



## 정유 (Positive)

경유 마진의 회복은 가능할까? 답은 Yes

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

### 경유 마진 감소: 1) 수요 둔화 영향

경유 마진은 4주 연속 하락해 4월 3째주 기준 12.5\$/b를 기록했다. 러-우 전쟁 영향이 있었던 2022년을 제외하더라도, 2012~21년 평균 13.0\$/b에도 미치지 못하는 수준으로 부진하다. 3월까지 경유 마진의 하락은 2/5일 시행된 러시아산 석유제품 수출 제재에 앞서 있었던 재고 축적 수요가 완화되며 발생했던 것으로 분석했었다. 그러나 최근 데이터를 살펴 보면 경기 둔화로 인한 경유 수요 자체가 감소한 점도 작용하고 있는 것으로 파악된다. 3월 미국 트럭 운송량 지수는 YoY -5.4% 감소해 2020년 4월 이후 가장 큰 하락폭을 기록했다. 이 외 LA항 컨테이너 처리량도 YoY -35.0% 감소해 경유 수요가 부진함을 나타내고 있다. 미국의 트럭 물동량 둔화는 주택 신규 건설과 소매 판매 부진에 따른 결과로 판단된다. 1월 기준 유럽 주요 4개국(독일/프랑스/이탈리아/영국)의 경유 수요 또한 -11만b/d 감소하며 둔화세가 지속됐다.

### 경유 마진 감소: 2) 제재 이후에도 견조한 러시아의 경유 수출

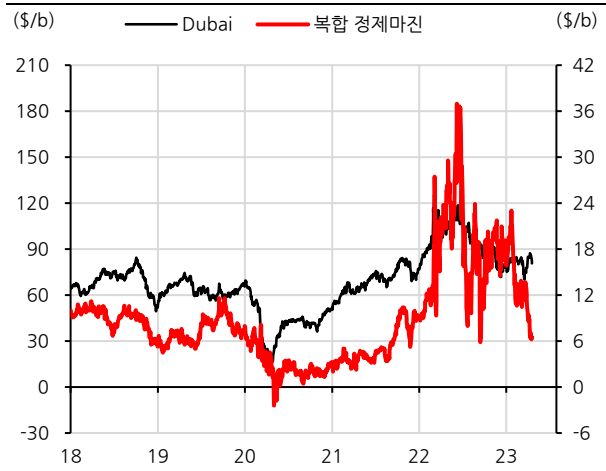
2/5일 러시아산 석유제품 수출 제재를 시행하며 러시아산 경유 수출량이 감소할 것이라고 예상됐으나, 실제 제재 영향은 다소 기대에 못 미치는 것으로 파악된다. 이는 러시아산 경유가 중동/남미/아프리카 등지로 수입된 뒤 다시 유럽에 수출되고 있기 때문이다. 3월 Fujairah 및 사우디로 수입된 러시아산 경유는 약 381만배럴에 이르는 것으로 파악되며, 이는 러시아의 전체 경유 수출량의 약 16%에 해당한다. 제재 효과가 기대에 못 미치며 러시아의 3월 경유 생산량은 1월보다 오히려 1만b/d 증가했다.

중동/남미/아프리카 국가들이 러시아산 경유를 적극적으로 수입하는 이유는 저렴한 가격에 있다. 3월 선적된 러시아산 경유 가격은 FOB 기준 60~70\$/b로 국제가격 대비 -30\$/b가량 할인된 가격에 거래되었기 때문이다. 특히 중동의 경우 늘린 러시아산 경유를 바탕으로 수출량을 늘렸는데, 유럽향 경유 수출량은 전분기 평균 대비 +164만배럴/월 증가했다.

