

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 12. 14 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 17 **음식료\_패자부활전**(해설판)

2022년 전망 시리즈 18 **조선/기계\_효율성의 역습**(해설판)

### 오늘의 차트

미 연준, 금리 인상 조기화 이면의 고려 사항

### 칼럼의 재해석

21년 하반기, 곡물가 부담은 여전히 지속 중

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 하시기를 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

본 자료의 원본은 2021년 11월 19일 발간된  
[2022년 전망 시리즈 17 - 음식료: 패자부활전] 임



## ▲ 음식료

Analyst 김정욱  
02. 6454-4874  
6414@meritz.co.kr

## 2022년 전망 시리즈 17

### 음식료\_패자부활전 (해설판)

- ✓ 오프라인 음식점 채널, 20.12월 바닥 확인. 확진자 증가에도 1H21 이후 회복세
- ✓ 주류 관련 인스타그램 게시물 추이를 통해 살펴보는 주류업 21년 9월 바닥 확인
- ✓ 코로나19 이후 장기화된 내식/가정식 선호, 하반기 온라인 쇼핑 트래픽은 유지
- ✓ 22년 음식료 투자 의견 Overweight 제시, With COVID-19 → 마진 스프레드 개선 순으로 실적 모멘텀 부각

## 시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. With COVID 19 : 주류산업, 식자재유통업	<ul style="list-style-type: none"> <li>주류업 회복 지연</li> <li>인원 모임금지, 영업시간 규제 유지</li> <li>오프라인 마케팅 경쟁 심화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>외식업에 이은 주류업 회복</li> <li>인원 모임금지, 영업시간 규제 유지</li> <li>오프라인 마케팅 경쟁 전년수준 유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주류업 회복과 전년도 하반기 기저에 따른 고성장</li> <li>인원 규제 / 영업시간 규제 해제. 거리두기 단계 완화</li> <li>오프라인 마케팅 경쟁 전년수준 유지</li> </ul>
	2. Endemic + F&B : 라면/제과산업	<ul style="list-style-type: none"> <li>곡물가 하락에 따른 원가 개선</li> <li>해외 법인 성과</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>22년 상반기 곡물가 상승</li> <li>해외법인 매출 성장률 둔화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>22년 상반기 곡물가 유지</li> <li>해외법인 매출 성장률 유지</li> </ul>
	3. Endemic + F&B : 종합식품산업	<ul style="list-style-type: none"> <li>배달음식 고성장, 외식 경기 회복으로 내식 수요 급격한 축소</li> <li>곡물가 급락 이후 가격인상 모멘텀 둔화</li> <li>대형마트 오프라인 판촉/가격 경쟁 심화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>내식의 구조적인 성장 지속, HMR/온라인 계단식 성장</li> <li>높은 레벨의 곡물가 유지되는 가운데 산발적인 가격 인상</li> <li>대형마트 오프라인 마케팅 경쟁 완화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>내식의 독보적인 성장 지속, HMR/온라인 계단식 성장</li> <li>산발적인 가격 인상 이후 점진적인 곡물가 하락</li> <li>대형마트 오프라인 마케팅 경쟁 완화</li> </ul>
산업 투자 전략		<p>중립</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>식자재/주류 투자 매력도 약화</li> <li>상대적으로 소외된 대형주 순환매 가능성</li> </ul>	<p>비중확대</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>식자재유통, 주류산업으로 이어지는 업황 회복</li> </ul>	<p>비중확대</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>식자재유통, 주류산업으로 이어지는 업황 회복</li> <li>회복 강도가 상대적으로 강한 카테고리에 더욱 집중</li> </ul>
Top-Picks		CJ제일제당, KT&G	하이트진로, CJ프레시웨이	하이트진로, CJ프레시웨이 오리온, 농심

## F&B 패자부활전

With COVID-19 → 마진 스프레드 개선 순으로 실적 모멘텀 부각

음식료 섹터 Overweight 제시

음식료 섹터는 과거 03년~07년 1차, 11~15년 2차의 Re-rating을 경험했다. 가격 인상과 비용 감소에 의한 수익성 개선이 극대화된 시기였다. 하지만 16년 이후 4년간 음식료 섹터는 De-rating이 지속되었는데, 원당 가격의 급격한 상승과 판가 전가력 약화로 실적 성장 모멘텀이 둔화됐기 때문이다. 지난 20년 상반기는 COVID-19 이슈로 인한 수요 확대, 실적 안정성이 재부각 되면서 P의 인상은 제한적인 가운데 C의 하향 안정화 지속으로 외형 성장을 달성했다.

With COVID - 19 → 마진 스프레드 개선 순으로 실적 모멘텀 부각

20년 하반기부터 원가부담이 높아지기 시작했는데, 강력한 브랜드를 갖춘 종합식품 업체 중심으로 가격 인상에 성공함으로써 종합식품, 식자재유통, 주류업으로 이어지는 업황 회복이 진행 중에 있다. 우리는 22년 음식료 업종 내 산업별 차별화가 지속되는 가운데 'With COVID-19 → 마진 스프레드 개선' 순으로 실적 모멘텀 부각을 전망하며, 음식료 섹터 의견 Overweight을 제시한다. Top Picks으로는 하이트진로, CJ프레시웨이, 관심 중목으로 오리온, 농심, CJ제일제당을 제시한다.

그림1 음식료 섹터 1차(03~07년), 2차(11년~15년), Re-rating 경험. 22년 With COVID-19 → 마진 스프레드 개선 순으로 실적 모멘텀 부각



자료: Bloomberg, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

## 2022년 음식료 산업 전망

With COVID-19, 기대되는 패자부활전

20년 내식 수요 증가로

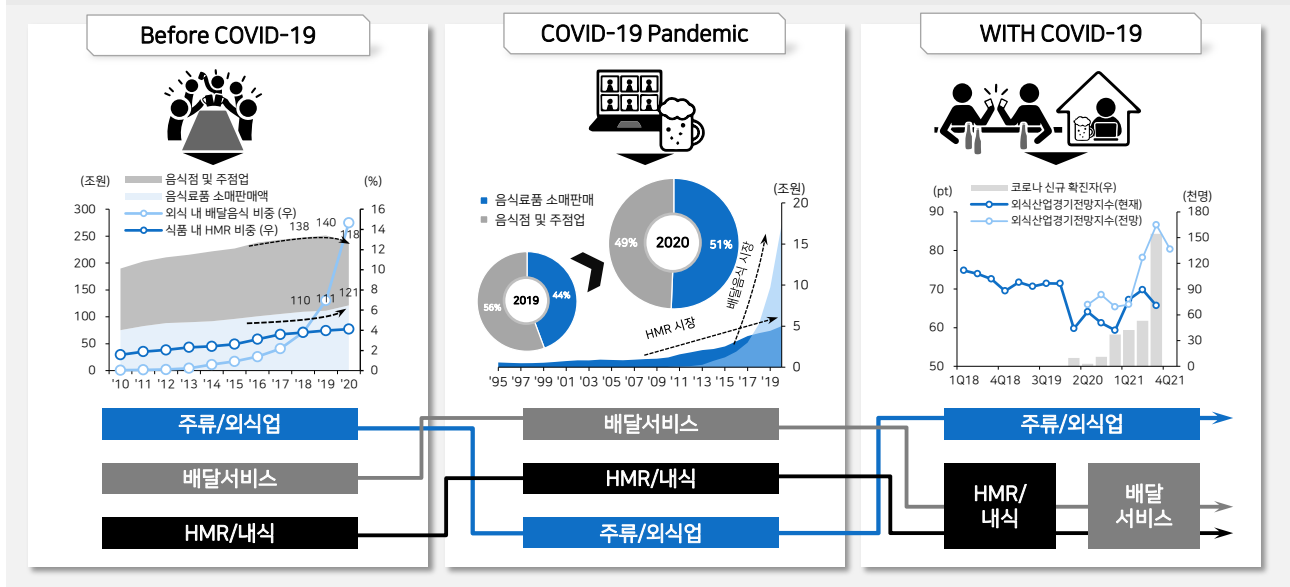
B2B:B2C 비중 역전 현상 발생

20년 가장 두드러졌던 특징은 팬데믹으로 인해 내식 중심 소비가 이어지면서 B2B -15% 역성장, B2C +9% 성장으로 B2B, B2C 비중이 19년 56:44에서 20년 49:51로 B2C가 B2B보다 커지는 역전 현상이 발생했다는 점에 있다. 가정 내에서 식사 횟수가 증가함에 따라 배달서비스 시장규모는 17조원 수준으로 성장했고, HMR/내식 시장은 5조원 규모를 달성했다. 하지만 확진자 수 증가에 따른 거리두기 규제 강화는 주류/외식업의 부진으로 연결됐다.

장기화된 거리두기 규제로 소비자피로도 누적, 외식 소비 증가로 연결

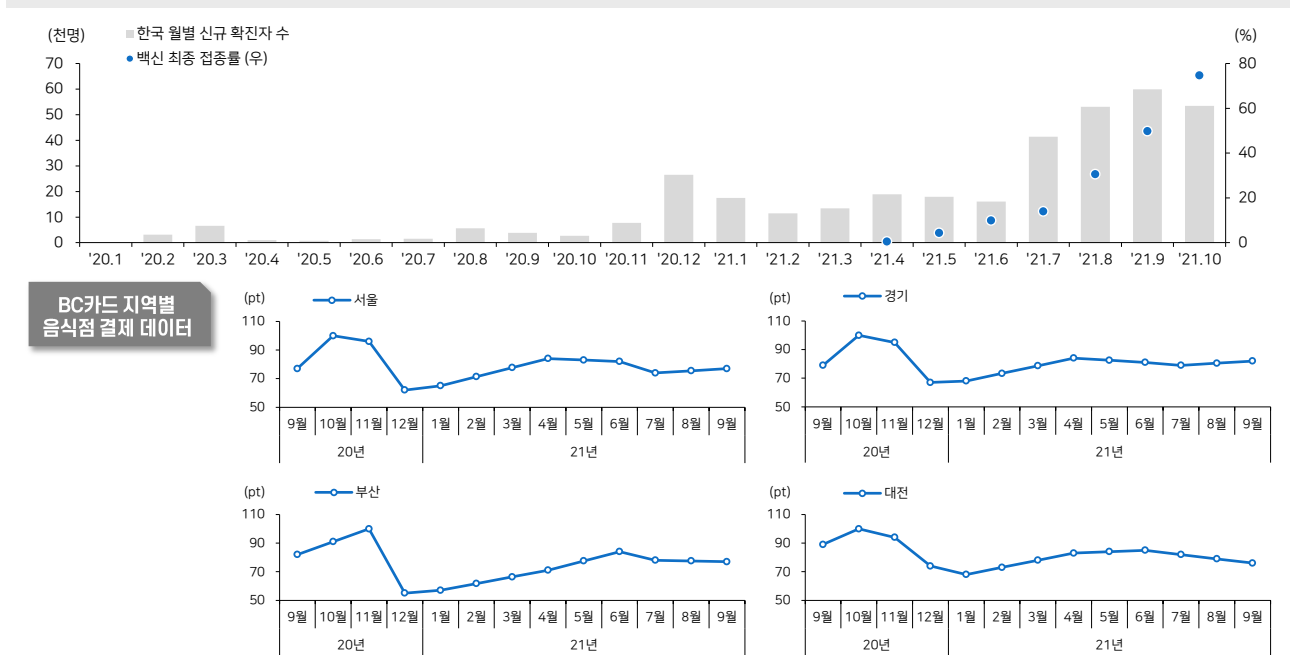
20년 대비 21년의 차이점은 소비자들이 확진자 수 증가에도 불구하고 지속적으로 외식 소비를 이어나간다는 점에 있다. BC카드 지역별 음식점 결제 데이터 추이를 통해 오프라인 음식점 결제 건수를 확인할 수 있는데, 거리두기 규제가 가장 강력했던 20년 12월을 바닥으로 결제 건수가 꾸준히 증가하고 있으며, 확진자 수가 크게 증가했던 2분기에도 증가 트렌드가 유지되는 모습이 확인됐다. 즉, 장기화된 거리두기 규제에 따라 소비자들의 피로도가 누적되었고, 백신 접종률 증가에 맞춰 소비 패턴 정상화가 진행 중인 것으로 판단한다.

그림2 2022년 음식료 산업 전망: WITH COVID-19, 기대되는 패자부활전



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 오프라인 음식점 채널, 20.12월 바닥확인, 확진자 증가에도 1Q21 이후 회복세



자료: 통계청, NAVER, 메리츠증권 리서치센터

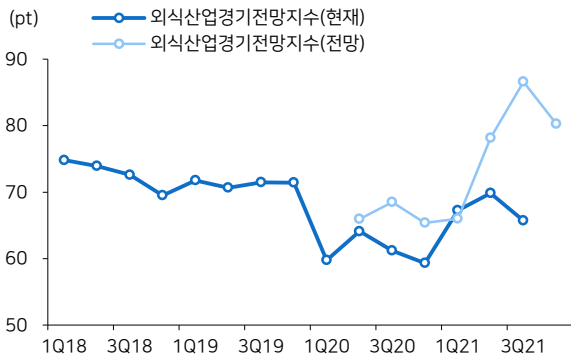
외식산업경기전망지수, 고용전망지수  
4Q20 이후 상승세 전환

외식산업경기전망지수도 20년 하반기 이후로 확진자 증가세에도 불구하고 개선되고 있으며, 외식업종 점주들의 업황 회복의 기대감도 높아지고 있다. 외식산업고용지수 역시 4분기를 바닥으로 점진적으로 개선되는 모습을 보여주고 있다.

3Q21 주류업황 바닥 확인,  
위드코로나 동행하여 실적 회복 기대

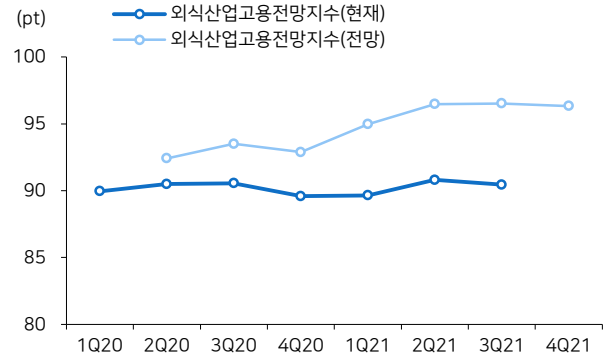
이에 따라 주류업 업황은 3분기 규제를 바닥으로 4분기부터 QoQ, YoY 개선세를 보일 것으로 판단한다. 작년 12월의 경우, 거리두기 규제가 가장 강력했던 시기로 올해 4분기는 기저효과로 인한 수혜가 예상되며, 위드코로나에 따른 소비 회복세를 전망한다. 주류 관련 인스타그램 게시물 추이도 20년 하반기, 21년 3분기 바닥을 기점으로, 규제가 완화되는 시기마다 크게 반등하고 있다. 즉 소비자들은 외식 규제 완화 시 적극적으로 주류/외식 소비를 늘리고자 하는 요구가 강한 것으로 판단된다.

그림4 외식산업경기전망지수는 4Q20을 저점으로 반등세



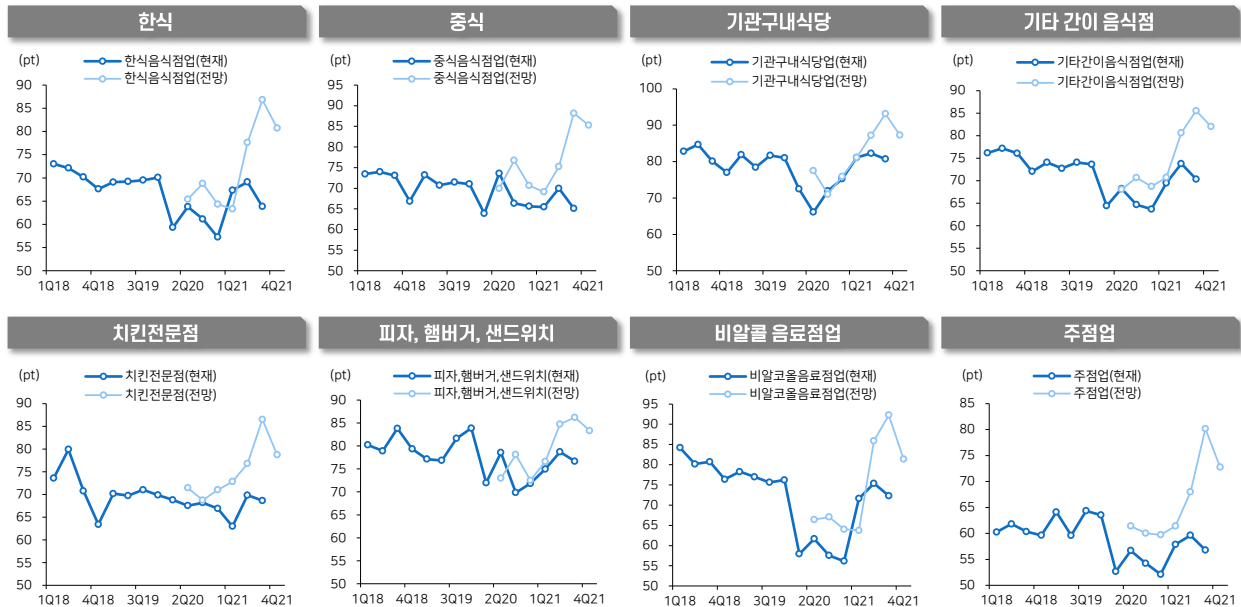
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 외식산업고용전망지수도 4Q20 이후 가파른 상승세



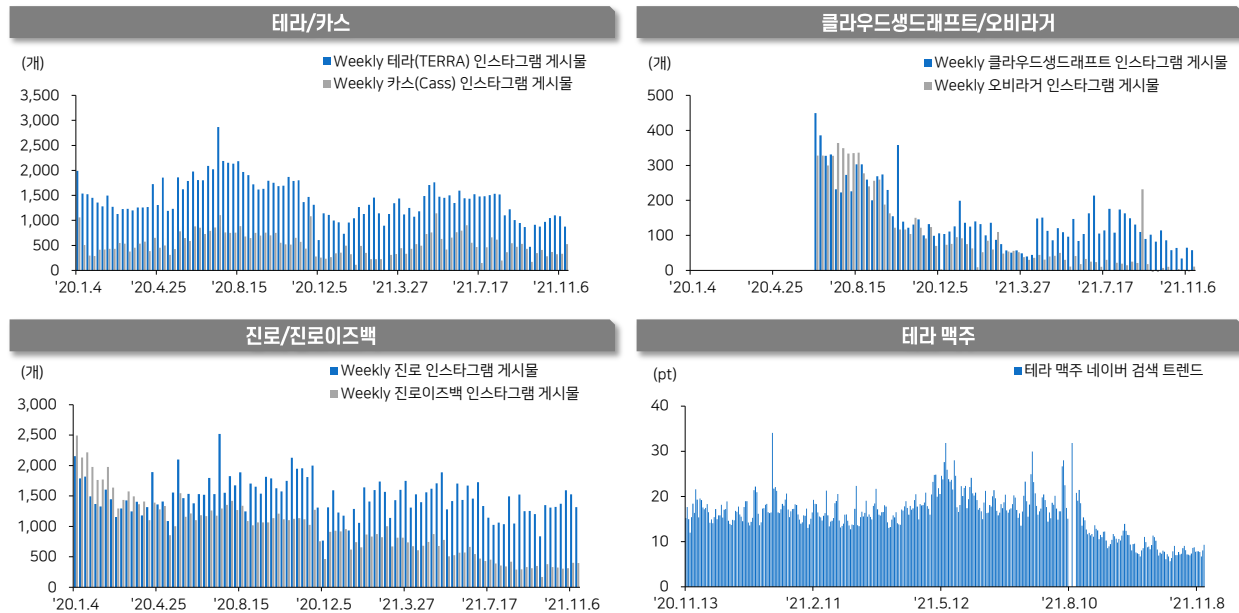
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 외식산업경기지수 식당 카테고리별 흐름: 대면/모임 관련 카테고리 강한 회복세



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주류 관련 인스타그램 게시물 추이를 통해 살펴보는 주류업 21년 9월 바닥 확인



자료: Instagram, 메리츠증권 리서치센터

## 위드코로나 수혜 업종에 주목

### 주류업, 식자재유통업

위드코로나 수혜주,  
하이트진로 제시

위드코로나 수혜주로 하이트진로를 제시한다. 하이트진로의 경우, 19년도 테라 출시 이후 수도권을 중심으로 빠르게 점유율이 상승하면서 주가가 크게 상승했으나, 높아진 컨센서스 대비 실적이 부진했던 이유로 상승세가 둔화됐었다. 일반적으로 히트 주류 제품의 경우 10년 이상 점유율이 꾸준히 상승하는 트렌드를 관찰할 수 있는데, 20대 소비자들이 처음 주류 시장으로 유입된 이후 주력 소비자로 부상하면서 지속적으로 동일 제품을 소비하기 때문이다.

