2022. 9. 1 (목)

meritz Strategy Daily
전략공감 2.0

Strategy Idea
유럽의 Safe Winter가 중요

오늘의 차트
험난한 시기, 경쟁력은 얼마나 남길 수 있는가에서

칼럼의 재해석
해상시추시장의 부활

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 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, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

▲ 주식시황
Analyst **이종빈**
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

유럽의 Safe Winter가 중요

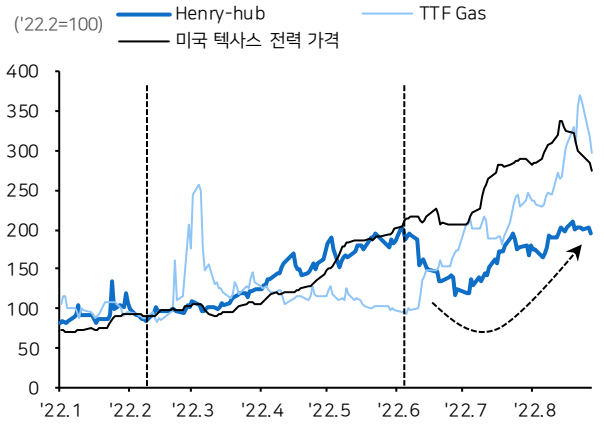
- ✓ 유럽 천연가스 이슈 흐려져가는 중이나 아직 두가지 의문 남아. 1) 재고와 정책, 2) CPI, PPI
- ✓ 재고는 충분치 않을 수 있음. 다음주 진행될 긴급 에너지위원회 방안 주목
- ✓ 미국 물가 전이 가능성, 높은 기저로 상승률 관점에서 물가 Peak-out의 방향성 유효

흐려져가는 Main Factor 유럽 천연가스

TTF 천연가스 최근 급락, 유로화 반등 및 온기 확산

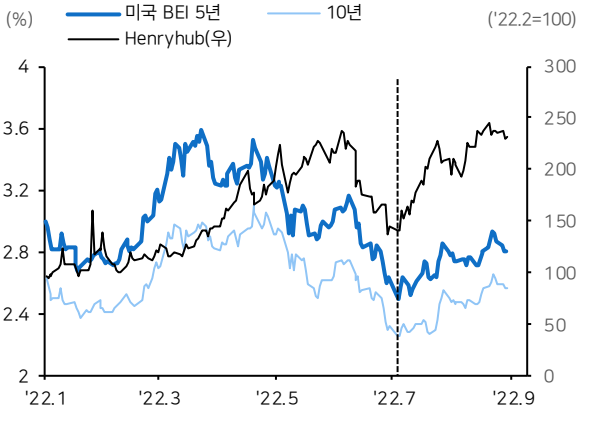
8월 시장을 복기해보면 유럽 천연가스 상승이 미국 천연가스, 전력 가격 상승을 이끌며 본격적인 시장의 관심을 받았고, 금리도 기대인플레이션(BEI) 중심으로 상승했다. 무엇보다 큰 충격은 달러화 강세였다. 유로화 패리티가 무너지며 달러 초강세가 이어졌고 원자재 의존도 높은 국가들 위주로 외환시장이 금융 환경을 압박했다. 증시 또한 기대인플레이션이 높아진 상황에서 잭슨홀 이벤트 등이 맞물리며 충격이 높았지만, 반대로 신재생에너지와 천연가스 투자, 원전 등 대체에너지 업종이 주도주로 떠올랐다.

그림1 유럽(TTF), 미국 (Henryhub) 천연가스 가격, 전력가



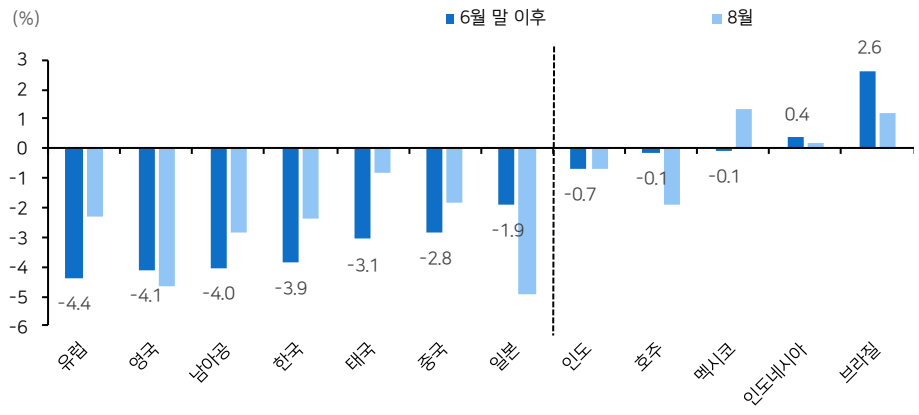
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 5년, 10년물 BEI와 주가 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 원자재 의존도가 높은 국가들 위주로 절하된 국가별 달러 대비 환가치



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

천연가스에 남은 두 가지 질문
1) 재고가 충분한가
2) 물가 상승으로 전이될까

Main Factor였던 천연가스가 이틀 전부터 하락하기 시작하면서 강도가 약화되고 있다. 어제의 국내시장 반등과 원화 강세도 같은 맥락이라 본다. 앞으로 남은 질문은 두가지 인듯 하다. 1) 유럽 가스 재고가 충분한지(수급 우려 해소), 2) 소비자 물가 상승, 매크로 불안으로 전이될 가능성은 없는가다.

