

24년 소재/산업재 연간전망 : 높낮이 조절

에너지/화학/소재. 김도현, 3773-9994 | do.kim@sks.co.kr

조선/기자재. 한승한, 3773-9992 | shane.han@sks.co.kr

철강/비철금속. 이규익, 3773-9520 | kyuik@sks.co.kr

에너지/화학/소재

공급의 온도차

- 에너지: 1Q24 저점으로 정제마진 회복 전망
- 화학: 문제는 공급과잉, 턴어라운드 지연될 전망
- 에너지 비중확대, 화학 중립의견 제시

조선/기자재

높아진 기대 vs. 견조한 내년

- 24년 과도한 우려 대비 견조한 수주를 예상
- 내년에도 높은 레벨의 신조선가는 유지될 것
- 조선 섹터 비중확대 / Top-pick 삼성중공업 제시

철강/비철금속

기대와 실제의 괴리 지속

- 올해 기대감에 의한 철강 가격 상승과 되돌림 반복
- 내년도 철강 가격 추세적 상승 어려울 전망
- 철강 섹터 중립의견 / Top-pick 동국제강 제시



2023. 11월호

24년 소재/산업재 연간전망 : 높낮이 조절

Contents

1. 투자전략 & Summary	2
2. [에너지/정유] Downside Risk, 하지만 견고한 하단	6
3. [화학/소재] 업황 턴어라운드를 기대하기는 이른 시점	21
4. [조선] 24년 조선업 전망	32
5. [조선] 선종별 수주 및 선가 전망	37
6. [철강] Investment Summary	53
7. [철강] 기대로 인한 가격 상승과 되돌림의 반복	55
8. [철강] 철강 가격의 추세적 상승은 기대하기 어렵다	57

Top-picks

[에너지/정유] S-Oil

[화학/소재] 금호석유, 롯데정밀화학

[조선] 삼성중공업

[철강] 동국제강

*작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

*본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

*본 보고서는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

*투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상→매수/-15%~-15%→중립/-15%미만→매도



1. 투자전략 & Summary

에너지(비중확대)

- 24년 유가 \$70~90/bbl 예상. 2Q24 유가 저점으로 2H24 회복 전망
- 계속될 강한 증동의 영향력 바탕으로 견고한 하단 형성
- 정제마진은 1Q24 저점으로 점진적 회복, 연 평균 \$9.5/bbl 전망
- 23년대비 정제마진은 하향 되겠지만, 우호적인 레벨 지속
- EM 수요는 양호한 흐름 지속. 선진국 수요는 상반기 둔화, 하반기 회복

화학(중립)

- 24년 선호체인: 가성소다, 합성고무, 전자재
- 범용 제품의 스프레드 개선은 24년 어려울 것으로 예상
- 중국 수요 개선이 국내 수혜로 이어지지 않는 현상 2H23 지속
- 결국, 중국 대규모 증설 및 가동률 상향에 따른 자급률 상승이 주요 요인
- 24년 지속될 공급 부담에 따라 턴어라운드를 예상하기에는 이른 시점

조선(비중확대)

- 24년 과도한 우려 대비 양호한 수주 규모를 예상
- 24년 신조선가지수는 높은 레벨 유지 예상. 제한된 캐파에 따라 하단 견고
- LNG 운반선: 발주 규모 감소, but 견조한 수주세 지속. 높은 선가 지속 전망
- 원유탱커: 원유탱커 발주 사이클의 시작, 선가 상승과 하락 모두 제한적
- 컨테이너선: 기대가 되지 않는 수주, 선가는 현재 레벨 유지 혹은 소폭 하락

철강(중립)

- 23년 중국 철강 가격은 기대감으로 인한 상승과 되돌림의 반복
- 건설 향 수요 부진으로 철강 가격 상승세가 이어지지 못하였음
- 24년에도 철강 수요 회복은 어려울 것으로 전망
- 23년에 이어 24년에도 철강 감산은 정책적 우선순위에서 밀릴 것
- 철강 섹터에 대한 투자의견 중립 제시

주가 Performance 및 Valuation Table

구분		USD 기준	현지통화 기준		Multiple		주가 Performance				
섹터	기업명	시가총액 (백만)	시가총액 (백만)	증가	12MF PBR (배)	12MF PER (배)	1M (%)	3M (%)	6M (%)	YTD (%)	1Y (%)
에너지	SK 이노베이션	10.4	13,689.2	136,000.0	0.62	16.49	2.3	-27.5	-20.2	-13.5	-18.6
	S-Oil	5.8	7,543.0	67,000.0	0.84	6.48	2.3	-27.5	-20.2	-13.5	-18.6
	GS	3.0	3,916.4	42,150.0	0.30	2.90	-9.4	-12.5	-4.0	-22.6	-24.1
	Aramco	2161.3	8,107.0	33.5	5.16	17.01	8.3	10.4	8.9	-7.3	-9.4
	Exxon Mobil	412.5	412.5	103.0	2.05	11.01	-1.5	-1.4	-0.5	14.0	7.7
	Chevron	267.9	267.9	141.9	1.61	10.41	-6.8	-7.9	-2.7	-6.7	-5.5
	Shell	214.8	200.7	30.4	1.13	7.92	-14.8	-13.5	-9.4	-20.9	-20.2
	TOTAL	158.5	148.0	61.4	1.34	6.51	-1.7	4.9	7.7	14.9	19.9
	PetroChina	171.0	1,245.6	7.1	0.89	7.90	0.0	5.0	8.6	4.6	15.5
	BP	99.2	80.8	475.4	1.35	6.74	-8.9	-9.6	-9.7	35.1	40.4
	Gazprom	43.4	4,004.8	169.2	-	-	-9.7	-5.5	-3.0	1.5	6.3
	Sinopec	83.2	606.4	5.4	0.80	8.67	9.9	3.5	-18.1	-17.4	-33.0
	Lukoil	54.9	5,056.5	7,298.0	1.02	6.59	-8.8	-11.7	-18.6	17.3	25.4
	Suncor	42.4	58.3	44.9	1.37	8.36	16.0	25.4	27.5	42.3	4.6
화학	LG 화학	25.2	33,001.9	467,500.0	1.05	18.42	-3.9	2.7	13.7	2.7	-5.8
	롯데케미칼	5.1	6,745.7	157,700.0	0.43	62.66	-3.7	-23.7	-30.5	-24.9	-31.9
	한화솔루션	4.1	5,414.6	31,500.0	0.63	20.98	22.4	13.8	-8.8	-14.9	-1.4
	금호석유	2.8	3,734.0	130,800.0	0.69	8.60	19.4	-16.7	-28.2	-36.6	-40.2
	롯데정밀화학	1.1	1,488.7	57,700.0	0.60	5.44	4.5	8.2	2.9	0.0	-7.0
	대한유화	0.8	1,040.0	160,000.0	0.55	-	1.8	-5.2	-4.5	-2.0	-1.0
	코오롱인더스트리	0.9	1,148.9	41,750.0	0.47	-	23.3	22.6	17.6	-10.1	24.4
	효성화학	0.3	342.8	90,400.0	3.18	-	-5.1	-22.5	1.1	-2.3	-5.4
	효성티앤씨	1.2	1,596.9	369,000.0	1.22	14.03	13.0	-12.4	-9.6	-12.5	-21.5
	효성첨단소재	1.3	1,753.9	391,500.0	2.39	20.43	27.8	10.0	-8.4	1.6	27.3
	유니드	0.4	514.3	76,000.0	0.56	26.87	9.0	-12.5	-4.7	13.1	13.8
	국도화학	0.3	360.0	39,950.0	0.41	10.63	35.9	35.3	26.8	-10.1	-7.5
	KCC	1.7	2,172.7	244,500.0	0.39	13.05	-17.7	-20.6	-6.4	-10.0	-7.0
	이수화학	0.2	310.8	13,680.0	-	-	5.1	15.2	15.8	15.2	-0.5
	Dow DuPont	29.2	29.2	67.8	1.22	19.63	-2.1	-30.9	-32.6	44.8	-3.0
	SABIC	62.2	233.4	77.8	1.31	53.18	-11.0	-11.1	6.4	-1.2	1.2
BASF	42.4	39.6	44.4	1.01	13.04	-3.7	-10.9	-16.4	-13.4	-7.5	
Shinetsu	64.5	9,746.2	4,815.0	2.34	17.45	6.4	-7.2	-6.7	-4.3	0.5	
LyondellBasell	29.8	29.8	91.9	2.34	10.39	8.4	0.0	8.9	28.7	43.4	

자료: Bloomberg, SK 증권
 주: 11월 9일 종가 기준

주가 Performance 및 Valuation Table

구분		USD 기준	현지통화 기준		Multiple		주가 Performance				
섹터	기업명	시가총액 (백만)	시가총액 (백만)	증가	12MF PBR (배)	12MF PER (배)	1M (%)	3M (%)	6M (%)	YTD (%)	1Y (%)
조선	HD 한국조선해양	5.3	6,935.8	98,000.0	0.69	22.88	-2.2	-7.4	2.9	10.6	14.7
	HD 현대중공업	7.5	9,844.9	110,900.0	1.82	99.15	-0.9	-16.1	16.7	33.5	32.4
	삼성중공업	4.8	6,300.8	7,160.0	1.59	44.98	0.8	-15.0	0.7	-7.9	2.3
	현대미포조선	2.3	2,967.7	74,300.0	1.41	-	0.7	-20.7	33.9	35.0	38.2
	한화오션	4.0	5,277.7	24,100.0	1.76	-	-0.2	-19.9	9.4	-15.3	-14.3
	CSSC	15.8	115.1	25.7	2.36	41.23	-13.8	-40.7	11.2	37.9	48.0
	CSIC	12.5	90.8	4.0	1.08	199.00	-7.2	-11.9	-5.5	9.4	-1.2
	CSSC OMEC	3.2	23.1	22.5	-	-	-5.3	-11.1	-16.1	8.0	10.5
	Yangzijiang	4.3	5.8	1.5	1.56	8.95	-9.1	-11.1	-14.1	2.7	-13.6
	Keppel	8.2	11.1	6.3	1.05	7.33	-7.2	-12.8	22.8	6.6	18.5
	SEMBCORP	6.7	9.1	5.1	1.90	9.73	-1.7	-9.1	-0.2	35.2	45.1
	Namura	0.4	55.9	806.0	-	-	5.1	-13.7	8.5	49.4	75.0
	Mitsui	0.3	43.3	435.0	0.40	2.62	-11.9	-10.1	64.9	80.1	33.5
	Kawasaki	3.5	533.8	3,179.0	0.87	10.39	-12.2	-23.1	-27.7	-1.8	-13.0
Sumitomo	2.8	418.2	3,403.0	0.70	12.92	-13.0	-14.4	3.7	-10.8	13.3	
철강	POSCO 홀딩스	29.7	38,945.1	460,500.0	0.69	13.53	-7.6	-7.2	-5.3	11.6	12.4
	현대제철	3.5	4,577.2	34,300.0	0.23	5.47	-4.3	-19.0	29.6	60.4	69.3
	동국제강	0.4	503.5	10,150.0	-	-	-0.4	0.3	0.7	8.0	14.0
	세아제강	0.3	352.3	124,200.0	0.36	2.00	6.5	-13.9	-	-	-
	대한제강	0.2	311.2	13,290.0	0.39	3.92	-1.3	-15.8	-13.5	-7.6	-14.3
	한국철강	0.2	264.9	6,240.0	-	-	9.1	5.4	-0.6	18.0	8.2
	아르셀로미탈	19.1	17.9	21.0	0.34	4.56	2.5	5.6	-8.0	-1.3	6.1
	USS	7.6	7.6	34.0	0.74	8.19	-8.9	-16.8	-14.9	-14.8	-6.9
	NSSMC	20.2	3,049.6	3,209.0	0.67	7.20	2.7	49.6	60.8	35.6	63.5
	BAOSHAN	18.4	134.3	6.1	0.67	12.04	-7.0	-9.0	0.8	21.4	41.0
	NUCOR	37.2	37.2	151.2	1.75	8.46	-0.5	-4.1	-10.9	2.8	18.1
	JFE	9.0	1,366.8	2,137.5	0.56	6.65	-3.0	-9.2	8.7	14.7	15.3
ANGANG	3.1	22.7	2.6	0.42	-	-2.0	-8.7	6.7	20.7	37.0	

자료: Bloomberg, SK 증권
 주: 11월 9일 종가 기준

에너지/화학/소재 공급의 온도차

에너지/화학/소재. 김도현, 3773-9994 | do.kim@sks.co.kr



2. [에너지] Downside Risk, 하지만 견고한 하단

(1) 24년 유가 \$70 ~ 90/bbl, 정제마진 역시 우호적 업황에 따라 강세

24년 유가 \$70 ~ 90/bbl 전망.
상반기는 수요 둔화가, 하반기
회복 예상

24년 국제유가(WTI 기준) \$70 ~ \$90/bbl을 제시한다. 23년 공급단에서 만들어진 고유가 기조는 24년을 거치며 Downside Risk가 부각될 것으로 예상된다. 하지만, 강한 중동의 영향력은 내년에도 지속되며 하단을 견고하게 지지할 것으로 전망한다. 23년 지속된 고유가, 고금리 상황은 다운스트림 수요 훼손 효과로 1H24 이어질 것으로 예상되며, Non-OPEC의 생산량 확대, OPEC+ 감산완화에 따라 24년 공급부족 상황은 점진적으로 해소될 것으로 예상된다.

한편, 1H24 지배적이었던 수요 둔화는 유가의 하향안정화에 따라 2H24를 지나며 점진적으로 회복될 것으로 예상되며, 2H24 금리 인하국면에 따른 유가 회복 역시 예상된다. 23년 EM 중심의 견조한 수요가 부각됐었다면, 24년에는 EM 수요 성장은 둔화되겠지만 견조한 다운스트림 수요가 유지되며 우호적인 업황이 지속될 것이라는 판단이다.

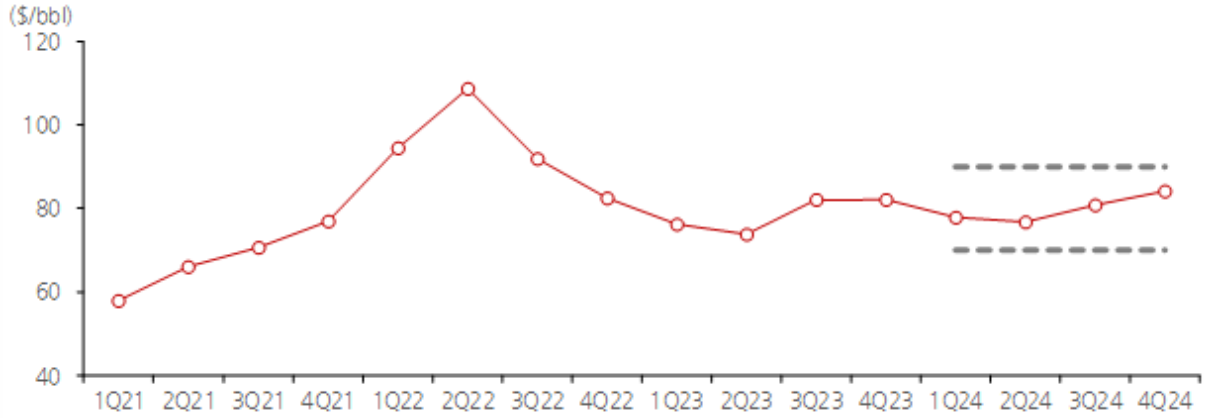
정제마진은 1Q24 저점으로
하반기 회복 예상. 연 평균 \$9.5로
우호적 업황 지속

정제마진은 1Q24 저점, 3Q24 고점을 형성하며 평균 \$9.5/bbl 수준을 기록할 것으로 전망한다. 2H24 수요 개선에 따른 정제마진 확대가, 2Q24 유가 저점에 따른 Lagging 효과 반영으로 3Q24 정제마진 고점을 형성할 것으로 예상된다. 23년대비 정제마진은 하향 안정화되겠지만, 21년 평균 \$9.1/bbl대비 높은 우호적인 업황이 지속될 것으로 예상되며, 변동성은 올해대비 축소될 것으로 전망된다.

24년 정제설비 증설은 23년대비
절반 수준. 공급 부담 완화 및
우호적 수급 예상

정제설비 증설은 23년대비 절반 수준인 59.1만 b/d의 증설이 예상되며, 23~24년 EM 지역의 수요 성장을 고려할 때, 공급부담으로 작용하지 않을 전망이다. 또한, 역내 수요 성장에 따른 중국/인도 지역의 다운스트림 순수출량 급증 역시 제한적이라는 판단이다. 결국, 타이트한 다운스트림 공급과 2H24 글로벌 수요의 점진적 회복에 따라 우호적인 에너지 업황은 24년에도 전개될 전망이다. 에너지 업종에 대한 '비중확대' 의견을, Top-picks S-Oil, GS를 제시한다.

국제유가 추이 및 전망(WTI)



자료: Petronet, SK 증권
 주: 분기 평균

정제마진 추이 및 전망



자료: Petronet, SK 증권
 주: 분기 평균

(2) 유가 하단 지지를 위한 감산 지속, 추가 감산은 부담

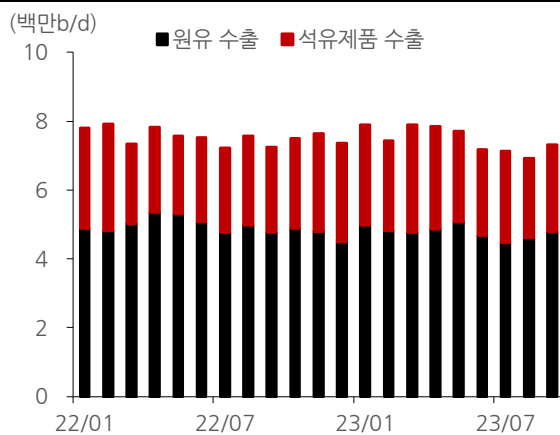
감산에 따른 사우디 부담 심화,
추가 감산은 어려울 것

24년 OPEC+의 추가 감산 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 23년 감산으로 유가를 끌어올렸던 OPEC+는 24년 하단지지를 위한 감산기조로 전환될 것으로 전망된다. 현 시점에서 추가 감산은 사우디를 중심으로 한 OPEC+에도 부담으로 작용할 가능성이 높다는 판단이다. 23년 러시아와 사우디는 자발적 감산 및 수출 제한을 지속하며 원유 공급량을 조절하기 위한 협력을 지속해왔다. 하지만, 2H23 고점대비 20% 하락한 유가 레벨에서 사우디의 감산에 대한 부담은 24년 지속될 것으로 예상된다.

러시아의 경우 오히려 원유 수입
증가. 결과적으로 현재의 감산은
사우디 단독으로 부담하는 상황

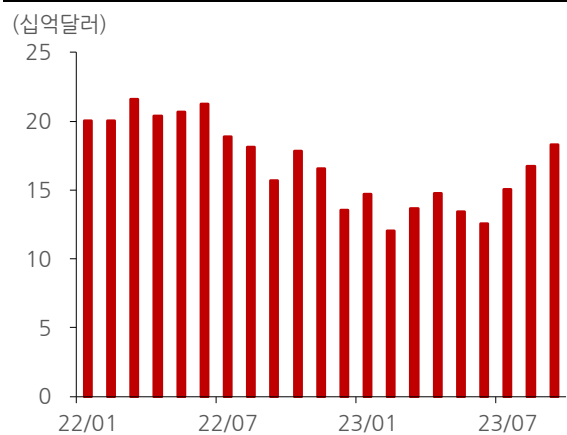
23년 9월 러시아의 원유 및 석유제품 수출량은 730만b/d로 +5.6% MoM을 기록했을 것으로 추정된다. 수출량 증가 및 유가, 제품가격 상승에 따라 러시아의 원유(석유제품) 수출에 따른 수입은 9월 188억달러(+18억달러 MoM)을 기록했을 것으로 추정된다. 결과적으로 러시아의 경우 원유 수입이 상승하는 중인데, 한편, 사우디의 경우 2H23 고점대비 유가 레벨이 20% 정도 낮아진 상황에서 감산이 지속되며 원유 수입은 오히려 감소했을 것으로 추정된다. 결국, OPEC+의 감산은 사우디의 단독 감산으로 흘러가고 있는 중이며, 수요 훼손에 대한 부담은 사우디에게 가장 큰 영향을 미치고 있을 것이라는 판단이다.

러시아 원유(석유제품) 수출량



자료: KSE, SK 증권

러시아 원유(석유제품) 수출 수익

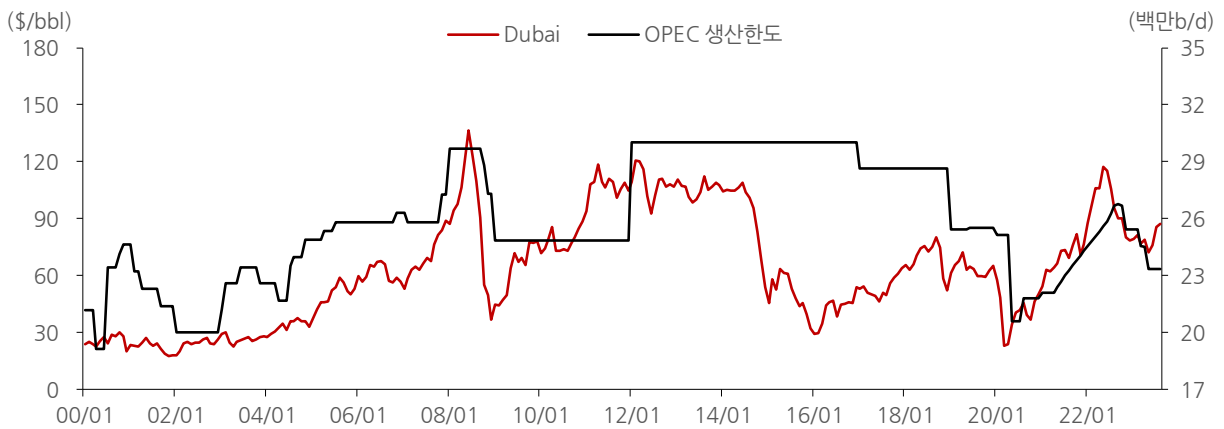


자료: KSE, SK 증권

사우디는 원유 Capa 확대를 위한 투자 진행 중. 하딘 지지를 위한 전략적 감산 지속

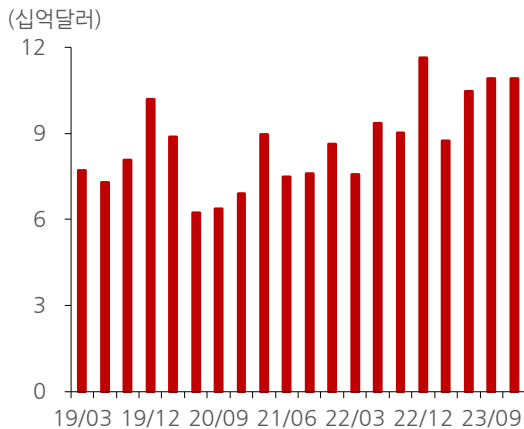
한편, 사우디의 경우 원유 생산 Capa 증설을 위한 투자를 진행 중인 상황이다. Aramco 의 경우 23년 Capex 550~650 억달러로 +30% YoY 를 기록할 전망이다. 또한, 원유 생산 Capa 역시 기존 1,200만 b/d에서 1,300만 b/d까지 확대할 계획이다. 결과적으로 고유가에 따른 수요 훼손에 대한 부담과 사우디의 현재 원유 생산 투자 상황을 고려할 때, 추가 감산은 가능성이 낮다는 판단이며, 24년을 거치며 감산에 대한 스탠스는 점진적으로 완화될 것이라는 전망이다. 적극적 감산을 통해 유가 상승을 이끌었던 23년이었던 24년에는 재정균형유가(\$81/bbl) 방어를 위한 전략적 감산이 핵심이 될 것으로 예상된다.

OPEC 생산한도 및 Dubai 유가 추이



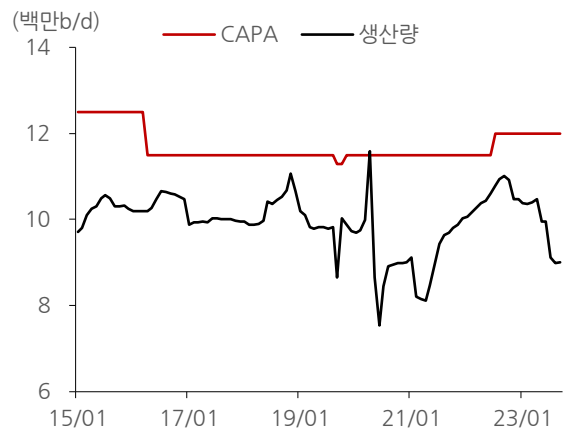
자료: OPEC, Petronet, SK 증권

Aramco Capex 추이 및 전망



자료: Aramco, Bloomberg, SK 증권

사우디 원유 생산 Capa 및 생산량 추이



자료: OPEC, SK 증권

(3) 24 년에도 미국의 생산량 증가는 제한적

미국의 원유 생산량 증가세는
수요대비 저조한 상황 지속

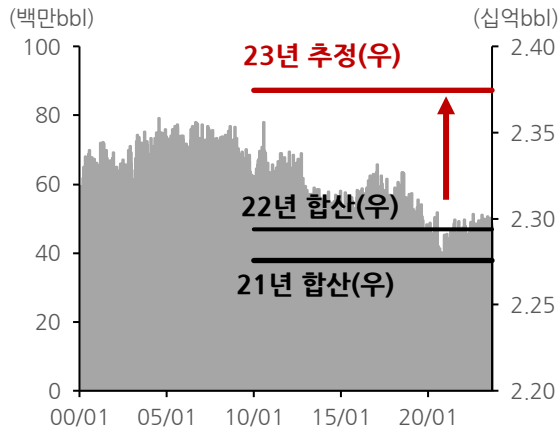
3Q23 미국의 원유 수출량은 6.1억배럴, +5.4% QoQ 를 기록하며 상승세를 지속했다. 여전히 강한 유럽 지역의 미국산 원유 수요를 바탕으로 수출 성장세를 지속 중이다. 23년 9월 YTD, 미국에서 유럽으로 수출된 원유량은 +24.8% YoY 를 기록했고, 이에 따라 미국의 원유 수출량도 22년부터 증가를 지속 중이다. 하지만, 미국의 원유 생산량은 3Q23 12.2억배럴로 -8.6% YoY, -0.8% QoQ 를 기록했다. 결국 증가하는 수요대비 미국의 생산량은 크게 증가하지 않는 모습을 지속 중이라는 판단이다. 기존 전망대로 미국의 생산량은 올해 수요 증가에 미치지 못하는 성장을 기록할 것으로 예상된다. 또한, 24년에도 생산량 증가는 제한적일 전망이다.

시추비용 상승 및 보수적
투자환경 전개, 리그당 생산성
감소 등이 주요 영향

미국의 원유생산량이 증가하기 어려운 이유는 시추비용의 상승에 따른 보수적 E&P 투자 환경의 지속과 리그당 생산성 감소 두 가지 요인이 크게 작용하고 있다는 판단이다. 23년 9월 Dallas Fed Energy Survey 결과 미국 E&P 비용은 +37.3% YoY 를 기록했다. 원자재 가격 상승과 평균 시추비용 상승에 따른 원유 생산비용의 증가가 지속 중이라는 판단이다. 미국의 DUC 유정 수는 23년 9월 4,681 개로 코로나19 이전 8,700개 대비 지속적인 감소세를 겪고 있다. 코로나19 이후 증가하는 수요에 따라 개발이 상대적으로 쉬운 DUC 유정을 집중적으로 개발했고, 역사적 저점의 DUC 유정을 기록 중이다. 한편, DUC 유정 개발에 드는 비용이 신규 유정 개발대비 65% 수준임을 고려할 때, DUC 유정의 감소는 평균 시추비용 상승 요인으로 작용할 전망이다.

