

2019. 7. 3



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

SK이노베이션(096770) Buy 240,000원

관심종목

S-Oil(010950) Buy 130,000원

정유

마진 회복 rally, 현 시점 비중확대 적기

- ✓ 정유 2개사(SK이노베이션, S-Oil) 2Q19 시장 예상치 하회 전망
: SK이노베이션 이익 3,093억원(-6% QoQ), S-Oil 이익 694억원(-74% QoQ) 추정
- ✓ 7월 정유 비중확대 전략 제시: (1) IMO2020 대비한 등경유 수요 점진적 증가, (2) WTI 디스카운트 해소에 따른 휘발유 마진 정상화, (3) 8월 OSP 하락 가능성
- ✓ SK이노베이션(IMO2020 직접 수혜 및 EV전지 모멘텀)을 최선호주로 제시

정유 2개사 2Q19 Preview: 시장 예상치 하회 전망

2Q19 정유 2개사는 (1) 재고손실(당분기 -13% 하락), (2) 정제마진 둔화(-7% QoQ), (3) P-X 수익성 악화(-35% QoQ)로 2개 분기 연속 부진한 이익 흐름이 예상된다.

SK이노베이션 2Q19 이익 3,093억원(-6% QoQ)

전 분기에서 이연된 재고이익 1,500억원이 발생하나, 5~6월 유가 하락에 따른 재고손실 발생, 정제마진 둔화, P-X 스프레드 악화가 반영되었다. 올해 중간배당 DPS는 1,600원이 예상된다.

S-Oil 2Q19 이익 694억원(-74% QoQ)

정제마진 악화 및 재고손실(-1,500억원), 주요 설비 정기보수 돌입(No.2 P-X, RUC)에 따른 기회손실이 반영되며 부진한 실적이 예상된다.

정유 비중확대 적기: (1) IMO2020 효과 가시화, (2) OSP 인하 가능성

7월 기점으로 정제마진 강제 rally가 예상된다. 전 제품 마진 호조세 때문이다. 휘발유 마진 반등은 (1) 북미 드라이빙 시즌 성수기 수요가 도래, (2) 반면, 공급 타이트(미국 필라델피아 정유설비 화재 발생 이후, 정상 가동 지연)에 기인한다. IMO2020 황규제 시행까지 6개월을 남겨두고, 디젤 마진이 15달러/배럴에 안착했다. 최근 한 달간 마진 반등은 선사들의 블렌딩용 MGO 재고확충 수요의 결과물로 추정된다. 19.4월 MPA는 SK이노베이션을 비롯한 40여개 정유사에게 저유황유 판매 라이선스를 부여, 9월부터 해당 제품 거래량이 활발해질 전망이다. 2H19 저유황유 신규 수요 창출에 기반한 마진 rally를 예상된다. JET유 마진 반등은 여름철 전방 시장의 계절적 수요 성수기 도래 효과, B-C 회복은 S-Oil의 RUC 가동 정상화에 따른 역내 수급 정상화에 기반한다. 또한 사우디의 8월 OSP 인하(30~50센트) 검토 소식이 전해졌다. 5개월만의 단가 인하로 WTI 대비 할증된 Dubai 유가 해소 계기가 마련되는 바, 국내 정유사들의 수익성 개선에 긍정적이다.

2Q19 실적 부진이 정유업종 주가에 선 반영된 점을 고려하면, 하반기 마진 회복에 따른 정유업종 비중확대 전략이 유효하다. 최선호주는 SK이노베이션(Buy/적정주가 24만원)을 유지한다.

표1 SK이노베이션 2Q19 실적 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	12,654.6	13,438.0	-5.8	12,848.6	-1.5	12,574.5	0.6
영업이익	309.3	851.6	-63.7	331.1	-6.6	342.4	-9.7
순이익(지배주주)	181.1	499.2	-63.7	195.8	-7.5	223.4	-18.9

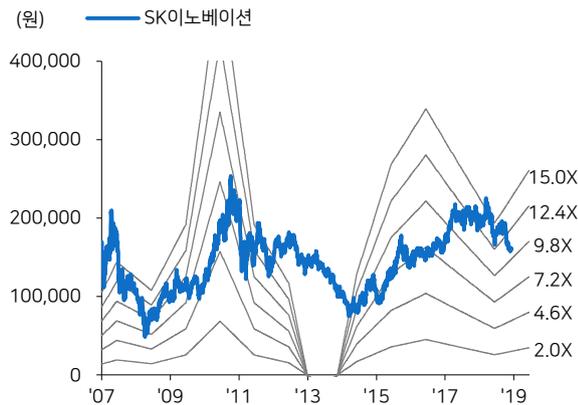
자료: 컨센서스는 Quantwise 기준, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 S-Oil 2Q19 실적 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,570.4	6,003.1	-7.2	5,426.2	2.7	5,729.1	-2.8
영업이익	69.4	402.6	-82.8	270.4	-74.3	242.3	-71.4
순이익(지배주주)	9.3	163.2	-94.3	113.6	-91.8	153.7	-93.9