소주의 경우, 경쟁사 실적 부진 기간 동안 구조적인 점유율 확보

소주의 경우 진로, 참이슬이 강력한 브랜드를 바탕으로 구조적인 점유율을 확보한 것으로 판단한다. 롯데칠성의 처음처럼은 15년도 21%까지 점유율을 확보했었으나, 일본 불매 이슈, 코로나 영향으로 인해 점유율 12% 수준으로 하락, 현재 14%를 유지 중이다. 연간 가이드스 기준, 22년도 소주 목표 점유율을 15% 수준으로, 이는 고점 대비 5%pt 낮은 수치이다. 즉 하이트진로가 경쟁사 실적 부진 기간 동안 구조적인 점유율을 확보했다고 판단한다.



그림8 하이트진로 22년 수도권/유형시장 업황 회복과 M/S확대 재진입 전망

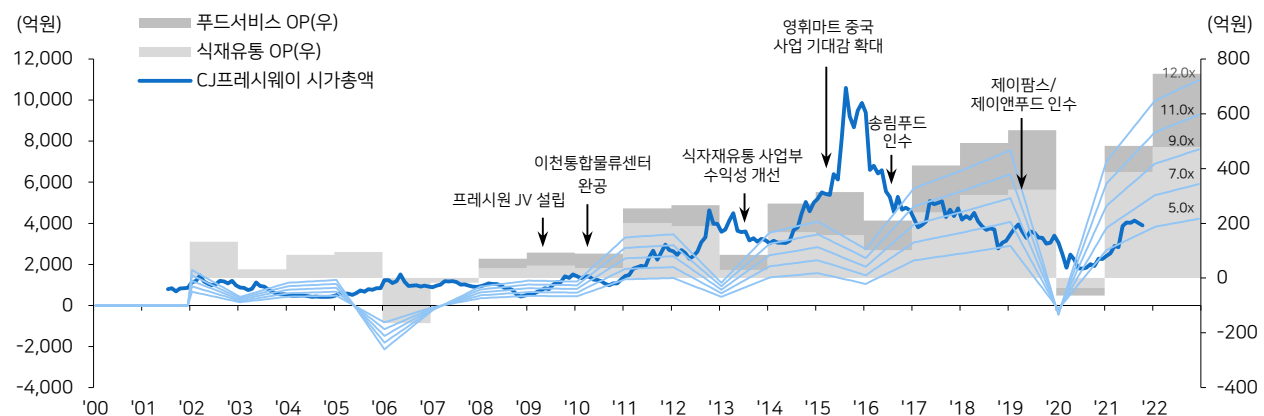


주: 90~95년 하이트맥주 기업가치, 05년~11년 하이트맥주+진로소주 기업가치, 11년 이후 하이트진로 기업가치. 밴드차트는 시가총액 대비 연결 영업이익의 비율 기준  
 자료: 하이트진로, 메리츠증권 리서치센터

#### CJ프레시웨이, 21년 정상화, 22년 외형 성장 전망

식자재유통 또한 거리두기 규제에 따라 가장 큰 피해를 입었던 업종으로 22년 위드코로나 수혜 대상으로 부각될 것으로 전망하며, Top Pick으로 CJ프레시웨이를 제시한다. CJ프레시웨이의 경우 올해 541억원의 영업이익이 예상되는데, 이는 19년도 581억원과 유사한 수치이다. 즉 CJ프레시웨이는 21년 실적 정상화, 22년 전방산업 회복에 따른 외형성장 달성이 기대되며, 비용효율화와 맞물려 영업이익률 개선이 두드러질 것으로 판단한다.

그림9 기업가치 상승 Key는 구조적 수익성 개선, 14년 식자재유통 수익성 개선으로 1차 랠리, 21년 코로나 악영향 이후 정상화 국면 도래

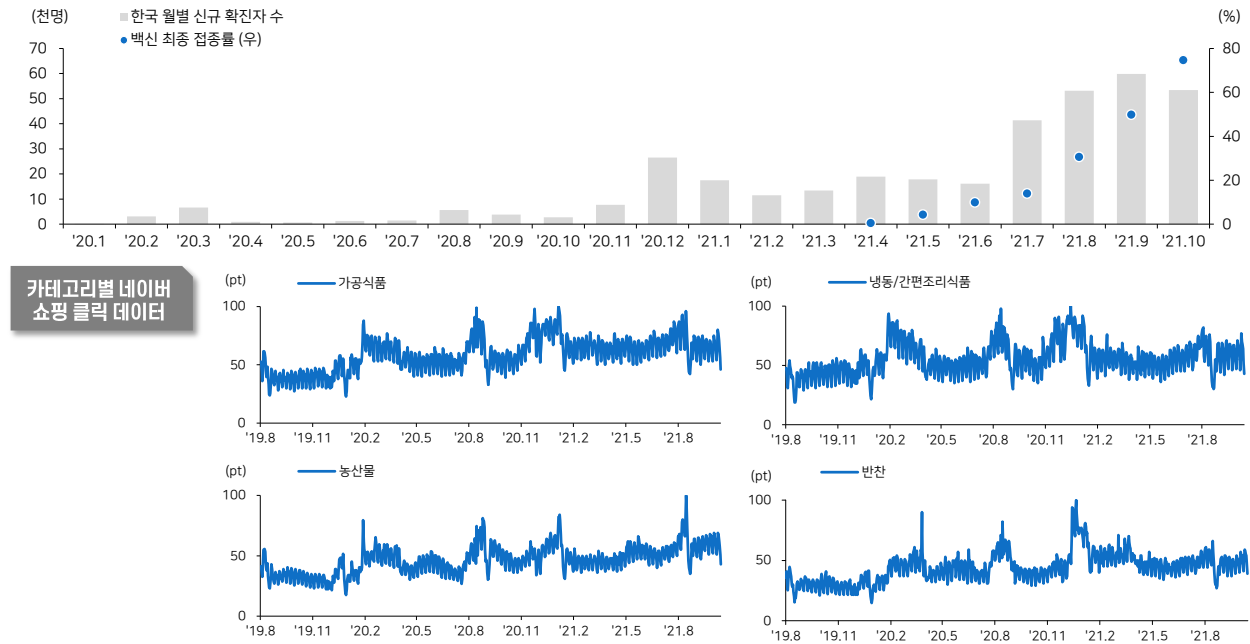


주: 밴드차트는 시가총액 대비 연결 영업이익의 비율 기준  
 자료: CJ프레시웨이, 메리츠증권 리서치센터

## HMR/내식의 경우 성장세 둔화 예상

반면 코로나 수혜를 받았던 HMR/내식의 경우 성장세가 둔화될 것으로 판단한다. HMR 수요는 코로나 기간 동안 확진자 수가 증가할 때마다 수요가 급증하는 모습을 보였다. 하지만 과거와 달리 현재는 확진자 수 증가에도 불구하고 일정한 수준의 쇼핑 트래픽을 보여주고 있다. 따라서 종합식품업체들은 추가적인 외형성장이 확보되지 않는다면 22년 다소 약한 흐름을 보일 것으로 판단한다.

그림10 코로나19 이후 장기화된 내식/가정식 선호, 하반기 온라인 쇼핑 트래픽은 유지



자료: 통계청, NAVER, 메리츠증권 리서치센터

## 가격 인상 시기에 따라 차별화됐던 매출원가를 추이

### 매출원가율 개선 트렌드, 종합식품업체 가격 인상, 식자재유통 비용 구조 슬림화

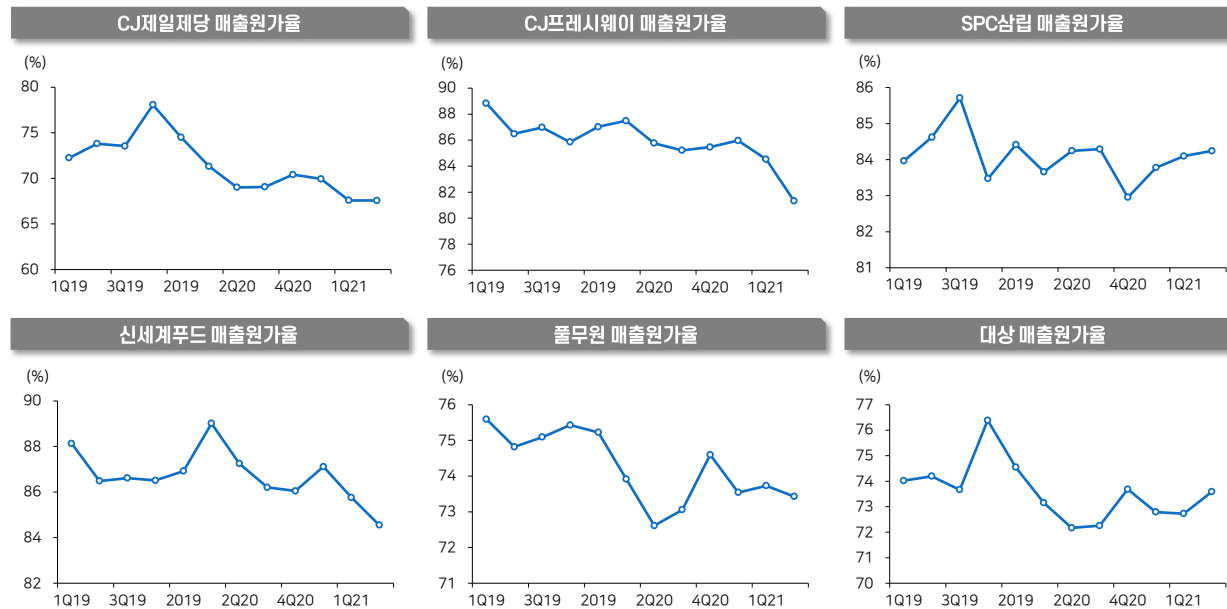
21년 하반기 종합식품, 식자재 업체들의 경우 매출원가율이 지속적으로 개선되는 모습을 보였다. 종합식품업체들의 경우 가격 인상을 통해 외형성장을 달성함으로써 매출원가율이 하락한 반면, 식자재유통 업체들은 저마진 사업부 정리, 인력 효율화 등 비용구조를 코로나 시기 동안 적극적으로 슬림화했기 때문이다. 따라서 22년도에는 종합식품업체들의 추가적인 매출 성장이 없다면 역기저로 인한 부담이 높을 것으로 판단한다. 식자재유통 업체들의 경우 슬림화된 비용 구조, 외식 수요 증가와 맞물려 외형성장이 둔보일 것으로 판단한다.

### 22년 마진확대가 기대되는 카테고리 업체들

라면, 제과 등 카테고리 업체들의 경우 20년 하반기부터 지속된 원가율 상승 시기에 가격인상을 하지 않았고, 올해 3분기에 가격 인상을 성공했다. 따라서 22년에는 가격 인상을 통한 마진 확대가 실적에 반영됨에 따라 실적 성장이 기대되며 곡물가가 하락 안정화된다면 추가적인 마진 폭 개선이 부각될 것으로 판단한다.

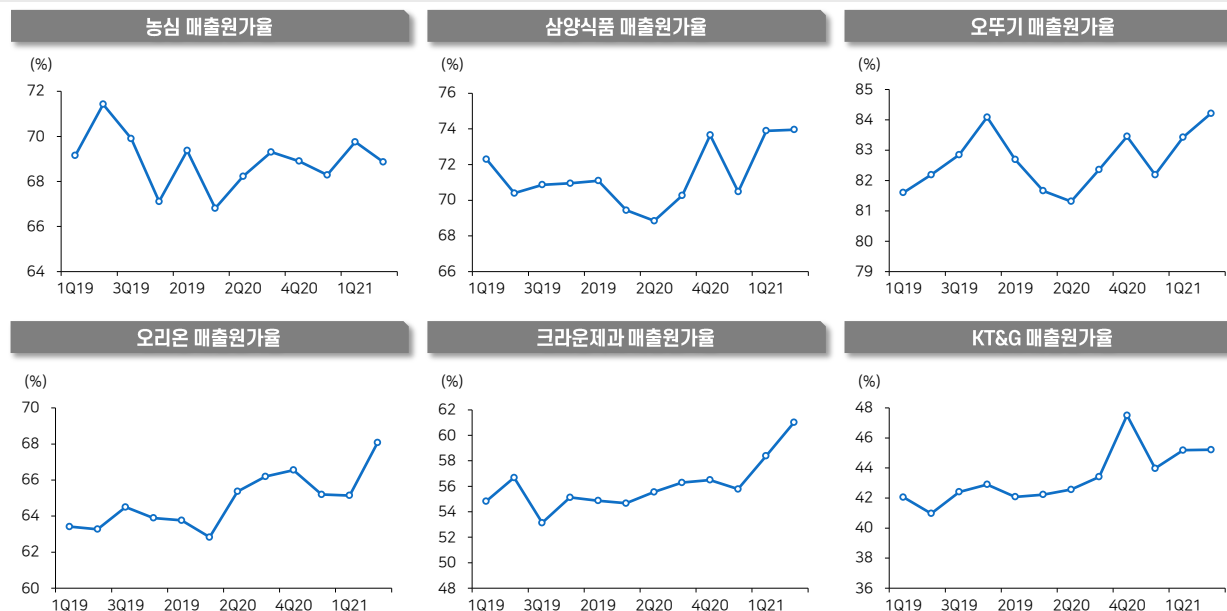


그림11 19~21분기별 매출원가율 비교, 분기 트렌드 개선 - 종합식품, 식자재



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 19년~21년 분기별 매출원가율 비교, 분기 트렌드 악화 - 라면, 제과, 담배



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 19일 발간된  
[2022년 전망 시리즈 18 - 조선/기계: 효율성의 역습] 임



▲ 조선/기계  
Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

## 2022년 전망 시리즈 18

### 조선/기계\_효율성의 역습 (해설판)

- ✓ 급격한 운임과 주가 변동 - 4대 선종의 동반 회복과 발주재개 기대는 무리, 변수는 탱커
- ✓ NEXT Super-Cycle의 트리거는 연료변화 - 2022~24년은 기존 연료와 대체 연료에 대한 탐색 전개. 1) 기존 유황유 + 탄소포집, 2) LNG/LPG-DF, 3) 수소연료(암모니아-NH3), 4) 대체연료(메탄올-CH3OH)의 혼재 양상
- ✓ 단기 변곡점은 2Q22 - 1) 강재가격, 2) 탱커 회복 여부, 3) 컨테이너 운임 Peak-out여부, 4) 선가인상 가속화
- ✓ 2002~08년 제조업 분업화+세계화+무역 다원화 → Much Bigger and Faster 투자 집중
- ✓ COVID-19 후 운송수요 급증 Vs. 인프라 투자 정체 → 중국, 미국 항만의 정체 현상 심화 → 운임급등
- ✓ 가스 운송 인프라투자 지연, 초대형 발전소 건설과 송배전 → 가스수급 불안정, 발전 집중화에 따른 전력수급 어려움 ↑
- ✓ COVID-19로 드러난 공급망 취약성. 공급망 유연성+효율성 투자 확대는 필연, 원자력+신재생 이슈도 발전원 탈집중화의 일환
- ✓ 조선 Best Scenario) 선가인상 지속+항만 투자+2Q 탱커운임 회복+폐선증가와 원가 안정+실적 턴어라운드
- ✓ 기계 Best Scenario) 산유국 재정투자 재개+COP26 후 주요국 발전원 투자+제조업 CAPEX/Re-stocking ↑