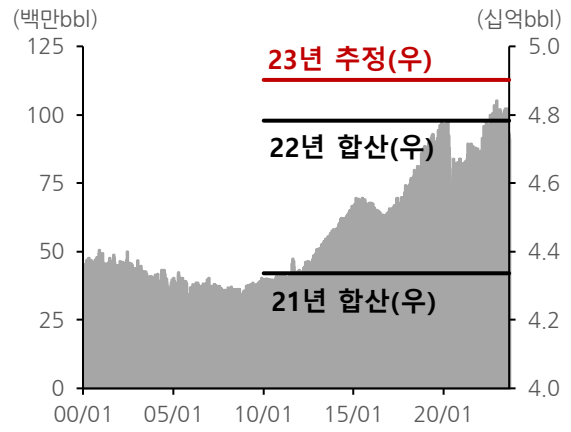
23년 10월말 기준 미국 유정관 Spot 가격은 \$2,050/톤을 기록했다. 1H23 까지 작용하던 하락세 둔화와 더불어 과거대비 높은 가격을 유지 중인 상황이다. 코로나 19 이후 미국의 리그 수가 급격히 증가하며 유정관 Shortage 가 발생했고, 이에 따른 가격의 급격한 상승세가 나타났으나, 공급부족이 점진적으로 해결되며 가격은 하락세를 기록했다. 하지만, 여전히 과거대비 높은 가격레벨을 지속 중인 상황이며, 원자재 가격 역시 시추비용 상승에 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

미국 원유 수출량 추이



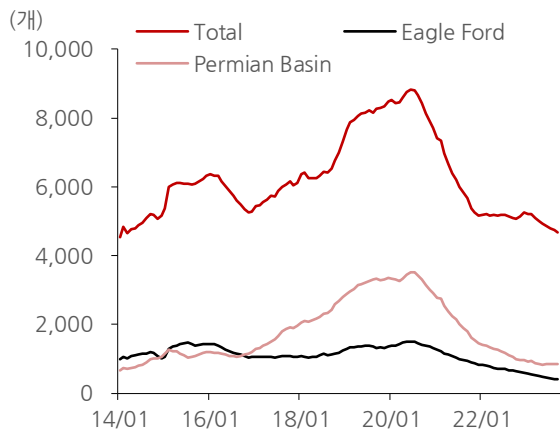
자료: EIA, SK 증권

미국 원유 생산량 추이



자료: EIA, SK 증권

미국 DUC 유정 수 추이



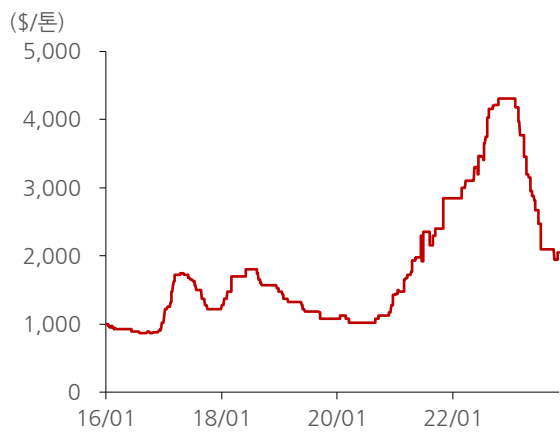
자료: EIA, SK 증권

미국 E&P 비용 YoY



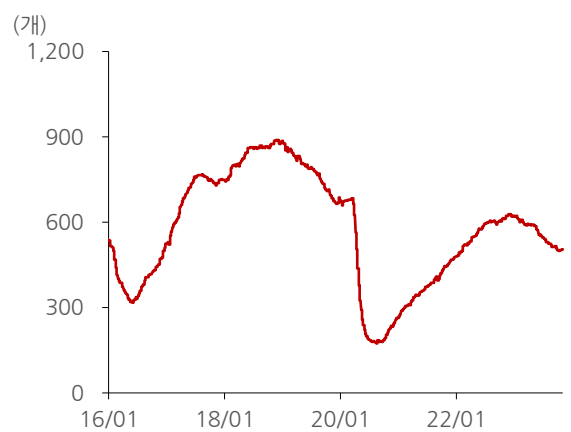
자료: Dallas Fed, SK 증권

미국 유정관 Spot 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

미국 Rig Count 추이

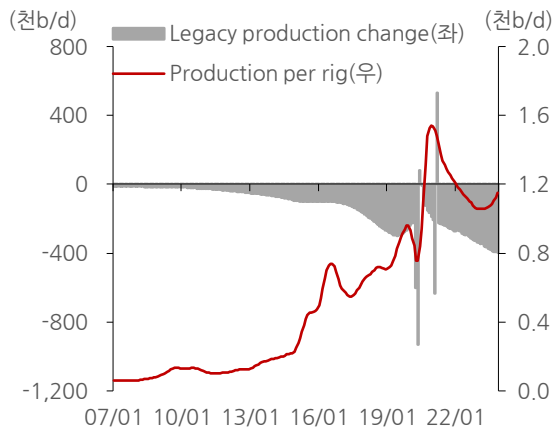


자료: EIA, SK 증권

**3Q23 지속된 생산성 약화는
24년에도 지속될 것으로 예상**

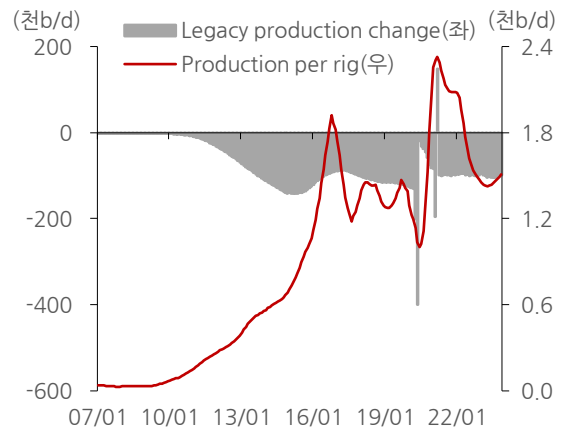
미국 지역 생산성 약화는 3Q23 에도 지속됐다. 3Q23 QTD Permian Basin 지역 리그당 생산량은 -6.5% YoY, Eagle Ford는 -19.3% YoY 를 기록했다. 4Q23 들어 리그당 생산성은 소폭 증가했지만, 여전히 유정 개발이 활발했던 21년 고점대비 20%이상 낮은 레벨이다. 보수적인 투자환경이 전개되며 리그 수 감소 및 리그 당 생산성 감소는 현재 진행형이며, 24년에도 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라, 미국 지역의 생산량은 24년 단기적으로 증가하기 어려울 전망이다.

미국 Permian Basin 리그 당 생산성 추이



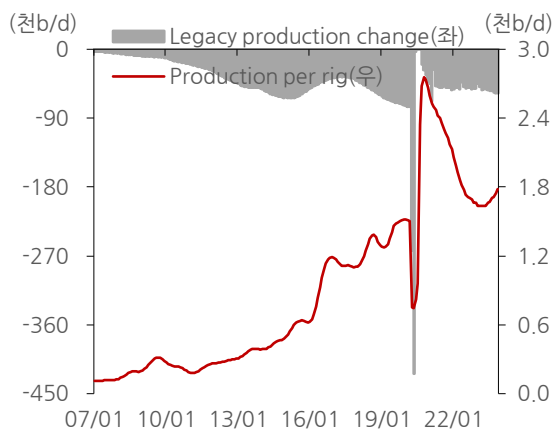
자료: EIA, SK 증권

미국 Eagle Ford 리그 당 생산성 추이



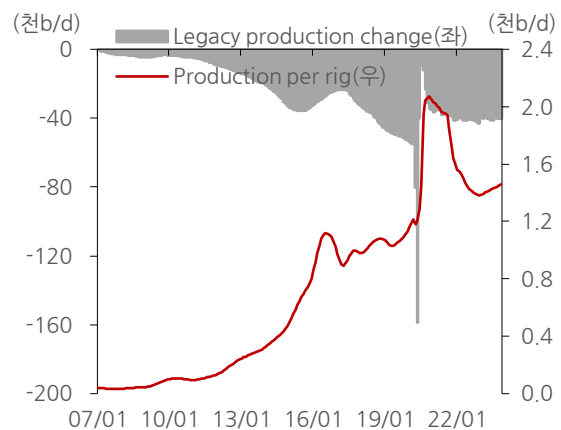
자료: EIA, SK 증권

미국 Bakken 리그 당 생산성 추이



자료: EIA, SK 증권

미국 Niobrara 리그 당 생산성 추이



자료: EIA, SK 증권

(4) 미국의 남은 카드, 공급 취약국 제재완화 vs 지정학적 리스크 부각

남은 카드는 공급 취약국 완화.
하지만, 지정학적 리스크
부각되며 지연될 것

미국은 단기적으로 자국내 공급량 확대가 어려운 상황에서 SPR 추가 방출 또한 제한돼 사용할 수 있는 카드가 제한적인 상황이다. 이러한 상황에서 OPEC+ 등의 감산으로 원유 공급 축소에 대한 대응책으로 미국은 공급 취약국 완화 카드를 지속적으로 언급해왔다.

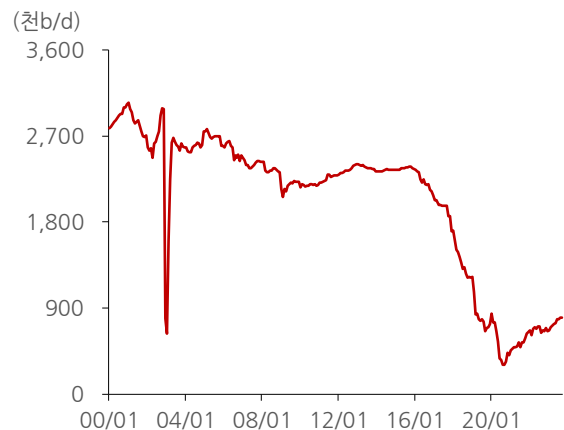
23년 10월 미국은 베네수엘라 제재완화를 발표했다. 하지만, 설비 노후화 및 폐쇄 등에 따라 공급 확대까지는 시간이 더 필요한 상황이며, 제재 완화에 따른 공급 업사이드는 20만 b/d 수준으로 추정된다. 한편, 이란 제재 완화 카드 또한 미국은 지속적으로 언급해왔다. 제재 시행 이후에도 우회 수출 등으로 생산량을 지속적으로 확대해온 이란의 경우 베네수엘라보다 공급 업사이드가 클 것으로 추정된다. 05년도 생산량 고점 400만 b/d 수준을 고려하면 업사이드는 100만 b/d 수준이나, 제재 이후 진행된 설비 폐쇄 및 노후화 등을 고려하면 지속가능한 Capa 수준은 이보다 적을 것으로 예상되며, 50만 b/d 정도의 공급 업사이드가 남아있을 것으로 추정된다. 결과적으로 현재 진행 중인 사우디 중심의 감산을 커버할 수 없을 것으로 예상되며, OPEC+의 추가 감산 여력까지 고려한다면, OPEC+를 중심으로 한 공급단의 영향력은 24년에도 지속될 것으로 예상된다.

이란 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

베네수엘라 원유 생산량 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

이-팔 전쟁은 단기적 Premium 이 아닌 지정학적 리스크 부각에 따른 미국의 영향력 축소

이-팔 전쟁 리스크 완화 등에 따라 현재 유가에 반영되어 있는 Premium은 크게 하락했다. 과거 사례를 보면, 원유의 직접 공급 국가가 아닌 지역의 지정학적 Premium 은 \$5~7/bbl 수준이, 직접 공급 국가에서 발생한 리스크에 따른 Premium 은 \$16~20/bbl 수준으로 형성됐다. 따라서, 확전 발생시 유가의 하단은 \$95/bbl 이상에서 형성될 것으로 예상된다. 하지만, 이러한 경우에도 장기적인 유가의 방향성은 달라지지 않았으며, 단기적인 추세로 형성됐다. 결국, 확전 양상을 제외하고 보면 유가의 오버슈팅은 제한적이며, 그동안 미국의 느슨해진 제재를 바탕으로 원유 우회 수출 등을 확대한 이란의 입장에서 볼 때 확전으로 행길 수 있는 이익 역시 제한적이라는 판단이다.

하지만, 핵심은 이-팔 전쟁으로부터 다시 부각된 지정학적 리스크는 미국의 영향력을 축소시키는 요인으로 작용할 것이라는 점이다. 부각된 지정학적 리스크는 미국의 공급 취약국 제재 완화카드에 제동을 거는 요인으로 작용할 것이기 때문이다. 특히, 공급 업사이드가 상대적으로 높은 이란 제재 완화의 경우 지정학적 리스크에 따라 크게 지연될 것으로 예상된다. 결국, 24년 미국의 영향력은 약해지고, 중동의 영향력은 반대로 강해지는 상황이 지속될 것으로 예상되며, 하단은 공급단의 영향력에 따라 견고하게 유지될 것이라는 전망이다.

유가 및 지정학적 Event 추이



자료: Bloomberg, 언론종합, SK 증권

(5) 고유가, 고금리 영향은 1H24 본격화, 2H24 금리 인하는 상방 요인

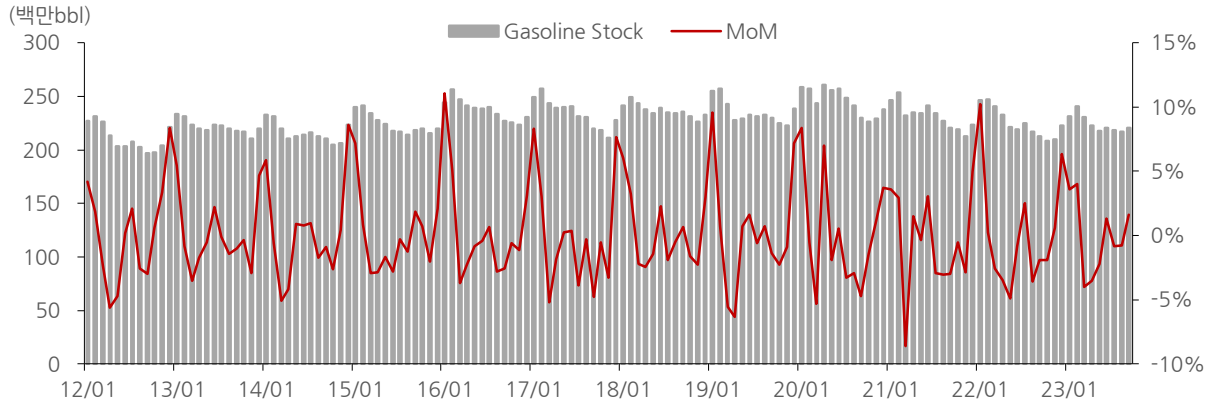
미국 수요 둔화는 현재 진행형.
고유가, 고금리로 인한 유가
하방압력은 1H24 본격화 될 것

23년 9월 평균 미국 휘발유 재고는 2.2억배럴로 7월 평균대비 소폭 상승했다. 반면, 3Q22, 3Q21을 살펴보면 각각 1,200만배럴, 1,400만배럴 감소를 기록했었는데, 3분기 성수기 효과를 감안할 때, 고유가 및 고금리에 따른 수요 둔화는 진행 중이다. 미국 소비와는 별개로 이동수요의 감소에 따른 다운스트림 수요 둔화가 진행 중이라는 판단인데, 23년 서베이 결과에 따르면 휴가 계획을 가지고 있는 80% 이상은 여행 횟수 및 예산을 낮추고, 장거리 여행을 피하는 등 수요 심리에 실질적인 영향은 진행 중인 상황이다.

또한, 23년 금리인상에 따른 유가 하방압력은 24년 본격적으로 발생할 전망이다. 과거 사례를 살펴보면, 공급 부족 상황에서 유가가 이끈 금리인상은 6~12개월의 시차를 두고 유가의 하방압력으로 작용했었다. 이에 따라, 23년 고금리 기조는 시차를 두고 1H24 본격적으로 반영될 것으로 예상된다.

한편, 1H24 지속될 유가 하방 압력에 따른 유가 하향 안정화에 따른 점진적 수요 회복과 2H24 금리인하 국면(SK 증권 하우스 뷰) 진입에 따라 2H24 유가는 점차 상승압력이 강해질 것으로 예상된다. 과거 사례를 보면 금리 인상기에는 시차를 두고 유가가 반영했던 반면 금리 인하 국면에서는 상대적으로 시차가 짧았던 것을 알 수 있는데, 유가 상승이 금리 인상을 이끌고, 수요 둔화로 이어져 공급이 감소하는 사이클에서의 시차 대비 금리인하가 수요 회복으로 이어지고, 공급은 단기적으로 상승하기 어려운 상황이 이어졌기 때문이다.

미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, SK증권

유가 및 미국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, Petronet, SK증권

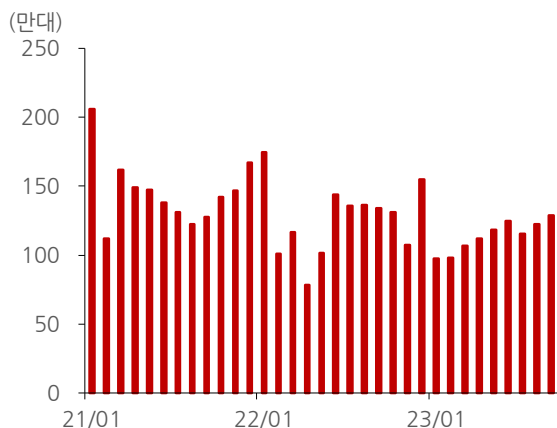
(6) EM 수요 상승은 제한적이지만, 나빠질 이유도 없다

EM 수요 성장세 둔화되겠지만,
나빠질 이유 없는 상황. 견조한
흐름 지속할 것

22년도 락다운 기저에 따른 효과 제거 및 고유가 상황 지속에 따라 EM 지역 다운스트림 수요 성장은 24년 둔화될 것으로 예상된다. 하지만, 견조한 흐름을 지속하고 있는 내연기관 판매량과 항공유, 산업용 수요 업사이드를 고려하면, 24년 EM 지역의 수요는 견조하게 지속될 것으로 예상된다. 중국 내연기관 판매량은 3Q23 366.3만대로 +3.3% QoQ 를 기록했다. 또한, 인도의 경우 오히려 내연기관 비중 상승세가 지속 중이다. 또한, 중국 항공당국은 국내선 항공편을 코로나 19 이전대비 34% 증편할 것을 계획 중인 상황이다.

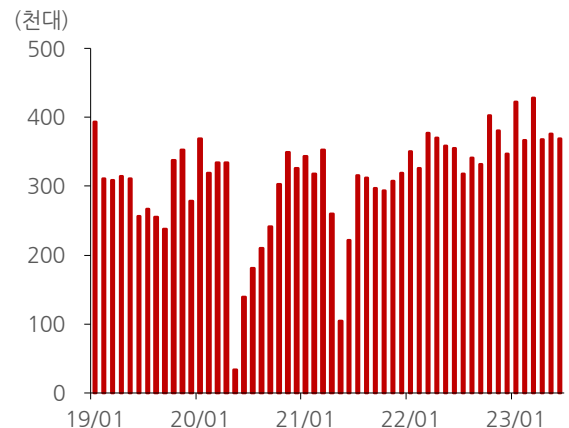
3Q23 고유가에도 불구하고 EM 지역의 견조한 다운스트림 수요는 지속됐다. 23년 8월 중국 휘발유 소비량은 360만 b/d 로 +2.0% YoY 를 기록했으며, 경유 소비량은 410만 b/d 로 +30.0% YoY 를 기록했다. 이동수요가 강하게 지속되고 있다는 판단인데, 8월 중국 육상 화물수송량은 +8.8% YoY 를 기록하며 상승세를 지속했으며, 육상 승객 수송량 역시 +26.4% YoY 를 기록하며 견조한 흐름을 지속했다. 3Q23 인도 지역 휘발유 소비량은 914만톤으로 +5.7% YoY 를 기록했고, 디젤 소비량은 2,005만톤으로 +4.3% YoY 를 기록하는 등 인도 역시 다운스트림 수요 강세를 이어가고 있다. 이에 따라, 3Q23 정제처리량 역시 견조한 흐름을 지속했다.

중국 내연기관 판매량 추이



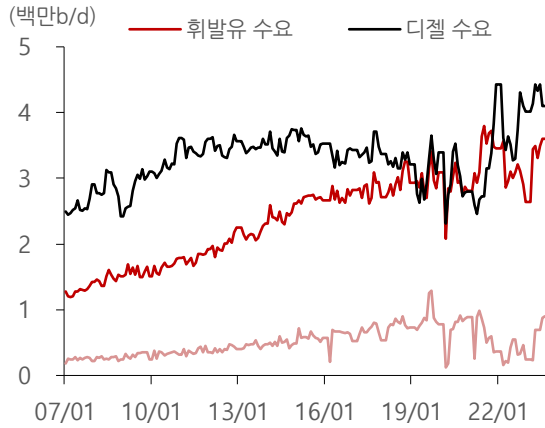
자료: CPCA, SK 증권

인도 자동차 판매량 추이



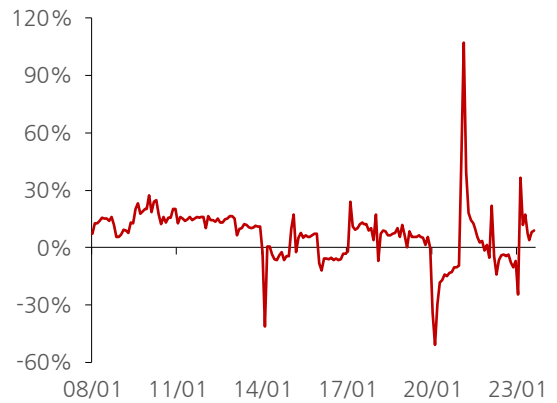
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 다운스트림 소비량 추이



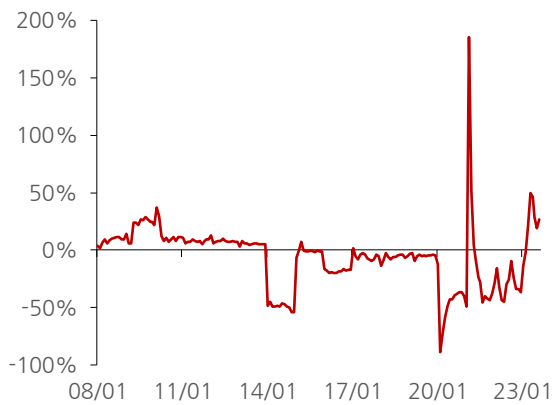
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 육상 화물수송량 YoY 추이



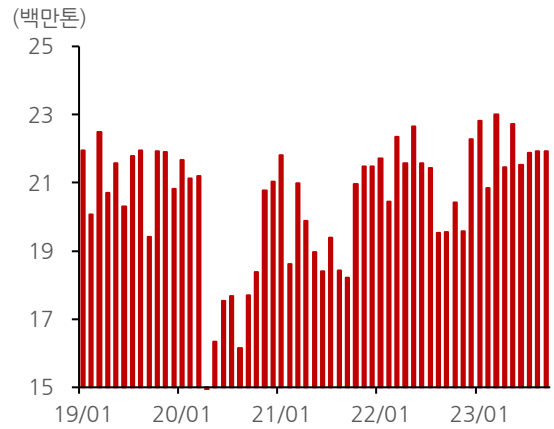
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 육상 승객수송량 YoY 추이



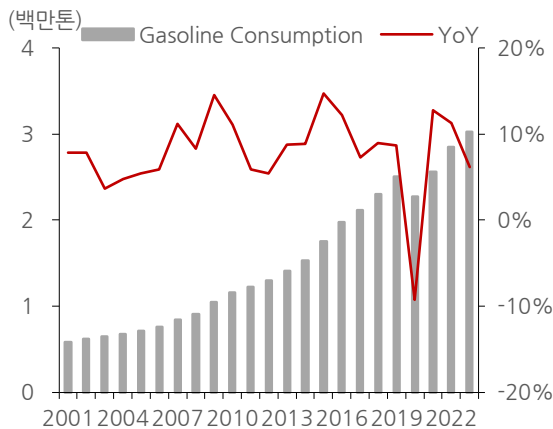
자료: 국가통계국, SK 증권

인도 정제처리량 추이



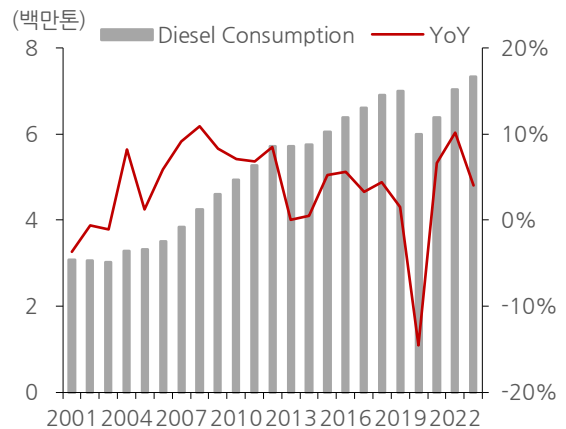
자료: Bloomberg, SK 증권

인도 휘발유 소비량(평균) 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

인도 디젤 소비량(평균) 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

(7) 정제마진은 1Q24 저점을 지나 회복 예상

정제마진 1Q24 저점, 하반기 회복
예상. 연평균 \$9.5/bbl 로 우호적
업황 전개

24년 정제마진은 1Q24 을 저점, 3Q24 고점을 형성하며 평균 \$9.5/bbl 수준을 기록할 것으로 전망한다. 2H24 수요 개선에 따른 정제마진 확대가, 2Q24 유가 저점에 따른 Lagging 효과 반영으로 3Q24 정제마진 고점을 형성할 것으로 예상된다. 23년대비 정제마진은 하향 안정화되겠지만, 21년 평균 \$9.1/bbl 대비 높은 우호적인 업황이 지속될 것으로 예상되며, 변동성은 올해 대비 축소될 것으로 전망된다.

정제설비 증설은 23년대비 절반
수준으로 축소, 공급부담 적은
상황 지속

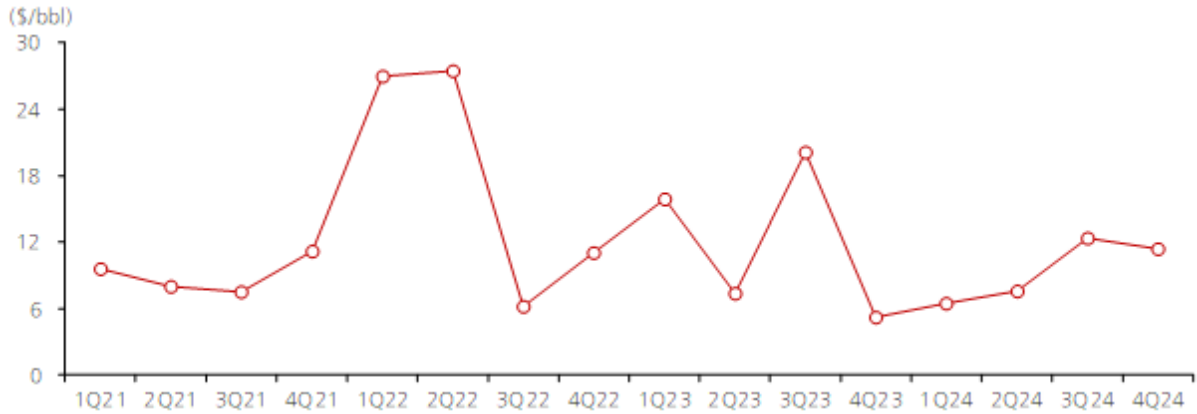
24년 글로벌 정제설비 순증설 Capa 는 59.1만 b/d 로 추정된다. 23년 108.8만 b/d 대비 절반 수준의 증설이 예상되며, 이에 따라 다운스트림 증설 부담은 완화될 것으로 예상된다. 아시아 지역의 순증설은 22만 b/d 로 23년 20.6만 b/d 대비 소폭 증가할 것으로 예상되나, 23~24년 EM 지역의 수요 성장을 고려할 때 공급 부담 요인으로 작용하지 않을 전망이다.