Q1. 현재 재고가 충분한 수준인가?

과거 재고를 기준으로 현재를 평가하기는 무리

답은 충분하지 않을 수 있다 이다. 이에는 정치, 날씨의 이슈가 결부되어 있다. 6월 이후 가스 재고 확충 속도가 가속화되고 5년 평균 수준을 상회함에도 그동안 가스 가격이 오른 이유이기도 하다.

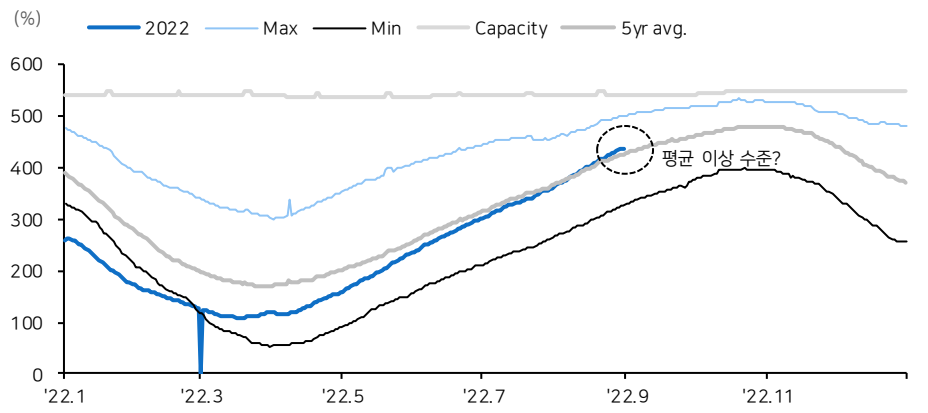
정치적 이슈는 노르웨이 전력 수출 제한이다. (그림 5)에서 확인할 수 있듯 유럽 지역 내 가스 저장시설은 독일 등 내륙에 집중되어 있으며 특히 영국은 규모가 매우 작다. 때문에 계절별로 가스의 흐름을 보면, 여름철 영국의 PNG로 내륙의 재고를 채우고 겨울철 내륙에서 영국으로 가스를 공급한다. 대륙 저장시설이 곧 영국의 재고인 셈이다.

그 간의 가스 수요 증가와 유럽 내 에너지 자립정책 때문

그런데 영국 가정용 전력의 약 15%를 수출하는 노르웨이가 하반기 전력 수출을 제한하겠다 발표하면서 겨울철 영국 가스 수요가 늘어날 수 밖에 없게 됐다. 구체적인 시기와 감축량을 제시하진 않았지만, 가뭄으로 인한 수위 저하로 수력발전 효율 저하 즉, 날씨적 이슈 때문이다. 더불어 독일도 작년에 이어 아직 풍력발전 효율이 60~70% 남짓이 추가 수요를 고려해야 한다. 과거의 재고수준으로 시장이 현재를 판단하고 있지 않은 이유다.

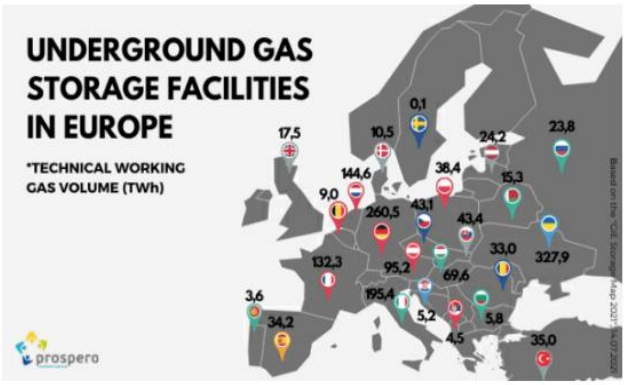
FT에 따르면 영국에서 내륙으로 보내는 파이프라인의 Overcapacity 이슈도 부각되고 있는 것으로 보인다. 영국 당국은 필터 교체 등 관리 작업만으로 충분하다고는 하나 기사에 따르면 일부 에너지 회사에서는 정기보수로 인한 Shutdown 가능성에 유의해야한다 언급했다고 한다.

그림4 6월부터 가스 재고 확충 속도는 가속화 되었지만 가격 상승 속도는 둔화되지 못함



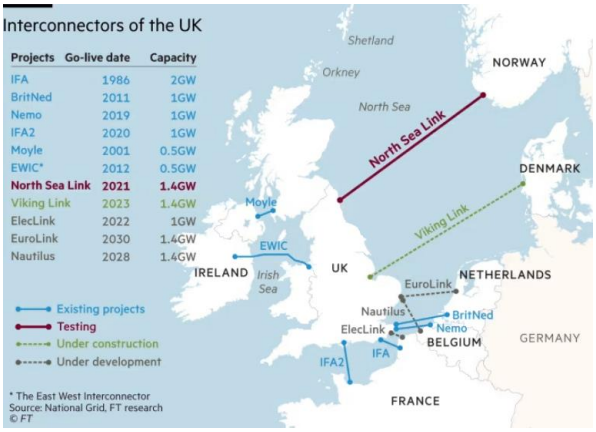
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요국 대비 부족한 영국의 저장시설



