



정유 Equalweight (Maintain)

정유화학 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

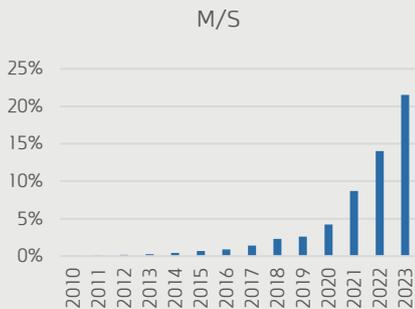
RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

'10년이후 7월 휘발유 마진 추이



(출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터)

글로벌 EV의 시장 비중 추이



(출처: Statista('10~'22년), Virta Global, 키움증권 리서치센터
주: '23년 수치는 Virta Global의 Global electric car fleet 수치를 환산)

Compliance Notice

- 당사는 8월 19일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

정유

성수기 휘발유 마진이 약한 이유를 점검해 보니



통상 업계에서 2~3분기는 여름 드라이빙 시즌으로 불리는 휘발유 강세 시기로 간주. 그러나 올해는 2분기에 이어 3분기 휘발유 마진 약세 지속. '10년 이후 같은 월의 휘발유 마진 추이를 살펴보았을 때 하향세 발견. 이는 EV 시장 침투, 경질유 증산, 연비개선, 주요 소비국 인구구조 변화 등이 작용한 것으로 구조적 변화로 판단

>>> 2분기 휘발유 약세 시현

미국 정유사들의 1분기 대정기보수 후 생산량 증가, 미국 여름철 E15(에탄올이 15% 포함된 휘발유) 판매 금지를 한시적 해제(6월 1일부터 9월 15일까지), 및 '24년 신증설 물량 등이 수요 성장 영향을 상회하며 2분기 휘발유 약세로 이어졌다.

그러나 2분기와 3분기는 여름 Driving Season으로 불리는 육상 수송용 연료 성수기이다. 8월 중순기준 3분기 역시 휘발유 약세가 지속되고 있어 휘발유 마진 추이를 확인하였다.

>>> 휘발유 마진 하향세 확인

우리는 '10년 이후 '24년(8월)까지 총 15년간 각 해 동일 월의 휘발유 마진 추이를 점검했다. 이 결과 코로나 및 극심한 정제마진 악화기를 거친 노후화 설비 폐쇄, 러시아-우크라이나 사태를 거친 '21~'23년의 초호황기를 포함하고도 12개의 선형추세선에서 공통적으로 우하향하는 추세를 발견했다. 이는 곧 EV의 시장 침투, 경질유 증산, 연비 개선 및 주요 소비국 인구구조 변화 등 휘발유 수요 성장에 부정적 영향을 미치는 구조적 요인들에서 비롯되는 것으로 해석한다.

>>> 중장기 휘발유 마진 구조적 하락, 정유주 투자 기준 유지

휘발유는 경유, 등유(항공유 포함)와 함께 주된 (+)의 정제 마진을 구성하던 석유제품 중 하나이다. 우리는 앞서 휘발유 마진이 구조적으로 중장기 하향 추세에 있는 것으로 판단한다. 기존 한국 정유주에 대한 투자기준 중 하나인

- 1) 중장기 성장둔화가 예상되는 정유외부문의 수익성 성장이라는 기준점은 이와 일맥 상통한다.
 - 2) 이러한 수익을 주주 환원 재원으로 적극 활용하는가,
 - 3) 주주환원을 위해 재무건전성을 지니고 있는가
- 의 3가지 기준으로 한국 정유주에 대한 투자의견을 정하고 있다.

휘발유 마진의 하향세가 기울기가 가파르지 않더라도 구조적이라고 보면, 1) 비정유부문의 수익 성장은 정유사 투자 매력 판별에서 더 중요한 요인이 되고 볼 수 있다.

성수기에 휘발유 마진 약세
시현중

통상 여름 Driving Season¹으로 불리는 2, 3분기는 휘발유, 경유 성수기로 정제마진이 상승 압력을 받을 것으로 간주된다. 그러나 올해 2분기의 경우 휘발유 마진이 급격히 축소되었고, 이것이 2분기 전체 정제마진 약세에 영향을 미쳤다.

