

[우크라이나 사태 장기화와 고유가] 유가민감도 높은 주요 업종별 고유가 영향

- 정유, 석유화학, 항공, 해운업에 대한 유가 시나리오 분석

2022.05.13

기업평가본부

해운
정유
석유화학
항공산업3실
산업1실
산업3실
산업3실김정훈
김문호
강병준
박종도수석애널리스트
애널리스트
수석애널리스트
선임애널리스트☎ 02-787-2284
☎ 02-787-2223
☎ 02-787-2207
☎ 02-787-2285junghoon.kim@kisrating.com
moonho.kim@kisrating.com
byoungjun.kang@kisrating.com
jongdo.park@kisrating.com

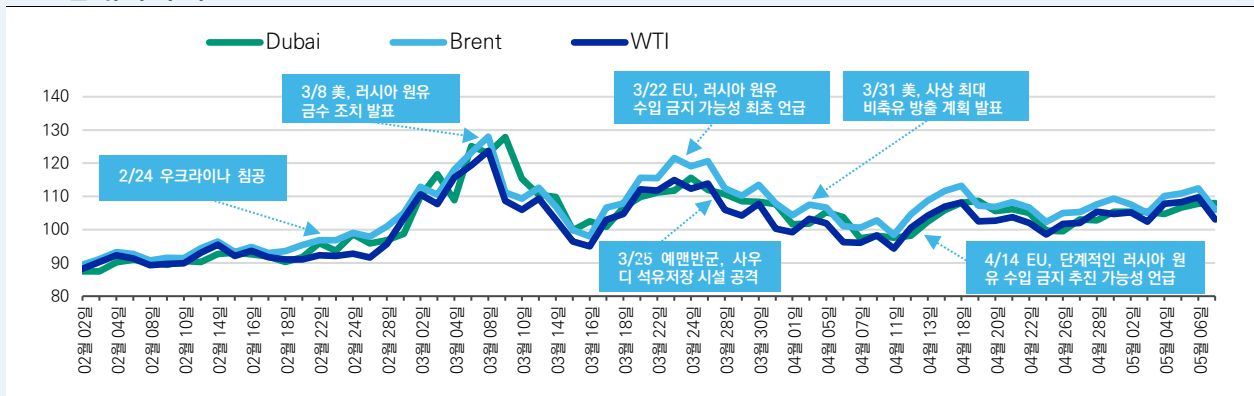
Executive Summary

■ 고유가 기조와 국제유가의 높은 변동성

2021년에 이어 고유가 기조가 계속되는 가운데 러시아-우크라이나 사태로 국제원유 가격이 급등락을 반복하고 있다. 미국의 러시아산 원유 금수 조치로 국제원유 가격은 한 때 배럴당 120달러를 돌파했으며, 공급 부족을 해소하기 위한 비축유 방출 계획 등에 따라 100불 내외에서 높은 변동성을 보이고 있다. 이외에도 중국의 코로나19 확산에 따른 석유 수요 감소, 미국의 대이란 추가 제재 등 수급민감도가 높아진 상황에서 다양한 변수들이 추가되면서 향후 유가 흐름에도 불확실성이 내재되어 있다.

2022년 유가 추이

(단위: 달러/배럴)



자료: 한국석유공사

■ 2022년 유가 전망

당사는 2022년 연평균 Dubai 유가가 85~105 달러/배럴 밴드에서 형성될 것으로 전망한다. 이는 2021년 연평균인 69.3달러/배럴에서 크게 상승한 수준으로, 원유 수요가 코로나19 이전 수준을 회복하는 가운데 러시아 원유 공급 차질, 중동과 미국의 소극적인 증산 기조 등으로 2021년부터 이어진 기존의 타이트한 원유 수급 상황이 즉각 해결되지는 않을 것으로 예상된다. 러시아-우크라이나 사태 장기화에 따른 원유 공급 부족 수준에 따라서는 2022년 연평균 유가가 110~130달러/배럴까지 확대될 가능성도 충분한 것으로 보인다.

Case1	Case2	Case3
2022년 85~105달러/배럴	2022년 110~130달러/배럴	2022년 75~95달러/배럴

주) 2018년 69.4달러/배럴, 2019년 63.5달러/배럴, 2020년 42.2달러/배럴, 2021년 69.3달러/배럴

■ 고유가 상황의 주요 업종별 영향

구분	영향	내용
정유	(단기) 긍정적 (장기) 부정적	<ul style="list-style-type: none"> 단기적으로 재고자산평가이익이 영업실적에 긍정적으로 작용 단, 고유가 장기화되거나 급격하게 상승할 경우 석유제품 수요 감소로 인한 부정적 영향 가능성 내재 유가 상승 시 재무적으로는 운전자금 부담 확대 및 현금흐름 저하 추세 지속 전망
석유화학	부정적	<ul style="list-style-type: none"> 비우호적인 수급구조 하에서 유가 상승할 경우, 스프레드 하방 압력이 높아지게 되므로 영업실적에 부정적 범용제품 비중이 높거나 포트폴리오 다각화 수준이 낮은 업체는 유가 상승으로 인한 부정적인 영향에 더욱 크게 노출
항공	부정적	<ul style="list-style-type: none"> 유류비는 매출원가의 20~30%를 차지하는 주요 변동비로 유가 상승세 지속 시 수익성에 부정적 최근 화물운송 시장에서 항공사가 공급자 우위를 점하고 있어 유가 상승부담 일부 전가 가능
해운	제한적	<ul style="list-style-type: none"> 유류비는 원가의 15%~25% 차지하는 주요 변동비, 유가 상승은 기본적으로 해운사 수익성에 부정적으로 작용 단, 장기계약의 경우 BAF로 연료비 상승분 대부분 보전, 컨테이너의 경우 우호적 시황으로 유가 상승 영향 감내 가능하여 현 고유가 상황에 따른 실적 저하폭 크지 않을 전망

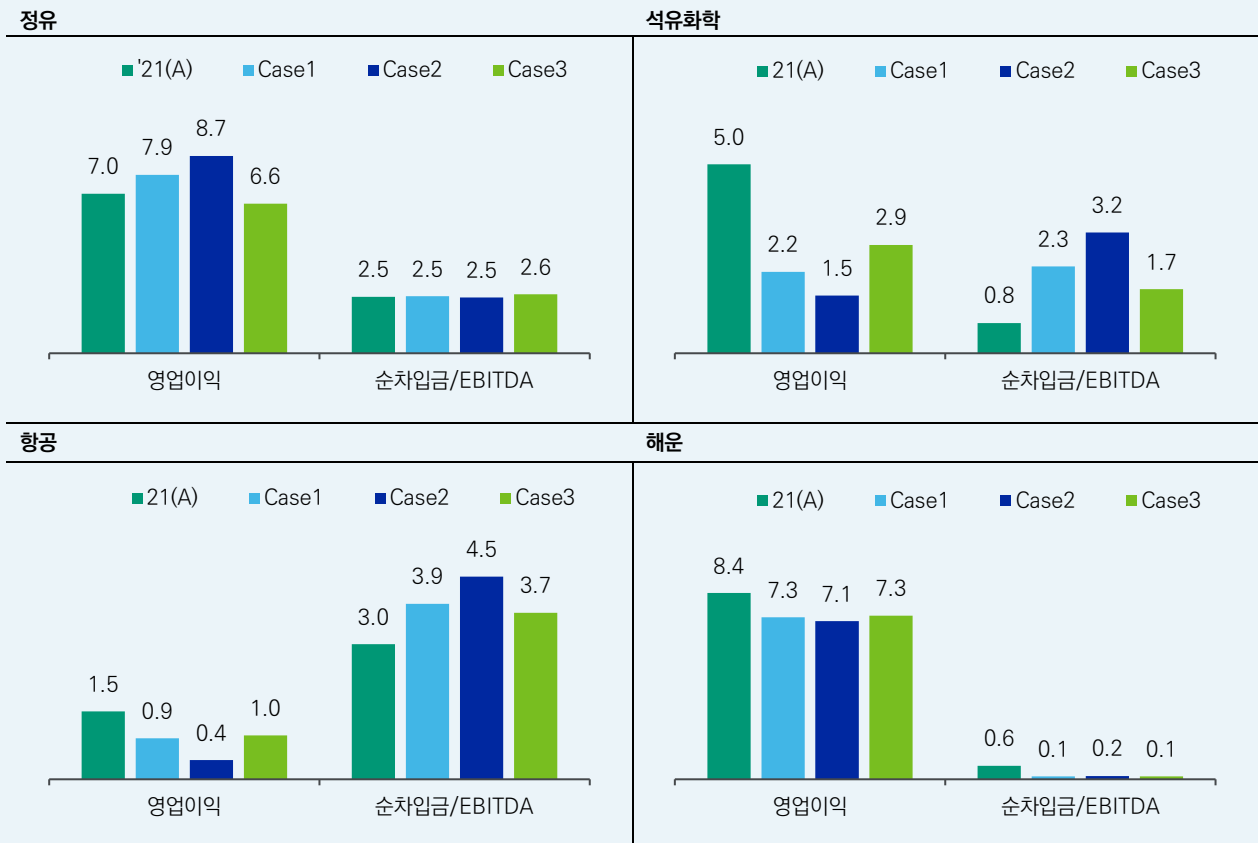
■ 정유/석화/항공/해운 유가 시나리오 분석

① 정유: Case1에서 주요 업체 합산 2022년 영업이익은 7.9조원으로 2021년 7조원 대비 13% 상승할 것으로 추정된다. Case2(유가 상승)와 Case3(유가 하락) 간 2022년 영업이익 차이는 2.1조원으로 분석대상 업종 중 가장 컸다. 이는 주로 시나리오별 재고 관련 손익 차이에 기인하고 있다. 유가 상승에 따른 재고 관련 이익 반영에도 재무적으로는 운전자금 및 순차입금의 확대 요인으로 작용할 수 있기 때문에 2022년 순차입금/EBITDA 지표는 모든 Case에서 2021년 수준을 유지할 것으로 예상된다.