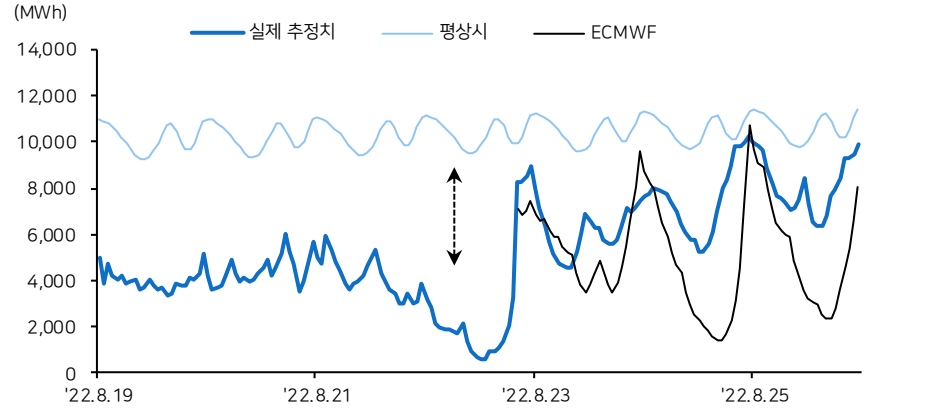
자료: Prospero, 메리츠증권 리서치센터

그림6 노르웨이 전력 수출 제한 영국 가정용 약 14% 의존



자료: FT, 주 노르웨이 대사관, 메리츠증권 리서치센터

그림7 EU 유럽 지역 신재생에너지 효율 평시 대비 낮음. 수요 변인



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

다만 가격 움직임은 다음주까지 지켜봐야할 필요

중요 변수는 재고보다는 정치
가격상한제, 배급제 논의중

최근의 가격 움직임은 EU 당국에서 에너지 시장 가격 체계를 재구성하겠다는 주요인사들의 발언에 기인한다. 그동안 EU는 신재생에너지 및 전력 인프라 투자의 기반이 된다는 점에서 현 가격 체계를 유지해왔다. 특히 20배가 넘게 오른 전력 가격에 대해서도 미세조정 이상의 의지를 보이진 않았다.

그런데 EU 집행위원장이 차주 내 긴급 에너지 위원회에서 에너지 시장 체계를 재구성하겠다는 의지를 표명했다. 구체적인 안은 곧 열릴 긴급 위원회에서 공개가 되겠지만, 주요 인사들은 대부분 가스 시장과 전력 시장을 분리하는 것을 요구하고 있어 전력 생산에 사용되는 가스에 대한 가격 상한제가 유력하다.

구체적인 안은 다음주에 제시
합리적일 경우
가격은 한단계 더 안정될 것

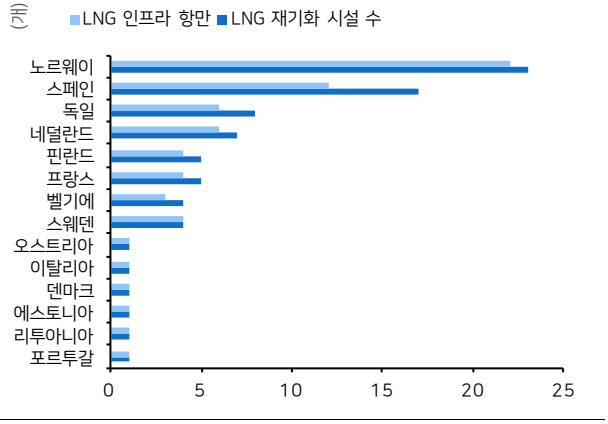
추가로 천연가스 공급 인프라 확충에 대한 이야기도 진행될 예정이다. 이베리아 반도의 LNG를 재기화해 내륙으로 운송할 파이프라인 구축이 주된 내용이다. 다만 이는 시간이 걸리는 이슈이기 때문에 당장의 가스 가격 상한조치나 수요감축 조치가 필요하다. 위원회의 안이 합리적이라 평가된다면 가격이 안정화 될 수 있다. 관련 산업의 타격이 불가피 할 수 있지만, 경기침체 우려 속 75bp 인상이 대두되고 있는 현재 정책 여력의 관점에서 가격 하락이 더 우선으로 여겨질 것으로 보인다. 가격이 하락하게 되면 달러 강세 완화와 함께 국내에 미치는 매크로 우려도 줄어들 것으로 기대된다.

표1 가스 가격 상한제, 혹은 배급제 시행 가능성

이름	직위	내용
폰 더 라이엔	EU 집행위원장	- 차주 내 에너지 시장 체계 재구성 내용을 담은 긴급조치안 발표 예정
엘리자베스 보른	프랑스 총리	- 올 겨울 에너지 배급이 이루어질 수 있다 기업들에 공표
티너 반데어스트라에텐	벨기에 에너지 장관	- 향후 5~10년의 겨울 동안도 에너지난 해결이 어려울 수 있다 경고
시켈라	체코 산업부 장관	- 전기 생산에 사용하는 가스요금 상한제 부과 가능성
로버트 하벡 등	독일 경제장관	- 전력시장과 가스시장 분리해야. 가스요금 상한제 찬성
벤 빈 뷰르덴	쉘 CEO	- 겨울 배급제와 같은 대체안을 마련해 에너지 수요를 줄여야 함

