



# Energy Tracker – H673

## 사우디 감산은 언제까지 지속될까?

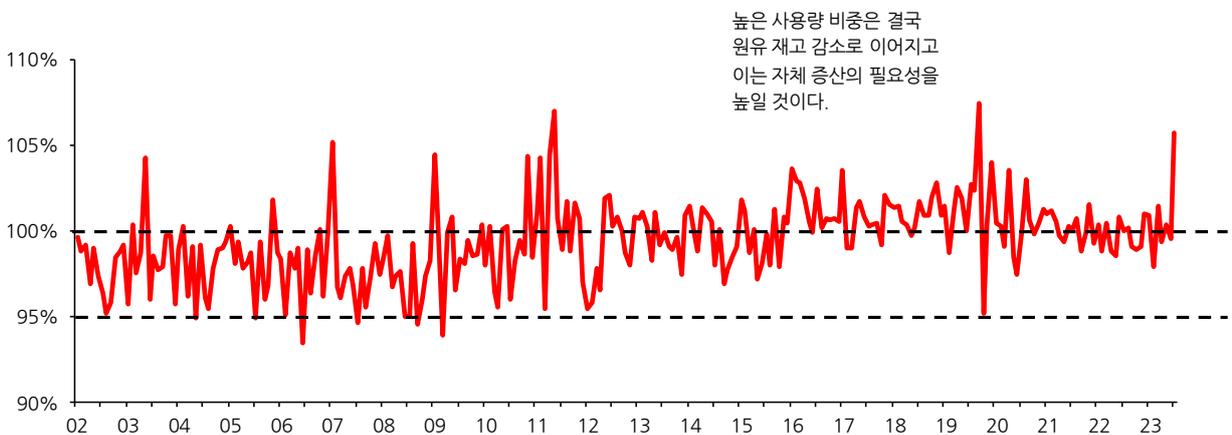
Analyst 박영훈 houn0715@hanwha.com 3772-7614

### 감산 지속 시 발생될 문제와 증설 일정 등을 감안하면...

연말까지 지속될 사우디의 감산으로 유가가 배럴당 \$90를 넘어서며 강세를 보이고 있다. 가스 가격에 대한 부담이 다소나마 약화된 상황에서 발생된 유가 강세는 겨울철을 앞두고 인플레이에 대한 우려까지 불러 일으키고 있다. 이 상황에서 가장 답답한 것은 사우디가 감산 상황을 얼마나 오래 끌고 갈지 전혀 알 수 없다는 점이다. 그리고 궁금한 것은 일간 700만배럴을 \$80에 수출하는 것과 600만배럴을 \$90에 수출하는 것의 금액 차이가 오히려 적어질 수 있는 상황에서 추가 감산을 통해 얻고자 하는 것이 과연 무엇일까라는 점이다. 사우디가 어떤 출구전략을 가지고 있는지, 어떤 시점에서 어떤 명분으로 감산을 축소할지, 그리고 이 과정을 통해 무엇을 얻어 낼 수 있는지 역시 의문이다.

감산을 통한 직접적 영향은 생산 비용 증대일 것이다. 유전에서 생산량을 줄이더라도 원유 분산을 방지하기 위해 일정 수준의 압을 유지시켜야 할 텐데, 이는 원가 증가로 인한 마진 축소로 이어질 수 있다. 두번째는 SABIC 등 사우디 석유화학사업의 수익성 악화일 것이다. 사우디의 에틸렌 생산능력은 1,750만톤이나 이중 에탄을 통한 생산 가능량은 65% 정도이고 나머지 35%는 납사 등의 고가 재료가 투입되고 있다. 그런데 원유 감산은 결국 Associated Gas의 생산 감소로 이어지며 석유화학에 필요한 에탄의 공급 감소를 유발하게 되니 업황도 좋지 않은 상황에 SABIC 등의 수익성이 좋을 리 없다. SABIC의 2023년 상반기 매출액과 영업이익은 YoY 각각 -27.5%, -85.2% 감소했다. 사우디 Mega Project중 하나인 1,100억달러 규모의 Jafurah Project의 투자 목적 중 하나가 에탄 공급을 늘리겠다는 것이니 업황 부진에 더한 감산으로 인한 수익성 악화는 부담일 수 밖에 없다. 공격적 감산 상황하에서 사우디는 원유 증산 Project를 진행하고 있다. 증산 규모는 2.5만배럴에 불과하지만 2024년 Dammam 증설이 완료된다. 2025년에는 Marjan/Berri Project에서 각각 30만/25만배럴이 증설되고 2026년에는 60만배럴의 Zuluf Project가 가동된다. 이를 감안하면 현재 감산은 아주 길어야 1년 내외 정도 일 것이라 판단할 수 있겠다. 그런데 이게 득일까 실일까?

[그림1] 사우디의 원유 생산량 대비 사용량(수출+정제처리+직접소비) 비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2023년 9월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박영훈)  
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%