

IBKS Spot Comment

화학/정유/에너지

이동욱

02) 02-6915-5671
treestump@ibks.com

[화학/정유/에너지]

정제마진의 신호는 여전히 유효하다

정제마진, 원유 시장의 가장 신뢰할 수 있는 선행 지표

정제마진은 정유사가 원유를 사서 가솔린/디젤 등 제품으로 판매할 때 발생하는 스프레드를 의미하며, 원유 가격과 수요/공급을 동시에 반영한다는 점에서 원유 시장의 가장 신뢰할 수 있는 선행 지표로 평가된다. 원유 그 자체에서보다 최종 제품 단계에서 가치가 창출되기 때문에, 원유의 실질적인 최종 수요자는 정유사이며, 이들의 수익성이 곧 원유 수급을 드러내는 핵심 지표다.

현재 유럽/아시아 디젤 가격은 배럴당 90달러 후반 구간에 형성되어 있으며, 디젤 크랙을 포함한 정제마진은 최근 들어 의미 있는 폭으로 반등했다. 러시아 정유시설 피격, 글로벌 CDU 정기보수 확대, 러시아 제재 등으로 중간유분 공급이 구조적으로 제약된 반면, 수요는 여전히 견조하다는 신호로 해석된다. 정제마진 구조를 단순화하면 제품 바스켓의 가중 평균 판매가격에서 원유 가격과 에너지/운송비 등을 차감한 값이고, 크랙 스프레드는 이를 대표하는 축약 지표다. 마진이 높을수록 저효율/고비용 정유사까지 가동을 확대할 유인이 발생하며, 이는 곧 추가적인 원유 처리량 증가로 이어진다.

최근 6개월간 세계 정제마진은 역사적 평균을 상회하는 높은 레벨을 구조적으로 유지하고 있다. 러시아는 약 650만B/D의 정제능력을 보유하고 있으나, 우크라이나의 반복적인 드론 공격과 제재 환경 속에서 가동률이 떨어지며 실제 가동은 500만B/D 이하로 추정된다. 이에 따라 디젤을 비롯한 주요 수출 물량은 과거 대비 뚜렷하게 감소했다. 러시아는 튀르키예, 아프리카, 중남미 등으로 디젤/중질유를 공급하는 핵심 공급자이며, 러시아발 디젤 수출은 전 세계 수요의 약 3%에 해당하는 80~100만B/D로 추정된다.

유럽 및 OECD 지역의 중간유분 재고는 2024년 평균은 물론 최근 5년 평균을 모두 하회하는 낮은 수준까지 소진된 상태다. 이러한 환경에서 러시아 공급 차질, 동절기 수요 확대, 정기보수 시즌이 겹치는 구간에는 디젤 및 중간유분 크랙이 추가로 강화될 가능성이 높다. 전통적인 수급 모델이 주장하는 공급 과잉 또는 재고 누적 논리보다, 실제 제품 마진이 보여주는 시그널이 향후 시장 방향성을 결정하는 데 있어 훨씬 더 큰 설득력을 갖는 구간이다.

당 리서치센터는 이러한 환경에서 정제마진 정상화 국면의 수혜가 가장 직접적으로 반영될 수 있는 S-Oil과 GS 등을 중심으로 정유 업종에 대한 선호 의견을 유지한다.

그림 1. 정제마진 계산

$$\begin{aligned}
 \text{Refinery margin}_{x, y, z} &= \sum (\text{Yield}_{i,x,y,z} \times \text{Price}_{i,x,y,z}) - \text{Crude Price}_{x,y} - \text{Freight Cost}_{x,y} \\
 &\quad - \text{CO2tax}_{x,y,z} - \text{Total Marginal Energy Cost}_x
 \end{aligned}$$

자료: IEA, IBK투자증권

그림 2. 세계 지역별 정제마진 수율 추정

	LPG	Naphtha	Gasoline	Jet/Kero	Diesel	Heat Oil	LSFO	HSFO	Petcoke	Total
NW Europe										
Light sweet hydroskimming	6.0%	7.0%	20.0%	12.0%	20.0%	7.0%	28.0%	0.0%	0.0%	100.0%
Light sweet cracking	7.0%	6.0%	28.0%	12.0%	28.0%	7.0%	14.0%	0.0%	0.0%	102.0%
Medium sour cracking	7.0%	8.0%	23.0%	7.7%	25.0%	14.3%	0.0%	17.0%	0.0%	102.0%
Mediterranean										
Light sweet hydroskimming	3.6%	6.1%	14.8%	10.1%	30.7%	0.1%	34.5%	0.0%	0.0%	100.0%
Light sweet cracking	4.2%	8.5%	20.7%	11.7%	27.2%	16.4%	12.4%	0.0%	0.0%	101.2%
Medium sour cracking	7.0%	8.0%	21.3%	8.0%	26.3%	14.3%	0.0%	17.0%	0.0%	101.9%
US Gulf Coast										
Light sweet cracking	7.0%	4.0%	44.0%	10.0%	25.2%	5.2%	4.5%	2.0%	0.0%	102.0%
Medium sour cracking	7.0%	3.9%	41.7%	7.0%	27.3%	6.3%	0.0%	7.4%	0.0%	100.7%
Heavy sour coking	10.0%	0.0%	43.0%	10.0%	30.0%	3.0%	0.0%	0.0%	8.0%	104.0%
US Midwest										
Light sweet cracking	10.0%	1.0%	47.6%	6.0%	25.7%	3.7%	8.0%	0.0%	0.0%	102.0%
Heavy sour coking	7.0%	0.0%	50.0%	7.0%	24.9%	4.6%	0.0%	0.0%	10.0%	103.5%
Singapore										
Light sweet cracking	5.6%	15.4%	26.1%	11.1%	18.1%	14.3%	11.3%	0.0%	0.0%	102.0%
Medium sour cracking	6.3%	13.3%	23.2%	12.2%	19.2%	13.2%	0.0%	14.1%	0.0%	101.5%
Heavy sour coking	7.0%	8.7%	28.0%	12.0%	27.0%	14.4%	0.0%	0.0%	7.0%	104.1%

자료: IEA, IBK투자증권

Compliance Notice

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

동 자료는 기관투자자 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.