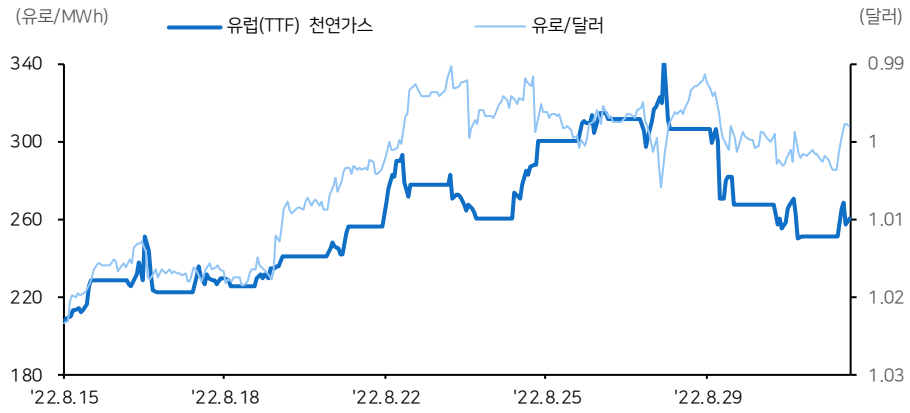
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림8 이베리아 반도 터미널을 내륙으로 활용하는 방안



자료: ESRI, 메리츠증권 리서치센터

그림9 가스가격 하락과 함께 회복되고 있는 유로-달러 환율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Q2: 물가상승으로 전이될 수 있을까?

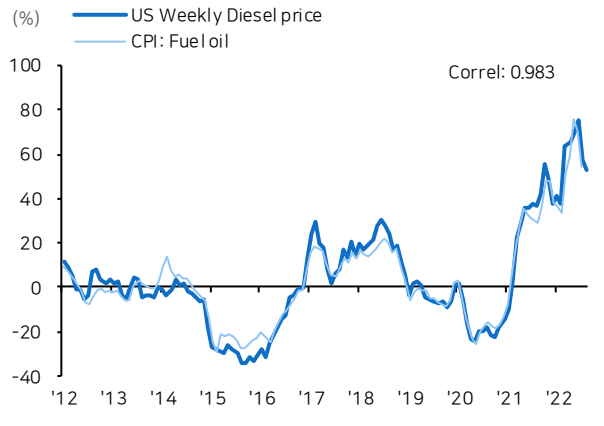
8월의 상승이 다른 물가로 전이될 가능성?

8월 한달 간 가스, 전력 서비스 가격이 오른 만큼 이것이 미칠 8월 CPI로의 영향이나 PPI 압력에 대한 우려가 부각될 수 있다. 미국 천연가스 가격은 Gas & Utility Service CPI와 0.8이 넘는 상관성을 가지고 있고, 천연가스가 주로 사용되는 비료 가격이나 가스를 대체할 수 있는 Fuel oil 가격 상승으로 전이될 수 있기 때문이다.

기저효과 고려 시 물가정점 방향성에 변화는 없음

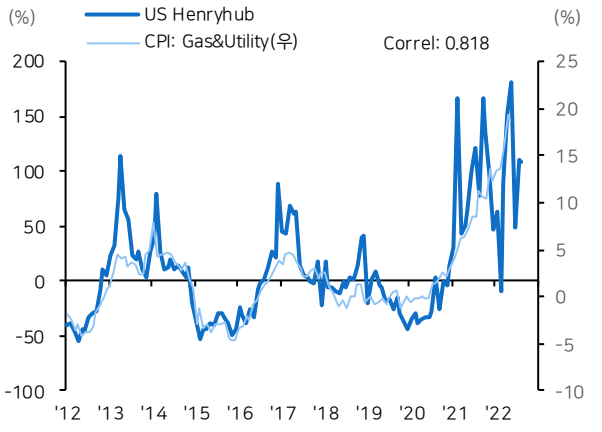
다만 전년대비 상승률 관점에서 바라보면 우려는 다소 완화된다. 미국 천연가스 가격도 최근 많이 올랐지만 2021년 기저로 인해 증감률은 많이 둔화됐다. 디젤 가격도 마찬가지다. 이보다 더 비중이 높은 가솔린과 농산물 가격의 증감률도 하향 추세가 계속되고 있다.

그림10 Diesel 가격 반등했지만 아직은 둔화 중



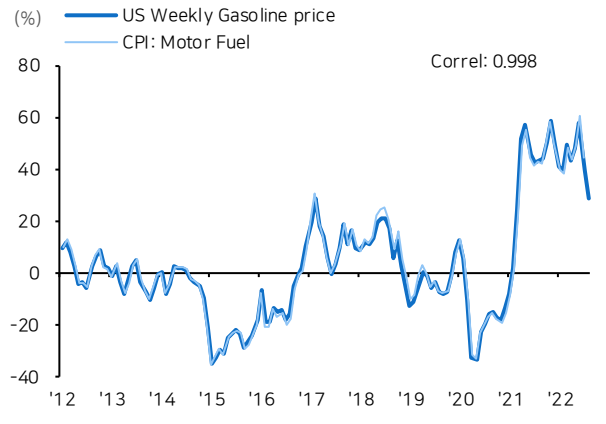
자료: EIA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 천연가스 급등했지만 기저효과로 상승률은 둔화



