

# 달러 강세, 수혜 업종과 피해 업종은? - 환율변동이 산업별 손익에 미치는 영향 분석

2022.04.26

기업평가본부 산업2실 서민호 수석연구원 ☎ 02-787-2210 minho.seo@kisrating.com  
 민유성 수석연구원 ☎ 02-787-2261 yuseong.min@kisrating.com  
 김응관 애널리스트 ☎ 02-787-2213 eungkwan.kim@kisrating.com

## Executive Summary

한국신용평가(이하, '당사')는 순수출 데이터를 이용해 산업별 환율 노출도를 파악하고 환율 변동위험에 영향을 미치는 추가 요인을 검토하여 산업별 환율 영향을 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

### 환율 변동에 따른 산업별 영향 분석 - 요약

구분	업종	순수출 Exposure <sup>1</sup>	추가 결정 요인			환율 민감도 수준	원/달러 환율 상승에 따른 영향
			가격전가력 <sup>2</sup> (환율측면)	이종통화 환율 변동	외화자산/부채 노출 수준		
외화 판매가격이 고정되는 수주산업	조선	59.7%	X	-	-	매우 높음	긍정적
	건설	-3.6%	X	-	-	중간 (해외건설, 매우 높음)	제한적 (해외건설, 긍정적)
글로벌 수급상황에 따라 (현물)가격이 결정되는 산업	반도체	59.7%	X	-	-	높음	긍정적
	디스플레이	25.4%	X	-	-	높음	긍정적
	해운	23.4%	X	-	높음, 영향 작음	중간	긍정적
	석유화학	14.5%	X	-	-	중간	긍정적
	철강	1.3%	△	-	-	중간	제한적
평가 반영에 시차가 있는 소비재 산업	정유	-24.9%	△	-	-	중간	제한적
	음식료	-6.3%	△	일부 노출	-	낮음	제한적
	의류	2.7%	△	-	-	낮음	제한적
	제약	2.4%	△	일부 노출	-	낮음	제한적
	통신	-6.0%	△	-	-	낮음	제한적
변동비가 판매가격에 반영되는 산업	자동차	45.7%	X	노출	-	높음	긍정적
	발전	-21.9%	◎	-	-	매우 낮음	제한적
기타 서비스 산업	호텔	44.4%	△	-	-	중간	제한적
	유통	9.5%	△	-	-	낮음	제한적
	항공운송	-3.5%	△	-	높음, 영향 큼	높음	부정적

주1) 순수출 Exposure = (수출액 - 수입액)/총산출액

자료: 당사 정리

주2) 판매가격결정구조에 따른 환율 변동의 평가전가 가능 수준

◎: 환율 변동분 평가에 온전히 반영, △: 환율 변동분 평가 반영 가능, X: 환율 변동분 평가 반영 어려움

### 순수출을 통해 본 산업별 환율 노출도

국내 주력 수출업종인 반도체, 조선, 자동차, 디스플레이 등이 순수출 비율 상위권에 위치하며, 서비스 업종에서는 호텔(숙박업), 해운 등의 순수출 비율이 높다. 반면, 각각 LNG와 원유를 주요 원료로 사용하는 발전, 정유가 순수입 비율 최상위 업종이며, 내수 중심의 음식료, 통신, 건설 등도 순수입 업종으로 분류된다.

▣ 환율변동위험 결정 추가 요인

실제로 환율 변동이 기업 실적에 미치는 영향은 산업별 환율 노출도와 더불어 업종별 가격결정구조, 이종통화 환율, 외화자산/부채 규모 등 다양한 요인에 의해 결정된다.

- **업종별 제품가격 결정구조에 따른 비용 변동분의 판가 반영 수준에 따라 실질 환위험 영향이 좌우된다.** 발전산업은 순수입 최상위 업종이나 환율 등 변동비가 판매가격에 반영되는 구조이다. 반면, 조선업은 해외 매출비중이 큰 데다가 수주시점에 외화가격이 고정되기 때문에, 계약기간 내 환율 변동이 고스란히 원화 매출 변동으로 반영된다. 반도체, 디스플레이, 해운업 등 글로벌 수급상황이 가격 또는 마진을 결정하는 업종도 개별기업이 최종 제품가격을 스스로 결정하기 어려운 구조이기 때문에, 환율 변동 영향을 기업 외부로 전가하기 쉽지 않다.
- **달러 외 이종통화 노출도와 외화자산 및 부채 보유 수준도 실질 환율 위험에 영향을 미치는 요인이다.** 이종통화에 노출이 큰 자동차산업은 원/달러 환율 상승이 수익성에 긍정적이지만, 달러 강세로 인한 해외 진출지역 통화가치 하락은 원/달러 환율 상승 효과를 반감하는 요인이다. 외화자산/부채 보유 수준도 개별기업의 실질 환율 위험을 좌우하는 요소이다. 외화부채가 외화자산보다 클 경우 원화 약세 시, (원화 표시)부채규모가 커지고 외환손실(외환차손-외화환산손실)이 발생한다.

▣ 환율변동에 따른 산업별 영향

종합해 보면, 순수출 비중이 가장 높고, 환율 변동을 판매가격에 반영하기 어려운 **조선산업이 환율 변동에 따른 수익성 영향이 가장 큰 것으로 분석되며, 반도체, 디스플레이, 자동차도 실질 환율 민감도가 높은 산업에 해당한다.** 항공운송은 영업상 환율 노출도는 크지 않지만 순외화부채 규모가 매우 커서 환율 변화 시 외화환산 관련 영업외손익과 재무비율 변동이 크다.

당사는 2022년 평균 환율을 1,200원/달러(전기 대비 상승률 4.9%) 내외로 보고 있다. 원/달러 환율 상승은 순수출포지션인 조선, 반도체, 디스플레이, 자동차 등의 산업에 긍정적이다. 반면에, 순수입 업종인 발전, 정유업은 비용이 상승한다. 다만, 발전산업은 환율 등 변동비가 판가에 반영되기 때문에 수익성에 미치는 영향은 매우 제한적이며, 정유업도 과점체제의 국내 시장에서는 비교적 높은 가격전가력을 갖추고 있다.

수출 중심의 산업구조 하에서 환율은 주요 수익성 변동요인 중 하나이다. 특히, 최근에는 주요국의 통화긴축 본격화, 러시아의 우크라이나 침공 등으로 환율 변동성이 커지고 있어, 환율에 따른 수익성 영향이 증가하고 있다. 당사는 본고를 통해 주요 산업별 환율 위험 수준을 제시하였다. 다만, 동일 산업 내에서도 수출/입 비중과 환리스크 대응력, 환헷지 전략 등이 다르기 때문에, 실제 환율 변동위험과 환율에 따른 영향은 개별 기업 단위의 검토가 필요하다.

Contents

들어가며 ..... 3

1. 환율 추이 및 전망 ..... 3

2. 순수출을 통해 본 산업별 환율 노출도 ..... 5

3. 환율변동위험 결정 추가 요인..... 11

마치며 ..... 17

Appendix..... 19

### 들어가며

금리, 환율, 유가, 인플레이션 등 거시 경제환경 변화는 산업 내 수급이나 경쟁상황, 개별 기업의 사업경쟁력 등과 함께, 기업의 영업성과에 영향을 미치는 주요 변수이다. 특히, 최근에는 금리 인상이 본격화되고, 러시아의 우크라이나 침공으로 지정학적 리스크가 커지면서 주요 거시 경제지표 변동성이 확대되고 있으며, 이로 인해 거시 경제 환경 변화가 개별 산업 및 기업에 미치는 영향도 증가하고 있다.

당사는 최근의 이러한 흐름을 감안하여, 주요 거시 경제환경 변화와 이에 따른 산업별 영향을 분석하고 있다. 2022년 2월, '우크라이나 사태에 따른 산업별 영향 점검' 보고서를 통해 러시아의 우크라이나 침공에 따른 산업별 영향을 점검한 데 이어, 2022년 3월에는 Special Report를 통해 금리, 곡물가 상승에 따른 산업 또는 산업 내 Sector별 영향을 제시하였다.

#### 관련 Report

- 우크라이나 사태에 따른 산업별 영향 점검(2022.2.25)
- 금리상승에 따른 산업/등급별 시나리오 테스트
  - 기업부문 18개 산업에 대한 'EBITDA/이자비용' 전망(2022.3.14)
- 우크라이나 사태에 따른 산업별 영향 점검 II
  - 음식료 : 국제 곡물가 급등, 원가부담과 가격전가력을 중심으로 한 영향분석(2022.3.16)

최근 지정학적 리스크가 커지고 주요국의 통화 긴축정책이 본격화되면서 환율 변동성 및 예측불확실성도 크게 확대되고 있다. 이에 당사는 순수출 Exposure를 토대로 산업별 환위험 노출도와 환율 변동에 따른 수익성 영향을 분석하였다. 또한, 판매가격 결정구조와 이종통화 노출도, 외화 자산/부채 규모 등을 추가 고려하여 산업별 실질 환율 변동위험을 분석하고, 최근의 환율 상황에서의 산업별 영향을 점검하였다.

