

2019. 8. 6



## ▲ 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

## 공급이슈로 바라본 B-C 강세

- ✓ 2019년 B-C 강세 점검(8월 B-C 마진 +3달러/배럴): 구조적&지정학 요인 : 19년 러시아 B-C 수출량 감소(13년래 가장 낮은 수준) 등 공급량 감소 등
- ✓ 3Q18 당사 추정 정제마진 6.7달러/배럴(+83% QoQ): 전 제품 강세 전환
- ✓ 정유업 수익성 회복기: IMO 황규제의 긍정적 나비효과, OSP 하락 기조 재확인
- ✓ 투자매력도 정유 > 화학, 최선호주는 SK이노베이션(Buy / 적정주가 24만원) 유지

## 예상 외 B-C 강세, 2H19 국내 정유사 수익성 방어 부각

19.8월 현재 B-C 마진은 16년 이후 3년래 최고 수준인 +3달러/배럴이다. 당사는 2020년 선박연료 황규제 시행 전까지 B-C 강세를 전망, 국내 정유사들의 정제마진 전망에 긍정적 의견을 제시한다.

## 글로벌 B-C 공급량 감소가 강세 여건 마련

최근 1년 새 B-C 마진 반등 요인은 공급량 감소(구조적 & 지정학)이다. 지정학적 요인은 (1) 이란의 호르무즈 해역 봉쇄에 따른 B-C 물동량 급감, (2) 베네수엘라 정유사 저위가동에 따른 B-C 생산/수출량 감소이다. B-C 공급의 구조적 변화는 (1) 러시아 B-C 수출량 급감(경질제품 생산량 증대를 위한 중질제품 수출세 부과), (2) 19년 중동 신규 고도화설비 가동에 따른 FO 수출량 감소(UAE의 ACNOC의 RFCC, 월 5백만톤 감소), (3) 유럽 정유사들의 HSFO 감산 이후, 주요 항구들의 B-C 유입량 감소(7년래 최저수준 300만톤 미만)로 파악된다. 특히 지난 3년간 글로벌 B-C 최대 생산국/수출국가 베네수엘라와 러시아의 B-C 수출량 감소가 마진 강세를 이끌고 있다는 판단이다. 참고로 러시아의 19년 B-C 수출량은 252만톤, 13년간 가장 낮은 수준, 베네수엘라의 B-C 수출량은 30만톤으로 감소(과거대비 -70%)했다.

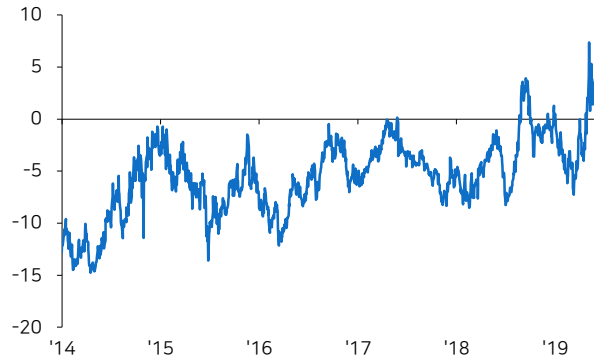
## 2H19 정유업종 수익성 회복기: 정제마진과 IMO2020 &amp; OSP 인하

정유업종에 대한 일부 비관적 전망(정제마진 Peak-out, P-X 공급과잉)에도 불구하고, 당사는 정유업종 비중확대 의견을 유지한다. (1) IMO 황규제와 정제마진 회복, (2) 9월 OSP 추가하락에 따른 원가 개선 가능성 때문이다. 실적과 주가를 결정짓는 정제마진은 6.7달러/배럴(+83% QoQ)로 급등했다. B-C 마진 회복에 이어, 올 9월부터 연말까지 IMO황산화물 규제가 정유업황(등/경유 마진 반등)에 영향을 미칠 전망이다. B-C강세와 등/경유 마진 반등으로 정유업종 고마진 기조가 유효하겠다. 또한 사우디의 9월 아시아향 OSP(light기준)는 2달연속 하락한 1.7달러/배럴(-0.75달러/배럴 MoM)로 확정, 정유업종 원가 부담이 경감되겠다.

