



▲ 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 당시 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

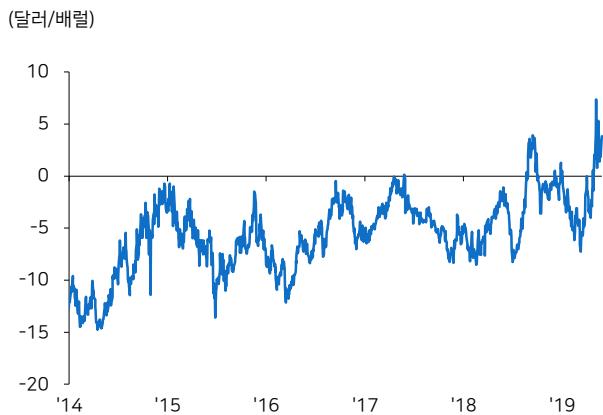
최근 1년 새 B-C 마진 반등 요인은 공급량 감소(구조적 & 지정학)이다. 지정학적 요인은 (1) 이란의 호르무즈 해역 봉쇄에 따른 B-C 물동량 급감, (2) 베네수엘라 정유사 저위가동에 따른 B-C 생산/수출량 감소이다. B-C 공급의 구조적 변화는 (1) 러시아 B-C 수출량 급감(경질제품 생산량 증대를 위한 중질제품 수출세 부과), (2) 19년 중동 신규 고도화설비 가동에 따른 FO 수출량 감소(UAE의 ACNOC의 RFCC, 월 5백만톤 감소), (3) 유럽 정유사들의 HSFO 감산 이후, 주요 항구들의 B-C 유입량 감소(7년래 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 & 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(-0.75 달러/배럴 MoM)로 확정. 정유업종 원가 부담이 경감되겠다.

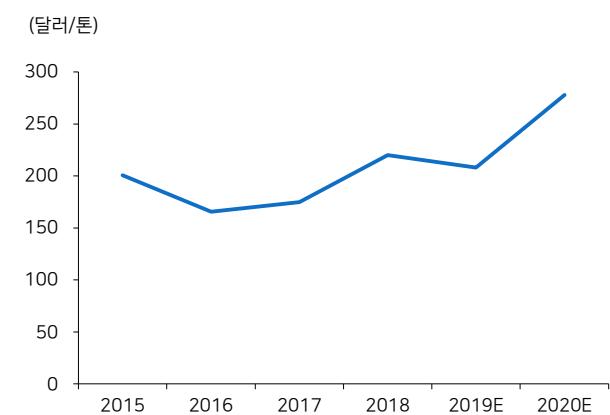
정유업종에 대한 매수 권고, 최선호주는 SK이노베이션을 유지한다

그림1 B-C 마진 추이



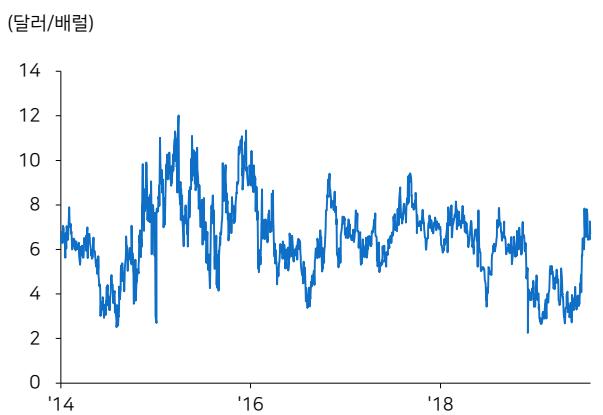
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 Gasoil 10ppm/FO380 간 스프레드



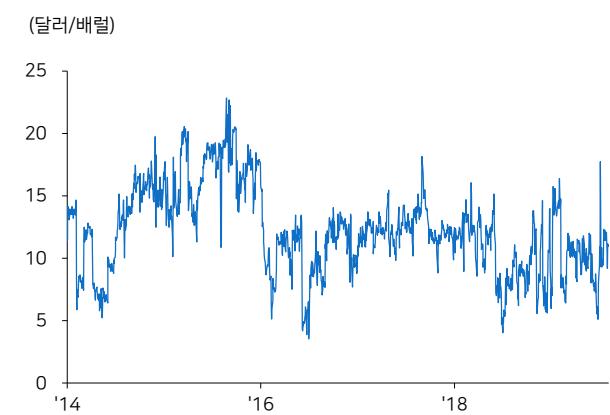
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 당사 추정 복합정제마진 추이