## 1. 환율 추이 및 전망

### (1) 원·달러 환율 추이

2021년 이후  
원·달러 환율 상승세

코로나 팬데믹 이후 미 연준의 대규모 경기부양책이 실시되면서 원·달러 환율은 하락세로 전환, 2020년 말 단기 저점을 형성하였다. 그러나, 이후 점진적인 글로벌 경기 회복과 백신접종 확대로 원·달러 환율이 상승세로 전환되었고, 2021년 하반기에는 중국 헝다그룹 파산우려(2021년 9월)에 따른 안전자산 선호, 미 연준의 테이퍼링(2021년 12월) 등으로 환율 상승 폭이 확대되었다.

**2022년 들어서도 원·달러 환율 상승세가 유지되고 있다.** 미 연준의 테이퍼링 본격화와 금리인상(2022년 3월), 러시아의 우크라이나 침공에 따른 국제 정세 불안 등이 달러가치 상승요인으로 작용하고 있으며, 유가 및 원자재 가격 상승에 따른 무역수지 악화, 외국인 국내 주식 순매도 및 내국인 해외투자 증가 등 원화 절하요인도 발생하고 있다.

2022년 1분기 평균환율  
전기대비 5.3% 상승

**2022년 1분기 평균 원·달러 환율은 전년평균(1,144원/달러) 대비 5.3% 상승한 1,205원/달러이다.** 이는 코로나 19 초기 확산세와 미·중 무역갈등 여파로 환율이 급등한 2020년 2분기 이후 가장 높은 수치이며, 글로벌 금융위기 이후 미 연준의 금리인상이 시작된 2016년 1분기(1,201원/달러)와 유사한 수준이다.

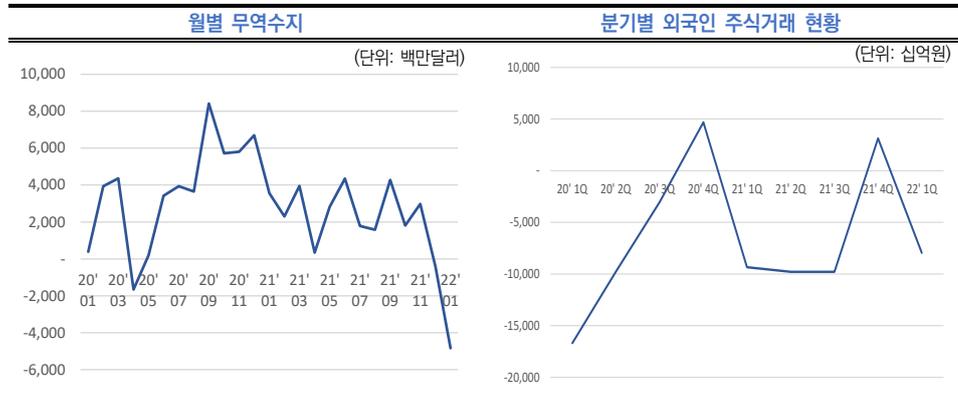
미 연준의 통화정책과 원달러 환율 추이

(단위: 원/달러)



자료: 한국은행, 당사 재가공

무역수지와 외국인 주식거래 추이



자료: 한국은행, 한국거래소, 당사 재가공

(2) 환율 결정요인과 향후 전망

환율은 각 국가의 통화량, 국민소득, 금리, 물가 등 거시경제변수 외에도 외환 수급상황, 외환시장 참가자의 기대심리 등 다양한 요인에 의하여 결정되고 있다. 특히, 최근에는 주요국이 경기 부양을 위해 적극적으로 통화정책을 활용하고 있어 각국의 통화정책에 따른 영향이 커지고 있으며, 국제 정세나 안전자산 선호도, 무역수지 등도 주요 환율 변동요인이 되고 있다.

주요 환율 결정요인

구분	환율상승	환율하락
통화정책	미국의 빠른 경기회복세 → 통화량 감소정책 (테이퍼링, 금리인상, 양적긴축 등)	미국의 더딘 경기회복세 → 통화량 확대정책 (양적완화, 금리인하 등)
외화수급	글로벌 금융시장의 안전자산에 대한 선호 증가 외국인의 국내 주식시장 순매수 무역수지 적자	글로벌 금융시장의 위험자산에 대한 선호 증가 외국인의 국내 주식시장 순매수 무역수지 흑자

미 연준의 양적긴축 정책, 달러화 강세 전망

2022년 상반기 환율은 높은 수준을 유지할 것으로 보인다. 미 연준은 올해 중 6번의 추가적인 금리 인상을 계획하고 있으며 대차대조표 축소도 연내 예상되고 있어 당분간 달러화 강세 흐름이 지속될 전망이다. 또한 러시아 경제 제재로 인한 안전자산 선호 현상과 석유·원자재 가격 상승 및 수출둔화로 인한 무역수지 부담도 높은 환율 수준 유지를 예상하게 하는 요인이다.

국제 정세 안정화와 점진적 무역수지 개선은 환율 하락 요인

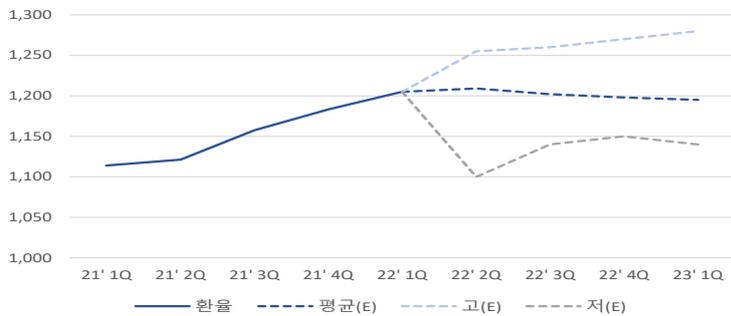
다만, 하반기 환율은 다소 하락세를 보일 전망이다. 러시아의 우크라이나 침공으로 인한 국제정세 불안 영향은 점차 반감될 것으로 예상하며, 미국의 통화량 감소 정책 불확실성 해소와 글로벌 공급망 경색 완화 및 이에 따른 점진적인 무역수지 개선이 환율 하방요인으로 작용할 것으로 보인다.

연초 주요 IB는 2022년 연 평균 원달러 환율을 1,115~1,220원/달러로 전망하였으나, 최근 전망치는 러시아의 우크라이나 침공 상황 장기화, 최근의 환율 상승세 등이 반영되어 1,149~1,247원/달러로 상향 조정된 모습이다.

당사도 상고하저의 환율 흐름을 예상하고 있으며, 2022년 평균 환율은 1,200원/달러 내외로 보고 있다. 다만, 우크라이나 침공 사태의 안정화 여부와 러시아 경제제재 상황이 하반기 환율 수준을 좌우할 중요한 변수가 될 것으로 보이며, 미국의 양적긴축 속도도 주요 모니터링 대상이다.

주요 IB 2022년 추정 환율 추이

(단위: 원/달러)



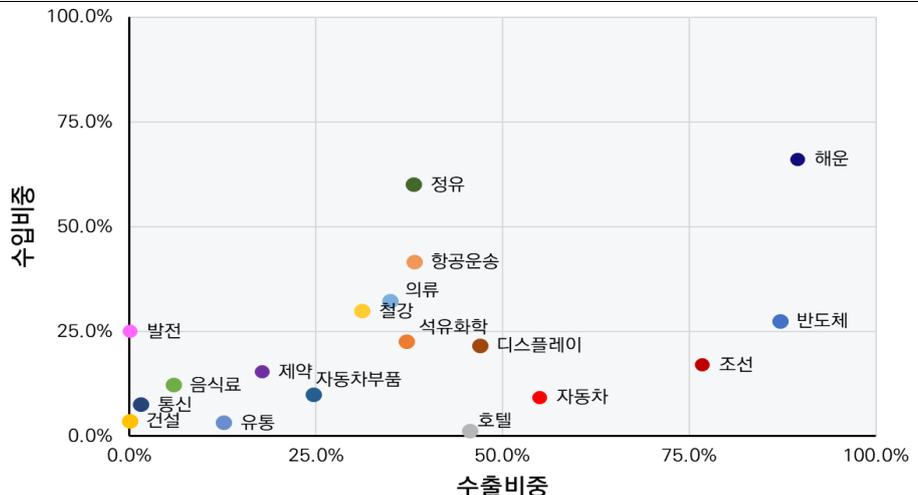
자료: Bloomberg, 당사 재가공

2. 순수출을 통해 본 산업별 환율 노출도

(1) 산업별 수출 및 수입 현황

산업별 환율 노출위험을 판단하기 위해 한국은행의 2019년 산업연관표를 토대로 주요 18개 산업별 수출 및 수입비율을 확인하였다. 본 자료는 산업 단위의 수출, 수입비율을 표기한 것으로 개별 기업의 특수성은 고려되지 않았으며, 분석결과는 다음과 같다.