## 시나리오별 2022년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. Macro/규제 변수	<ul style="list-style-type: none"><li>COP26와 발전 Mix의 변화</li><li>EEXI/CII 및 추가 환경규제</li><li>현대-대우 기업결합 심사</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>COP26 합의의 실질적 파급효과 미미</li><li>EEXI/CII 미충족 선박의 강제 규정 미적용</li><li>EU의 불허 확정</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>점진적 온실가스감축 기조 유지</li><li>22년 11월 MEPC76 합의내용 본격 발효</li><li>21년말~22년 상반기 EU/대한민국 승인</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>석탄 감축 가속 + 가스/신재생 비중 확대</li><li>22년 11월 MEPC77 추가규제 채택</li><li>21년 승인 완료 / 22년 상반기 Deal 완료</li></ul>
	2. 원자재/에너지/운임	<ul style="list-style-type: none"><li>중국의 철강 감산 기조</li><li>석탄/천연가스/원유가격</li><li>미국 Infra / EU Taxonomy</li><li>산유국들의 CAPEX 확대</li><li>COP26 후속 조치 가시화</li><li>탱커/컨테이너 운임, 항만정체</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>중국·호주 분쟁 봉합, 원자재 톤마일 하향 안정화, 중국 감산 지속+건설경기 둔화</li><li>WTI 70달러 하락, 석탄/가스가격 급락</li><li>2Q 이후로 지연, 축소 / EU 신재생 집중</li><li>2018~21년 수준 낮은 재정 집행을 유지</li><li>구속력 없는 합의, 2018~21년 수준 유지</li><li>BEP 이하의 탱커운임 지속 / 1Q Peak-out / 1Q 이후 항만정체 현상 완화</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>중국·호주 분쟁 지속, 원자재 톤마일 증가 유지, 1Q 이후 감산 기조 완화</li><li>WTI 80달러대 유지, 석탄/가스가격 안정</li><li>4Q 현안대로 통과 / EU 원자력 포함</li><li>전력/플랜트/도시화 등 지연된 투자 재개</li><li>COP26, 점진적 온실가스 감축</li><li>2Q22 BEP 수준의 탱커운임 반등 /2Q부터 하향 안정 / 항만정체 하반기부터 완화</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>중국·호주 분쟁 심화, 원자재 톤마일 급증, 철강감산 기조 철회, 세계 건설경기 개선</li><li>WTI 90달러대 상승, 석탄/가스가격 상승</li><li>CEPP 포함 확대 / 원자력+신재생 병행</li><li>고유가 기반의 대규모 재정투자 집행</li><li>천연가스 / 송배전 투자 ↑ / 탈탄소 투자</li><li>2Q BEP 상회하는 탱커운임 급등 / 컨테이너선 운임 강세 지속 / 항만정체 지속</li></ul>
	3. 시장 변수	<ul style="list-style-type: none"><li>금리, 환율, ESG Funding</li><li>제조업 CAPEX 확대 여부</li><li>Oil→Gas→H2로의 전이</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>제한적인 금리인상, 원화강세</li><li>유지/보수 이외 신규투자 위축</li><li>Gas 개발 프로젝트 지연, 脫화석연료로의 급진적인 이동에 따른 변동성 심화</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>예상 수준 테이퍼링, ESG 투자기조 확대</li><li>제조업 전반 CAPEX 증가, 물류수요 개선</li><li>Oil→Gas의 이동 지속, H2 시장으로의 가교 연료로 LNG의 경제성 부각</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>미국/EU 금리인상 가속, ESG 강조 확대</li><li>신규투자 확대, 컨테이너 호조 지속</li><li>신규 Gas 개발 프로젝트 확대, LNG와 암모니아의 가교역할 수행 가능성 증대</li></ul>
				조선(비중 축소)/기계(중립)	조선(중립)/기계(비중 확대)
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"><li>원자재가격 하락에 따른 Cost-push 약화</li><li>조선-합병무산, 카타르 LNG Package 발주 축소, 탱커운임 반등 실패, 폐선 정체</li><li>기계-중동의 투자 위축 지속, 새로운 투자원 미발현에 따른 보수적 투자에 주목</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>운임 반등 + CAPEX Cycle 기대감 유호</li><li>조선 - 하반기 수익개선 기대 + 탱커 시장 회복 + 대체연료 탐색의 수혜주 투자</li><li>기계-인프라 확대와 제조업 CAPEX 지속 기대감, 중동+전력관련 수혜주 투자</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>투자 회복(Q) 속 평가 인상(P) 기대감 ↑</li><li>조선-Cost-Push 성공 + 탱커 시장 개선 수혜 + 빠른 턴어라운드 수혜주 부각</li><li>기계-미국-중동 투자 집행 + Pure Player의 레버리지 효과에 집중</li></ul>
Top-Picks			현대미포조선, 현대일렉트릭	현대중공업, 현대일렉트릭, 태광	현대미포조선, 현대일렉트릭, 태광, 하이록코리아, HSD엔진

## Part I. 2021년 Super Cycle 논란

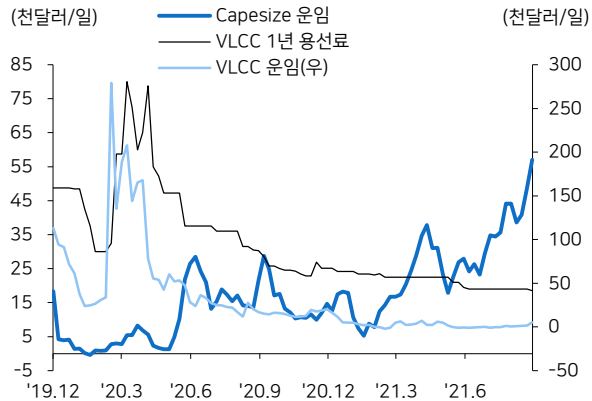
본격 Cycle 도래는 2025년, 변곡점은 2Q22

COVID-19이후 급격한 운임변동과 이를 반영한 주가 변동이 전개되었다. 컨테이너선 운임은 2020년초 대비 +407.3% 폭등했고, 벌크선 운임은 중국발 석탄·철강규제 이슈로 변동성이 심화되었다. 초대형원유운반선(VLCC) 운임은 -95.4% 급락했고, 유조선 시황은 장기침체가 지속 중이다. LNG선 운임은 6개월간 박스권 움직임을 이후 북반구 난방수요가 본격화되는 4Q 성수기에 진입했다. 주가는 Trailing PBR 0.8~1.5배로 회복을 선반영하고 있다. 2014년 이후 8년만에 PBR 1.0배를 상회한 주가로, 8년만에 건조능력 이상의 수주가 반영된 것이다. PBR 1.5

배나 그 이상의 Valuation이 정당화되기 위해선 2022~2024년의 발주가 최소 2021년 수준을 유지해야만 한다. 이것이 Super-Cycle 논란이 제기된 배경으로, 환경은 2003~04년과 유사하지만 시장은 분명한 차이점이 존재한다.

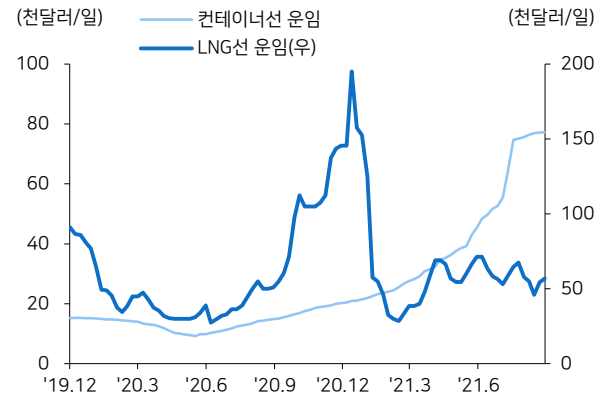
전세계 조선업계는 한국-중국 양강구도, 일본 침체가 고착화되었다. 2021년 10월 기준 전세계 선종별 발주비중은 컨테이너선과 가스선 합산 비중이 59.9%, 벌크선과 탱커 비중은 23.6%이다. 2021년 컨테이너선+가스선 발주에 힘입어 10월 금액기준 한국 점유율은 42.7%를 기록했다. 11월 Clarksons 신조선가지수는 152.5p로 전년동기대비 +21.9%, 6월말 대비 +9.8% 상승으로 강재가 +49% 인상이 반영된 수준이다. 느리지만 점진적인 Cost-push 성공으로 2023년 흑자전환을 기대한다. 국내 조선업계 11월 기준 수주 달성률은 평균 131.8%로 2013년 이후 8년만에 수주목표를 초과 달성하며 2021년 Super-cycle 논란의 배경이 되었다. 2021년 수주의 축은 사상 최고 수준에 힘입은 컨테이너선과 LNG선으로, 2022년은 LNG선 호조 지속과 탱커 발주의 회복이 중요하다.

그림1 2020년 이후 벌크선 +47%, 탱커 운임 -95%



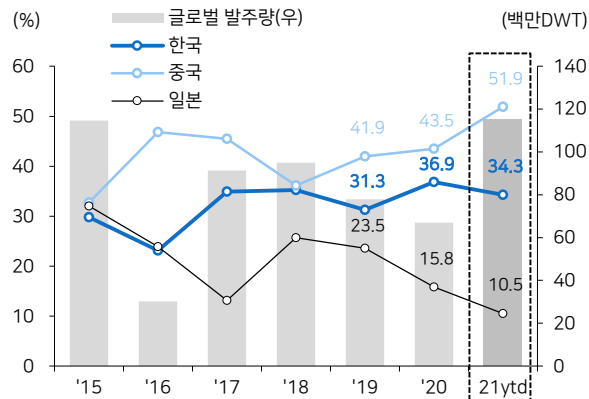
주: 2021년 11월 12일 기준, 벌크선은 Capesize, 탱커는 VLCC 기준.  
VLCC 1년 용선료는 31만DWT D/H 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 이후 LNG +116%, 컨테이너 운임 +407%



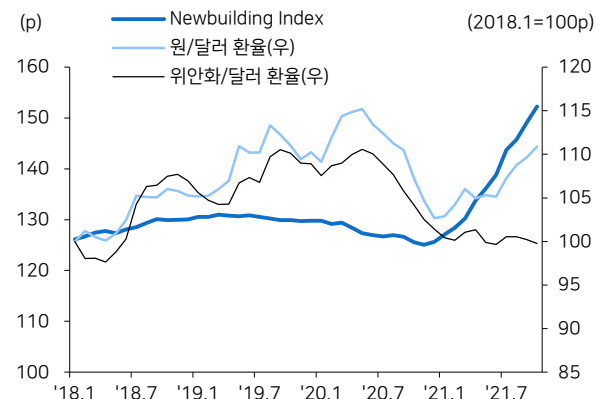
주: 2021년 11월 12일 기준, LNG선은 16만 CBM급 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림3 선박 발주량과 한·중·일 M/S 추이



주: 2021년 10월말 재화중량톤수(DWT) 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원/달러, 위안/달러, 신조선가 추이



주: 2021년 10월 기준  
자료: Bloomberg, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

원자재 가격↑, 컨테이너선 운임  
↑, 발주↑ 과거 Super Cycle에  
대한 기대감 재형성

### 과거 Super-Cycle Vs. 현재

과거 Super-Cycle은 2003년을 변곡점으로 선박수주단가가 급격히 상승하며 반전에 성공했다. 이는 선가가 가장 높은 LNG선 발주 Boom-up에 기인한다. 수주의 규모(Q)와 선가(P)의 상승에 힘입어, 국내 조선업체는 2000년 이후 8년만에 매출액이 3.8배 성장했고, 외형성장과 수익성이 동시에 진행되며 Re-rating이 정당화될 수 있었다.

현재 COVID-19 팬데믹 이후 원자재가격은 지속적인 상승세가 유지되고 있다. 컨테이너선 운임과 원자재가격이 상승하고, 선가 인상이 지속되자 2003~08년 Super-Cycle 再도래에 기대감이 형성됐다.

그러나 과거 Super Cycle과 현재를 비교해보면, 상황이 다르다. Peak 대비 VLCC 선가 괴리는 26%지만, 강재가는 동일하다. 2021년 현재 후판가격은 톤당 970달러(일본산 기준)로 2003~07년 평균대비 +69.9% 높은 수준이다. 현재 강재가격은 Peak 수준에 도달했지만, 선가는 74% 수준에 불과하다. LNG선 신조선가는 2007년 2.2억달러, 2021년 현재 2.03억달러로 상대적으로 양호하다. 2004~06년 당시 Qatar發 대형 시리즈 물량이 선가 상승의 Key Factor가 되었다. 2022년 발주가 예상되는 Qatar, Mozambique發 LNG선의 실제 발주규모와 선가에 주목해야 한다.

벌크선 신조선가와 용선료는 동조화된 흐름을 보이는데, 중국 정부의 철강업 규제와 석탄시장 개입 장기화 여부가 변수가 될 것으로 보인다. 유조선은 용선료는 하락하고 선가는 상승하는 양상이다. 강재가격 민감도가 가장 큰 탱커의 운임 상승과 발주 재개가 선가인상의 Speed-up 변수이다. 컨테이너선은 선가 상승보다 용선료 상승이 가파른 양상이다. 선사들의 경쟁적 선대 확충으로 용선료·운임은 2019년까지 장기 부진을 겪었으나, COVID-19 이후 폭등했다. 2022년 항만정책 완화 여부에 따라 경쟁적 발주는 소강상태로 접어들 개연성이 높다. 중형선 중심 발주가 예상된다.

LNG선 용선료는 최소 4년간 계절적 성수기의 Peak 평균을 대폭 상회하고 있으며, 선가는 +3% 상승했다. 현재 선가로도 수익성 확보가 가능하다. LNG선 선가의 향방은 Qatar North Field Expansion 1차 Package 시리즈 물량(15~20척 예상)과 Mozambique 물량이 관건이다. 현재 시장가를 상회하는 수주 성공 시, 2022년 LNG선 시장호조에 대한 기대감 형성이 가능하다.

연평균선가/연간 용선료로 산출한  
투자회수기간

발주자의 투자회수기간도 상이하다. 투자회수기간은 연평균선가/연간 용선료로 산출할 수 있다. VLCC(탱커)는 15.2년으로, 8~10년으로 낮아지기 위해선 현재 운임에서 +79% 이상 상승이 필요하다. Capesize 벌크선 원금 회수기간은 4.7년으로 발주 매력도는 2010년 이후 가장 높은 상황이다.

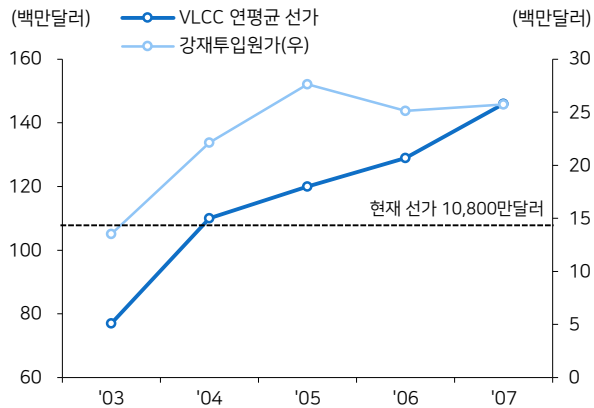
## Again Super-Cycle? Not Yet

폐선국가의 COVID-19 이슈,  
Best Scenario의 첫 단추인 폐선  
증가 확인 필요

노후선 폐선의 80%이상을 담당하는 인도, 방글라데시, 파키스탄의 폐선 급증 움직임은 아직 없다. 시장이 기대하는 Best Scenario는 노후선 폐선 → 공급 개선 → 교체수요 증가 → 신조 발주 증가 + 친환경 고효율 선박 확대 → 신조선가 상승 → 한국 점유율 상승과 수주 증가 → Valuation Re-rating 이다. 노후선 폐선 증가 확인이 우선이다.

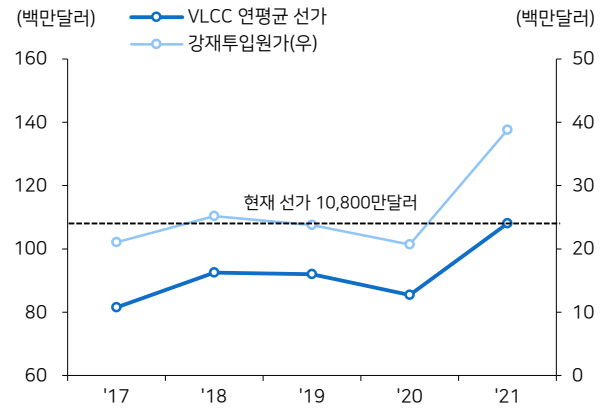
주 원재료인 강재가격은 2003~07년 평균대비 +38% 초과 상승했지만, 신조선가 지수는 평균대비 낮은 수준이다. 14년간 연평균 노무비 증가율을 1%로 가정해도 과거 Cycle 대비 원가율은 -6~-15% 악화로 추정된다. 환경규제 강화 추세임은 분명하나, 잠재적 발주처들의 대응방안은 여전히 불투명하며 혼재양상을 보인다.

