 94%



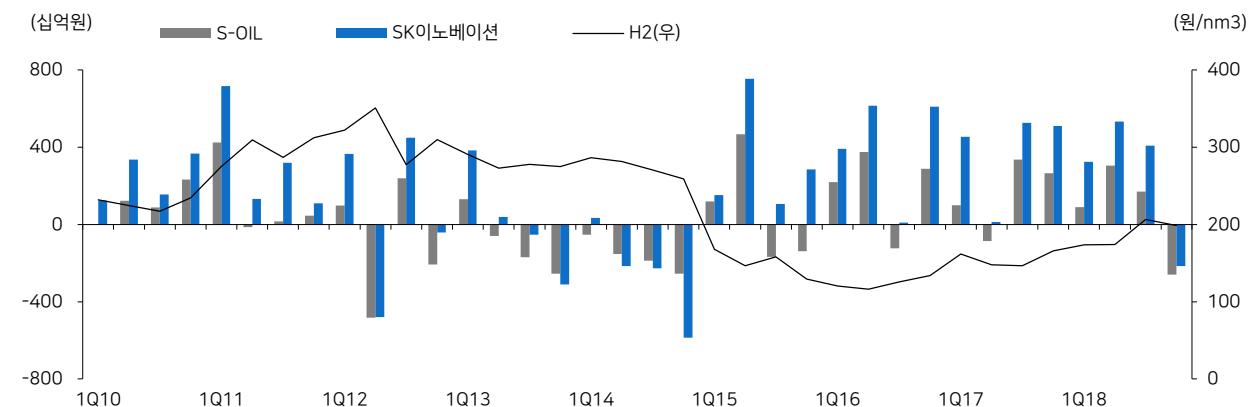
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 수소와 나프타, LPG와의 상관계수 각각 93%, 90%



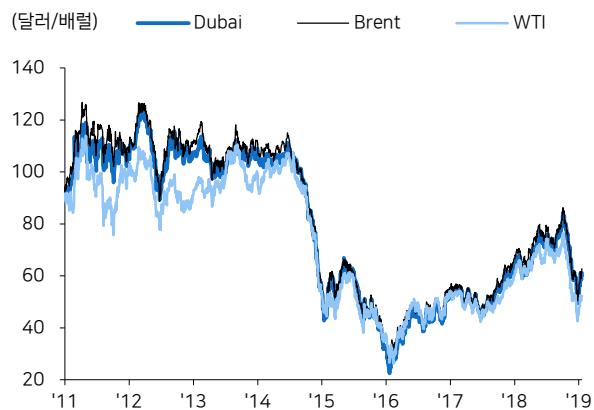
자료: 메리츠증권 리서치센터

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



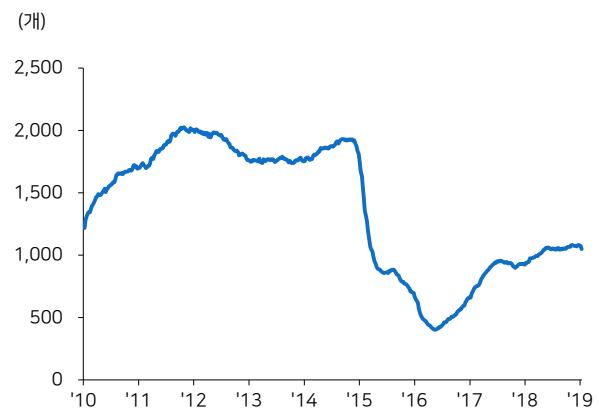
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 국제유가 흐름: EIA 수요 전망치 상향(140만배럴/일)



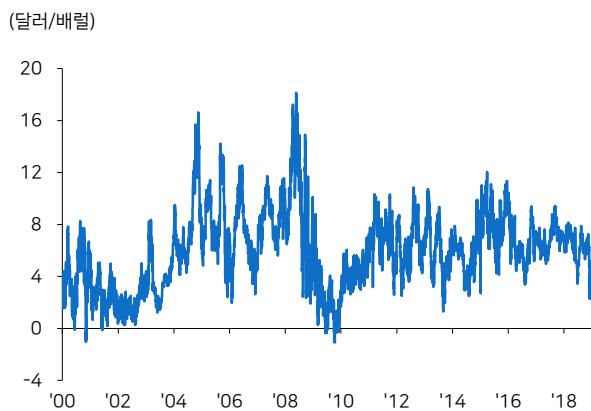
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 미국 원유 생산 광구: 18.5 이후 최저수준으로 감소