산업별 수출·수입 히트맵

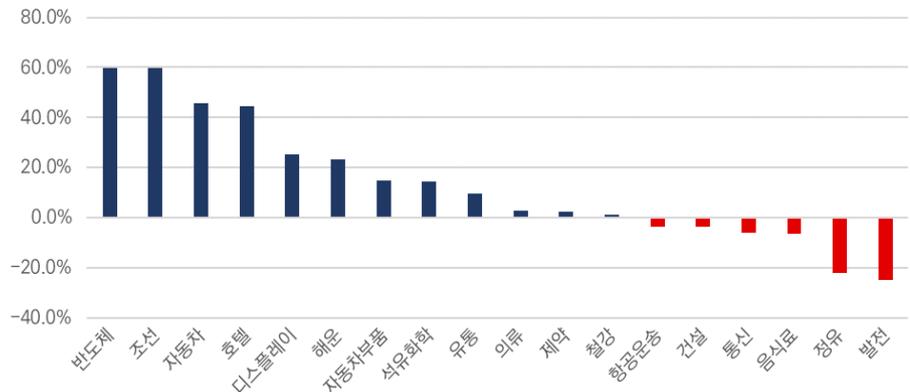


주) 수출비중 = 수출액/국내총산출액, 수입비중 = 중간재수입액/국내총산출액

자료: 한국은행, 당사 재가공

- 수출비중은 해운, 반도체, 조선, 자동차 순  
상기 그래프에서 보는 바와 같이, 글로벌 시장에서 경쟁하는 **해운(89.5%), 반도체(87.2%), 조선(76.8%), 자동차(55.0%), 디스플레이(47.0%)** 등이 총산출액 대비 높은 수출비중을 보이고 있다. 반면, 주로 내수시장에서 사업을 영위하는 통신(1.5%), 음식료(5.9%), 건설(0.1%), 발전(0.1%) 등은 상대적으로 수출 비중이 낮은 모습이다.
- 해운, 정유는 총산출액 대비 수입비중 50% 넘어  
**수입비중은 해운(66.1%), 정유(60.0%), 항공운송(41.6%), 의류(32.2%), 철강(29.9%) 순으로 높게 나타나고 있다.** 해운의 경우 연료비, 용선료 등 주요 영업비용 분 만 아니라 선박자산 취득도 외화로 이뤄지고 있어 가장 높은 수입비중을 보이는 것으로 파악되며, 원유가 주 원료인 정유도 총산출액 대비 수입비중이 60%에 이르고 있다. 반면, 국내 영업점을 기반으로 하는 호텔, 유통은 수입비중이 가장 낮다.
- 반도체, 조선, 자동차 등 주력 수출업종이 순수출 비율 높아  
**수출액에서 수입액을 차감한 산업별 순수출이 환율에 노출된 수준을 의미한다.** 절대값이 클수록 환율 변화에 따른 영향이 크다. 순수출 양(+)의 값이 클수록 환율 상승 시 직접적인 원화 매출 증가효과가 크게 나타나며, 반대로 순수출이 음(-)의 값인 산업은 환율 상승 시 원가부담이 증가한다.
- 순수입 최상위 업종은 발전, 정유  
분석 대상 18개 업종 중 12개 업종이 양(+)의 순수출을 보이고 있다. **국내 주력 수출업종인 반도체, 조선, 자동차, 디스플레이 등이 순수출 비율 상위권에 위치하며,** 서비스 업종에서는 호텔(숙박업), 해운 등의 순수출 비율이 높다.
- 순수입 최상위 업종은 발전, 정유  
반면, 각각 LNG와 원유를 주요 원료로 사용하는 **발전, 정유가 순수입 비율 최상위 업종**이며, 내수 중심의 음식료, 통신, 건설 등도 순수입 업종으로 분류된다. 항공운송은 수출 및 수입비중이 공히 40%대로 큰 편에 속하나, 양 비중이 유사하여 순수출 비율은 높지 않은 모습이다.

**산업별 순수출 익스포저**



주1) 2019년 기준  
주2) 순수출 익스포저 = (수출액-중간재수입액)/국내총산출액  
자료: 한국은행, 당사 재가공

순수출규모는 반도체, 자동차 순  
**순수출 규모로 보면, 산업 총산출액이 크면서 수출이 주력인 반도체가 가장 크다.** 2019년 기준 산업 총산출액은 105.5조원이며, 순수출금액은 63조원(수출 92조원 - 수입 29조원)에 이른다. 개괄적으로 보면, 반도체 산업의 경우 환율 1% 변동 시 매출과 비용이 각각 0.9조원, 0.3조원 변동한다. 자동차산업이 42조원으로 두번째로 순수출금액이 크며, 조선과 디스플레이도 순수출 금액이 10조원을 넘고 있다.

주요 산업별 투입·산출 구조

(단위: 억원, %)

구분	반도체	자동차	조선	디스플레이	호텔	해운
총산출액	1,055,764	927,968	329,008	570,834	130,542	231,969
수출액	920,190	510,402	252,527	268,385	59,537	207,639
중간투입액	479,885	725,068	263,776	363,168	60,146	194,818
수입투입액	289,812	86,371	56,200	123,372	1,524	153,393
순수출금액	630,378	424,030	196,327	145,014	58,012	54,246
수출비중	87.2	55.0	76.8	47.0	45.6	89.5
수입비중	27.5	9.3	17.1	21.6	1.2	66.1
순수출비중	59.7	45.7	59.7	25.4	44.4	23.4

주1) 순수출 = 수출-수입

자료: 한국은행, 당사 재가공

주2) 수출비중 = 수출액/국내총산출액, 수입비중 = 중간재수입액/국내총산출액

정유, 발전 순수출금액 각각 -30조원, -17조원

부(-)의 순수출 금액은 정유, 발전, 음식료 순이다. 정유와 발전산업은 2019년 기준 각각 -30조원, -17조원의 순수출 금액을 보이고 있으며, 환율 영향만을 고려할 때, 환율 1% 상승 시 산업 단위에서 각각 0.3조원, 0.2조원의 손익 저하요인이 발생한다.

주요 산업별 투입·산출 구조

(단위: 억원, %)

구분	정유	발전	음식료	통신	항공운송
총산출액	1,366,375	696,225	1,277,196	434,687	243,194
수출액	521,045	938	75,489	6,701	92,795
중간투입액	1,022,884	477,444	1,005,293	238,481	164,910
수입투입액	819,639	174,597	155,847	32,653	101,252
순수출금액	-298,594	-173,658	-80,359	-25,952	-8,458
수출비중	38.1	0.1	5.9	1.5	38.2
수입비중	60.0	25.1	12.2	7.5	41.6
순수출비중	-21.9	-24.9	-6.3	-6.0	-3.5

주1) 순수출 = 수출-수입

자료: 한국은행, 당사 재가공

주2) 수출비중 = 수출액/국내총산출액, 수입비중 = 중간재수입액/국내총산출액

통신과 제약, 건설은 일부 원재료 수입 조달이 있지만 수입 비중이 크지 않은 편에 속하며, 내수 위주의 사업을 영위하고 있어 순수출 익스포저 규모가 크지 않다. 항공운송, 철강, 의류 산업은 광물, 연료유 등 수입 원재료 투입이 많지만, 수출도 유사한 규모를 보이고 있어, 순수출 익스포저는 크지 않은 것으로 나타난다.

## (2) 환율 변동에 따른 산업별 영향 시나리오 테스트

환율상승 시, 원화매출 증가, vs. 수입 원재료비 상승

환율변동이 기업 수익성에 미치는 영향은 크게 두가지 경로로 나타난다. 수출재화 및 국외서비스에 대한 매출액 변화와 수입 재료비, 물류비 등에 따른 원가 영향으로 구분할 수 있다. 예를 들어, 달러가치가 절상될 경우 수출물량과 외화표시 수출가격이 일정하다고 가정하면 환율 상승 폭만큼 원화 매출이 증가한다. 반대로 기업들이 해외에서 수입하는 원자재비용은 상승하여 원가 부담으로 이어진다.

당사는 환율 변동에도 외화기준 수출가격 및 물량 변화가 없다는 가정 하에서 산업별 영업손익 시나리오테스트를 실시하였다. 분석대상인 18개 산업은 아래 표와 같으며, 당사 투자등급 보유 업체를 포함하여 각 산업을 대표하는 총 127개 업체를 선정하였다(각 산업별 업체 리스트는 Appendix 참조). 측정지표는 영업이익률이며, 분석기준은 2021년 별도실적이다.

**분석대상 및 측정지표**

항목	내용
분석대상	18개 산업(127개 업체) : 메모리반도체, 석유화학, 조선, 건설, 해운, 음식료, 통신서비스, 디스플레이, 민자발전, 자동차, 자동차부품, 정유, 유통, 항공운송, 호텔면세, 철강, 의류
측정지표	영업이익률
분석기준	2021년 별도기준

**<전제조건 및 주요가정>**

1. 2019년 한국은행 산업연관표를 통해 산출한 산업별 수출입 비중 적용
2. 민자발전과 호텔산업의 경우, 각각 전체 발전산업과 호텔(숙박)산업 수출입 구조를 바탕으로 계산
3. 매출 변동 = 환율변동율 X 수출비중 X 2021년 별도 합산 매출액
4. 영업비용 변동 = 환율변동율 X 수입비중 X 2021년 별도 합산 매출액
5. 해운산업의 경우 2019년 대비 2021년 급격한 영업환경 변화로 인하여 영업비용 변동분 산출에 수입원가 비중을 추가적으로 고려함

주요 변수에 대한 가정, 추정치는 수집할 수 있는 정보의 한계 및 미래 예측의 불확실성 등으로 인해 정확성을 담보할 수 없음. 또한, 주요 변수의 가정이 실제 결과에 부합할 경우에도 예측하지 못한 다양한 변수로 인해 실적치에 부합하지 않을 수 있음.