7월 1일부터 8월 중순까지의 스팟 기준으로 계산한 3분기 아시아 정제 마진은 요약하면 2분기 대비 소폭 개선되었으나, 휘발유 마진과 등/항공유 마진 약세가 이어지고 있다. 특히 휘발유 마진은 현재 개선되고는 있지만 QTD기준 전분기와 같은 US\$9.1/bbl(QoQ 0%, YoY -58%)로 높지 않다.

휘발유 마진:
추세선(선형) 하향세

성수기로 받아들여지던 2분기와 3분기 휘발유 약세를 이해하기 위해 과거 data를 점검했다. 우리는 '10년 이후 해마다 같은 달의 마진을 비교했을 때 선형추세선에서 12개월 모두 예외없이 하향세를 확인했다.

참고로 '22년과 '23년은 러시아-우크라이나 사태 및 노후화 설비 폐쇄 집중 등 특이 사항이 발생하며 휘발유 마진이 급등했다. 추세선에 이 data들도 포함되었지만 하향세로 나타났다.

이는 결국 EV의 이차전지에 따른 석유제품 수요 대체가 지속적으로 일어나고 있음을 반증하는 것으로 볼 수 있다. 또한 EV의 수요 성장률은 24년 둔화되었으나 여전히 10%대의 성장을 나타내고 있고 이에 따른 수요 감소가 석유제품군 중 휘발유에서 발생하기에 이러한 추세는 이어질 가능성이 높다.

휘발유 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: Singapore Spot 가격 기준

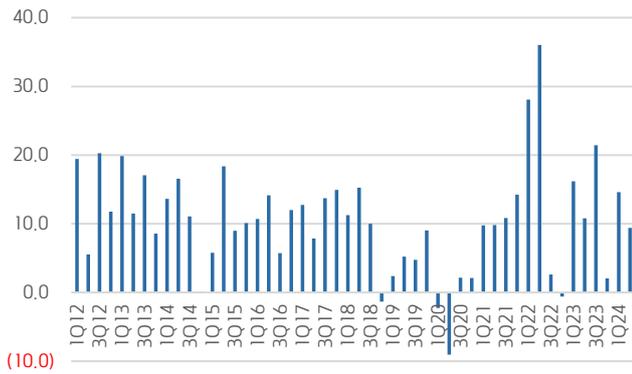
휘발유 마진 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: Singapore Spot 가격 기준

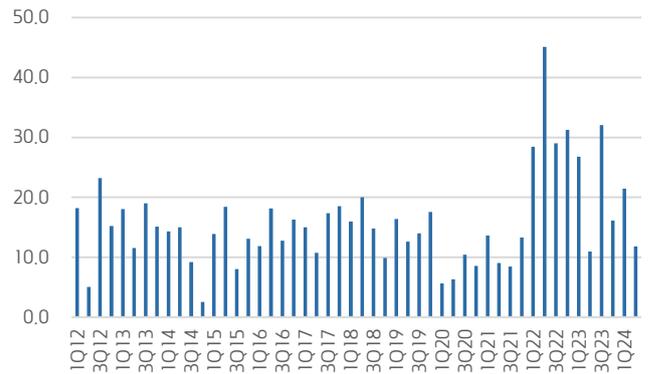
¹ Summer Driving Season: 미국의 독립기념일(5/27)과 노동절(9/2) 사이 휴가 기간을 통칭, 보통 6월~8월의 북반구 여름 휴가시즌을 의미. 이때 차를 운전하는 거리가 늘어나게 되므로 휘발유 및 경유 소비량 증가하는 경향이 있음(Breakthrough, Wikipedia)

휘발유 마진(USD/bbl) 추이



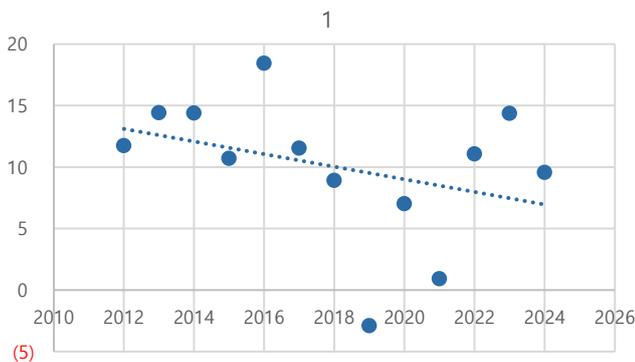
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유 래깅 1.5M 기준

