

정유/화학

중동 무력충돌 발생 8주차

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

중동 무력충돌 8주차, 지정학 Risk 프리미엄 장기화

26.4월 현재 중동 무력충돌 및 호르무즈 해협 봉쇄 8주차이다. 지난 8주간의 원자재 공급 불안정성은 에너지 시장에 구조적 재편을 유발하고 있다. 핵심 키워드는 공급자 협상력 우위 및 미국 지배력이다. 글로벌 1위 산유국 미국은 4월 원유 역대 최대 수출량을 기록(1,250만배럴/일)과 정유사 수익성 호조, 반면 아시아/EU 소재 국가들은 누적된 원재료 공급 차질로 에너지 Mid/Downstream 적정 재고가 위협받는 중이다. 한국/일본/대만 석유화학 기업들은 나프타 조달 이슈에 가동 불가항력 선언, EU는 항공유(Jet Fuel) 재고 6주차 하회 등 불안 요소는 여전하다. 금주 중 미국-이란은 파키스탄에서 종전 2차 협상을 진행한다. 협상 결과와 별개로 지정학 Risk 프리미엄이 상존하는 아시아/EU 소재 정유/석유화학 기업들은 조달 단가 부담으로 가동률 전략에 고민이 깊어질 시점이다.

Meritz Research 2026. 4. 20

Neutral

1Q26 컨센서스 변화라는 착시효과 경계

전통적으로 Cycle 산업은 수요와 공급간 비대칭에서 가격 변동성이 발생한다. 그렇기에 판매단가(ASP) 변화 동인에 초점을 둔다. 최근 2달간 공급망 충격이 초래한 제품별 가격 강세와 1Q26 영업실적 발표를 앞둔 정유/석유화학 기업들의 영업실적 컨센서스가 상향되고 있다. 재고평가 이익 및 개선된 래깅 스프레드라는 배경과 별개로 구조적 변화 가능성이라는 착시효과를 가져온다. 공급망 충격에 만성 공급과잉 다소 해소 및 향후 재고 확보 수요 발생 등 낙관적 시나리오가 도출 가능하나, 지속 가능성에 대한 의문이 가장 큰 편이다.

Upstream(정유 및 중간재) 기업들이 상대적으로 유리

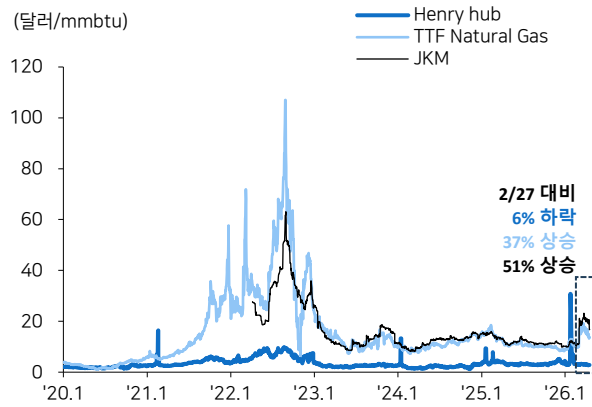
미국 에너지 Value-chain 긍정적, 특히 Up/Mid-stream을 선호한다. 에너지 재편 과정에 (1) 미국의 Oil/Gas 수출량 구조적 증가, (2) 해당 Value-chain에 포함될 수 있는 기업군들 역시 수혜이다. 국내는 정유사 및 석유화학 중간재 기업군들이 긍정적이다. 구조적 공급과잉 탈피, 공급망 복구 과정에서의 제품별 마진 유지 가능성 등이다.

그림1 WTI 장기 가격 흐름



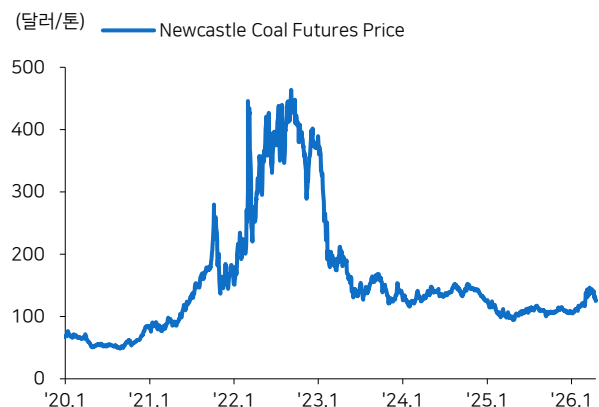
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국, 아시아, 유럽의 LNG 가격