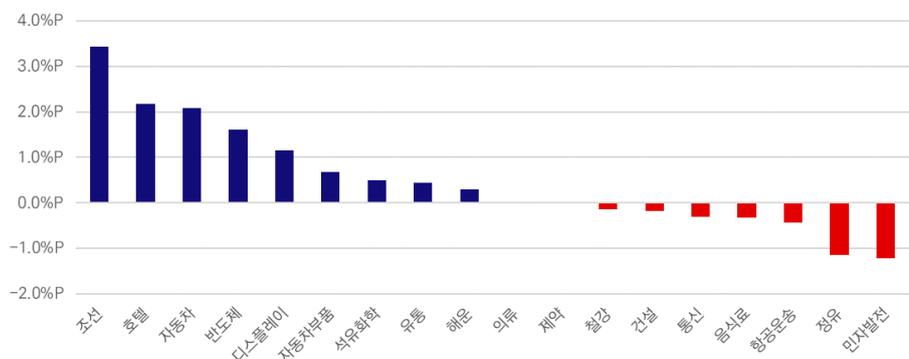
**시나리오 별 환율 가정**

항목	내용
Base	1,200원/달러 내외(2021년 평균 대비 +4.9%)
High	1,250원/달러 내외(2021년 평균 대비 +9.3%)
Low	1,150원/달러 내외(2021년 평균 대비 +0.5%)

Base Case, 1,200원/달러 Base case는 당사의 2022년 평균 원달러 환율 전망치인 1,200원/달러를 가정하였으며, 환율 상, 하방요인을 고려하여 High case는 1,250원/달러, Low case는 1,150원/달러로 평균환율을 가정하였다. 하기 시나리오테스트는 다른 수익 변동요인이나 가격전가력은 전혀 고려하지 않고 있으며, 2021년 영업수익성에 환율 변동 영향만을 반영한 것이다.

Base case, 즉 2021년과 다른 상황은 모두 동일하고 원달러 환율만 1,200원/달러인 상황을 가정할 경우, 각 산업별 영업수익 영향은 다음과 같다. 순수출 노출도가 높은 산업이 영업이익률 개선효과가 큰 것으로 나타난다.

**Base case 가정 시 영업이익률 변동**



자료: 당사 추정

① 수입 대비 수출의존도가 높은 산업

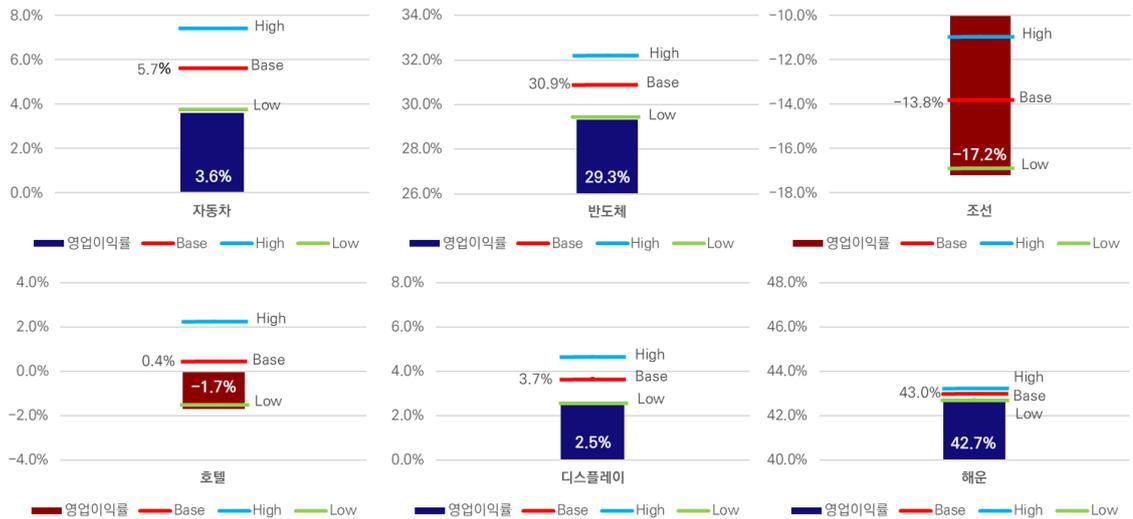
Base Case 시, 조선, 호텔, 자동차 2%p 이익률 개선

순수출 Exposure[(수출액-수입액)/총 산출액]가 20% 이상인 산업에는 반도체, 조선, 자동차, 디스플레이, 호텔, 해운산업이 해당되며, 해당 산업은 환율 상승 시 영업실적 개선 효과가 크게 나타난다.

2021년과 동일한 상황에서 평균 환율만 1,200원/달러(2021년 실제 평균환율 1,144원/달러)로 달랐다면, 조선(3.4%p), 호텔(2.2%p), 자동차(2.1%p), 반도체(1.6%p), 디스플레이(1.2%p) 산업은 1%p 이상 영업이익률이 개선되는 것으로 분석된다.

특히, 2021년 영업적자를 기록한 조선과 호텔산업은 상대적으로 이익증가에 따른 이익률 변동이 크게 나타나고 있으며, 호텔의 경우 Base case에서 영업흑자 전환되는 모습이다. 반대로 2019년 대비 이익률이 현저히 향상된 해운, 반도체 산업은 높은 순수출 Exposure 대비 이익률 변동 폭은 상대적으로 크지 않다.

순수출이 (+)인 주요 산업 - 시나리오별 영업이익률



주) 막대 그래프는 2021년 실제 영업이익률

자료: 당사 추정

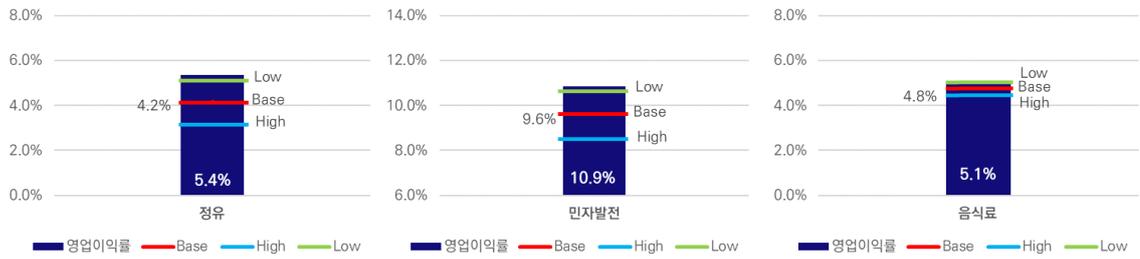
② 수출 대비 수입의존도가 높은 산업

정유는 Base Case 시, 영업이익률 1.2%p 하락

정유, 민자발전, 음식료 산업은 순수출 Exposure 값이 음(-)의 값을 보이고 있다. 해당 업종은 환율 상승 시 매출 증가 효과보다 원가 상승이 크게 발생하기 때문에 영업실적이 저하된다.

정유 산업의 경우, 2021년 유가 상승에 따른 재고 시차효과와 정제마진 개선 등으로 주요 업체 합산기준 영업이익률이 5.4%(2020년 -4.8%)로 대폭 개선되었는데, 평균 환율이 1,200원/달러(Base case)이면, 영업수익률 개선 폭은 약 1.2%p 감소하는 것으로 분석된다. 음식료 산업도 환율 상승 시 실적이 저하되지만, 실적 변동 폭은 상대적으로 크지 않은 모습이다.

순수출이 (-)인 주요 산업 - 시나리오별 영업이익률



주) 막대 그래프는 2021년 실제 영업이익률

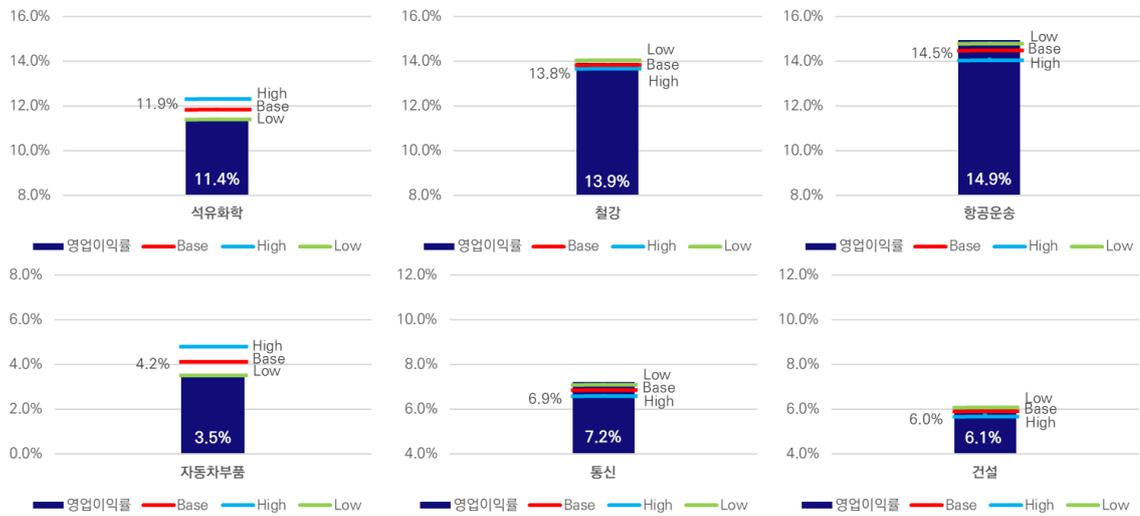
자료: 당사 추정

③ 순수출 Exposure 절대값이 크지 않은 산업

석유화학, 철강: 석유화학, 자동차 부품은 양(+)의 순수출 업종으로 환율 상승에 따른 실적 영향이 긍정적이고, 수출 증가효과와 원재료비 상승영향 상쇄 항공, 통신, 건설 등은 순수입 업종으로 환율 상승 시 수익성이 저하된다. 다만, 순수출 Exposure 절대 값이 크지 않아 전반적으로 환율변동에 따른 영업수익성 변동폭은 제한적이다.

