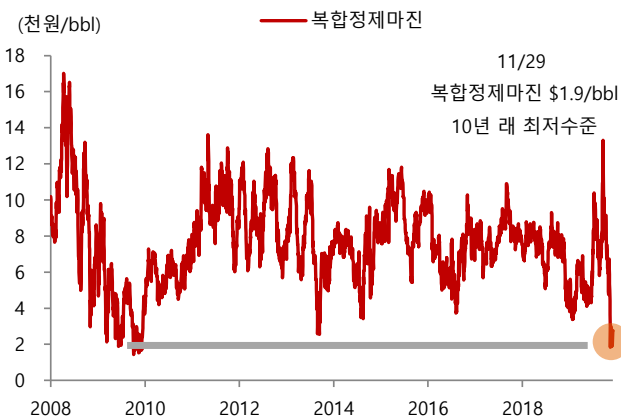


10년 래 최악의 정제마진, 어떻게 해석해야 할까?

▶ 11/29 \$1.9/bbl로서 10년 래 최저치 기록. 생각보다 따뜻한 겨울에 따른 병커의 초약세 때문으로 해석됨. 일부 IMO 영향 해석하지만 막상 경유는 큰 변동 없음. 겨울 후 반등 있겠지만 기본적 공급과잉 우려 지속

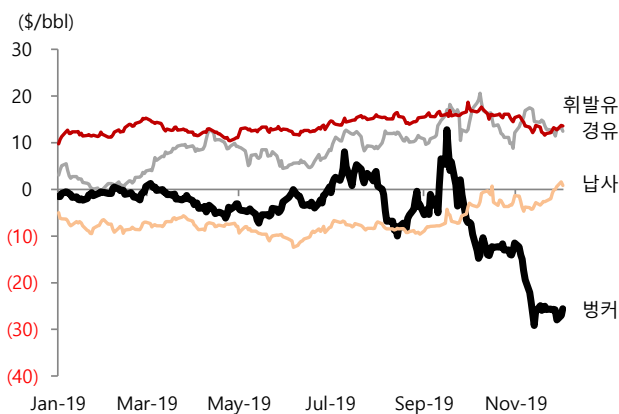
11/29 복합정제마진 \$1.9/bbl, 10년 래 최저치



자료 : Petronet, SK증권

- 11월부터 시작된 정제마진의 초약세가 계속되고 있습니다
- 지난 11/29에는 \$1.9/bbl을 기록했는데, 이는 리먼 사태 등으로 분위기가 흥흥했던 09년 이후 10년 래 최악의 수치입니다
- 사실 정제마진 약세 현상은 지난 해부터 나타나고 있었는데, 올해 막판 사우디 아람코 피폭 사태로 인해서 급반등이 한 번 나왔던 일회성 이벤트 때문에 그러한 부분들이 많이 가려지고 있었죠
- 당연히 현재 마진 수준이 지속된다면, 유가 반등이 없다는 가정 하에서는 정유 업체의 실적에 크나큰 부담이 될 수밖에 없습니다. 최근 정유 주가의 약세에는 이런 부분도 반영되었다는 판단입니다

제품들의 Dubai 대비 spread를 보면, 약세 원인은 병커



자료 : Petronet, SK증권

- 그렇다면 세부적으로 봤을 때 대체 어떤 제품 때문에 마진이 약세일까요? 답은 의외로 심플합니다. 병커 때문입니다
- 병커의 Dubai spread는 거의 -\$30/bbl에 근접할 정도인데요, 다른 제품들은 큰 변동이 없고 오히려 납사의 반등세를 감안한다면 주요 원인으로서 병커를 지목하는 데에는 무리가 없어 보입니다
- 병커의 약세는 일단 '생각보다 따뜻한 겨울' 때문으로 보입니다. 현재 천연가스 가격도 같은 이유로 약세를 보이고 있죠
- 일각에서는 이를 무리해서 IMO효과라고 해석도 하는데, 그 논리대로라면 상승해야 할 경유 spread는 큰 움직임이 없습니다. 아전인수식의 해석에 불과하죠
- 결국 기본 원인은 화학과 같은 공급과잉입니다. 그렇게 본다면 겨울이 지난 후 반등은 있겠지만, 그 폭에 대한 기대는 낮춰야 겠죠

• 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 • 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 • 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 • 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
 • 투자권한 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