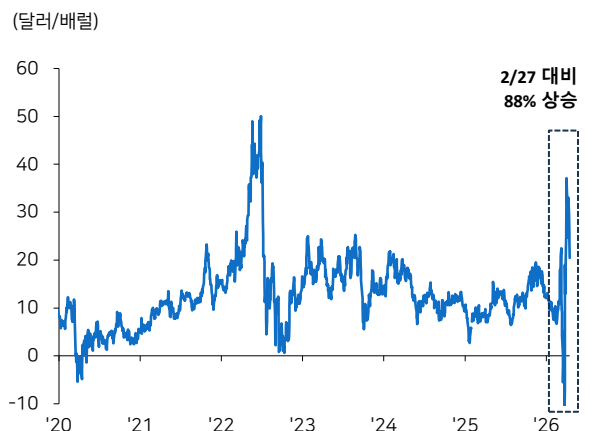
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 석탄 선물 가격 추이



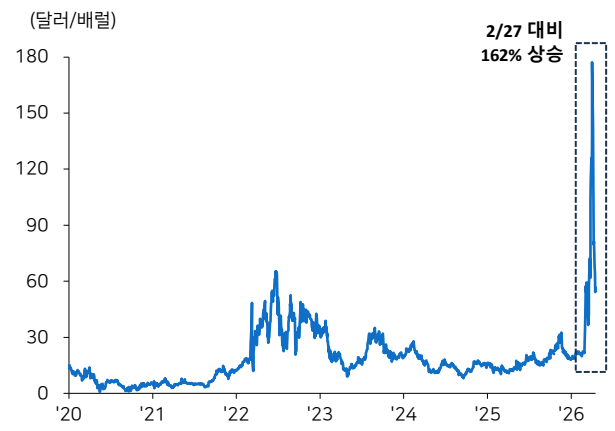
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 휘발유 Crack



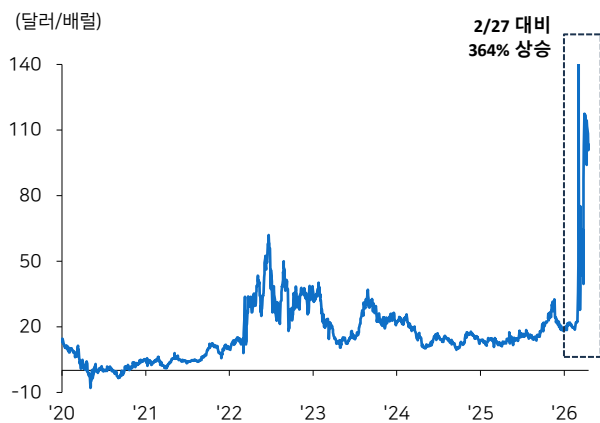
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림5 디젤 Crack



자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림6 등유 Crack



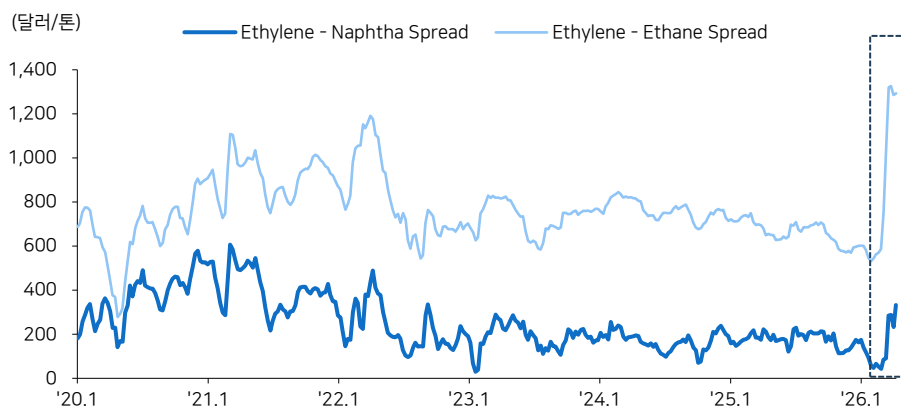
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림7 납사 가격 추이