석유화학과 철강 등은 원재료 수입의존도가 높은 편에 속하지만, 유사한 비율의 수출비중을 보이고 있어 환율 상승 시 매출 증가효과와 원가상승이 서로 상쇄되면서 환율변동에 따른 실적 순 변동은 크지 않은 것으로 분석된다.

순수출 Exposure 절대값이 크지 않은 산업 - 시나리오별 영업이익률



주) 막대 그래프는 2021년 실제 영업이익률

자료: 당사 추정

### 3. 환율변동위험 결정 추가 요인

2장 『순수출을 통해 본 산업별 환율 노출도』에서 국내 총산출액 대비 수출 및 수입 비율을 토대로 주요 산업별 환율 노출도를 분석하였다. 그러나, 실제로 환율 변동이 기업 실적에 미치는 영향은 산업별 가격결정구조에 따른 비용 변동분의 평가 반영 수준, 이종통화 환율, 외화자산/부채 노출 규모 등 다양한 요인에 의해 결정된다. 이에, 이번 장에서는 환율 변동위험에 영향을 미치는 추가 요인들을 검토하였다.

#### (1) 제품가격 결정구조

실질 환위험은  
업종별 제품가격  
결정구조에 좌우돼

환율, 원자재가격 등 비용 변동이 기업 수익성에 미치는 영향은 업종 별 가격전가력에 따라 결정된다. 비용 상승을 평가에 온전히 전가할 수 있는 업종에서는 환율이나 원자재 가격 상승에 따른 수익성 영향이 제한적이다. 반대로 제품가격이 고정되어 있거나 외부 환경에 좌우되어 가격 통제가 어려운 경우에는 환율 변동 영향을 제품가격에 적시에 충분히 반영하기 어렵기 때문에 환율 변동에 따른 손익 영향이 크다.

#### ① 외화 제품가격이 고정되는 수주산업

: 조선, 해외건설

환율변동,  
고스란히 원화매출  
변동으로 반영돼

조선과 건설업은 대표적인 수주산업이다. 수요자 주문에 의해 생산되어 제품 표준화가 쉽지 않고, 계약에서 제작, 인도에 이르는 과정이 통상 2~3년 내외에 걸쳐 진행되는 장기 프로젝트이다. 일반적으로 계약체결 시점에 도급금액과 대금회수 방식 등이 결정된다.

#### 조선업, 일반적인 선박 건조과정

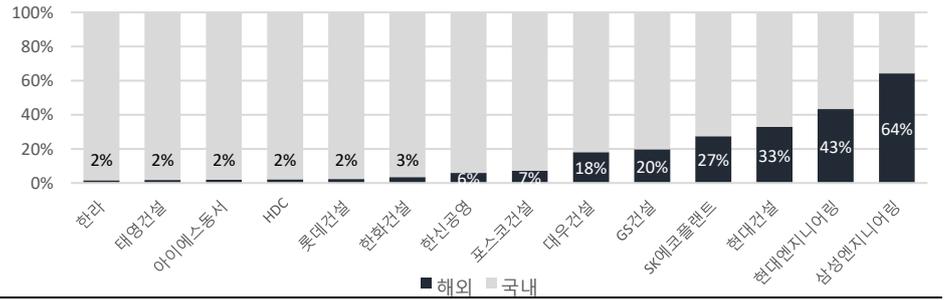
기간	← 24개월 이내 →					
	← 6~12개월 →		← 3~5개월 →		← 3~4개월 →	← 3개월 →
과정	계약	생산설계 (초기→기본→상세→생산)	가공 (강재입고, 전처리, 배재 및 성형 등 가공작업)	조립, 선탍재(P.E) (강재조립, 선행의장)	탑재, 선체외판도장, 진수, 안벽의장	시운전, 인도

자료: 시장자료, 당사 재가공

조선 및 해외건설의 경우, 대부분 달러화로 계약이 이뤄지며, 이를 기초로 매출이 발생한다. 따라서 계약기간 내 환율 변동은 고스란히 원화 매출 변동으로 반영된다. 달러화 비용 결제 등을 통해 일부 내부 헷지가 가능하지만, 2장에서 본 바와 같이 조선산업은 순수출 비율이 60%(수출 및 수입비중 76.8%, 17.1%)에 이르고 있어 내부 헷지에는 한계가 있다.

조선은 대부분의 업체가 글로벌 시장에서 경쟁하고 있어 외화 매출 비중이 매우 크지만, 건설업의 경우에는 해외 위주의 엔지니어링 업체나 대형건설사를 제외한 대부분의 경우, 해외 매출 비중이 크지 않다. 따라서, 환율 변동에 따른 실적 변동위험은 해외 비중이 높은 일부 업체로 한정된다.

주요 건설사<sup>주)</sup> 국내외 매출 비중



주) 당사 보유 유효등급 업체 중 해외매출 비중이 1% 이상인 건설사 기준      자료: 각 사 공시자료, 당사 재가공

최근의 원/달러 환율 상승은 조선 및 해외건설 수익성에 긍정적이다. 조선업은 환율 변동에 따른 익스포저가 워낙 크기 때문에, 가장 적극적으로 선물환 계약 등 외부 헷지를 통해 환율 변동 위험을 줄이고 있다. 이로 인해 환율 상승에 따른 실적개선 효과는 일부 반감되었지만, 선물환 계약 등을 통한 헷지 이후에도 여전히 순수출 포지션이기 때문에 환율 상승에 따른 수혜가 가능하며, 수주 시 가격경쟁력도 제고된다.

② 글로벌 수급상황에 따라 (현물)가격이 결정되는 산업

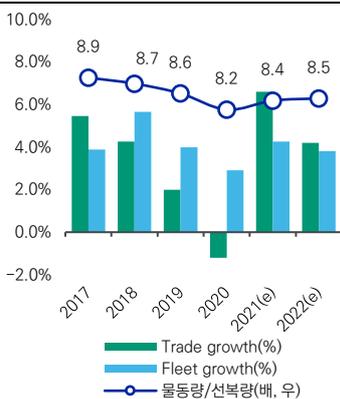
: 반도체, 디스플레이, 해운, 석유화학, 철강, 정유

환율변동 영향  
판가반영 어려워,  
다만, 수급이 본원적  
이익창출력 결정 요소

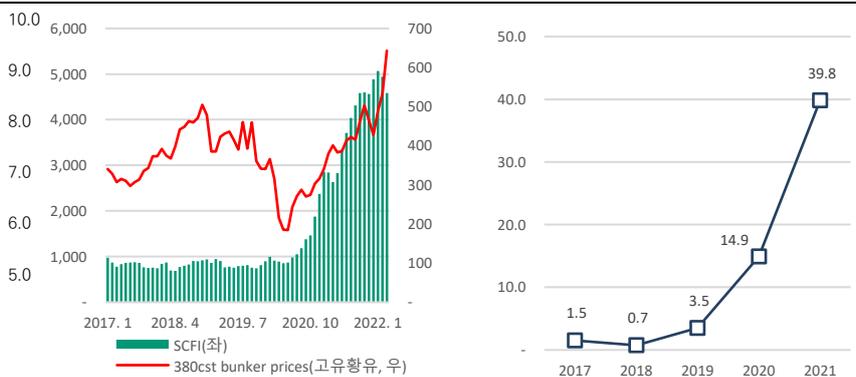
반도체, 해운, 정유, 디스플레이, 석유화학, 철강업을 영위하는 개별기업은 생산비용 등을 감안하여 최종 제품가격을 스스로 결정하기 어려운 구조이며, 특히 개별 국가별로 상이한 환율 변동 영향은 외부 전가가 더욱 어렵다. 해당 업종은 글로벌 또는 아시아 역내시장에서 경쟁을 하고 있으며, 해당시장 수급 여건과 향후 전망 등이 국제 현물가격에 수시로 반영되고 있다. 산업단위의 공통적인 생산비용 변동도 일부 현물가격에 반영될 수 있겠지만, 이 보다는 수요와 공급상황이 가격 또는 마진을 결정하는 주된 요인이다.

