

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 5월 31일 발간된 [2022년 하반기 전망 시리즈 7 - 기계/조선/운송: SCV GOOD TO GO, SIR!] 임



▲ 운송/조선/기계
Analyst 배기연
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

2022년 하반기 전망 시리즈 7 (해설판)

[기계/조선/운송] SCV GOOD TO GO, SIR!

- ✓ **[Macro]** 2023년까지 달러대비 유로강세화 구간으로 선박 발주에 우호적 환경 조성 전망. ECB 기준 금리 상승으로 선주/선사는 발주를 서두르고, 고유가로 E&P 시장 턴어라운드
- ✓ **[Macro]** 국가간 분쟁에 따른 교역망의 왜곡과 물동량의 증감. 비효율성으로 인한 운임상승 개연성
- ✓ **[운송/조선]**
 - (유조) '22~'23년 회복의 시작. 수급지표에 기인한 운임 턴어라운드. 누적된 노후선대의 대규모 폐선 가능성
 - (벌크) '22~'23년 과도한 심리를 경계. 수급지표보다 지정학 리스크에 대한 변동폭 확대 구간
 - (컨테이너) '22~'23년 하향안정화. 전세계 교역망 안정화에 따른 운임 정상화. 단, 높아진 운수준에 부합하는 발주량 확인 예상
 - (가스) LNG는 '22~'23년에도 발주 강세. 인도슬롯대비 초과 수요. LPG는 '22~'23년에도 견조한 운임 및 발주 예상
- ✓ **[항공]** 리오프닝에 대한 기대감 + 각국의 하늘길 정상화 노력은 항공업체들의 주가 모멘텀을 재부각할 수 있다고 판단

Part I Macro (환율/금리/유가/분쟁)

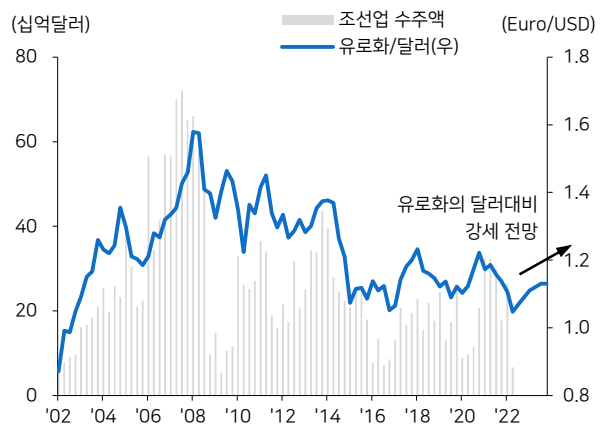
유로 강세, 고유가, 국가간 분쟁
조선·운송산업에 우호적인
Macro 환경

2022년 환율, 금리, 유가, 국가간의 분쟁 등 매크로 요인은 조선·운송업에 긍정적으로 작용한다. 고가의 선박 투자에는 Financing이 필수적인데, 전통적인 선박 금융의 중심지는 유럽이기에 달러대비 유로화 강세는 선박발주에 우호적인 환경을 제공한다. 뿐만 아니라 ECB기준 금리상승 기조에서 발주 기대감은 더욱 고조되고 있다. '22년 2분기 기준 유로/달러는 1.05인데, '22년말 1.09, '23년말 1.13까지 상승, 유로 기준금리 역시 체로 수준에서 '23년말 1.00%까지 상승을 전망한다.

유가 120달러 시대에 진입하며 E&P 저점은 지났다고 판단한다. 2022년 4월 기준 드릴쉽 가동률 및 용선료는 2017~18년 저점에서 턴어라운드가 확인되었다. 고유가가 지속되면서 글로벌 E&P(Exploration & Production), 즉 ExxonMobil·BP·Shell 등 주요 9개 업체들은 '22년 1,104억달러(+31.5% YoY), '23년 1,158억달러(+4.9% YoY)의 CAPEX 확대를 전망했다. '21년 RRR(Reserve Replacement Ratio, 매장량대체비율)의 반등도 확인되었다.