② 석유화학: Case1에서 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 2.2조원으로 2021년 5조원 대비 56% 감소할 것으로 추정된다. Case2에서는 2022년 합산 영업이익이 1.5조원으로 대폭 감소할 것으로 보인다. 유가 상승에 따른 원가부담이 확대되는 영향이다. 특히, 범용 제품 비중이 높거나, 포트폴리오 다변화 수준이 낮은 업체의 경우 2022년 소폭 영업적자를 기록할 것으로 예상된다. 다만, 실적 저하에도 불구하고 순차입금/EBITDA 지표는 절대적인 기준에서 여전히 우수한 수준이 유지될 것으로 전망된다.

③ 항공: Case1에서 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 0.9조원으로 2021년 1.5조원 대비 40% 감소할 것으로 추정된다. 여객 운항 확대에 인한 화물 공급 증가가 2020~21년 실적 개선을 견인했던 화물사업 수급상황에 부정적으로 작용하는 가운데, 전년 대비 평균 유가가 35% 가량 상승하기 때문이다. 여객수요 회복으로 운항거리 증대가 예상되어 유류민감도는 예년보다 높은 상황이며, Case2에서는 2022년 영업이익이 0.5조원으로 약 60% 하락할 가능성도 존재할 것으로 분석된다. 항공업 전반의 재무부담이 높은 상황으로 유가 흐름에 따라 순차입금/EBITDA 지표 변동도 크게 나타날 것으로 보여, 유가 방향성을 점검할 필요가 있다.

④ 해운: Case1에서 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 7.3조원으로 2021년 8.4조원 대비 13% 하락할 것으로 추정된다. 2022년 실적 저하 전망은 연료비 상승 보다는 시황 변화에 기인하고 있다. 벌크선은 장기운송계약의 BAF(Bunker Adjusted Factor; 유류할증료) 조항으로 연료비 상승분이 대부분 보전되고 있고, 컨테이너선은 여전히 우호적인 시황으로 연료비 상승분을 충분히 감내할 수 있을 것으로 예상되어 유가 변동이 실적에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 판단되기 때문이다. 이에 해운업의 경우 2022년 유가 흐름 보다는 수급 변화에 더욱 주목할 필요가 있다.



주) 정유: SK이노베이션(연결), GS칼텍스(연결), S-OIL(연결), 현대오일뱅크(연결) 총 4개 업체 합산, 석유화학: 롯데케미칼(연결), SK지오센트릭(연결), 여천 NCC(별도), 금호석유화학(연결), SKC(연결) 등 총 5개 업체 합산, 항공: 대한항공(연결), 아시아나항공(연결) 총 2개 업체 합산, 해운: HMM(연결), 팬오션(연결), 에이치라인해운(연결), 플라시스쉬핑(연결) 총 4개 업체 합산 기준
자료: 당사 분석

▣ 향후 모니터링 포인트

- ① 정유: 현재의 지정학적 리스크와 고유가가 장기화될 경우 글로벌 경기 회복 지연, 석유제품 수요 위축 등으로 인한 부정적인 영향이 더 크게 발생할 수도 있으며, 유가가 하락세로 전환된다면 대규모 재고 관련 손실이 발생하게 된다. 당분간은 원유 수급에 영향을 미치는 공급 및 수요 측면의 주요 변수들과 더불어 유가 수준에 따른 정유사들의 영업실적 및 재무구조 변화 양상을 집중적으로 검토할 계획이다.
- ② 석유화학: 우크라이나 사태와 더불어 글로벌 공급망 차질 지속, 중국의 제로 코로나 정책 등으로 대외환경의 불확실성이 높아진 상황이다. 비화학 사업부문 실적, 업황 민감도가 낮은 고부가 제품 비중 등에 따라 업체별 실적은 차별화될 것으로 보이나, 우크라이나 사태가 장기화될 경우 당초 예상 대비 글로벌 경기 둔화 폭이 확대되면서 영업실적이 전반적으로 저하될 가능성도 있다. 이에 당사는 유가 상승세 지속 여부, 제품별 수급 전망, 업체별 포트폴리오 구성에 대한 모니터링을 강화할 계획이다.
- ③ 항공: 여객기 운항 증가에 따른 Belly Space 공급 확대로 2020~21년 FSC 실적 개선을 견인하던 화물운송 사업 실적의 수익성 하락이 예상된다. 더욱이, 고유가에 따른 유류비 상승분이 여객운임 및 화물 운송단가에 충분히 반영되지 못할 경우 수익성 감소폭이 당초 예상 대비 커질 수 있다. 당사는 유가 상승세 지속 여부, 화물 수급 환경 변화와 이에 따른 수익성 및 재무안정성 변화에 대하여 지속적으로 모니터링할 계획이다.
- ④ 해운: 유가 상승으로 인한 연료비 부담이 업체별 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 우크라이나 사태로 고유가 기조가 장기화될 경우 글로벌 교역량 둔화와 화주의 물류비용 상승에 따른 해상물동량 저하로 해운사 실적이 전반적으로 하락할 가능성에 주목할 필요가 있다. 이에 당사는 러시아-우크라이나 사태와 유가 상승세 지속 여부, 항만 적체 현상 완화 여부, 미국 서안항만 노조 고용 협상 진행경과 등에 대한 모니터링을 강화할 계획이다.

Contents

들어가며	4
I. 우크라이나 사태에 따른 수급상황 악화로 장기화되는 고유가	4
1. 2021년부터 타이트한 수급상황 하에서 고유가 기조 지속.....	4
2. 러시아-우크라이나 사태에 따른 공급 차질 영향 심화	5
II. 2022년 유가 전망	6
III. 고유가 영향 및 유가 시나리오 분석.....	9
1. 정유	9
2. 석유화학	12
3. 항공	16
4. 해운	18
Appendix	21

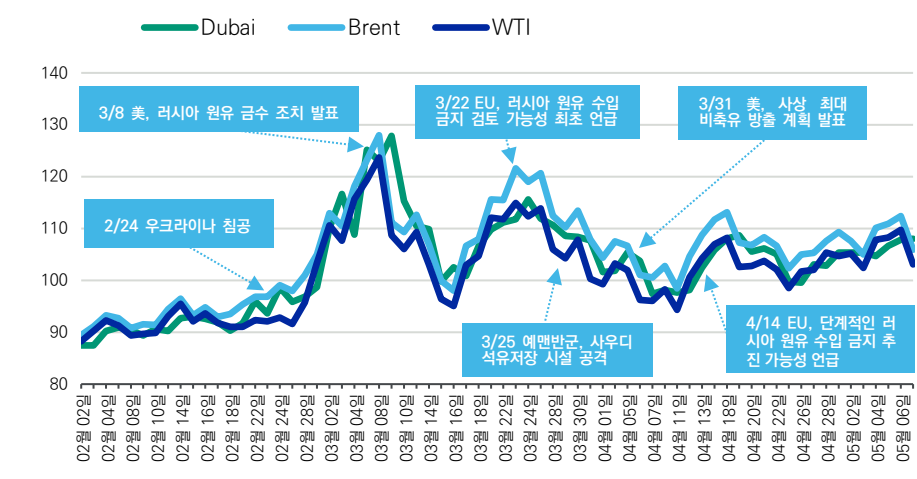
들어가며

2022년 글로벌 원유시장은 2021년의 고유가 기조가 이어지는 가운데, 러시아-우크라이나 사태로 높은 변동성을 보이고 있다. 미국의 러시아산 원유 금수 조치로 국제원유 가격은 한 때 배럴당 120달러를 돌파했으며, 공급 부족을 해소하기 위한 비축유 방출 계획 등에 따라 100불 내외에서 등락을 반복하고 있다. 더욱이, 중국의 코로나19 확산에 따른 원유 수요 감소 우려 확대, 2022년 5월 4일 유럽연합(EU) 집행위원회의 러시아 원유 수입 단계적 중단 방안 제시 등으로 향후 유가 흐름에도 불확실성이 내재되어 있다.

당사는 최근의 이러한 상황을 감안하여, 석유와 석유제품의 원재료 비중이 높은 업종(정유, 석유화학, 항공, 해운)을 대상으로 3가지의 유가 전망별 시나리오 분석을 수행하여, 유가 흐름이 각 업종별 영업실적에 미치는 영향을 측정하고, 영업실적 변동폭 내에서도 현 신용등급 수준에 부합하는 재무안정성 유지가 가능한지를 추정해보았다.

2022년 유가 추이

(단위: 달러/배럴)



자료: 한국석유공사

I. 우크라이나 사태에 따른 수급상황 악화로 장기화되는 고유가

(1) 2021년부터 타이트한 수급상황 하에서 고유가 기조 지속

타이트한 수급 상황 하에서
고유가 기조 지속

원유 가격은 기본적으로 수요와 공급 상황을 반영하는 수급구조에 의해 결정되며, 지정학적 요인, 금융시장 및 각종 경제상황 등에 따라 등락을 반복하고 있다. 2020년 코로나19 사태로 급락한 국제유가는 2021년부터 OPEC+ 공급 통제, 미국 원유 생산 감소, 우크라이나-러시아 사태 등으로 타이트한 수급 상황이 지속되며 고유가 기조를 유지하고 있다.

Dubai 기준 국제유가는 2020년 12월 평균 배럴당 약 50달러를 기록한 이후 2021년 12월 70달러를 넘어섰으며, 2022년 들어서는 러시아가 우크라이나 침공을 개시한 2월 하반기부터 100달러 이상을 유지하고 있다.

