

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

98%를 돌려도 재고가 쌓이지 않는다

정제마진은 고점보다 지속기간이 중요하다

최근 정제마진 강세에서 더 중요하게 봐야 할 것은 마진의 절대 수준보다 제품 재고의 흐름이다. 미국 정유설비 가동률은 8월 마지막 주 98.0%까지 올라 2018년 8월 이후 최고 수준을 기록했고, 원유 투입량도 증가하였다. 통상 이 정도 가동률이면 제품 재고가 빠르게 늘어나는 것이 일반적이다. 그러나 휘발유 재고는 오히려 전주 대비 120만배럴 감소한 2.057억배럴에 그쳤고, 중간유분 역시 전체 재고가 소폭 늘었음에도 동부지역 재고는 사상 최저 수준까지 떨어졌다. 유럽도 양상이 비슷하다. 휘발유 크랙은 배럴당 62.07달러로 2022년 고점에 근접했고 경유 크랙도 최근 78.91달러까지 상승했다. 휘발유 재고는 75.2만톤으로 2021년 9월 이후 가장 낮다. 결국 현재의 제품 부족은 정유사들이 설비를 덜 돌린 결과가 아니다. 설비를 사실상 최대 수준으로 가동하고 있는데도 재고가 쌓이지 않고 있다는 점이 이번 정제마진 강세의 핵심이다. 단순히 지정학적 리스크로 마진이 일시적으로 높아졌다고 보기 어려운 이유도 여기에 있다.

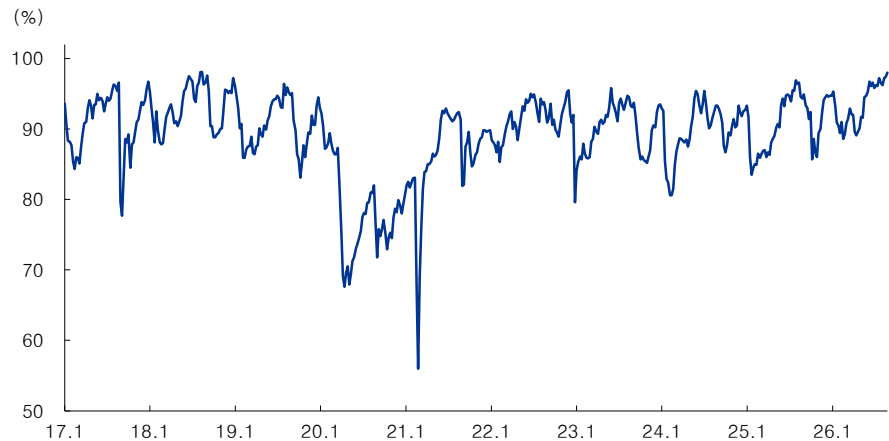
공급 측 대응도 과거보다 더디다. 러시아와 중동의 정유설비 차질이 지속되는 가운데 유럽에서는 라인강 저수위가 제품 운송을 제약하고 있다. 미국은 이미 가동률이 98%에 달해 추가 생산 여력이 크지 않고 9월부터는 정기보수 시즌에 들어간다. 정제마진이 높은 만큼 정유사들이 보수를 일부 늦출 가능성은 있다. 다만 높은 부하로 장기간 운전한 설비의 정비를 계속 미루기는 어렵다. 예정대로 보수에 들어가면 공급이 줄고, 정비를 늦출 경우에는 계획되지 않은 정지 위험이 높아진다. 어느 쪽이든 공급 여건이 빠르게 완화되기 쉽지 않다. 중국의 석유제품 수출 확대도 변수지만 예전만큼 단순하지 않다. 러시아산 저가 원유를 확보하기 위한 경쟁이 심해졌고 이란산 원유 조달 여건도 악화되면서 독립계 정유사들의 원료 경쟁력은 과거보다 낮아졌다. 과거에는 제품가격이 오르면 중국의 가동률과 수출이 늘어나면서 수급이 빠르게 균형을 찾았다. 지금은 이 공급 조정 기능이 이전만큼 빠르게 작동하지 않고 있다. 이번 사이클의 차이는 수요가 특별히 강하다는 데 있기보다 높은 가격에도 공급이 충분히 따라오지 못하고 있다는 데 있다.

이 때문에 지금 정유업종에서 봐야 할 것은 정제마진의 추가 상승 폭보다 강세의 지속기간이다. 휘발유와 경유 크랙은 이미 역사적으로 높은 수준에 올라와 있어 여기서 마진이 몇 달러 더 오르는지를 놓고 실적과 주가를 판단하는 것은 큰 의미가 없다. 오히려 현재 수준의 마진이 한두 분기 더 이어지는지가 연간 실적에는 훨씬 중요하다. 정제마진 가정을 배럴당 2~3달러 높이는 것보다 정상화 시점을 한 분기 늦추는 편이 연간 영업이익의 추정치에 미치는 영향이 더 클 수 있다.