정유업종에 대한 매수 권고, 최선호주는 SK이노베이션을 유지한다

그림1 B-C 마진 추이

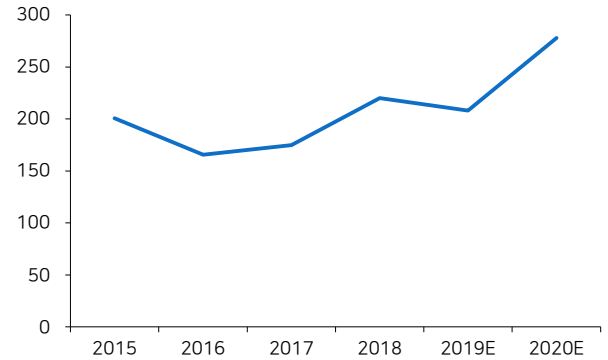
(달러/배럴)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Gasoil 10ppm/F0380 간 스프레드

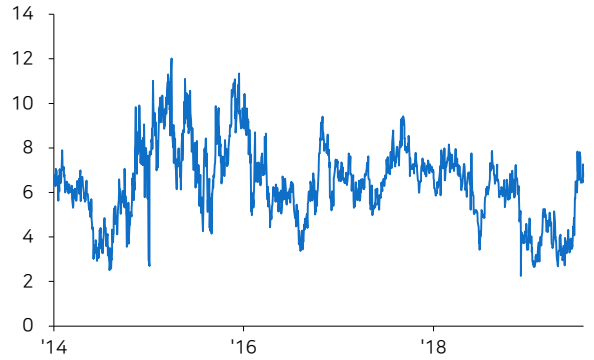
(달러/톤)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 당사 추정 복합정제마진 추이

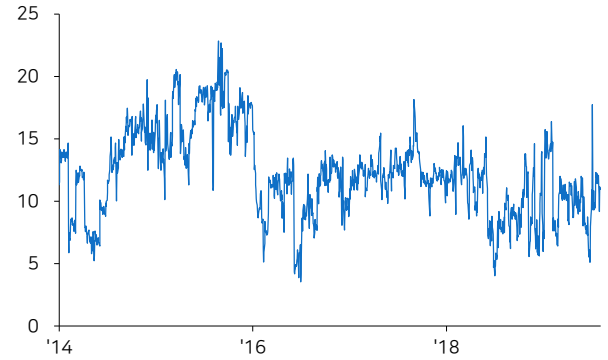
(달러/배럴)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 싱가포르 GRM 추이

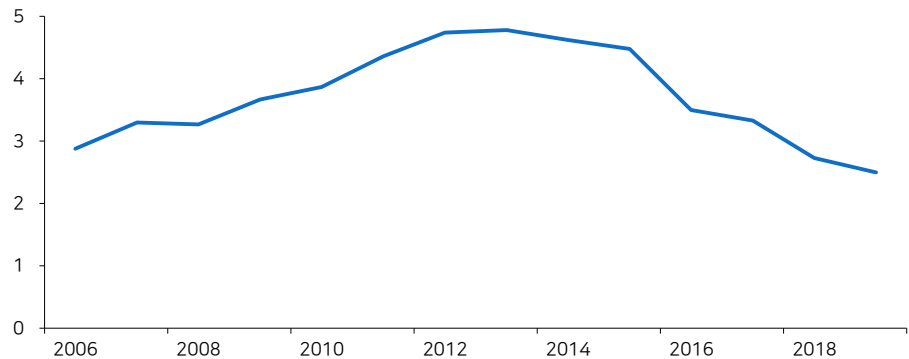
(달러/배럴)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

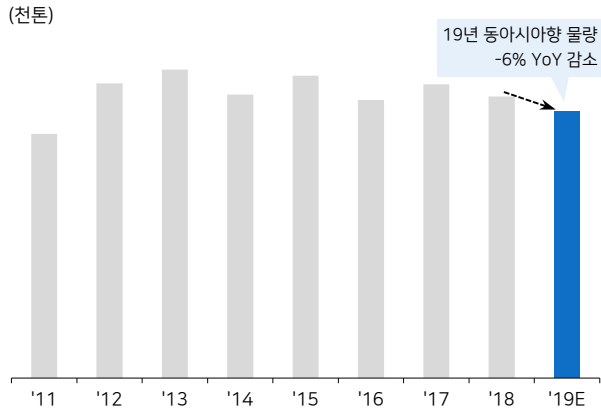
그림5 러시아 FO 수출량 추이

(백만톤)



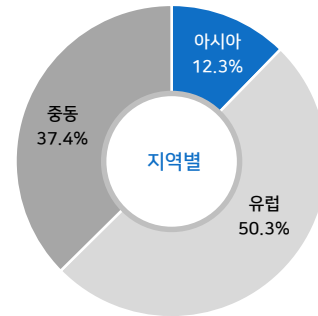
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 동북아향 FO 물동량