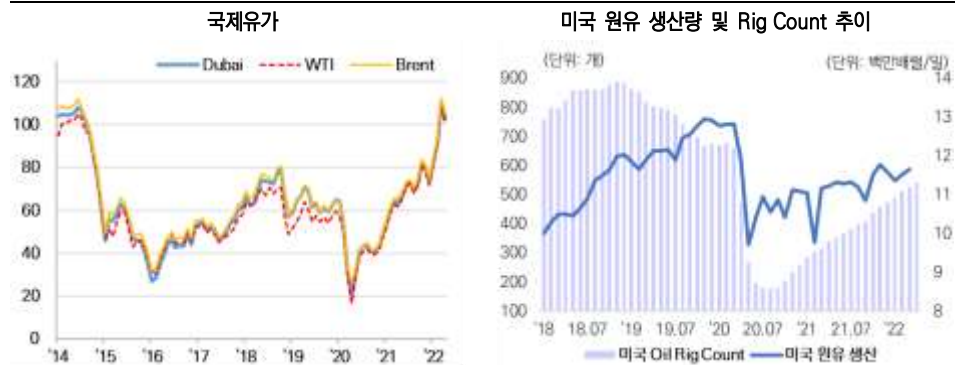
최근의 유가 상승은 코로나19 이후의 수요 회복이 영향을 미치고 있지만, 원유 공급 측면의 수급 부담이 더 크게 작용하고 있는 것으로 판단된다. 코로나19 이후 감산에 돌입했던 OPEC+ 산유국은 소극적인 수준의 증산에 나서고 있으며, 셰일오일 채산성 개선으로 글로벌 최대의 산유국이 된 미국의 원유 생산도 기대만큼 회복되지 못하고 있다.

코로나19로 유가 급락과 재정부담을 경험한 주요 산유국들은 코로나19 이전의 석유수요를 대부분 회복한 상황에서도 소극적인 증산과 고유가 정책을 견지하고 있다. OPEC+(OPEC 13개국과 러시아 등 10개국)는 각 국가 간 협의를 통해 주요 산유국 19개국(OPEC+에서 이란, 베네수엘라, 리비아, 멕시코 제외)의 공급량을 결정하고 있다. 코로나19의 영향으로 원유 수요가 급감함에 따라 2020년 5월 대규모 감산(2020년 5~6월 9.7백만배럴/일, 2020년 7~12월 7.8백만배럴/일, 2021년 1~4월 5.8백만배럴/일 감산)을 결정하였으며, 코로나19의 영향이 다소 완화된 2021년 8월부터는 매월 0.4백만배럴/일 정도의 증산 기조를 유지하고 있다.

미국 셰일업체들은 코로나19 하에서 영업실적 부진과 유동성 부담으로 다수 업체가 파산, 통폐합된 바 있으며, 최근 유가의 상승에도 주주의 요구에 따라 신규 투자보다는 배당 확대에 주력하고 있다. 또한 바이든 행정부의 환경 관련 규제 강화 움직임과 강화된 ESG 기조 하에서 석유 개발 사업의 투자자금 조달에 차질이 발생하고 장기적인 경제성 확보에 있어 불확실성이 증가한 점도 원유 생산 확대를 제약하는 요인이 되고 있다.

국제유가, 미국 원유 생산량 및 Rig Count 추이

(단위: mb/d)



자료: 한국석유공사, EIA, Baker Hughes

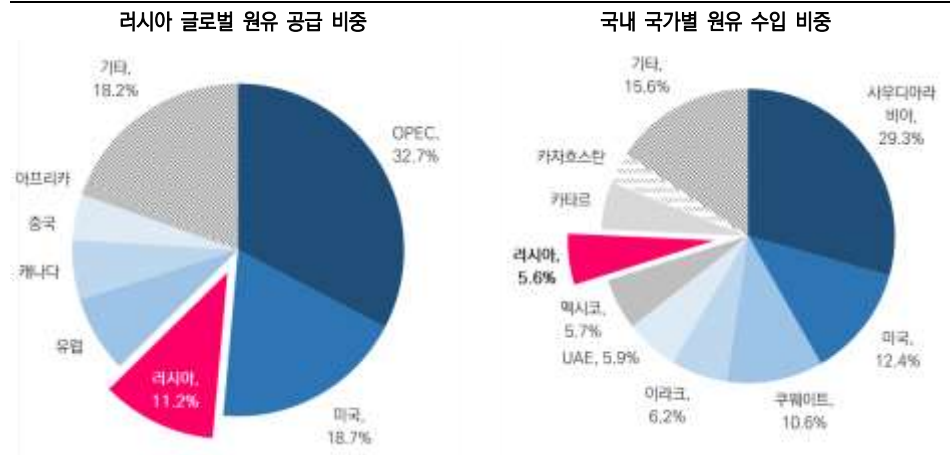
(2) 러시아-우크라이나 사태에 따른 공급 차질 영향 심화

우크라이나 사태 장기화로
원유 공급 차질 심화

2022년 2월 이후 본격화된 우크라이나-러시아 사태는 원유시장의 공급 부족을 가중시키는 요인이 되고 있다. 러시아는 2021년 기준 글로벌 원유 생산의 약 11%를 차지한 주요 산유국이다. 국내는 러시아 원유 도입 비중이 크지 않지만, 러시아 의존도가 큰 유럽 지역을 중심으로 원유 도입 차질이 심화되고 있다.

우크라이나 사태가 장기화되는 가운데 미국에 이어 EU 주요 국가들도 2022년 말까지 러시아 원유 도입을 단계적으로 중단하는 방안을 검토하고 있다. 금년 내 우크라이나-러시아 사태가 마무리되더라도 러시아에 대한 직간접적 제재와 일부 러시아 원유 공급의 차질은 당분간 지속될 가능성이 큰 것으로 판단되며, 글로벌 원유 수급과 유가 추이에 상당한 불안 요인이 될 것으로 보인다.

러시아 글로벌 원유 공급 및 국내 국가별 원유 수입 비중 - 2021년



자료: OPEC, 한국석유공사

II. 2022년 유가 전망

원유 수급의 주요 변수들을 중심으로 Case별 유가 전망

향후에도 중동, 러시아, 미국 등 주요 산유국의 원유 공급 수준과 글로벌 경제 상황에 연계한 수요 추이에 따라 원유시장의 수급상황은 크게 변화될 수 있으며, 유가 전망에 대한 불확실성도 높은 상황이다.

고유가 기조가 장기화되면서 국내 주요 산업 전반의 영업실적에 중대한 변동 요인으로 작용하고 있으며, 당사는 최근의 고유가 상황이 단기간 내에 해소되기는 어려울 것으로 판단하고 있다. 정유, 석유화학, 항공, 해운 등은 원유 및 석유제품을 핵심 원재료 또는 연료로 사용함에 따라 유가 변화로 인한 실적 민감도가 높은 수준으로 최근 고유가 영향이 크게 확대되고 있다. 당사는 향후 유가 전망에 따른 시나리오 분석을 목적으로 러시아 원유 수출, 이란 석유수출 제한, 원유 수요 추이 등 주요 변수에 따른 향후 유가 수준을 아래와 같이 Case별로 가정하였다.

Case별 국제유가 및 주요 변수 가정

구 분	Case 1	Case 2	Case 3
국제유가 전망 - Dubai 기준, 연평균			
국제유가	2022년 85~105달러/배럴	2022년 110~130달러/배럴	2022년 75~95달러/배럴
주요 변수 가정			
러시아 원유 수출 제재	우크라이나 사태 장기화되는 가운데 2022년 말까지 유럽 주요 국가들이 단계적으로 러시아 원유 도입 중단	우크라이나 사태 장기화로 2022년 하반기부터 유럽 주요 국가들의 급격한 러시아 원유 도입 중단, 중국, 인도 등도 러시아 원유 도입 상당 부분 축소	2022년 상반기 중 우크라이나 사태 마무리, 러시아의 글로벌 원유 공급 정상화
이란 석유수출 제한 해제	이란 석유수출 제한 지속	러시아 원유 공급 감소에 대응하여 이란 석유수출 제한 일부 해제	이란 석유수출 제한 해제
글로벌 원유 수요 변화	글로벌 경기 불확실성에도 코로나19 이전 수준 원유 수요 대부분 회복	글로벌 경기 불확실성에도 코로나19 이전 수준을 상회하는 수준의 원유 수요 증가	글로벌 경기 불확실성으로 원유 수요가 코로나19 이전 수준 이하에서 정체 내지 감소

주1) 2018년 69.4달러/배럴, 2019년 63.5달러/배럴, 2020년 42.2달러/배럴, 2021년 69.3달러/배럴

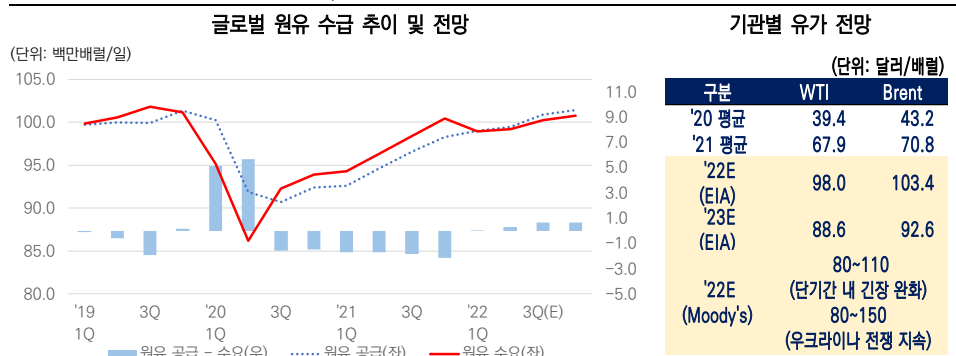
주2) 각 연말 시점 유가는 연평균 유가 수준과 큰 차이 없음을 가정

Case 1 - 2022년 평균 85~105달러/배럴

현재 EU 주요 국가들이 추진하고 있는 러시아 원유 도입 중단 조치가 현실화되고 유럽 주요 국가들이 2022년 말까지 러시아 원유 도입을 단계적으로 중단할 경우 중동, 미국 등의 일부 증산에도 공급 측면의 부담은 지속될 것으로 예상된다.

우크라이나 사태가 종결되더라도 러시아에 대한 국제사회의 직간접적인 제재와 러시아 원유 회피 기조는 당분간 지속될 가능성이 큰 것으로 판단되며, OPEC과 미국 원유의 공급 확대가 크지 않은 상황에서 러시아 원유로 인한 공급 측면의 불확실성은 불가피할 전망이다. 더욱이 최근의 경기 불확실성과 주요 원유 수입국인 중국의 코로나19 심화에도 2022년 연간 석유 수요가 코로나19 이전 수준을 대부분 회복할 경우 타이트한 수급 상황으로 인해 배럴당 90~100달러 내외의 고유가 기조가 유지될 것으로 예상된다.