한편, EM 지역의 수요 성장에 따라 24년도에도 중국/인도 지역의 수출량의 증가는 제한적일 전망이다. 23년 9월 중국 국영 가동률 82.7%, Teapot 66.2%로 견조한 레벨을 지속 중이다. 하지만 중국 다운스트림 순수출량은 125만톤으로 8월 대비 하락했다. 24년 역시 현재 가동률 수준과 아시아 증설 물량을 고려할 때, 순수출량의 급증은 제한적일 것으로 예상된다. 수요 성장은 둔화되겠지만, 견조한 EM 지역의 다운스트림 소비는 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

타이트한 공급 및 2H24 수요
회복 바탕으로 우호적 업황은
24년 지속될 것

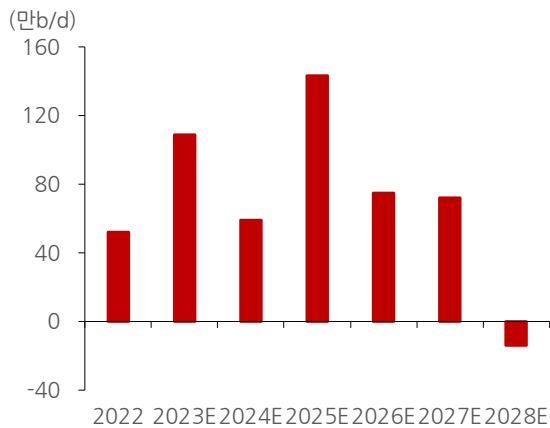
결국, 타이트한 다운스트림 공급과 2H24 글로벌 석유제품 수요의 점진적 회복을 바탕으로 24년도 에너지 업황은 우호적인 상황을 이어갈 것으로 예상되며, 강한 공급단의 영향력을 바탕으로 하단은 견고한 업황이 지속될 것으로 전망한다. 에너지 업종에 대한 '비중확대' 의견 유지한다.

정제마진 추이 및 전망



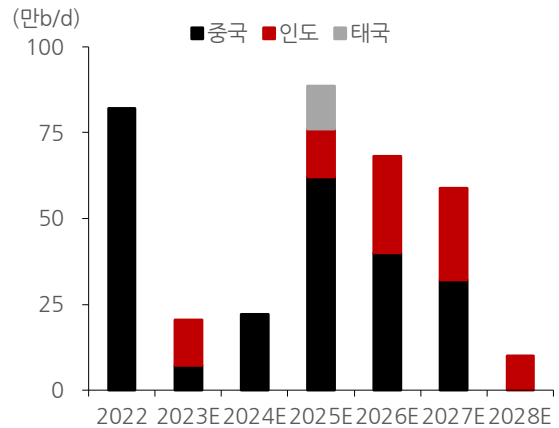
자료: Petronet, SK 증권

글로벌 정제설비 Capa 순증설 추이 및 전망



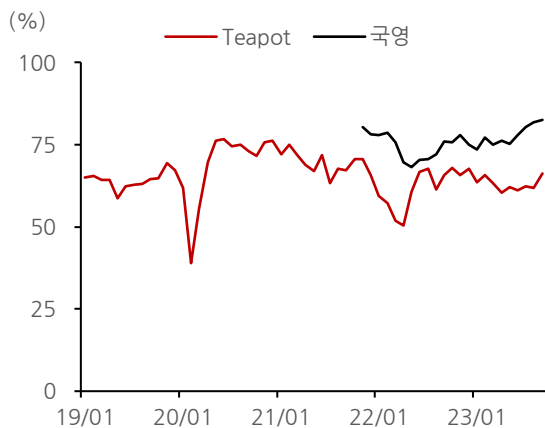
자료: 산업자료, SK 증권

아시아 정제설비 Capa 순증설 추이 및 전망



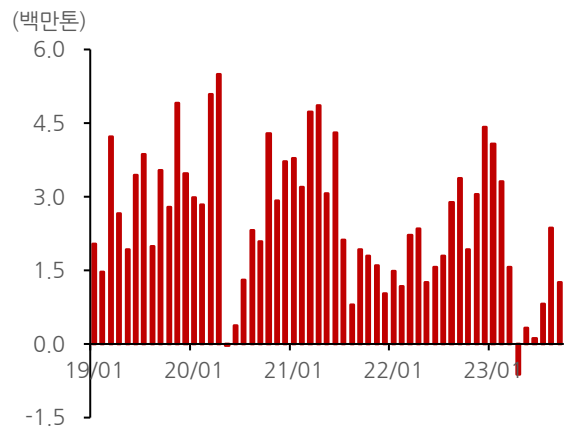
자료: 산업자료, SK 증권

중국 정제설비 가동률 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

중국 다운스트림 순수출량 추이



자료: 해관총서, SK 증권

3. [화학] 업황 턴어라운드를 기대하기는 이른 시점

(1) 24년 선호 Chain: 가성소다, 합성고무, 건자재

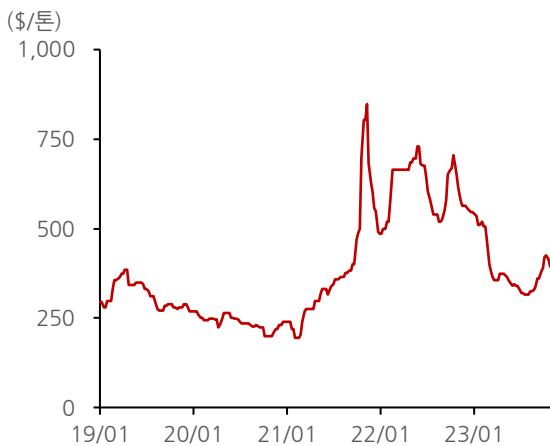
24년 중국 수요 개선이
선행되더라도 국내 수혜로
이어지는 것은 제한적

화학 업종에 대해 중립 의견을 제시한다. 24년 중국 수요의 개선이 선행되더라도 국내 수혜로 이어지는 것은 제한될 것으로 예상된다. 한편, 공급과잉 국면은 23년을 지나 24년까지 지속될 것으로 예상되는 시점에서 화학 업황의 턴어라운드는 지연될 것으로 전망한다. 또한, 24년 \$70~90/bbl의 유가 레벨 전망에 따라 원재료 부담 역시 가중되며 스프레드의 반등을 예상하기 어렵다는 판단이다.

24년 선호 체인: 가성소다,
합성고무, 건자재 / 상대적으로
수급 측면에서 우호적

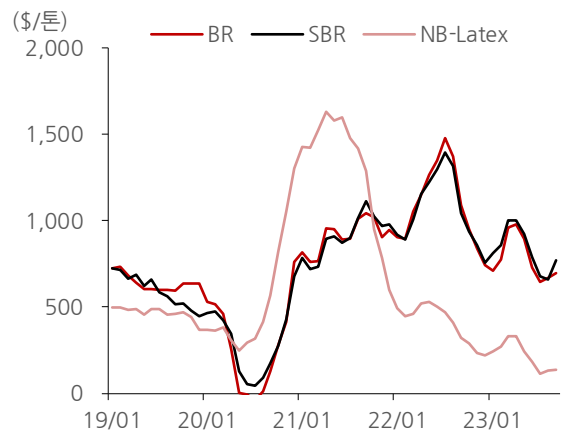
24년 선호 Chain 으로 가성소다, 합성고무 및 건자재를 제시한다. 타 다운스트림 대비 상대적으로 수급 측면에서 양호하다는 판단이다. 가성소다의 경우 2차전지 수요 2H24부터 점진적으로 회복될 것으로 예상되며, 중국 노후 설비 규제 강화, 유럽 가성소다 경쟁력 약화 등에 따라 수급 측면에서 우호적일 것으로 예상된다. 합성고무의 경우 타 다운스트림 대비 증설 부담이 상대적으로 적고, 기초제품 가격의 하락에 따른 스프레드 확대가 예상된다. Epoxy, PVC 등 건자재는 23년 저점으로 24년 중국 및 EM 인프라 투자 확대, 경기 부양책에 따라 수요 회복이 기대된다.

아시아 가성소다 가격 추이



자료: Ciscem, SK 증권

합성고무 스프레드 추이



자료: Ciscem, Trass, SK 증권

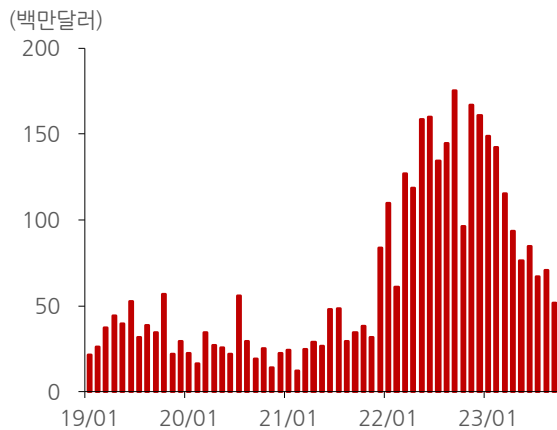
① 가성소다

가성소다 수요 증가 대비 공급은
타이트한 상황 지속될 것

23년 9월 중국 가성소다 수출액은 5,144 만달러로 -70.7% YoY, -27.0% MoM 을 기록했다. 또한, 중국 가성소다 Capa 역시 23년 4,729 만톤으로 23년 4,806 만톤대비 감소할 것으로 예상된다. 중국 전력난 및 노후 설비 규제 완화에 따라 설비 가동을 저하 등이 지속되며 중국 역내 공급은 감소할 것으로 전망된다. 한편, 유럽의 경우에도 전력비 상승 등의 영향에 따라 가성소다 경쟁력이 지속적으로 악화되고 있는 상황이다.

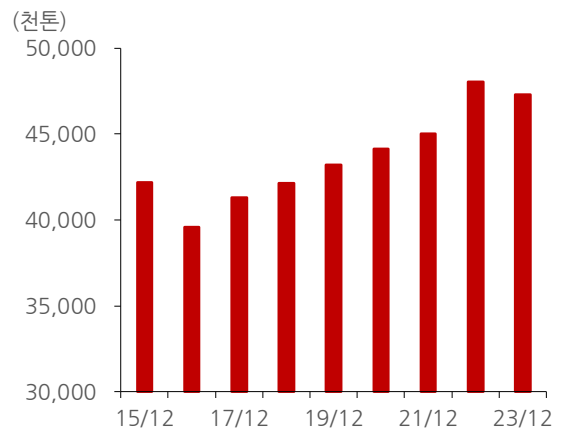
한편, 2차전지용 가성소다 수요 회복은 2H24 부터 점진적으로 가능할 전망이다. 특히, 양극재 업체들의 전구체 수직 계열화에 따라 국내 가성소다 수요 성장은 지속될 것으로 예상된다. 전구체 1톤당 0.9톤의 가성소다가 필요하며, 알루미늄 제련에 필요한 가성소다까지 고려할 때, 배터리 1GWh 당 400톤의 가성소다가 필요할 것으로 추정된다. 전방산업 성장과 수요 성장에 따라 향후 가성소다 수익성 역시 점진적 개선이 가능할 것이라는 판단이다.

중국 가성소다 수출액 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

중국 가성소다 Capa 추이



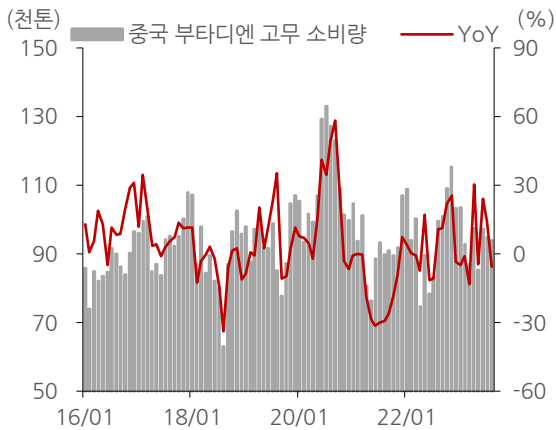
자료: 산업자료, SK 증권

② 합성고무

상대적으로 증설 부담 적은
합성고무 체인의 이익 방어력
높을 전망

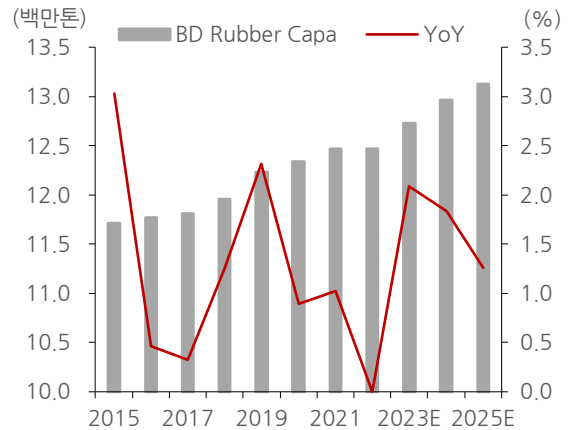
23년 9월 중국 BD 고무 소비량은 9.4만톤으로 -5.7% YoY를 기록했다. 하지만, 소비량 감소세는 크게 완화됐다는 판단이며, 2H23 들어 견조한 흐름을 지속 중이다. 또한, 중국 교체용 타이어 수요는 +11.0% YoY를 기록하며 증가세를 이어가고 있고, 24년 EM지역 신차 판매 확대에 따라 타이어향 수요 증가 역시 예상된다. 한편, 중국의 BD 고무 Capa는 23년 1,270만톤으로 +2.1% YoY 증가가 예상되며, 24년 1,300만톤, +1.8% 증가가 전망된다. 20년~22년 증설이 매우 적었던 사실을 고려하면, 증설에 따른 공급부담은 상대적으로 적을 것으로 예상된다.

중국 BD Rubber 소비량 추이



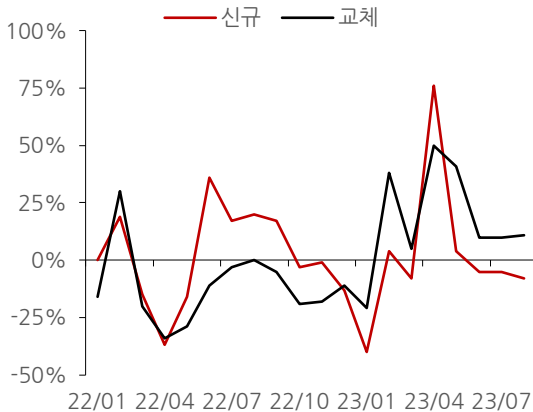
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 BD Rubber Capa 추이 및 전망



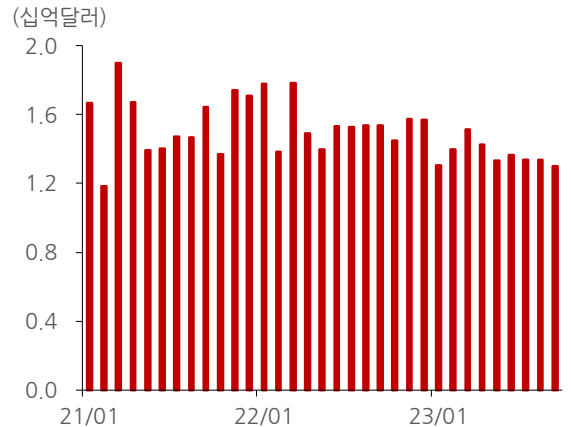
자료: 산업자료, SK 증권

중국 타이어 수요 YoY 추이



자료: Michelin, SK 증권

중국 합성고무 수입액 추이



자료: 해관총서, SK 증권

(2) 문제는 해결되지 않는 공급과잉, 24년 공급과잉 지속

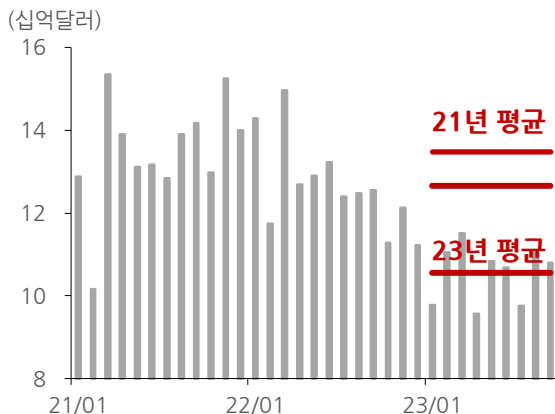
24년 공급과잉 지속. 23년대비 신증설은 감소하겠지만, 여전히 높은 레벨로 수요성장대비 상회

23년에 이어 24년 공급과잉은 지속될 전망이다. 24년 글로벌 Ethylene 신규 증설은 430만톤으로 추정된다. 23년 960만톤에 비해 감소하겠지만, 수요 증가 380만톤대비 증설 부담은 지속될 것으로 추정된다. Propylene과 BD 역시 각각 770만톤, 49만톤으로 수요 순증대비 신규 증설되는 Capa가 더 큰 상황에서 공급부담은 계속될 전망이다. PE, PP, PVC 등 주요 Polymer 역시 상황은 비슷한데, PE(HDPE, LDPE, LLDPE 포함) 320만톤, PP 700만톤, PVC 150만톤 등 신증설 Capa는 올해대비 감소하겠지만, 여전히 높은 레벨을 지속할 전망이다.

24년에도 높아질 중국 가동률과 자급률에 따라 국내 수혜 제한적

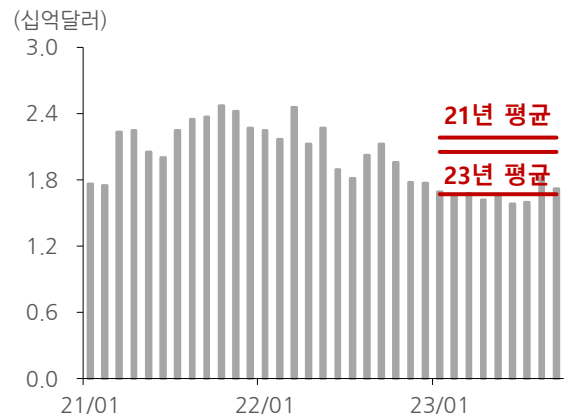
중국의 수요 회복에도 불구하고 중국 역내 가동률 및 자급률 상승 역시 부담으로 지속될 것으로 예상된다. 중국은 2020년대 들어 대규모 증설을 지속해온 상황이며, 가동률 상향, 자급률 증대를 국가목표로 지정하고 시행 중인 상황이다. 이에 따라, 24년 증설의 50% 수준이 중국 역내 증설될 것으로 추정되며, 따라서, 중국 수요 회복에 따른 국내 화학 섹터 수혜는 제한될 것으로 전망한다. 중국 Ethylene 기준 가동률은 23년 평균 79.4%(vs. 글로벌 Ethylene 명목가동률 80.3%)로 추정되고 아직 정상가동률에 미치지 못하는 수준이며, 향후 자국 수요 증가에 따른 가동률 상승 역시 가능한 상황에서 중국 수요 증가가 국내 수혜로 즉시 연결될 가능성은 낮다는 판단이다.

중국 화학제품 수입액 추이



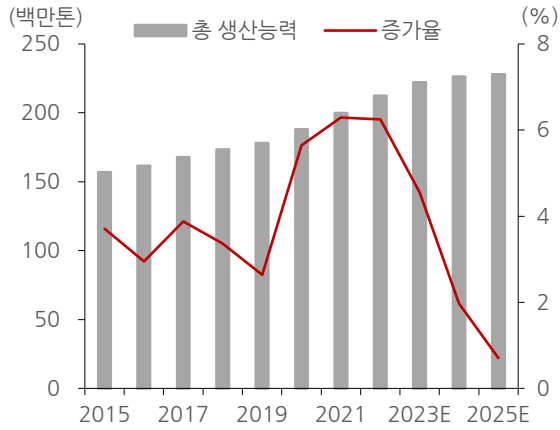
자료: 국가통계국, SK증권

국내 화학제품 대중국 수출액 추이



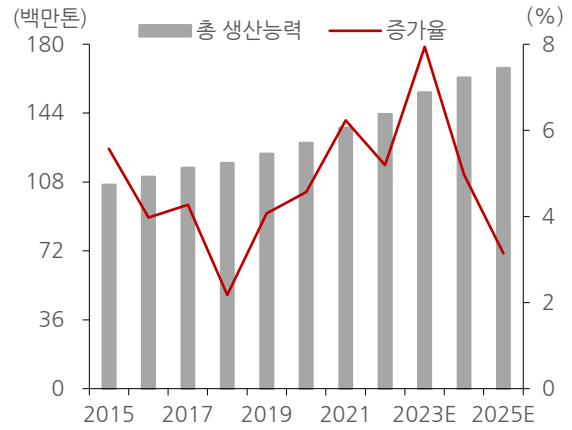
자료: Trass, SK증권

글로벌 Ethylene Capa 추이 및 전망



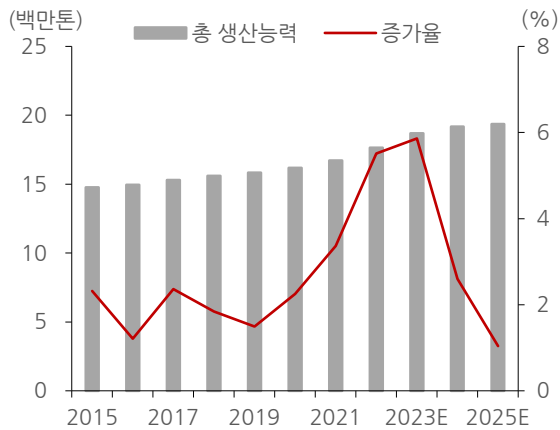
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 Propylene Capa 추이 및 전망



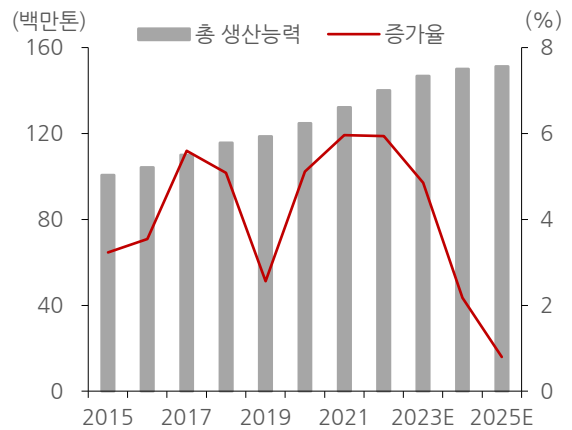
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 BD Capa 추이 및 전망



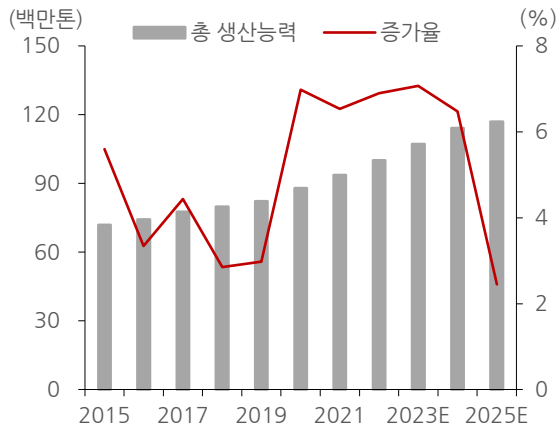
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PE Capa 추이 및 전망



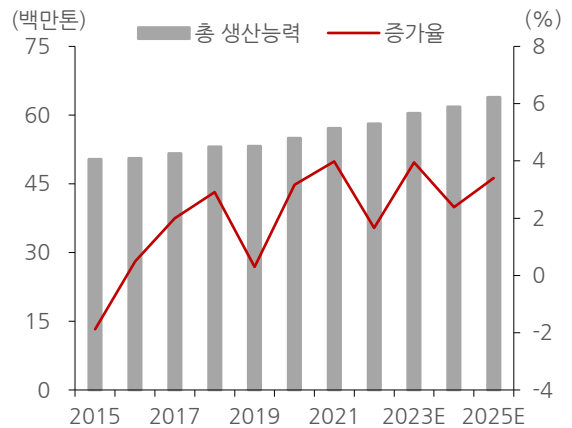
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PP Capa 추이 및 전망



자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PVC Capa 추이 및 전망



자료: 산업자료, SK 증권

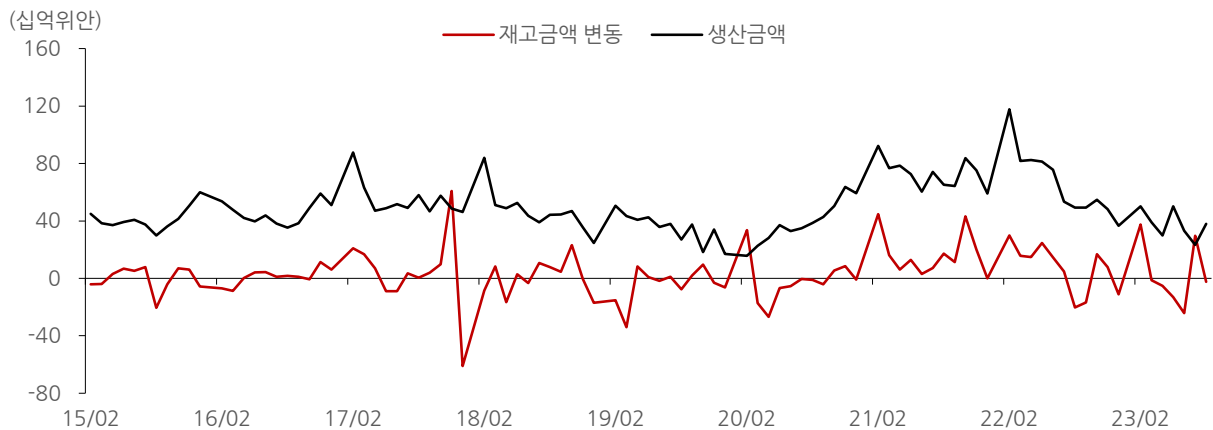
(3) 중국 수요가 국내 수혜로 연결되지 않는 문제

2H23 들어 중국 화학섹터 수요는 개선되고 있으나, 국내 수혜로 연결되고 있지 않은 상황

23년 8월 중국 화학제품 재고는 9,169 억위안으로 전년대비 +2.0%로 소폭 상승했다. 하지만, 21~22년과 비교한다면 재고부담은 크게 완화되고 있는 상황이다. 또한, 생산 증가율 역시 2H23 들어 점차 반등하고 있는 상황이다. 중국 수요 개선은 이미 진행중인 것으로 볼 수 있는데, 24년 유가와 금리 부담 장기화가 예상되는 시점에서 중국 수요의 추가적인 개선은 지연될 것이라는 판단이다. 제품마다 차이는 있겠지만, 기초 화학제품 수요의 50%가 동북아 지역에서, 이중 50% 수준이 중국에서 발생한다는 사실을 고려하면, 올해 중국 역내 수요 성장의 둔화는 결국 화학제품 수요 개선을 지연시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 주요 기관 전망에 따르면 24년 Ethylene 수요는 +2.1% YoY, Propylene +3.2% YoY 및 PE +3.4% YoY, PP +2.9% YoY 등으로 전망하고 있다. 하지만, 유가 및 금리 부담 장기화에 따른 수요 둔화와 더불어 중국 수요의 추가적인 개선이 지연될 것으로 판단돼 실제 수요 성장은 이를 하회할 것으로 예상된다.

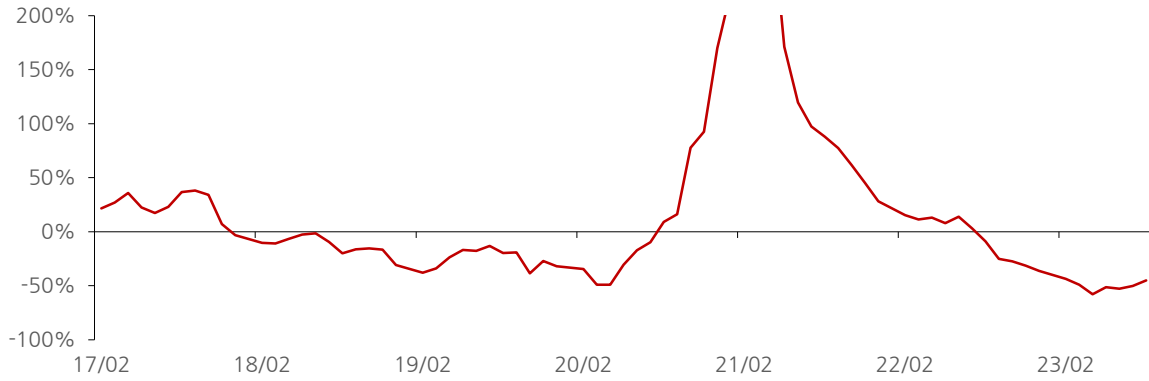
한편, 23년 8월 국내 화학산업 재고율(재고/출하비율)은 여전히 100%를 상회하는 106.9%를 기록 중이다. 7월 115.7%대비 하락했지만, 개선된 중국 수요를 온전히 반영하고 있지 못하는 추세다. 결국 핵심은 중국 역내 공급량과 자급률이 될 것으로 예상된다. 또한, 24년 수요 개선에 대한 의문이 제기되는 시점에서 국내 화학제품 수요 개선은 보수적 관점으로 접근해야 한다는 판단이다.