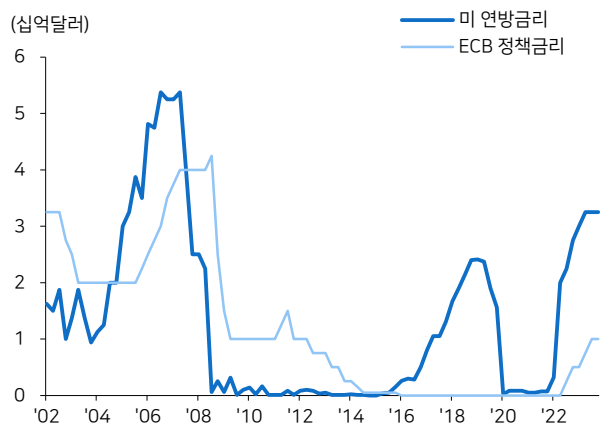
국가간 분쟁은 운송시장의 변동성 확대 요인으로 작용했다. 톤마일의 증감(물동량 증감x교역항로의 왜곡)에 따른 자산(선박, 항공기) 승인/퇴출 결정으로 운송, 조선업에 영향을 미치게 된다. 예를 들어, 중국-호주간 무역분쟁은 석탄 교역항로의 왜곡을 야기해 BDI 운임이 급등했고, 미국의 이란 제재는 원유 물동량 및 이란 관련 탱커 시장의 경색을 야기했다.

그림1 선박 발주는 달러 대비 유로화 강제 환경에 유리



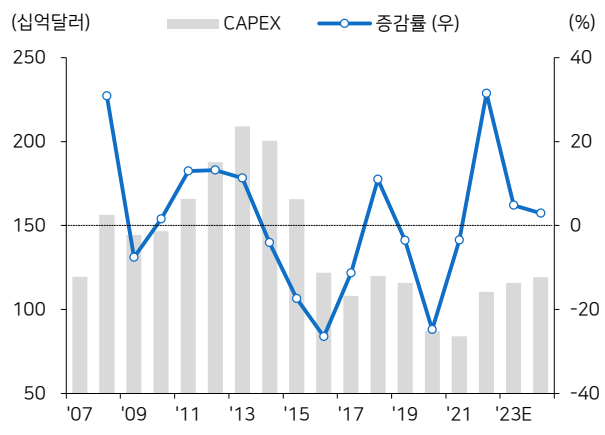
자료: MarineMoney, 메리츠증권 리서치센터

그림2 메리츠 금리/환율 전망 - 유로화 강제, 금리 인상



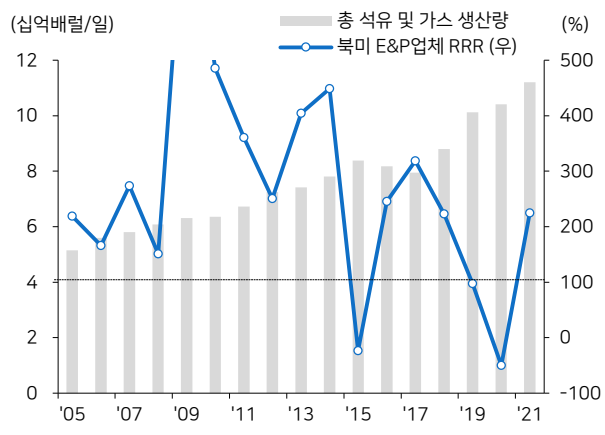
자료: MarineMoney, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Oil Major들의 CAPEX 계획



주: ExxonMobil, BP, Shell, Chevron, Total, ENI, Conocophillips, Statoil, Woodside 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 북미 E&P 업체들의 RRR 턴어라운드



주: RRR은 유기적 매장량 대체비율 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part II 재화별 운송/조선업 전망

[탱커 시장 - 회복의 시작]

'22~'23년 VLCC 운임
43.7~46.6WS
발주량 1,997만DWT, 66척

2021년 유조선 스팟 운임은 역사상 가장 낮은 수준을 기록했다. 2022년 5월 VLCC 운임은 41.4WS인데, 2022년 43.7~46.6WS를 전망한다. 2021년 6월 이후 신규 건조계약은 없는 상황에서 VLCC 발주량은 1,997만DWT(66척)을 예상한다. '물동량/선복량'의 증감률로 계산한 탱커 수급지표의 반등기조가 유지된다면 운임 턴어라운드 가능하다. 2개년 이동평균 기준 발주량-운임 간 상관계수는 +0.5299로 운임 상승 기대감은 발주량 증가 기대감까지 이어질 수 있다.

원유 해상 물동량은 톤마일 기준 2022년 +3.9%, 2023년 +1.3% 증가를 전망한다. 1) 러시아의 원유 수출 제재 본격화에 따른 교역항로길이(마일) 증가, 2) 원유 생산량 증대에 기인한다.

2022년 2월 러시아-우크라이나 전쟁이 발발했다. 러시아는 원유 수출량 기준 12.4%를 차지하는 주요국인데, 서방국의 제재로 기존 수입국들이 수입 경로를 타 국가로 대체하며 톤마일은 +3.9% 증가할 것으로 예상된다. OPEC+는 6월에도 5월과 동일한 증산규모를 발표하며 국제사회의 기대감에는 못미치는 상황이다.