따라서, 글로벌 수급상황과 전망이 보다 본원적으로 이익창출력을 결정하는 요소일 뿐만 아니라, 수급에 따라 높은 가격 변동성을 보이기 때문에 수급 여건이 무엇보다 중요한 업종이다. 일례로, 2021년 해운업계는 높은 연료비에도 불구하고 역대 최대 실적을 기록하였다. 각국의 경기 부양책 시행 등으로 예상보다 물동량 회복이 빠르게 진행된 반면, 코로나19에 따른 항만 및 물류 시스템 적체 해소는 지연되면서 원가상승 요인을 크게 뛰어 넘는 운임 급등이 발생하였기 때문이다.

컨테이너 물동량 및 선박량



운임지수 및 연료유(고유황유) 추이(단위: Index, USD/톤)해운업 영업이익률 추이<sup>주)</sup> (단위: %)



주) 팬오션, 대한해운, 플라리스쉬핑, 에이치엠엠, 에이치라인해운 연결기준 합산실적

자료: Clarkson, 각사 공시자료, 당사 재가공

한편, 정유 및 철강의 경우, 국내 매출비중이 상대적으로 높은 가운데, 국내 시장에서 과점적 시장지위를 확보하고 있어 국내 제품 가격에는 상대적으로 비용 변동 분을 반영할 수 있는 여지가 있다. 또한, 벌크선 장기운송계약의 경우, 통상적으로 연료유 등 변동비가 운임에 반영되는 구조를 갖추고 있어 비용의 판가 전이가 가능하다. 이 외 시장지위나 제품 다각화수준 등에 따라 동일 산업 내 개별 업체별 가격전가력 수준은 차이가 있다.

최근의 원/달러 환율 상승은 해당 업종 중 순수출 비율이 높은 반도체, 디스플레이, 석유화학 순으로 긍정적인 반면, 순수입 업종인 정유 수익성에는 부정적이다. 다만, 해당 업종은 수급상황이 즉각적으로 판매가격에 반영되기 때문에, 본질적 이익창출력은 수급에 따라 좌우된다.

### ③ 판가 반영에 시차가 있는 소비재 산업

**: 내수중심 - 음식료, 의류, 제약, 통신. 글로벌 경쟁 - 자동차**

내수 소비재: 환율 영향  
판가반영 시차발생.  
단, 순수출  
익스포저 제한적

자동차, 음식료, 의류, 제약은 다수의 최종소비자를 대상으로 하는 대표적인 소비재산업이다. 다수의 소비자를 대상으로 다양한 품목을 판매하고 있기 때문에, 일정기간 동안 정해진 가격(소비자 가격)을 유지하며 가격 변경 시 고객 물량 저항 효과가 나타나기도 한다. 따라서, 일정 범위 내의 비용 상승을 판매가격에 즉시 반영하기 어렵고, 상당한 비용 상승 요인이 발생한 경우에도 시차를 두고 판가에 반영할 수 있거나 신규 가입자(통신) 가격에 적용된다.

2장에서 분석한 바와 같이, 의류, 제약은 순수출 업종이며, 음식료와 통신은 순수입 업종이다. 다만, 해당 업종은 내수 위주로 사업을 영위하고 있어, 환율 변동 노출도는 대체로 높지 않다.

자동차: 글로벌 경쟁,  
환율변동 판가반영  
어려운 구조

반면, 자동차는 순수출 비율 상위 업종 중 하나이며, 주요 시장에서 글로벌 완성차 업체와 경쟁하고 있다. 통상 연식 변경 시점에 주요 제품 가격을 변경하고 있으며, 브랜드인지도나 제품 품질과 더불어, 가격이 소비자의 주요 구매결정 요소이기 때문에, 외화 표시 가격을 쉽게 변동하기 어려운 구조이다. 특히 국가별로 상이한 환율 변동 영향은 더 더욱 반영이 쉽지 않으며, 상대적 원화가치 절상을 판가에 반영할 경우 가격경쟁력 저해 요인이 될 수 있다.

최근의 원/달러 환율 상승은 높은 순수출 비중과 원가변동 요인의 판가반영 시차 등을 감안할 때, 자동차 산업 수익성에 긍정적이다. 다만, 자동차 산업은 세계 각국에 진출하여 현지화로 판매하는 비중도 상당하기 때문에, 달러 외 이종통화 가치도 손익에 영향을 미친다.

### ④ 변동비가 판매가격에 반영되는 발전산업

발전: 변동비 반영방식  
가격 결정구조,  
순수입 비율 높지만,  
환율 영향 제한적

국내 발전사는 생산된 전력을 변동비 반영방식(Cost Based Pool, 이하 'CBP')으로 전력거래소에 판매하고 있다. 현행 CBP 요금체계 하에서 발전사는 용량요금을 통해 발전소 투자 및 운전 유지비 등 고정비를 보전 받고, 계통한계비용(System Marginal Price, 시장가격)을 통해 연료비 등 변동비를 충당한다. 업체별 원료 조달 비용에 따라, 급전순위와 영업실적이 차별화되지만, 주요 업체에 유사한 비용 변동을 야기하는 환율 변동은 판매가격(SMP)에 반영된다. 따라서, 발전은 순수입 최상위 업종 중 하나이나, 환율 변동이 영업실적에 미치는 영향은 제한적이다.

⑤ 기타 서비스산업

: 호텔, 항공, 유통

호텔, 항공:  
판가조정 여지 있지만,  
실질 전가력은 높지 않아

호텔, 항공은 대외변수 변동에 따른 판매가격 조정 여지가 있다. 호텔, 항공은 수요가 집중되는 기간에는 가격을 높이고 반대의 경우 가격을 낮추는 등 비교적 유연하게 가격을 책정할 수 있으며, 특히 항공운송의 경우에는 유류할증료 형태로 항공유 가격 변동을 반영할 수 있는 가격 체제를 가지고 있다.

그러나, 계절적 수급이나 해당지역 내 또는 노선 간의 경쟁강도 등이 판매가격 또는 영업마진을 좌우하는 핵심 요소이며, 고객입장에서 비용 상승 시 여행을 포기하거나 대체지를 선택할 수 있어 가격에 따른 수요 영향이 크다. 이에 따라 실질적으로는 환율 변동 영향 등을 가격에 충분히 반영하기 어렵다.

유통:  
환율 영향 제한적

유통은 과거 입지가 중요한 경쟁요소였지만, 최근에는 온라인 채널의 성장으로 업체별, 채널별 경계가 약화되면서 가격 경쟁이 심화되고 있다. 유통은 스스로 특정 제품의 판매가격이나 유통마진을 책정 가능하지만, 경쟁 심화로 인해 과거에 비해 가격 전가력은 약화되고 있다고 판단된다. 다만, 유통은 순수출 노출도가 크지 않은 산업이어서 환율 영향은 제한적이다.

(2) 달러 이외 주요 통화 대비 원화가치

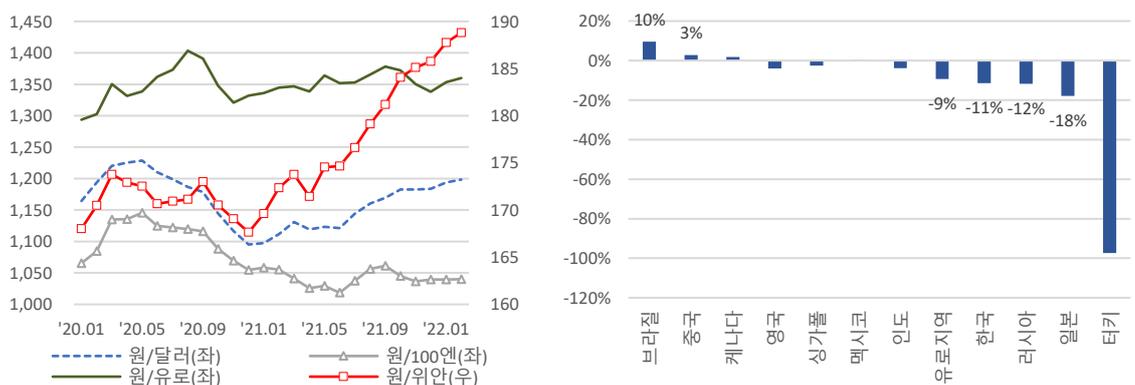
2021년 하반기 이후 미 연준의 점진적 통화 긴축 기조와 미국 경기회복 전망 등에 힘입어 달러 가치가 상승하고 있는 반면, 한국을 포함한 주요국 통화가치는 지정학적 리스크 확대와 경제성장 모멘텀 약화 등으로 미국 달러화 대비 약세를 나타내고 있다.

주요 통화 중 하나인 유로화는 달러대비 가치가 2020년 말 대비 10% 내외 하락한 모습으로 원화와 큰 흐름은 유사하다(2022년 3월 미 달러 대비 통화가치 변동률, 원화 -11.5%, 유로화 -9.4%). 일본 엔화는 일본 정부가 금융완화 정책을 유지하며 금리 상승을 억제하고 있어 상대적으로 가치 하락 폭(-17.8%)이 크다.