중국 화학제품 재고 및 생산금액 추이



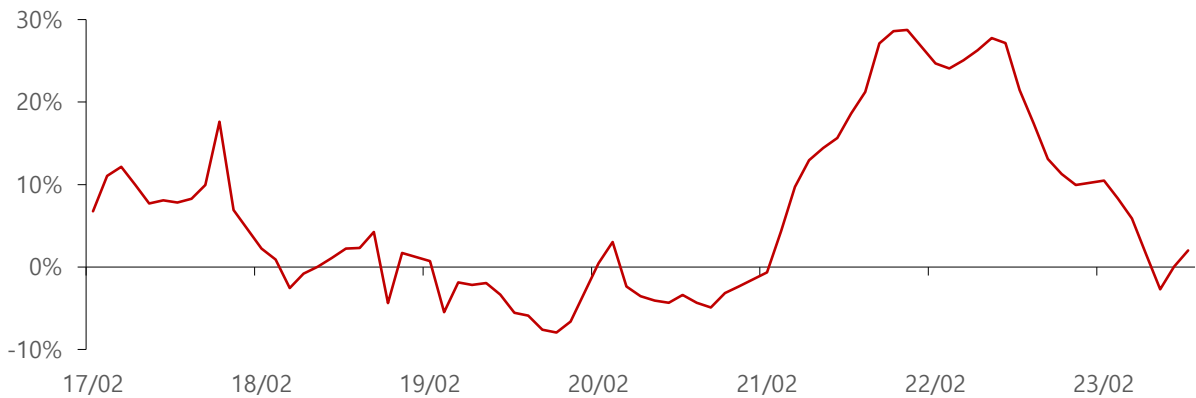
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 화학제품 생산증가율 추이(3MA)



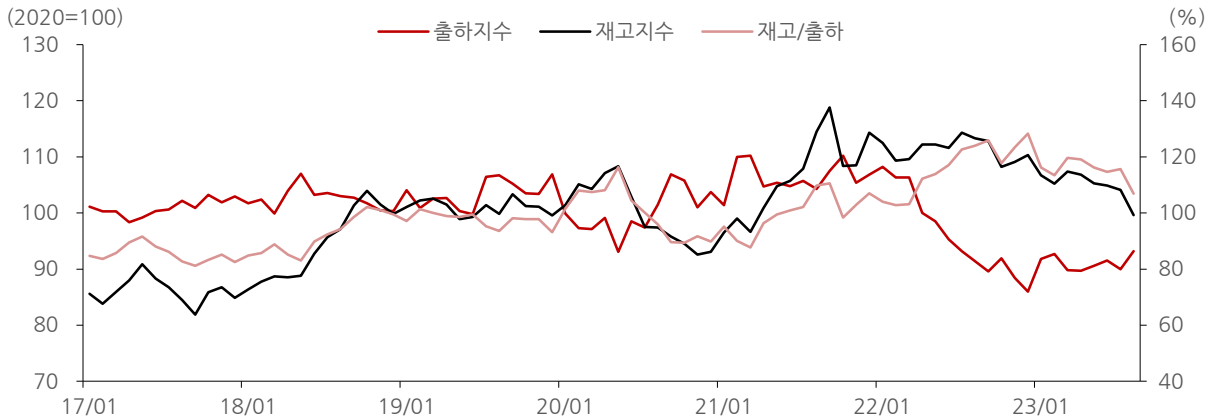
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 화학제품 재고증가율 추이



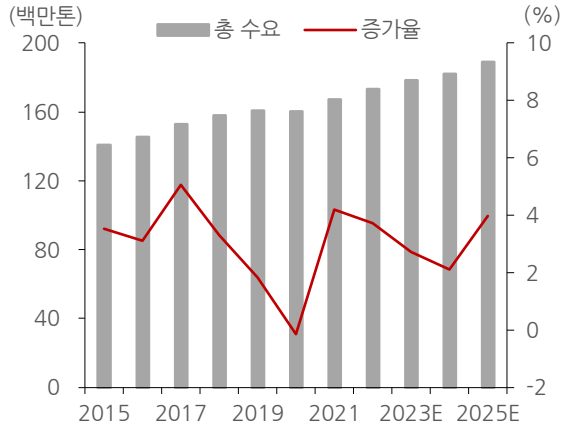
자료: Bloomberg, SK 증권

국내 화학산업 재고/출하 추이



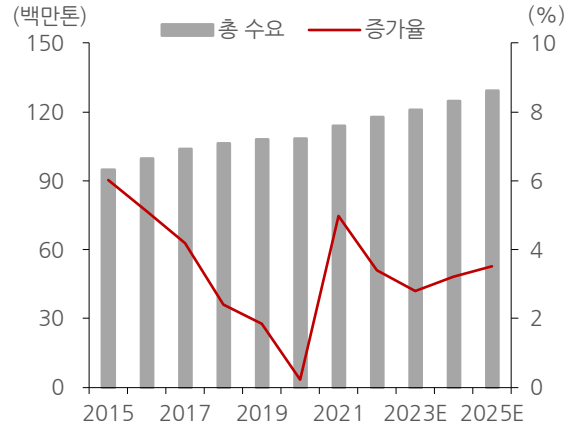
자료: 한국은행, SK 증권

글로벌 Ethylene 수요 추이 및 전망



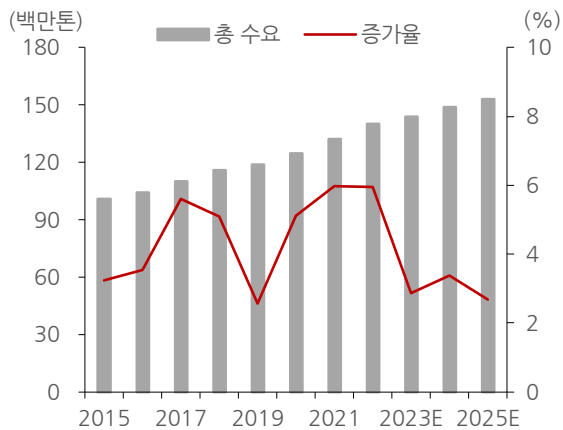
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 Propylene 수요 추이 및 전망



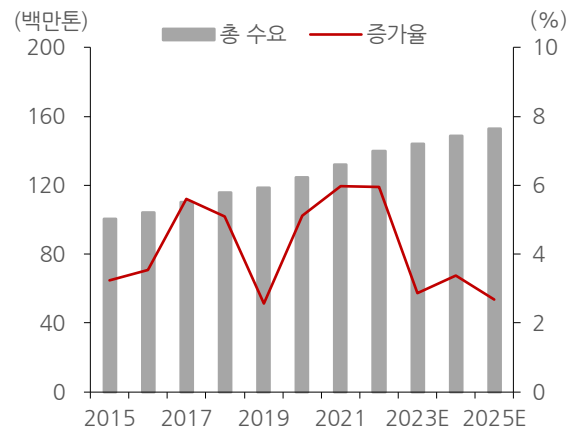
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 BD 수요 추이 및 전망



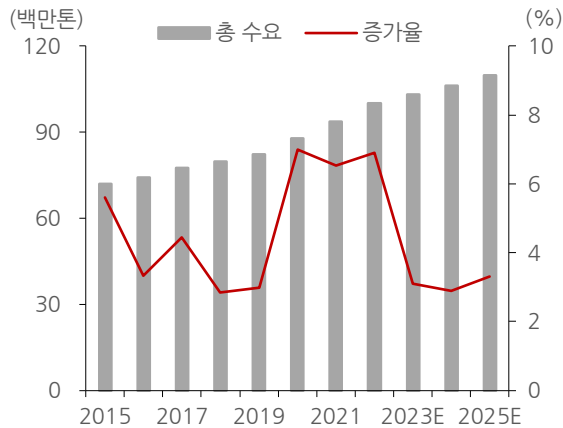
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PE 수요 추이 및 전망



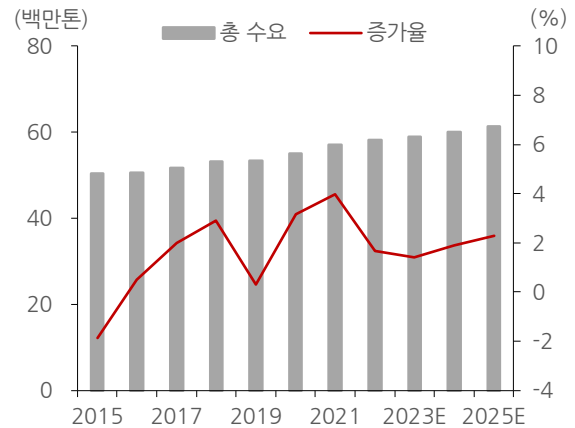
자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PP 수요 추이 및 전망



자료: 산업자료, SK 증권

글로벌 PVC 수요 추이 및 전망



자료: 산업자료, SK 증권

(4) 24년 유가 전망치 \$70 ~ 90 수준은 화학 스프레드 축소를 의미

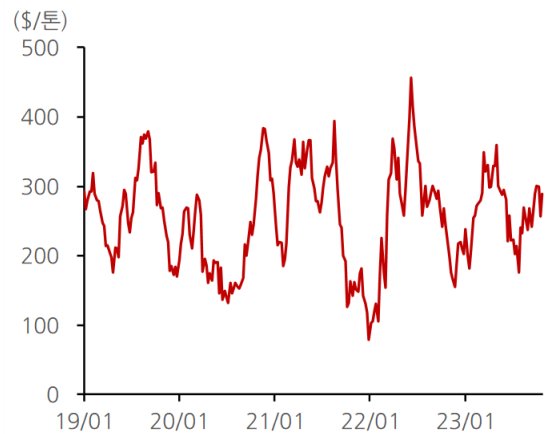
3Q23 Ethylene 평균 가격은 \$896.2/톤으로 -9.2% QoQ(이하 QoQ)를 기록했다. 또한, 스프레드(Ethylene-납사) 역시 \$219.7/톤으로 2Q23 \$246.1/톤 대비 -10.7% 역성장을 기록했다. Ethylene 가격은 수급 우려에 따라 상승이 제한된 반면, 유가 상승에 따른 납사 가격은 동기간 +9.0%를 기록하며 상승했기 때문이다. NCC 가중평균 스프레드 역시 3Q23 평균 \$234.1/톤으로 -21.7%를 기록했다. 3Q23 PE 스프레드는 \$305.0/톤으로 -16.2%를 기록했으며, PP 역시 \$293.6/톤으로 -25.3%를 기록하는 등 주요 Polymer 역시 부진한 시황을 기록했다.

납사가격 추이



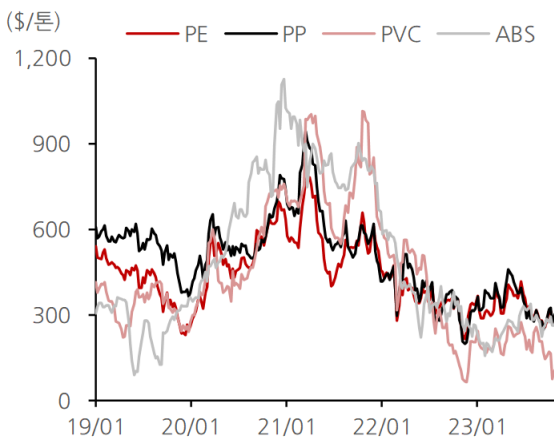
자료: Petronet, SK 증권

주요 Polymer Spread 추이



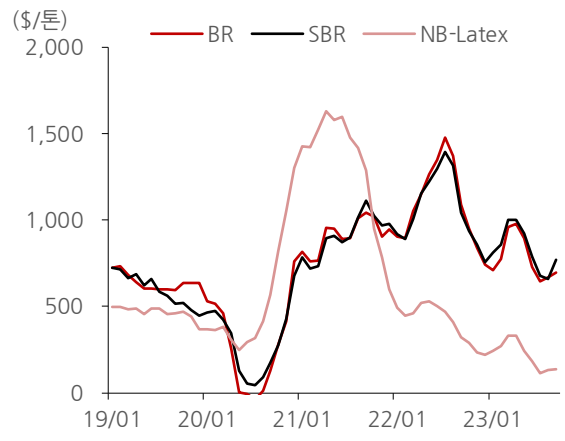
자료: Cischem, SK 증권

NCC Spread 추이



자료: Cischem, SK 증권

합성고무 Spread 추이



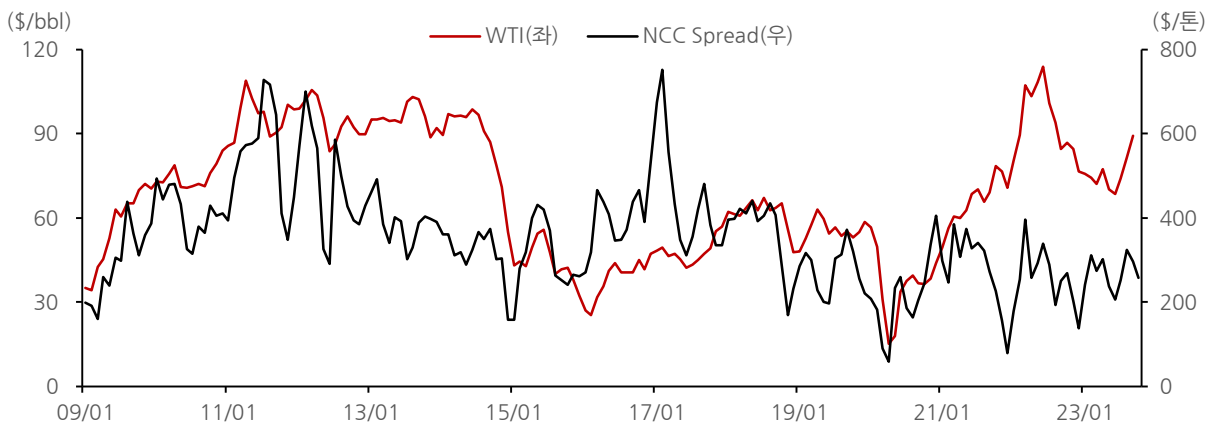
자료: Cischem, Trass, SK 증권

24년 유가 \$70~90/bbl 수준에서 화학 스프레드는 축소될 것으로 예상

24년 공급 우려가 지속될 것으로 예상되는 시점에서 유가 레벨은 \$70~90/bbl로 전망되는 상황은 결국 스프레드 축소를 의미한다. 고유가, 고금리에 따른 수요 우려는 지속될 것으로 예상되는 상황에서 유가 상승에 따른 납사가격 상승은 원재료비 부담으로 이어질 전망이다. 과거 \$70~80/bbl 유가 레벨에서 납사가격은 평균 \$697.8/톤을 형성했었고, 유가 \$60~70/bbl 레벨 대비 NCC 스프레드(1M-Lagging)는 8.5%, Ethylene 스프레드는 24.2% 낮은 수준을 기록했던 점을 고려하면, 24년 유가 레벨은 화학제품 스프레드 축소를 의미한다는 판단이다.

결국 화학제품 스프레드의 개선은 글로벌 수요회복과 유가 레벨다운 두가지 선행조건이 필요하다는 판단이다. 하지만, 24년 고금리 장기화에 따른 수요 둔화 우려는 1H24 지속될 것으로 예상되는 반면, 유가는 \$70~90/bbl이 전망되는 시점에서 화학 업황의 턴어라운드를 단기간에 기대하기는 어렵다는 판단이다.

WTI 유가 및 NCC Spread 추이



자료: Petronet, Cischem, SK 증권

조선/기자재 높아진 기대 vs. 견조한 내년

조선/기자재. 한승한, 3773-9992 | shane.han@sks.co.kr



4. [조선] 24년 조선업 전망

2H23 조선업:
신조선가치수 상승세 및 2~3년치
이상의 수주잔고 유지에도
불구하고 강한 조정

2024년 조선업을 전망하기 앞서 꺾일 줄을 모르는 신조선가치수는 40주 연속 상승세를 보이고 있으며, 조선 3사 모두 2~3년치 이상의 수주잔고를 유지하고 있다. 그러나 올해 하반기 들어 조선주의 강한 조정이 있었다. 한국 증시의 전반적인 하락세를 감안하더라도 코스피 지수 대비 상대적으로 강한 조정이었다. 한화오션의 유상증자 및 일부 조선소의 건조지연에 따른 일부 종목에 대한 주가하락이 있었지만, **무엇보다 국내 조선업 전반에 대한 피크아웃에 대한 우려가 가장 큰 이유다.**

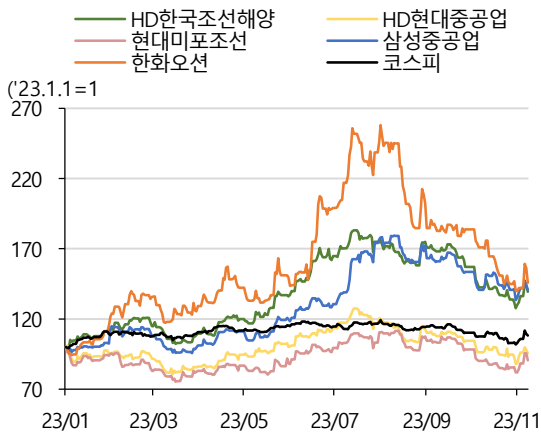
조선업 인력난 문제는 시간이
해결해 줄 문제

올해 언론에서 가장 많이 보도됐던 인력난 문제는 수급 관점에서는 해결이 되는 모습이다. 올해 예상했던 국내 조선업 예상 인력부족은 약 14,000명이었으나 9월 말 기준으로 이미 국내인력과 외국인 인력을 포함해 14,359명의 인력이 투입된 것으로 파악된다. 물론 이들이 숙련공으로 거듭나 본격적인 원가 절감 효과로 나타나기 까지 어느 정도의 시간이 필요하나, 이는 시간이 지나면 해결될 문제라는 판단이다.

수주(Q)와 선가(P) 두 가지 측면
모두에서의 피크아웃 우려를
해소시켜줄 컨빅션이 필요할 때

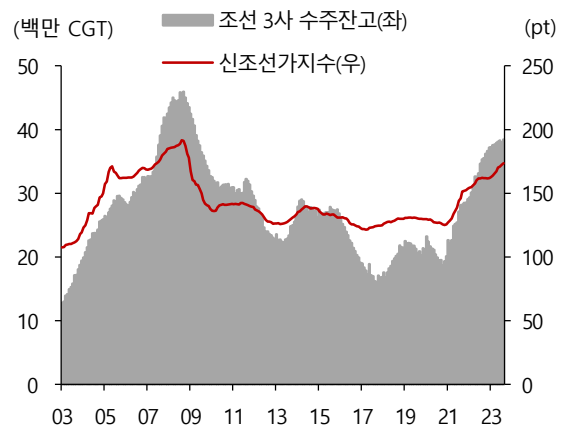
이미 수주잔고에 있는 고선가 물량의 본격적인 건조 비중 확대가 예정되어 있는 국내 조선소의 내년 실적 개선에 대한 의구심을 품는 사람은 적을 것이다. 다만 내년에도 1) 2~3년치 이상의 안정적인 수주잔고와 2) 높은 레벨의 신조선가의 유지가 가능할지에 대한 우려가 팽배해진 상황이다. **2024년 수주(Q)와 선가(P) 두 가지 측면 모두에서의 피크아웃 우려를 해소시켜줄 컨빅션이 필요한 때다.**

코스피 vs. 조선 커버리지 5사 주가 추이 (YTD)



자료 : Clarksons, SK 증권

조선 3사 수주잔고 및 신조선가치수 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

(1) 내년 수주 감소는 불가피, 하지만 우려 대비 양호한 수주를 예상

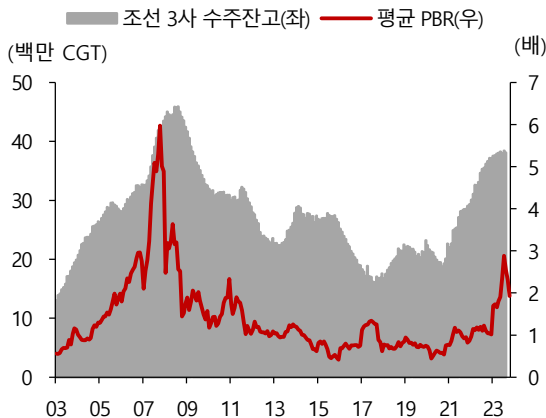
수주 피크아웃 우려의 주된 원인:
'24년 컨테이너선과 LNG 운반선
수주 감소 예상

내년 수주가 예년 대비 감소할 것이라는 시장의 우려가 있다. 주된 원인으로는 1) 역대 최고 수준의 수주잔고가 쌓여 있으며, 운임 약세가 전망되는 컨테이너선, 그리고 LNG 운반선의 발주 감소이다. 결론부터 말하자면 틀린 얘기는 아니다. 국내 조선 3사 모두 내년 컨테이너선의 수주 규모 감소를 예상하고 있으며, 러-우 전쟁 및 카타르 2차 물량으로 인한 '22년과 '23년의 LNGC 대규모 수주를 내년에 상회하기는 어려울 것으로 전망된다. 따라서 내년 컨테이너선과 LNGC 발주 감소를 예상한다.

- 1) 원유탱커: 발주사이클 시작
- 2) LNGC: 규모 감소는 예상되나 견조한 수주 지속
- 3) VLGC=VLAC와 LCO2C의 수주 기대

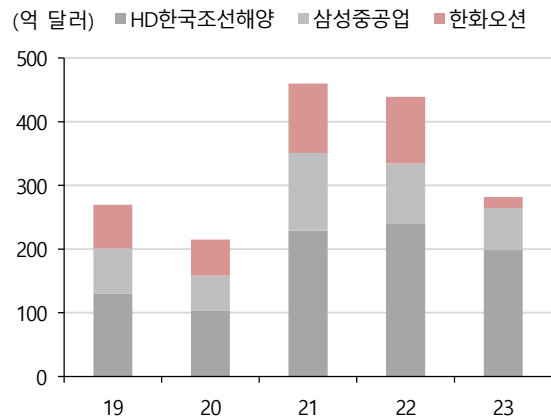
하지만 1) 선대 공급 부족이 계속되어 왔던 원유탱커(COT) 발주 사이클이 시작됐으며, 2) 규모는 작년 대비 감소하겠지만 선가가 꺾이지 않고 있는 LNG 운반선의 견조한 수주는 계속될 것을 예상한다. 이에 더해 3) 전환이 용이한 대형가스선(VLGC)과 액화암모니아운반선(VLAC), 그리고 액화이산화탄소운반선(LCO2C)의 수주도 기대된다. 역대 최고 수준의 노후선대 비중을 기록하고 있는 상황에서 노후선대 교체 사이클과 IMO 환경규제로 인한 친환경 교체 사이클이 동시에 맞물리며 선대 교체 발주 수요를 뒷받침하고 있다. 컨테이너선과 LNGC의 발주 감소로 인해 내년 전체 수주 규모는 전년 대비 감소할 것으로 예상되나, 수주 피크아웃에 대한 시장의 과한 우려보다는 양호한 수준의 수주를 기록할 것으로 전망한다.

조선 3사 수주잔고 및 평균 PBR 추이



자료 : Clarksons, Quantwise, SK 증권

조선 3사 합산 수주 추이



자료 : Clarksons, SK 증권
주: 2023년은 10월 말 기준

(2) 2024 년에도 높은 레벨의 신조선가를 전망하는 이유

ClarkSea Index 와의 디커플링으로
신조선가 하락 우려 확대

신조선가지수의 대표적인 선행지수인 ClarkSea Index 와의 디커플링이 발생하면서
시장에서는 선가 하락에 대한 우려가 확대되는 중이다. 하지만 최근 신조선가지수
상승의 원인은 과거(제 2 차 슈퍼사이클)와 상당히 상이하다는 것을 인지해야 한다.

과거와 다른 형국의 조선소
Seller's Market 형성

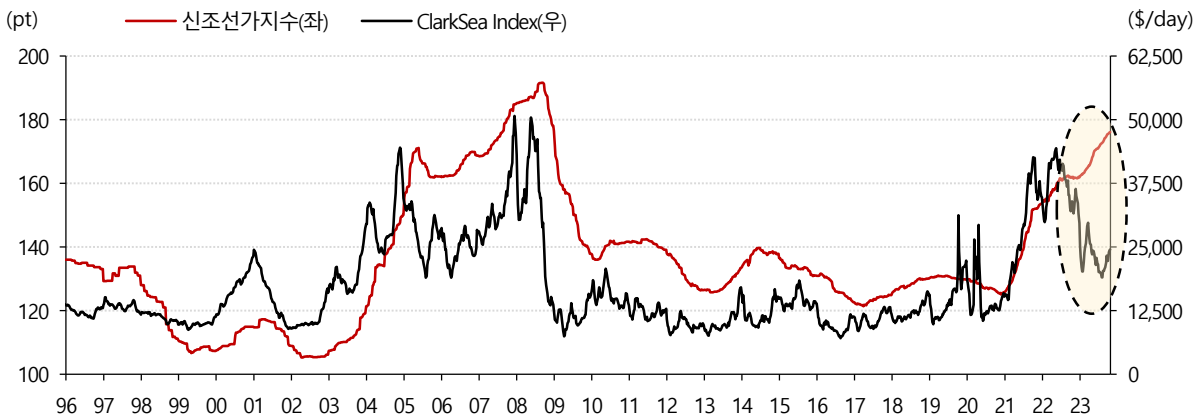
과거와 달리 2008 년 금융위기 이후 살아남은 메이저 조선사들은 기술력을 바탕으
로 Seller's Market 을 형성해 높은 가격 협상력을 갖게 됐으며, IMO 환경규제로 인
한 친환경 선대의 교체 발주가 일어나며 선가상승 요인으로 작용했다. 이에 더해
'21~'22 년 글로벌 병목현상으로 인한 친환경 대형 컨테이너선 중심의 대규모 발주
와 러-우 전쟁으로 인한 LNGC 대규모 발주로 인해 국내 조선사의 수주잔고는 3
년치 이상 레벨을 유지하게 됐다. 이는 제 2 차 슈퍼사이클 시기에 중국의 WTO 가
입에 따른 폭발적인 수요(해상물동량 상승)에 따른 신조선가 상승과는 차이가 있다.

2024 년 높은레벨의 신조선가
유지될 것으로 전망

- 1) 제한된 건조 캐파 = 가격
협상력
- 2) 선종별 선가 하락 가능성은
제한적

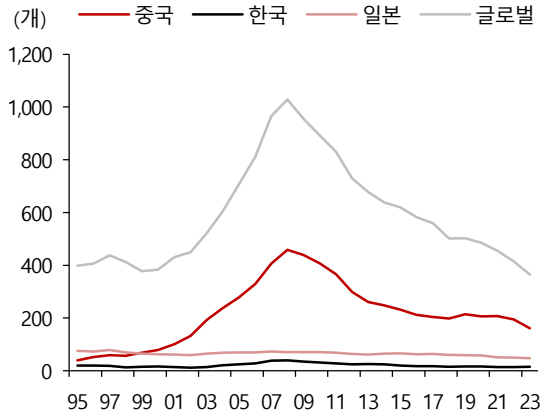
이에 대한 근거로 제한된 건조 캐파와 기술력을 바탕으로 금융위기 이후에도 글로벌
조선소 1 개당 인도량은 줄지 않고 오히려 증가했다. 결론적으로 제한된 캐파를 기반
으로 조선소의 가격 협상력이 높아진 지금의 형국이 쉽게 꺾이기는 쉽지 않다는 판
단이다. 선종별로 방향성과 강도의 차이가 있을 수 있으나, 선대 규모가 큰 벌커와
탱커 선가의 하락은 매우 제한적인 상황에서 선대 규모만큼 가중평균 방식으로 계산
되는 신조선가지수는 2024 년에도 높은 레벨을 유지할 것으로 전망한다.