과거 정유 사이클은 높은 제품가격이 수요를 둔화시키고 유희설비가 재가동되면서 비교적 빠르게 끝났다. 그러나 지금은 다시 돌아올 유희설비가 많지 않고, 러시아와 중동의 공급 차질에 낮은 제품 재고와 정기보수까지 겹쳐 있다. 당초 3분기 일시적 호황으로 봤던 정제마진이 4분기를 넘어 2027년 초까지 유지된다면 시장이 다시 조정해야 할 것은 정제마진의 고점이 아니라 정유사들의 연간 이익 수준이다. 국내에서는 정유와 윤활기유 이익 기여도가 높은 S-Oil의 민감도가 가장 크고, SK이노베이션 역시 같은 방향의 수혜가 예상된다.

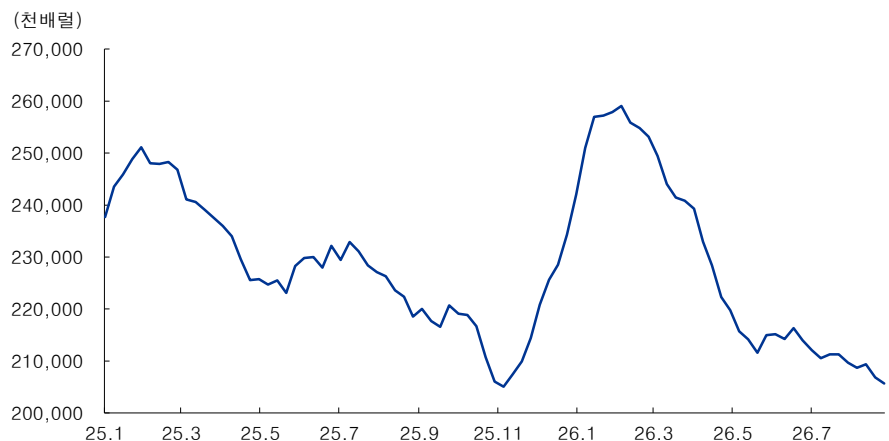
정유주에서 이제 중요한 질문은 마진이 얼마나 더 오를 것인가가 아니다. 왜 높은 마진이 아직도 꺾이지 않고 있는가를 봐야 한다. 정유사 이익은 마진의 고점보다 높은 마진이 유지되는 기간에 훨씬 더 민감하다.

