

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[S-Oil]

금리 인상, 정유주에는 왜 호재가 될 수 있나

고금리가 신규 설비에는 할인율을, 기존 설비에는 희소가치를 부여한다

금리 인상은 통상 정유주에 부정적인 변수로 인식된다. 경기 둔화와 석유제품 수요 위축을 먼저 떠올리기 때문이다. 다만 최근 정유업에서는 수요 못지않게 공급 측면의 영향을 함께 볼 필요가 있다. 정제설비는 대규모 자본이 선투입되고 투자 회수기간도 긴 대표적인 자본집약 산업이다. 금리가 높아질수록 신규 프로젝트의 자본비용과 요구수익률이 올라가고, 에너지 전환에 따른 장기 석유수요의 불확실성까지 더해지면 신규 투자의 경제성은 빠르게 낮아진다. 노후 설비 역시 환경규제 대응과 설비 고도화를 위한 추가 투자가 필요한 만큼 자본비용 상승에 취약하다. 결국 고금리는 신규 증설의 문턱을 높이고 고원가 노후 설비의 퇴출 압력을 높이는 변수다. 수요가 급격히 감소하지 않는다면 기존 정제설비의 가동률과 상대적인 자산가치는 오히려 높아질 수 있다. 특히 이미 대규모 투자가 집행된 S-Oil의 정제설비는 신규 설비의 경제성이 낮아질수록 대체하기 어려운 자산으로 평가받을 가능성이 높다.

금리와 정제마진을 연결하는 보다 직접적인 경로는 재고다. 원유와 석유제품은 재고 자체가 상당한 운전자본을 필요로 한다. 금리가 올라가면 정유사뿐만 아니라 트레이더와 유통업체의 재고 금융비용도 높아지고, 공급망 전반에서 적정 재고 수준을 낮추려는 유인이 커진다. 물론 현재의 낮은 제품재고를 금리만으로 설명할 수는 없다. 정제설비 차질과 폐쇄, 지역별 수급 불균형 등 보다 직접적인 요인이 함께 작용하고 있다. 중요한 것은 재고가 낮을수록 수급 충격을 흡수할 여력이 줄어든다는 점이다. 정기보수나 예상치 못한 설비 정지, 계절적 수요 증가가 발생했을 때 재고가 충분하다면 충격을 흡수할 수 있지만, 재고가 낮은 환경에서는 제품 현물가격이 보다 빠르게 반응한다. 원유가격보다 휘발유/경유/항공유 가격이 빠르게 상승하면 크랙은 확대된다. 금리가 정제마진을 직접 끌어올리는 것은 아니지만, 재고를 충분히 보유하기 어려운 환경을 강화하여 작은 수급 충격이 더 큰 마진 변화로 전이될 가능성을 높인다.

이 때문에 최근 정유 업종에서는 정제마진의 고점보다 지속기간을 더 중요하게 볼 필요가 있다. 과거에는 경기 회복과 석유제품 수요 증가가 마진 상승의 출발점이었다면, 지금은 낮은 재고와 제한된 공급 여력이 높은 가동률을 얼마나 오래 유지시키는지가 중요해지고 있다. 수요가 크게 늘지 않더라도 공급 측 여유가 충분하지 않다면 정제마진은 과거 평균으로 빠르게 회귀하기 어렵다. 특히 높은 고도화율과 안정적인 가동능력을 갖춘 업체는 이러한 환경에서 상대적으로 유리하다. S-Oil을 비롯한 국내 정유업체의 실적 역시 유가의 절대 수준보다는 휘발유/경유/항공유 크랙과 높은 가동률이 어느 수준에서 얼마나 오래 유지되는지에 더 민감해질 가능성이 높다. IBK투자증권의 기존 정유 스팟 리포트(9/4일)에서 언급한 정제마진을 고점보다 지속기간이 중요하다는 관점에서 봐야 하는 이유다.

주식시장에서도 고금리는 정유주의 상대가치를 달리 보게 만드는 변수다. 금리가 올라가면 먼 미래의 이익에 높은 비중을 두는 성장주의 현재가치는 더 크게 할인된다. 반면 정유업종은 이미 구축된 설비에서 현재의 현금흐름을 창출한다. 기존 정제설비에서 발생하는 EBITDA와 잉여현금흐름이 배당과 자사주 매입, 차입금 감소로 연결될 경우 그 차이는 더욱 분명해진다. 이런 의미에서 기존 정유자산은 미래 성장에 의존하는 자산보다 듀레이션이 짧다. 금리 상승기의 자금 이동 역시 단순한 성장주에서 가치주로의 순환이라기보다, 앞으로 대규모 자본을 투입해야 하는 자산에서 이미 상당한 투자가 집행된 현금창출 자산으로의 이동으로 볼 수 있다. 신규 정제설비의 투자 문턱이 높아질수록 기존 경쟁력 있는 설비가 만들어내는 현금흐름의 상대가치는 높아진다.