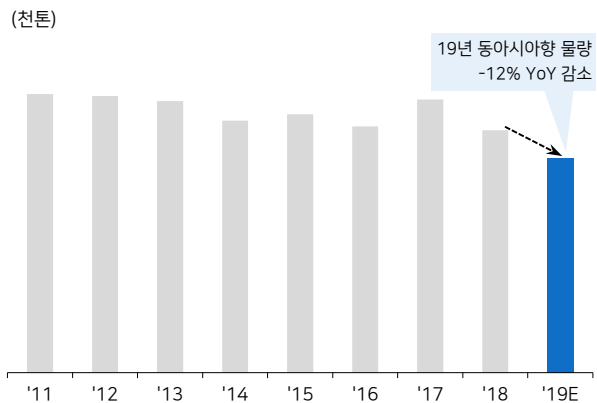
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 동북아향 지역별 FO 공급선



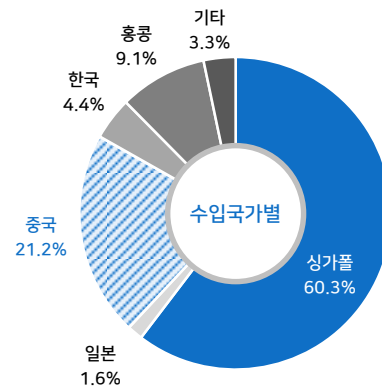
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 아시아 FO 수입량



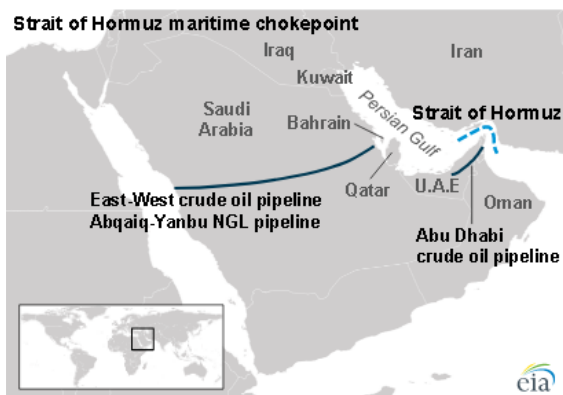
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 아시아 FO 수입국가별 비중: 중국 비중 증가



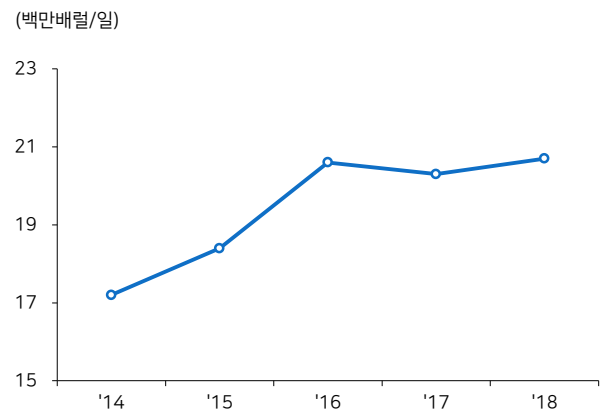
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 이란 호르무즈 해협



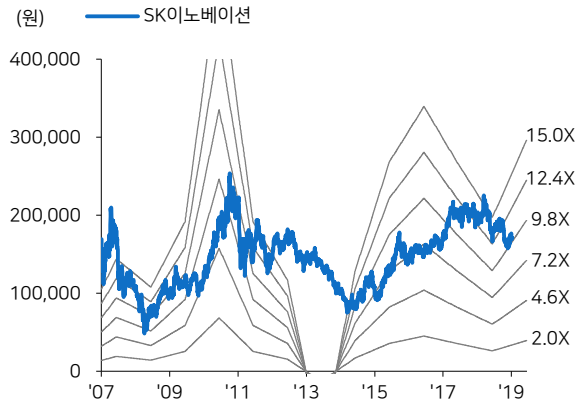
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 이란 호르무즈 해협을 통한 원유 등 물동량 추이