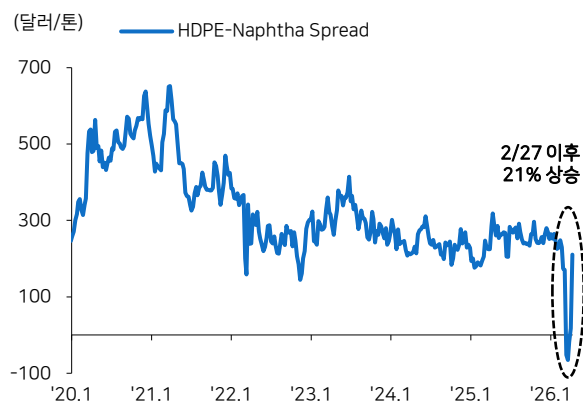
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Ethylene - Naphtha, Ethane Spread 비교



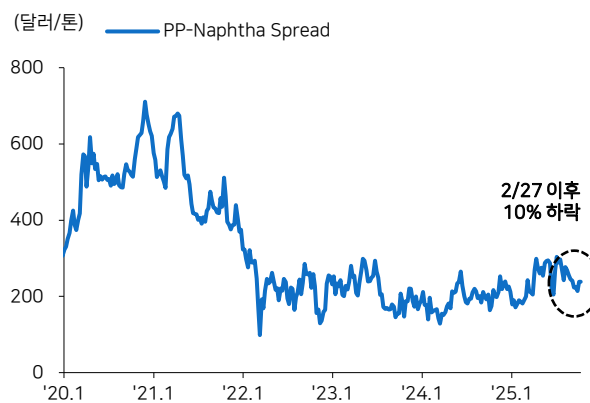
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 HDPE-Naphtha Spread



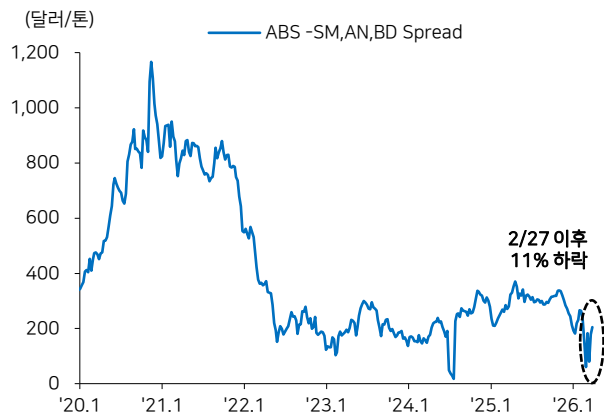
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PP-Naphtha Spread



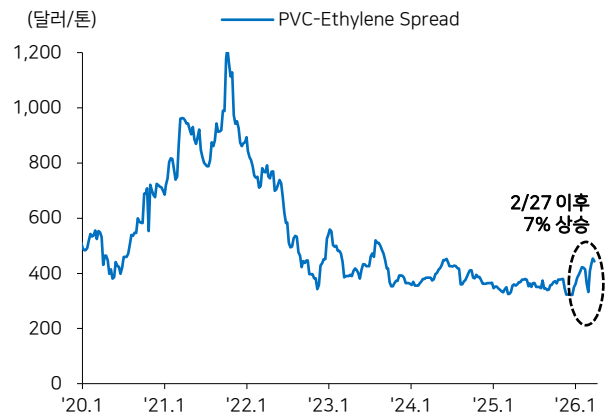
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 ABS -SM,AN,BD Spread



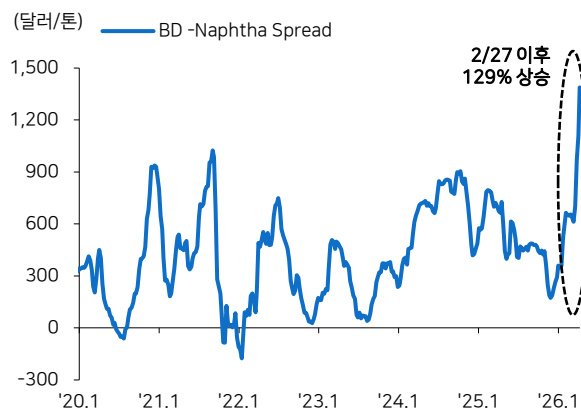
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 PVC - Ethylene Spread