그림5 2003~07년 당시 VLCC 선가와 강재원가 추이



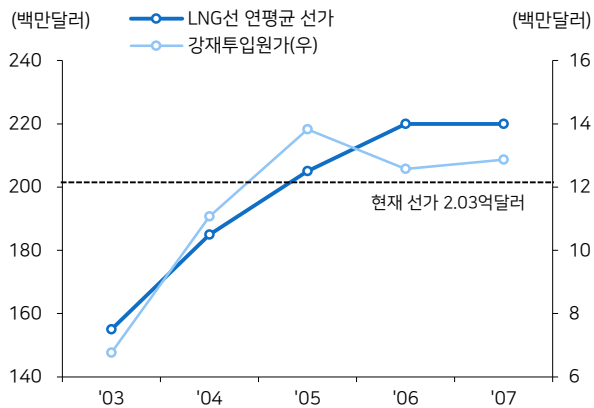
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 동일한 원가부담에도 선가는 -7~-26% Discount



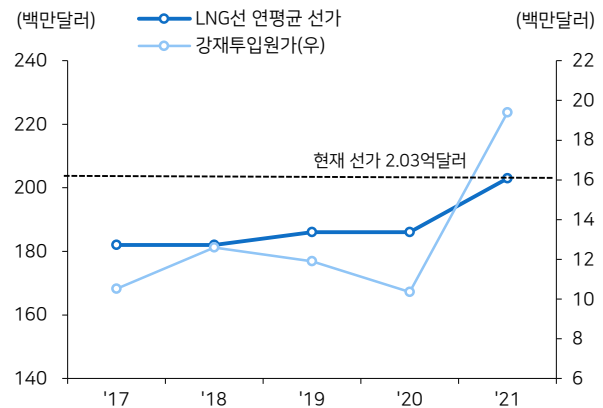
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림7 2003~07년 당시 LNG선 신조선가와 강재투입원가



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

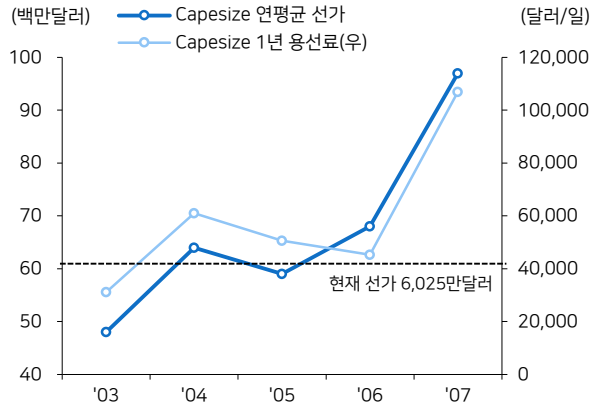
그림8 2017년~현재 LNG선 신조선가와 강재투입원가



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

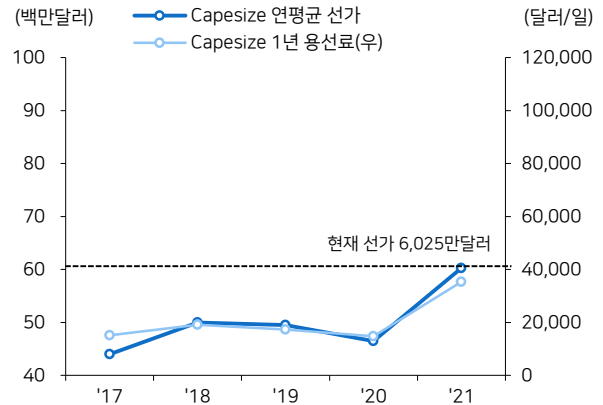


그림9 2003~07년 당시 벌크선 신조선가와 Charter Rate



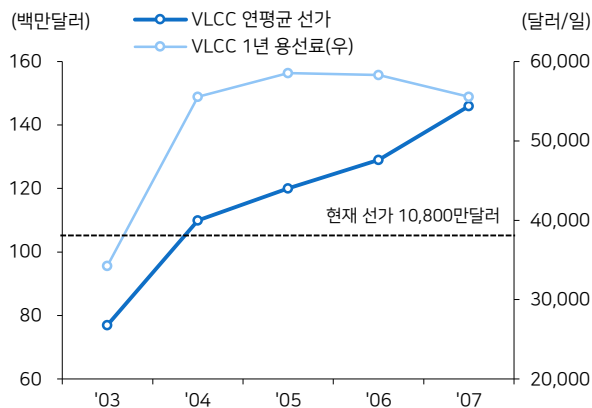
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림10 2017년~현재 벌크선 신조선가와 Charter Rate



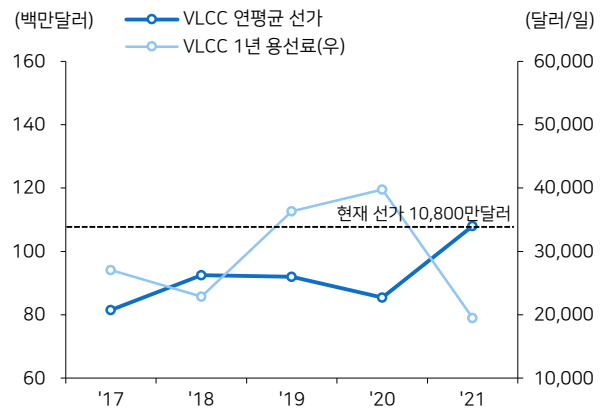
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 2003~07년 당시 유조선 신조선가와 Charter Rate



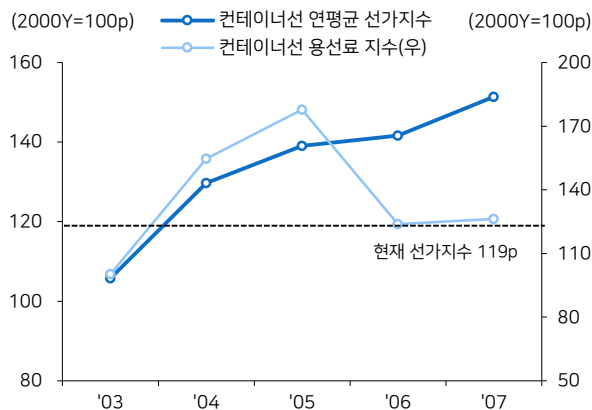
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 2017년~현재 유조선 신조선가와 Charter Rate



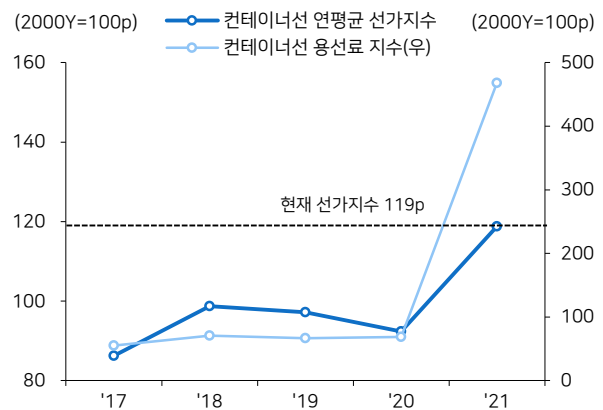
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 2003~07년 당시 컨테이너선 신조선가와 Charter Rate



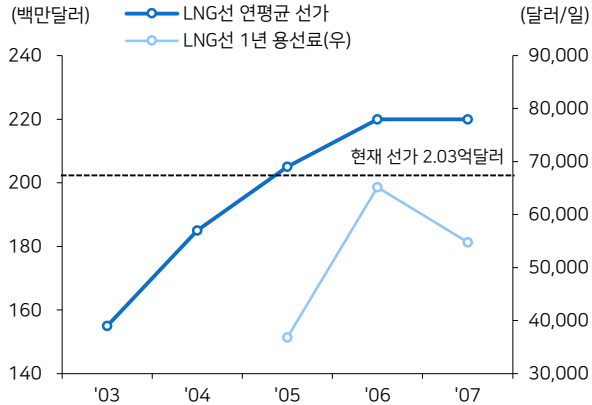
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림14 2017년~현재 컨테이너선 신조선가와 Charter Rate



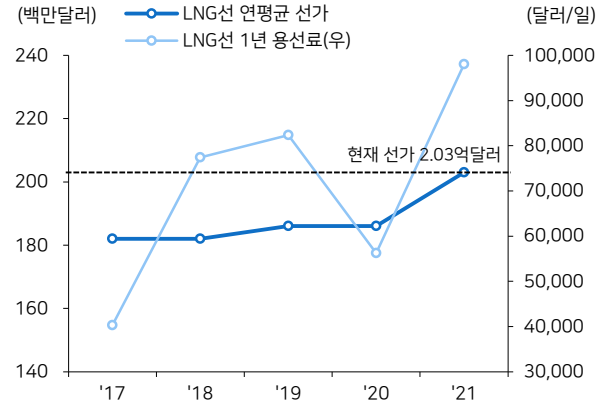
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림15 2003~07년 당시 가스선 신조선가와 Charter Rate



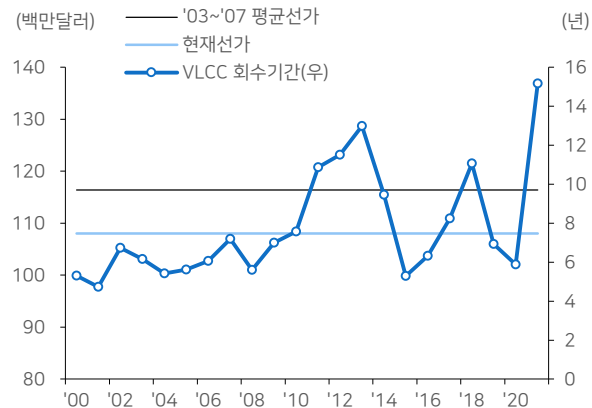
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림16 2017년~현재 가스선 신조선가와 Charter Rate



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

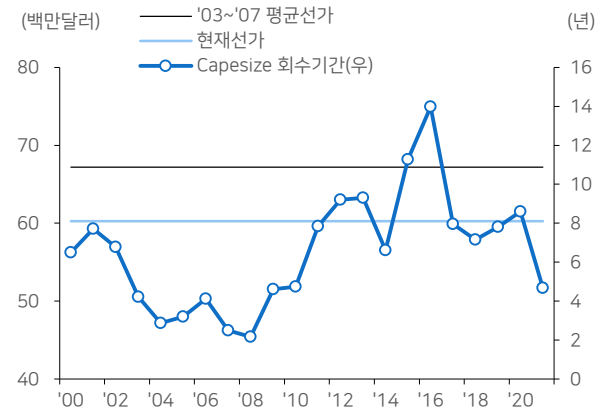
그림17 2003~07년 Vs. 현재 탱커 선가/회수기간 추이



주: 회수기간은 선가/1년 용선료 연환산 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2003~07년 Vs. 현재 벌크선 선가/회수기간 추이



주: 회수기간은 선가/1년 용선료 연환산 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

### 선종별 시황개선 차별화

벌크선은 선복량(공급) 증가를 상회하는 물동량으로 2022년 수급부담은 제한적이다. 2022년 폐선 증가여부와 중국 정부의 철강/원자재 규제 완화 여부가 회복의 변수이다. 연간 선복회전율은 2022년 5.7회전으로 2021년 수준과 유사할 전망이다. 탱커는 4개 선종 중 가장 심각한 부진을 겪고 있다. 2022년 선복량 증가율은 +2.0%로 2016년 수준 회복을 예상된다. 폐선 부진을 상쇄할 운송수요 증가가 필수적이다. 2022년 '원유 수요개선 → 소비국들의 Re-stocking → 물동량 증가 → 운임 정상화' 여부가 전체 발주시장에 가장 중요한 변수로 작용할 전망이다.

2021년 사상 최고 수준 운임을 향유한 컨테이너선의 2022년 발주 둔화는 불가피하다. 2022년 연간 선복 회전율은 2021년과 유사한 8.4회전으로 추정되며, 주요 항만의 체선현상 완화 여부가 변수이다. 마지막으로 LNG선은 대형 프로젝트용 발

주 이후 물량(Q) 보다는 선가(P)에 주목할 시기이다. 카타르 LNG선 1<sup>st</sup> Package가 발주된다면, 2022년 LNG선 발주규모 자체는 감소할 개연성이 높다.

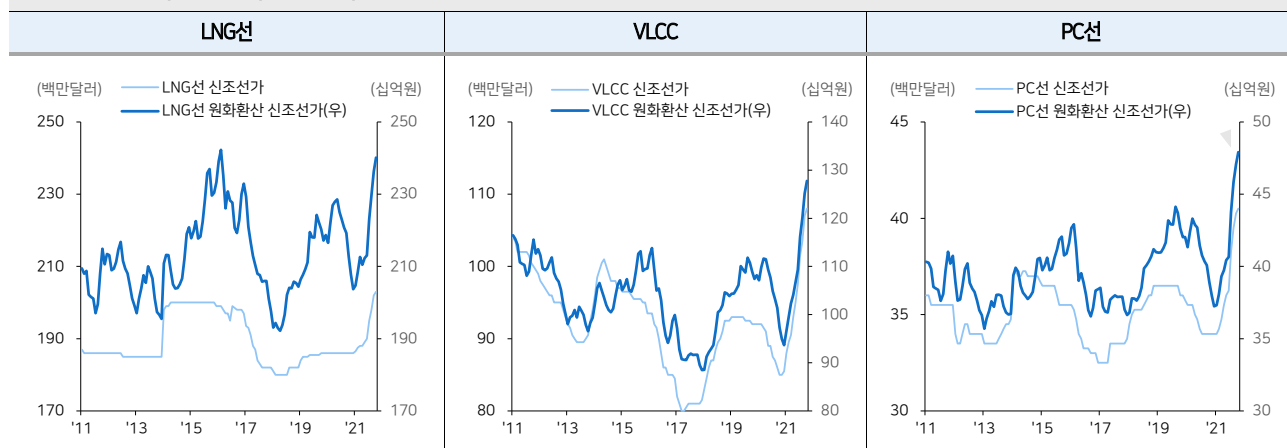
#### 2022년 변곡점은 2분기 전망

- 강재가격, 선가, 탱커의 방향성
- 공급망 비효율성의 변화

2022년 업황의 변곡점은 2분기로 전망한다. 1분기 이후 중국정부의 완화적 조치가 나온다면 중국 열연 철강가격은 상반기 하락 후 완만한 반등이 예상된다. 공급 감축과 부동산업 위축의 구조적 문제해결은 단기 내 요원하고, 강도는 하반기에 다소 완화될 전망이다. 당사는 2022년 하반기 중국 열연, 후판 유통가격이 톤당 650~700달러까지 하락 가능하다고 판단한다. 강재가 인하시 1) 2021년 설정한 충당금 환입에 따른 턴어라운드 단축, 2) 2023년 실적 개선의 긍정적 요인 Vs. 3) 선가 인상(Cost-push)의 동력 약화, 4) 발주자들의 의사결정 지연의 부정적 요인이 상존한다. 1분기 이후 중국의 완화정책 시행에도 선가인상에 성공한다면, 건조능력 축소 이후 Dock slot 협상에 우위를 확보한 결과로 해석될 것이다. 조선업계는 조달 유연성 확보로 수익 안정화, 선가방향성 의구심이 해소된다. 조선업의 계약은 달러기준으로 달러 선가와 원화환산 선가의 차이도 조선업체의 매출액과 손익에 중요하다. 실질 원화선가는 2020년대비 2021년 크게 개선되고, 급격한 환율변동만 없다면 선가와 실적의 방향성은 동일하다. 2022년 시황개선 여부의 핵심은 탱커로, 성수기(Driving Season)의 운임 회복 가능성이 중요하다.

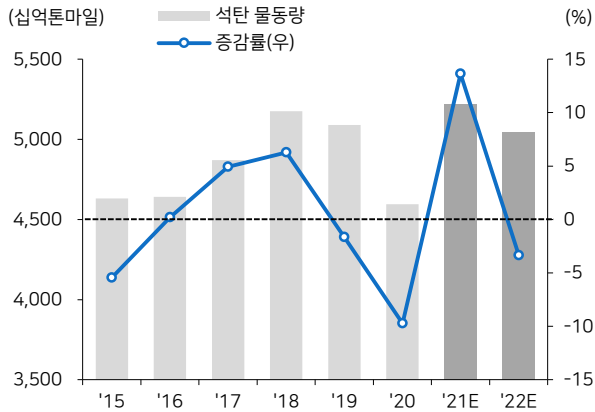
2022년 공급망 비효율성에도 변화가 있을 예정이다. 중국-호주간 무역분쟁 지속 여부가 석탄 물동량(톤마일) 증가의 핵심 중 하나이다. 갈등 완화 시 국제 석탄 교역이 정상화되며 공급망 효율성이 회복되겠지만, 분쟁 지속 시 석탄가격 peak-out 이후에도 운임 상승압력은 지속될 것이다. 컨테이너 운임 폭등세를 억제하기 위해 미국 바이든 행정부는 해운업 감독을 시작했다. 미국정부의 정책적 효과발생 유무, 중국 춘절 이후 2분기 컨테이너 운임의 Peak-out 여부가 변수이다.

그림19 신조선가 VS 원화환산 선가



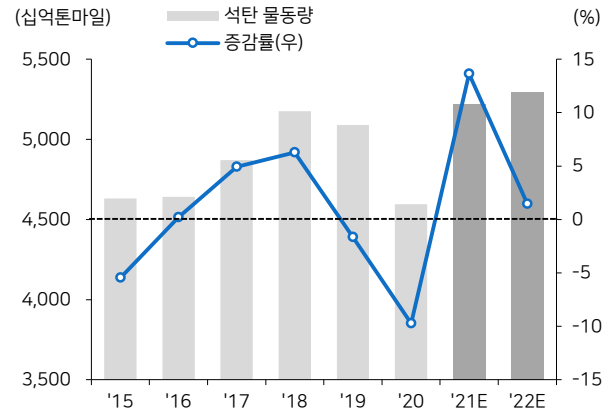
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림20 시나리오 1) 1Q22 이후 석탄교역항로 톤마일 정상화



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 시나리오 2) 중국-호주 무역분쟁으로 인한 혼잡 지속



자료: 메리츠증권 리서치센터

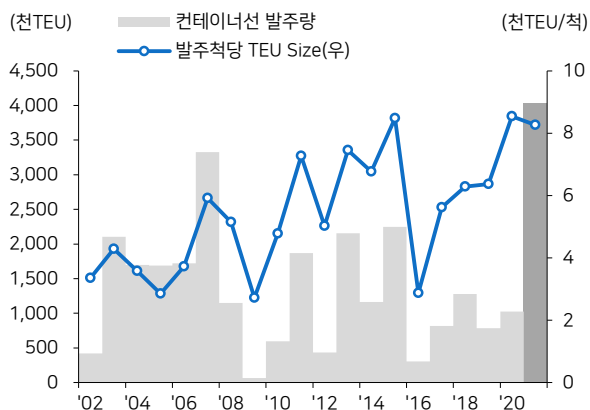
## Part II. 효율성 중심 투자 – COVID-19로 맞은 역습

### Much Bigger and Faster?

컨테이너: 24,000TEU 이상은  
현실적 무리. Cascading 예상  
탱커·벌크선: VLCC, Capesize가  
한계

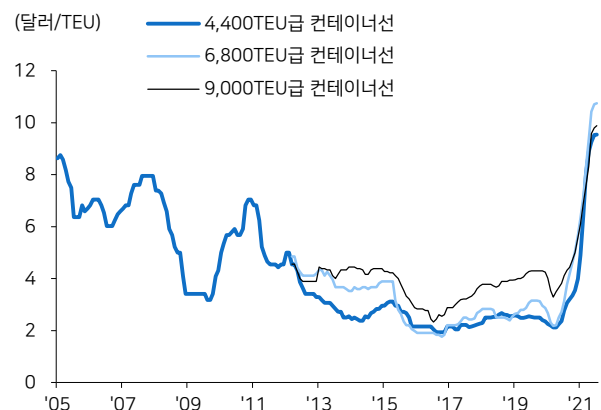
2003년 이후 지속된 컨테이너 해운업의 헤게모니 경쟁은 선박의 대형화를 야기했다. 차별화가 어려운 서비스이기 때문에 가격 차별화를 도모했고, 대형화를 통한 규모의 경제 달성으로 경쟁력을 확보하려 한 것이다. 대형선은 초기 투자비용이 크지만 규모의 경제, 연비측면에서 높은 효율성을 지닌다. 컨테이너선 대형화는 24,000TEU에서 중단되었는데, 컨테이너 항만의 Crane Arm 처리능력을 감안하면 그 이상의 대형화는 현실적으로 불가능하다. 최고치를 경신하는 대형화보다는 항로 별 최적화된 평균 선형의 대형화 추세(Cascading)가 전개될 전망이다.