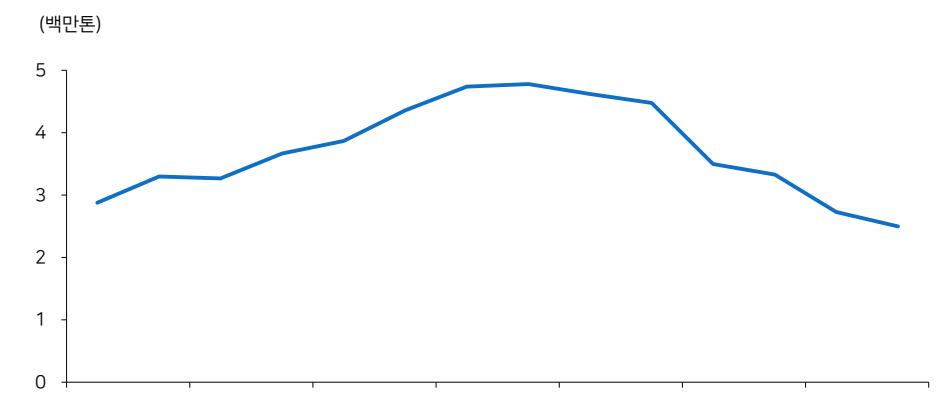
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 싱가폴 GRM 추이



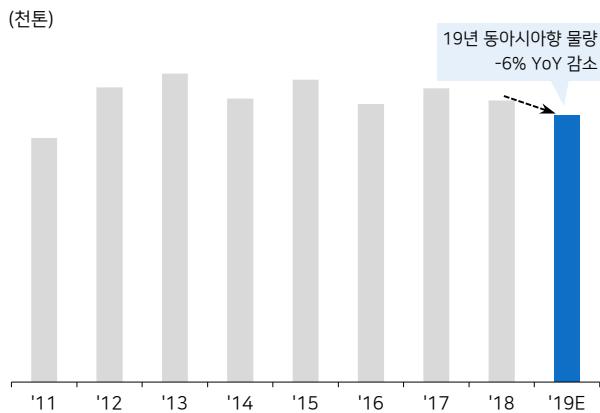
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 러시아 FO 수출량 추이



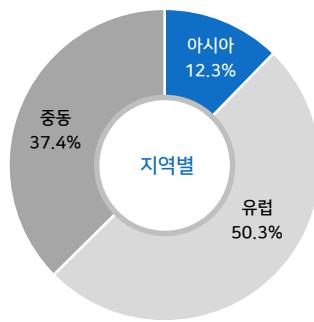
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 동북아향 FO 물동량



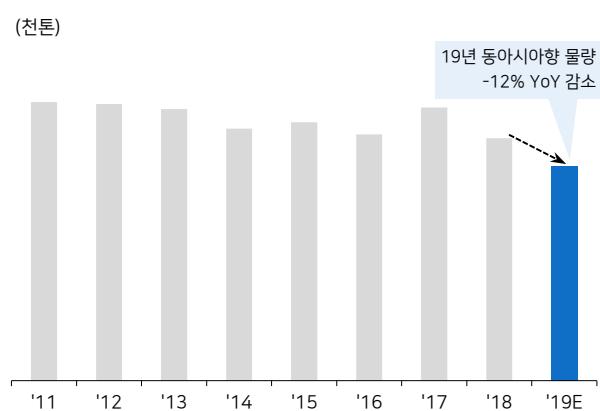
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 동북아향 지역별 FO 공급선



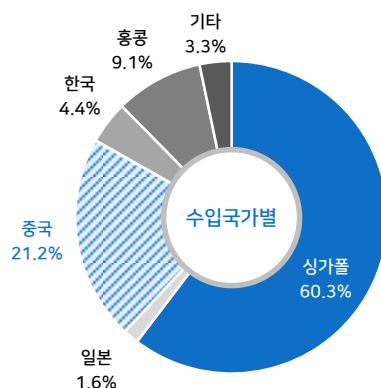
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 아시아 FO 수입량



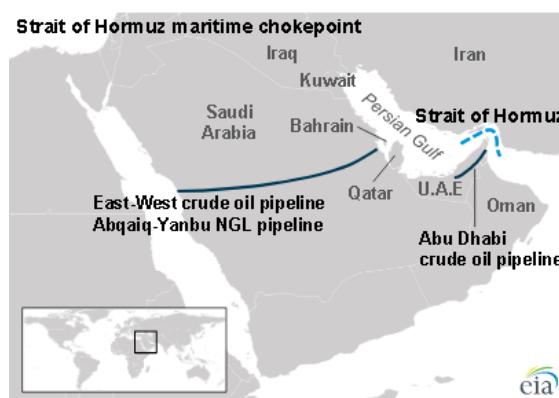
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 아시아 FO 수입국별 비중: 중국 비중 증가



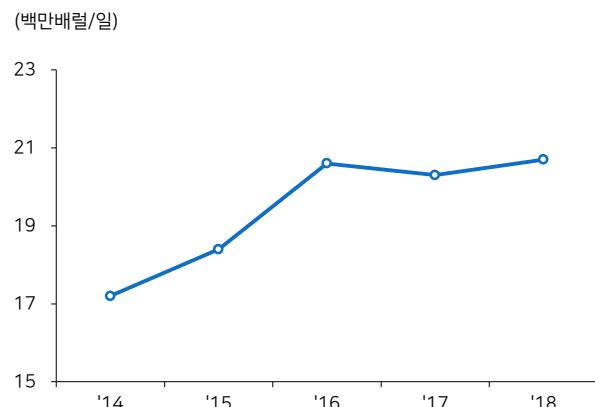
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 이란 호르무즈 해협



