

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

소비자는 원유가 아니라 휘발유와 경유를 산다

유가가 아니라 크랙을 보라: 부족한 것은 원유가 아닌 정제능력

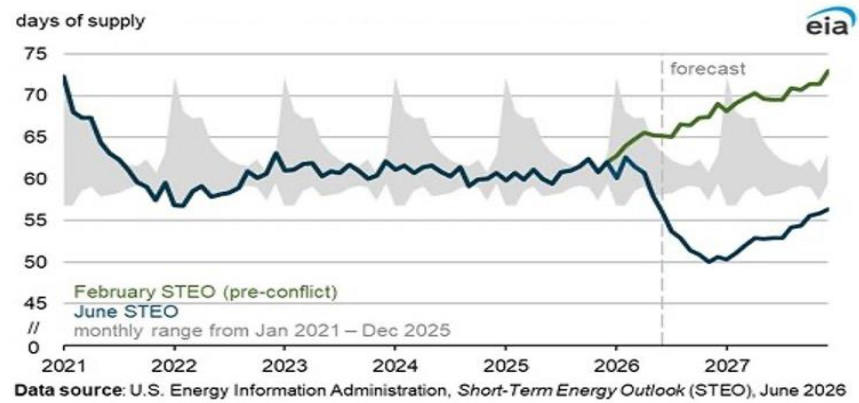
최근 원유시장에서 투자자들이 주목해야 할 변화는 유가와 정유사 실적의 방향이 더 이상 같지 않다는 점이다. 브렌트유는 전쟁 이전 수준인 배럴당 70달러까지 하락했지만, 휘발유와 경유 가격은 각각 19%, 30% 높은 수준을 유지하고 있다. 원유 가격만 보면 일견 공급 우려가 해소된 것처럼 보이지만, 소비자가 실제로 사용하는 석유제품 가격은 여전히 공급 부족을 반영하고 있는 것이다. 단기적인 원유 공급 증가는 유가를 낮출 수 있어도, 정유설비 부족과 제품재고 감소라는 구조적 문제까지 해결하지는 못한다. 전쟁 이후 세계 석유재고는 10억배럴 이상 감소했고, OECD 원유 및 석유제품 재고의 수요 대비 커버리지는 연말 50일까지 하락할 가능성이 있다.

재고가 충분할 때는 정유공장 사고나 정기보수가 일시적 변수에 그치지만, 재고가 바닥난 시장에서는 작은 공급 차질도 휘발유/경유/항공유 가격을 큰 폭으로 끌어올릴 수 있다. 결국 하반기 석유시장의 핵심은 원유가 부족한가가 아니라, 필요한 시점에 필요한 석유제품을 충분히 공급할 수 있는가에 있다.

이 같은 환경은 국내 정유사에 가장 유리한 이익 구조를 만들어준다. 유가 하락은 원재료 구매비용과 운전자본 부담을 낮추고 재고평가손실 위험을 완화하는 반면, 휘발유/경유/항공유 가격 강세는 정제마진을 지지한다. 쉽게 말해 원유는 싸게 사고, 제품은 비싸게 파는 구조다. 특히 국내 정유사들은 상대적으로 저렴한 중질유와 잔사유를 경유/항공유 등 고부가 제품으로 전환할 수 있는 고도화설비를 보유하고 있어, 제품 공급 부족이 심화될수록 이익 레버리지가 더욱 커진다. 미국과 유럽에서는 노후 정유설비 폐쇄가 이어지고 있고, 환경규제와 높은 건설비로 정유공장 신증설도 제한적이다. 따라서 국내 정유사의 투자 논리는 더 이상 유가 상승 수혜가 아니다. 핵심은 세계 정제능력의 희소성이 높아질수록 정제마진과 설비가치가 함께 재평가된다는 데 있다.

소비자는 원유를 사지 않는다. 소비자는 휘발유와 경유를 산다. 지금 시장에서 희소한 자산은 원유가 아니라, 원유를 소비 가능한 제품으로 바꾸는 정제능력이다. 당사는 SK 이노베이션과 S-Oil 등 국내 정유사에 대한 선호를 유지한다.

그림 1. OECD 상업용 원유 및 기타 액체 연료 재고 추이/전망



자료: EIA, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.