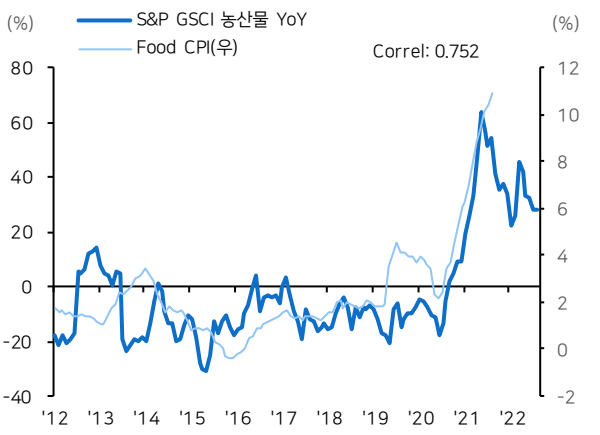
자료: EIA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 가솔린 가격은 수요둔화로 둔화세 지속되고 있고



자료: EIA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 농산물 가격도 시차 고려하면 둔화 예상

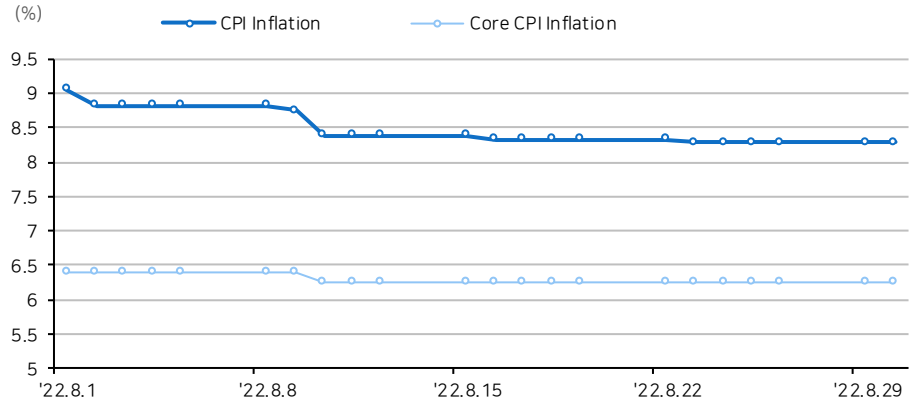


자료: EIA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 더 중요한 것은 '기대' 여전히 유럽 에너지가 메인 펙터

에너지 가격 등을 Proxy로 차월 소비자물가를 예측하는 클리블랜드 Nowcasting 예측치 또한 안정적으로 Peak-out 방향을 가리키고 있다. 그러나 8월 CPI보다 더 중요한건 Proxy들의 향후 움직임이다. 6월 CPI가 9%에 육박했음에도 시장이 환호했던건 원자재 가격 하락이었다. 현재 물가지표 확정치보다 차월 물가에 대한 시장의 기대가 더 중요하다는 의미다. 공급이 명확히 해결되지 않은 지금, 많이 희석되긴 했지만 여전히 유럽 에너지 그 중에서도 정책이 Main Factor라 생각된다.

그림14 클리블랜드 연은 소비자물가 Nowcasting: 8월 8.3% YoY, 0.1% MoM



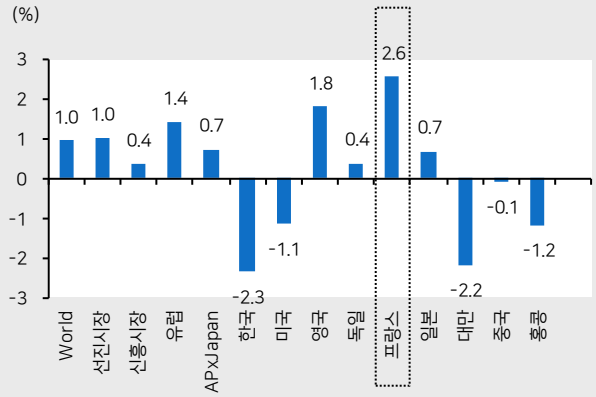
자료: Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

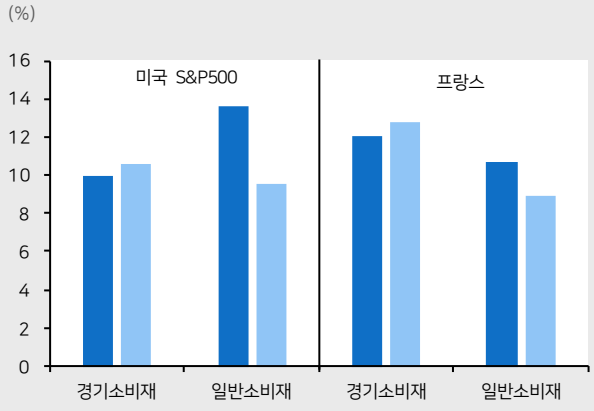
험난한 시기, 경쟁력은 얼마나 남길 수 있는가에서

<국가별 12MF EPS 1개월 변화율>



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 및 프랑스 소비재 업종 마진율 평균 추이



주: 미국은 22 1Q 대비 22 2Q, 프랑스는 21 2H 대비 22 1H
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

프랑스 성장률의 의미

최근 국가별 12MF EPS 1개월 변화율을 보았을 때 미국은 -1.1%, 한국은 -2.3% 감소하는 반면, 프랑스는 2.6%의 증가율을 보이며 차별점을 보인다. 업종별로 그 이면을 들여다보면, 에너지(+9.5%) 업종의 증가율이 눈에 띄지만, 글로벌 소비 둔화 속에서 경기소비재(+3.8%), 일반소비재(+2.5%)의 견조한 증가세도 주목할 만하다.