글로벌 원유 수급 추이 및 전망, 기관별 유가 전망



자료: EIA, Moody's

Case 2 - 2022년 110~130달러/배럴

우크라이나 사태 장기화로 원유 공급 부족이 심화되고 경기 불확실성에도 수요 회복세가 가속화되는 상황을 가정할 경우 국제유가는 현재 수준 대비 추가적으로 상승할 가능성도 충분한 것으로 판단되며, 2022년 연간 평균 유가가 배럴당 120달러 내외에 이를 수 있다.

우크라이나 사태가 장기화되는 가운데 러시아 원유의 주요 수요처인 유럽국가들이 보다 적극적으로 러시아 원유 도입 중단에 동참하고 상대적으로 러시아 경제 제재에 소극적인 중국, 인도 등도 러시아 원유 도입 물량을 축소하게 되면 이란 석유수출 제재 해제, 전략비축유 방출 등을 통해 국제사회가 대응한다고 하더라도 러시아 원유 공급 차질로 인한 큰 폭의 수급 부담이 불가피할 전망이다.

특히 러시아 원유 공급 감소에 대응하여 2018년 미국의 JCPOA(Joint Comprehensive Plan of Action: 이란 핵문제 해결을 위한 포괄적 공동해동계획) 탈퇴 이후 석유수출 금수조치가 유지되고 있는 이란의 석유수출이 일부 재개될 가능성이 있으나, 러시아의 원유시장 내 기존 공급 점유율을 감안하면 러시아 공급 차질 물량의 일부를 보완하는 효과에 그칠 것으로 보인다.

OPEC 주요 국가 연도별 생산량

(단위: 백만배럴/일)



자료: OPEC

Case 3 - 2022년 75~95달러/배럴

현재 시점에서 가능성이 크지는 않지만, 2022년 상반기 중 우크라이나 사태가 마무리되면서 러시아 원유 공급이 상당 부분 정상화되고 이란에 대한 수출 제한 조치도 해제됨으로써 공급 측면의 부담이 해소되는 가운데 글로벌 경기 불확실성으로 원유 수요 회복도 당초 예상 대비 부진할 경우 원유 시장의 수급 부담은 다소 완화될 것으로 보이며, 유가가 배럴당 80~90달러 내외에서 하향 안정화될 수 있다.

특히 글로벌 경기 상황과 중국의 코로나19 영향은 향후 원유 수요에 크게 영향을 미칠 수 있다. 전세계 원유의 약 15%를 소비하는 중국은 제로코로나 정책으로 경제활동 중단과 석유 수요 위축에 대한 우려가 증대되고 있다. 중국은 2022년 들어 코로나19 확진자 급증으로 선전, 상하이, 베이징 등 주요 도시들을 봉쇄하고 인구 이동을 제한하였다.

미국도 최근의 인플레이션 압력에 대응하여 급격한 금리 인상과 유동성 축소를 추진하고 있다. 미국의 금리 인상 등이 주요 국가들로 확산되고 글로벌 투자 및 소비 심리 위축으로 이어진다면 글로벌 경기에 연동된 석유 수요에도 부정적인 영향이 예상된다.

연도별 원유 소비량

(단위: 백만배럴/일)



자료: EIA

III. 고유가 영향 및 유가 시나리오 분석

1. 정유

(1) 유가 상승 시 영향

2021년 이후의 유가 급등으로 정유사 대규모 재고 관련 이익 반영

정유는 원유를 정제하여 하여 휘발유, 경유, 나프타, 등유 등을 생산하는 과정으로 원유는 정유사에게 가장 중요한 원재료이다. 정유업체들은 원유를 중심으로 한 원재료비가 제조원가의 약 90%를 차지하고 원유 가격의 등락이 거둬지는 원가구조의 특성상 원유 구입 시점과 판매 시점의 가격 차이 및 기말 재고자산 평가 등으로 인한 실적 변동성이 큰 편이다.

국내 정유사들은 원유 도입 시점과 석유제품 판매 시점의 시차가 존재함에 따라 유가의 상승 기조가 유지될 경우 재고 관련 이익 효과가 발생하게 된다. 유가가 급락한 2020년에 정유 4사 합산 약 2.7조원의 재고 관련 손실을 인식한 이후 2021년에는 유가 급등에 힘입어 약 3.1조원의 재고 관련 이익을 반영하였다. 대규모 유가 상승 효과가 반영된 2021년에 이어 2022년 1분기에도 추가적인 유가 상승에 따른 재고 시차 효과가 각 업체별 영업실적에 긍정적으로 작용한 것으로 파악된다.

더욱이 우크라이나 사태 이후에는 유럽 구매처들이 러시아 석유제품 구입을 회피하고 러시아 정유사 가동률이 하락하면서 정유사들의 본원적인 수익성을 좌우하는 정제마진도 경유 제품을 중심으로 크게 상승하였다.

석유제품별 마진(제품가격-원유가격), 중국 석유제품 수출

(단위: 달러/배럴)



자료: 한국석유공사, GACC 등

국내 정유사들은 유가 변동 영향을 축소하는 방식의 원유 도입 계약, 파생상품 헤지 등을 통해 유가 영향을 완화하고 있으나, 중동, 미주 지역 등에서 장기간 운송을 통해 원유를 도입하는 산업 특성상 평균적으로 20~25일의 유가 변동에 노출된 것으로 보인다. 당사는 국내 정유 4사에 대하여 정제능력과 유가 변동에 대한 노출일수를 바탕으로 배럴당 1달러 유가 변동시 800~1,200억원 내외의 영업이익 영향이 발생하는 것으로 추산하고 있다.

정유 4사 합산 연도별 영업이익, 재고관련손익 및 Dubai 유가 변동

(단위: 조원, 달러/배럴)



주1) 2017년 재고관련손익은 미포함

자료: 각 사 공시자료, 한국석유공사

주2) 상기 유가 변동 관련 재고손익 구분은 각 사 자료에 근거한 것임

(2) 유가 시나리오 분석

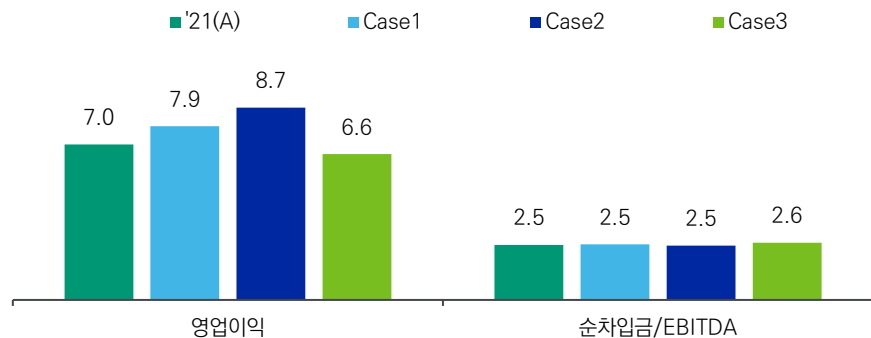
유가 상승시 전년 대비 영업이익 증가 예상
- 순차입금 축소는 어려울 전망

당사는 2022년 유가를 제외한 주요 변수 가운데 정제마진은 전년에 비해 크게 개선되고 화학, 윤활유 등 비정유부문 이익은 감소하는 것으로 전제하였다. 시나리오 분석 결과 2022년에 유가가 전년 대비 상승하는 Case1과 Case2에서는 재고 관련 이익의 반영으로 정유4사 합산 영업이익이 2021년 대비 1~2조원 정도 증가할 것으로 추정된다.

반면, 2021년 대비 유가가 크게 상승하는 못하는 Case3의 경우 영업이익이 전년 대비 다소 감소할 것으로 보인다. 정유부문의 정제마진 상승에도 불구하고 비정유부문 이익이 감소하는 가운데 유가 관련 재고 시차 효과가 크게 축소될 전망이다.

정유산업 시나리오 테스트 결과 - 2022년

(단위: 조원, 배)



주) SK이노베이션, GS칼텍스, S-OIL, 현대오일뱅크 등 연결기준 합산

자료: 공시자료, 당사 분석

순차입금/EBITDA는 모든 Case에서 2021년과 유사한 수준을 유지할 것으로 추정된다. 유가 상승으로 EBITDA 규모가 증가하지만, 운전자금 부담, 사업다각화 투자 등으로 인한 순차입금 확대 추세도 지속될 것으로 보인다.

유가 상승세가 지속될 경우 손익 관점에는 긍정적인 재고 시차 효과로 반영되지만, 매출채권, 재고자산 등 정유사들이 부담해야 하는 운전자금 규모가 유가에 연동되는 산업 특성상 재무적으로는 운전자금 관련 자금소요로 인해 현금흐름이 저하될 수 있다.

2022년에도 정유사들의 사업다각화 투자에 따른 자금소요가 지속될 전망이다. SK이노베이션은 배터리부문 투자 부담이 여전히 큰 상황이며, 2021년 대규모 석유화학설비 투자를 대부분 마무리한 GS칼텍스와 현대오일뱅크는 수소, 신재생에너지 관련 투자를 계획하고 있다. S-OIL은 대규모 석유화학 투자 사업인 사힌 프로젝트를 검토하고 있다.

(3) 향후 모니터링 포인트

고유가 장기화로 인한 수요 위축
가능성, 유가 하락 시에는
재고 관련 손실 발생

최근의 지정학적 리스크와 고유가 기조는 정유사들의 영업여건에 반드시 긍정적인 요인으로 판단하기는 어렵다. 단기적인 산업 내 공급 제약과 유가 및 정제마진 상승 효과에도 불구하고 현재의 지정학적 리스크와 배럴당 100달러 이상의 고유가가 장기화될 경우 글로벌 경기 회복 지연, 석유제품 수요 위축 등으로 인한 부정적인 영향이 더 크게 발생할 수도 있다.