신조선가지수와 ClarkSea Index 추이



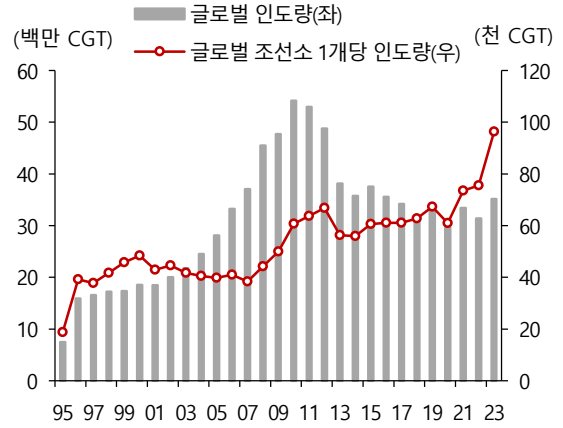
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 주요 국가별 조선소 수 추이



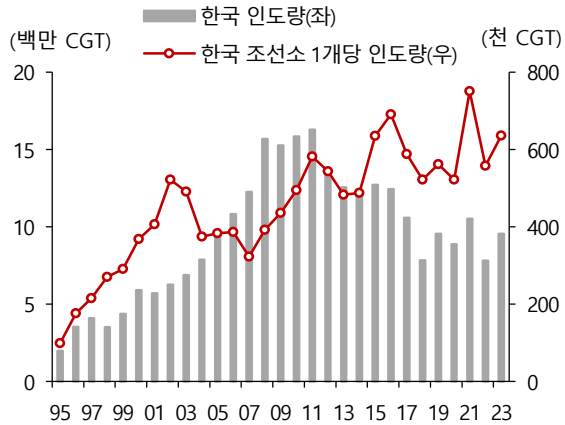
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 조선소 1개당 인도량 추이



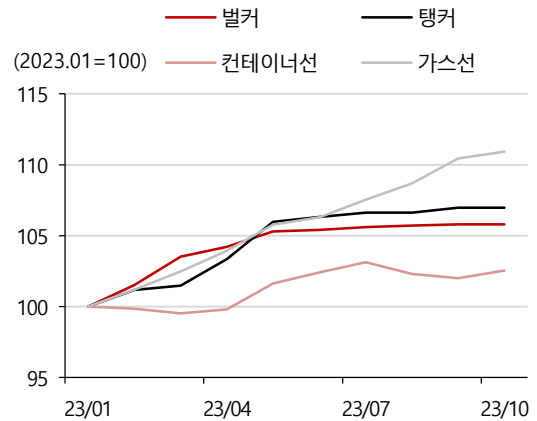
자료 : Clarksons, SK 증권

한국 조선소 1개당 인도량 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

2023년 선종별 선가 상승률(YTD)



자료 : Clarksons, SK 증권

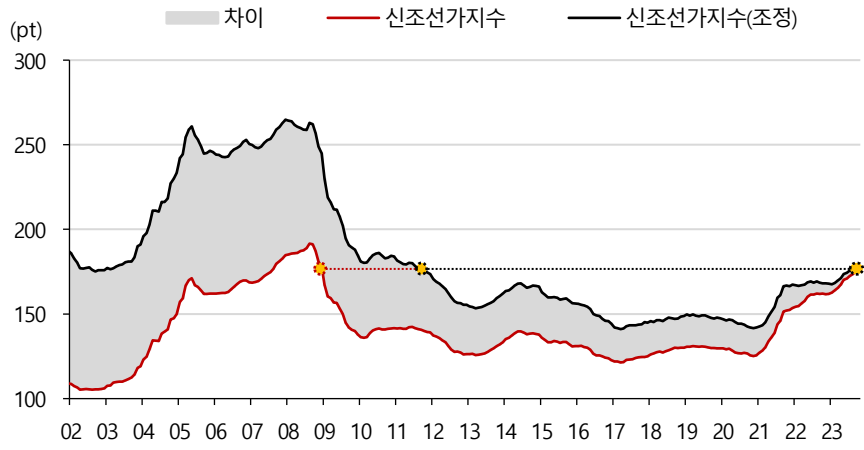
2023년 11월 4일 기준 신조선가지수는 176.23pt로 2009년 1월 3일 이후 최고 수치이다. 제 2차 슈퍼사이클(2002년~2008년) 시기 최고치인 191.58과 약 8.7%밖에 차이 나지 않기 때문에 신조선가지수의 상반이 제한적이며 이후 하락할 가능성이 높다는 우려가 있다.

美 CPI로 조정한 신조선가지수로 보면 인플레이 요인에 따른 상승

제 2차 슈퍼사이클 시기와 비슷한 레벨이라는 이유만으로 파크를 논하기에는 부족

그러나 클락슨(Clarksons)이 발표하는 신조선가지수는 물가상승이 반영되어 있는 지수이다. 따라서 가장 최근의 미국 CPI를 기반으로 과거 신조선가지수를 조정한 값으로 나타낸다면 현재의 신조선가지수는 금융위기 이후 내리막길을 겪고 있던 2011년 8월과 비슷한 수준이다. 결론적으로 최근의 선가상승의 주된 요인은 원자재 가격 및 임금 상승 등과 같은 인플레이션에 따른 것이라고 볼 수 있다. 제 2차 슈퍼 사이클 시기와 근접한 레벨이라는 이유만으로 신조선가지수의 고점(Peak)을 논하기에는 아직 이르다는 판단이다.

클락슨 신조선가지수 및 조정 신조선가지수(美 CPI 조정) 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

5. [조선] 선종별 수주 및 선가 전망

(1) LNG 운반선(LNG Carrier)

'22~'23년 대비 감소하겠지만 수주는 견조할 것

브릿지(Bridge) 연료 역할의 LNG의 중요성은 점진적으로 확대되는 중

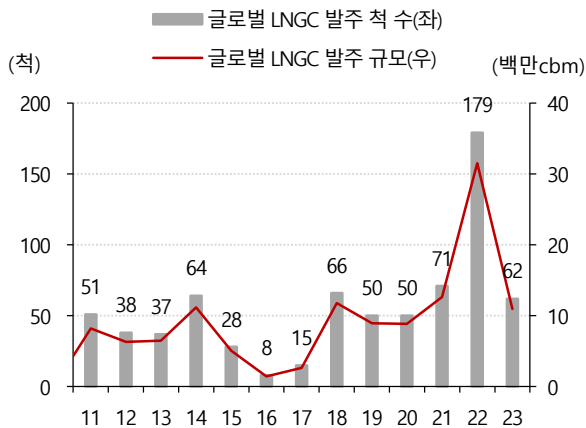
탄소중립(Net-Zero) 목표 달성을 위한 브릿지(Bridge) 연료 역할을 하고 있는 LNG의 중요성은 점진적으로 확대되어 왔다. 유럽은 천연가스를 카타르와 미국 등 다른 국가로부터 LNG 형태로 수입하기 시작하며 글로벌 LNG 수요는 급증했고, 이에 따라 LNG 생산 또한 늘어났다. 더군다나 최근 들어 신재생에너지로의 전환이 점점 지연되고 있으며, 간헐성이라는 가장 중요한 문제는 좀처럼 해결되지 않고 있다. 이에 따라 LNG의 수요 정점이 2030년이 아니라 더 길어질 수도 있다는 전망까지 나오며 LNG 생산 프로젝트 규모 또한 기존 예상치 대비 확대되는 중이다.

'22년과 '23년은 비이상적으로 LNG 발주가 많았던 시기

글로벌 LNGC는 '22년에는 러-우 전쟁에 따른 급격한 LNG 가격 상승으로 무려 179척이 발주됐다. 올해는 카타르 2차 물량까지 고려한다면 90척 이상이 발주될 것으로 추정된다. 내년에는 '22~'23년 대비 낮은 규모의 발주가 예상되나, 본격적인 발주가 시작됐던 '11년부터 '23년까지의 연평균 글로벌 LNGC 발주 척 수는 약 54척이다. 향후 LNG 생산 프로젝트들을 기반으로 당사가 추정하는 '27년까지의 글로벌 LNGC 발주는 73척이다. '22년과 '23년만 놓고 보는 것이 아닌 평균으로 본다면 피크를 말하기에는 아직 이르다는 판단이다. 기본설계(FEED) 단계 및 제안(Proposed) 단계에 걸쳐 있는 글로벌 LNG 프로젝트들의 본격적인 가동 시점은 '27년 이후이며, 이들의 본격적인 LNGC 발주는 아직 시작되지 않았다.

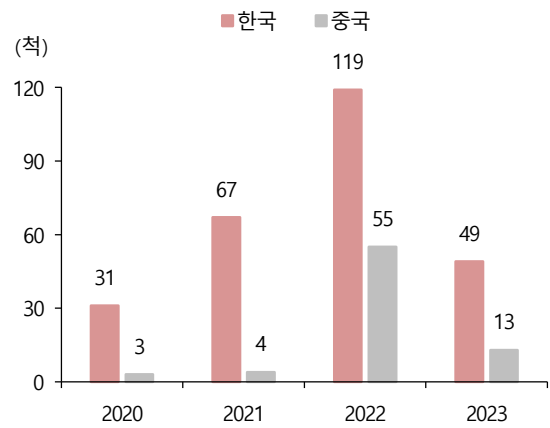
평균으로 본다면 향후 글로벌 LNG 발주는 견조한 수준일 것

글로벌 LNGC 발주 척 수 및 규모추이



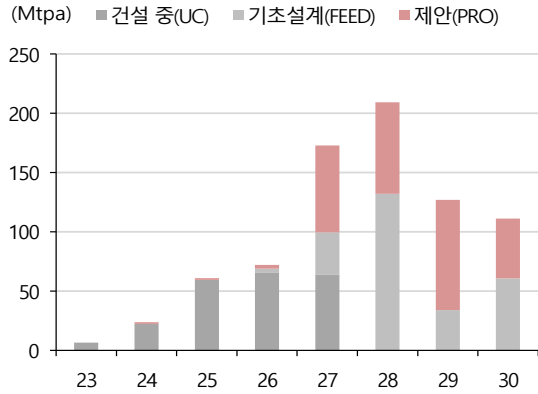
자료 : Refinitiv, SK 증권
주: 2023년은 10월 말 기준

한국과 중국의 LNGC 수주 척 수 추이



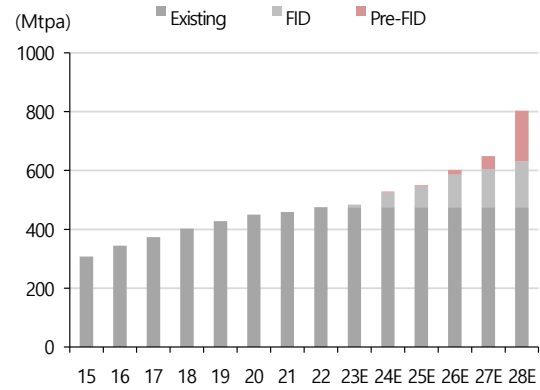
자료 : Refinitiv, SK 증권
주: 2023년은 10월 말 기준

글로벌 LNG Liquefaction 프로젝트 (예상 가동연도 기준)



자료 : Refinitiv, SK 증권

글로벌 LNG Liquefaction Capacity 추이



자료 : Rystad Energy, SK 증권

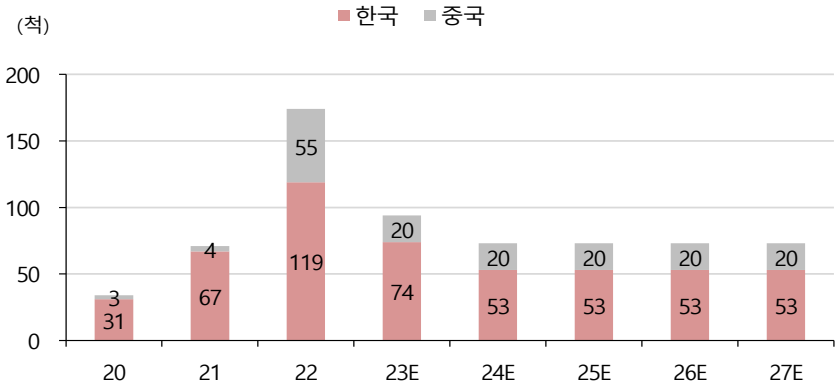
'22년 55척과 '23년 현재까지
수주한 13척 대부분이 중국 자국
내 발주

중국 조선사들이 연 30척의 LNGC 건조 캐파를 확보했으나, 후동중화조선소를 제외한 나머지 조선소들은 LNGC 건조 경험이 거의 전무하다. 이들의 본격적인 인도 시점인 '25년과 '26년에는 무리한 캐파 증설과 건조 경험 부족으로 인한 납기 지연과 품질 문제가 발생할 가능성이 높다. 또한 작년에 중국이 수주한 총 55척의 LNGC 중 40척 이상의 대부분 물량이 자국 내 발주였으며, 올해 10월 말 기준으로 수주한 총 13척 모두 자국 내 발주인 것으로 파악된다.

조선 3사 LNGC 수주 전망
: 최소 '27년까지 연평균 53척의
안정적인 LNGC 수주 예상

글로벌 LNG Liquefaction 프로젝트들을 기반으로 추정해 봤을 때, 국내 조선소는 2027년까지 연평균 53척의 안정적인 LNGC 수주가 가능할 것으로 전망한다. 중국 조선소들의 LNGC 건조 캐파는 약 30척까지 늘어날 전망이다, 2026년까지의 인도 슬롯이 대부분 확정되어 있기 때문에 최소 2027년까지 국내 조선소 수주에 미칠 영향은 제한적이라는 판단이다.

한국과 중국의 LNGC 수주 척 수 추이 및 전망



자료 : Clarksons, SK 증권 추정

높은 레벨의 LNGC 선가는 지속될 것

LNGC의 선가는 높은 레벨이 유지될 수 밖에 없는 구조

LNG 운반선(LNGC)은 구조적으로 높은 레벨의 선가가 유지될 수밖에 없다는 판단이다. LNGC를 건조할 수 있는 글로벌 캐파는 제한적이지만 LNG 수요-공급 밸런스의 점진적인 확대가 이루어지는 중이기 때문이다.

'27년 인도 슬롯은 이미 소진
'28년 인도 슬롯 또한 점진적 감소

HD 현대중공업은 이번 카타르 2차 LNGC를 총 17척 수주했으며, 마지막 호선의 납기가 '29년 9월이다. 삼성중공업과 한화오션의 약정물량까지 고려하면 이미 '27년까지의 인도 슬롯은 가득 찬 상황이며, '28년 인도 가능 슬롯의 여유 또한 점진적으로 감소하고 있다.

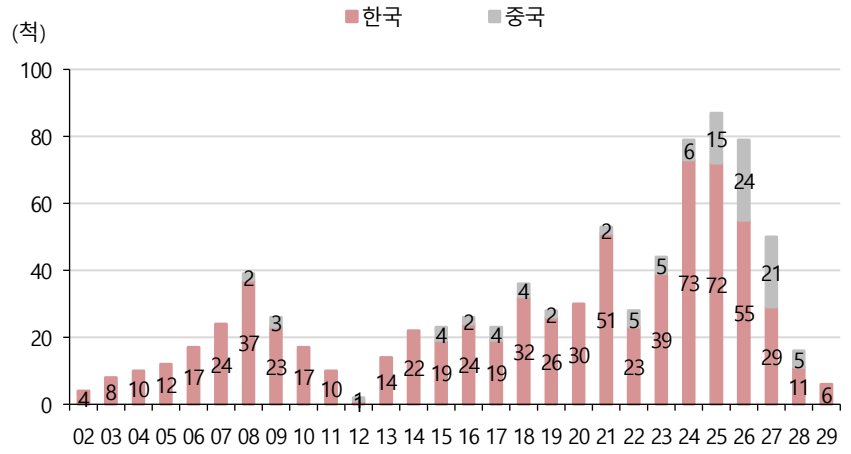
중국 조선소 또한 작년부터 올해까지의 수주로 인해 여유 슬롯은 부족한 상황

중국 조선소도 상황이 다르지 않다. 이미 작년에 55척과 올해 10월 말 기준으로 13척, 그리고 후동중화조선소의 카타르 2차 물량까지 고려하면 '27년까지의 인도 가능 슬롯도 거의 가득 찼다. LNGC 선주들은 원하는 시기에 인도받지 못할 우려가 점점 커지며 높아진 선가에도 불구하고 발주를 내는 중이다.

글로벌 선주들의 선택은 여전히 국내 조선소이며, 당분간은 변함 없을 예정

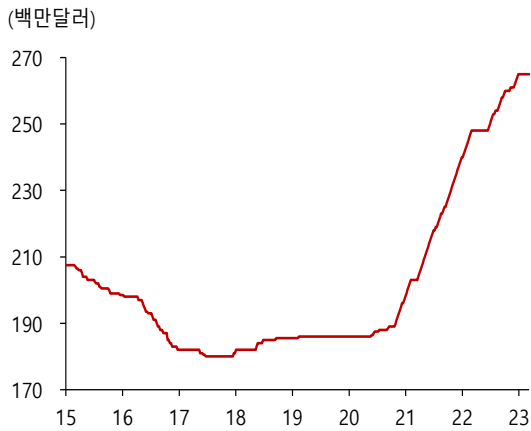
무엇보다 발주를 내는 선주들은 척 당 3천억이 넘어가는 LNGC 건조 기술력에 보수적일 수 밖에 없다. 후동중화조선소를 제외하고 제대로 된 인도 트랙레코드와 정상적인 운항 실적이 없는 중국 조선소에 저가 발주로 이어질 가능성은 높지 않다는 판단이다. 그에 대한 근거로 '20년 1월부터 '23년 10월말까지 한국과 중국 조선소들이 수주한 LNGC의 계약 선가 상승률을 비교해 보면 중국은 27.7%, 한국은 38.0%로, 중국 조선소 대비 국내 조선소의 계약 선가 상승률이 더 높은 것을 확인할 수 있다.

한국과 중국 조선소의 연도별 인도 예정 LNGC 척 수



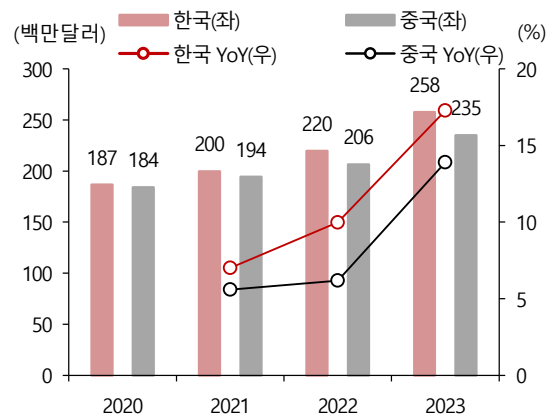
자료 : Clarksons, SK 증권

174K-CBM LNG 운반선 선가 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

한국과 중국 조선소의 연도별 LNGC 평균 수주가격 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

주: 새방 LNG 선 제외, 카타르 물량 제외, 174K-cbm 급 LNGC 기준

(2) 원유탱커(Crude Oil Tanker)

원유탱커 발주 사이클의 시작

선대 공급 부족에 따른 분명한
수요 우위 시장의 원유탱커 시장

국내 조선사들의 내년 컨테이너선 수주는 크게 기대되지 않기 때문에 남은 선종 중 LNGC 를 제외하면 기대할 수 있는 선종은 원유탱커(COT)다. 그동안 글로벌 탱커 선사들은 원유 가격에 대한 불확실성과 낮은 탱커 운임으로 인해 발주를 지연시켜왔다. '23년 10월 말 기준 글로벌 원유탱커 선대 대비 수주잔고 비율은 4.1%이며, 내년 원유 해상물동량 성장률은 4.9%로 예상되는 반면 원유탱커 선복량 성장률은 1.9%로 선대 공급 부족에 따른 분명한 수요 우위시장이 형성되어 있다.

올해 원유탱커 발주사이클의
움직임 포착

올해 들어 원유탱커 발주사이클의 움직임이 포착됐다. 글로벌 Suezmax 의 과거 3년('20~'22) 평균 발주 척 수는 약 18 척에 불과하지만, 올해 10월 말 기준으로 총 44 척의 발주가 됐다. 국내 대형 3사는 이 중 단 5척 수주에 불과하다. 중국 조선소 대비 상대적으로 도크 슬롯의 여유가 있다.

올해 하반기 VLCC 발주세
강했지만, 예년 대비 낮은 수준

글로벌 VLCC의 경우 올해 10월 말 기준으로 총 17척이 발주됐는데, 이 중 상반기에는 2척에 불과했고, 하반기에 15척이 발주됐다. 이 중 15척을 중국 조선소가, 나머지 2척을 일본 조선소가 수주했다. 다만 올해 VLCC의 경우 지난 과거와 비교해 보면 강한 발주세는 아닌 것을 확인할 수 있다. '23년 10월 말 기준으로 하반기에만 총 15척이 발주되며 상반기와 달리 강한 발주세를 보이고 있다. 다만 연도별 누적 발주 척 수로 비교해보면 과거 '20년과 '21년 대비 상대적으로 낮은 수준이다.

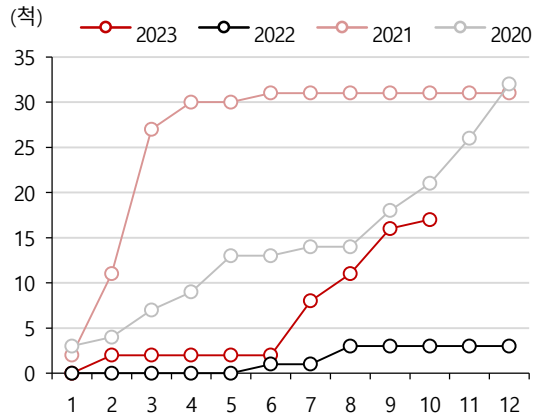
국내 조선소의 수주 시점
: 중국 조선소의 원유탱커 도크
슬롯이 어느정도 채워진 후
→ 2Q24 이후를 예상

국내 조선사들은 현재 LNGC 를 중심으로 3년치 이상의 수주잔고를 쌓아 놓은 상황에서 굳이 중국 조선소와 원유탱커를 두고 저가수주 경쟁을 펼칠 이유가 없다. 국내 조선소들은 실적개선세를 유지하기 위해서 수익성 위주의 선별 수주 전략을 고수하고 있기 때문이다. 중국 원유탱커 도크 슬롯이 어느정도 채워진 후에 국내 조선소가 원하는 선가로 수주가 가능할 것이며, 국내 조선소의 본격적인 원유탱커 수주 시점은 '24년 상반기를 예상한다.

높은 선가 부담은 존재하나, 선대
공급 부족은 탱커 운임 강세로
이어지며, 신조 발주는 불가피 할
것으로 예상

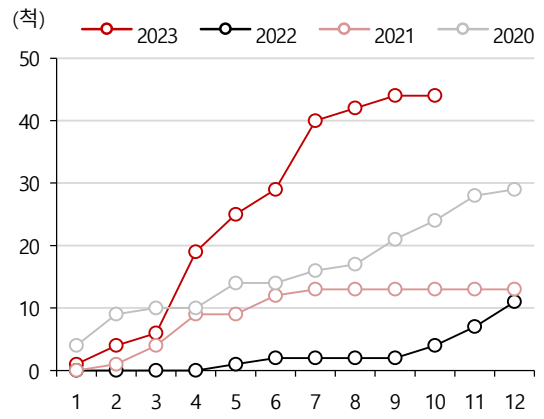
현재 원유탱커 중 VLCC 시장은 인도 예정 규모 및 척 수 기준으로 봐도 선대공급 부족 상황인 것을 확인할 수 있다. '24년에 인도 예정인 VLCC 는 단 2척 밖에 되지 않는다. Suezmax 도 본격적인 인도물량은 '25년부터이기 때문에 그 전까지 선대공급 부족에 의한 탱커 운임 강세가 이어질 것으로 예상된다. 높은 선가 부담에도 불구하고 원유탱커 신조발주는 불가피하다는 판단이다.

연도별 VLCC 누적 발주 척 수 비교



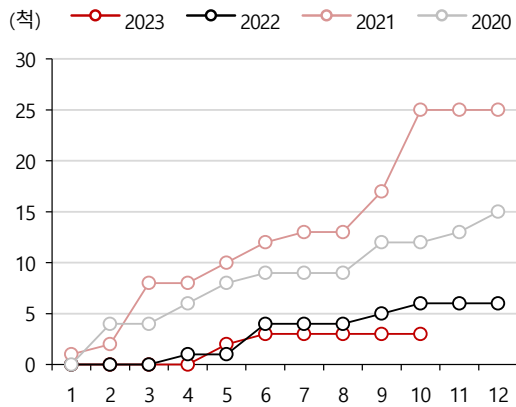
자료 : Clarksons, SK 증권

연도별 Suezmax 누적 발주 척 수 비교



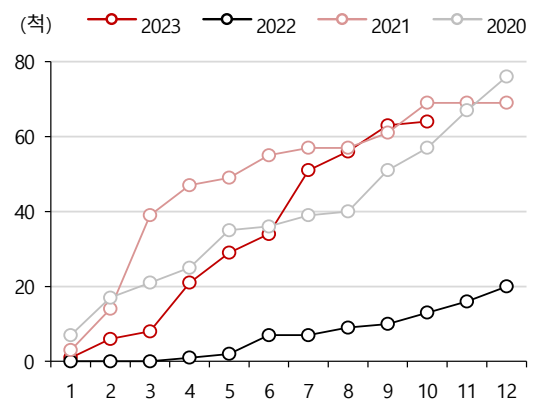
자료 : Clarksons, SK 증권

연도별 Aframax 누적 발주 척 수 비교



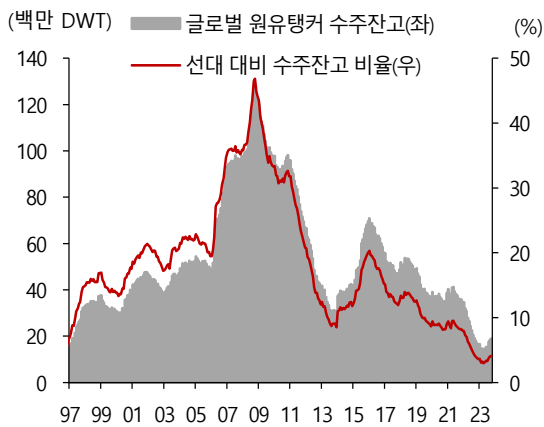
자료 : Clarksons, SK 증권

연도별 원유탱커(COT) 누적 발주 척 수 비교



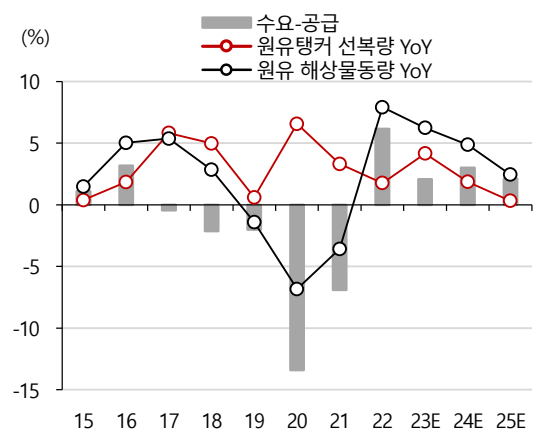
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 원유탱커(COT) 수주잔고 및 수주잔고 비율 추이



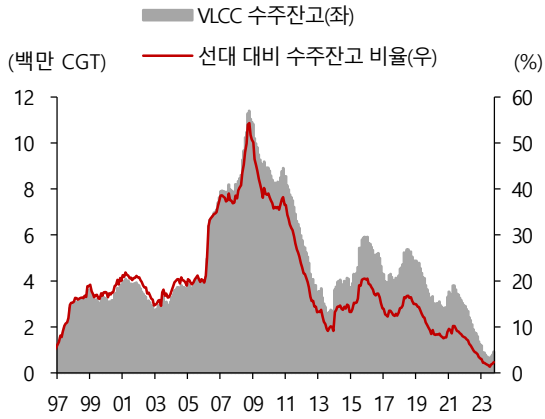
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 원유·원유탱커 수요-공급 추이 및 전망



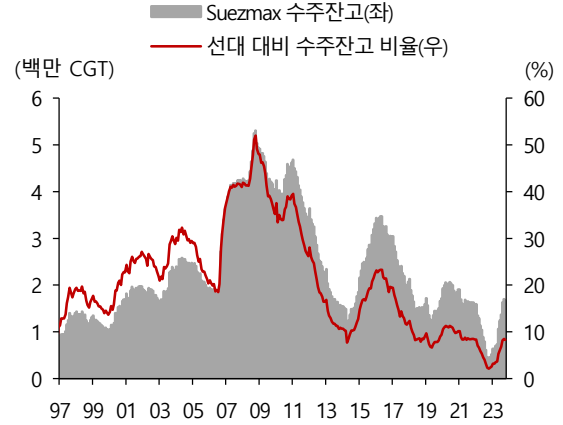
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 VLCC 수주잔고 및 수주잔고 비율 추이



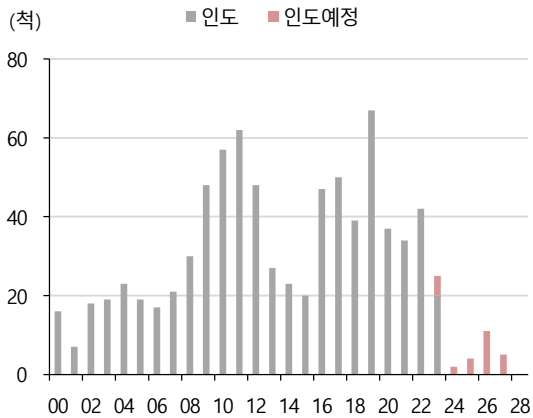
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 Suezmax 수주잔고 및 수주잔고 비율 추이



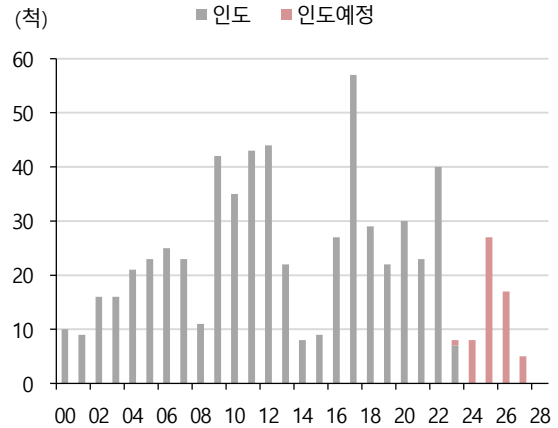
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 VLCC 인도 및 인도 예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 Suezmax 인도 및 인도 예정 척 수



자료 : Clarksons, SK 증권

원유탱커의 선가는 상승과 하락 모두 제한적

내년 원유탱커 선가는 상승과 하락 모두 제한적인 모습을 보일 전망이다.