벌어지는 소비 격차

2분기 실적 발표가 상당수 마무리된 가운데 미국 소매업체의 실적을 보면 다음과 같은 특징에 주목할 필요가 있다. 첫째로는 소비 양극화이다. 투자전문 매체인 배런스는 저소득 소비자를 대상으로 하는 소매업체가 핵심 쇼핑객이 기록적인 인플레이션으로 어려움을 겪고 있다고 경고했다. 하지만, 부유한 고객을 대상으로 하는 소매업체들은 수요가 크게 감소하지 않았다고 강조했다.

월마트 실적에서도 내용은 같아

월마트는 지난 2Q 실적 발표에서 전년 동기 대비 8.4% 증가한 양호한 실적을 발표했다. 다만, 매출은 증가한 반면, 판매량은 여전히 감소하는 모습을 보였다. 저소득층 소비 여력을 나타내는 월마트 실적이 전년 동기 대비 증가한 것은 괄목하나, 기존 고객의 영향보다는 인플레이션 국면에서 중·고소득층 고객이 증가한 영향으로 보인다.

마진압박에서 자유로운 프랑스

두번째로는 마진 압박이다. 전분기 대비 미국의 일반소비재 업종 순이익 마진이 크게 감소하였다. 프랑스는 감소폭이 작은데, 개별 업종을 살펴보면 주류, 화장품 등 재고소진 압박이 크지 않은 업종으로 구성되어 있기 때문으로 보인다. 프랑스의 경기소비재 업종 구성 종목도 에르메스, 케링 등 명품 기업으로 마진 압박에서 비교적 자유롭기 때문으로 보인다.

칼럼의 재해석

오정하 연구원

해상시추시장의 부활 (Oilprice.com)

에너지 안보 위기가 대두되며 해상시추시장이 다년간의 부진에서 회복했다. Schlumberger, Transocean 등 시추업체들은 2분기 실적발표에서 투자액 및 FID 증가 규모가 2016~2019년 사이클을 상회할 것으로 전망했다. 리그 가동률 및 운임 모두 상승가도에 있으며 수급은 더 타이트해질 전망이다.

러시아의 우크라이나 침공이 심화시킨 에너지 안보 위기로 각국 정부는 에너지 확보를 우선순위로 두고 있고, E&P업체들은 글로벌 수요 증가에 대응하고 유정 재고를 보충하기 위해 탐사 및 시추에 집중하고 있다.

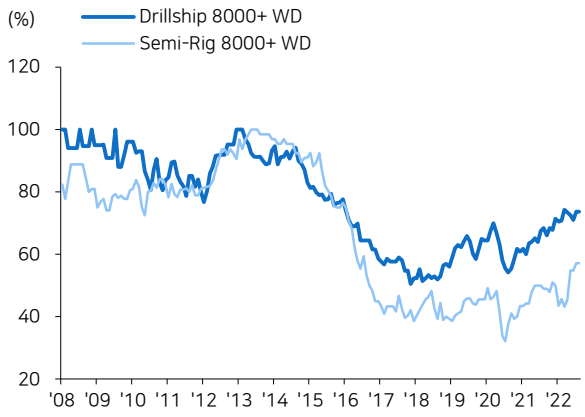
고유가 속 시추업계

가동률과 운임의 동반상승

다년간의 부진 이후 해상시추시장이 상승국면에 들어섰다. 관련 서비스 및 시추업체들은 2016~19년 사이클을 상회할 것으로 예상했다. 최근 시추장비 가동률 및 운임 상승은 시장이 타이트해지는 시그널이다. 심해유전개발의 과정은 '탐사-시추-개발-설치-생산-개발포기'의 과정을 거치는데, 탐사 이후 가장 먼저 투입되는 장비가 시추장비이기 때문이다.

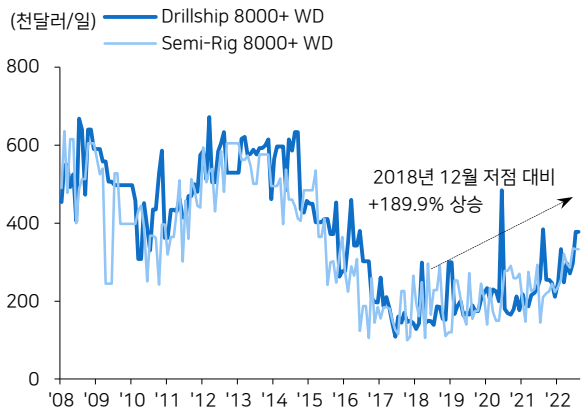
시추업체 Transocean은 2022년 2분기 실적발표에서 지난 8년간의 침체 이후 시장이 회복 중에 있으며 모멘텀에 점차 속도가 붙고 있다고 언급했다. Schlumberger도 2분기 실적발표에서 2016~2019년 업사이클을 상회하는 2022, 2025년이 될 것으로 전망했다. 해상유전 관련 투자와 FID가 증가하고 있고, 고사양 제품인 ultra-deepwater, harsh-environment 장비 가동률이 상승하고 있기 때문이다. 과거 2016년 사이클과 달리 리그 전반적으로 뚜렷한 운임 상승이 동반되고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 야기된 에너지안보 리스크, 탄화수소 공급 부족도 현재 시황에 긍정적인 요소로 작용한다.