원유 가격 상승 및 글로벌 경기 저하가 석유제품 수요 회복에 부정적으로 작용할 경우 국내 정유사 입장에서는 원유 가격 상승분을 제품가격에 충분하게 반영하지 못할 수 있다. 또한 원유시장 내 수급이 안정되면서 유가가 하락세로 전환된다면 대규모 재고 관련 손실이 발생함으로써 정유사의 영업이익에 부정적인 영향을 미치게 된다.

당분간은 원유 시장 내 수급과 유가 수준이 정유사들의 산업 여건과 영업실적, 재무구조 전반에 중대한 변화 요인으로 작용할 수 있는 만큼 원유 수급에 영향을 미치는 공급 및 수요 측면의 주요 변수들과 더불어 유가 수준에 따른 정유사들의 영업실적 및 재무구조 변화 양상을 집중적으로 검토할 계획이다.

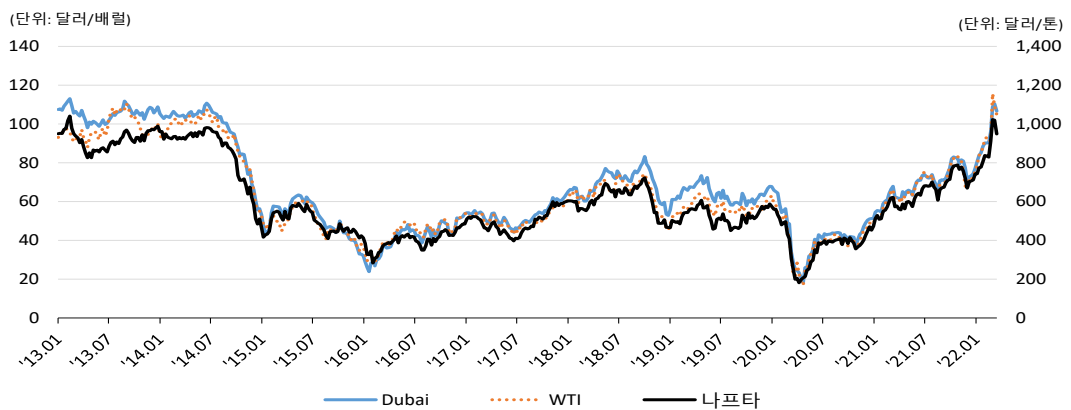
2. 석유화학

(1) 유가 상승 시 영향

2022년 3월 나프타
가격은 톤당 1천달러
수준으로 2014년 고유가
시기를 상회

석유화학산업은 원유에서 추출된 나프타(Naphtha), 천연가스 기반의 에탄(Ethane), 프로판(Propane) 등을 원료로 사용하여 합성수지, 합섬원료, 합성고무 등의 석유화학제품을 제조하는 산업으로, 원료 및 제품 가격이 국제 유가 변화에 밀접하게 연동된다. 유가는 코로나19 확산 초기인 2020년 1분기를 저점으로 상승 추세를 보이고 있으며, 이에 나프타 가격도 동반 상승하고 있다. 특히, 2022년 3월 우크라이나 사태 발생 이후 러시아산 나프타 구매제한 움직임 등으로 인해 최근 나프타 가격은 톤당 1천달러 수준에서 형성되어 있으며, 이는 2014년 고유가 시기 대비 높은 수준이다(나프타 가격: 2012년~2014년 7월 평균: 900달러/톤 vs. 2022년 3월 평균 997달러/톤).

유가, 나프타 가격 추이



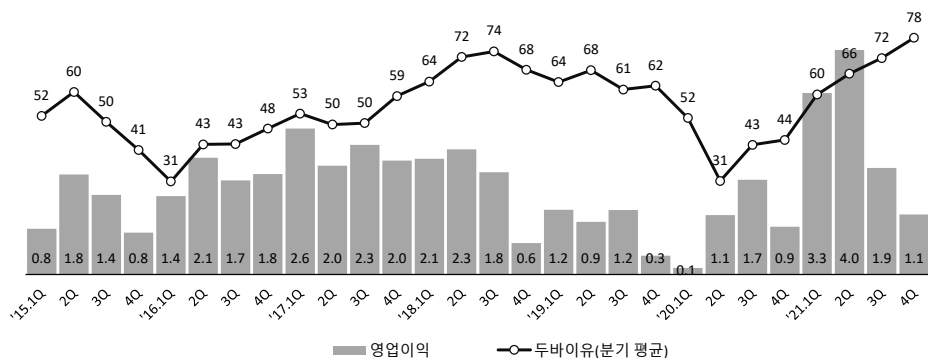
자료: Cischem, 당사 가공

유가 상승은 원가부담
확대요인이거나, 업체별
실적은 각 시기별 석유
제품 수급에 주로 연계

유가가 상승하면 원유에서 추출된 나프타(Naphtha)를 주 원재료로 사용하는 국내 석유화학산업의 제조원가 상승 요인으로 작용하게 된다. 다만, 석유화학업체 손익은 유가 추이보다 해당 시점의 업황, 제품별 수급에 주로 연동되어 왔다. 2016년 1분기 이후 2018년 3분기까지 유가는 상승세를 보였으나, 우호적인 수급 구조 하에서 분기별 영업이익(7개사 합산기준)은 약 2조원 내외에서 유지되었다. 2021년에도 평균 유가가 2020년 대비 크게 상승하였으나, 2021년 상반기 미국 석유화학설비 생산차질 등으로 공급물량이 감소하면서 국내 석유화학업체 영업이익은 큰 폭으로 증가하였다.

주요 석유화학업체 합산 영업이익 및 유가 추이

(단위: 조원, 달러/배럴)



주) 합산 대상: LG화학(연결), 롯데케미칼(연결), SK지오센트릭(연결), 여천NCC(별도), 금호석유화학(연결), 대한유화(연결), 한화솔루션(별도) 등 총 7개 업체
자료: 각사 공시자료

유가 변화에 따른 판가 변동률은 제품별로 상이

유가와 원재료인 나프타 가격 변화율은 매우 유사한 편이나, 석유화학제품 판가 변화율은 각 제품별 수급에 따라 상이하다. 2022년 1분기 평균 유가는 2021년 4분기 대비 18% 상승하였는데, 같은 기간 PX는 19% 상승한 반면, 에틸렌 가격은 6% 상승하였다. PP, LDPE의 경우 유가 급등에도 불구하고 오히려 판가가 하락하였다.

유가 및 주요 제품 가격(분기 평균) 추이

(단위: 달러/톤)

구 분	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q	2022.1Q ¹
두바이유	60	66	72	78	92
증감률	34%	12%	8%	9%	18%
나프타	554	602	676	742	854
증감률	37%	9%	12%	10%	15%
에틸렌	960	1,010	977	1,070	1,138
증감률	11%	5%	-3%	10%	6%
프로필렌	1,030	1,064	975	992	1,099
증감률	13%	3%	-8%	2%	11%
PX	736	836	900	873	1,042
증감률	38%	14%	8%	-3%	19%
LDPE	1,450	1,391	1,351	1,572	1,513
증감률	18%	-4%	-3%	16%	-4%
PP	1,154	1,177	1,126	1,213	1,146
증감률	12%	2%	-4%	8%	-5%

주1) 2022년 1월 ~ 3월 21일 기준

자료: Cischem, 당사 가공

상기 표에서 표기한 제품 이외에도 HDPE, ABS, PVC, NB-Latex 등 제품 구성이 매우 다양하며, 각 제품별 수급 상황이 유동적이라는 점에서 유가만을 변수로 하여 석유화학업체 영업실적을 전망하는 것은 한계가 있다. 다만, 본 고에서는 최근 산업 전반의 업황을 고려하여 각 Case별 유가 전망을 기준으로 주요 석유화학제품 평균 판가(ASP) 변화율을 가정하고, 업체별 직전 평가시점 또는 최근 IR자료 기준 투자계획을 반영하여 시나리오 분석을 실시하였다.

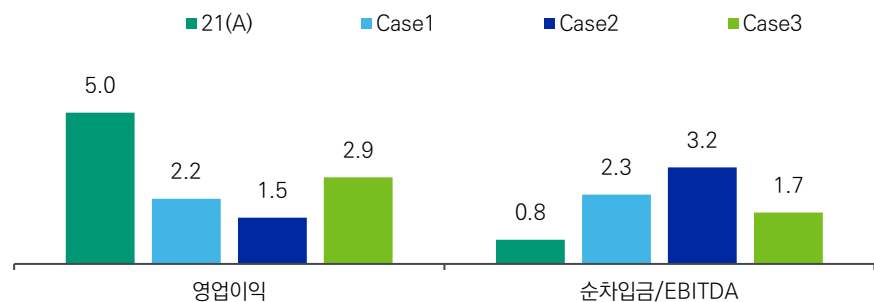
(2) 유가 시나리오 분석

유가 상승 폭, 최근 업황 고려시 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 2021년 대비 60% 감소 전망

시나리오 분석 결과, Case1에서 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 2021년 5조원 대비 약 60% 감소할 것으로 추정된다. 우크라이나 사태 장기화 등으로 유가가 배럴당 120달러 내외에서 유지되는 가운데 글로벌 경기 둔화로 석유화학제품 판가 인상률이 낮은 상황을 가정한 Case2에서는 합산 영업이익이 1.5조원으로 대폭 감소할 것으로 보인다.

석유화학산업 시나리오 테스트 결과 - 2022년

(단위: 조원, 배)



주) 합산 대상: 롯데케미칼(연결), SK지오센트릭(연결), 여천NCC(별도), 금호석유화학(연결), SKC(연결) 등 총 5개 업체

자료: 각사 공시자료, 당사 분석

특히, 범용 제품 비중이 높거나, 포트폴리오 다변화 수준이 낮은 업체의 경우 2022년 소폭 영업 적자를 기록할 것으로 예상된다. 향후 영업현금흐름 저하 전망, 전지소재, 수소, 친환경 플라스틱 설비 구축 등으로 주요 업체 CAPEX가 증가하고 있는 점을 고려하면 Case1에서 2022년 순차입금/EBITDA는 2배를 상회할 전망이다, 절대적인 기준에서는 여전히 우수한 수준으로 판단한다.

