



2022년 02월 25일 | Equity Research

석유화학/정유: 러시아-우크라이나 사태의 나비효과

투자 의견	석유화학/정유 애널리스트 윤재성	RA 하재선
석유화학/정유(Overweight)	js.yoon@hanafn.com	jaeseon.ha@hanafn.com

▶ 인플레이션 유발 요인 상존. 최악의 국면으로 치닫지 않는다는 가정 하에 리스크 헷지 아이디어 필요

▶ 러시아는 전통 에너지원 대국

- 러시아의 원유생산량은 글로벌 No.3로 약 1천만b/d의 생산규모(글로벌 M/S 12%) 보유. 러시아의 원유 수출 대부분은 중국을 향하며, 일본/미국/한국도 주요 러시아 원유 수입국. 참고로, 한국의 원유수입 중 러시아산의 비중은 5.6%
- 러시아의 정제설비 규모는 670만b/d로 글로벌 No.3(M/S 7%)를 차지. 참고로, 한국의 규모는 360만b/d(M/S 3.6%)
- 러시아는 미국에 이은 No.2 천연가스 생산국(M/S 17%). 노드스트림2 제재가 당장 가스 공급에 미치는 영향은 제한적. 다만, 벨라루스를 통과하는 2개의 러시아-유럽 간 가스관(Yamal-Europe Pipeline, Northern Lights Pipeline)이 이슈가 될 수 있음. 이미 벨라루스는 여러 차례 유럽의 경제제재에 대해 가스관을 잠궈 대응하겠다는 의지를 밝힌 바 있음
- 러시아의 석탄 생산량은 글로벌 M/S의 5%를 차지. 러시아는 2021년 기준 중국의 2위 석탄 공급국가
- 러시아는 글로벌 암모니아 공급의 20%를 차지. 러시아 Togliatti-Azot 파이프라인은 러시아 Samara Oblast에서 우크라이나 Black Sea Yuzhny항으로 이어지는 세계 최장(2,471km)의 암모니아 파이프라인. 우크라이나의 암모니아 수출은 주로 터키/모로코/튀니지/인도 등으로 유입됨
- 러시아는 비료 수출 Top 5 국가. 이미 러시아는 가스 강세 및 자체 공급부족 등을 이유로 올해 상반기까지 비료 수출 쿼터제를 시행 중. 이에 더해, 러시아의 우방국 벨라루스는 미국/유럽의 제재를 받는 중. 벨라루스 국영기업 BPC(벨라루스포타시)는 글로벌 20~30%에 해당하는 칼륨(K)비료 최대 생산 업체이나, 경제제재로 기존의 리투아니아 경유 수송루트를 러시아 발트해로 변경 중. 이 또한 러시아의 전략적 무기가 될 수 있음. 중국/인도 등 주요 농업국의 비료 부족 이슈 상반기 내 지속될 가능성. 참고로, 미국/유럽의 한국의 러시아/벨라루스 칼륨 비료 의존도는 12% 수준
- 러시아/우크라이나는 글로벌 밀 수출의 29%, 옥수수 수출의 19%, 해바라기유 수출의 80%를 담당

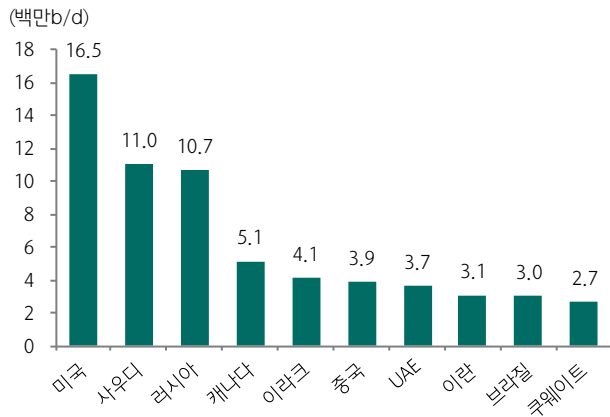
▶ 러시아-우크라이나 사태의 나비효과, 러시아 경제제재 가능성도 염두할 필요