반면, 중국 위안화는 빠른 생산안정화와 정부의 환율 정책 등으로 인해 주요국 통화와 동조 양상을 벗어나 상승기조를 보이고 있으며, 브라질 헤알화도 자원가격 상승으로 달러 대비 강세를 나타내고 있다.

원화 환율 추이

(단위: 원) 주요국의 달러 대비 통화가치 변동률<sup>주)</sup>



주) 2020년 말 대비 2022년 3월 기준으로 변동률 산출

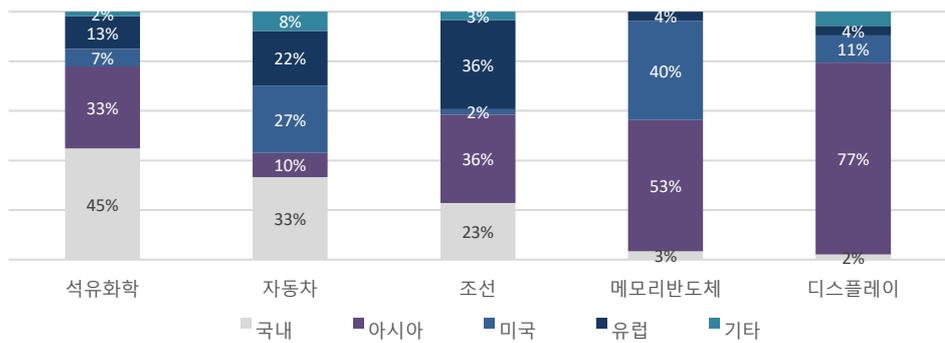
자료: 서울외국환중개, Bloomberg, 당사 재가공

우리나라의 대(對) 미국 수출 및 수입액 비중은 각각 15%, 12% 내외를 차지하고 있다. 그러나, 주요 해외 거래가 기축통화인 달러로 이뤄지기 때문에, 달러에 대한 익스포저는 대(對) 미국 통상규모를 크게 뛰어 넘는다. 디스플레이, 메모리반도체, 조선, 석유화학 등의 경우 수출지역은 다변화되어 있으나, 영업상 거래가 주로 달러로 결제됨에 따라 원/달러 환율 이외의 이종통화 환율 변동에 따른 실적 영향은 크지 않다.

다만, 현지 진출을 통해 최종소비자에 직접 제품을 판매하는 경우에는 해당지역 통화로 노출되며, 위안화, 엔화, 유로화 등 주요 통화 대비 원화 가치는 매출액 및 수출가격 경쟁력에 영향을 미친다. 현지 진출을 통해 현지화로 제품을 판매하는 대표적인 업종은 자동차이며, 이 외에 전자, 음식료, 제약 등도 수출지역 현지 통화로 사업을 영위하고 있다.

자동차 산업은 미국, 유럽, 중국, 남미, 인도 등 다양한 지역에서 매출이 발생하고 있어 진출 지역 통화가치가 실적에 영향을 미친다. 달러 강세로 대변되는 최근의 환율 상황은 자동차 산업에 긍정적이다. 러시아의 우크라이나 침공 이후 러시아 루블화 가치 하락은 부정적 요인이지만, 남미 등 신흥국 통화의 상대적 강세가 이를 상쇄할 것으로 보인다.

산업별 국내외 매출비중 상세(해외매출 비중 큰 업종)



주) 당사 유효등급 보유 업체 중 지역별 매출액을 공시한 업체 기준으로 업종별로 산출함

자료: 각사 공시자료, 한국은행 통계자료, 당사 재가공

### (3) 기타 고려요소

#### ① 화폐성 외화자산/부채 보유 수준

화폐성 외화자산 및 부채 보유 수준도 환율 변동에 따른 기업 수익성 및 재무구조 영향을 분석할 때 고려해야 하는 요소이다. 외화부채가 외화자산보다 클 경우 원화 약세 시, (원화 표시)부채 규모가 커지고 외환손실(외환차손 및 외화환산손실)이 발생한다. 반대로 순 외화자산인 경우에는 순자산이 증가하고 외환이익이 발생한다.

일반적으로 항공 및 해운업체는 항공기와 선박을 장기 연봉구매 형태로 매입함에 따라 대규모 외화부채가 계상된다. 반면 화폐성 외화자산은 상대적으로 적어 순외화부채 포지션에 따른 환율 변동 위험에 노출된다.

항공, 순외화부채로 환율 상승 시, 환산손실 발생, 부채증가

항공업은 앞선 2장에서 본 바와 같이, 순수출 Exposure[(수출-수입)/총산출액, -3.5%]가 제한적이어서 영업실적 민감도는 크지 않다. 반면에 화폐성 순외화부채는 매출액의 80%에 이르고 있어 외화 환산에 따른 손익 영향이 오히려 크게 발생하며, 자본 대비 순외화부채 비율도 높아 부채비율 등 재무비율에 미치는 영향도 크다.

대한항공과 아시아나항공의 2021년 말 연결기준 순외화부채는 각각 6.6조원과 3.8조원에 이른 다. 이에 따라, 원화가치가 10% 하락할 경우, 각각 0.6조원과 0.4조원의 세전순이익 감소요인 이 발생하며, 부채비율도 크게 상승한다. 다만, 주요 외화부채가 항공기 취득으로 발생하는 장기 차입금이기 때문에, 실제 현금흐름에 미치는 영향은 회계 상 손익보다는 현저히 낮다.

대한항공 및 아시아나항공 (화폐성)순외화부채 현황

(단위: 억원)

구분	외화자산	외화부채	순외화 부채	순외화부채 /매출	순외화부채 /자본	부채비율
대한항공	28,431	94,497	66,066	73.3%	96.2%	288.5%
아시아나항공	7,062	44,675	37,613	86.7%	721.8%	2,410.6%

자료: 각사 공시자료, 당사 재가공

해운, 기능통화 USD, 원화를 외화로 분류

해운업도 달러화 부채 부담이 매우 큰 산업이다. 다만, 매출 및 비용의 결제통화가 대부분 달러 이기 때문에 기능통화제를 도입하여 재무제표를 기능통화인 USD로 작성하고, 기능통화로 작성 된 재무제표를 표시통화인 원화로 환산한다.

이에 따라, 원화가 외화로 분류되며, 원화부채가 원화자산보다 많은 순원화부채 포지션 상태로 원화가치 하락 시 외환이익이, 상승 시 외환손실이 발생한다. 다만, 화폐성 자산/부채의 경우 달 러 비중이 매우 높기 때문에 원화 환산에 따른 손익 변동은 크지 않다.

한편, 표시통화 환산 과정에서 발생하는 자산과 부채는 보고기간 말의 마감환율, 자본은 역사적 환율로 환산되며, 이에 따른 차이는 기타자본(표시통화환산손익)으로 계상하고 있다. 모든 자산, 부채가 환산 대상이 되기 때문에, 순자산 포지션이 되어 원/달러 환율 상승 시 표시통화환산이 익(기타자본)이 발생한다.

## ② 기업별 환헷지 전략

개별기업의 외환리스크 정책도 중요

외환리스크 관리 정책에 따라, 개별기업의 실질 환율 변동 위험이 결정된다. 기업이 선택할 수 있는 외환위험 관리방식은 크게 기업 내부적 관리기법과 외환시장과 금융시장에서의 대응거래를 통해 환위험을 방지하는 외부적 관리기법으로 구분할 수 있다.

내부적 관리기법은 기업 내 통화별, 만기별로 결제시기를 통합하거나 조절하여 환위험을 축소하 는 방법으로 상계, 매칭, 리딩과 래깅을 주로 이용한다. 다만, 수출과 수입규모가 구조적으로 크 게 차이나는 경우에는 내부 관리를 통한 헷지에는 한계가 있다.

조선은 선도계약 등을 통해 적극적으로 환위험 헷지

환율위험에 크게 노출되는 업체의 경우 내부적 외환관리 뿐만 아니라, 선물환, 통화선물, 통화음 선 등 파생상품을 활용하여 외환위험에 대응하고 있다. 대표적인 예가 조선업이다. 앞에서 본 바 와 같이, 조선업은 순수출 비중이 높은 데다, 장기에 프로젝트가 진행되는 반면, 외화 판매가격 은 수주시점에 정해지기 때문에 환율 변동 위험이 높다. 이에 국내 조선사들은 선박계약 체결시 점부터 선도계약 등을 통해 외환리스크를 관리하고 있다.

삼성중공업은 외환 유출입에 대해 완전 헷지 전략을 표방하고 있으며, 현대중공업도 달러 지출 매칭 외에도 수주잔고 50%수준의 통화선도 계약을 통해 환위험을 헷지하고 있다(2021년 말 기준 현대중공업 수주잔고 합산액 22조원, 공정가치위험회피 통화선도 계약규모 9.2조원). 앞선 분석에서 조선산업의 순수출 Exposure가 60% 수준이었음을 감안할 때, 상당부분의 환율 변동 위험을 헷지하고 있는 것으로 파악되며, 이를 통해 관련 위험을 크게 줄이고 있다.

마치며

순수출 데이터를 이용해 산업별 환율 노출도를 파악하고 환율 변동위험에 영향을 미치는 추가 요인을 검토하여 산업별 환율 영향을 분석하였다.