2022년 5월 기준 선령 20년 이상의 노후선대비중은 11.0%인 반면 폐선율은 0.1% 수준이다. 대규모 폐선이 임박한 상황으로 판단한다. '22~'23년 폐선율 2.0% 가정 시, '22년 VLCC 선복량 증감률 +2.3%, '23년 +0.6%를 전망한다.

[벌크 시장 - 과도한 시장 심리의 안정화를 기다리는 상황]

'22~'23년 BDI 2,005.2~2,195.8p
발주량 6,294만DWT, 431척

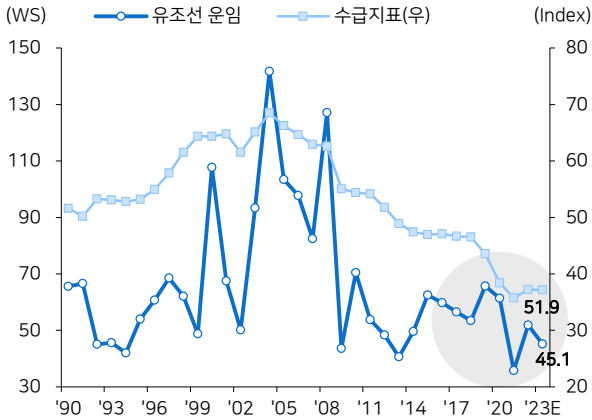
2021년은 BDI 운임과 석탄-철광석에 대한 수급지표 간의 디커플링이 심화되었다. 수급지표보다 시장의 기대감이 더 크게 작용한 결과이다. 2022년 5월 기준 BDI는 2,681p인데, 운임선도거래(FFA, Freight Forward Agreement)와 용선료 추이에 기반하여 '22~'23년 BDI 운임은 2,005.2~2,195.8p를 전망한다. 2개년 이동평균 기준 발주량-운임간 상관계수는 +0.7353으로, Capesize+Panamax 벌크선 발주량은 6,294만DWT(431척)을 예상한다.

석탄과 철광석은 전체 벌크물동량 중 약 51%의 비중으로 벌크 시황에 큰 영향력을 지닌다. 철광석 해상물동량은 톤마일 기준 2022년 +0.3%, 2023년 +1.9%를 예상한다. Swing Factor는 전체에서 73%를 차지하는 중국의 수입규모인데, 현재 1) 건설경기 부진, 2) 탄소배출 감축을 위한 철강 감산 기조로 위축된 상황이다. 이에 재고는 높아진 상황으로 물동량 증가율은 미미할 것으로 판단한다.

석탄 해상물동량은 2022년 +9.2%, 2023년 +2.6% 증가를 전망한다. 1) Post-COVID19하 에너지 수요, 2) 지정학적 리스크가 야기한 교역항로의 변경에 따른 톤마일 증가이다. 중국-호주, 러시아-우크라이나 등 지정학적 리스크로 석탄 해상 교역 항로 길이는 지속적으로 증가할 전망이다.

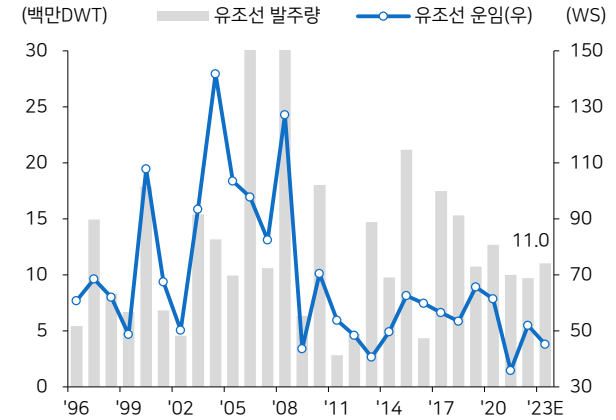
노후선대 비중은 2022년 5월 기준 6.7%, 폐선율은 0.2% 수준으로 대규모 폐선 가능성은 낮다. 폐선율을 0.7%로 가정하면 Capesize+Panamax 선복량 증감률은 '22년 +2.3%, '23년 +2.7%로 예상된다.