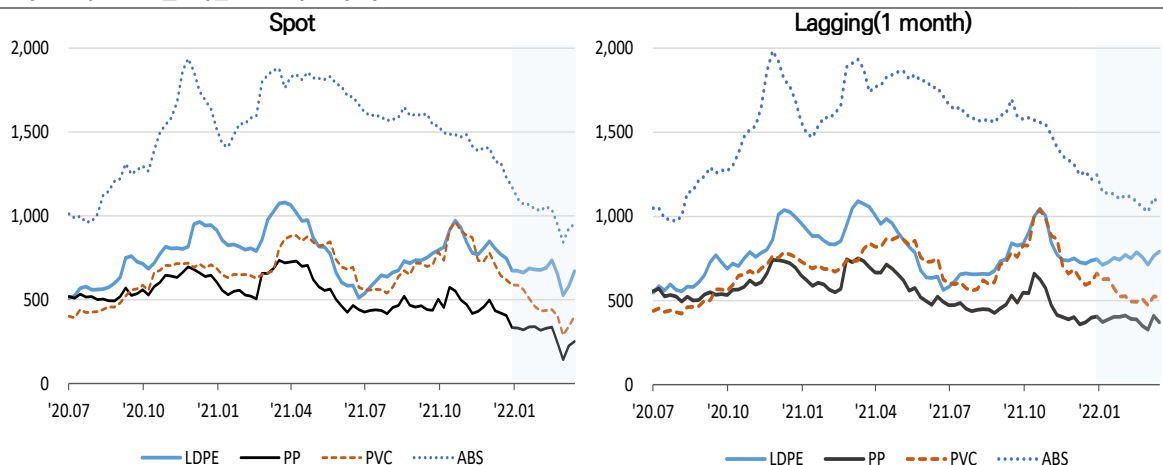
원재료 구매 시차 고려시,
2022년 3월 유가 상승
효과는 2분기 실적에 본격
반영될 전망

2021년 하반기 이후 신규 설비 공급부담 확대, 중국의 제로 코로나 정책 등으로 수급이 저하된 가운데 유가 상승세가 지속되면서 주요 제품 스프레드는 2021년 상반기 대비 크게 하락하였다. 2022년 3월의 경우, 1~1.5개월 전에 구매한 저가 원재료가 투입되면서 스프레드가 단기적으로 큰 변동없이 유지되고 있으나(래깅 효과), 2분기 스프레드는 부진할 것으로 예상된다.

우크라이나 사태 종결, 이란 핵협의 타결 등으로 유가가 안정화될 경우 원가부담이 완화되어 실적에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나, 유가가 급격하게 하락하게 되면 부정적인 래깅효과로 인해 수익성이 일시적으로 크게 저하될 가능성도 있다(2020년 3월 유가 급락시 일부 화학사 분기 영업적자 기록).

주요 다운스트림 제품 스프레드 추이

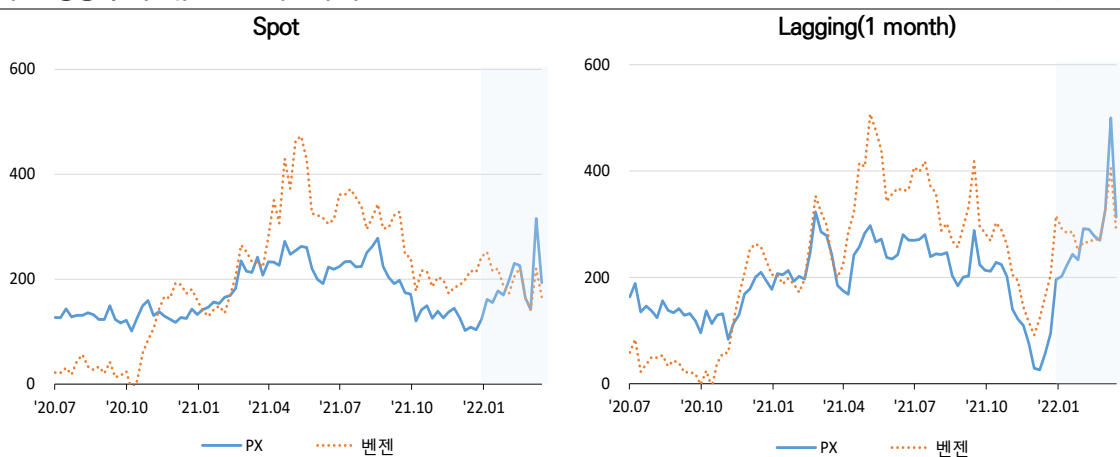
(단위: 달러/톤)



자료: Cischem, 당사 가공

주요 방향족 기초유분 스프레드 추이

(단위: 달러/톤)



자료: Cischem, 당사 가공

(3) 향후 모니터링 포인트

유가, 글로벌 경기 등
대외변수 변화에 따른
석유화학업황 및 실적
불확실성 확대

우크라이나 사태와 더불어 글로벌 공급망 차질 지속, 중국의 제로 코로나 정책 등으로 대외환경의 불확실성이 높아진 상황이다. 비화학 사업부문 실적, 업황 민감도가 낮은 고부가 제품 비중 등에 따라 업체별 실적은 차별화될 것으로 보이나, 우크라이나 사태가 장기화될 경우 당초 예상 대비 글로벌 경기 둔화 폭이 확대되면서 화학 및 비화학 부문 실적이 전반적으로 저하될 가능성도 있다. 이에 당사는 유가 상승세 지속 여부, 제품별 수급 전망, 업체별 포트폴리오 구성, 투자 부담 확대 수준 및 자금조달 방법, 재무건전성 추이에 대한 모니터링을 강화할 계획이다.

업체별 주요 제품 국내 생산능력

(단위: 천톤/년)

구 분	품 목	LG 화학	롯데 케미칼	SK지오 센트릭	여천NCC	한화 솔루션	한화 토탈	대한 유화	금호 석유화학	금호 P&B화학	SK어드 벤스드	효성 화학
기초유분	에틸렌	3,300	2,330	660	2,285	-	1,525	800	-	-	-	-
	프로필렌	1,940	1,191	380	1,289	-	993	510	-	-	600	500
	부타디엔	533	350	130	378	-	150	-	237	-	-	-
	BTX	1,190	955	3,303	943	-	1,267	290	-	-	-	-
중간원료	PX	-	750	1,330	-	-	2,000	-	-	-	-	-
	SM	695	577	260	351	-	1,041	-	-	-	-	-
	기타	1,820	570	360	-	2,505	-	-	-	-	-	-
합성수지	PE	2,076	1,060	505	-	882	1,135	610	-	-	-	-
	PP	380	1,100	390	-	-	1,117	530	-	-	-	600
	PS/EPS	140	80	-	-	-	-	-	332	-	-	-
	ABS	950	670	-	-	-	-	-	250	-	-	-
	PVC	890	-	-	-	780	-	-	-	-	-	-
	PC	170	460	-	-	-	-	-	-	-	-	-
화섬원료	TPA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	420
	EG	180	1,130	-	-	-	155	200	-	-	-	-
합성고무	BR/SBR	300	-	-	-	-	-	-	654	-	-	-
	기타	315	98	-	-	-	-	-	1,093	-	-	-
기타	기타	2,129	719	-	-	344	-	-	352	1,747	-	-

주) 업체별로 공동회사를 보유하고 있을 경우 공동회사 생산능력의 50%를 포함

자료: 한국석유화학협회(2021)

3. 항공

(1) 유가 상승 시 영향

유류비는 주요 변동비로
유가 변동에 의한
실적가변성 내재

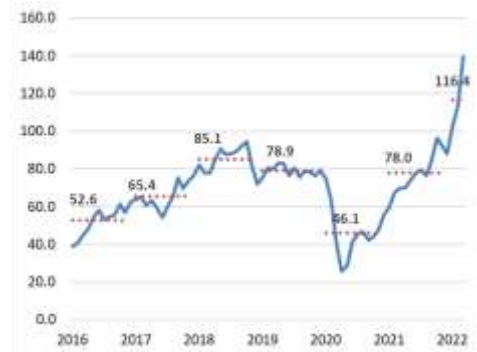
유류비는 항공사 총 비용의 20~30%를 차지하는 항목으로, 유가 변동은 항공사 수익성에 직접적으로 연관된다. 특히, 최근 러시아-우크라이나 지정학적 위험으로 국제 유가가 상승함에 따라 2021년 평균 78불이었던 제트유가가 2022년 현재 110불을 상회하고 있어 항공사 수익성에 부담요인으로 작용하고 있다.

항공산업 비용구조



제트유가 추이

(단위: 달러/배럴)



주) 항공산업 비용구조는 2021년 대한항공, 아시아나항공 합산 기준

자료: 공시자료, EIA

항공산업은 유가 이외에
사회적 Event, 수급 상황 등
외부환경에 대한 종합적
분석 필요

단, 과거 사례를 통하여 볼 때 제트 유가와 항공사 수익성 간에는 일정 정도의 상관관계가 있음을 확인할 수 있으나, 그 수준이 기대에 미치지 못하거나 오히려 역의 관계를 보이는 사례도 관찰된다. 2009년의 경우 약 44%의 제트유가 급락에도 신종플루 팬데믹 상황과 글로벌 금융위기 여파로 합산 EBITDA/매출액은 0.7%p 상승하는데 그쳤으며, 2010년에는 유가 상승에도 큰 폭의 여객수요 증가에 힘입어 수익성이 크게 개선된 바 있다.

또한, 2021년 유가 상승에도 여객 운항편 축소로 인한 Belly space 감소와 공급망 경색 상황으로 인한 해운화물의 항공화물로의 이전이 항공화물운임 급등으로 이어져 합산 EBITDA/매출액은 과거 20년 간 가장 높은 수준인 36%로 상승하였다.