조선업이 종합해 보면, 순수출 비중이 가장 높고, 환율 변동을 판매가격에 반영하기 어려운 조선산업이 환율 변동에 따른 실적 영향이 가장 큰 것으로 분석되며, 반도체, 디스플레이, 자동차도 실질 환율 민감도가 높은 산업에 해당한다. 항공은 영업상 환율 노출도는 크지 않지만 순외화부채 규모가 매우 커서 환율 변화 시 외화환산손익과 재무비율 변동이 크다.

환율 변동에 따른 산업별 영향 분석 - 요약

구분	업종	순수출 Exposure <sup>1</sup>	환율 민감도			실질 환율 변동위험			최종 민감도 수준	원/달러 환율상승에 따른 영향
			2021년 (평균환율 1,144원/달러)	Base (평균환율 1,200원/달러)	영업이익률 변동	가격전가력 <sup>2</sup> (환율측면)	이종통화 환율 변동	외화자산/부채 노출 수준		
외화 판매가격이 고정되는 수주산업	조선	59.7%	-17.2%	-13.8%	3.4%p	X	-	-	매우 높음	긍정적
	건설	-3.6%	6.1%	6.0%	-0.2%p	X	-	-	중간 (해외건설, 매우 높음)	제한적 (해외건설, 긍정적)
글로벌 수급상황에 따라 (현물)가격이 결정되는 산업	반도체	59.7%	29.3%	30.9%	1.6%p	X	-	-	높음	긍정적
	디스플레이	25.4%	2.5%	3.7%	1.2%p	X	-	-	높음	긍정적
	해운	23.4%	42.7%	43.0%	0.3%p	X	-	높음, 영향 작음	중간	긍정적
	석유화학	14.5%	11.4%	11.9%	0.5%p	X	-	-	중간	긍정적
	철강	1.3%	13.9%	13.8%	-0.1%p	△	-	-	중간	제한적
평가 반영에 시차가 있는 소비자 산업	정유	-24.9%	5.4%	4.2%	-1.1%p	△	-	-	중간	제한적
	음식료	-6.3%	5.1%	4.8%	-0.3%p	△	일부 노출	-	낮음	제한적
	의류	2.7%	8.3%	8.3%	0.0%p	△	-	-	낮음	제한적
	제약	2.4%	15.9%	15.9%	0.0%p	△	일부 노출	-	낮음	제한적
	통신	-6.0%	7.2%	6.9%	-0.3%p	△	-	-	낮음	제한적
변동비가 판매가격에 반영되는 산업	자동차	45.7%	3.6%	5.7%	2.1%p	X	노출	-	높음	긍정적
	발전	-21.9%	10.9%	9.6%	-1.2%p	◎	-	-	매우 낮음	제한적
기타 서비스산업	호텔	44.4%	-1.7%	0.4%	2.2%p	△	-	-	중간	제한적
	유통	9.5%	2.9%	3.3%	0.4%p	△	-	-	낮음	제한적
	항공운송	-3.5%	14.9%	14.5%	-0.4%p	△	-	높음, 영향 큼	높음	부정적

주1) 순수출 Exposure = (수출액 - 수입액)/총산출액

자료: 당사 정리

2) 판매가격결정구조에 따른 환율 변동의 평가전가 가능 수준

◎: 환율 변동분 평가에 온전히 반영, △: 환율 변동분 평가 반영 가능, X: 환율 변동분 평가 반영 어려움

2022년 전년 대비 평균환율 상승 전망, 순수출업종에 긍정적

당사는 2022년 평균 환율을 1,200원/달러(전기 대비 상승률 4.9%) 내외로 보고 있다. 원/달러 환율 상승은 순수출포지션인 조선, 반도체, 디스플레이, 자동차 등의 산업에 긍정적이다. 반면에, 순수입 업종인 정유, 발전업은 비용이 상승한다. 다만, 발전산업은 환율 등 변동비가 평가에 반영되기 때문에 수익성에 미치는 영향은 매우 제한적이며, 정유업도 과점체제의 국내 시장에서는 비교적 높은 가격전가력을 갖추고 있다.

달러 외 이종통화 노출도와 개별기업의 환 헷지전략도 실질 환율 노출도에 영향을 미치는 요인이다. 자동차산업은 대표적으로 달러 외 이종통화에 노출이 큰 산업이다. 원/달러 환율 상승은 자동차 산업 수익성에 긍정적이지만, 달러 강세로 인한 해외 진출지역 통화까지 하락은 원/달러 환율 상승 효과를 반감하는 요인으로 작용한다. 환 헷지 전략도 개별기업의 실질 환율 위험을 좌우하는 요소이다. 앞선 분석에서 환율 변동위험 노출도가 가장 큰 산업인 조선업의 경우, 적극적인 환위험 헷지를 통해 환율 변동위험은 크게 경감하고 있다.

지금까지 주요 거시 환경변수 중 하나인 환율에 따른 산업별 영향을 정리해보았다. 수출 중심의 산업구조 하에서 환율은 주요 수익성 변동요인 중 하나이다. 특히, 최근에는 주요국의 통화긴축 본격화, 러시아의 우크라이나 침공 등으로 환율 변동성이 커지고 있어, 환율에 따른 수익성 영향이 증가하고 있다.

이에 당사는 본고를 통해 주요 산업별 환율 위험 수준을 제시하였다. 다만, 동일 산업 내에서도 수출/입 비중과 환리스크 대응력, 환헷지 전략 등이 다르기 때문에, 실제 환율 변동위험과 환율에 따른 영향은 개별 기업 단위의 검토가 필요하다.

Appendix

분석대상 기업

산업명	업체명
메모리반도체	SK하이닉스
석유화학	롯데케미칼, LG화학, SK지오센트릭, SKC, 여천NCC, 금호석유화학, 효성화학, SK어드밴스드, SK피아이씨글로벌, 금호피앤비화학
조선	현대중공업, 현대삼호중공업, 대우조선해양, 삼성중공업
건설	현대건설, 롯데건설, 포스코건설, HDC현대산업개발, GS건설, 신세계건설, 태영건설, 대우건설, SK에코플랜트, KCC건설, 한화건설, 삼성엔지니어링, 한양, SGC이테크건설, 아이에스동서, 한라, 한신공영, 동부건설, 서희건설, 금호건설, 현대엔지니어링, 디엘건설
해운	팬오션, 대한해운, 폴라리스쉬핑, HMM
음식료	롯데제과, 롯데푸드, 롯데칠성음료, 오리온, CJ제일제당, 삼양사, 동원산업, 매일유업, 대상, 빙그레, 동원F&B, 태경농산, 크라운제과, 해태제과식품, 하이트진로, 풀무원식품, 대한제당, 사조동아원
통신서비스	SK텔레콤, KT, SK브로드밴드, LG유플러스
디스플레이	LG디스플레이
민자발전	에스케이이엔에스, 지에스파워, 지에스이피에스, 포스코에너지, 한화에너지, SGCE너지, 지에스이엔알, 신평택발전, 평택에너지서비스, 파주에너지서비스, 나래에너지서비스
자동차	현대차, 기아
자동차부품	현대모비스, 한온시스템, 만도, 현대위아, 현대트랜시스, 현대캐피코
정유	GS칼텍스, SK이노베이션, 에스케이에너지, S-OIL, 현대오일뱅크, 에스케이 인천석유화학, 현대케미칼
유통	현대백화점, 롯데쇼핑, 신세계, 이마트, 한우쇼핑, 지에스리테일, 롯데하이마트, 현대홈쇼핑, 코리아세븐, 신세계프라퍼티, 신세계디에프, 하이프라자, 홈플러스
항공운송	대한항공, 아시아나항공
호텔면세	호텔롯데, 호텔신라, 부산롯데호텔, 파르나호텔, 조선호텔앤리조트
철강	포스코, 현대제철, 세아베스틸, 세아제강, 세아창원특수강, 현대비앤지스틸, 현대종합특수강, 동국제강
패션	한섬, 신세계인터내셔널, LF, 신성통상
제약	삼성바이오로직스, 동아에스티, 한미약품, 에이치케이이노엔, 한독

산업별 2021년 별도실적 합산 요약

(단위: 조원, %)

	반도체	석유화학	조선	건설	해운	음식료	통신	디스플레이	민자발전
매출액	41.6	61.9	23.5	79.4	19.2	26.1	47.4	28.4	9.6
영업이익	12.2	7.1	-4.0	4.9	8.2	1.3	3.4	0.7	1.0
영업이익률	29.3	11.4	-17.2	6.1	42.7	5.1	7.2	2.5	10.9
	자동차	자동차부품	정유	유통	항공운송	호텔	철강	의류	제약
매출액	96.6	47.9	120.3	51.5	12.9	8.2	73.3	3.9	4.4
영업이익	3.5	1.7	6.4	1.5	1.9	-0.1	10.2	0.3	0.7
영업이익률	3.6	3.5	5.4	2.9	14.9	-1.7	13.9	8.3	15.9

자료: 각사 공시, 당사 재가공

### 유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권 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 증권 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 해석되어야 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 투자의사결정을 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 감사기관이 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 적합하지 여부를 당사 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선스 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) 당사 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 받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선스 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.

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, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.