그림5 유조선 운임 추이 및 전망



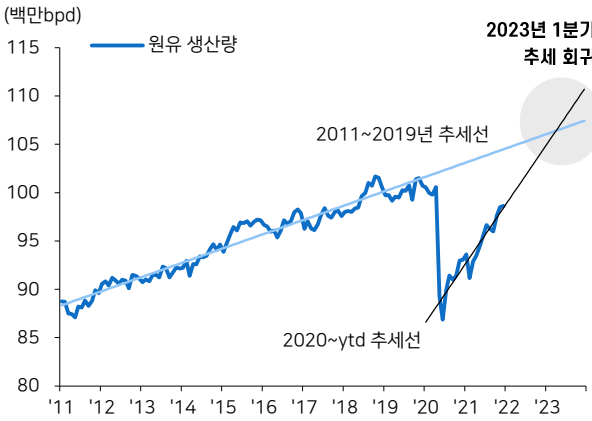
주: 1) 유조선 운임은 VLCC 기준, 2022~23년은 메리츠증권 추정치
 2) 수급지표 = 원유 해상 물동량 / 연 평균 기준 VLCC 선복량
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유조선 발주량 추이 및 전망



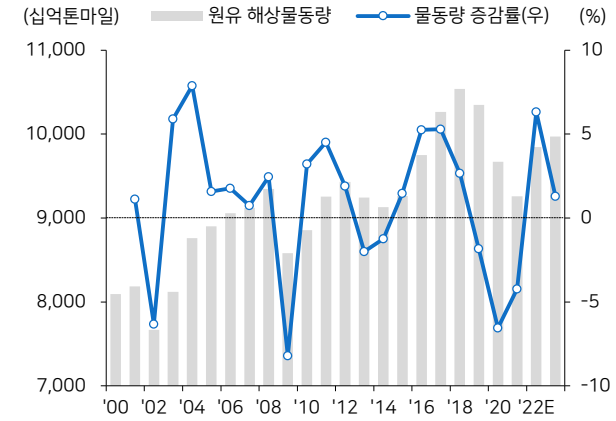
주: 유조선 발주량 및 운임은 VLCC 기준, 2022~23년은 메리츠증권 추정치
 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림7 원유 생산량 2023년 1분기 추세 회복을 가정



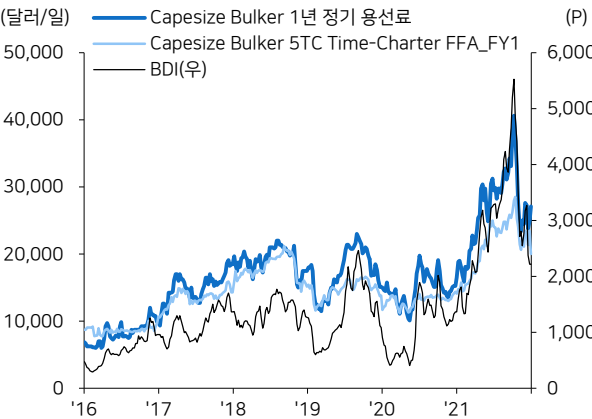
자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 원유 해상 물동량은 2022년 +3.9%, 2023년 +1.3% 예상



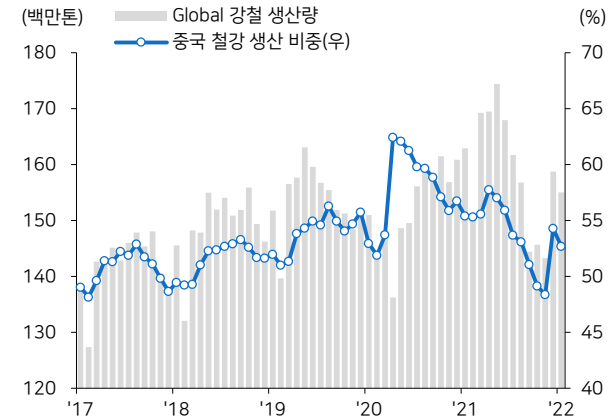
주: 2022~23년은 메리츠증권 추정치
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 벌크 운임 추정 로직: 시장의 기대감→용선료→운임