물론 전제는 있다. 금리 인상으로 경기와 석유제품 수요가 급격히 꺾인다면 정유주 역시 부정적인 영향을 피하기 어렵다. 그러나 수요가 일정 수준 이상 유지되는 가운데 높은 금리가 장기화된다면 상황은 달라질 수 있다. 단기적으로는 높은 재고 금융비용이 재고 확충을 어렵게 만들고, 장기적으로는 높은 자본비용이 신규 정제설비 투자와 노후 설비의 추가 투자를 제약한다. 재고와 설비투자라는 두 개의 공급 완충장치가 동시에 약해지는 것이다. 결국 앞으로 정유업에서 중요한 질문은 석유수요가 얼마나 더 늘어나는가보다, 그 수요를 안정적으로 감당할 수 있는 경쟁력 있는 정제설비가 얼마나 남아 있는가에 가깝다. 고금리는 신규 설비에는 높은 할인을 적용하지만, 이미 구축된 경쟁력 있는 기존 설비에는 희소가치를 부여한다. 최근 정유주를 유가의 방향성만으로 설명하기 어려운 이유가 여기에 있다.

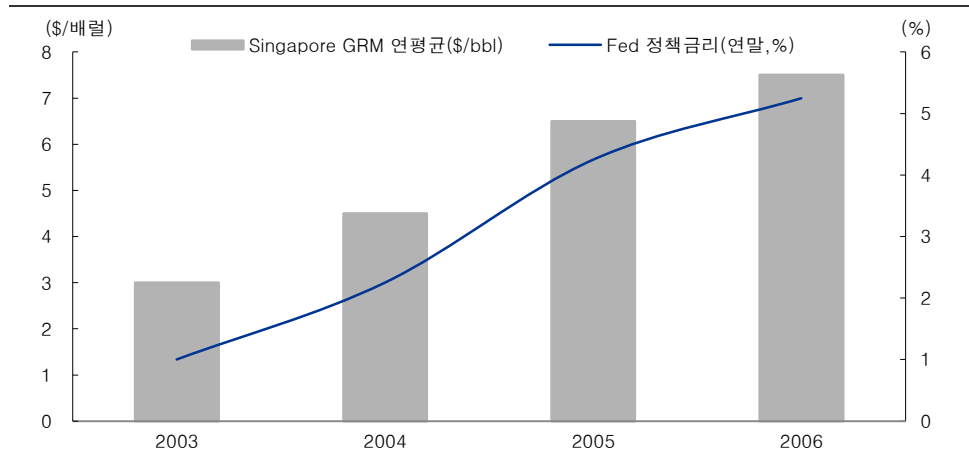
투자자들은 2004~2006년 연준 긴축 사이클, 그리고 2022~2023년 연준의 역사상 가장 가파른 금리 인상 구간 모두에서 정유주는 시장 대비 초과수익을 낸 점을 고려할 필요가 있어 보인다. S-Oil을 정유 업종 최선호주로 유지한다.

그림 1. S-Oil 사한 프로젝트 상업가동 시작 목표



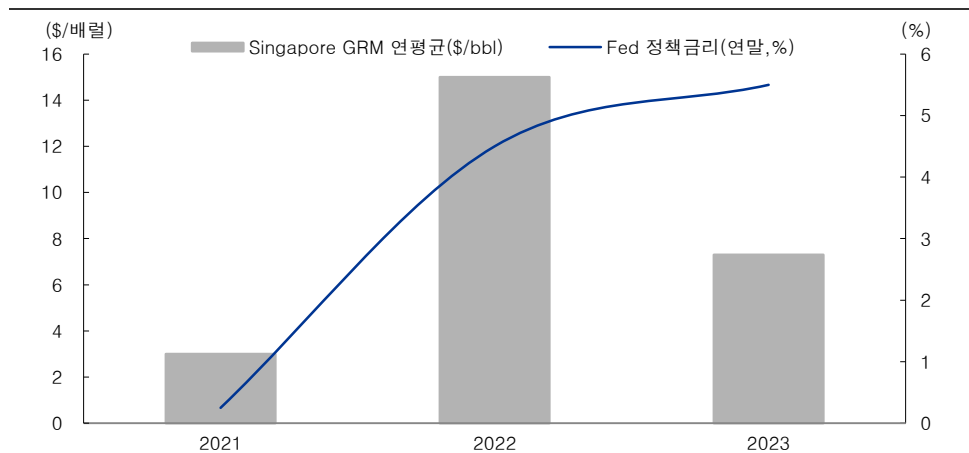
자료: S-Oil, IBK투자증권

그림 2. Fed 정책 금리와 싱가포르 정제마진(2003~2006년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. Fed 정책 금리와 싱가포르 정제마진(2021~2023년)



자료: Bloomberg, 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.