경유 마진(USD/bbl) 추이



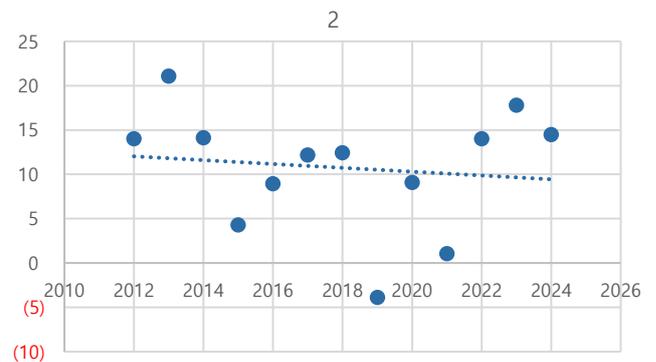
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유 래깅 1.5M 기준

연도별 1월 휘발유 마진(Singapore, 스팟 기준)



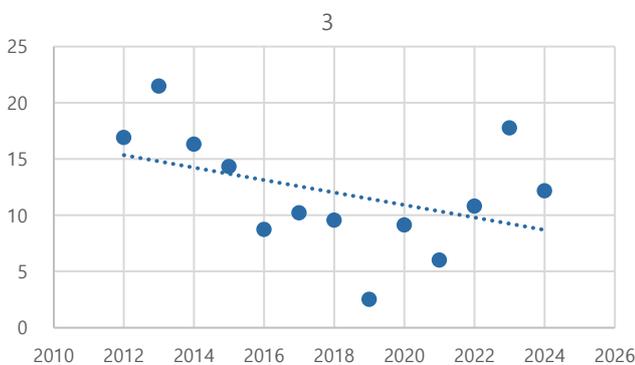
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

2월



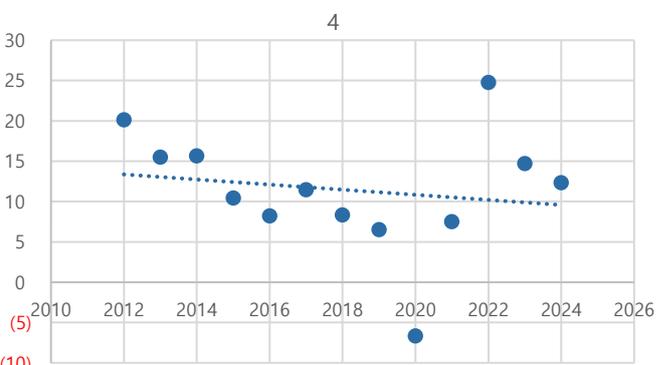
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

3월



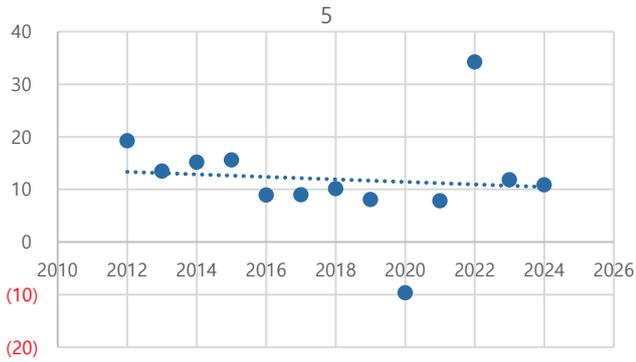
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

4월



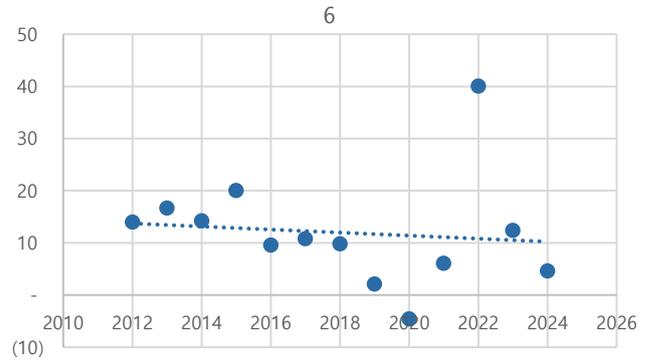
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