자료: WorldSteel, 메리츠증권 리서치센터

그림10 전세계 철강 생산량 및 중국의 철강 생산 추이

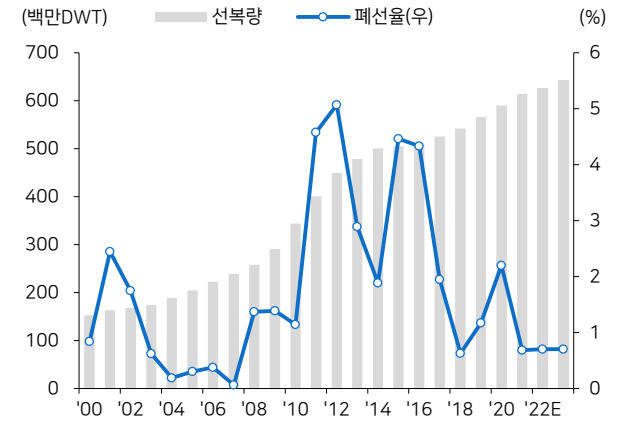


자료: WorldSteel, 메리츠증권 리서치센터

수출국	수입국	비중 (%)	노선 (nm)	수출국	수입국	비중 (%)	노선 (nm)
인니	중국	12.3	1,639	북미	중국	0.8	5,063
	인도	4.2	3,908		인도	0.2	9,833
	동북아	4.6	2,297		동북아	2.3	4,694
	유럽	1.5	9,448	남미	중국	0.4	4,374
호주	중국	0.1	4,742		동북아	0.3	8,765
	인도	5.9	6,402		남미	1.2	3,665
	동북아	18.2	5,621	남아프리카	중국	1.1	6,077
유럽	2.6	11,632	인도		2.1	3,799	
러시아	중국	3.5	10,734		동북아	0.5	7,154
	인도	0.6	7,311	마일 지표			
	동북아	3.9	11,857			66.1	3,627.8
	유럽	0.0	1,092				

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 벌크선 선복량 추이 및 폐선율 0.7%를 가정한 선복량 전망



주: 연말 선복량 기준, Capesize+Panamax 기준, 2022~2023년은 메리츠증권 추정치

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

[컨테이너 시장 – 하향 안정화]

'22~'23년 SCFI
1,343.7~3,731.8p
발주량 494만TEU

팬데믹發 항만정체현상이 역사상 최고 수준의 운임을 야기했다. 미주 항만 대기선 박수는 105척이었던 피크에서 감소해 현재 30~40척 수준이다. 항만정체가 해소되며 '22~'23년 상하이 컨테이너선 운임(SCFI)은 1,343.7~3,731.8p를 전망한다. 2022년 5월기준 SCFI는 4,155.8p(+24.4% YoY) 수준이다. 컨테이너 운임의 역사상 고점으로 대량 발주 환경이 마련됐다. 피더컨테이너선을 제외한 '22~'23년 발주량은 494만TEU로 예상한다.

2022년 5월 기준 노후선대 비중은 6.8%인데, 운임 폭등으로 폐선은 유보되는 상황이다. 시황이 유지되는 '22년 폐선율 제로, '23년 5.0%를 가정했을때 선복량 증감률은 각각 +3.8%, +5.0%로 전망한다. 선복량 증가율을 감안해도 컨테이너선 운임 하락이 더딘 이유는 미주노선의 계약 중 50%를 상회하는 장기계약 비중이 Spot 운임 하락으로부터 지수를 보호하는 버퍼역할을 하기 때문이다.

[LNG 시장 – LNG선 수주, 아직 여러발 남았다]

'22~'23년 대형 LNG선 발주량
108척

2021년 대형 LNG선 발주량은 75척을 기록하며 역사상 가장 많은 계약이 체결됐다. LNG운송시장은 대다수 프로젝트성 물량으로 운임은 의미가 없다. '22~'23년 대형 LNG선 발주량은 총 108척으로 예상한다. 2022년 4월 기준 누적 신조 계약은 47척이다. 국내 조선소들의 연간 CAPA를 65척으로 가정하면 2024년까지는 가득 찬 상황이다. 2025~27년 잔여 슬롯은 125척으로 추정한다. 동기간 U/C, FEED 상태인 LNG 프로젝트 신규 증설분 수송을 위한 LNG 추가 수요량은 305척으로 파악, LNG선 설계 및 건조기간 3년 고려하면 '22~'23년 발주량은 108척으로 추정한다.

LNG선은 '20~'21년 사이 167만CBM 규모 폐선이 기 진행되어 '22~'23년에는 Zero 수준의 폐선을 예상한다. 친환경 에너지 시장 선도를 위해 미국, 호주, 카타르 등이 공격적으로 설비를 증설하며 선복량은 '22년 +5.2%, '23년 +6.3% 증가할 전망이다.

[LPG 시장 - 에너지 혼란 속 타이트해진다]

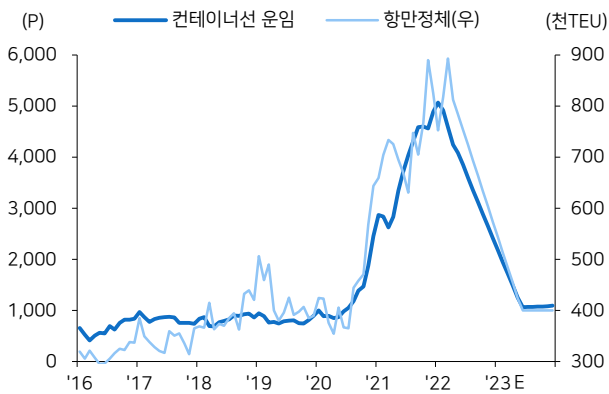
'22~'23년 LPG선 발주량
274만CBM

팬데믹 시기 경제회복에 따른 에너지 수요 증가로 상승했던 LPG Earnings는 2021년 하향되었다. 2022년에는 2021년 대비 +6.2% 상승한 18,176달러/일로 전망한다. Earnings는 수급지표에 1년 lagging되는 것과 수급지표 YoY성장률과 동행하는 점을 분석에 사용했다. LPG선 발주량은 2021년 2분기 급증한 이후 소강상태인데, 2022~23년 274만CBM을 예상한다.