과거 제트유가와 수익성 간 상관관계

(단위: 달러/배럴, %)



주) EBITDA/매출액은 대한항공(연결), 아시아나항공(연결) 합산 기준

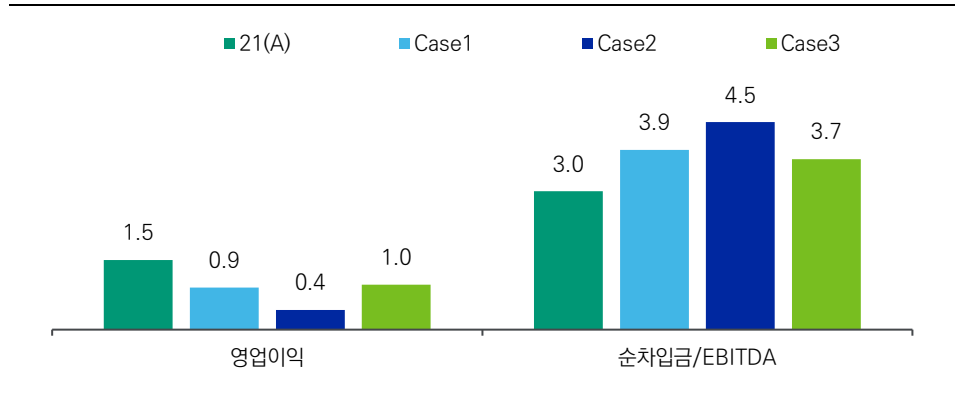
자료: 공시자료, EIA

(2) 유가 시나리오 분석

이처럼 항공산업은 유가 이외에도 사회 인식 변화와 정부 정책 방향, 전쟁/전염병 등 사회적 이슈, 여객 및 화물 수급 상황 등 다양한 외부 환경에 노출되어 있어 그 효과를 종합적으로 고려하는 것이 필요하다. 이외에 유류할증료를 통한 유가 상승분의 여객운임, 화물단가 이전, 파생상품을 통한 유가 헷징 등 유가 변동 영향을 일정 수준 완화할 수 있는 수단 또한 갖추고 있다. 금번 시나리오 분석은 유가 변동 이외에 위와 같은 사항을 종합적으로 고려하여 분석하였다.

항공산업 시나리오 테스트 결과 - 2022년

(단위: 조원, 배)



자료: 각사 공시자료, 당사 분석

기본적으로 유가 방향과 수익성은 반비례 단, 수급 상황에 따라 차별화

현 시점에서 분석한 결과 유가 등락은 단기적으로 항공산업 수익성에 큰 영향을 미치는 것으로 나타난다. 2022년 이후 여객수요가 점진적인 정상화 국면에 들어섬에 따라 선제적인 운항편수 증가로 여객수요 증가분을 흡수해야 하는 항공사 특성상 고정비용 증가가 예상되는 가운데, 여객 운항 확대에 의한 화물 공급 증가는 2020~21년 실적 개선을 견인했던 화물사업 수급상황에 부정적으로 작용할 전망이다. 기존에 수익성을 견인하던 화물사업의 추진력 약화와 큰 폭의 운항거리 증가가 예상되는 상황에서 유류비 상승은 항공사 수익성에 부담요인으로 작용할 것으로 보인다.

단, 유가 변동으로 인한 수익성 및 현금창출력 변동 폭은 해당 시기의 화물 및 여객운송 환경에 따라 차별화된다. 2022년은 화물운송 시장에서 항공사가 상당한 수준의 공급자 우위를 점유하고 있어 유가 상승 분을 일정 수준 운임에 전가할 수 있는 반면 항공화물 수요 감소 폭은 제한적일 것으로 예상된다. 그 결과 Case1에서 유류할증료를 통한 수익 증가분이 유류비 상승 영향을 일부 상쇄하며 상대적으로 낮은 유가 수준을 가정한 Case3와 비교적 차이가 적은 것으로 분석되었다. 다만, 매우 높은 유가가 지속되는 Case2의 경우 제한적인 추가 화물 운임 상승 폭과 화물 수요 감소로 Case1 대비 영업이익이 약 0.5조원가량 감소하는 모습을 보였다.

(3) 향후 모니터링 포인트

우리나라 정부가 2022년 3월 21일부터 해외 입국자들에 대한 자가격리 의무를 면제한 가운데, 최근 전세계 각국의 입국 제한 조치도 완화되고 있어 국제선 여객수요 회복에 대한 기대가 커지고 있다. 여객기 운항 증가에 따른 Belly Space 공급 확대에 2020~21년 FSC 실적 개선을 견인하던 화물운송 사업 실적의 수익성 하락이 예상된다. 더욱이, 고유가에 따른 유류비 상승분이 여객운임 및 화물 운송단가에 충분히 반영되지 못할 경우 수익성 감소폭이 당초 예상 대비 커질 수 있다. 당사는 유가 상승세 지속 여부, 항공사 본원적 이익창출력의 원천인 여객수요 회복 수준, 화물 수급 환경 변화와 이에 따른 수익성 및 재무안정성 변화에 대하여 지속적으로 모니터링할 계획이다.

4. 해운

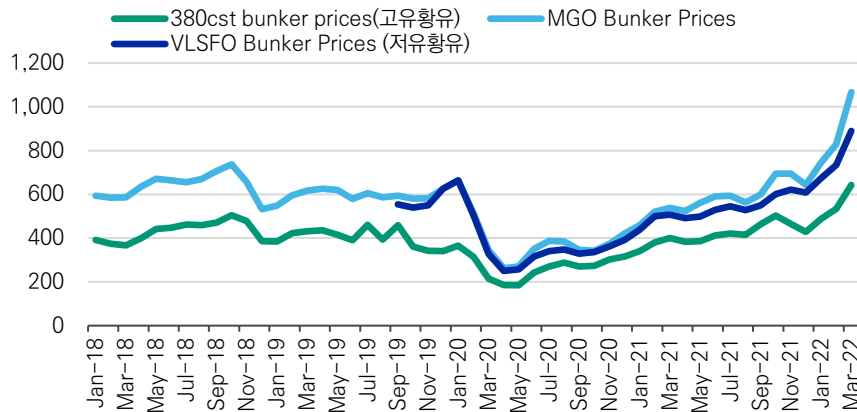
(1) 유가 상승 시 영향

2022년 1분기 평균
선박유 가격은 2021년
연평균 가격 대비
40% 가량 상승

최근 러시아-우크라이나 사태로 선박유 가격이 급등하고 있다. 2021년 싱가포르항만 선박유 판매량 중 저유황유 비중이 66%에 달하는데, 2021년 연평균 535불이던 저유황유 가격은 2022년 1분기 766불로 43% 상승하였다. 판매량의 26%를 차지하는 고유황유 가격도 동 기간 417불에서 555불로 33% 높아졌다. 러시아 선박유 수출량은 전세계 거래량의 약 20%를 점유하는 것으로 알려져 있어, 러시아-우크라이나 사태 장기화 시 수급 불균형이 심화되며 가격 상승폭이 확대될 것으로 전망된다.

선박유 가격 추이

(단위: \$/Tonne)



주1) 고유황유(High Sulfur Fuel Oil)는 황산화물 규제가 시행된 2020년 이전 대표 연료로 황 함량이 3.5% 이내임

2) 저유황유(Low Sulfur Fuel Oil)는 황산화물 규제에 대응하기 위해 탈황 처리 등 후속 공정을 통해 황 함량을 0.5% 이내로 축소한 연료

3) MGO는 Marine Gas Oil로 소형 선박이 주로 사용하는 연료

자료: Clarkson

연료비는 해운사의 주요
변동비로 유가 상승은
수익성에 부정적

연료비는 해운사 원가의 15%에서 25% 내외를 차지하는 주요 변동비로 유가 상승은 해운사 수익성에 부정적이다. 특히, 2020년 하반기부터 시작된 고시황을 향유하기 위해 Spot 운영 목적 단기용선 내지 중고선박 매입을 확대한 해운사가 증가한 점을 고려하면 유가 상승에 따른 유류비 민감도는 평년 대비 높을 것으로 판단된다.

벌크 등 부정기선: BAF
조항 등으로 유가 상승
영향 제한적
컨테이너: 유가 상승 위험
에 상대적으로 크게 노출

다만, 업체별 장기운송계약 체결 비중 등에 따라 유가 상승이 실적에 미치는 영향은 상이할 전망이다. 벌크선과 같은 부정기선은 CVC(Consecutive Voyage Charter), COA(Contract of Affreightment) 등 장기운송계약에 포함된 BAF(Bunker Adjusted Factor) 조항에 근거하여 운항 항차별 연료비 변동분을 대부분 보전받고 있다. BAF 보전분이 매출로 인식되기 때문에 유가 변동에 따른 매출 등락이 발생하지만 안정적인 이익을 창출하는데 기여하고 있다.

BAF 조항 예시

X사와 Y사는 약정한 계약운임 단가에 매 항차별로 다음의 산식에 따라 연료비를 조정·지급한다.

연료비 조정 : $(A-B) \times C \times D$

A. 매 항차 B/L 발행일의 특정기관에서 고시하는 평균유가 / B. 기준유가 / C. 항로별 톤당 소모량 / D. B/L 물량

주) B/L: Bill of Lading(선하증권), 기준유가는 계약당사자 간 결정

자료: 시장자료

컨테이너선의 경우 정기선 특성상 장기운송계약이 존재하지 않는다. 유류할증료를 부과하고 있으나 3개월, 6개월 등의 단위로 유류할증료가 결정되어 유가가 큰 폭으로 변동할 경우 유류할증료가 연료비 부담 상승분을 충분히 보전하지 못할 가능성이 있는 등 유가 상승 위험에 노출되어 있다.

고유가 지속 시 물동량 위축, 선속 감소 등 수급에 영향을 미칠 가능성 존재

고유가가 지속될 경우 해운시장 수급이 영향을 받을 가능성도 존재한다. BAF 등 유류할증료가 부과되는 계약의 경우 연료비 상승분을 화주가 보전해주게 되므로, 화주의 물류비용이 상승하여 물동량이 위축될 수 있다. 또한, 해운사는 연료비 부담을 경감시키기 위해 선속을 줄이거나, 연료효율이 낮은 노후선을 폐선시켜 실질 선복량이 감소할 가능성도 존재한다.