그림 1. 미국 정제설비 주간 가동률 추이



자료: EIA, IBK투자증권

그림 2. 미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, IBK투자증권

그림 3. 미국 동부(PADD1) 중간유분 재고 추이

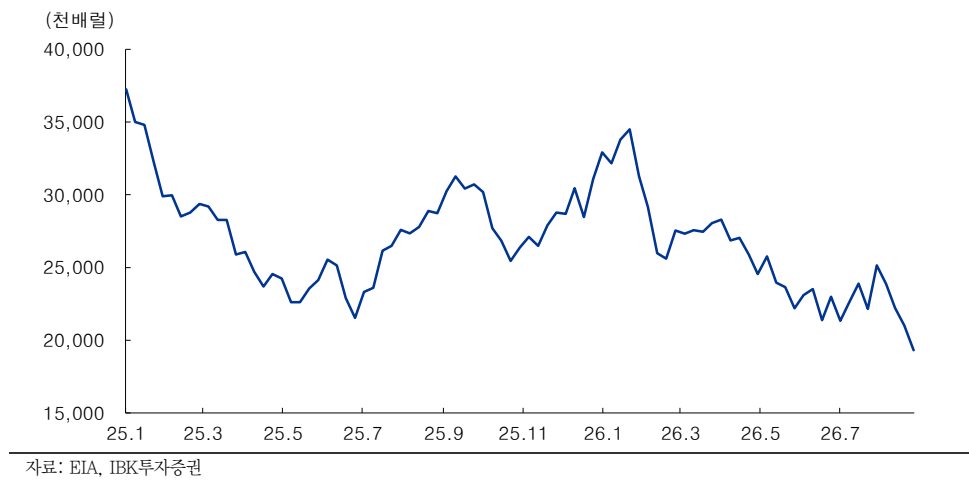


그림 4. 미국 휘발유 재고 추이

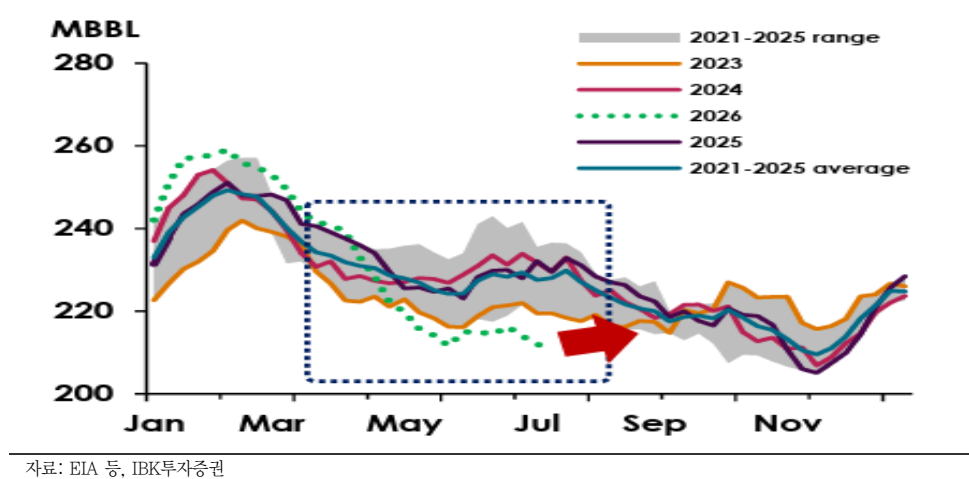


그림 5. 세계 휘발유 재고 추이

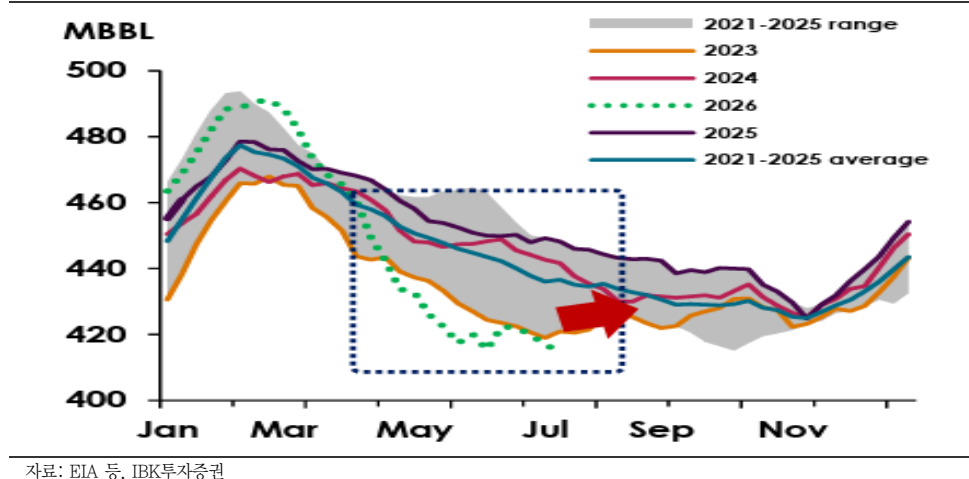
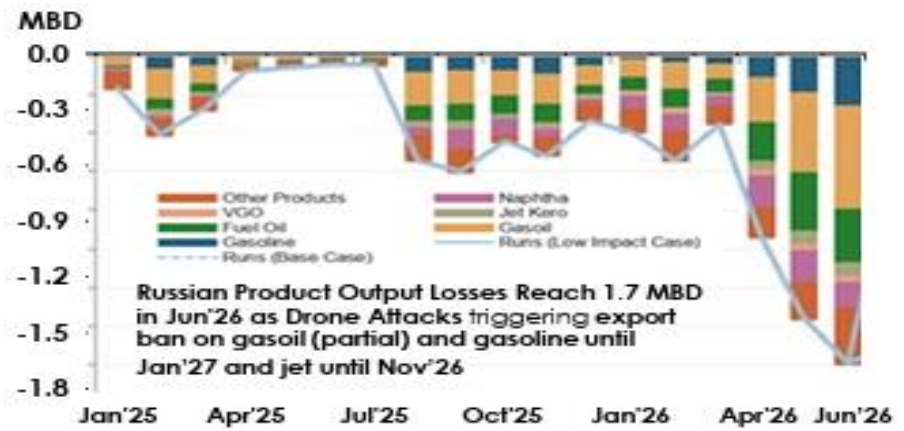
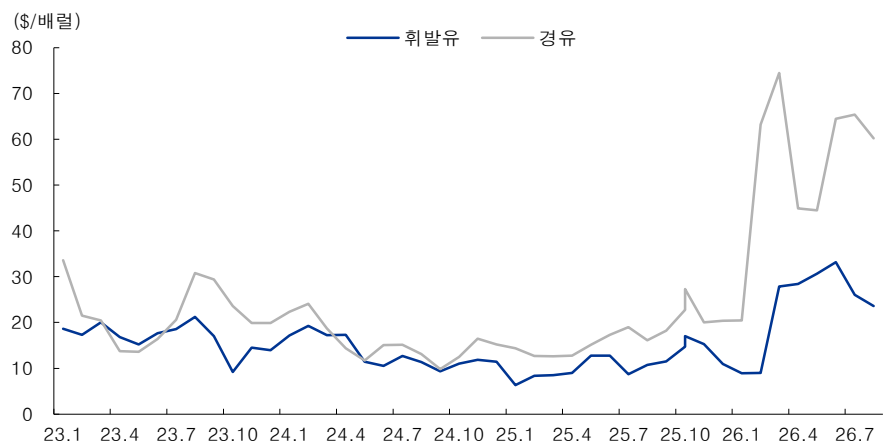


그림 6. 우크라이나 드론 공격으로 인한 러시아 정유제품 생산 감소 추이



자료: EIA 등, IBK투자증권

그림 7. 역내 월간 휘발유/경유 크랙 추이



자료: 페트로넷, 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.