LPG해상물동량은 중국 PDH 프로젝트와 유럽 에너지난으로 증가할 전망이다. 2020년 중반 중국은 프로필렌 수요 급증 및 자급자족 수요로 PDH 설비를 확대했다. PDH(Propane De-hydrogenation)은 프로판(LPG)에서 수소를 제거하여 프로필렌을 생산하는 공정이다. 2022년 신규 PDH 플랜트 13개 가동 시 LPG수요는 930만톤 증가할 전망이다. 한편, Clarksons는 LPG 해상물동량을 '22년 +5.5%, '23년 +3.3%로 전망하고 있다.

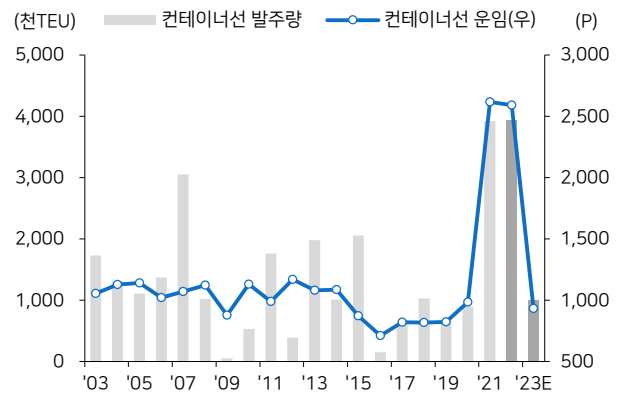
LPG선 폐선율은 3년간 0%대를 유지해왔는데, 2022년 IMO 회의 결과에 따라 폐선속도가 정해질 것이다. 2개년 평균 폐선율인 0.3%를 대입하면 2022년 LPG선 선복량 증감율은 +1.4% 예상, 23년은 0.0%를 전망한다.

그림12 컨테이너선 운임 추이 및 전망



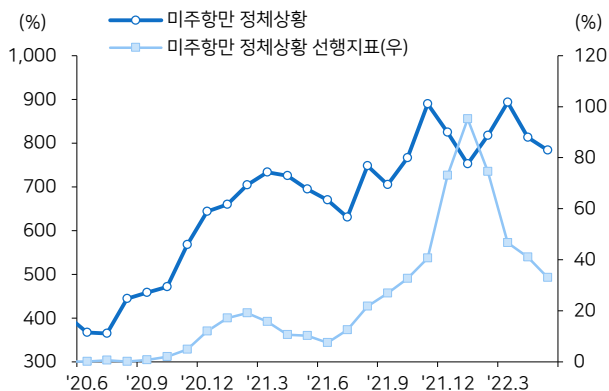
주: 1) 컨테이너선 운임은 SCFI(Shanghai Containerized Freight Index) 기준
2) 항만정체는 미주 동안, 서안 평균 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림13 컨테이너선 발주량 추이 및 전망



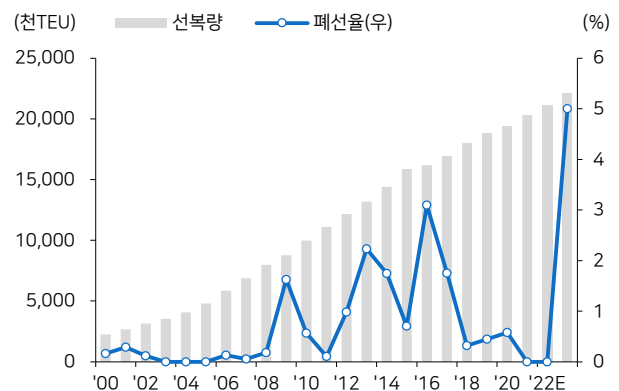
주: 1) 100~2,999TEU급 피더컨테이너선을 제외한 외항선 집계 기준
2) 컨테이너선 운임은 CCFI(China Containerized Freight Index) 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림14 운임의 결정변수인 미주항만 정체현황과 선행지표 추이



자료: Clarksons, Marine Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림15 컨테이너선 선복량 추이 및 폐선율을 가정한 선복량 전망