자료: 컨센서스는 Quantwise 기준, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



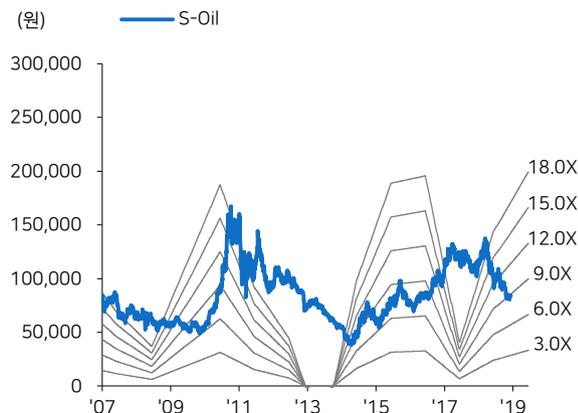
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



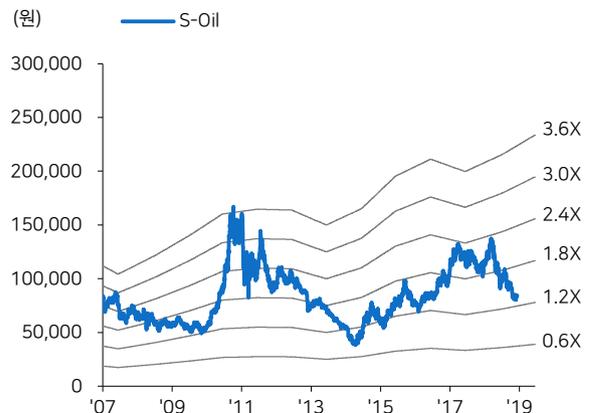
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드