- 1) 러시아의 전통 에너지 생산대국의 지위 및 유럽의 가스부족에 따른 유럽향 LNG 수입량 증가, 아시아 LNG 부족은 순환 참조를 통해 글로벌 전통 에너지 가격/전기로 상승으로 이어지게 됨. 가스가격 강세 지속 시 대체 발전용 원유 수요가 늘어나게 될 것(Gas-To-Oil Switch)
- 2) 유럽은 Druzhba 원유 파이프라인을 통해 러시아로부터 필요량의 25% 가량을 공급 받음. 특히, 체코/폴란드/슬로바키아/헝가리 등 동유럽 정제설비들의 러시아 원유 의존도는 50~96%에 달함. 독일 또한 러시아 원유 의존도 31%. 유럽의 러시아 원유 공급 차질 발생 시 정제설비는 물론 다운스트림 석유화학 설비에도 영향을 줄 수 있음. Druzhba 파이프라인과 관계된 석유화학 설비는 에틸렌 279만톤(유럽의 11%), 프로필렌 234만톤(유럽의 12%)에 해당. 특히, 정유의 경우, 이미 낮아진 글로벌 등/경유 재고는 추가적으로 낮아질 듯
- 3) 작년 하반기 유럽의 에너지/전기로 상승으로 유럽 알루미늄 최대업체 Dunkirk, 아연제련 업체 Nyrstar, 비료업체 Yara International 등이 생산중단을 발표한 바 있음. 메탈 가격, 비료/곡물 가격 모두에 영향을 주는 요소
- 4) 전통 에너지 공급 부족에 따른 탈탄소 관련 글로벌 정책의 미세조정 가능성 높아져. 탈탄소 보다 인플레이션 등 먹고 사는 문제가 더욱 중요해지게 되었음. 최근 바이든의 휘발유 유류세 인하, 시진핑의 2025년 탄소배출피크 시점 5년 지연, 독일의 2021년 석탄 발전 증가 등 탈탄소의 부작용을 의식한 행보들이 포착되기 시작. 전통 에너지 기업에 대한 과도한 가치 할인폭 또한 축소될 듯

▶ 결론 및 리스크 헷지를 위한 아이디어

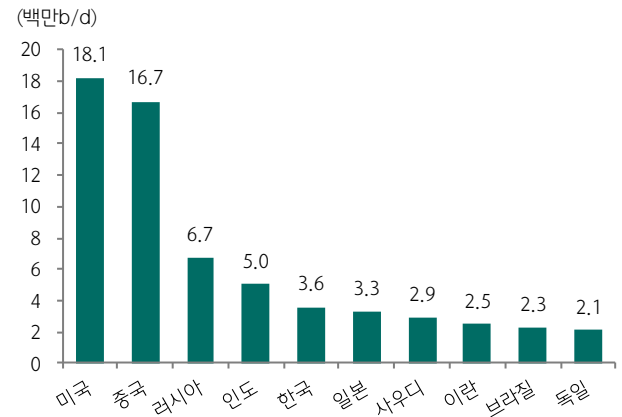
- Soft/Hard Commodity 전반 강세 예상
- 가스 부족에 대응할 대체 발전용 원유/석유제품 수요 증가 예상. 또한, 유럽의 정제설비/석유화학 설비의 원료 조달 차질 및 전기료 상승의 반사수혜 업체가 유리
- 암모니아/비료/곡물 가격 강세의 반사 수혜가 가능한 업체 유리

그림 1. 글로벌 원유생산량 Top 10



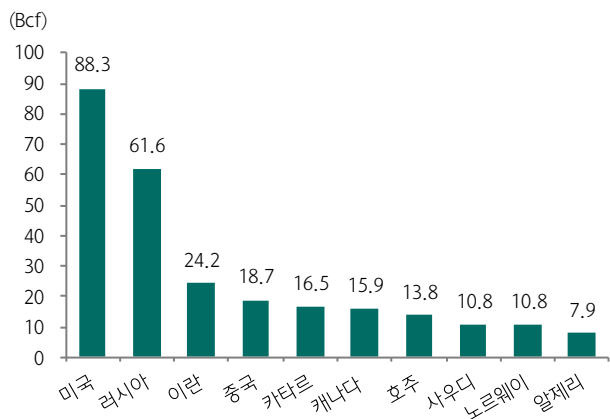
자료: BP, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 정제설비 규모 Top 10



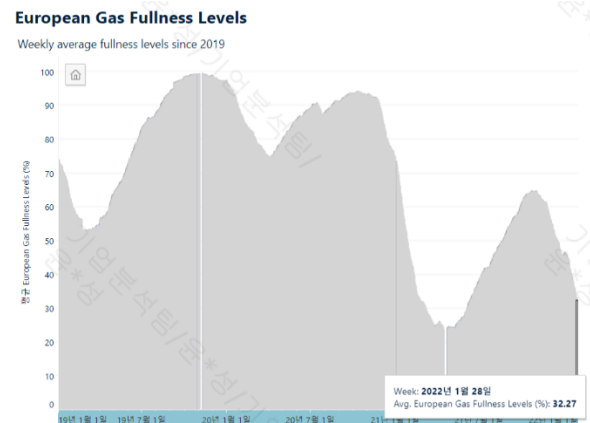
자료: BP, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 천연가스 생산량 Top 10