주: 연말 선복량 기준 / 자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

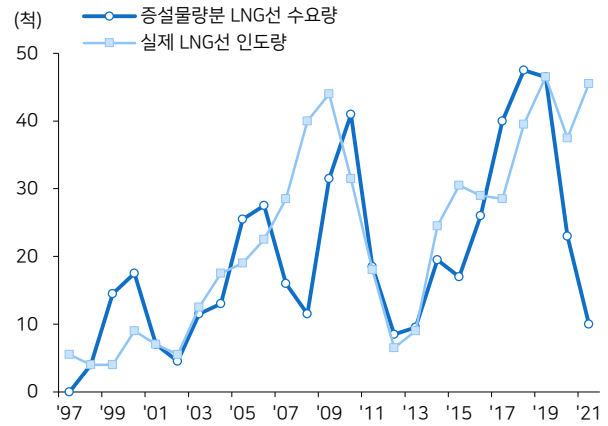
표2 2027년까지 LNG선 추가 수요 305척 vs 잔여슬롯 125척

LNG설비 (척)	증설분 (MPTA)	선박 수요	선박 인도	잔여건조 슬롯	프로젝트용 LNG선수요	시장 내 LNG선대	추가 필요
2012	4.9	6	2		327	334	
2013	9.7	13	16		340	336	
2014	20.2	26	33		366	350	
2015	5.9	8	28		374	381	
2016	33.5	44	30		418	407	
2017	27.8	36	27		454	435	
2018	44.7	59	52		513	459	
2019	26.0	34	41		547	506	
2020	9.1	12	34		559	542	
2021	6.0	8	57		567	565	
2022E	4.9	5	30		572	595	
2023E	14.8	16	38		588	633	
2024E	32.0	43	76		631	709	
2025E	60.0	87	60	5	718	769	
2026E	159.5	224	9	56	942	778	164
2027E	107.7	142	1	64	1,084	779	305

주: 잔여 건조 슬롯은 국내 3사 연간 65척 기준, 10만CBM급 이상 대형 LNG선 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

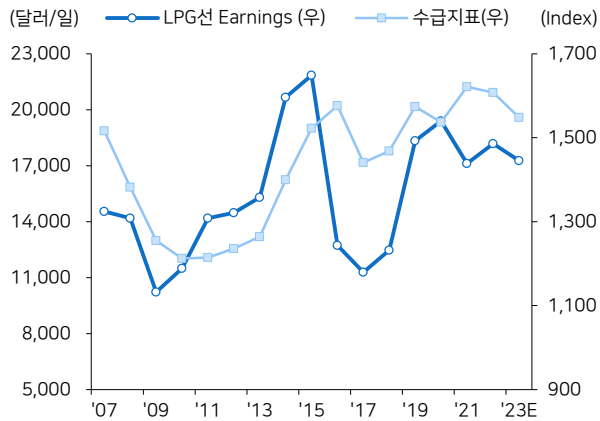
그림16 LNG 증설에 따른 선박 수요량 vs 실제 LNG선 인도량



주: 2개년 이동평균, 10만CBM급 이상 대형 LNG선 기준, 수주잔고는 2022년 5월 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