그림1 시추리그 가동률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 시추리그 운임 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

드릴십이란?

시추설비인 드릴십,
가동률 85%에서 호황으로 판단

드릴십(Drillship)은 드릴을 장착한 선박이다. 드릴십은 크게 작업 수심 및 기능에 따라 Jack-Up, Semi-Submersible, Drillship 등으로 구분된다. Jack-up Rig는 동남아 지역이 90%의 M/S를 지니고, 국내 Big3 조선소가 Semi-Rig 및 Drillship을 과점하고 있다.

드릴십 시장의 매커니즘은 다음과 같다. 국제유가가 상승하면 손익분기점이 높은 해상 유전/가스전 개발 사업 수익성이 제고되고, 생산에 앞서 시추/탐사 활동이 증대되면 해양시추설비의 수요가 증가하는 것이다.

2013~14년 드릴십은 호황기를 누린 바 있다. 배럴당 100달러를 초과하는 고유가 기조 속에 드릴십 운임과 용선계약건수는 최고치를 기록했다. 통상 시추설비의 가동률이 85%를 넘어가면 호황으로 판단한다. 85~90% 수준에서 운임이 급격하게 상승하는 변곡점이 되기 때문이다. 최근 8월말 기준 드릴십 가동률은 73.7%로 확인되었다. 팬데믹동안 부침을 겪었지만 다시 85% 수준에 임박한 모습이다.

유가, E&P업체를 바라보자

과거 해양플랜트는 유가가 60~70달러 이상이어야 수익을 낼 수 있었지만, 소형화 및 설계 표준화가 진행되며 BEP는 30~50달러까지 낮아졌다. 현재 유가 수준이 WTI기준 90달러를 상회하는 만큼 심해유전개발 프로젝트는 속속히 발표되고 있다.

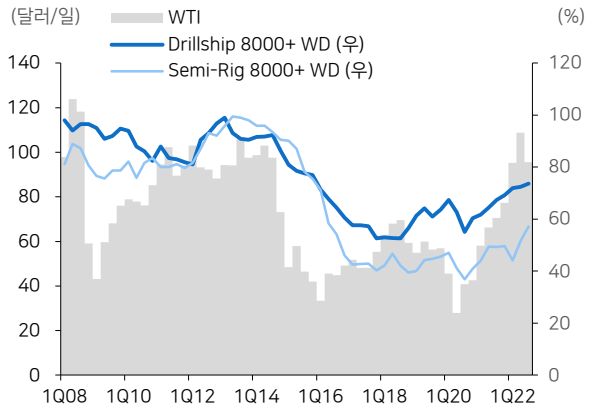
유가전망 컨센서스:
WTI 2022년 101.2달러/배럴
2023년 93.8달러/배럴

현재 유가뿐만 아니라 유가 전망도 중요하다. 현재의 유가 수준이 지속될 것이라는 믿음이 있어야 수년이 걸리는 프로젝트를 발주할 수 있기 때문이다. 과거 2016~2019년과 달리 현재의 유가 상승은 수요증가에 따른 현상으로 고유가는 이어질 것으로 보인다. 8월 IEA는 글로벌 원유 수요를 2022년 99.7MBPD, 2023년 101.8MPBD로 상향했다. 블룸버그 WTI 컨센서스는 2022년 101.2달러/배럴, 2023년 93.8달러/배럴로 추정했다.

고유가가 전망되며 E&P(Exploration&Production)업체들은 일제히 CAPEX를 확대했다. 주목할 점은 CAPEX 투자는 팬데믹 이전 수준을 회복했고 2분기 기준 원유 생산량은 팬데믹 이전대비 94.6% 수준이라는 점이다.

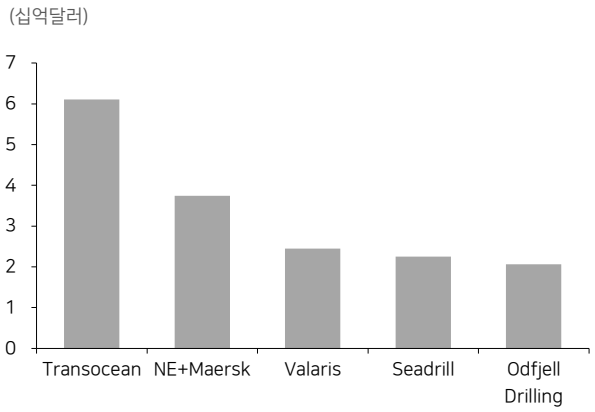
E&P 기업들은 1) 신규 시추를 하거나, 2) 시추만 한 유정 완결을 하지 않은 DUC(Drilled but uncompleted well)을 활용하는 두 가지 방안을 쓸 수 있다. 팬데믹 이후에는 생존을 위한 생산비용 최소화 및 빠른 시일 내에 증산할 수 있는 두 번째 방안이 선호되어 왔다. 그러나 원유 수요 증가분 대비 추가 시추공 생산량이 부족하여 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황이 발생했다. 지난 2020년 6월에는 8,800개를 상회했으나 2022년 7월 기준 DUC 공수는 4,300여개 수준이다. 수요 증가에 발맞추기 위해 시추 수요는 증가할 것으로 예상된다.