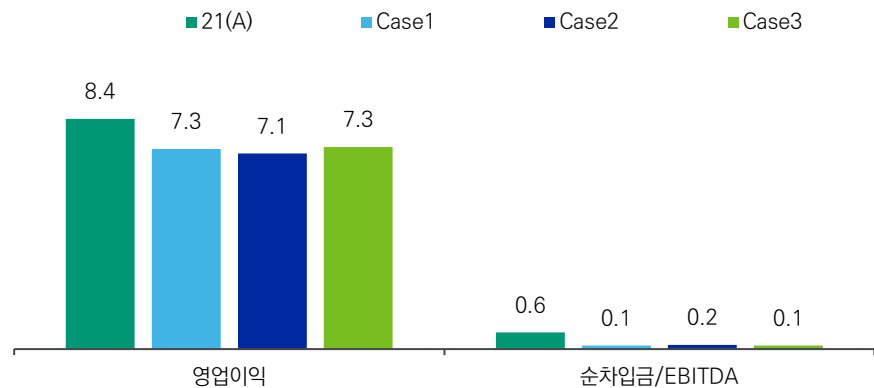
(2) 유가 시나리오 분석

유류할증료, 우호적인
상황으로 유가 상승부담
크지 않을 전망

상기와 같은 영향을 고려하여, 유가 전망별 시나리오 테스트를 수행한 결과는 다음과 같다. Case1에서 2022년 주요 업체 합산 영업이익은 7.3조원으로 2021년 8.4조원 대비 13% 하락할 것으로 추정된다. Case2, Case3에서도 실적 변화폭은 크지 않을 전망이다. 이는 벌크선은 장기운송계약의 BAF(Bunker Adjusted Factor; 유류할증료) 조항으로 연료비 상승분이 대부분 보전되고 있고, 컨테이너선은 여전히 우호적인 상황으로 연료비 상승분을 충분히 감내할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 우수한 실적에 힘입어 순차입금/EBITDA 지표도 우수한 수준을 이어갈 것으로 예상된다.

해운산업 시나리오 테스트 결과 - 2022년

(단위: 조원, 배)

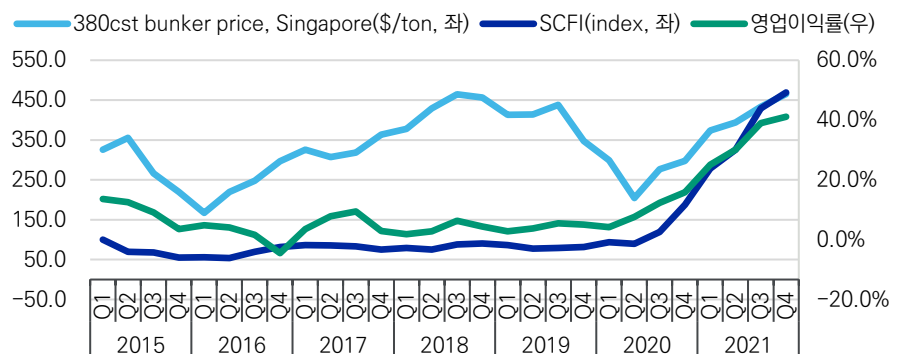


주) 에이치엠엠(연결), 팬오션(연결), 에이치라인해운(연결), 팬오션(연결) 4개업체를 분석대상으로 함

자료: 각사 공시자료, 당사 분석

글로벌 주요 해운사의 영업이익률 추이를 보더라도 유가와 영업실적 간 상관관계는 상당히 낮다. 2015년 2분기부터 선박유 가격이 크게 하락했음에도 해운업황 저하로 마이너스 영업이익률을 기록한 바 있으며, 반대로 2020년 하반기부터 이어진 선박유 가격 상승에도 불구하고 역대급 우호적인 상황으로 해운사는 우수한 영업실적을 기록하였다.

선박유 가격 및 주요 해운사 영업이익률 추이



주) Maersk, CMA CGM, Hapag-Lloyd 3개사 합산 실적

자료: Clarkson, Moody's

유가 상승 부담 감내 가능
할 것으로 예상되어, 수급
변동 요인에 주목할 필요

(3) 향후 모니터링 포인트

유류할증료와 우호적인 시황으로 해운사들이 유가 상승 부담을 감내할 수 있을 것으로 예상되어 당사는 수급 변동 요인에 보다 주목하고 있다. 컨테이너의 경우 실질 선복량에 영향을 주고 있는 항만적체현상 완화 속도가 중요 점검 요인이다.

여기에는 미국 서안 항만노조 고용 협상이 주요 변수가 될 수 있다. 미국 서안 항만은 선박회사들을 대표하는 태평양선주협회와 서부해안항만노조 간 고용 재계약 협상이 올해 7월 1일 만료됨에 따라 재협상을 앞두고 있다. 작년 미국 서안의 극심한 항만 적체 현상을 해소하기 위해 연중무휴, 24시간 교대 근무를 하는 등 항만 노동자들의 근무강도가 높아져 자동화 설비 도입, 근로조건 개선 등 협상조건이 많아 협상이 장기화될 가능성이 있다. 실제로 직전 협상일이었던 2015년에도 9개월 간 협상이 타결되지 않아 항만노동자들의 태업으로 물류난이 발생한 바 있으며, 2002년에는 직장폐쇄로 더욱 심각한 물류차질이 발생했던 이력이 있다.

Dry Bulk는 러시아-우크라이나 사태 장기화 여부와 이에 따른 글로벌 교역량 및 원자재 가격 추이가 중요하다. 중국의 경기 부양책 본격화 기대감과 러시아-우크라이나 사태로 인한 글로벌 경기 둔화 우려가 교차하고 있고, 러시아-우크라이나 사태로 석탄, 곡물 등 원자재 가격이 급등하면서 불확실성에 대비하기 위해 원자재를 선제적으로 확보하고자 하는 유인과 가격변동성이 확대되어 수요를 이연하고자 하는 상반된 유인이 교차되고 있어 시황 변동성이 높기 때문이다.

마찬가지로 유가 상승으로 인한 연료비 부담이 업체별 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 우크라이나 사태로 고유가 기조가 장기화될 경우 글로벌 교역량 둔화와 화주의 물류비용 상승에 따른 해상물동량 저하로 해운사 실적이 전반적으로 하락할 가능성에 주목할 필요가 있다. 이에 당사는 러시아-우크라이나 사태와 유가 상승세 지속 여부, 항만 적체 현상 완화 여부, 미국 서안항만 노조 고용 협상 진행경과, 원자재 가격 추이 등에 대한 모니터링을 강화할 계획이다.

Appendix

정유업 시나리오별 주요 가정

1. 각 사 복합정제마진은 싱가포르 복합정제마진(Reuters)에 연계하여 변동. 2022년 싱가포르 복합정제마진은 6~7달러/배럴로 가정
2. 2022년 정제설비 가동률은 2021년 대비 상승, 코로나19 이전인 2019년 수준 회복
3. 2022년 화학부문 영업이익은 올레핀 수요 축소, 원가 상승 등으로 2021년 대비 약 60% 축소
4. 2022년 윤활유부문 영업이익은 2021년의 윤활기유 공급부족 해소와 스프레드 하락 등으로 2021년 대비 40% 감소
5. 2022년 기타부문 영업손익은 배터리부문 가동 확대 등으로 2021년 대비 약 10% 개선
6. 매출채권, 재고자산, 매입채무 등 운전자금은 유가에 연계하여 변동
7. 환율은 2021년 기말 환율 유지, 유가 변동 노출일수 20~25일
8. 감가상각비, 기타비용, 배당금 지급 등은 과거 및 최근 추세 감안. CAPEX는 각 사 계획, 당사 추정 등 반영

석유화학업 시나리오별 주요 가정

Case1	Case2	Case3
나프타 가격 상승률		
2022년 +38%	2022년 +74%	2022년 +23%
석유화학제품 판가 상승률		
2022년 +35 ~ +36%	2022년 +67 ~ +68%	2022년 +23 ~ +25%
기타		
<ul style="list-style-type: none"> · 나프타 가격은 시장가 기준 · 나프타를 원재료로 직접 투입하지 않는 업체(NCC 설비 미보유 업체: 금호석유화학, SKC)의 경우, 업체별 주요 제품 및 원재료 시황 등을 고려하여 원가, 판가 변동률을 별도로 적용 · 자회사 실적의 경우, 주요 자회사의 사업 및 제품 구성, 과거 실적 및 전망을 고려하여 적용 · 평균 환율 : 1,200원/달러로 가정 · CAPEX 계획 : 직전 평가시점 업체제시 자료 또는 업체별 IR자료를 참조하여 반영 		

항공운송업 시나리오별 주요 가정

1. 2022년 이후 여객수요의 점진적 회복에 따라 여객공급은 2023~24년 정상화 전망
2. 화물적체 완화와 여객 운송 증가에 따른 공급 확대로 화물운임은 현재 대비 하락하나, 코로나19 이전 대비로는 여전히 높은 수준의 운임이 유지되며 견조한 화물실적 지속
3. 영업이익 및 EBITDA 추정 시 감가상각비와 기타비용은 과거 및 최근 추세를 감안하여 적용
4. 연간 CAPEX는 업체 계획 등을 반영하여 적용
5. 모든 Case에서 공통적으로 2022년 대한항공의 아시아나항공에 대한 유상증자 완료를 가정
6. 기타 환율, 금리변화 등 효과는 고려하지 않음

해운업 시나리오별 주요 가정

1. 매출액과 매출총이익률은 컨테이너의 경우 운임이 2022년 상반기까지 점진적 하락 후 하반기부터 정상화 가정, Dry Bulk는 업체별 장기운송계약 현황 및 BDI 2,500 내외의 시황 가정
2. 판관비, 운전자본은 과거 추이 반영
3. CAPEX는 업체별 제시자료 및 사업보고서 자료 참조
4. 환율은 1,200원/달러 가정, 기타 금리 효과는 고려하지 않음

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권지 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권지 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자이사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감시기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사는 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련하여 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련하여, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.