### 결론: 경유 마진은 반등할 수 있을 것으로 예상

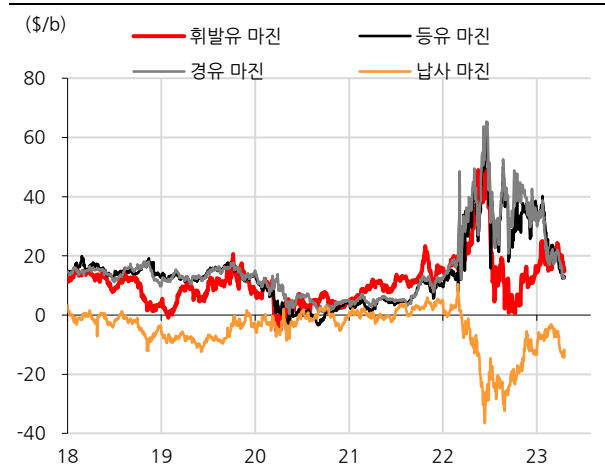
최근 수요 부진으로 인해 4주 연속 하락세를 기록하고 있는 경유 마진은 반등할 수 있을 것으로 판단한다. 이는 1) 중국 화물 물동량 지표가 2월부터 성장세로 전환했고, 2) 유럽과 아시아의 등/경유 재고도 하락하기 시작했으며, 3) 두 번째 중국의 석유제품 수출 쿼터는 지난 1월 발표된 첫 번째 수출 쿼터 대비 -600만톤~-1,000만톤 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 마진 하락, 특히 등/경유 부진은 해당 제품 생산 비중이 높은 국내 정유사들에게 부정적인 영향을 미치고 있으나, 앞서 언급한 중국의 물동량 회복과 수출량 감소 등에 의해 반등할 수 있을 것으로 판단한다. 유가도 OPEC의 감산과 계절적 성수기 진입 등으로 하락 가능성이 제한될 것으로 판단되므로, 정제 마진 상승에 따라 정유사 실적 또한 2분기를 기점으로 회복될 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 현재 S-Oil 기준 12M Fwd PBR 0.9~1.0배는 충분히 낮은 수준이며, 실적 회복 가능성을 고려할 때, 밸류에이션 부담이 없는 정유 업종에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

[그림1] Dubai 유 가격 및 복합정제마진 추이



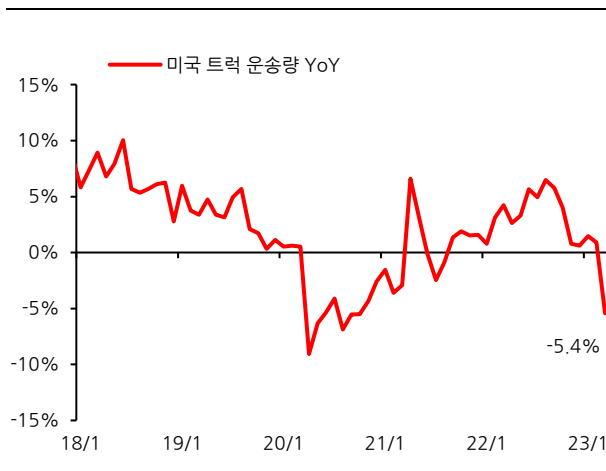
자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 석유제품별 마진 추이



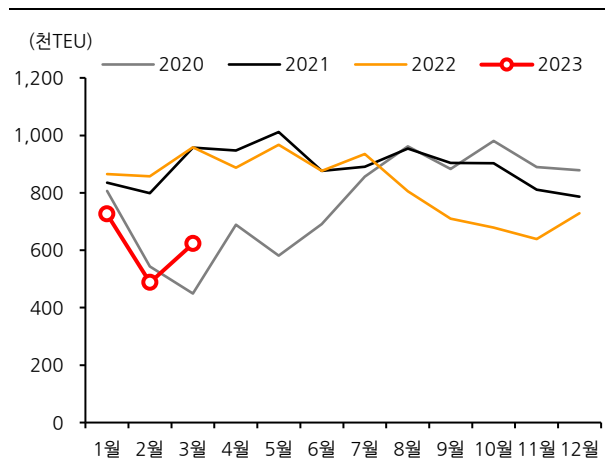
자료: Petronet, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 트럭 운송량 YoY 증감 추이



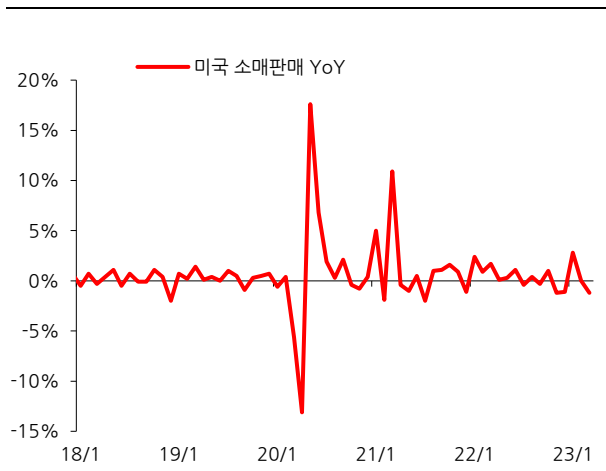
자료: ATA, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 월별 LA 컨테이너 처리량 비교