그림22 컨테이너 대형화 추이



주: 2021년 10월말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림23 컨테이너선 선형별 TEU 환산 일일 용선료



주1: 2021년 10월말 기준, 4,400TEU급은 5년, 6,800TEU급은 3년 용선료 기준  
주2: 각 선형별 일일 용선료를 TEU로 나눈 단위 TEU당 용선료 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

해운사들은 불황기에 공급을 축소하는 방법으로 속도를 낮추거나(Slow Steaming), 계선(Lay-off)을 늘리는 과정을 반복하며 운임수익 극대화 전략을 추구해왔다. 국제해사기구는 2021년 6월 EEXI(현존선박 에너지효율지수, Energy Efficiency Existing Index)와 CII(탄소집약도 지수, Carbon Intensity Indicator) 요건을 확정, 2022년 11월 1일 발효에 합의했다. 엔진부하 측면에서 추가 감속 실익이 제한적인 현상하에서, 수요개선에 따른 물동량 증가는 감속운항 종료를 유발한다.

중국-호주간 무역분쟁은 전세계 석탄 교역항로의 왜곡을 야기했다. 중국의 석탄, 철광석 수입 규제, 호주의 동아시아향 수출 확대로 비효율적인 구조가 발생한 것이다. 2021년 석탄가격과 벌크선 운임 인상 압력으로 작용했다고 판단한다. 그러나 중국 정부의 석탄시장 개입 효과로 2021년 10월 2,302위안까지 폭등했던(중국 정주거래소 기준) 연료탄 가격은 2021년 11월 1,057위안까지 급락했다. 2021년 기준 중국 산업별 철강 수요의 65.5%는 건설이다. 중국 건설경기가 2022년 이후 철광석 해상물동량을 결정하는 key가 될 것이다. 중국은 탄소중립의 일환으로 철강산업 규제도 시작했는데, 철강업 감산우려는 원재료인 철광석 물동량 감소 risk와도 일맥상통하다.

#### 2021년 컨테이너 공급사슬 혼선은 2022년도 상당기간 지속될 것

2020년 6월 방역 물품 등 운송 수요 반등으로 야기된 전세계 항만 정체상황은 지속 중으로 항만 인프라가 낙후된 미주, 유럽의 수입항만 내 집중됐다. 접안 대기 중인 선박 수가 급증하며 수입항구의 처리 능력을 넘어선 물동량이 집중됐고, 대형선박이 미국 서안 내 2개항에만 집중됐다. 지난 10여년간 지속된 컨테이너선의 대형화 진행에도 항만 인프라는 정체되어 한계에 직면했다. 13,000TEU급 이상 컨테이너선을 수용가능한 곳은 Los Angeles(미주 서안), Long Beach 두 곳뿐이다. COVID-19가 항만정체 현상의 시작점일 수는 있으나, 병목현상의 원인은 미국 항만의 낙후된 인프라와 물류이다.

그림24 동아시아향 비중 확대하며 호주 석탄수출량 견조

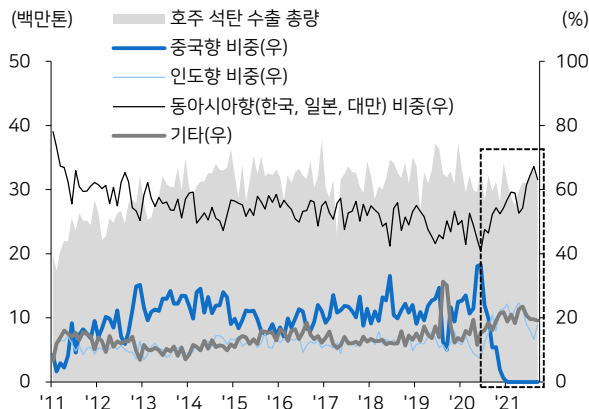


그림25 석탄해상물동량의 유의미한 증가가 없음에도 수출량 증가

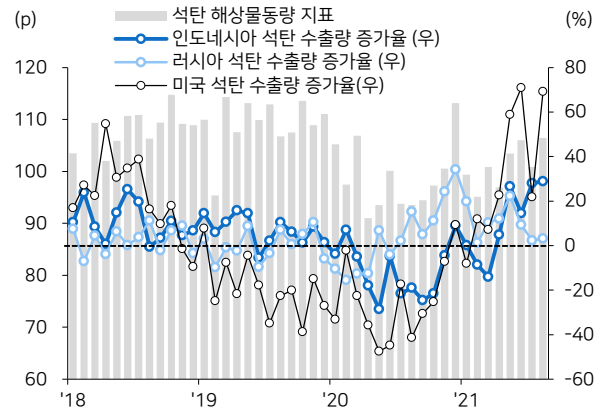
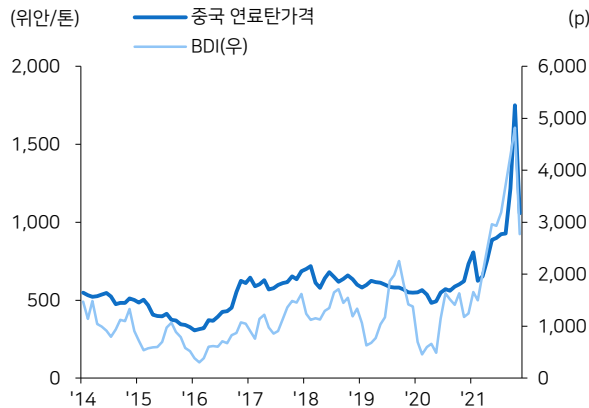
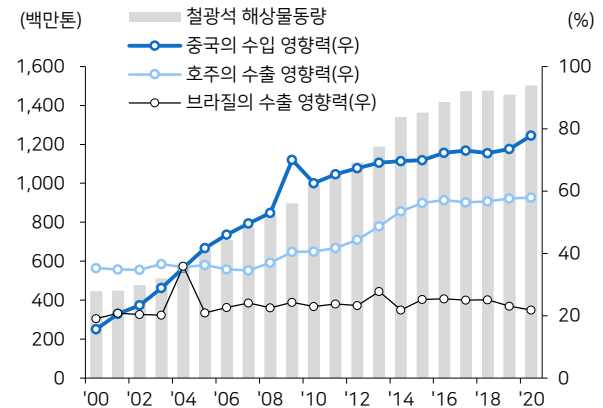


그림26 BDI 폭등을 야기한 석탄가격, 중국정부의 개입으로 Peak-out



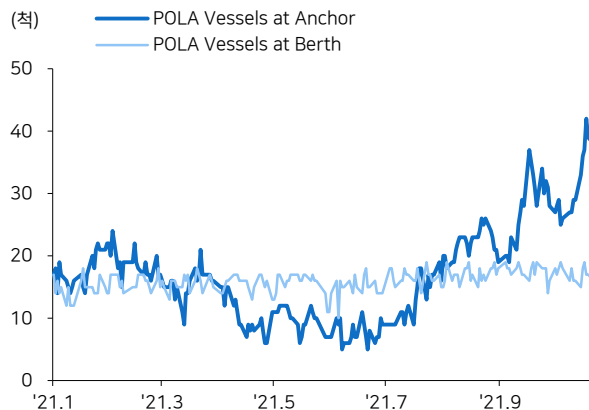
주: 2021년 11월 5일 기준  
 자료: Central Electricity, 메리츠증권 리서치센터

그림27 전세계 철광석 해상물동량과 중국의 수입 비중



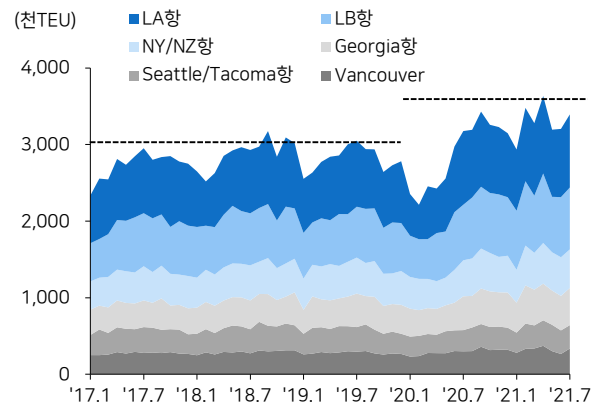
자료: Clarksons, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 미국 Los Angeles항 접안대기 / 하역작업 선박 수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국 컨테이너 처리량 추이 - 2020년 감소분 이연



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 공급망 변화의 가속화, 새로운 산업 질서

산업지형의 변화는 공급망 변화를 의미, COVID-19로 이전과는 다른 사업질서 재편

舊경제(Old Economy)에서는 빠른 수요 회복에도 공급망에 대한 투자 위축이 공급능력의 한계를 노출시켰다. 新경제(플랫폼, 네트워크)에 대한 몰입보다 주목할 점은 산업구조(공급망)의 변화를 가속화시킨다는 점이다. 미국의 국가별 수입 비중변화는 '脫중국, 아세안 확대'로 요약된다. 수출입항로의 다원화 재확대 가능성을 볼 수 있다.

공급망 변화의 중심은 에너지로 발전원 변화가 핵심이다. 최근 전세계적인 친환경(ESG) 드라이브와 맞물려 자원가격의 동반상승이 1년이상 지속되고 있다. 발전원의 전환은 전기를 화석연료 발전에서 친환경 에너지 발전으로 생산한다는 의미로 정책적 지원은 필수이다. 유가 상승에도 Oil Major들의 CAPEX가 정체되며 ESG 관련 대응책이 요구되는 상황이다. 에너지기업들이 신규 광구 투자를 중단하며 보



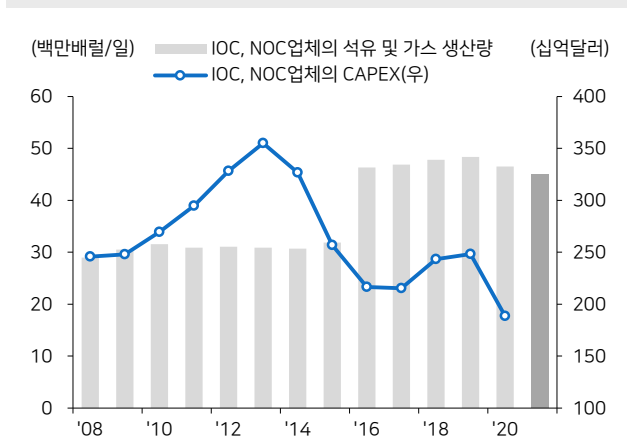
유 매장량대체율(RRR)은 100%이하로 하락했다. RRR은 에너지 기업의 연간 신규 확인 매장량을 동기간 생산량으로 나눈 비율로, 생산량 감소를 시사한다. 10월 말 개최된 COP26에서는 석탄발전을 단계적으로 감축하기로 최종합의하고, '글래스고 기후 조약'을 채택했다. 이에 에너지기업들은 Oil에서 Gas로 투자 중심을 이동시키며, BEP Level을 낮추고 효율적인 CAPEX와 재무구조 개선에 집중했다.

그림30 공급망 변화의 가속화



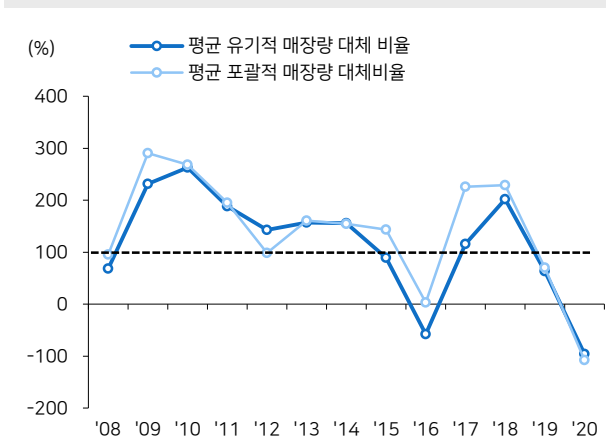
주: 전기료는 도매 전력가, 미국 수입비중은 12개월 Rolling avg.  
 자료: ISM, Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림31 주요 IOC, NOC의 합산 CAPEX 투자 및 생산 추이



주1: ExxonMobil, Bp, Chevron, Shell, Total, Equinor, Petrochina, Petrobras, Repsol 등 21개 업체  
 주2: 2021년은 3분기 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 주요 IOC, NOC의 매장량대체율(RRR) - 20년 -95.5%



주: ExxonMobil, Bp, Chevron, Shell, Total, Equinor, Petrochina, Petrobras, Repsol 등 21개 업체  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

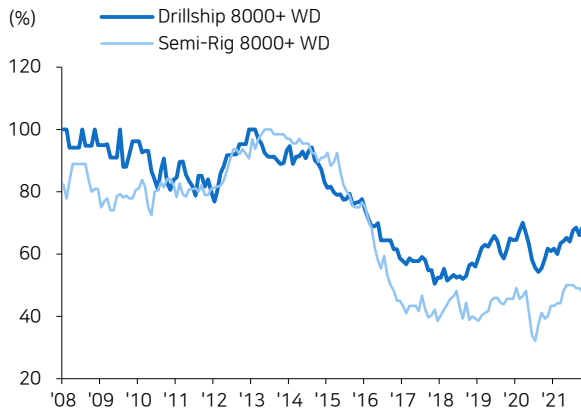
자원개발(Upstream)의 투자위축,  
 Gas투자확대는 시추설비 가동률  
 부진 초래 → 구조조정 후 반등세

전세계 해양 시추시장은 급격한 시황 악화과정에서 상위 업체들 중 3건의 인수합병이 진행됐다. 상위 6개사가 완전 과점시장을 형성했고, 향후 해양 시추시장의 회복은 Top Tier의 선대효율화 교체 투자일 뿐이다. 한편, Drillship(6~7세대)의 신규 용선 계약체결 평균 용선료는 2017년 저점 이후 완만한 반등세를 보였다. 신규 용선료 하락에 후행해서 움직이는 기체결 계약 용선료 추세를 보았을때, 전

반적인 용선료 저점은 확인됐다. Oil Major들의 CAPEX 위축은 시추설비 용선료 상승을 제한해 시추업계의 빠른 실적개선의 가능성은 낮다. 탄소중립 이슈로 천연가스(Gas)로 투자중심 이동이 가속화된다면, 극심해용 시추설비 시장은 현 수준에서 급격한 개선은 어렵다.

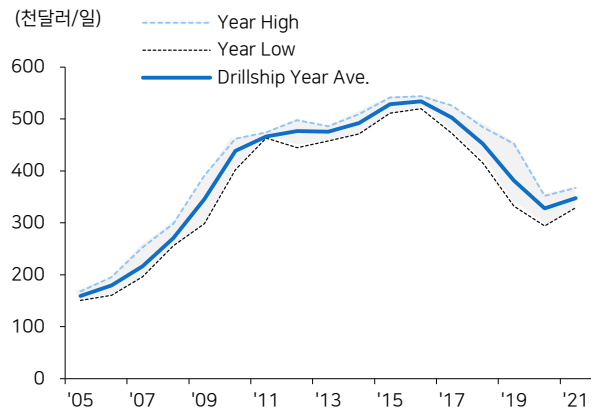
2012~13년 해양시추설비 가동률이 90~100%에 육박하며 대규모 발주가 이어졌지만, 2014~16년 국제유가 급락으로 시추설비 가동률이 급감하며 보유현금 소진과 순부채 증가로 이어졌다. 2022년 일시적인 CAPEX 증가 이후 2023년 다시 감소를 예상하며, 국내 조선업계의 미인도 Drillship 매각의 적기로 판단한다. 현재 삼성중공업과 대우조선해양은 기존 Drillship 재고자산의 일부 매각, 인수조건부 용선으로 점진적 개선 중이다.

그림33 시추설비(Water Depth 8천ft 이상) 가동률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 용선계약 진행(가동) 중인 6~7세대 Drillship 용선료 추이



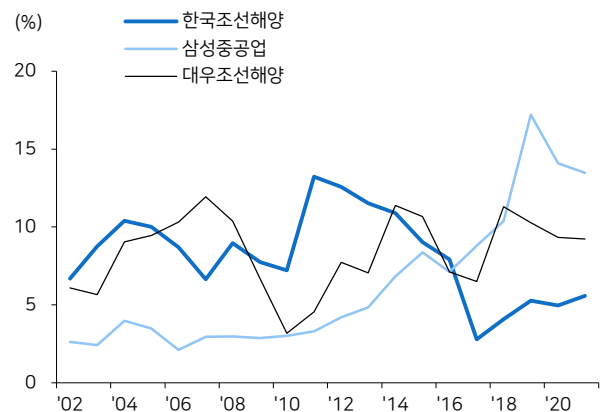
주: 용선계약이 진행되어 가동중인 Water-Depth +8,000ft급 Drillship 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 조선사의 시추설비 보유현황(미인도분 및 해지분)

(억달러)	발주처	계약금액	입금 (억달러,%)	재고자산	비고
DSME	Ensco	5.6	3.9(70)	-	- 21년까지 인도연장
	Ensco	5.7	4.0(70)	-	- 22년까지 인도연장
	West Cobalt	6.0	0.5(7)	-	- 21년 11월 Turkey Petroleum에 매각
	Seadrill	5.6	1.1(20)	-	- Northern Drilling에 18년 3억달러 재매각, 21년 취소
	Seadrill	5.6	1.1(20)	-	- Northern Drilling에 18년 3억달러 재매각, 21년 취소
SHI	PDC	5.2	1.8(35)	3.0	- 기 재고자산으로 분류 - 선수금 반환 중재 승소
	Seadrill	5.2	1.6(30)	3.0	- 기 재고자산으로 분류
	Seadrill	5.2	1.6(30)	3.0	- 기 재고자산으로 분류
	TransOcean	7.2	3.4(48)	3.4	- 19년 10월 계약해지, 21년 11월 Saipem에 용선/ 인수 옵션 포함
	TransOcean	7.1	1.8(25)	3.4	- 19년 10월 29일 계약해지, 재고자산

주: TransOcean은 OceanRig 2018년 인수, Ensco는 Atwood 2017년 인수  
자료: 전자공시시스템, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림35 국내 조선 3사의 총자산대비 재고자산 비중추이는 안정세



주: 2021년 3분기 말 기준  
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

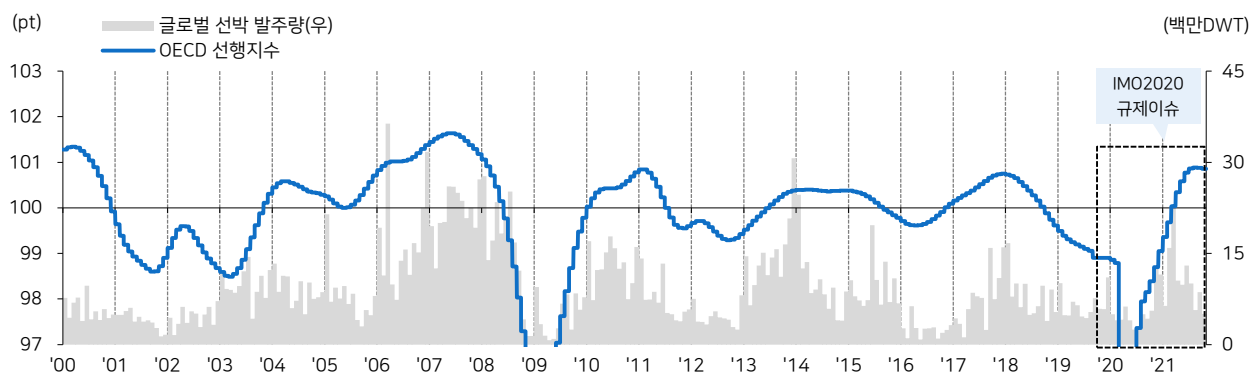
### Part III. 효율성의 역습 - 과거 비효율성으로 회귀

#### More Flexible, 성장 일변도 탈피는 불가피

OECD 경기선행지수의 평균 순환주기는 40개월 내외로, 확장과 수축이 각각 20개월 전후로 형성된다. 2000년 이후 선박 발주량은 경기선행지수와 동일한 흐름(상관계수 +0.53)을 보여왔지만, 2021년 디커플링이 발생했다. 이는 전세계 공급망 이슈가 부각되며 시작된 脫세계화의 시작점일 개연성이 존재한다. 금리와 선박 발주량의 상관관계도 2002-03년에 이어 2021년 디커플링이 발생했다.