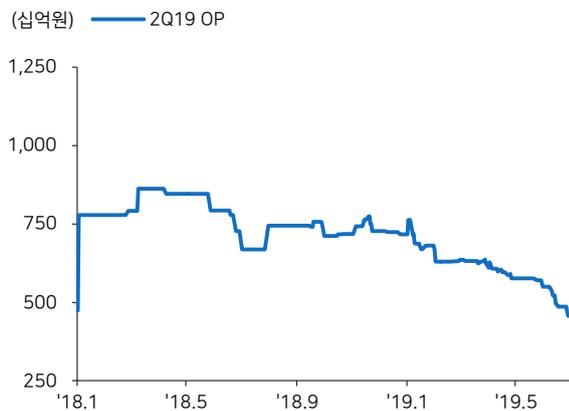


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	12,166.1	13,438.0	14,958.7	13,948.1	12,848.6	12,654.6	14,173.3	15,197.3	54,510.9	54,873.8	57,268.1
석유	8,687.3	9,772.7	10,900.1	9,833.4	8,759.6	8,758.6	10,276.9	11,326.0	39,193.5	39,121.1	41,299.6
화학	2,439.0	2,531.6	2,886.1	2,827.7	2,501.6	2,731.7	2,696.0	2,645.6	10,684.4	10,574.9	11,194.8
루브리컨츠	779.8	817.9	822.7	845.7	756.5	752.9	760.0	757.7	3,266.1	3,027.1	2,980.3
석유개발	157.2	184.9	193.2	219.7	175.6	219.3	214.4	236.0	755.0	845.3	909.2
기타	102.8	130.9	156.6	2,221.6	206.9	192.0	226.0	231.9	2,611.9	856.8	884.0
영업이익	711.6	851.6	835.8	-281.5	331.1	309.3	430.5	532.0	2,117.5	1,602.9	2,087.0
%OP	5.8%	6.3%	5.6%	-2.0%	2.6%	2.4%	3.0%	3.5%	3.9%	2.9%	3.6%
석유	325.4	533.4	408.4	-554.0	-6.3	122.7	182.6	348.1	713.2	647.1	1,030.6
화학	284.8	237.7	345.5	249.5	320.3	100.5	157.9	77.1	1,117.5	655.8	487.1
루브리컨츠	128.6	126.1	132.0	74.0	47.1	66.9	75.2	82.4	460.7	271.6	334.9
석유개발	44.8	59.3	71.8	79.9	55.4	61.4	60.0	68.4	255.8	245.2	218.2
기타	-72.0	-104.9	-121.8	-128.3	-85.4	-42.2	-45.2	-44.1	-427.0	-216.9	16.2
세전이익	678.3	744.1	696.3	278.8	278.8	260.8	373.3	463.7	2,397.5	1,376.6	1,794.9
순이익(지배주주)	458.3	499.2	444.3	249.7	195.8	181.1	259.1	326.2	1,651.5	962.2	1,256.7
%YoY											
매출액	6.8%	27.2%	27.2%	12.0%	5.6%	-5.8%	-5.3%	9.0%	18.1%	0.7%	4.4%
영업이익	-29.1%	102.2%	-13.3%	적전	-53.5%	-63.7%	-48.5%	흑전	-34.3%	-24.3%	30.2%
세전이익	-41.7%	75.0%	-28.2%	-57.9%	-58.9%	-65.0%	-46.4%	66.3%	-25.6%	-42.6%	30.4%
순이익(지배)	-45.9%	79.3%	-34.9%	-15.5%	-57.3%	-63.7%	-41.7%	30.6%	-21.5%	-41.7%	30.6%
%QoQ											
매출액	-2.3%	10.5%	11.3%	-6.8%	-7.9%	-1.5%	12.0%	7.2%			
영업이익	-14.5%	19.7%	-1.9%	적전	흑전	-6.6%	39.2%	23.6%			
세전이익	2.3%	9.7%	-6.4%	-60.0%	0.0%	-6.5%	43.1%	24.2%			
순이익(지배)	55.1%	8.9%	-11.0%	-43.8%	-21.6%	-7.5%	43.1%	25.9%			

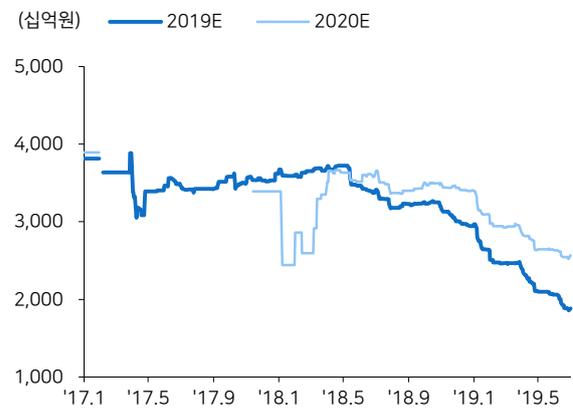
자료: 메리츠증권리서치센터

그림5 SK이노베이션 2Q19 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림6 SK이노베이션 연간 영업이익 컨센서스 흐름