5월



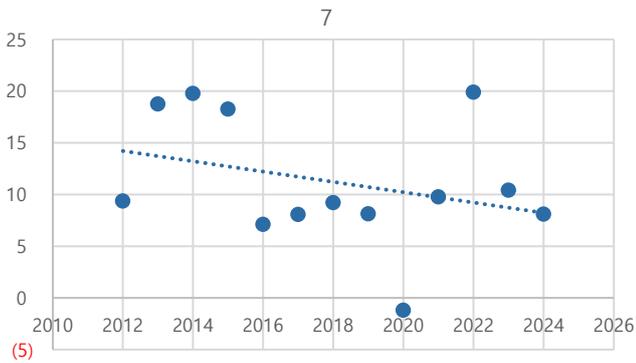
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

6월



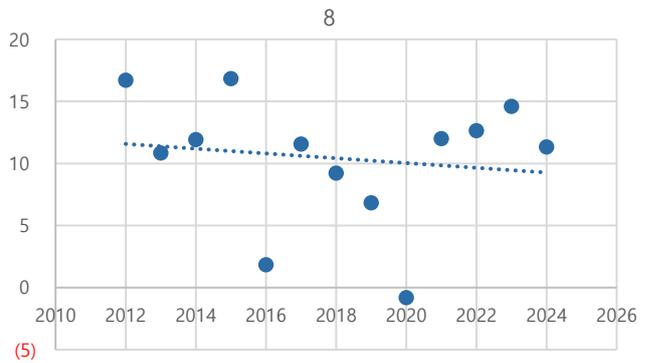
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

7월



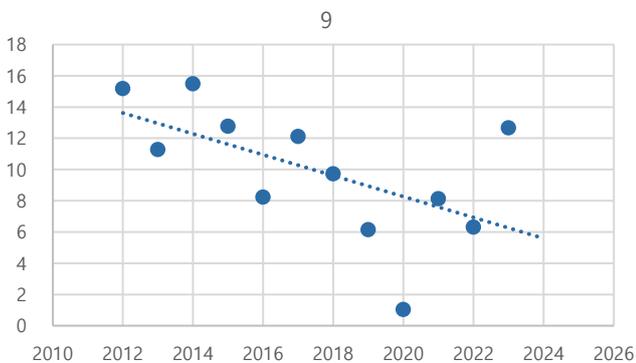
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

8월



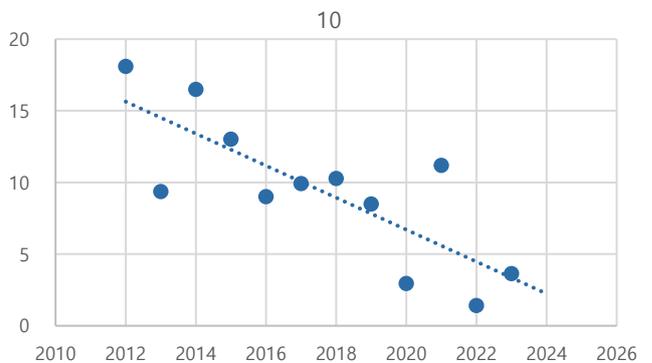
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

9월



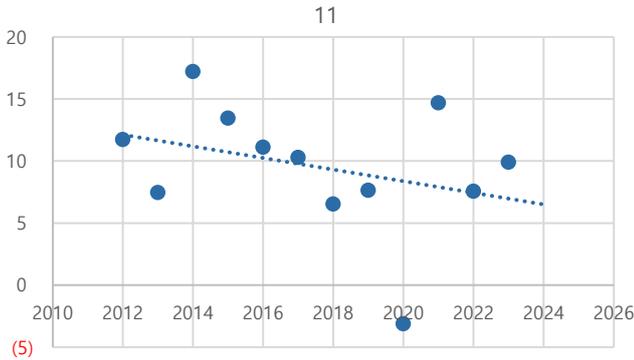
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

10월



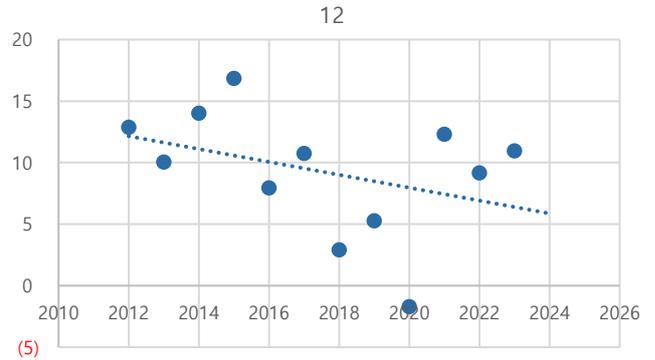
자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