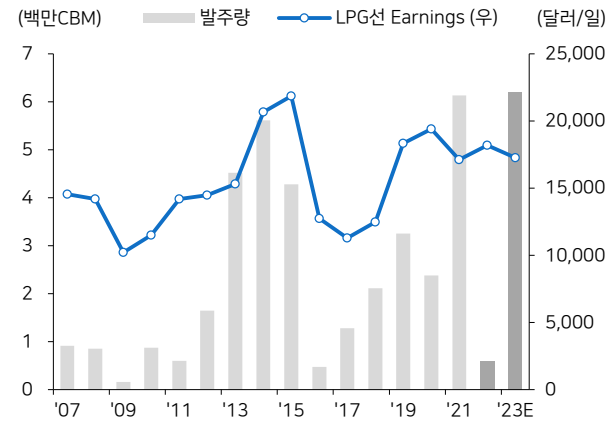
그림17 LPG선 Earnings 추이 및 전망



주: 2022~23년은 메리츠증권 추정치

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

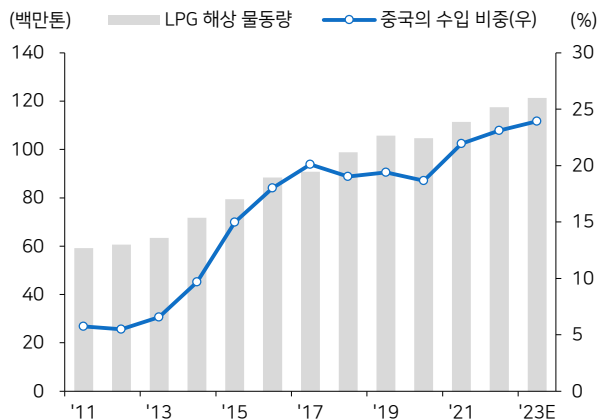
그림18 LPG선 발주량 추이 및 전망



주: 2022~23년은 메리츠증권 추정치

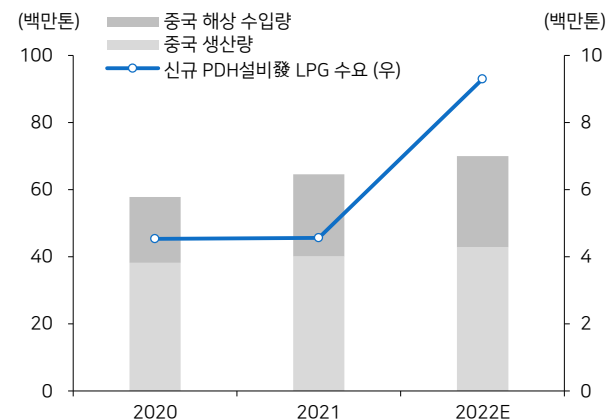
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림19 LPG 해상물동량 증가 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국 PDH 설비 확충



주: 2022년은 메리츠증권 추정치

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Part III 항공산업 전망

항공 여객 시장의 완전 회복을 앞당기기 위한 모멘텀 필요

항공시장은 2023년 3분기 완전 정상화를 예상한다. 2022년 3월 기준 한국의 여객시장 회복률은 RPK(Revenue Passenger Kilometer)기준으로 34% 수준이다. 국제선 회복을 위한 모멘텀으로는 1) 정부의 국제선 운항 정상화 추진, 2) 일본의 리오프닝 가능성, 3) 제로 코로나 정책을 마친 중국 리오프닝이 있다. 현재 대다수의 국가는 해외 입국자 방역 조치를 완화한 상태이다. 주요국 일본은 6월부터 하네다공항 입국 재개, 중국은 막힌 상황이다.

정부의 '국제선 단계적 일상회복 방안'은 2022년말까지 국제선 운항 50% 회복을 목표로 한다. 1) 항공편에 대한 국토부 인가 제한 완화, 2) 인천공항 및 지방공항에 대한 인가 제한 완화, 3) 항공편 탑승 제한 조치를 점차 완화하는 내용이다.

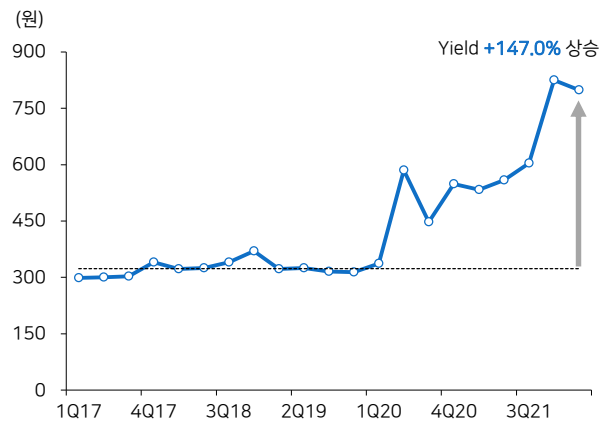
팬데믹 속 FSC의 실적은 항공화물이 견인했다. 팬데믹이 완화되며 MSCI가 집계하는 글로벌 항공화물운임은 2022년 5월말 기준 2021년 7월 피크대비 25.9% 하락했다. 그럼에도 2022년 1분기말 기준 대한항공, 아시아나항공의 항공화물 평균 Yield는 2017~19년 평균대비 147.0% 상승한 고운임을 유지했는데, 중국계 항공사가 회복하지 못한 영향으로 해석한다.

표3 국제노선 항공권 가격 비교

(만원)	2019년 6월	2022년 6월
인천~도쿄(하네다)	15~25	40~65
인천~광저우	40~60	120~150
인천~런던	80~100	170~200
인천~프랑크푸르트	80~100	170~200
인천~LA	100~130	250~320
인천~뉴욕	110~140	320~420
인천~하와이	70~80	130~140
인천~다낭	25~35	40~55

주: 1) 직항 1인 기준. 유류할증료, 제세공과금 포함
 2) 2019, 2022년 각각 5월 예약 기준
 자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림21 우리나라 FSC 항공화물 운임 추이



주: 대한항공, 아시아나항공 평균 운임 기준
 자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 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.