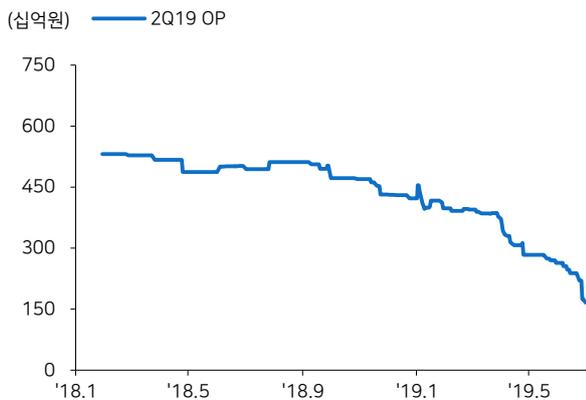


자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	5,410.9	6,003.1	7,187.9	6,861.3	5,426.2	5,570.4	6,022.0	6,079.3	25,463.2	23,097.9	24,515.6
정유	4,341.3	4,754.1	5,728.1	5,303.0	4,074.3	4,541.6	4,679.7	4,654.5	20,126.5	17,950.1	18,576.6
석유화학	690.2	829.3	1,050.4	1,131.5	986.9	617.2	932.0	1,010.4	3,701.4	3,546.5	4,278.6
운활기유	379.5	419.7	409.4	426.8	365.0	411.6	410.3	414.4	1,635.4	1,601.3	1,660.4
영업이익	254.5	402.6	315.7	-333.5	270.4	69.4	178.7	294.6	639.3	813.1	1,171.9
%OP	4.7%	6.7%	4.4%	-4.9%	5.0%	1.2%	3.0%	4.8%	2.5%	3.5%	4.8%
정유	90.4	305.2	170.4	-501.6	95.7	39.3	52.5	150.9	64.4	338.4	546.8
석유화학	81.0	16.5	102.1	158.4	147.5	-28.8	67.9	91.7	358.0	278.3	390.3
운활기유	84.1	80.9	43.2	50.9	27.2	58.9	58.3	52.0	259.1	196.4	234.8
세전이익	258.2	214.5	315.5	-456.4	157.2	12.4	171.7	362.6	331.8	703.9	1,318.9
순이익(지배주)	188.7	163.2	229.9	-323.8	113.6	9.3	128.8	271.9	258.0	523.6	989.3
%YoY											
매출액	4.1%	28.7%	37.9%	18.0%	0.3%	-7.2%	-16.2%	-11.4%	21.9%	-9.3%	6.1%
영업이익	-23.7%	243.2%	-42.9%	적전	6.2%	-82.8%	-43.4%	흑전	-53.4%	27.2%	44.1%
세전이익	-50.3%	201.7%	-40.1%	적전	-39.1%	-94.2%	-45.6%	흑전	-79.8%	112.1%	87.4%
순이익(지배)	-52.1%	143.9%	-42.3%	적전	-39.8%	114.7%	-1.5%	흑전	-79.3%	102.9%	88.9%
%QoQ											
매출액	-6.9%	10.9%	19.7%	-4.5%	-20.9%	2.7%	8.1%	1.0%			
영업이익	-31.1%	58.2%	-21.6%	적전	흑전	-74.3%	157.5%	64.9%			
세전이익	-51.0%	-16.9%	47.1%	적전	흑전	-92.1%	1284.7%	111.2%			
순이익(지배)	-51.2%	-13.5%	40.8%	적전	흑전	208.5%	-35.4%	61.2%			

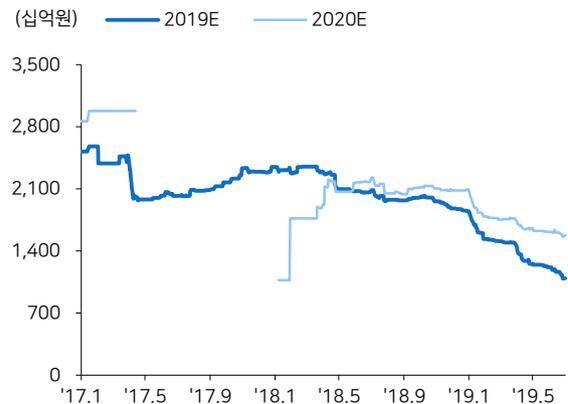
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 S-Oil 2Q19 영업이익 컨센서스 흐름



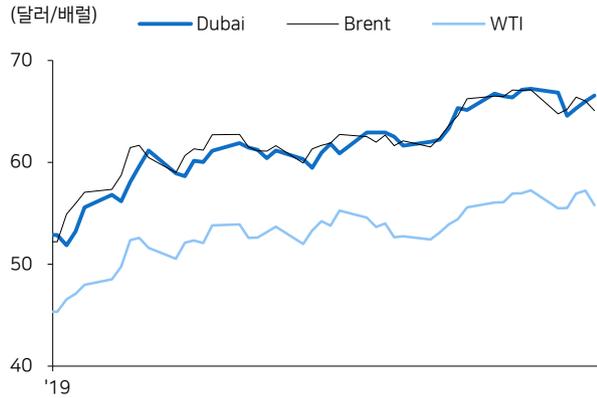
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 S-Oil 연간 영업이익 컨센서스 흐름



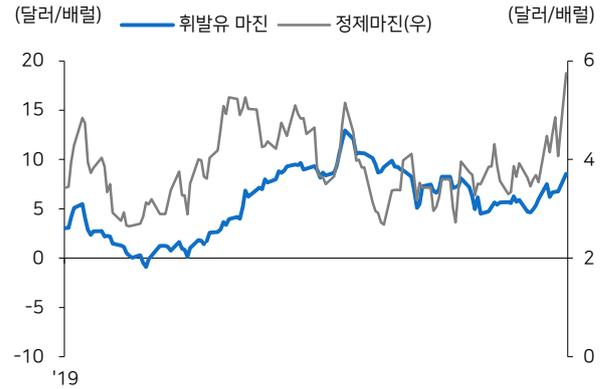
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 19년 이후 유가 흐름