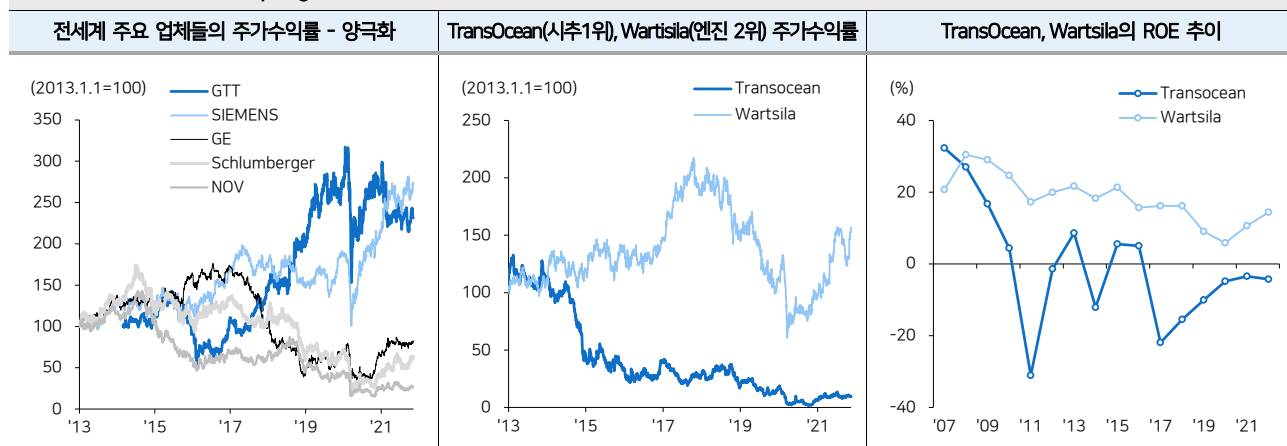
전세계 주요 에너지, 자원개발·전통 제조업기업간 주가도 脫동조화 현상을 보이고 있다. LNG운반분야의 독보적 기술과 전력인프라 분야에서 독보적인 생산능력을 보유한 GTT, Siemens 등이 상대적으로 Outperform했다. 1위 시추업체 TransOcean과 2위 선박엔진업체 Wartsila의 자기자본이익률(ROE)과 주가수익률도 양극화되었다. Wartsila는 ROE가 빠르게 개선된 반면, TransOcean은 부진한 모습이다. 조선·해양분야 내에서도 기술 진보를 통한 영역 확대가 가능한 기업과 舊경제 기업간의 탈동조화가 지속될 전망이다.

그림36 경기선행지수와 전세계 선박발주량은 높은 상관관계- 디커플링 시기는 2002~03년, 2021년



자료: OECD, Clarkson, 메리츠증권 리서치센터

그림37 탈동조화(De-Coupling)



주: 2013.1.1=100 기준으로 해당 주가를 환산한 기준. 2021~22년은 추정치

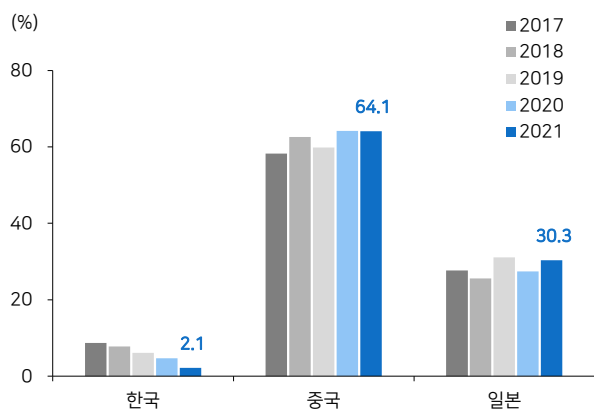
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

선종별 국가별 점유율에서는 Low-end 선종인 벌크선, 탱커의 경쟁구도 유지, 탱커부문 한국 점유율 상승에 주목해야한다. 2021년 10월말 전세계 벌크선 수주잔고 국가별 점유율은 중국 64.1%, 일본 30.3%, 한국 2.1%로 중국과 일본의 경쟁이다. 탱커의 국가별 경쟁은 가장 치열했는데, 2021년 10월말 기준 탱커는 한국 54.3%, 중국 28.2%, 일본 12.9%이다. 2019년부터 상승한 한국 점유율은 이중연료 추진선 중심의 발주가 국내업체의 수주확대로 귀결되었다고 판단한다.

2021년 10월말 전세계 컨테이너선 수주잔고 국가별 점유율은 중국 55.9%, 한국 35.2%, 일본 8.2%이다. 컨테이너선은 한·중 양강구도인 반면 LNG선은 국내 업체가 절대적 우위를 지닌다. 2021년 10월말 LNG선 수주잔고 국가별 점유율은 한국 87.1%, 중국 6.4%, 일본 0%이다. 중국·러시아 자국발주와 Qatar發 배분 물량을 제외하면 LNG선 수주는 한국이 독식하고 있다. High-end 선종의 경쟁력은 굳건하다.

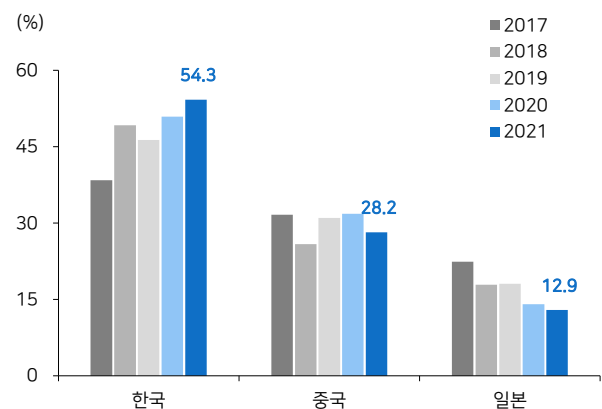
조선업종 주가는 결국 수주에 반응한다. 다만 이익개선 보장이 가능한 수준의 질적 개선이 전제조건이다. 2021년 빠른 수주회복에도 시가총액 비중이 증가하지 못한 이유는: 1) 수주의 영속성, 2) 舊경제 산업군의 성장성 저하, 3) 선가 상승세 지속 여부에 대한 고민에서 비롯된다. 자본 훼손우려 제거(흑자전환), 증가 기대감(매출개선)이 반영되기 위한 전제가 수주입은 자명하다. 수주 회복세 지속을 통한 매출성장과 자본의 효율적 ROE 개선의 핵심이다. 이를 위해선 새로운 먹거리 확보가 필수인데, Next Super Cycle은 연료 변화가 핵심 트리거라는 기존 의견을 유지하며 2022년 현대중공업그룹의 비교우위가 부각될 것으로 전망한다.

그림38 벌크선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이 -중국·일본 경쟁



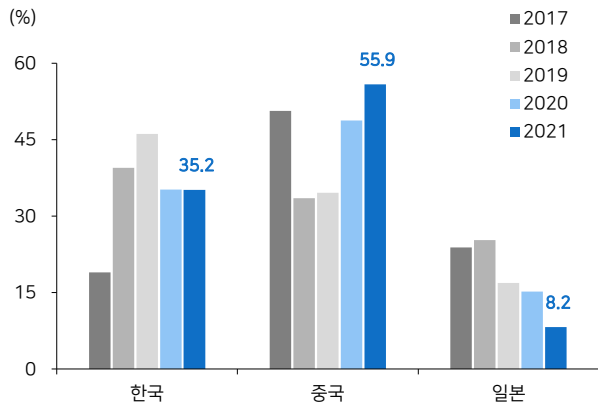
주: 각 시점별 연말 기준, 21년은 10월말 기준, DWT 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림39 탱커 잔고 중 국가별 점유율 추이 -한국·중국의 경쟁



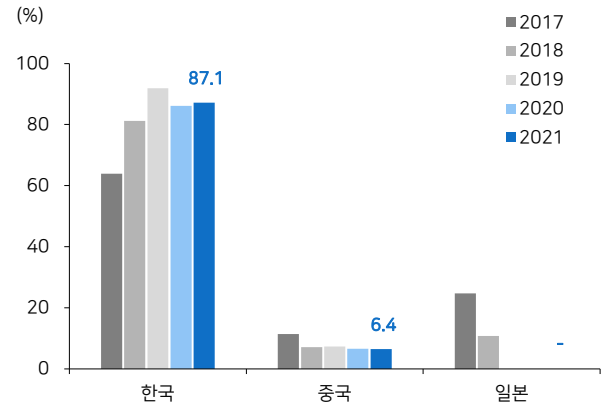
주: 각 시점별 연말 기준, 21년은 10월말 기준, DWT 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림40 컨테이너선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



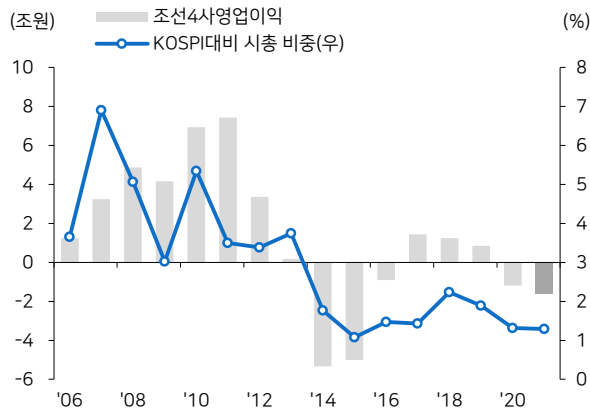
주: 각 시점별 연말 기준, 21년은 10월말 기준, DWT 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림41 LNG선 수주잔고 중 국가별 점유율 추이



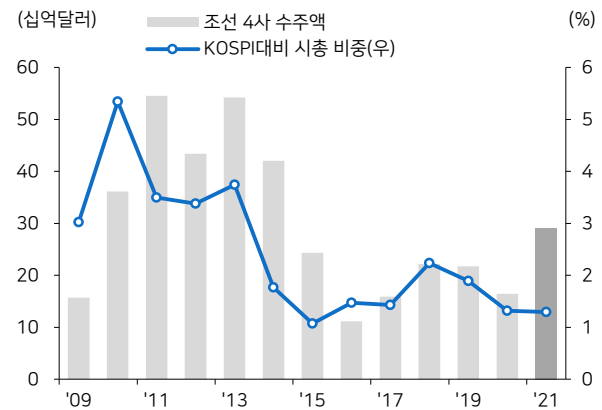
주: 각 시점별 연말 기준, 21년은 10월말 기준, DWT 기준  
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림42 조선 4사 영업이익과 KOSPI대비 시가총액 비중



주: 21년 조선 4사 영업이익은 10월말 컨센서스 적용  
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림43 조선4사 수주와 KOSPI대비 시가총액 비중



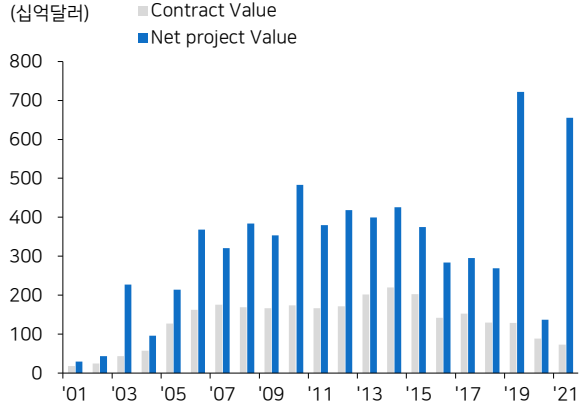
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

2021년 미집행된 예산이 2022년 집행된다면, Gas와 전력플랜트 모멘텀이 클 것.  
 전제조건은 원유 수요 개선

중동을 중심으로 한 산유국들의 재정투자의 원천은 화석 에너지원(석유, 천연가스) 수출을 통한 수입이다. 2019, 2021년 중동지역 플랜트 예산은 과도한 수준으로 편성되었지만, 실질 집행률은 20%를 하회했다. 국제유가 급등에도 저조한 예산 집행률로 원유 수요 증가에 대한 의문이 제기된다. 2021년 미집행된 예산이 2022년 집행된다면, Gas와 전력플랜트 발주모멘텀이 클 것이다. 전제조건은 원유 수요 개선이다.

산유국 재정투자에 직접 영향을 받는 국내 건설업계 해외수주는 2006년 이후 최저치로, 중동발 수주 부진이 심화되었다. 2021년 전년 대비 발주가 증가한 공종은 Gas와 Chemical 뿐이다. 2022년 신규 집행 없이 2021년 지연분만 고려하면, Gas 367억 달러, 전력 200억달러 등 전방위적 투자 보다는 필수 공종에 집중된 투자 재개가 유력하다.

그림44 중등 플랜트 발주 예산은 역대 최대였으나 조정



자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

그림45 Oil, Gas, Chemical 예산의 실제 집행률 추이



자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

## 탈세계화(De-globalization), 시작점은 중국

2022년 예상 BDI 평균: 2,331.9p

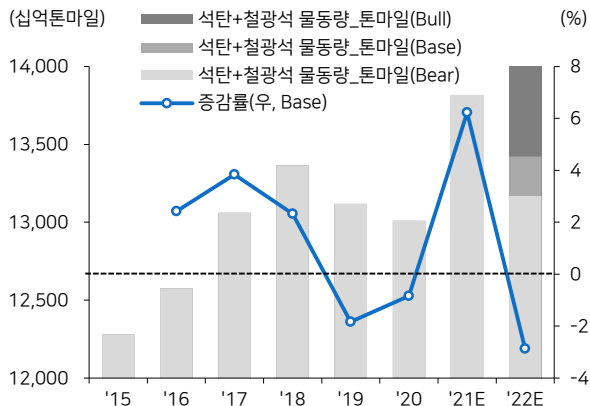
철광석 해상 교역량의 77.9%를 차지하는 중국의 철강 수요 둔화로 2022년 철광석 물동량 감소는 불가피하다. 철강 감산 규제 이슈 이후 중국철광석 수입량 성장률 -2.9%가 유지된다고 가정 시 2022년 철광석 해상운송수요 성장률은 -2.3%이다. 기타 지역의 수요개선이 만회 여부를 결정할 것이다.

2020년 기준 전세계 벌크화물 물동량의 51.6%를 차지하는 철광석과 석탄의 물동량을 통해 운임(BDI)을 추정했을 때, 2022년 말까지 하향 안정화 곡선을 그리며 4분기 BDI는 2,314.04p로 전망한다.

주요 항만 정체현상 지속으로 컨테이너운임은 상반기 강세, 하반기 하향 안정화 예상

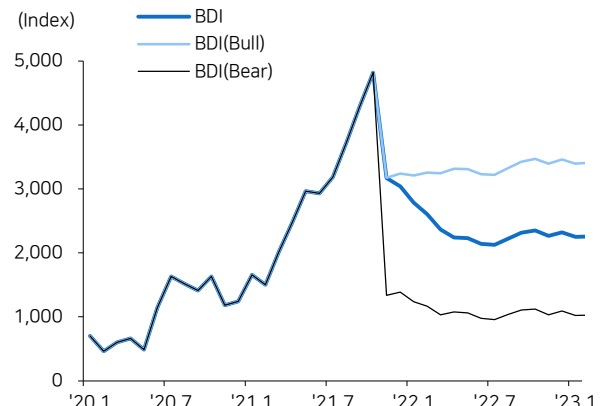
현재 전세계 공급망 정상화는 병목 현상이 지속되고 있는 대기물량이 해소되는 시간이 중요하다. 항만 정체해소를 위한 미국 정부의 시장개입의 실효성이 가시화되기에는 시간이 소요될 전망이다. 2022년 평균 컨테이너운임지수(SCFI)는 3,390.3p, 2022년 4분기 SCFI는 2,655.8p로 상고하저를 예상한다.

그림46 전세계 석탄+철광석 해상 물동량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

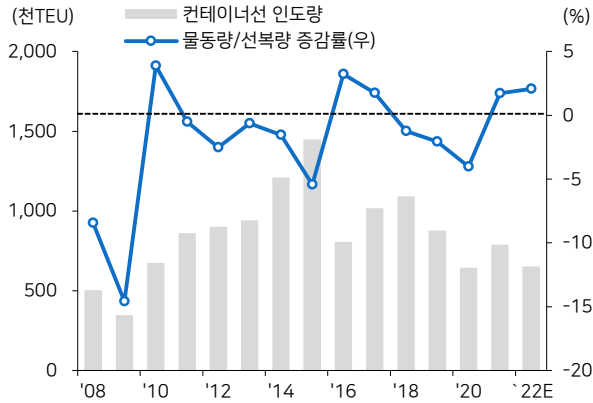
그림47 전세계 벌크선 운임(BDI) 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

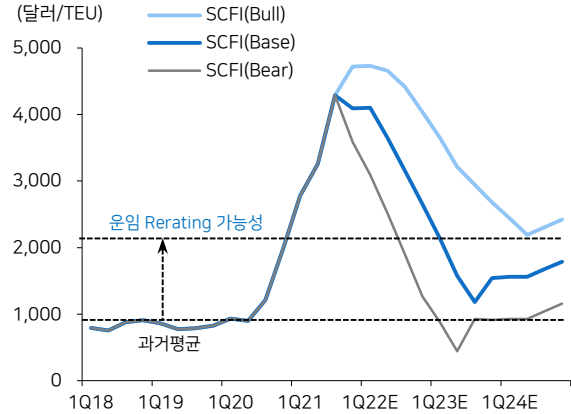


그림48 컨테이너선 선복량 대비 물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림49 컨테이너선운임(SCFI) 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

### 탈세계화(De-globalization), 설비투자를 주도할 미국

글로벌 공급망 취약성 - 물류 대  
란 - 탈세계화 - 자국 산업 육성  
- 전력 인프라투자 필수

COVID-19 팬데믹으로 확인된 전세계 공급망 취약성은 효율화에 대한 투자 계기를 마련했고, 당분간 지속될 가능성이 있다. 팬데믹은 脫세계화를 촉진, 2020년 전세계 해외직접투자액(FDI)는 \$999bn(-35% YoY)로 2005년 수준에 불과했다. 미국 바이든 정부 인프라 법안 중 전력망 인프라 투자는 2번째 비중을 차지하는데, 이는 국내 전력기기 업계에는 기회요인이다.