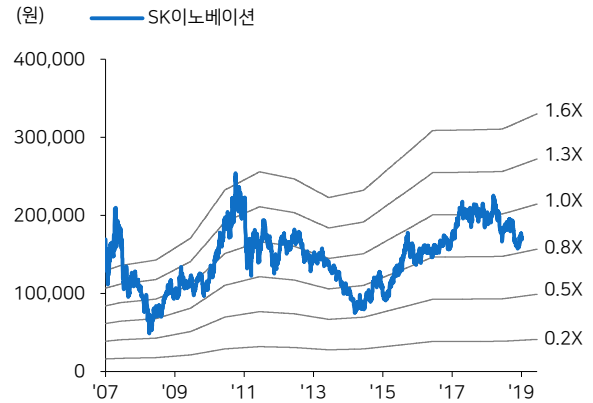
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



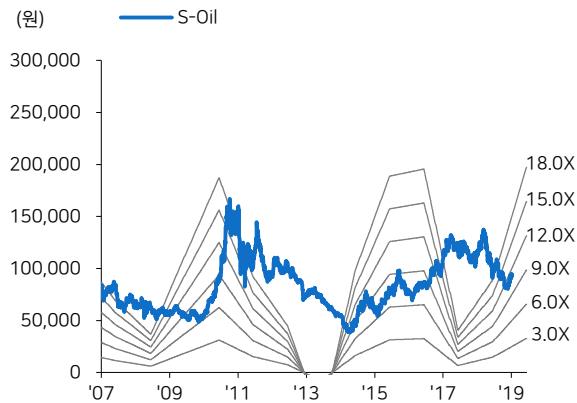
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



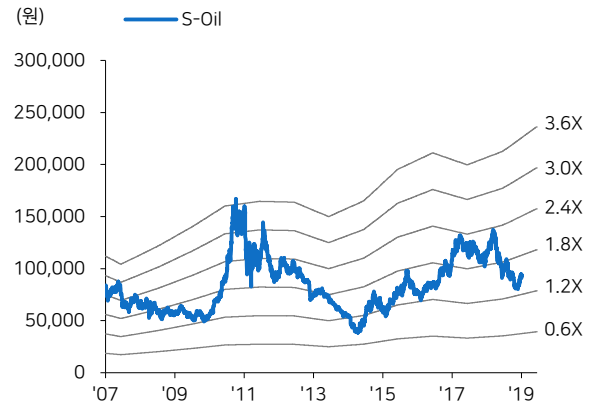
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



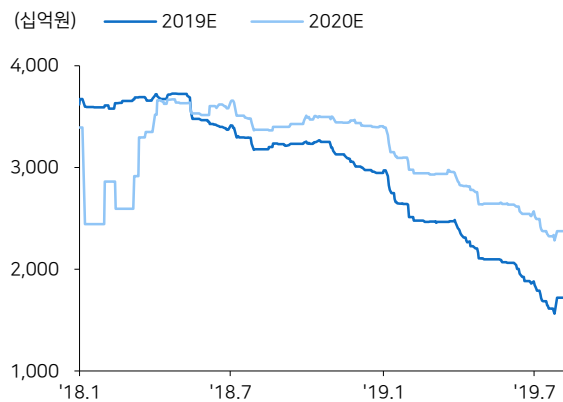
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



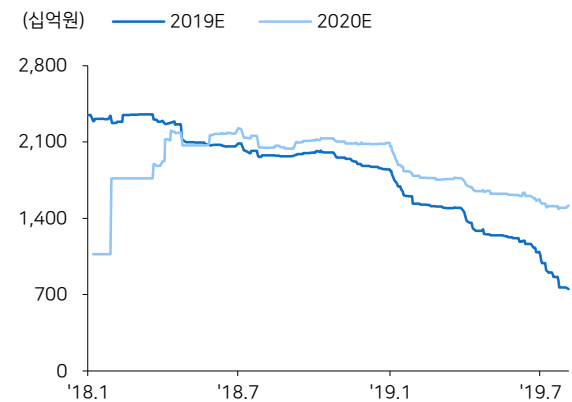
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 19년 SK이노베이션 연간 영업이익 추정치 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 19년 S-Oil 연간 영업이익 추정치 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 8 월 06 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 8 월 06 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 8 월 06 일 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 (2016 년 11 월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019 년 6 월 30 일 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)	
2017.09.13	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-24.1	-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	-25.5	-18.5	
2019.07.03	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.6	-18.5	
2019.07.08	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.9	-18.5	
2019.07.23	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-25.9	-18.5	
2019.07.29	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-26.1	-18.5	
2019.08.06	산업브리프	Buy	240,000	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)	
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	-28.9	-16.2	
2019.07.15	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.9	-16.2	
2019.07.24	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-28.9	-16.2	
2019.08.06	산업브리프	Buy	130,000	노우호	-	-	