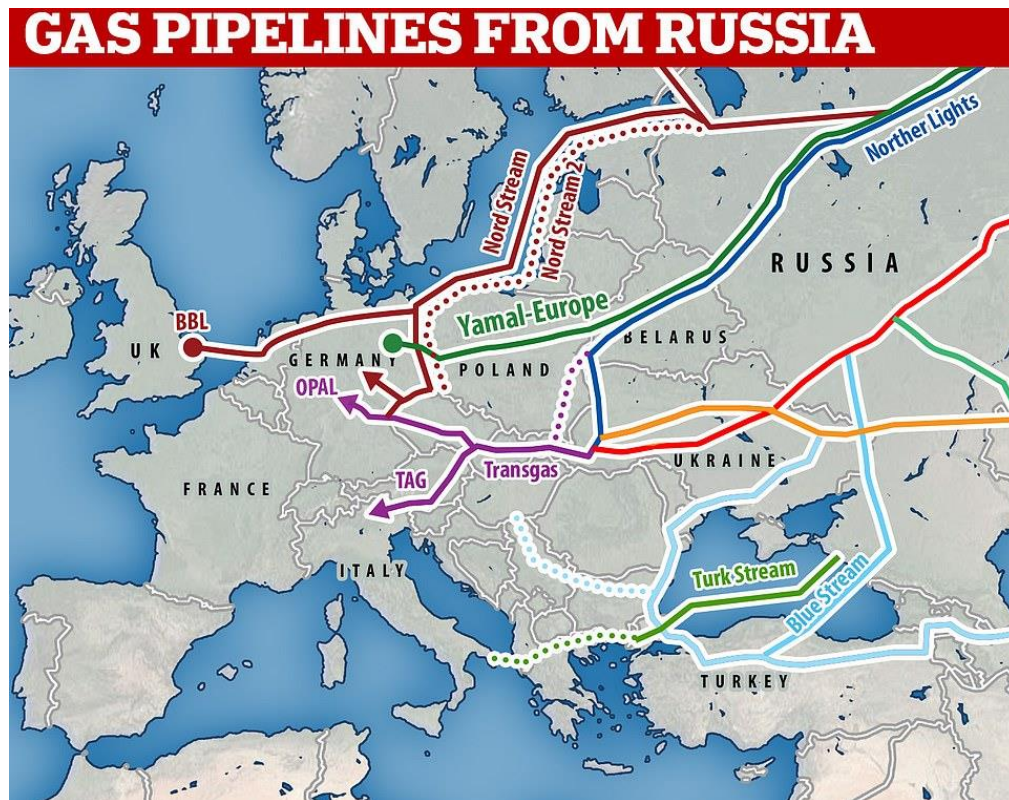
자료: BP, 하나금융투자

그림 4. 유럽 가스 Fullness Level 매우 낮은 수준



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 러시아에서 유럽까지의 가스 파이프 라인

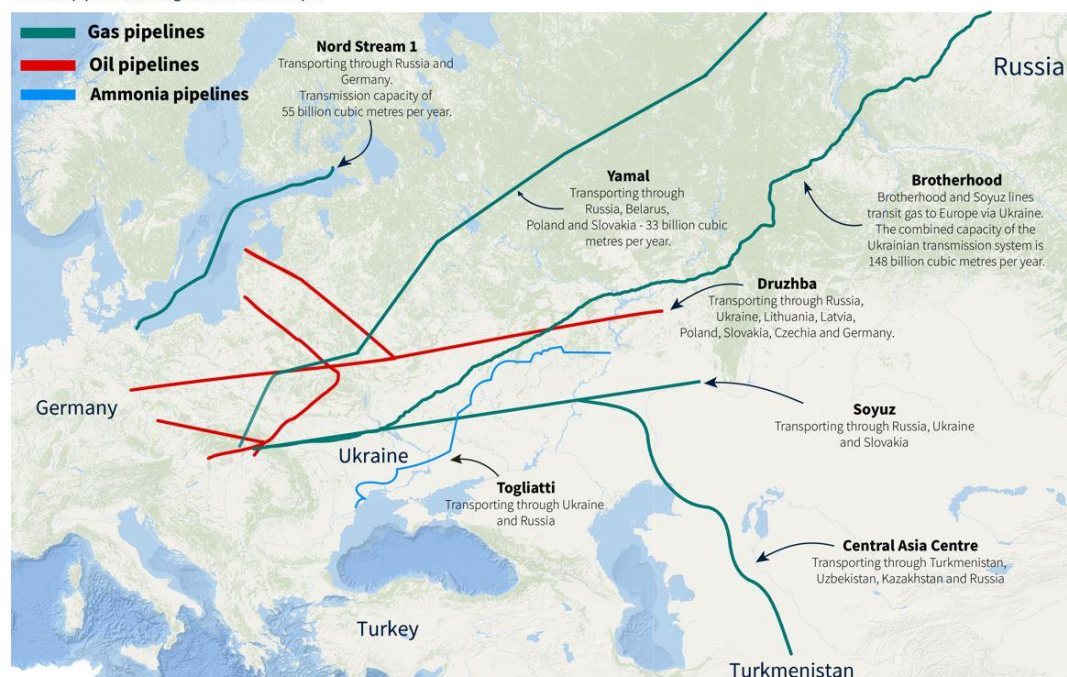


자료: 하나금융투자

그림 6. 러시아-유럽 간 원유, 천연가스, 암모니아 파이프라인

Oil, gas and ammonia pipelines through Russia into Europe

Selected pipelines through Russia into Europe

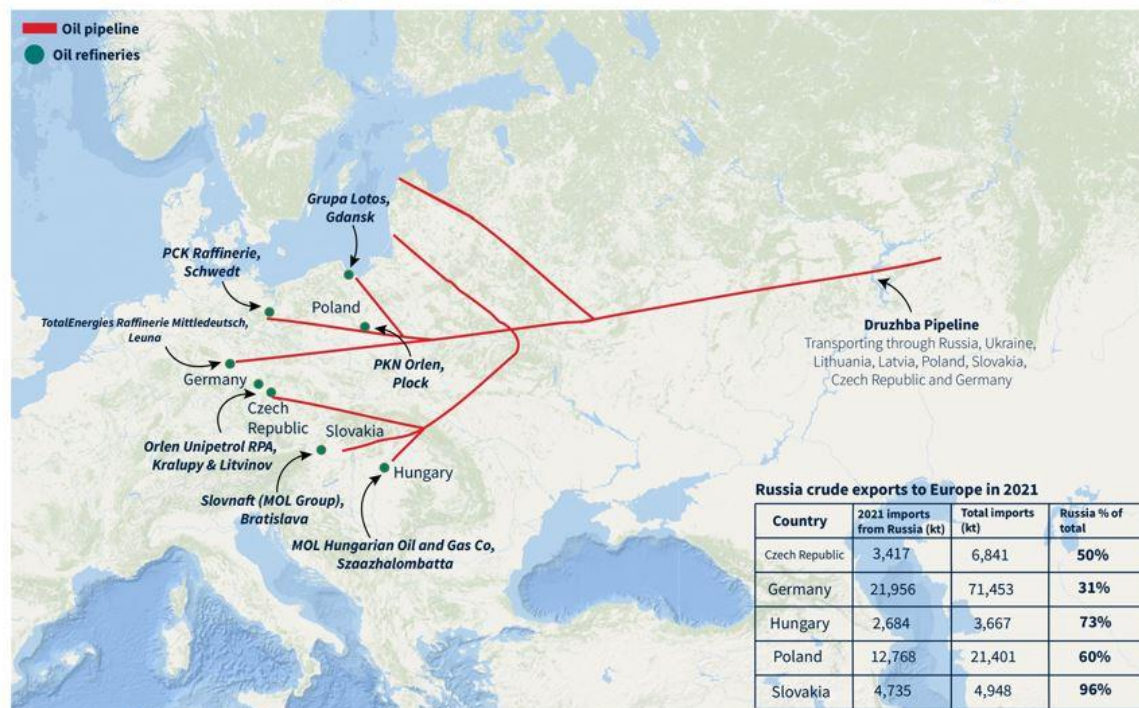


SOURCE: Global Fossil Infrastructure Tracker, Global Energy Monitor, Ameropa, ICIS

자료: ICIS, 하나금융투자

그림 7. 러시아에서 유럽까지의 원유 파이프 라인과 해당 정제설비

Refineries which rely on Russian crude oil from the Druzhba pipeline



SOURCE: Global Fossil Infrastructure Tracker, Global Energy Monitor, ICIS Supply & Demand Database

자료: ICIS, 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.40%	4.60%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 2월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 2월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2022년 2월 25일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.