미·중 무역분쟁 리스크가 업황 악화로 가장 직결된 업종은 공작기계로 제조업 CAPEX 위축이 확연히 확인됐다. 그러나 2020년 3분기부터 중국向 신규 주문이 회복된 이후 2021년 1분기부터 미국, 유럽, 동남아向 주문이 급증했다. 전세계 제조업계의 CAPEX 확대 가능성과 과거 업황 주기를 감안하면 2022년까지 성장세가 지속될 것으로 전망한다. Bloomberg에 따르면, 일본 공작기계·Auto 업체의 실적 컨센서스는 공급망 붕괴 이후 하향되었지만, 매출 증가에 대한 위상향은 유지하고 있다.

### 탈세계화(De-globalization), 중국의 정책 미세조정 가능성

'공동부유'와 '친환경'의 후폭풍을  
맞은 중국, 2022년 3기 지도부 출범  
전후로 정책 미세조정 개연성

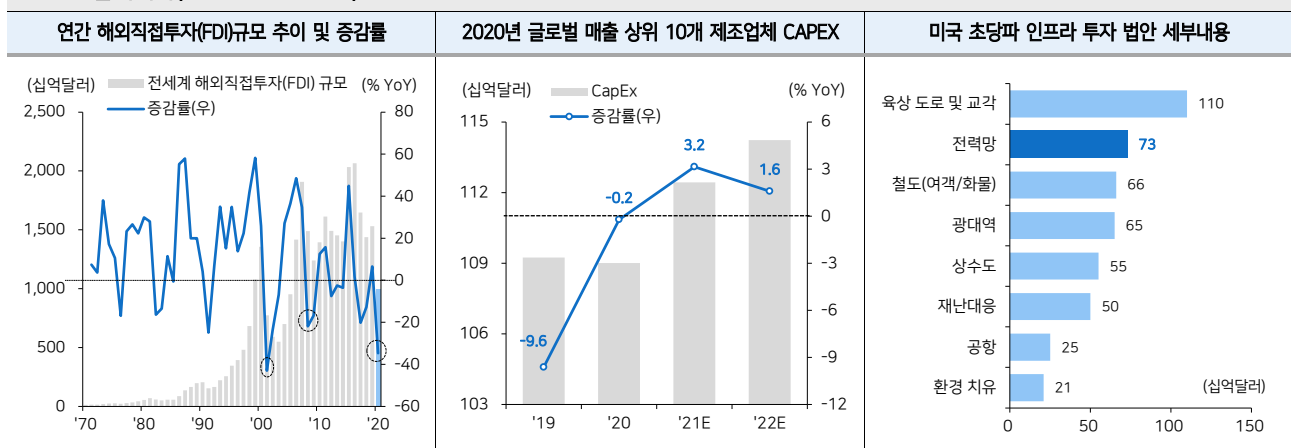
중국의 무리한 친환경 드라이브, 산업 구조조정이 경기급랭 위험을 초래하며 정책 조정 징후가 가시화되기 시작했다. 중국 경기는 정부의 구조개혁과 함께 침체구간으로 진입, 원자재 급등으로 Stagflation 우려가 점증되고 있다. 2022년 춘절 이후 중국의 수출 성장 둔화 가능성이 높아지면, 정책의 미세조정과 경기부양책 실시 개연성이 높아질 것이다.

현상황에서 4Q21~1Q22에 중국 경제성장률은 미국을 하회할 전망이다. 2022년 지도부 교체를 앞둔 상황에서 경기침체는 시진핑 3기 연임에 부정적 요인으로, 재정정책 규모는 2021년대비 감소하나 상반기에 집중될 전망이다. 중국은 부동산투자가 부진할 때 인프라투자로 경기 하단을 지지하는데, 공동부유 기조에서 부동산투자 부진(GDP 비중 40%)이 이어지는 내년 상반기 신형 인프라 중심의 투자가

빠르게 늘어날 전망이다. 경기 침체가 심화되면 완급조절 조치가 발표될 것으로 2022년 1분기(동계올림픽 종료) 이후 벌크화물, 철강시황에 주목할 필요가 있다.

최근 3~4년간 지속된 전세계 건설기계 시황 호조는 뚜렷한 하향세로 전환되었다. 최대 굴삭기 시장이었던 중국은 2021년 1분기까지의 장기 호황국면이 종료되었다. 중국 건설기계 판매가 전년대비 역신장하기 시작한 2021년 4월 이후 국내 건설기계 업종 주가는 약세로 전환했다. 중국 정부의 '공동부유' 정책과 부동산업 규제가 바뀌지 않는다면 2022년 구조적인 회복을 기대하기는 무리이다.

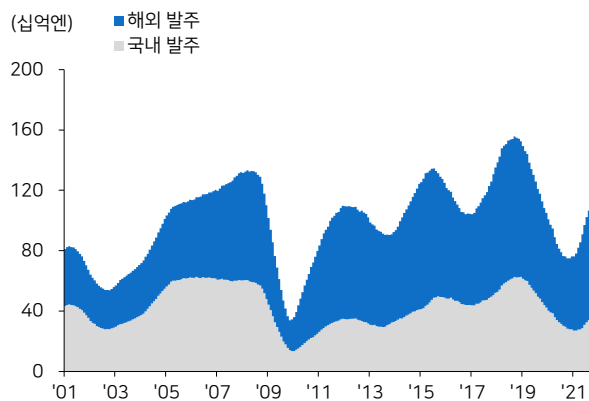
그림50 탈세계화(De-Globalization)



주: CAPEX는 CY 기준, 전망치는 블룸버그 컨센서스.

자료: UNCTAD, Bloomberg, White House, 메리츠증권 리서치센터

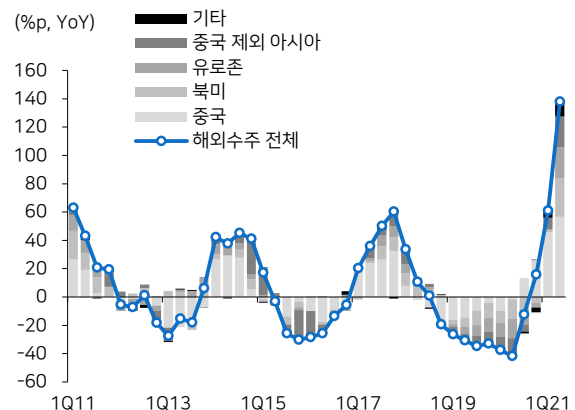
그림51 일본 공작기계 수출액 추이-해외 수주 11개월 증가



주: 2021년 9월말 기준

자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권 리서치센터

그림52 지역별 해외발주 기여도 추이



주: 2021년 9월말 기준

자료: 일본공작기계협회(JMTBA), 메리츠증권 리서치센터

그림53 중국 주택착공면적, 토지구매면적 및 굴삭기 판매추이



자료: CEIC, 중국공정기계협회, 메리츠증권 리서치센터

그림54 국내 건설기계 업체의 2015~21년 PBR 지수 추이



주: 2015.01.02=100p 기준

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

## Part IV. 현재의 비효율성이 새로운 효율성으로

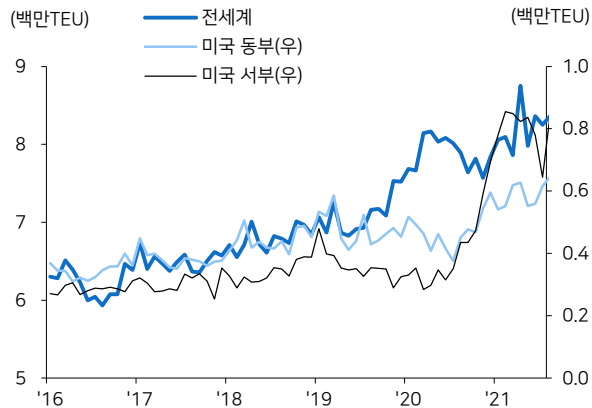
### 점조직 투자, 중형선박의 투자확대

2020년 3분기부터 현재까지 지속된 컨테이너선 운임 폭등은 1) COVID-19 이후 해운수요 반등, 2) 공급망 병목현상 심화, 3) 장기간의 시황악화에 따른 투자 위축으로 선박 부족이 맞물린 예외적 상황이다. 주요국 항만 체선현상과 물류 시스템 장애 등 컨테이너 시장의 비효율성이 동력이 되었다고도 추정된다. 2021년 컨테이너 물동량은 2019년 대비 4.9% 증가에 그쳐, 수요 이외의 공급망 이슈가 운임 급등의 원인이다. 2021년 8월 컨테이너 운항 정시율은 33.6%로 급락했는데, 운항정시율 하락은 실질적 수요(Q) 증가가 아닌 운임(P)의 왜곡을 심화시켰다. 전세계 공급망의 장애 요소는 항만 인프라의 노후화, 선박의 대형화 투자에 따라가지 못한 미국의 항만 투자에 기인한다.

미국 정부의 FMC 권한 갱신은 1998년 이후 처음으로, '물류비 급증=인플레이션 압력'완화에 목적이 있다. 11월 현재 컨테이너 중고선지수는 106.16(+184.5% YoY), 신조선가치수는 96.97p(+28.7% YoY)이다. 2022년 1분기 중국 춘절 성수기 후 2~3분기 운임의 방향성이 컨테이너 시장의 Peak-Out을 판단할 변곡점으로 판단한다.

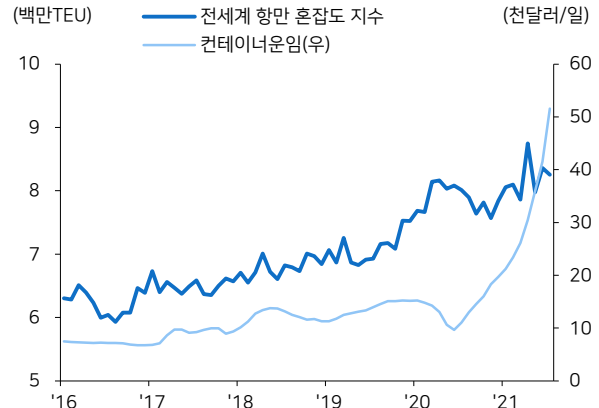
공급망 이슈가 해소되면 컨테이너선 운임 Peak-out은 불가피하다. 전세계 선박량 대비 11월까지 발주된 신조선 수주잔고를 보았을 때, 2023년부터 연평균(CAGR) +6.5%가 증가함을 의미한다. 일부 항만에 집중된 불균형 완화와 인프라투자는 중형 노후선 교체를 유발할 것이다. 운임상승기에 폐선 급감, 불황에는 폐선을 늘리며 공급을 조절하는 것은 반복되어 왔다.

그림55 전세계 미국 항만 혼잡도지수 추이



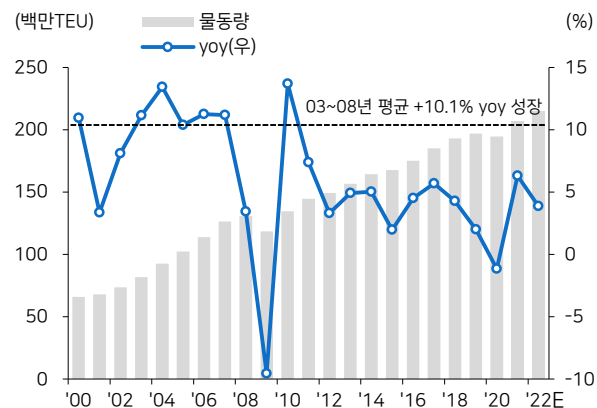
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림56 전세계 항만 혼잡도지수 및 컨테이너 운임 추이



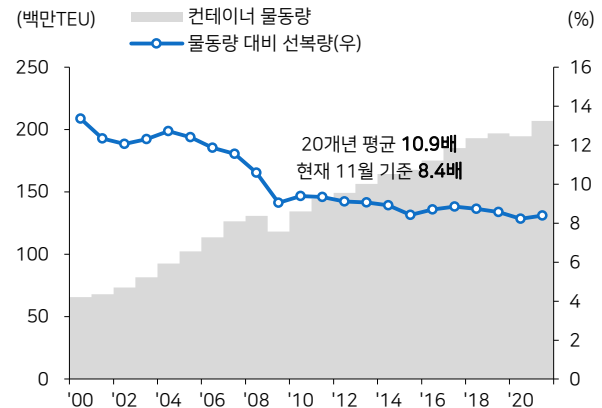
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림57 전세계 컨테이너 물동량, 전년 대비 성장률추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림58 전세계 컨테이너 물동량, 회전율(물동량/선복량) 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

### Next Cycle은 2025년

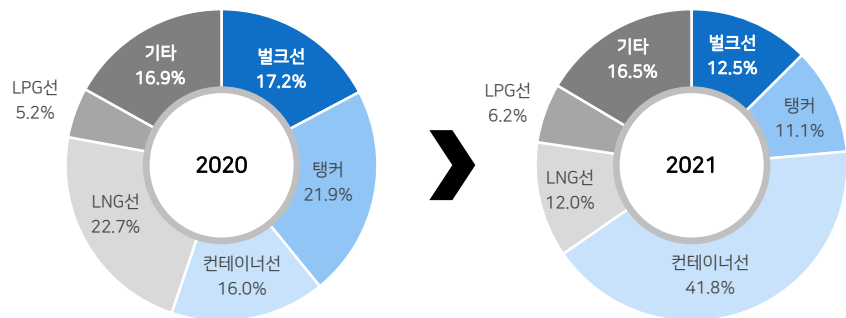
2021년 6월 개최된 국제해사기구(IMO) MEPC 76차 회의에서 선박의 탄소배출 규제안을 발표하며 EEXI, CII의 도입을 결의했지만, 탄소배출량 개선 목표치(2026년까지 연간 2% 감축)는 기대치를 하회했다. 선박관련 규제는 2022년 11월, 2023년 1월 발효되나 미충족 선박에 대한 강제퇴출 규정이 없다는 점에서 교체발주를 견인할 지는 미지수이다. 2022년 11월 MEPC77차 회의의 추가 채택 여부에 주목해야 한다.

2021년 선종별 시황은 양극화되었다. 2021년 벌크선+탱커 발주 합산액은 2006~08년 평균 합산액의 20.2% 수준에 불과했지만, 컨테이너+가스선 발주 합산액은 145.1% 수준에 달했다. 2021년 컨테이너선 운임 급등에 빠른 발주 급증과 가스선 호조가 발주를 견인, 국내 업계 수주 개선에 기여했다. 2021년 물량기준(TEU, DWT) 사상 최대치의 발주를 기록한 컨테이너선의 2022년 발주 위축은

불가피하다. 가스선은 제한된 시장으로 2022년 발주시장 전체의 증가여부는 벌크선과 탱커가 결정할 것이다.

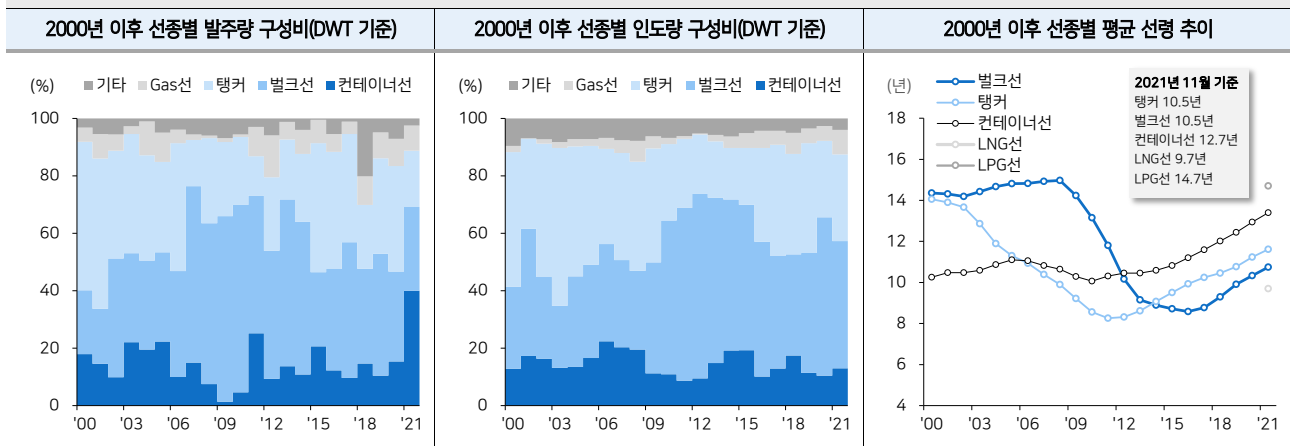
발주·인도시기를 고려했을 때 Next Cycle은 2025년으로 예상한다. 선종별 인도시기를 가중평균하여 산출한 평균 선령(나이)는 LPG선(14.7년) > 컨테이너선(12.7년) > 탱커(10.5년) > 벌크선(10.5년)이다. 선박의 한계수명을 20년으로 가정하면 2025~27년 교체발주가 급증할 개연성이 있다.

그림59 2020~21년 금액기준 선종별 발주 구성비 - 컨테이너 발주 급증



주: 2021년은 10월말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림60 발주·인도시기를 고려한 Next Cycle은 2025년 예상



주: 2021년은 10월말 기준  
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

## 에너지 전환과 탄소중립

과거 에너지 전환의 주요 계기는 기술과 정책이었다. 석탄에서 석유로의 전환은 신기술의 에너지원 수요를 전환시켰던 계기이고(자동차 보급 본격화), 석유에서 천연가스와 원자력으로 전환은 공급부족에 따른 에너지 안보 문제가 정책을 자극했다. 현재는 기술과 정책이 동시에 에너지 전환을 가속화하고, 환경문제까지 가세한 형국이다. IEA의 Net zero 로드맵에 따르면 2025년 이후 화석 에너지 감소 속도가 빨라지면서 전체 에너지 공급이 감소한다. 에너지 공급이 늘어나려면 현재 계획하고 있는 친환경 에너지에 추가적인 에너지원이 필요함을 시사한다.