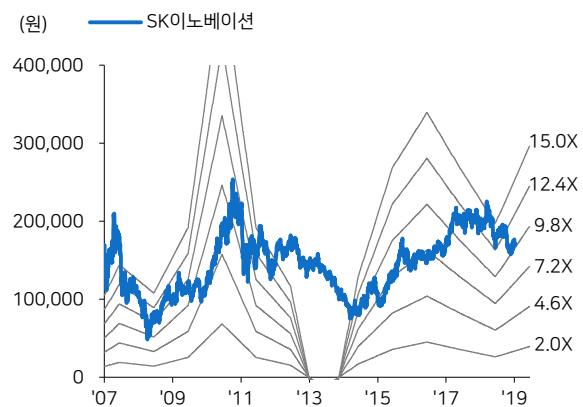
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 이란 호르무즈 해협을 통한 원유 등 물동량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 SK이노베이션 12M Fwd PER 밴드



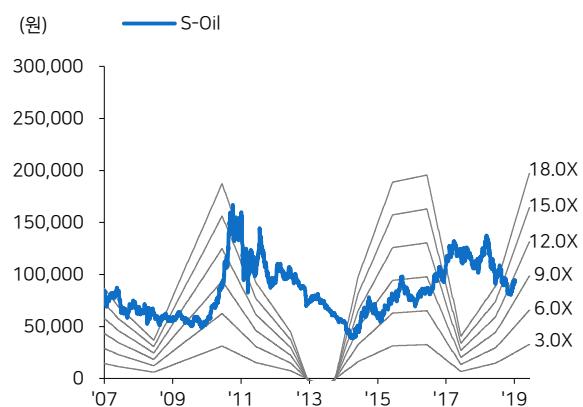
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 SK이노베이션 12M Trailing PBR 밴드



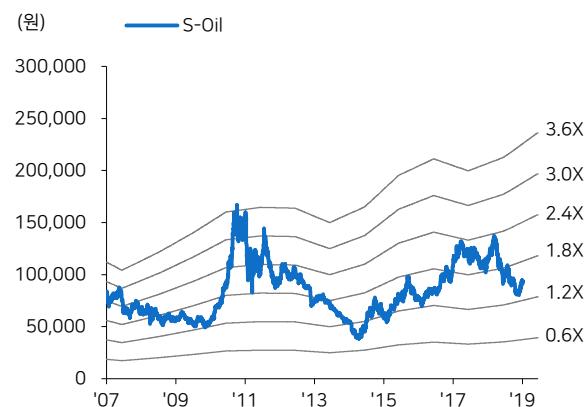
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 S-Oil 12M Fwd PER 밴드



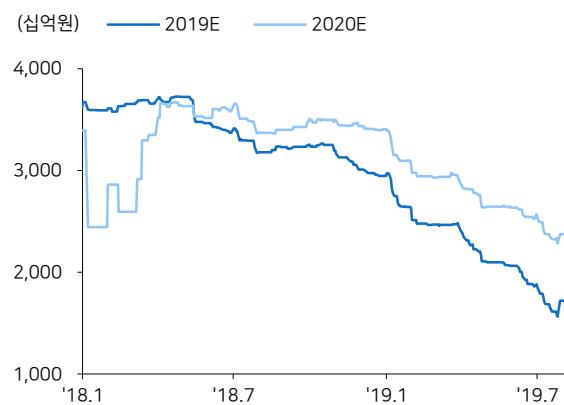
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 S-Oil 12M Trailing PBR 밴드



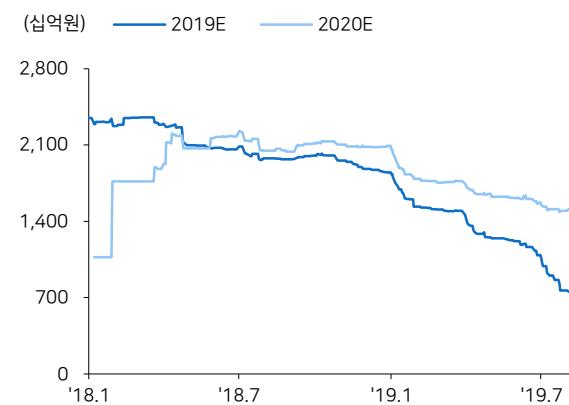
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 19년 SK이노베이션 연간 영업이익 추정치 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 19년 S-Oil 연간 영업이익 추정치 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 06일 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 증가대비 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	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)	
2017.09.13	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	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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	-	-	