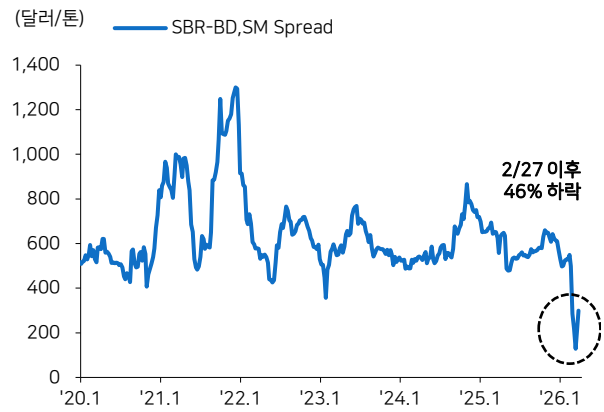
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 BD -Naphtha Spread



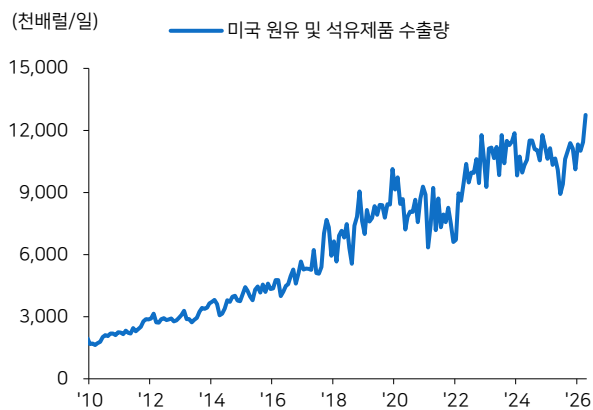
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 SBR-BD,SM Spread



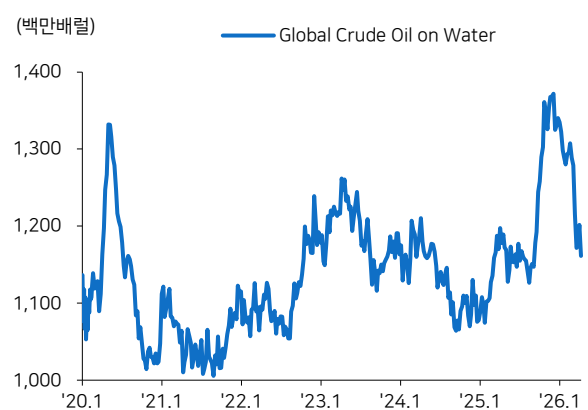
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 원유 및 석유제품 수출량 추이



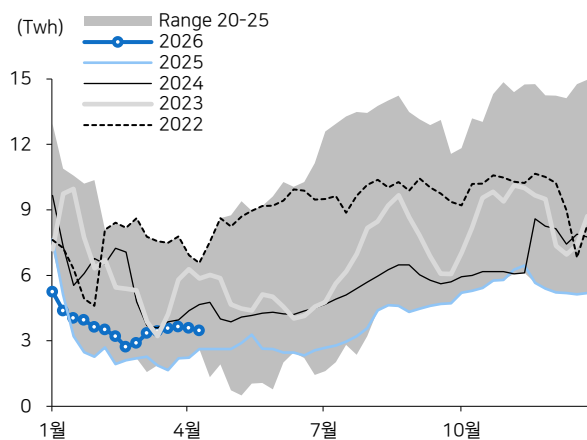
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 원유 해상 재고



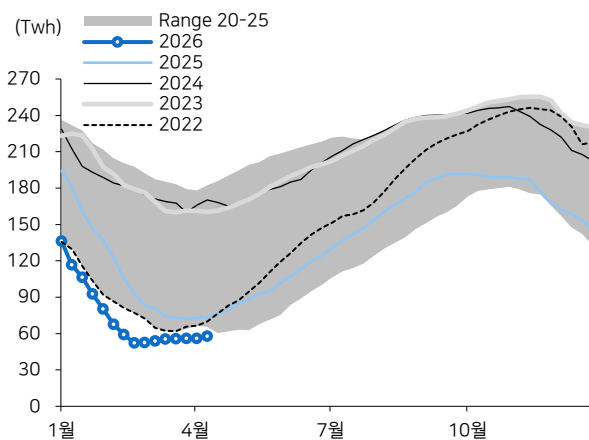
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 영국 LNG 재고