11월



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

12월



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터
주: 원유가격 및 휘발유 가격 당월 Spot 기준

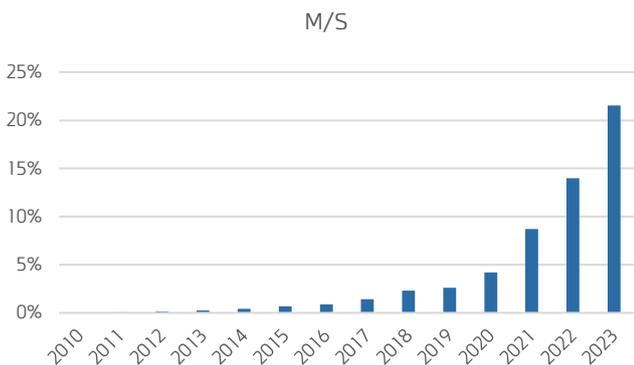
휘발유 마진:
추세선(선형) 하향세

‘10년 글로벌 시장 점유율이 0.01%에 불과하던 EV 비중은 ‘23년 약 22%로 급성장했다. 이차전지는 에너지 밀도 이슈로 수송수단 중 육송 운송수단인 차량에 주로 탑재되었다. 이에 따라 차량에 주로 사용되는 휘발유 및 경유수요가 이차전지로 일부 대체되게 된 것이다.

이 뿐 아니라 경질원유 증산으로 휘발유 공급은 증가하게 되었고, 이는 공급적 측면에서 추가 상승영향을 불러왔다. 차량의 연비개선, 주된 수송용 석유 제품 소비 지역인 유럽/미국/아시아 시장의 인구 변화 역시 중장기 수요에 부정적 요인으로 작용할 수 있다.

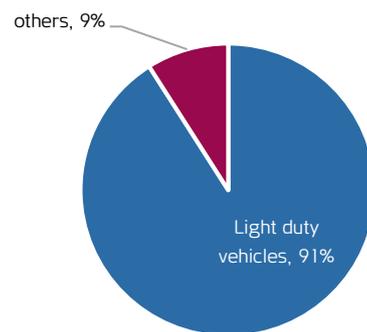
이러한 요인에 따라 휘발유 마진의 장기 선형추세선이 우하향하게 나타난 것으로 해석하며 이는 정유마진 측면에서 다소 부정적인 요인이다.

EV(승용차)의 글로벌 시장 점유율 상승



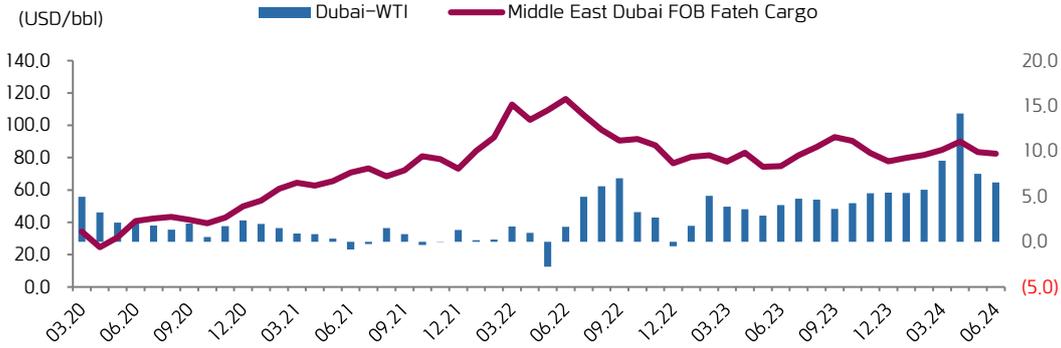
자료: Statista(‘10~’22년), Virta Global, 키움증권 리서치센터
주: ‘23년 수치는 Virta Global의 Global electric car fleet 수치를 환산

‘23년 미국 휘발유 수요, 경량 자동차가 대부분



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

WTI대비 Dubai 유가 가격 차 변화



자료: Bloomberg, Cischem, 키움증권 리서치센터

주: 원유가격 전월 및 전전월 평균, 제품가격은 당월 Spot 가격 기준

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%