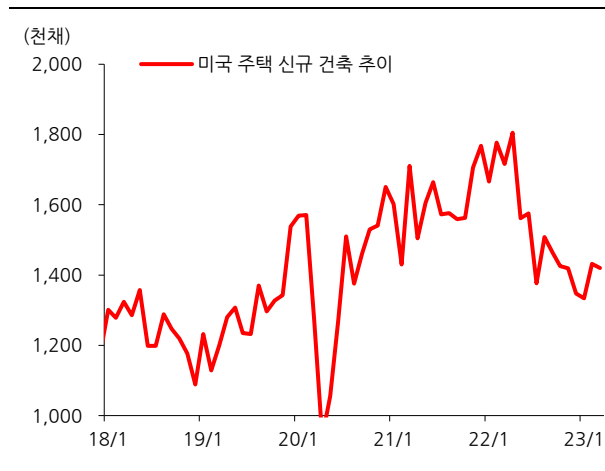
자료: The port of Los Angeles, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 소매판매 YoY 증감 추이



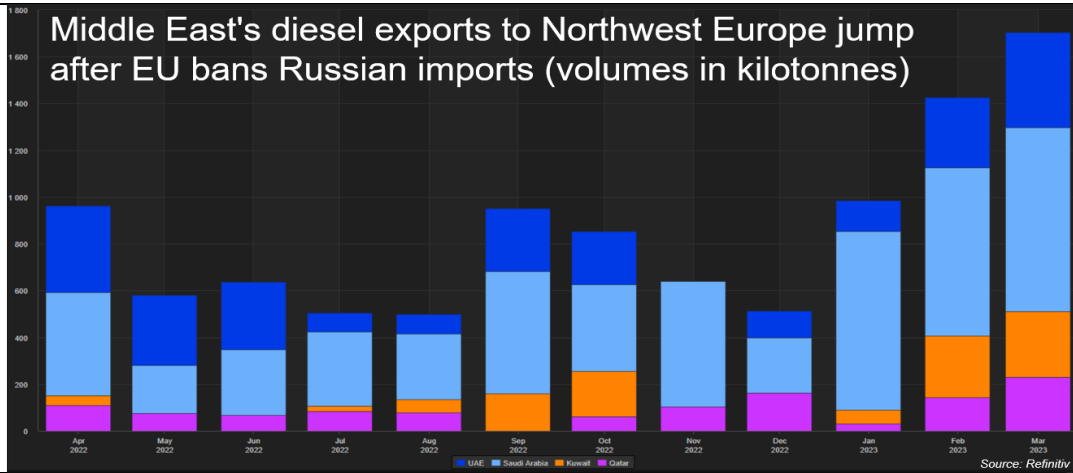
자료: ST. Louis FED, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 월별 주택 신규 건축 추이



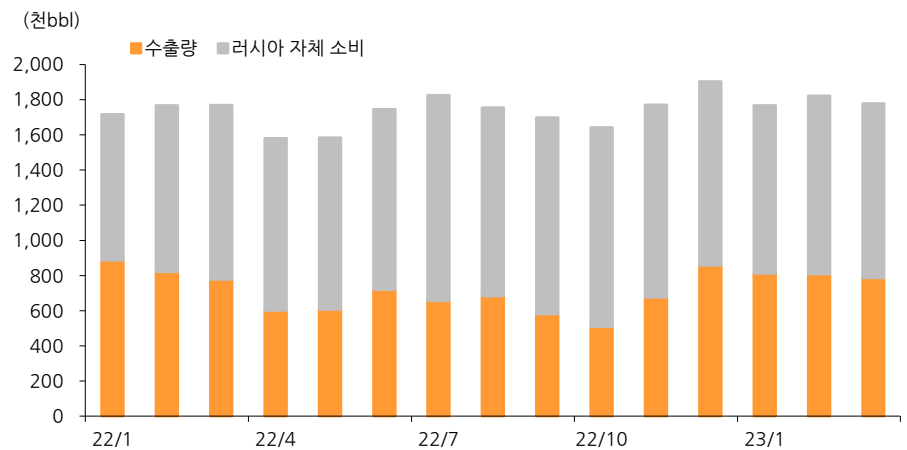
자료: The port of Los Angeles, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 중동, 러시아산 석유제품 수출 제재 이후 유럽향 경유 수출 확대