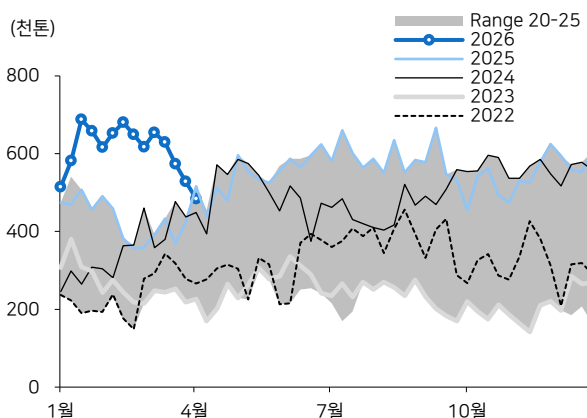
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 독일 LNG 재고



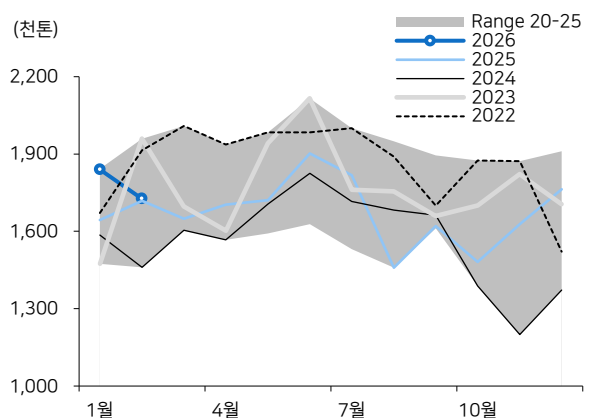
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 유럽 ARA 지역 납사 재고



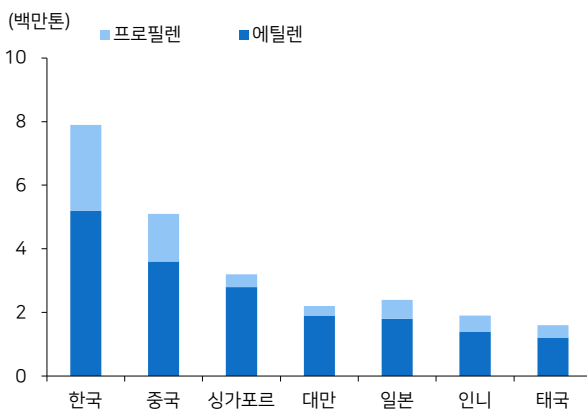
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한국 납사 재고



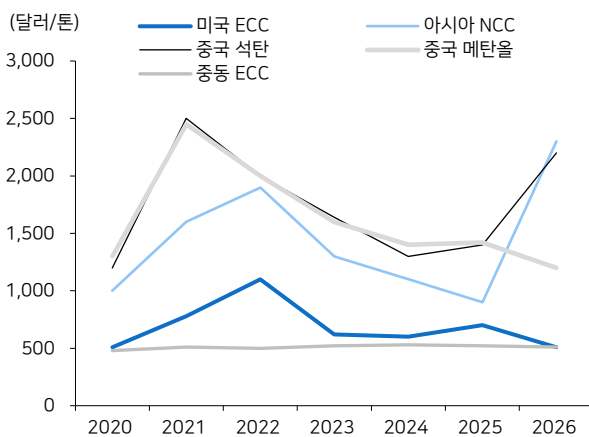
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 아시아 에틸렌/프로필렌 생산Capa 축소 규모



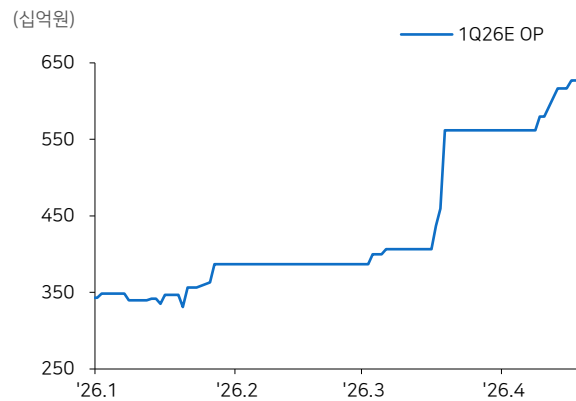
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 석화 설비별 운영비용 비교