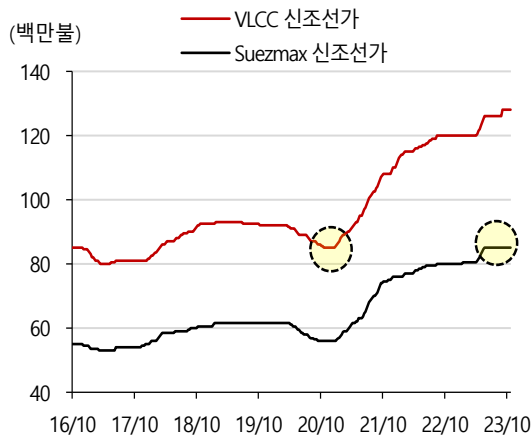
높아진 원유탱커 선가에 대한 부담 존재

탱커 선사들은 선대공급 부족에 따른 운임 강세 전망에도 불구하고 아직까지는 신조선 발주에 대한 의지가 생각보다 강하지 않다. 탱커 선사들은 컨테이너 선사와 다르게 충분한 현금 재원을 확보하지 못했으며, 최근 높아진 선가에 대한 부담이 크기 때문이다. 예를 들면 3년 전 VLCC 선가가 지금의 Suezmax 선가와 비슷한 수준이다.

친환경 선대로의 교체 의지가 강하지 않은 상황

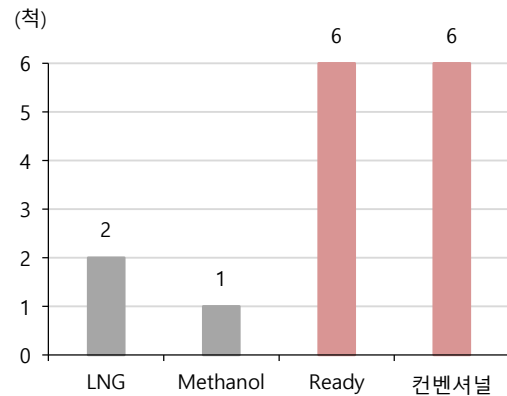
또한 올해 10월말 기준으로 하반기에 발주된 15척의 VLCC 재원을 살펴보면 친환경 연료를 바로 쓸 수 있는 LNG Capable과 메탄올 연료 선택은 총 3척이었으며, 나머지 12척은 미래에 개조가 가능한 Ready와 컨벤셔널이다. 따라서 글로벌 탱커 선주들은 높아진 선가에 대한 부담이 큰 상황에서 친환경 선박으로의 교체 발주에 대한 의지가 강하지 않음을 확인할 수 있다.

VLCC와 Suezmax 급 원유탱커 신조선가 추이



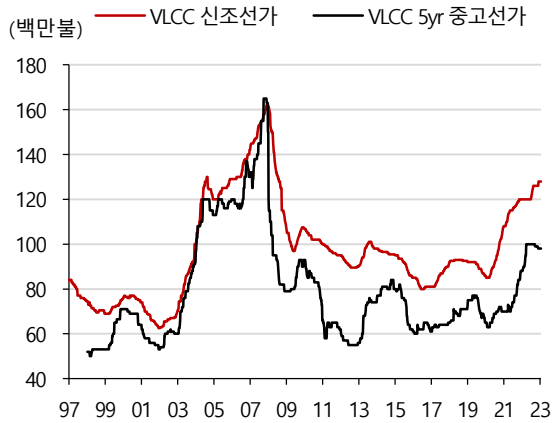
자료 : Clarksons, SK 증권

2023년 하반기 발주된 VLCC 15척의 연료 선택



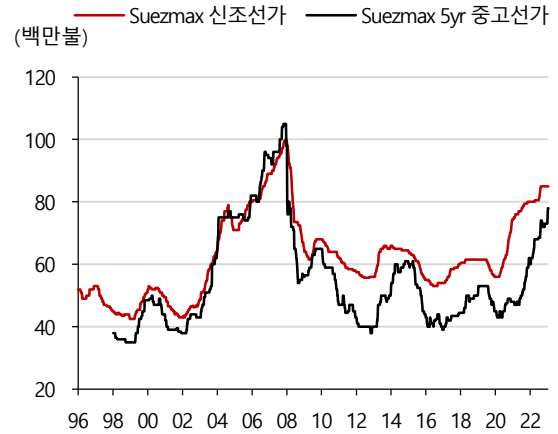
자료 : Clarksons, SK 증권

VLCC 원유탱커 신조선가 및 중고선가 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

Suezmax 원유탱커 신조선가 및 중고선가 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

현재 탱커 선가가 선사들 입장에서 부담되는 것은 맞으나, 선대 공급 부족에 따른 탱커 운임 강세가 전망되는 가운데 선가 하락으로 이어질 가능성은 낮다는 판단이다.

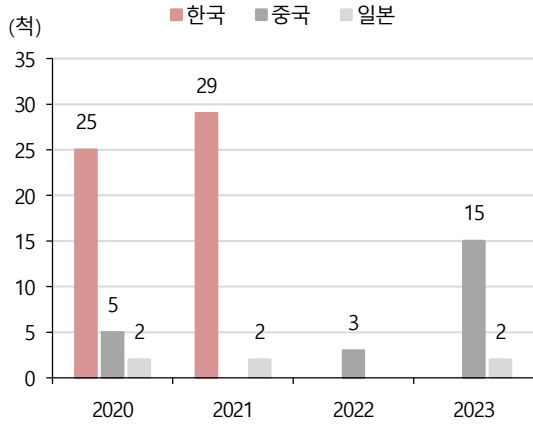
국내 조선소와 중국 조선소 간의 저가수주 경쟁으로 인한 선가하락 가능성은 낮은 상황

국내 조선사들은 실적개선세를 이어가기 위한 수익성 위주의 선별 수주 전략을 펼치고 있기 때문에 원유탱커를 두고 중국 조선소와의 저가수주 경쟁을 하지 않고 있다. 따라서 과거와 달리 중국과의 저가수주 경쟁으로 인한 가격 하락 가능성은 매우 낮은 상황이다.

노후선대 비중이 가장 높으며, 친환경 교체는 점진적일 일어날 수 밖에 없기에 선가 하락도 제한적

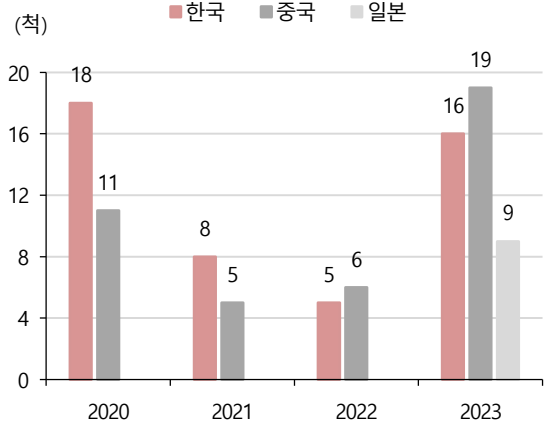
또한 탱커의 노후선대 비중은 모든 선종 중 가장 높은 46.3%를 차지하며, 선대 및 수주잔고 중 친환경 선박 비중은 각각 4.6%, 39.1%로 상당히 낮은 편이다. 친환경 교체발주는 단기간 내 대규모 수준을 기대하기는 어려우나 점진적인 교체는 이루어질 수밖에 없다는 판단이며, 이에 따른 선가 하락의 가능성은 제한적일 것으로 예상된다.

2020~2023년 한/중/일 VLCC 원유탱커 수주 척 수



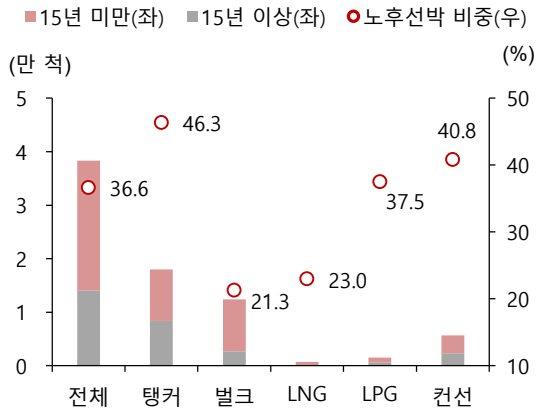
자료 : Clarksons, SK 증권

2020~2023년 한/중/일 Suezmax 원유탱커 수주 척 수



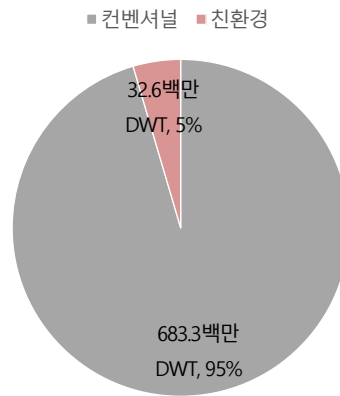
자료 : Clarksons, SK 증권

선종별 노후선대 비중



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 탱커 선대 중 친환경과 컨벤셔널 규모 및 비중



자료 : Clarksons, SK 증권

(3) 컨테이너선(Container ship)

크게 기대가 되지 않는 컨테이너선 수주

'21~'22년 글로벌 병목현상으로 인한 역대 최고 수준의 수주잔고

지난 '21~'22년 글로벌 병목현상으로 인해 급격하게 높아진 운임을 뽑아 먹기 위한 대규모 발주가 나왔으며, 대형 컨테이너 선사들은 향후 10년 이상을 버틸 수 있는 현금재원을 확보했다. 글로벌 컨테이너선 수주잔고는 '23년 10월 말 기준 747만 TEU로 역대 최고 수준이며, 수주잔고 비율 또한 약 27.5%로 높은 상황이다.

컨테이너 수주잔고

- 1) 친환경 선대 비중 약 68%
- 2) 노후선대의 약 85% 교체 가능

글로벌 대형 컨테이너 선사들의 올해 메탄올 D/F 중심의 친환경 발주가 거의 완료된 상황이며, 현재 글로벌 컨테이너선 수주잔고 중 친환경 선대의 비중은 약 68%로 가스선(LNGC, LPGC) 제외하면 타 선종 대비 상당히 높은 편이다. 또한 현재 수주잔고 규모만으로도 15년 이상의 노후선대 중 약 85%를 교체할 수 있기 때문에 노후선대 교체 수요도 크지 않은 상황이다.

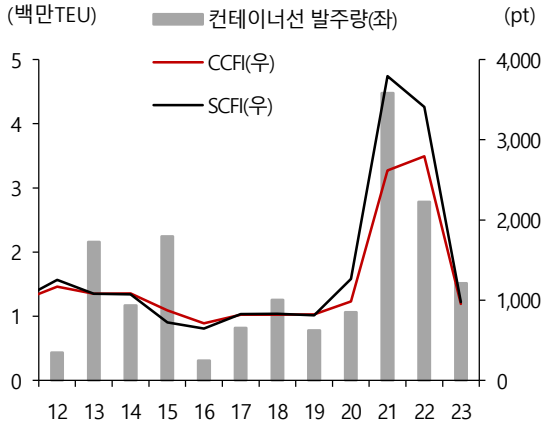
이미 병목현상 이전 수준으로 회귀한 컨테이너 발주와 운임

'24년 글로벌 컨테이너 물동량 상승률은 3.8%로 예상됨에 반해 글로벌 컨테이너선 선복량 상승률은 7.7%에 달해 내년에도 낮은 레벨의 컨테이너운임이 전망된다. '21~'22년 글로벌 병목현상으로 인해 높아진 컨테이너운임으로 역대급 호황을 누리게 된 대형 컨테이너 해운사들의 영업이익률은 한 때 60% 이상까지 상승했으나, 2Q23 기준 이미 병목현상 이전 수준으로 돌아왔다.

겨울나기에 들어선 대형 컨테이너 선사들: 대규모 발주 기대는 힘든 상황

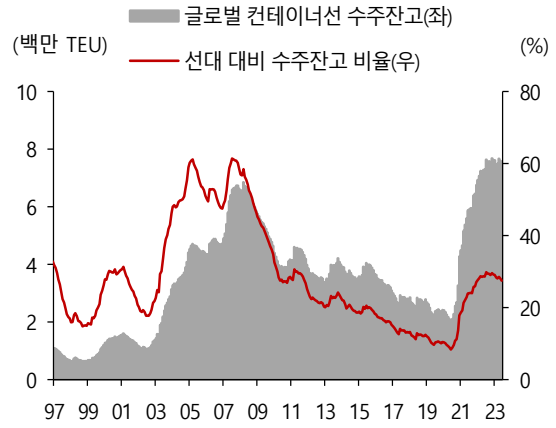
컨테이너운임이 당분간 쉽사리 회복되지 않을 것으로 예상되는 가운데 글로벌 컨테이너 선사들의 겨울나기는 이미 시작됐다. 컨테이너 선복량 기준 글로벌 2위 컨테이너 선사인 머스크(AP Moller-Maersk)는 최근 약 1만명에 달하는 직원을 해고하는 등의 대규모 구조조정 계획을 발표했다. 이러한 상황 속에서 컨테이너선 대규모 발주를 기대하기는 어렵다.

글로벌 컨테이너선 발주 및 운임 추이



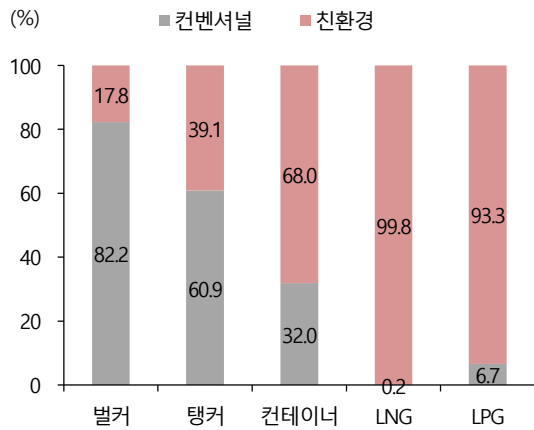
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 수주잔고 및 수주잔고 비율 추이



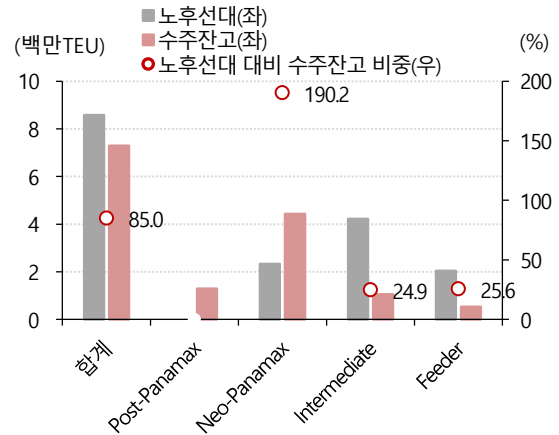
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 선종별 수주잔고 중 친환경 비중



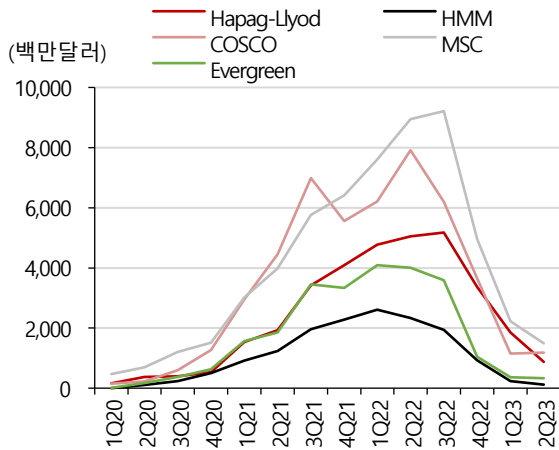
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 노후선대 대비 수주잔고 비중



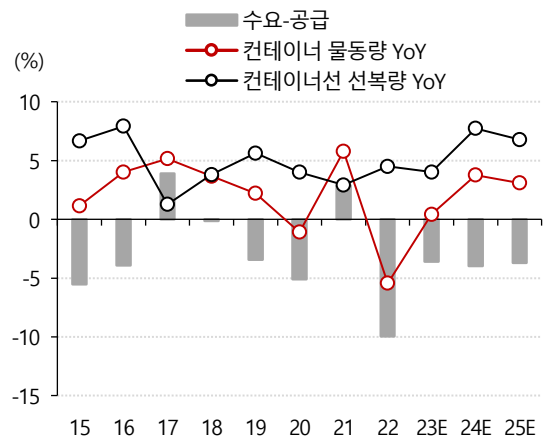
자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너 선사들의 영업이익 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 컨테이너선 수요-공급 추이 및 전망



자료 : Clarksons, SK 증권

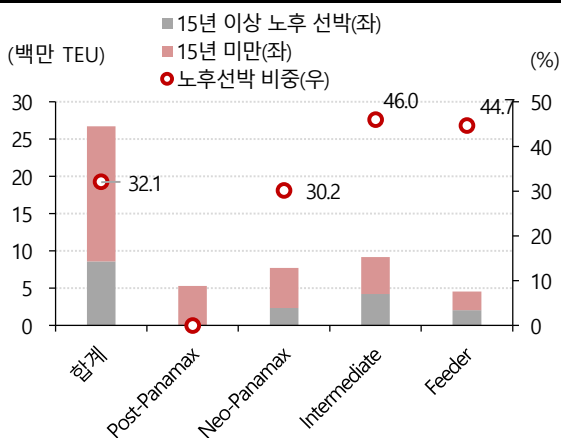
IMO에 가장 민감한 선종이기에 친환경 발주는 어느정도 꾸준할 것, 다만 규모에 대한 기대는 낮음

아직까지 해운사들의 친환경 연료 선택에 대한 명확한 정립이 되어있지 않은 상황에서 친환경 선박 발주는 어느정도 꾸준히 나올 것으로 예상된다. 다만 그 규모에 대해서는 보수적으로 접근하는 것이 유효하다는 판단이다.

소형 컨테이너선의 대형화에 따른 발주도 꾸준할 것으로 예상

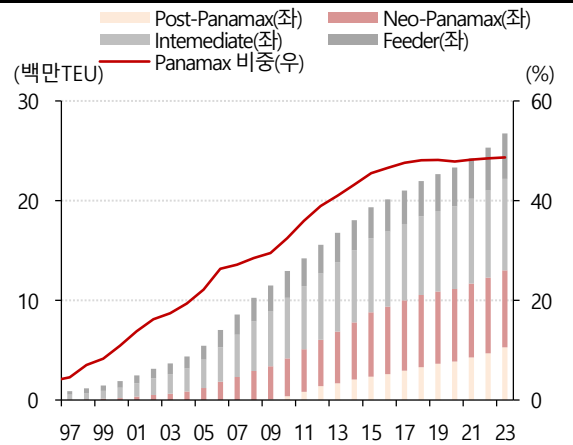
또한 컨테이너선의 규모의 경제 효과를 위한 대형 컨테이너선으로의 교체 발주도 기대해볼 수 있다. Panamax 급 이하의 Intermediate 와 Feeder 급의 컨테이너선 선대는 노후선대 비중이 각각 46.0%, 44.7%로 높은 수준이며, 노후선대 대비 수주 잔고 비중 또한 각각 24.9%, 25.6% 밖에 되지 않는다. 이들의 노후선대 교체와 더불어 선박의 대형화 발주는 지속적으로 이어질 것으로 예상된다.

글로벌 컨테이너선 선대 사이즈별 노후선대 비중



자료 : Clarksons, SK 증권

글로벌 컨테이너선 선대 사이즈별 규모 및 대형 비중 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

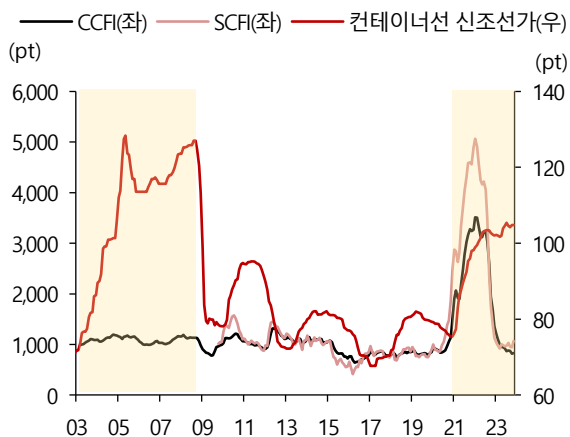
컨테이너선 선가는 현재 레벨 유지 혹은 소폭 하락을 예상

컨테이너선 신조선가는 컨테이너 운임과 높은 상관관계를 띄지 않는다. 오히려 컨테이너 신조선가는 컨테이너 발주규모와 상관관계가 좀 더 높다.

한정된 건조캐파와 IMO
환경규제에 기인한 선가 상승은
내년에는 기대하기 어려움

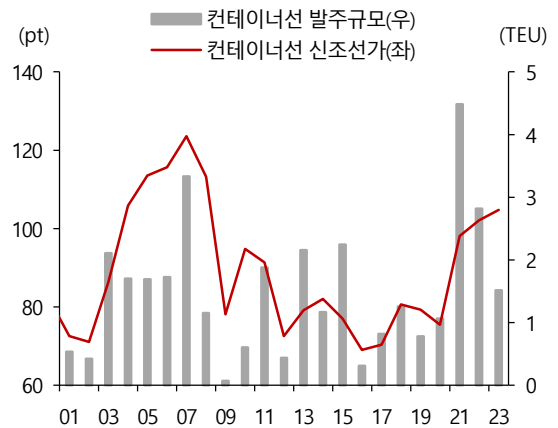
하지만 이전과 달리 최근 2년간 그 상관관계가 약해진 것을 확인할 수 있다. '21년 글로벌 병목현상으로 인해 급격히 높아진 운임과 이에 따른 대규모 발주가 있었다. 하지만 컨테이너 운임과 발주규모 모두 작년 4분기부터 정상화에 들어서며 이미 병목현상 이전 수준으로 회귀한 상태이다. 그럼에도 불구하고 컨테이너선 신조선가는 하락하지 않고 계속 상승해왔다. 인플레이션을 제외하면 발주규모가 아닌 다른 요인으로 인한 선가 상승이라는 결론이 나온다. 한정된 건조캐파(Seller's Market)에 의해 조선소의 높아진 가격 협상력과 IMO 환경규제로 인한 친환경 선대교체 발주 수요다. 하지만 역대 최고수준의 수주잔고가 쌓여 있으며 대형 컨테이너 선사들의 흑한기 버티기가 시작된 시점에서 앞서 말한 요인들에 기인한 컨테이너선 선가 상승 가능성은 더 이상 기대하기 어렵다는 판단이다.

컨테이너선 신조선가 및 컨테이너 운임 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

컨테이너선 신조선가 및 발주규모 추이



자료 : Clarksons, SK 증권

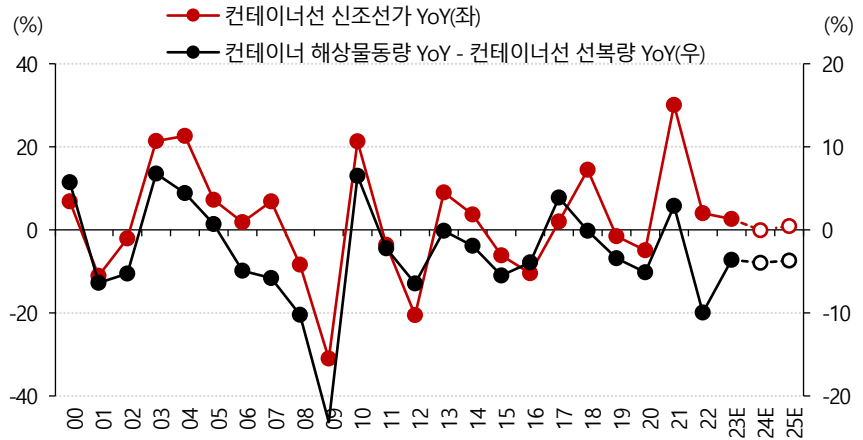
컨테이너선 선가 상승률은
해상물동량(수요)-선복량(공급)
성장률의 차이와 매우 높은
상관관계를 가짐

컨테이너선의 선가 상승률은 컨테이너 해상물동량(수요)와 컨테이너선 선복량(공급)의 성장률 차이와 상당히 높은 상관관계를 갖고 있다. 따라서 수요(선복량)-공급(물동량)을 기반으로 신조선가지수를 전망하는 것이 설명력이 높다는 판단이다.

2024년 컨테이너선 선가 전망:
유지 혹은 소폭 하락

내년 컨테이너 수요-공급은 약 4% 하락할 것으로 예상된다. 글로벌 컨테이너선 해상물동량 성장률은 3.8%로 전망되더라도 불구하고, '22년에 발주된 대규모 수주잔고 물량이 내년부터 본격적으로 인도될 예정임에 따라 무려 7.7%에 달하는 선복량 성장률이 예상되기 때문이다. 따라서 2024년 컨테이너선 선가는 유지 혹은 소폭 하락할 것으로 전망한다.

컨테이너선 선가 성장률과 컨테이너 해상물동량 YoY - 컨테이너선 선복량 YoY 추이



자료 : Clarksons, SK 증권 추정

철강/비철금속 기대와 실제의 괴리 지속

철강/비철금속. 이규익, 3773-9520 | kyuik@sks.co.kr



6. [철강] Investment Summary

올해 중국 철강 시장은 기대로 인한 철강 가격 상승과 되돌림의 반복

올해 중국 철강 시장은 기대로 인한 철강 가격 상승과 되돌림의 반복이었다. 연초 중국 리오프닝 및 양회에서 대규모 부양책 발표에 대한 기대감, 7 월 정치국회의 이후 철강 수요 개선에 대한 기대감에 철강 가격은 상승했으나 철강 가격 상승세는 오래 가지 못했다.

실수요 부진이 가격 상승세 지속을 제한

철강 가격 상승세가 지속되지 못한 이유는 실수요, 그 중에서도 건설 향 수요가 부진했기 때문이다. 지방 정부에서 주택 구매에 대한 지원책이 쏟아져 나오고 있음에도 여전히 주택 가격은 반등하지 못하고 있으며 착공 면적 감소세도 지속되고 있다.