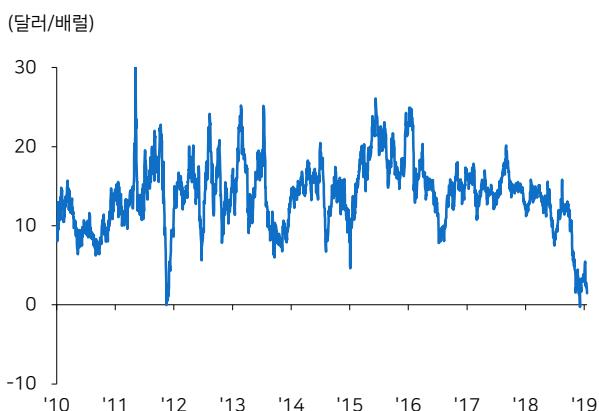
자료: EIA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 정제마진 연간 우상향 전망



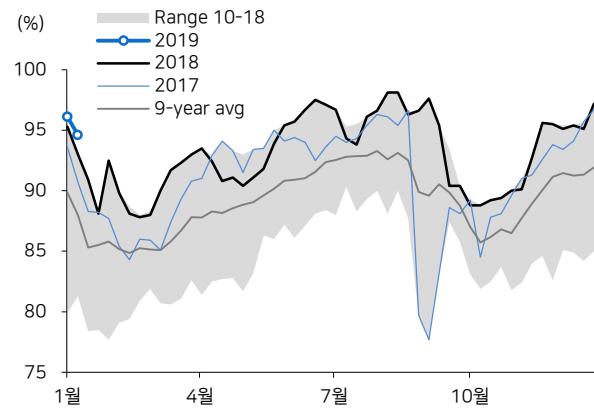
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 휘발유 마진: 1H19 정유사 정기보수 이후 회복 예상



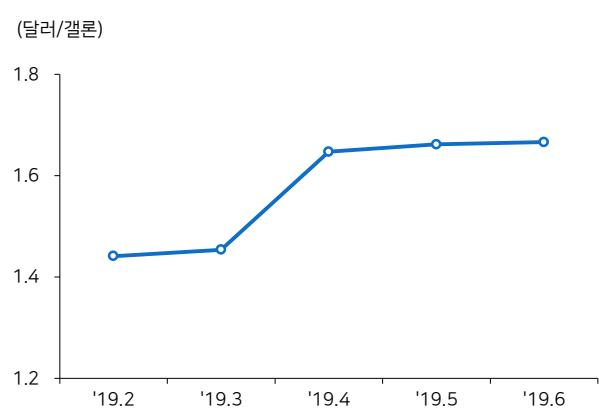
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 미국 정유사 정제설비 가동률 94.6%(-1.5%PW-W)



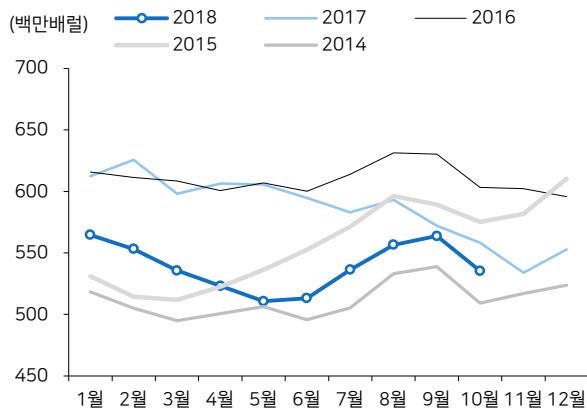
자료: EIA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 미국 휘발유 선물 가격: 3월 기점 상승 반영



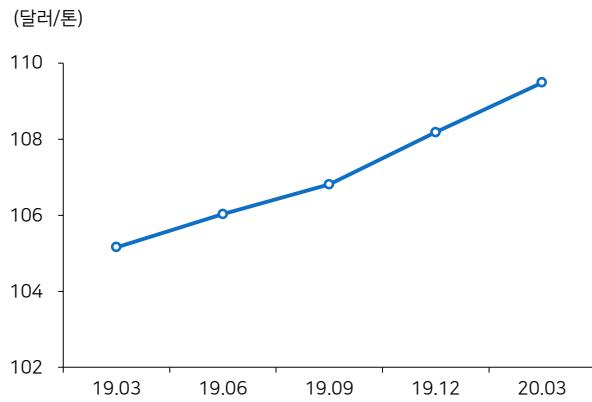
자료: CME Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 글로벌 등/경유 재고량 추이



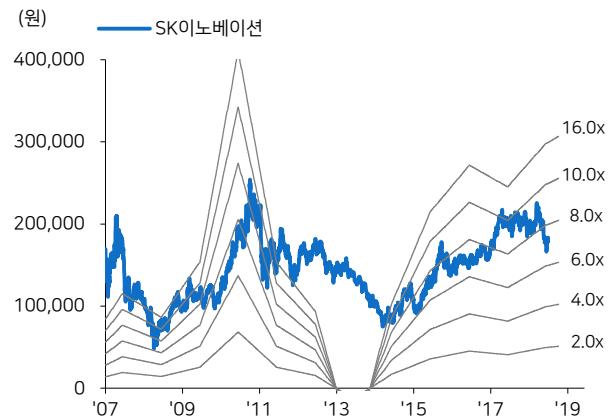
자료: EIA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 미국 Gasoil 선물 가격: IMO 황규제 영향으로 급등 반영