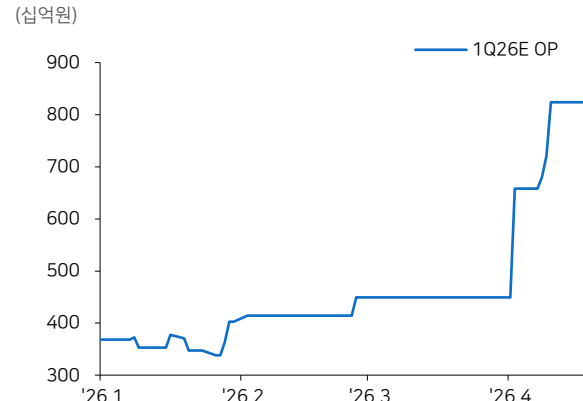
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 S-Oil 1Q26 영업이익 컨센서스



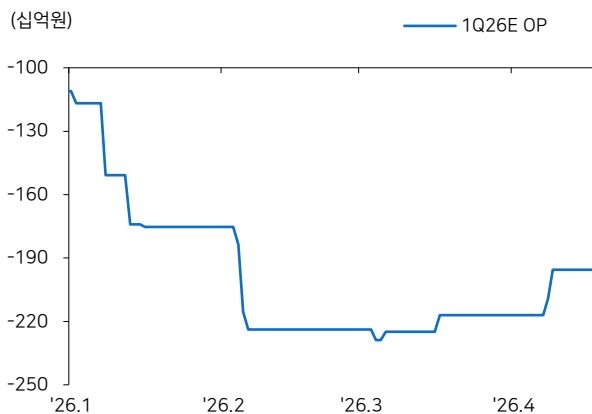
자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 SK이노베이션 1Q26 영업이익 컨센서스



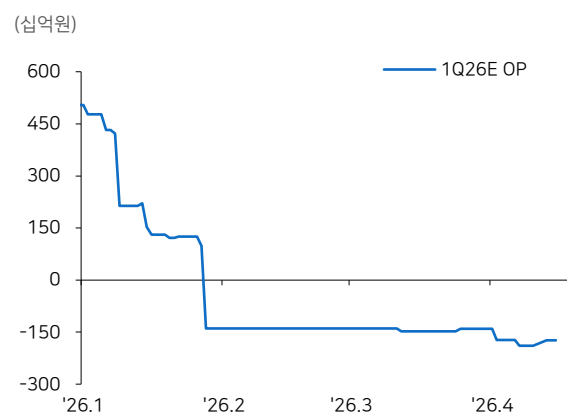
자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림25 롯데케미칼 1Q26 영업이익 컨센서스



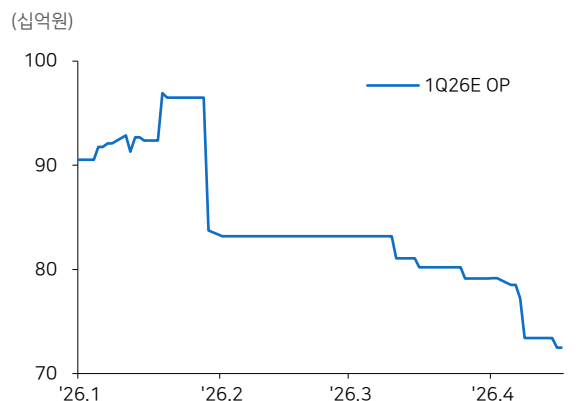
자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림26 LG화학 1Q26 영업이익 컨센서스



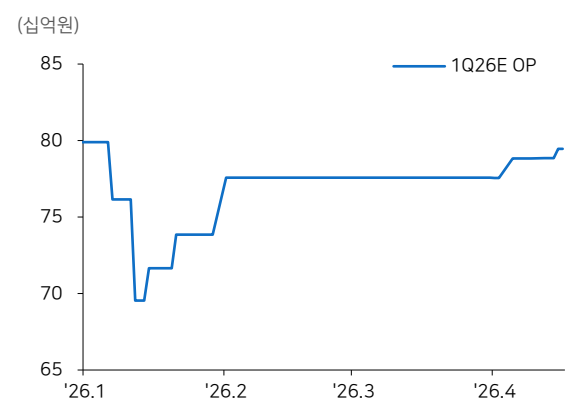
자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림27 금호석유화학 1Q26 영업이익 컨센서스



자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림28 효성티앤씨 1Q26 영업이익 컨센서스



자료: Qunatiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.