2024 년에도 철강 가격 추세적 상승 가능성은 낮음

2024 년에도 철강 가격이 추세적으로 상승할 가능성은 낮다고 판단한다. 현재 상황에서 중국 철강 가격이 추세적으로 상승하기 위해서는 1) 부동산 지표 개선과 그에 따른 철강 수요 회복 2) 정부 주도 철강 감산이 필요하다고 판단하는데 두 조건 모두 2024 년에는 발휘되기 힘들 것으로 예상되기 때문이다.

중국 정부의 공격적인 통화 정책 완화 가능성 낮음

7 월 정치국회의 이후 지방 정부에서 주택 구매에 대한 지원책을 발표하고 있지만 완화적인 통화 정책 없이는 주택 구매 지원책의 효과는 미미할 것으로 예상된다. 그러나 미국 기준 금리 인상으로 인한 미-중 간 금리차 확대에 중국 정부의 공격적인 통화 정책 완화 가능성은 낮다.

지방정부 재정 여력 부족으로 대규모 재정 지출로 인한 철강 수요 증가 가능성도 낮음

대규모 재정 지출로 인한 철강 수요 증가 가능성도 지방정부 재정 여력 부족으로 쉽지 않을 것으로 예상된다. 지방정부 주요 수입원인 토지 양도세 수입은 부동산 시장 부진으로 감소했고 지방정부 수입 악화로 이어졌다. 최근 중국 정부가 중국 금융공작회의에서 '부동산과 지방 LGFV 에 대한 리스크를 방지하겠다'라고 발표한 것도 지방정부 재정이 여유롭지 않다는 것을 보여준 사례라고 판단한다.

내년에도 철강 감산은 중국 정부에게 후순위일 것

올해와 비슷하게 2024 년에도 조강생산량 감산은 중국 정부에게 후순위일 가능성이 높다. 중국 GDP 성장률이 빠르게 하락하는 구간에서 탄소중립보다는 경제 성장이 우선순위가 될 것이다. 중국 철강 생산 능력은 중국 철강 수요를 22%가량 상회한다. 중국 정부 차원의 감산 없이는 추세적인 철강 가격 상승을 기대하기 힘들다.

2024 년에도 중국 철강 가격의 추세적 상승을 기대하기는 어려울 전망

2024 년에도 중국 철강 가격의 추세적인 상승을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 중국 정부의 부양 의지 피력은 꾸준히 지속될 가능성은 높기 때문에 단기 트레이딩 관점에서는 접근할 만하겠지만 수요가 뒷받침되지 않는 철강 가격 상승은 지속 가능하지 않다. 그렇기에 트레이딩 난이도는 높을 것으로 예상하며 리턴 대비 리스크가 너무 높은 전략이라고 판단한다.

그럼에도 동국제강은 밸류에이션 갭 축소 측면에서 접근해볼 만

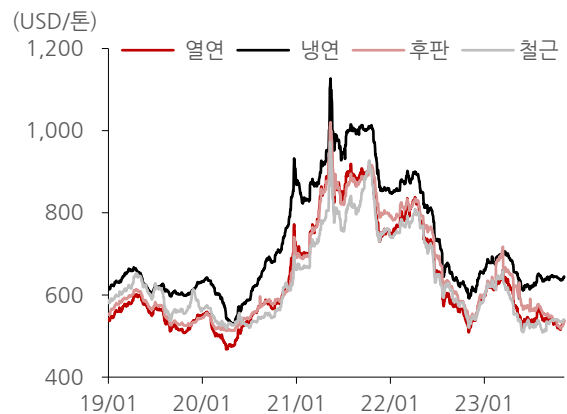
그럼에도 동국제강은 주목할 만하다고 판단한다. 동국제강도 국내 철강 업황 부진 영향으로 내년 감익은 불가피하지만 1) 하이싱글 영업이익률은 충분히 유지할 가능성이 높고 2) 올해 배당수익률이 6%를 상회할 것으로 예상되며 3) 피어 그룹이 PER 3~4 배에 거래되고 있다는 점을 감안하면 현재 당사 추정치 기준 2024E P/E 1.8 배는 지나치게 저평가되어 있다고 판단한다.

중국 열연 스프레드 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 철강 제품 내수 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

7. [철강] 23년 리뷰: 기대로 인한 가격 상승과 되돌림의 반복

올해 중국 철강 시장은 기대로 인한 철강 가격 상승과 되돌림의 반복

올해 중국 철강 시장은 기대로 인한 철강 가격 상승과 되돌림의 반복이었다. 연초 중국 리오프닝 및 대규모 부양책 발표에 대한 기대감에 철강 가격은 상승했으나 양회에서의 부양책 발표는 부재했고 철강 가격은 가파르게 하락했다.

이후 7 월에도 중국 정치국회의에서 투기 관련 슬로건이 삭제되고 주택 구매에 대한 지원책이 각 지역별로 발표되자 부동산 시장 개선에 대한 기대감에 철강 가격은 다시 한번 상승세를 보였다. 그러나 이번에도 기대감에 올랐던 철강 가격은 상승세를 이어가지 못했으며 11 월 초 기준 중국 열연 가격은 코로나 이후 가장 낮은 수준에 머물러 있다.

철강사 주가도 연중 기대와 실망이 교차하며 등락을 반복하다 연중 최저점 수준에 형성되어 있다. 현대제철의 주가를 예로 들면, 양회 전 상승했던 주가는 양회에 대한 실망감에 하락했으며 7 월엔 중국 부동산 경기 개선 기대감에 철강 가격 상승폭 이상으로 주가가 상승했다가 중국 철강 가격 하락 및 국내 철강 업황 부진의 영향으로 연중 최저점 수준에 주가가 형성되어 있다.

중국 열연 가격 및 현대제철 주가 추이



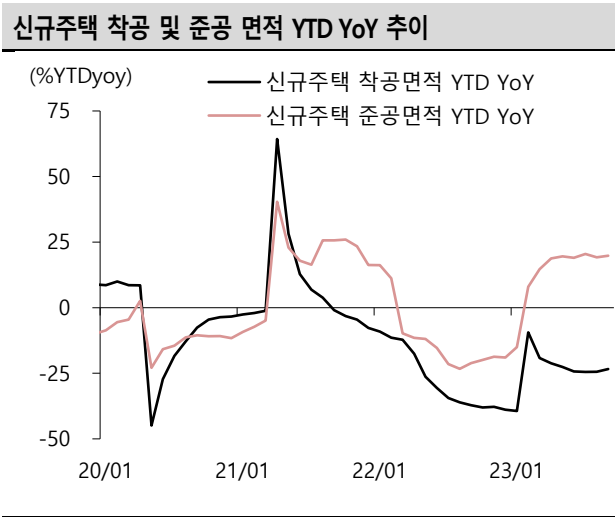
자료: Bloomberg, SK 증권

실수요, 특히 중국 부동산 수요의 부진으로 철강 가격 상승세가 이어지지 못했음

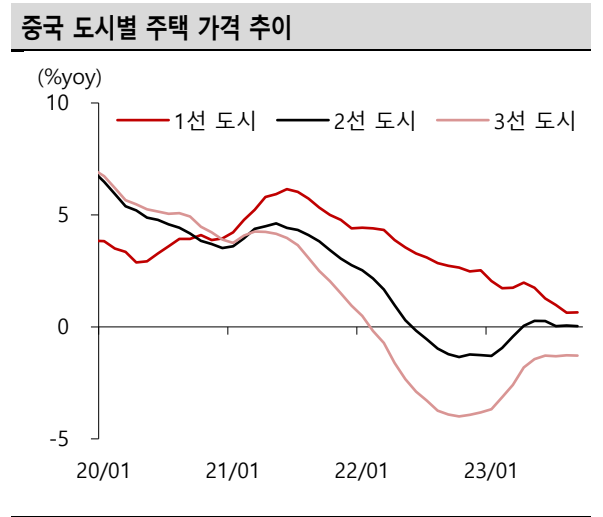
기대가 철강 가격의 상승으로 이어지지 못했던 가장 큰 이유는 실수요, 특히 중국 건축용 철강재에 대한 실수요가 부진했기 때문이다. 중국 철강 수요의 50%는 건축 항일 정도로 중국 부동산이 철강 가격에 미치는 영향은 절대적이다. 그러나 2021년 헝다 사태 이후 중국 부동산 경기는 빠르게 악화되었으며 여전히 중국 건설 경기는 회복하지 못하고 있다.

이를 가장 잘 보여주는 지표가 중국 주택 가격과 신규주택 착공 면적인데 두 지표 모두 아직 개선되는 모습은 보이지 않고 있다. 주택 가격의 경우 1선 도시의 주택 가격 상승률은 꾸준히 축소되고 있고 3선 도시는 여전히 전년 대비 주택 가격이 하락하고 있다. 신규주택 착공 면적의 경우도 작년 기저가 있음에도 여전히 YTD 로 -20% 중반의 감소세를 기록하고 있다.

착공 면적의 감소세가 지속되다 보니 건축용 철강재 수요도 부진하다. 통상적으로 9~10 월은 건설 업계의 계절적 성수기로 일평균 건축용 철강재 거래량이 20 만 톤을 상회하지만 올해는 성수기에도 건축용 철강재 일평균 거래량은 15~16 만 톤 수준에 불과하다.



자료: Bloomberg, SK 증권



자료: Bloomberg, SK 증권

8. [철강] 24년 철강 가격의 추세적 상승은 기대하기 어렵다

2024년에도 중국 철강 가격의 추세적인 상승을 기대하기 어려울 것

2023년에 이어 2024년도 중국 철강 가격의 추세적인 상승을 기대하기 어려울 것으로 예상된다. 현재 상황에서 중국 철강 가격이 추세적으로 상승하기 위해서는 1) 부동산 지표 개선과 그에 따른 철강 수요 회복 2) 정부 주도 철강 감산이 필요하다고 판단하는데 두 조건 모두 2024년에는 발휘되기 힘들 것으로 예상되기 때문이다.

국가별 철강 수요 및 전망

(단위: 백만톤)

국가	2020	2021	2022	2023E	2024E
중국	995	952	921	939	939
인도	89	106	115	126	136
미국	80	97	95	94	95
일본	53	57	55	54	54
대한민국	49	56	51	53	54
러시아	42	44	42	44	44
독일	31	35	32	29	32
터키	30	33	33	39	41
멕시코	22	26	25	27	27
이탈리아	N/A	27	25	23	24
글로벌	1,775	1,839	1,782	1,815	1,849

자료: WSA, SK 증권

지역별 철강 수요 및 전망

(단위: 백만톤)

지역	2020	2021	2022	2023E	2024E
EU+UK	141	165	152	144	153
Other EUROPE	36	40	39	45	47
CIS	58	58	53	55	55
USMCA	114	137	133	134	136
Central and south America	39	50	45	44	45
Africa	35	39	41	38	40
Middle East	47	50	51	56	58
Asia and Oceania	1,305	1,299	1,267	1,298	1,315
Developed Economies	343	400	376	368	378
China	995	952	921	939	939
Developing Economies Excl China	437	486	485	507	531

자료: WSA, SK 증권

공격적인 금리 인하는 쉽지 않을 것

7월 정치국회의 이후 주택 구매 지원책이 꾸준히 발표되고 있지만 완화적 통화 정책 없이는 효과 미미할 것

2021년 헝다 사태 이후 중국 부동산 경기는 빠르게 악화되었고 여전히 중국 부동산 지표는 부진하다. 7월 정치국회의에서 투기 관련 슬로건이 삭제된 이후 주택 구매에 대한 대책 발표가 각 지역별로 행해지며 중국 부동산 경기의 반등을 기대했으나 아직까지 정책의 효과는 나타나고 있지 않다.

그렇다면 언제부터 주택 구매 지원책에 대한 효과가 나타날 수 있을까? 결론부터 말하자면 '현재 상황에서는 주택 구매에 대한 지원책만으로 중국 부동산 경기의 반등을 기대하기는 어렵다'이다. 과거 2014 년에도 대출 규제로 인한 수요 감소로 주택 재고가 빠르게 증가했고 부동산 경기가 침체되자 2014 년 하반기부터 주택 구매에 대한 지원책을 발표했다.

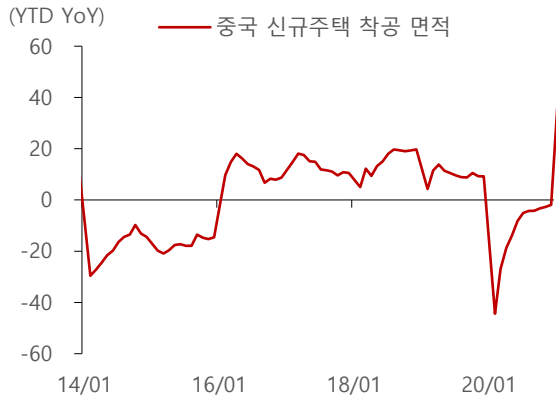
주요 내용은 주택 구매 제한 규제 완화, LTV 를 비롯한 대출 규제 완화 등으로 최근 행해지고 있는 주택 구매 지원책과 크게 다르지 않았으며 당시에도 주택 구매 지원책으로 인한 부동산 경기 개선은 나타나지 않았다. 부동산 경기는 2014 년 11월부터 2015 년 10 월까지 6 차례에 걸쳐 금리를 인하한 이후 2016 년부터 회복하는 모습을 보였고 철강 가격과 주가도 2016 년부터 상승했다.

7월 정치국회의 이후 주요 부동산 규제 완화책 정리

발표 일자	지역	내용
8월 3일	정저우시	- 첫구매주택 적용 금리 하한선 하향 무주택 대출기록 미반영, 금리 인하 장려 및 선수금 비율 완화, 주택 공적금 인출 및 대출 비율 확대
8월 7일	허난성, 항저우시	- 일부 지역 구매 제한 완화
8월 9일	우한시	- 첫주택 구매 선수금 비율 및 금리 인하. 무주택자 대출 기록 미반영.
8월 9일	구이저우성	- 첫 주택 지원, 다주택 보조금 계약금 비율 인하, 주택 보조금 최대 한도 인상
8월 9일	수저우시	- 시내 제외 성내 모든 도시 호적 제한 폐지
8월 9일	난징시	- 시내 제외 성내 모든 도시 호적 제한 폐지
8월 10일	장수성	- 무주택자 대출기록 미반영. 선수금 비율 및 금리 완화
8월 15일	푸저우시	- 주택 보유 상황에 따라 구매 제한 지역 계약금 비율 차등 적용
8월 15일	시안시	- 1주택 계약금 및 대출금리 완화
8월 25일	중국	- 주택 매각 후 1년 내 재구매자에 개인 소득세 환급 조치 발표
9월 2일	1선 도시	- 1선 도시에 무주택자 대출 기록 미반영 정책 시행 발표
9월 20일	광저우시	- 시내 일부 지역 주택 구매제한 조치 해제

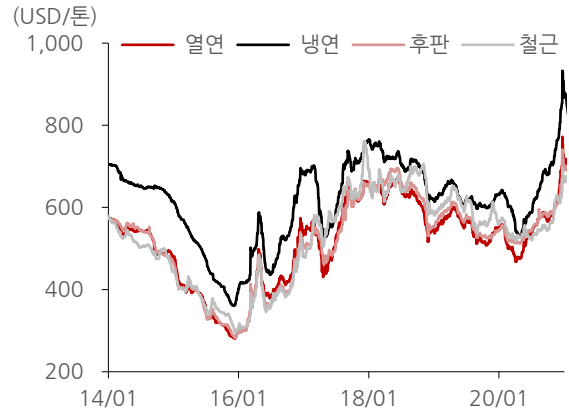
자료: 언론종합, SK증권

중국 신규주택 착공 면적 추이



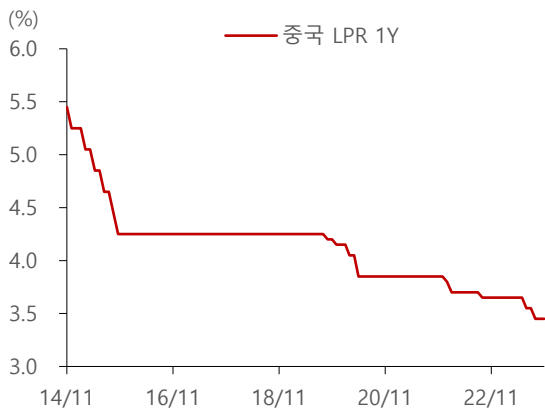
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 철강 제품 내수 가격 추이



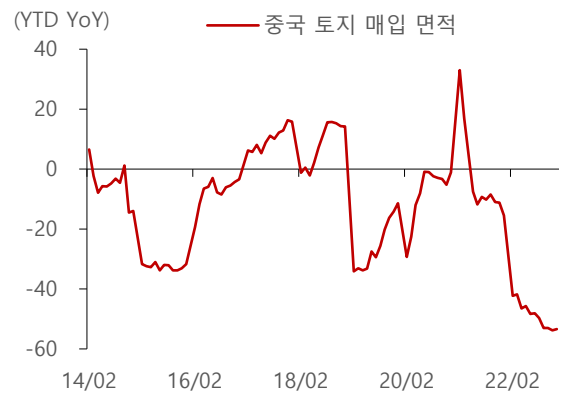
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 LPR 금리 추이



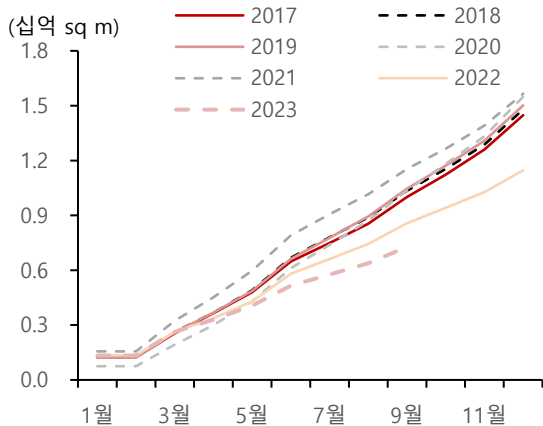
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 토지 매입 면적 추이



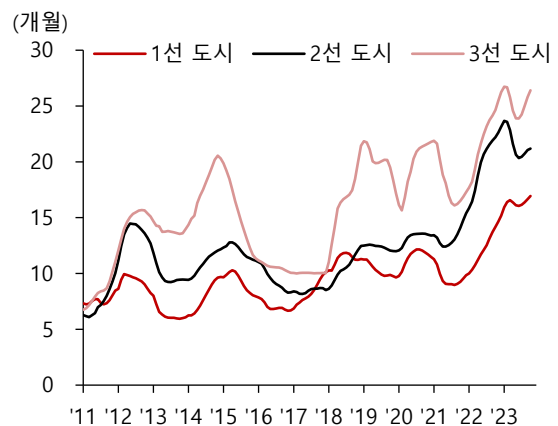
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 주거용 부동산 거래면적 YTD 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 도시별 주택 재고 소진 기간 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

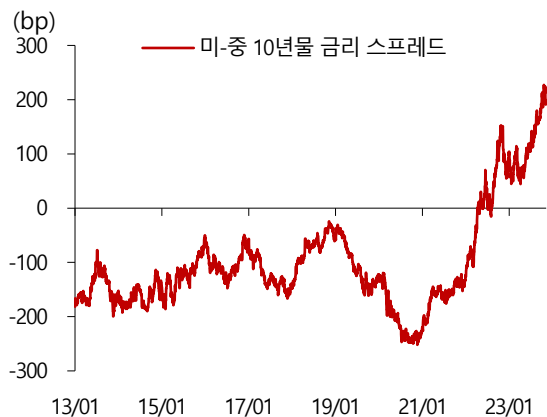
**미-중 금리차로 인한 외환 상황
감안 시 중국 정부의 공격적인
통화 완화 정책 시행 가능성은
낮음**

2016 년 중국 자가 주택 보유율은 80% 후반으로 주택 실수요의 업사이드는 크지 않았다. 그러나 2014-15 년 금리 인하가 주택 구매 지원책과 맞물려 부동산의 투기적 수요를 자극하여 부동산 경기의 회복을 이끌었다. 올해 기준 중국 자가 주택 보유율도 90%를 상회하며 다주택자 비중도 30%에 육박하는 등 여전히 실수요의 업사이드는 크지 않은 상황에서 내년에는 현재 행해지고 있는 주택 구매 지원책의 효과를 증폭시켜줄 수 있는 통화 정책의 시행은 쉽지 않을 것으로 예상된다.

올해 미국 기준 금리는 빠르게 올라간 반면 중국은 리오프닝 이후 회복이 예상보다 더딘 영향으로 경제 지표가 부진했다. 그 결과 미국과 중국 10 년물 국채 금리 스프레드는 최근 10년 래 최대로 벌어져 있고 달러당 위안화도 약세를 보여 5월 이후 7 이상에 머물러 있다.

이에 따라 중국 경기가 부진함에도 중국 인민은행은 6월에 이어 8월에도 LPR 1년 물 금리를 10bp 인하하는데 그쳤고 부동산 수요와 연관이 깊은 5년물 금리는 8월에 동결이었다. 내년에도 미국의 금리 인하 폭이 크지 않을 것으로 예상되는 상황으로 중국 인민은행이 2014-15년과 같이 완화적인 통화정책을 사용하기는 어려울 것으로 예상된다.

미중 10년물 국채 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

위안/달러화 환율 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

지방정부 재정 여력 부족으로 인프라 투자 증가도 제한적

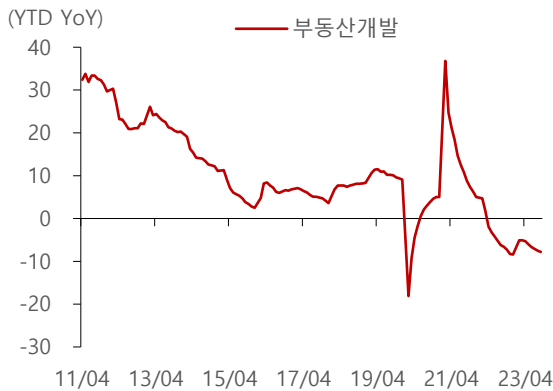
지방정부 재정 여력 부족으로 공격적인 부양책 시행 가능성도 낮음

중국의 공격적인 부양책 시행으로 인한 철강 수요 증가도 지방정부 재정 여력 부족으로 쉽지 않을 것으로 예상된다. 지방 정부의 주요 수입원은 토지 양도세 수입이다. 그러나 부동산 시장 부진으로 토지 양도금이 감소했고 지방정부 수입 악화로 이어지면서 지방정부의 투자 여력이 크지 않은 것으로 파악된다.

최근 6년 만에 열린 중국 금융공작회의에서 '부동산과 지방 LGFV(local government financing vehicle)에 대한 리스크를 방지하겠다'라고 발표하며 해당 리스크가 시스템 리스크로 전이될 가능성은 낮다고 판단한다. 그러나 해당 발표를 통해 지방 정부 재정 여력이 충분하지 않다는 것을 확인할 수 있다. 부동산 경기 회복으로 지방 정부 토지 양도 수입이 유의미하게 증가하지 않는 이상 지방 정부의 대규모 투자도 기대하기 힘들 것으로 예상된다.

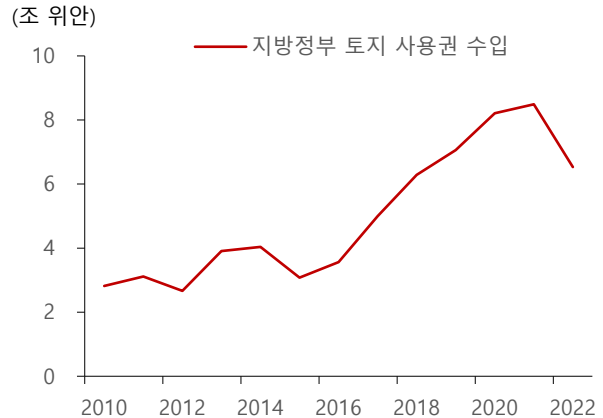
정리하자면, 내년에도 부동산 경기 회복을 통한 철강 수요의 증가나 지방정부 투자 확대에 의한 철강 수요의 증가를 기대하기는 힘들 것으로 전망한다.

중국 부동산 개발 YTD YoY 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 지방정부 토지 사용권 수입 추이



자료: CEIC, SK 증권

후순위로 밀려난 중국 철강 감산

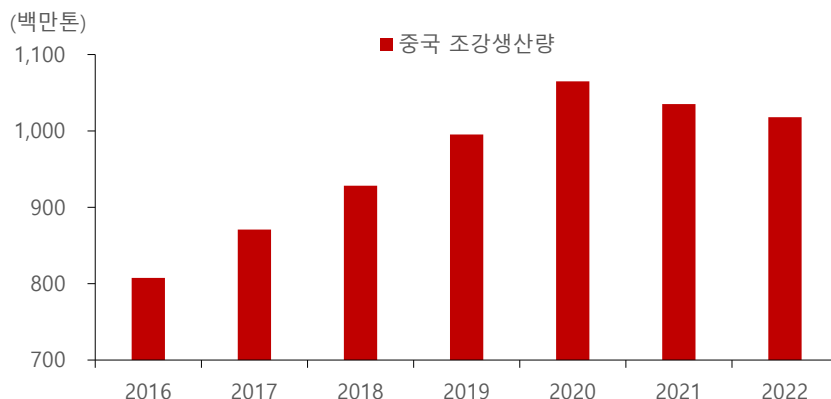
2021년 강도 높은 감산 시행
이후 2022년에도 감산은 정책적
우선순위에서 다소 밀린 모습

중국 철강 수요의 회복을 기대하기 힘든 상황에서 철강 가격 상승이 가능한 시나리오 오는 중국 정부 차원에서 철강 감산을 시행하는 것이다. 중국은 2016년부터 과잉 설비 감축을 위해 노력했다. 그러나 과잉 설비 철폐에도 조강생산량은 꾸준히 증가했고 조강생산량이 2020년 피크를 찍은 후 2021년부터 조강생산량 기준 감산 노력을 들이고 있다.

2020년 중국 조강생산량이 역대 최대인 10억 5천만 톤을 기록하자 중국 금속정보표준화연구소는 '2020년과 같은 조강 생산 증가 속도는 앞으로 절대 나타나지 않을 것이며, 철강 업계의 쇠신이 필요하다'고 언급하며 감산에 대해 강한 의지를 내비쳤다. 이후 중국 정부 차원에서 체계적인 감산의 필요성을 역설하는 등 국가 차원에서의 감산을 위해 노력했고 그 결과 2021년 중국 조강생산량은 10억 3,500만 톤으로 전년 대비 2.8% 감산에 성공했다.

2022년에도 중국 정부 차원에서 조강생산량 전년 대비 감산에 대한 의지를 내비쳤다. 그러나 코로나 확산에 따른 봉쇄의 영향으로 정부의 철강 감산에 대한 규제는 제한적이었으며, 타율적 감산보다는 자율적인 감산을 강조했다. 그럼에도 불구하고 베이징 올림픽에 따른 감산 및 부동산 경기 악화에 따른 수요 감소 영향으로 2022년도 전년 대비 1.7% 감산에 성공했다.

연도별 중국 조강생산량 추이



자료: WSA, SK증권

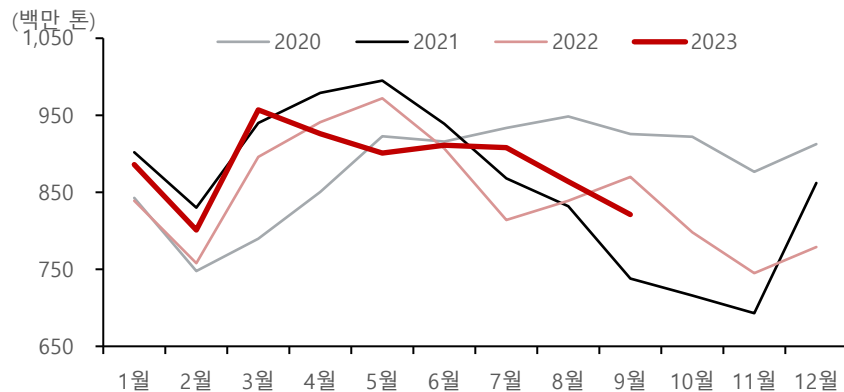
올해도 감산에 대한 언급이 있긴
했으나 적극적인 모습은 아니었음

올해도 7 월 말 대형 철강사들에게 올해 생산량을 작년 이하로 유지하라는 구두 명령을 시작으로 주요 철강 생산지 일부 철강사들에게도 생산량을 줄이라는 비공식적인 명령을 내린 것으로 파악된다. 그러나 올해는 작년 재작년과 다르게 아직까지 중국 정부 차원에서 철강 감산에 대한 공식적인 언급은 부재하다.