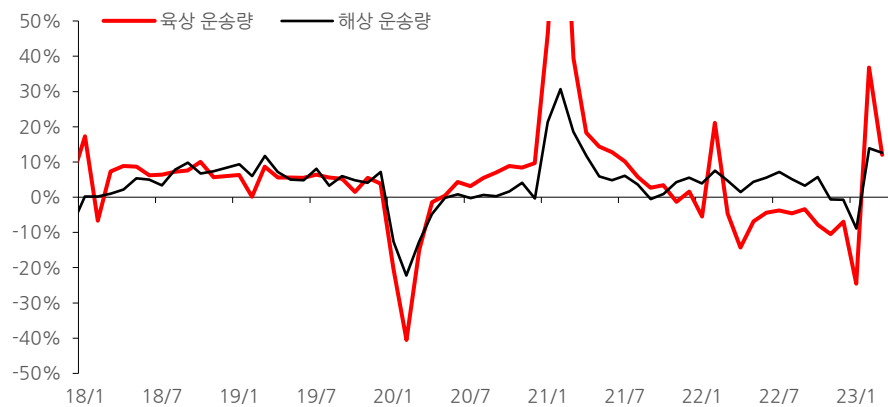
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 이에 러시아산 석유제품 생산량 변화는 크지 않아



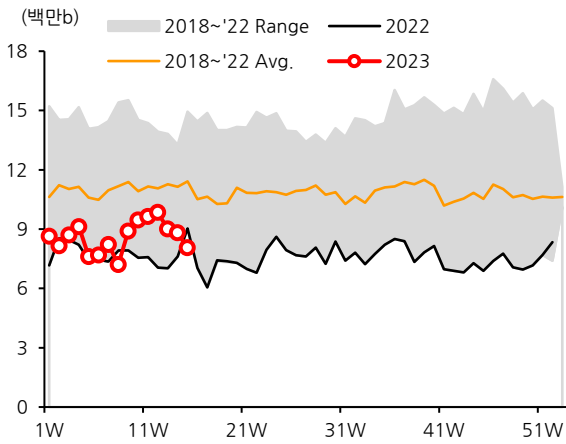
자료: Energy Intelligence, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 육상/해상 운송량 YoY 증감 추이



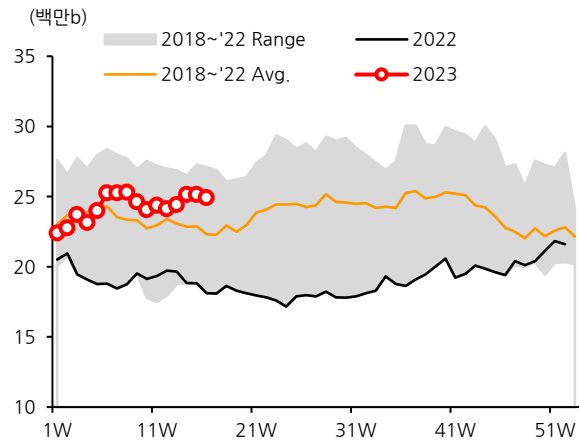
자료: Ministry of Transport, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 싱가포르 Middle distillate 재고 추이



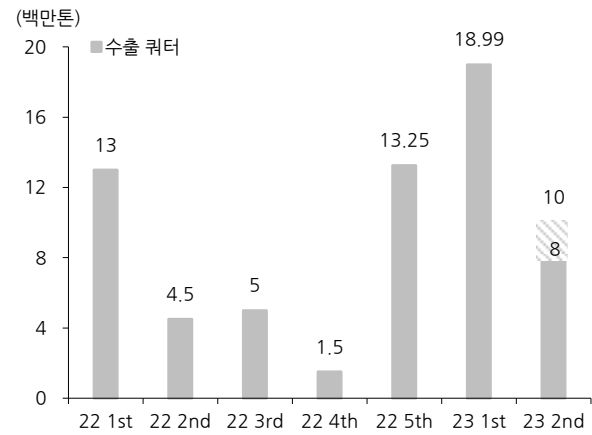
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 유럽 등/경유 재고 추이



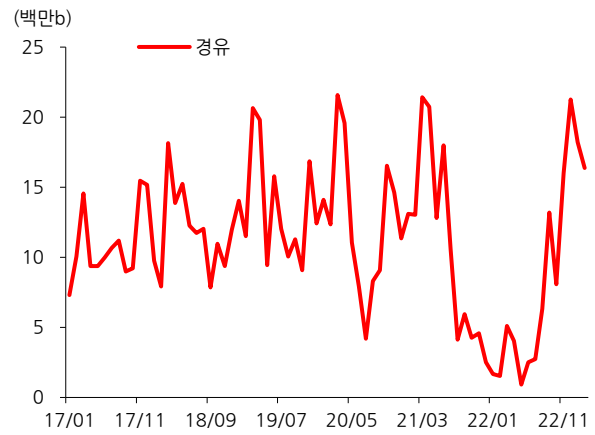
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2022~2023 중국 석유제품 수출 쿼터



주: 2023 2<sup>nd</sup> 수출쿼터는 Reuters 조사에 근거  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 중국 경유 수출량 2개월 연속 감소



자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

(공표일:2023년 04월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일:2023년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%