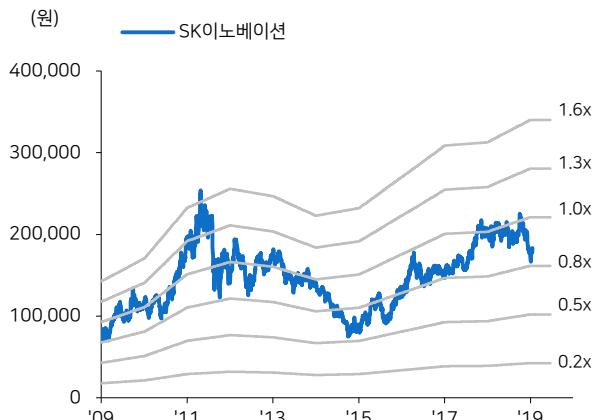
자료: CME Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



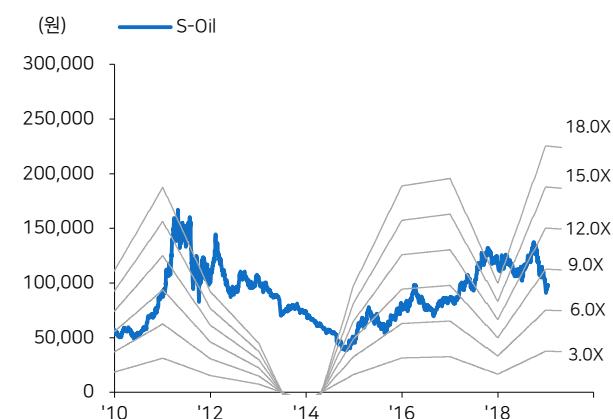
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



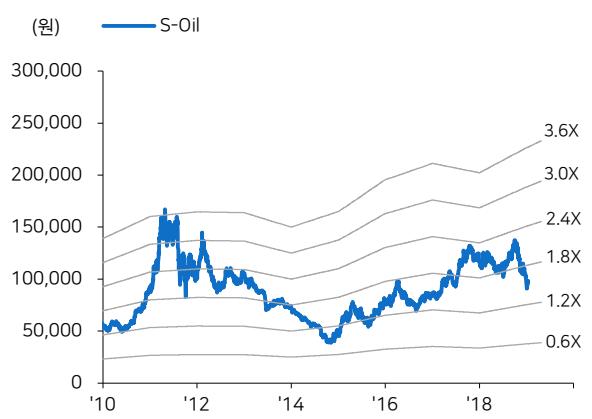
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표1 19년 북미 정유설비 정기보수 일정: 총 372.7만배럴/일 규모 정기보수 실시 예정

정유시설	위치	생산능력 (천배럴/일)	시작	종료
PES Philadelphia Refinery	PADD I	303.8	2019-01-15	2019-03-04
ExxonMobil Joliet Refinery	PADD II	123.6	2019-04-01	2019-04-30
HollyFrontier Tulsa East Ref	PADD II	179.4	2019-02-15	2019-04-04
BP Whiting Refinery	PADD II	75.0	2019-03-01	2019-03-31
CHS McPherson Refinery	PADD II	81.3	2019-03-15	2019-04-28
Wynnewood Refinery	PADD II	67.1	2019-02-01	2019-03-31
ExxonMobil Joliet Refinery	PADD II	238.6	2019-01-02	2019-02-15
Shell Norco Refinery	PADD III	123.1	2019-03-15	2019-04-19
Exxon Mobil Baytown Refinery	PADD III	635.7	2019-02-01	2019-04-05
Delek El Dorado Refinery	PADD III	296.6	2019-01-02	2019-02-15
Phillips 66 Sweeny Refinery	PADD III	139.9	2019-01-30	2019-03-01
Chalmette Refinery	PADD III	462.4	2019-01-05	2019-02-04
Shell Norco Refinery	PADD III	55.8	2019-01-07	2019-01-16
Valero Houston Refinery	PADD III	68.3	2019-04-01	2019-04-30
Total Port Arthur Refinery	PADD III	105.8	2019-01-18	2019-02-22
Citgo Corpus Christi Refinery	PADD III	157.5	2019-02-01	2019-03-02
ExxonMobil Baton Rouge Ref	PADD III	227.5	2019-02-17	2019-04-10
Valero Texas City Refinery	PADD III	171.5	2019-02-01	2019-02-28
Shell Norco Refinery	PADD III	21.0	2019-06-01	2019-07-01
Shell Anacortes Puget Refinery	PADD V	65.0	2019-01-20	2019-04-10
Marathon Los Angeles Refinery	PADD V	128.5	2019-01-03	2019-10-31

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 22일 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 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 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	-25.0	-23.5	
2019.01.22	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	-25.6	-24.5	
2019.01.22	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	