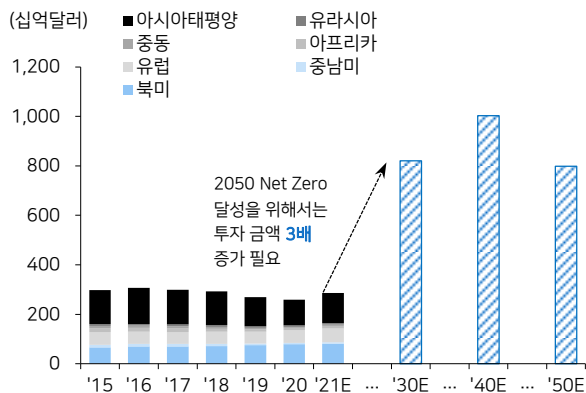
26차 유엔기후변화협약당사국총회(COP26)은 2050년까지 탄소배출량 0의 탄소중립을 이루기 위해서는 역설적으로 원자력 발전이 필수적이라고 강조했다. 원자력 발전은 저탄소·저비용·고효율·안정적 에너지원이라는 인식이 있다. 정책 영향력이 직접적으로 닿는 부분은 아니지만, 글로벌 평균(85~90%) 대비 낮아진 원자력 이용률의 반등여부도 중요하다. 국내 송·배전 유지보수 및 신규투자 확대여부를 결정할 것이다. 바이든 정부의 목표는 2030년까지 85%, 2035년까지 100%의 친환경 발전 비중을 달성하는 것이다.

### 글로벌 전력기기 밸류체인에도 주목 필요

재생에너지 확대를 위해 송·배전 투자는 필연이다. 원유 수요 개선과 2022년 중동 산유국들의 재정투자가 재개된다면, 현대일렉트릭, 효성중공업 등 국내 송배전 기업들의 본격적 수주 턴어라운드로 확산될 것이다.

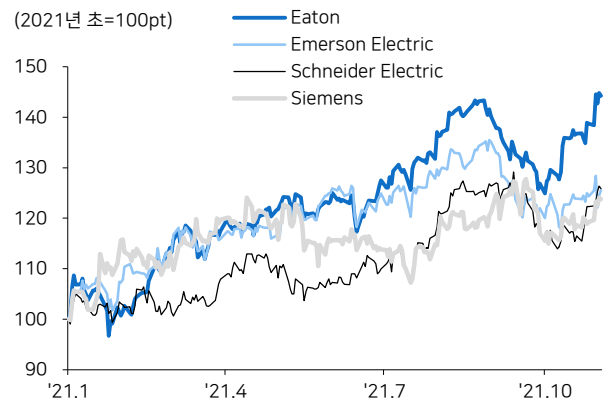
COP26 논란을 떠나 중장기 관점에서 탄소 중립과 에너지 전환에 대한 투자는 명확한 흐름이다. IEA의 탄소중립시나리오는 향후 30년간 연평균 재생에너지 설치 규모가 2020년대비 2배 이상 커져야 가능하다. 원자력발전 중요성 대두 여부에 주목할 필요가 있다.

그림61 전세계 송배전 투자액 추이 및 전망



주: IEA의 2050년 Net Zero 달성 시나리오 기준. 2019년 화폐가치 기준  
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

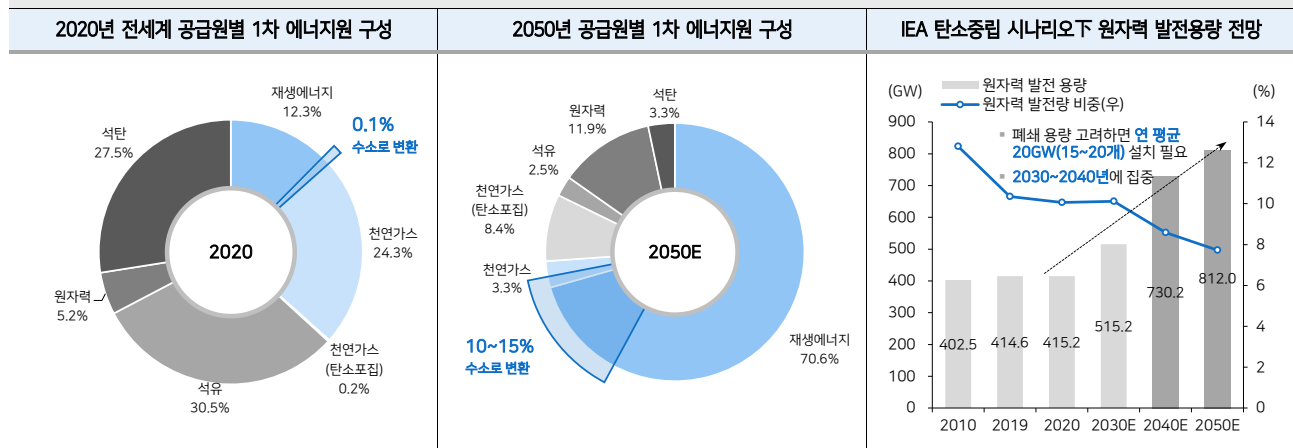
그림62 전세계 송배전 관련 주요 기업 주가 추이



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터



그림63 탄소중립의 큰 줄기에 주목

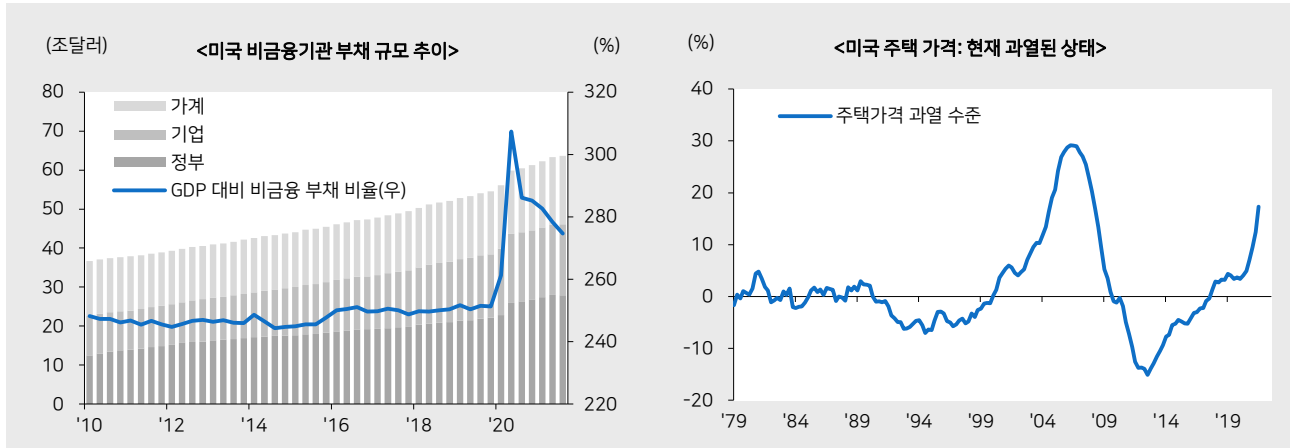


자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이승훈 연구위원

## 미 연준, 금리 인상 조기화 이면의 고려 사항



## 래리 서머스, 인플레이션 억제를 위해 4차례 금리 인상 필요

래리 서머스 전 미국 재무부 장관은 올해 초부터 인플레이션 상황이 일시적이지 않을 것이라 예측한 대표인사다. 최근 서머스는 인플레이션에 대한 우려 수준을 높은 발언을 이어나가고 있다. 인플레이션이 통제 가능한 시기를 벗어났기 때문에, 물가상승률을 억제하기 위해서는 내년에 연준이 연방기금금리를 네 차례나 인상해야 한다는 것이다.

## 하지만 금리 인상 조기화 가능성은 제한적:

## 1) 크게 늘어난 부채 규모

높은 물가상승률이 지속되면서 연준의 물가안정 의지 또한 높아지고 있으나, 서머스의 발언만큼 빠르게 금리인상을 실시할 가능성은 높지 않아 보인다. 물가 외에 금융시장 영향을 다방면으로 고려해야 하기 때문이다. 그 중 하나는 코로나19로 크게 늘어난 정부부채다. 미국 비금융기관의 총 부채 규모는 2019년 4분기 54.5조 달러에서 2021년 3분기 현재 63.7조 달러로, 총 9.2조 달러 가량 증가했다. 증가분 중 5.8조 달러는 코로나19 대응 대규모 재정부양책으로 인한 정부부채에 해당한다. 현 상황에서는 금리 정상화와 이자 부담 증가에 따른 국가채무 부담 가중의 실익을 함께 고려해야 한다.

## 2) 급격한 주택가격 정상화 과정에서 금융 충격 가능성

이와 더불어, 주택 가격 하락에 따른 금융시장 충격 역시 유의해야 할 사항 중 하나다. 저금리로 주택 수요가 급증하면서 현재 미국의 주택가격은 크게 과열된 상태이다. 하지만 시중금리의 급격한 상승이 수요 충격을 유발하여 주택가격 하락을 유발할 경우, 가계 재정상태가 악화되며 2차 금융 충격이 발생할 가능성 또한 고려해야 한다.

## 따라서 연준의 금리 인상은 시차를 두고 진행될 것이라 판단

따라서 연준은 12월 FOMC에서 추가적인 물가 상승 부담을 없애기 위해 테이퍼링 가속화를 결정하더라도 금리인상에 대해서는 경계할 가능성이 높다고 생각한다. 설령 금리인상에 돌입하더라도 금융안정성에의 과급효과를 보며 천천히 인상할 것이라는 판단이다.

## 칼럼의 재해석

김정욱 수석연구원

## 21년 하반기, 곡물가 부담은 여전히 지속 중(Financial Times)

글로벌 식품 가격이 치솟고 있는 중이다. 북미와 남미 지역의 가뭄, 유럽의 홍수 등의 기상이변 지속, 바이러스로 인해 지역 봉쇄로 물류 차질이 지속되고 있기 때문이다. FAO 가격 지표는 20년 1월 이후 +31.1% 상승하여 아랍의 봄 시절 물가에 근접한 수준이다. 최근 OECD 30개국 물가상승률은 +4.5% 수준으로 지난 5월 대비 3배 이상 높은 수준이며 아르헨티나, 브라질, 러시아와 같은 국가들은 10%가 넘는 물가상승률을 경험하고 있다. 개도국이 더 높은 수준의 물가 상승률을 보이는 이유는 농작물이 달러로 결제되는데 달러 강세로 인해 환차손 영향이 반영됐기 때문이다. 그럼에도 불구하고 1970년대 스태그플레이션과 비교하기엔 다소 어려움이 있다. 비록 개발도상국 물가 수준이 전년비 두 자릿수로 증가하고 있긴 하지만, 유럽과 일부 아시아 지역에선 오히려 물가 수준이 하락하는 것이 관찰되고 있기 때문이다. 예를 들어 파리의 경우, 토마토와 바나나와 같은 신선식품들의 가격은 매우 비싸졌지만, 오히려 파스타나 빵 가격은 하락했다. 주요 이유는 소비자가 부담하는 식품 가격에 농작물 가격뿐 만 아니라 가공, 마케팅, 유통 등 다양한 비용들이 반영되어 농작물 가격 상승분을 희석하고 있기 때문이다.

## 식품업체들의 원자재 부담은 지속 중

21년 2월까지 라니냐  
심화 가능성 87%(NOAA)

코로나 경제 충격 이후 세계 경제 회복 국면에서 곡물 가격은 지속적으로 상승했다. 이에 따라 음식료 업체들의 원가부담은 높아졌는데, 원가부담이 올라가는 이유는 1) 비우호적인 기상이변이 지속되었으며, 2) 공급망 문제로 인해 물류비가 상승했기 때문이다. 비우호적인 기상이변은 라니냐로 대표되는데, 12년도 이후 가장 긴 라니냐 기간이 지속되고 있으며, 미국의 폭염, 유럽의 홍수 등으로 글로벌 작황 상태가 악화됐다. NOAA 전망에 따르면 22년 2월까지 라니냐가 현재 대비 심화될 가능성은 87%로 높은 수준이다.

브라질 7월 냉해 피해 이후  
커피 작황 우려 심화

브라질은 7~8월 이례적인 냉해 피해로 인해 원당 작황 상황이 악화되었으며, 어린 커피 묘목들이 많이 죽었다. 학계에서는 28년 커피 생산량이 현재의 50% 수준으로 줄어들 것이라고 전망하고 있는 상황이다. 이에 따라 미국 스타트업 'Atomo Coffee'는 해바라기씨, 수박씨 등을 활용해 대체커피를 출시하기도 했다. 지구온난화는 식품업체들의 원가부담으로 다가오고 있으며 글로벌 기업들을 중심으로 ESG 정책을 통해 적극적으로 환경을 지키고자 노력하고 있는 이유이다.

그림1 커피 가격 연초 대비 78.8% 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 커피 작황 악화에 대체커피 제품도 등장

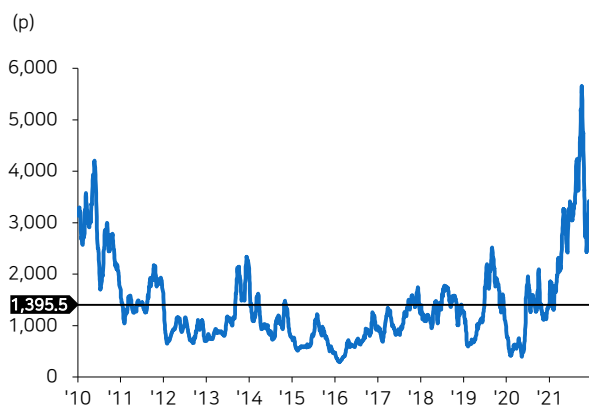


자료: ATOMO, 메리츠증권 리서치센터

오미크론 변이로 불확실성이  
높아진 물류차질

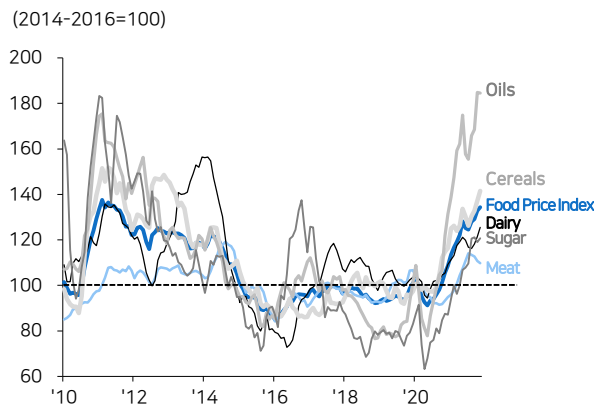
두번째 이유로는 물류 상황 개선 속도가 더디다는 것이다. BDI는 21년 초 대비 +138.1% 상승했으며 여전히 지난 10년 평균 대비 +134.5% 높은 수준이다. 이에 따라 FAO Food Price Index는 21년 연초 대비 +18.4% 상승했는데, 유지류 가격이 +32.9% 상승하면서 전체 지수 상승에 대한 기여도가 가장 높았다. 결과적으로 곡물가 급등으로 정치적 혼란이 심화되었던 11년과 유사한 수준의 가격대를 형성하고 있다.

그림3 BDI 지수는 과거 10년 평균 대비 134.5% 높은 수준



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 FAO Food Price Index는 아랍의 봄 고점 가격 도달



자료: FAO, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션에 대한 연준의 스탠스  
변화, 테이퍼링 가속화

연준은 인플레이션이 지속될 위험이 더 커졌으며, 높은 수준의 물가가 내년 중반까지 이어질 것으로 예상한다고 밝혔다. 또한 인플레이션이 일시적이라는 표현은 더 이상 유효하지 않다고 언급하면서 테이퍼링 속도 가속화를 지지함과 동시에 금리 인상을 통한 물가 억제가 필요함을 언급했다.

### 인플레 환경이 지속된다면

인플레 환경 속 음식료 업종  
기본 투자 전략

높은 인플레이션 환경이 지속되는 상황 속에서 음식료 업종 투자 전략은 크게 3가지로 분류 가능하다. 1) 농작물 ETF를 매수하는 방법, 2) 강력한 브랜드를 가진 종합식품 업체를 매수하는 방법, 3) 가격 인상 모멘텀이 남아있는 업체들을 매수하는 방법이 있다. 농작물 ETF를 매수하는 방법은 농작물 가격 상승분을 직접적으로 가져갈 수 있다는 점에서 장점이 있지만, 원자재 상품 특성상 높은 변동성을 감내해야 한다는 어려움이 있다.

가격 전가가 수월한 업체에 집중

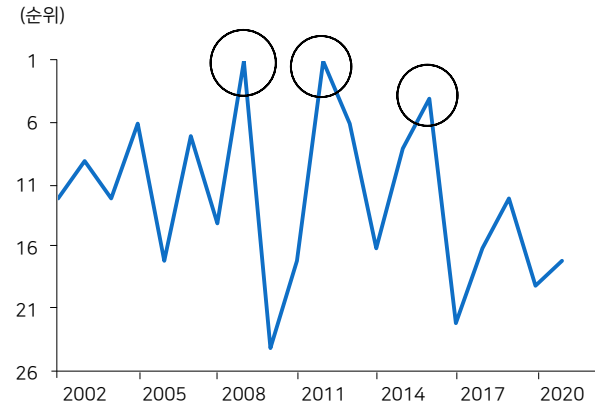
두번째로 강력한 소비자 브랜드를 가진 종합식품업체를 매수하는 전략이다. 강력한 브랜드를 가지고 있는 음식료 업체들은 원가 인상분을 소비자에게 적극적으로 전가시킬 수 있는 역량을 가지고 있으며, B2B와 다르게 한번 인상된 가격은 곡물 가격이 하락하더라도 유지되어, 향후 곡물가 안정 시기에 마진 스프레드 확대로 연결된다.

그림5 곡물가 상승 → 가격 인상 → 곡물가 하락 → 마진확대



자료: Bloomberg, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 곡물가 하락 시기 → 필수소비재 수익률 상위 기록



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

### 가격 인상 이벤트가 남은 종목에 집중

마지막으로 아직까지 가격인상을 시도하지 않은 종목 위주로 접근하는 방법이 있다. 브랜드 파워가 약한 업체들도 지속적으로 원가부담에 노출되면 가격 인상에 대한 사회적인 합의가 이뤄지기 때문에 가격 인상을 시도할 수 있고, 가격 인상 성공 시 마진 확대에 연결되기 때문이다.

원문: *Global shoppers feel the pinch of rising food prices (Financial Times)*