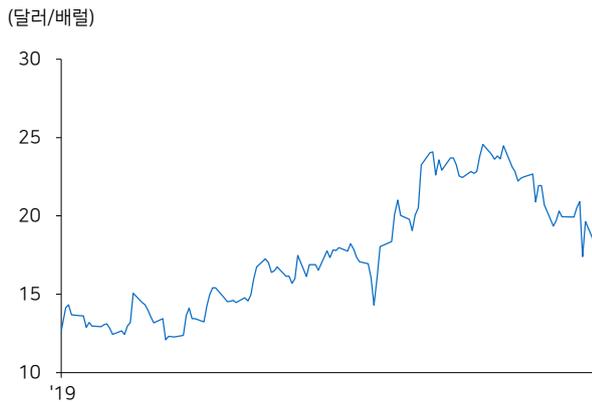
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 19년 이후 정제마진, 휘발유 마진 흐름



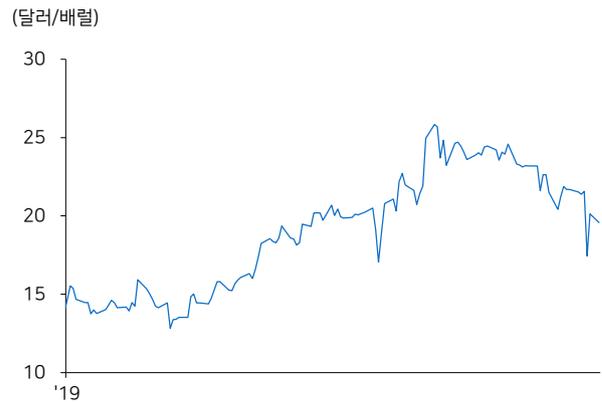
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 19년 이후 디젤 마진 흐름



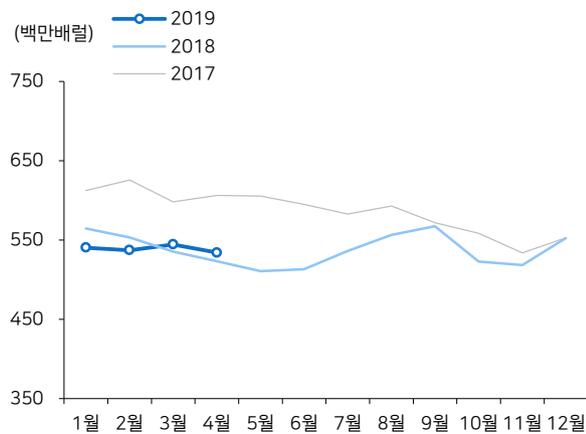
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 19년 이후 JET유 마진 흐름



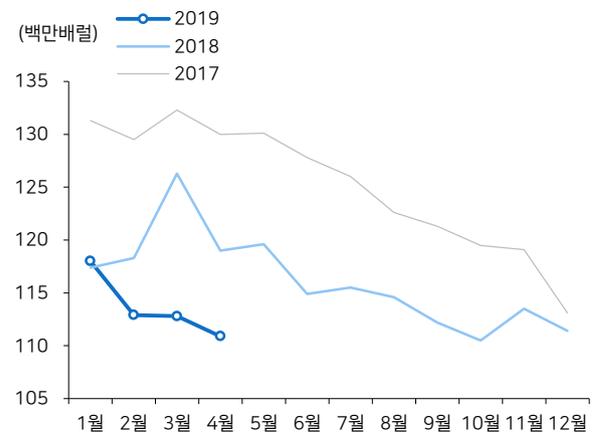
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 OECD 월별 등/경유 재고량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 OECD 월별 FO 재고량



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 3일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 3일 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 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 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)	
2017.06.26	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-33.9	-32.9	
2017.07.10	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-32.1	-26.0	
2017.07.28	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-28.8	-20.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-27.7	-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	-24.9	-23.5	
2019.01.22	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.3	-21.5	
2019.02.01	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.0	-21.5	
2019.02.18	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.6	-20.0	
2019.02.25	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.04	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.5	-20.0	
2019.03.05	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-22.9	-19.6	
2019.03.19	산업분석	Buy	240,000	노우호	-22.7	-18.5	
2019.04.15	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-22.4	-18.5	
2019.04.25	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-23.8	-18.5	
2019.04.25	주요지표및뉴스	Buy	240,000	노우호	-23.8	-18.5	
2019.05.30	산업분석	Buy	240,000	노우호	-24.7	-18.5	
2019.07.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-	-	

S-Oil (010950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.10	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-22.3	-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	-25.4	-23.4	
2019.01.22	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.9	-23.1	
2019.01.29	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.6	-16.2	
2019.04.15	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-24.8	-16.2	
2019.04.24	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-27.0	-16.2	
2019.05.30	산업분석	Buy	130,000	노우호	-27.1	-16.2	
2019.05.31	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.7	-16.2	
2019.07.03	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	