그림3 가동률 및 유가 추이- 5개분기 lagging 상관계수 0.76, 0.80



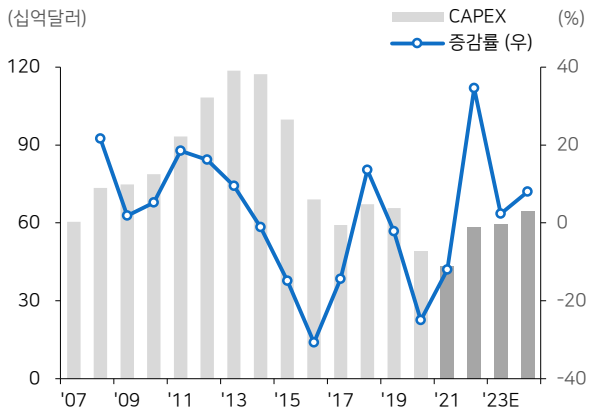
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주요 업체별 수주잔고 -2028년도 예약 중



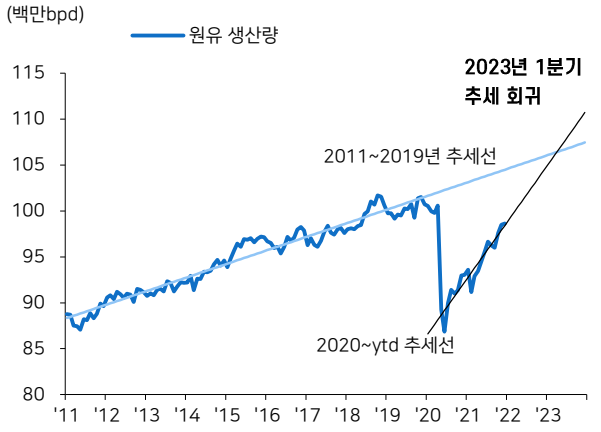
주: 2022년 4월 25일 기준
자료: Transocean, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요 미국 E&P 4개 업체 CAPEX 추이 및 전망



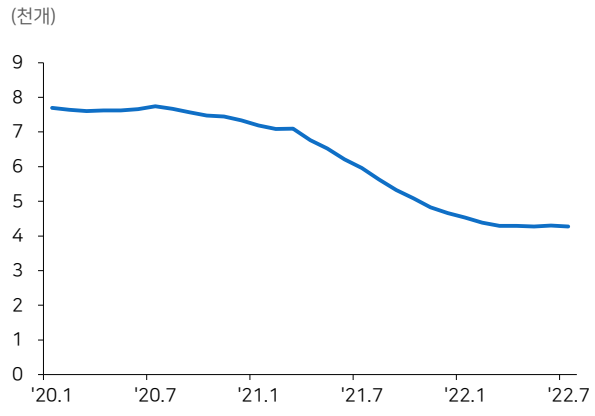
주: Exxon Mobil, BP, Chevron, Total의 CAPEX를 합산함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 원유 생산량 추이



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 미완공 유정 (DUC) 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 해상유전개발 프로젝트 일정

2022	2023	2024
Buzios FPSO 9	Barra/Farfan/Muriu FPSO	Mero FPSO 6
Dorado FPSO	Liza 5 (Uaru) FPSO	Poco Verde FPSO
Gato do Mato FPSO	MODEC Noah FPSO	Tupi(Lula) West FPSO
PFLNG Tiga	Sea Lion FPSO	Pampo/Enchova FPSO
Linnorm	Spar Pao de Acucar FPSO Baleine Ph.2 FPSO	Graff FPSO
Corowa	Jack-up Buzios FPSO 10	Venus (Namibia) FPSO 1
	Yoho FLNG	Coral FLNG 2
	Leviathan FLNG	Port Delfin FLNG 2
	Port Delfin FLNG 1	D-12 Jack-up
	Kelidang CA-2(Semi-sub)	Mauritania Fast LNG Jack-up
	Trion(Semi-sub)	

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

미국 정부 규제 완화

바이든 대통령은 대선 후보 시절부터 신규 석유 시추를 막고 탄소배출을 줄이겠다고 공약한 바 있다. 그러나 팬데믹, 지정학적 리스크 등이 야기한 에너지가격 상승에 1년 2개월여만에 입장을 선회했다. 지난 8월 17일 미국은 신규 5개년 계획안을 제시하며 해양 시추의 문을 열었다.

에너지 안보문제가 제기되고 고유가가 지속되며 2023, 2024년까지 유전 개발 및 확대 프로젝트가 발표되고, 입찰이 진행 중에 있다. 유가상승분에 따라 직접적으로 매출 및 이익이 상승하는 E&P업체 및 시추업체에 주목할 시기이다.

원문: *Offshore Drilling Is Coming Back With A Bang (Oilprice.com)*