중국 정부의 감산에 대한 요구가 약해진 사이 중국 철강 업계는 양회에서 대규모 부양책 발표에 대한 기대감 그리고 7 월 정치국회의 이후 부동산 경기 회복에 대한 기대감에 생산을 늘렸고 올해 10 월 누적 조강생산량은 전년 대비 1.8% 증가했다.

8 월 이후 중국 조강생산량이 감소세로 들어서긴 했으나 이는 정부의 의지보다는 누적된 손실에 자발적으로 생산을 줄인 결과로 감산 강도가 강하지 않았다. 또한 조강 생산량이 감소하는 만큼 원재료에 대한 수요도 감소하며 원재료 가격에 하방 압력으로 작용하기 때문에 철강재 공급량 감소의 효과가 온전히 가격에 반영되기 힘들다. 아울러 철강 수요 성수기에도 수요 개선세가 예상보다 약하면서 철강 가격은 감산 시기 유의미한 반등을 하지 못했다.

월별 중국 조강생산량 추이



자료: WSA, SK증권

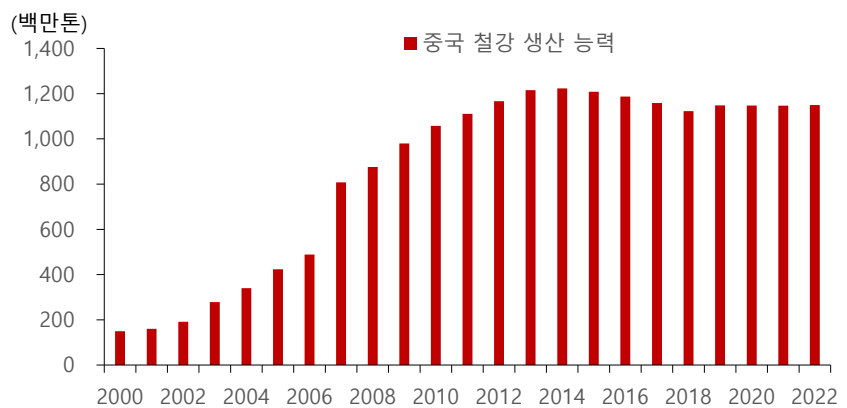
2024 년에도 탄소중립보다는 경제 성장에 정책적 초점이 맞춰질 가능성 높음

올해와 비슷하게 2024 년에도 조강생산량 감산 정책은 중국 정부에게 후순위일 가능성이 높다고 판단한다. 중국 정부가 조강생산량 감축을 시행하려는 목적은 탄소중립이다. 그러나 올해 중국의 GDP 성장률이 5% 대로 떨어질 가능성이 높고 내년 중국 GDP 성장률은 4% 대로 떨어질 것으로 예상되는 상황에서 탄소중립보다는 경제 성장을 우선 순위에 둘 가능성이 높다.

실제 중국은 2021 년 4 월 석탄화력발전 신설을 2025 년까지 제한하고 이후 점차 폐지해 나가겠다고 약속했다. 그러나 2021 년 하반기 가뭄에 따른 수력 발전량 감소로 전력난을 겪은 이후 화력발전소 승인 건수는 급증했으며 석탄 채굴량도 사상 최대를 기록했다. 중국은 2060 년까지 탄소중립을 달성하겠다고 공언하고 있지만 실제 정책들은 환경보다는 경제 성장에 우선순위를 두는 경향이 있다.

중국 정부 차원에서 강제적인 감산을 시행하지 않는다면 중국 철강 가격은 추세적으로 상승하기 힘들다. 중국 연간 철강 수요는 9 억 4 천만 톤 수준이지만 철강 생산 능력은 11억 톤을 상회하며 조강 생산량도 10억 톤을 상회한다. 따라서 생산 마진이 플러스가 유지된다면 철강 공급을 늘릴 여력은 충분하며 이는 철강 가격 상승을 일정 수준에서 제한할 가능성이 높다.

중국 철강 생산 능력 추이



자료: OECD, SK 증권

그래도 철강 가격의 추가적인 하락은 제한적이다

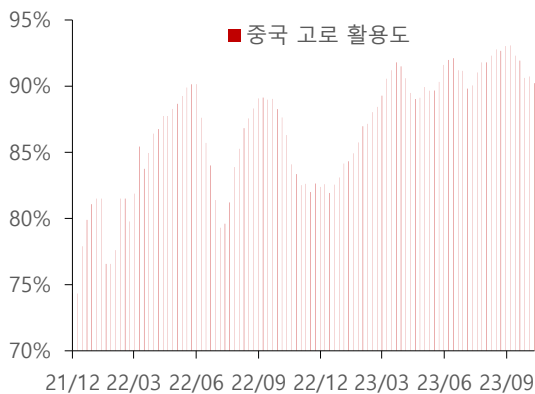
그러나 현재 가격 수준에서 수익권에 위치한 철강사 비중 16%로 철강 가격의 추가적인 하락은 제한적일 것

중국 철강 수요의 유의미한 개선은 요원하고 국가 주도의 감산 시행 가능성도 낮지만 그럼에도 중국 철강 가격의 추가적인 하락은 제한적이라고 판단한다.

7 월 정치국회의 이후 수요 증가에 대한 기대감에 철강사들은 생산하는 고로의 수를 늘렸고 철광석 수요 증가에 철광석 가격도 상승했다. 그러나 실수요 부진에 원재료 가격 상승이 제품 가격에 온전히 전가되지 않았고 철강 제품 가격 스프레드가 축소되며 손실을 보는 제철소의 비중이 높아졌다. 8 월 수익권에 위치한 철강사 비중은 60%를 상회했으나 10 월 말 기준 수익권에 위치한 철강사 비중은 16%로 빠르게 하락했다.

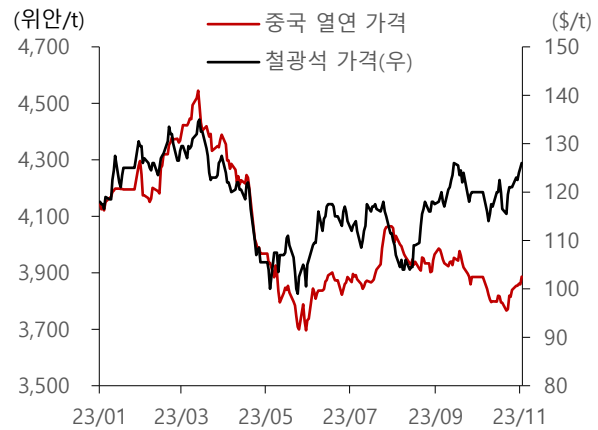
누적된 손실에 가동을 멈추는 고로는 증가했고 중국 고로 활용도는 9 월 말 이후 하락세를 보이고 있다. 그동안 철강사들이 높은 수준의 생산을 이어갔던 이유가 생산 마진이 좋아서가 아닌 수요 증가에 대한 기대감이었기 때문에 현재 철강 가격 수준이 지속된다면 추가로 가동을 멈추는 고로는 증가할 것으로 예상된다. 중국 고로활용도의 하락에 따른 철강재 생산 감소는 철강 가격 상승을 이끌진 못하겠지만 적어도 하방은 지지할 것으로 전망한다.

중국 고로 활용도 추이



자료: Mysteel, SK 증권

중국 열연 가격 및 철광석 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

철강 산업 투자의견 중립 및 Top Pick 동국제강 제시

2024 년도 철강 가격의 추세적인 상승 가능성은 낮으며 철강 산업에 대한 투자의견을 중립으로 제시

철강 산업에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. 2024 년도 철강 가격의 추세적인 상승 가능성은 낮다고 판단한다. 중국의 완화적인 통화정책과 적극적인 재정정책 시행이 어려울 것으로 예상되기 때문에 2024 년에도 철강 수요의 유의미한 증가 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 아울러, 중국 정부는 탄소중립보다 경제 성장에 더 초점을 맞출 가능성이 높다고 판단하며 국가 주도의 철강 감산 시행 가능성도 낮을 것으로 전망한다.

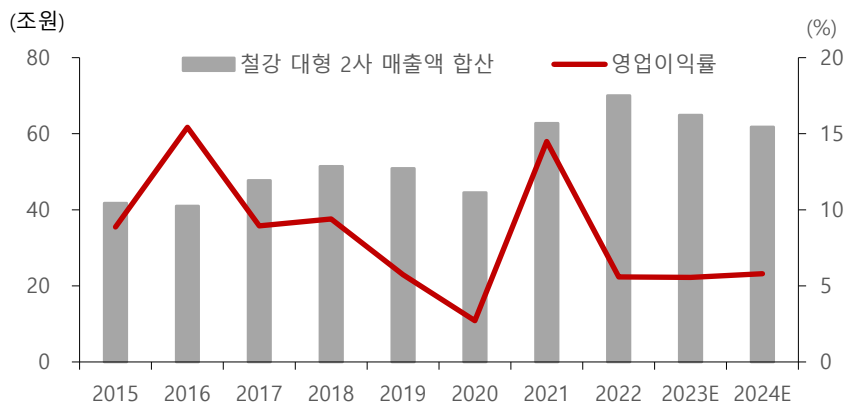
단기 트레이딩 관점에서는 접근 가능하겠으나 리턴 대비 리스크가 너무 높은 전략이라고 판단

그럼에도 중국 정부의 부양 의지 피력은 꾸준히 지속될 가능성이 높기 때문에 단기적으로 철강 가격이 반등하는 구간은 존재할 것으로 예상된다. 단기 트레이딩 관점에서는 접근할 만하지만 수요가 뒷받침되지 않는 철강 가격 상승은 지속 가능하지 않기 때문에 트레이딩 난이도는 높을 것으로 예상하며 리턴 대비 리스크가 너무 높은 전략이라고 판단한다.

그럼에도 밸류에이션 갭 축소 측면에서 동국제강은 주목해볼만 하다 판단

2024 년 철강 섹터가 전반적으로 부진할 것으로 예상되지만 그럼에도 동국제강은 주목할 만하다고 판단한다. 동국제강도 국내 철강 업황 부진 영향으로 내년 감익은 불가피하지만 1) 하이싱글 영업이익률은 충분히 유지할 가능성이 높고 2) 올해 배당 수익률이 6%를 상회할 것으로 예상되며 3) 피어 그룹이 PER 3~4 배에 거래되고 있다는 점을 감안하면 현재 당사 추정치 기준 2024E P/E 1.8 배는 지나치게 저평가되어 있다고 판단한다.

철강 대형 2사 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 각 사, SK증권
주: 포스코 별도 부문과 현대제철 합산 실적 기준

Appendix. 인도 철강 수요 전망치는 지속 상향되는 중

주요 철강 수요국 중 유일하게
수요 전망치가 상향되고 있는
인도

전반적으로 글로벌 철강 수요 둔화가 예상되고 있는 가운데 주요 철강 수요국 중 유일하게 인도만 철강 수요 전망치가 상향되고 있다. 세계철강협회에서 2022년 10월 발표한 Short Range Outlook 에 따르면 인도의 2023년 철강 수요 전망치는 1.20억 톤이었지만 2023년 4월에 발표한 전망치에서는 1.23억 톤으로 상향되었다. 2023년 10월에 발표한 자료에서 2023년 철강 수요 전망치는 1.26억 톤까지 상향되었으며, 2024년 수요 전망치는 기존 1.31억 톤에서 1.36억 톤까지 상향되었다.

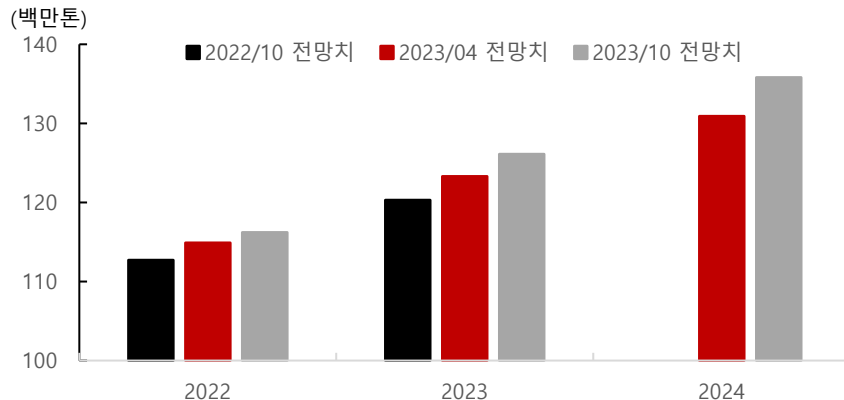
주요 원인은 인프라 투자의 확대

철강 수요 전망치 상향의 주된 요인은 인도 정부의 인프라 투자 확대이다. 그동안 인프라 기반이 부족하다 보니 제조업 성장이 더뎠고 1인당 철강 수요도 주요국에 비해 현저히 낮은 수준이다. 인도 정부도 인프라의 필요성을 절실히 느껴 민간과 협력하여 인프라 투자를 지속하고 있으며 고속도로, 전력, 항만 등 인프라가 빠르게 갖춰지고 있다. 또한 제조업 육성을 위해서도 PLI 정책을 시행하는 등 많은 노력을 기울이고 있다. 이에 힘입어 인도의 2023-2024년 철강 수요는 전년 대비 각각 8.6%, 7.7% 증가할 것으로 예상되며 이는 주요 철강 수요국 중 가장 높은 성장률이다.

아직 중국이 글로벌 철강 수요
성장을 이끌었을 때에 비해서는
미약하지만 2025년 이후 폭발적
성장 기대

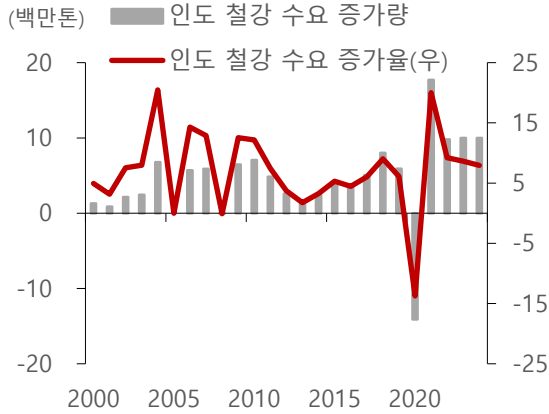
인도 정부의 노력에도 불구하고 아직 인도의 도시화율을 36% 정도에 불과하고 매년 철강 수요 증가폭도 1천만 톤 수준으로 중국이 글로벌 철강 수요 성장을 이끌었을 때에 비해서는 미약하다. 그러나 인도의 기반 인프라가 갖춰지고 제조업 성장이 나타나며 도시화율이 빠르게 상승할 것으로 예상되는 2025년 이후부터는 인도에서의 폭발적인 철강 수요 성장을 기대해볼 만하다고 판단한다.

인도 철강 수요 전망치 변화 추이



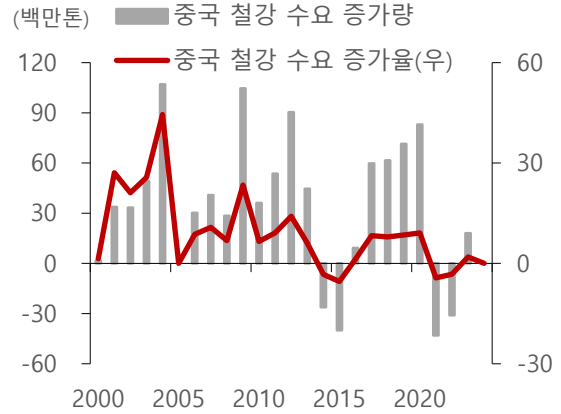
자료: WSA, SK증권

인도 철강 수요 증가량 및 증가율 추이



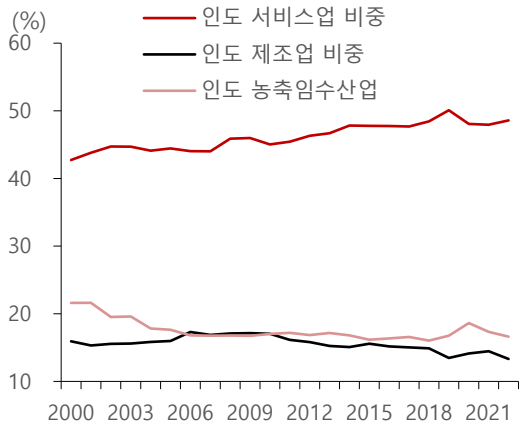
자료: WSA, SK 증권

중국 철강 수요 증가량 및 증가율 추이



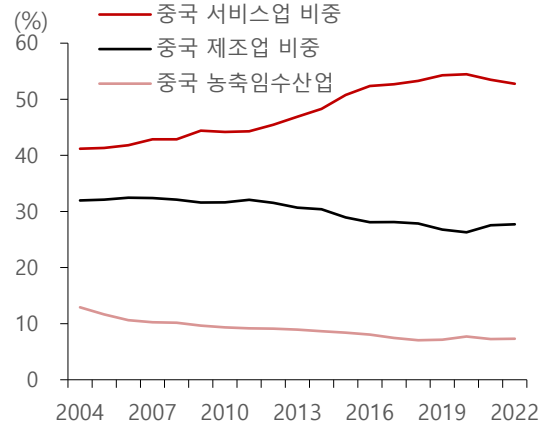
자료: WSA, SK 증권

인도 GDP 대비 산업별 부가가치 비중



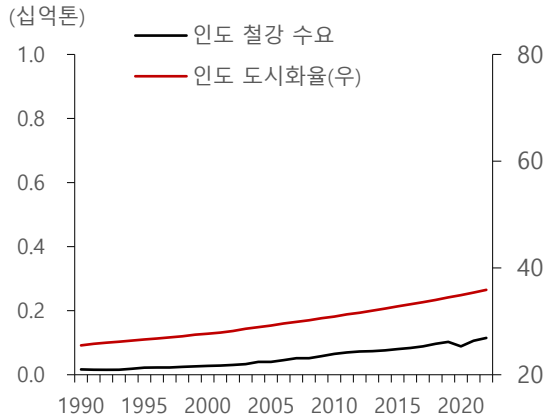
자료: World Bank, SK 증권

중국 GDP 대비 산업별 부가가치 비중



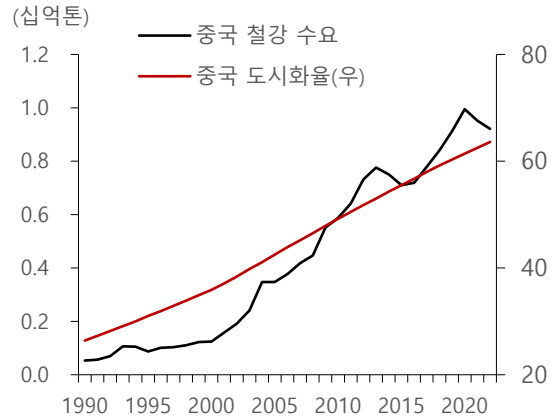
자료: World Bank, SK 증권

인도 철강 수요 및 도시화율 추이



자료: UN, WSA, SK 증권

중국 철강 수요 및 도시화율 추이



자료: UN, WSA, SK 증권

철강 국내 PEER 테이블

		POSCO 홀딩스	현대제철	동국제강	세아제강	한국철강	대한제강
현재가(현지통화)		447,500	34,250	9,980	123,500	6,210	13,100
시가총액(십억원)		37,846	4,571	495	350	264	307
추가수익률	1D	-0.7	-0.4	-3.0	0.4	-1.1	-1.1
	1M	-11.8	-6.6	0.8	-5.8	-2.0	2.3
	3M	-24.0	-4.1	-21.5	-17.6	3.0	2.3
	6M	21.9	-7.5	N/A	-14.8	-9.2	-4.5
	12M	59.1	-19.2	-31.7	30.5	-26.8	-20.5
PER(배)	2021	13.5	N/A	N/A	7.7	N/A	4.7
	2022	3.1	3.7	N/A	2.9	3.2	2.4
	2023E	8.8	3.2	N/A	N/A	N/A	2.8
	2024E	13.3	5.3	N/A	2.0	N/A	3.9
PBR(배)	2021	0.5	0.3	N/A	0.4	0.4	0.5
	2022	0.4	0.3	N/A	0.4	0.4	0.5
	2023E	0.7	0.2	N/A	N/A	N/A	0.4
	2024E	0.7	0.2	N/A	0.4	N/A	0.4
EV/EBITDA(배)	2021	4.8	9.3	N/A	5.0	N/A	1.0
	2022	2.3	3.7	N/A	2.4	N/A	0.3
	2023E	5.2	3.9	N/A	N/A	N/A	1.0
	2024E	6.0	5.2	N/A	N/A	N/A	0.9
매출액성장률(%)	2021	-10%	-12%	N/A	-6%	-12%	7%
	2022	32%	27%	N/A	30%	40%	85%
	2023E	12%	21%	N/A	N/A	N/A	8%
	2024E	-6%	-4%	N/A	N/A	N/A	-25%
영업이익성장률(%)	2021	-38%	-78%	N/A	17%	188%	95%
	2022	284%	3252%	N/A	146%	194%	147%
	2023E	-36%	-12%	N/A	N/A	N/A	5%
	2024E	-23%	-37%	N/A	N/A	N/A	-34%
영업이익률(%)	2021	4%	0%	N/A	5%	6%	7%
	2022	12%	11%	N/A	9%	12%	10%
	2023E	7%	8%	N/A	N/A	N/A	10%
	2024E	6%	5%	N/A	13%	N/A	8%
순이익률(%)	2021	3%	-2%	N/A	3%	-1%	4%
	2022	9%	6%	N/A	6%	11%	7%
	2023E	5%	5%	N/A	N/A	N/A	5%
	2024E	4%	3%	N/A	10%	N/A	5%
ROE(%)	2021	3.6	-2.6	N/A	5.7	-1.2	10.2
	2022	14.0	8.5	N/A	14.3	13.7	24.7
	2023E	8.2	7.6	N/A	N/A	N/A	16.9
	2024E	5.2	4.4	N/A	19.4	N/A	11.3
순부채비율(%)	2021	10%	59%	N/A	26%	-63%	-32%
	2022	8%	49%	N/A	17%	-59%	-46%
	2023E	10%	50%	N/A	N/A	N/A	N/A
	2024E	10%	43%	N/A	N/A	N/A	-3%

자료: Bloomberg, SK 증권

철강 글로벌 PEER 테이블

		ARCELOR MITTAL	USS	NSSMC	Baoshan	NUCOR	JFE	ANGANG
현재가(현지통화)		21	34	3,253	6	151	2,146	3
시가총액(십억원)		25,171	10,011	26,967	24,236	49,086	11,970	4,126
주가수익률	1D	-0.6	-0.1	1.6	0.5	1.0	-0.5	0.8
	1M	-6.4	3.2	-3.3	-1.3	-2.7	1.2	-4.8
	3M	-13.8	42.8	-5.1	-4.9	-10.0	-6.3	-15.7
	6M	-15.5	58.1	3.9	-13.9	8.0	12.8	-20.9
	12M	-23.2	30.8	67.1	-4.0	34.9	39.2	-30.9
PER(배)	2021	N/A	N/A	N/A	10.4	12.6	N/A	12.7
	2022	2.4	1.8	3.1	6.7	4.8	3.4	3.8
	2023E	2.2	3.6	4.6	8.9	5.3	8.2	106.7
	2024E	4.7	8.2	7.2	12.0	8.6	6.5	N/A
PBR(배)	2021	0.7	1.0	0.6	0.7	1.5	0.5	0.5
	2022	0.6	0.7	0.6	0.8	2.2	0.5	0.4
	2023E	0.4	0.8	0.7	0.7	2.1	0.6	0.4
	2024E	0.3	0.7	0.7	0.7	1.8	0.6	0.4
EV/EBITDA(배)	2021	6.6	N/A	17.4	5.6	10.5	11.3	5.8
	2022	1.8	1.4	4.9	4.6	3.5	5.1	3.4
	2023E	1.8	2.2	4.8	4.8	3.7	6.6	6.7
	2024E	3.4	4.6	5.7	5.1	5.3	6.0	11.6
매출액성장률(%)	2021	-24%	-24%	-18%	-2%	-10%	-13%	-3%
	2022	40%	102%	34%	35%	76%	28%	41%
	2023E	11%	10%	10%	6%	22%	13%	-1%
	2024E	-7%	-10%	2%	-4%	-11%	-9%	-7%
영업이익성장률(%)	2021	440%	-373%	89%	3%	-47%	94%	5%
	2022	681%	547%	1209%	106%	800%	2490%	212%
	2023E	-24%	-28%	36%	-34%	22%	-27%	-100%
	2024E	-57%	-64%	-27%	-23%	-37%	4%	-28191%
영업이익률(%)	2021	4%	-11%	-1%	5%	5%	0%	3%
	2022	22%	24%	9%	8%	25%	7%	7%
	2023E	15%	16%	11%	5%	25%	4%	0%
	2024E	7%	6%	8%	4%	18%	5%	-2%
순이익률(%)	2021	-1%	-12%	-1%	4%	4%	-1%	2%
	2022	20%	21%	9%	6%	19%	7%	5%
	2023E	12%	13%	8%	4%	18%	3%	0%
	2024E	6%	6%	5%	3%	13%	4%	-1%
ROE(%)	2021	-1.9	-29.6	-1.2	7.0	6.8	-1.3	3.8
	2022	34.2	65.2	20.5	12.6	54.8	15.7	12.1
	2023E	18.9	26.2	17.3	7.0	43.5	7.4	0.3
	2024E	7.8	9.3	9.8	5.5	21.8	8.6	-1.8
순부채비율(%)	2021	17%	81%	67%	20%	22%	95%	22%
	2022	8%	17%	53%	23%	23%	84%	15%
	2023E	7%	8%	57%	9%	10%	89%	4%
	2024E	7%	13%	46%	14%	0%	74%	4%

자료: Bloomberg, SK 증권

기업분석

Company Analysis



1) S-Oil: 24년 견조한 실적 지속

투자 의견: 매수(유지)
T.P: 105,000 원(유지)
Upside: 56.9%

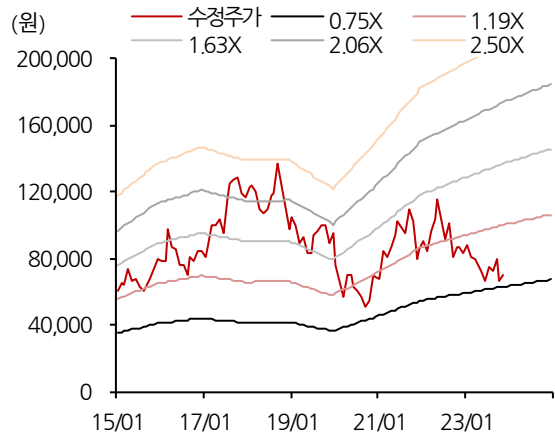
- > 24년 연간 매출액 33.2조원(-18.7% YoY), 영업이익 1.7조원(-6.2% YoY, OPM 5.2%)로 23년 대비 하향 안정화될 정제마진 및 윤활 Spread를 반영, 연간 영업이익 감익 예상
- > 정유부문은 영업이익 8,548억원(-5.4% YoY) 전망. 24년 정제마진 하향 안정화에 따른 감익, 23년 대비 변동성 축소에 따른 재고관련손실 규모 축소 예상
- > 석유화학부문은 스프레드 점진적 회복에 따른 증익이 윤활부문의 경우 윤활 Spread 하락에 따른 감익 예상
- > 24년 에너지 업황은 Downside Risk 부각 되겠지만, 하단은 견고하게 지속될 것. 23년 대비 정제마진은 하향 안정화 되겠지만, 21년도 평균 \$9.1/bbl 대비 높은 정제마진 유지하며 우호적 업황 전개될 것으로 예상
- > S-Oil의 12MFPBRO.7배, 역사적 하단에 위치. 24년 에너지 수요 우려는 점진적으로 해소될 것. 업사이드 유효

S-Oil 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	37,056	36,723	34,496	33,224	34,805	34,825	-0.9%	-4.6%
영업이익 (십억원)	2,023	1,881	1,844	1,729	1,589	2,011	16.0%	-14.0%
순이익 (십억원)	1,206	1,165	1,078	1,057	960	1,315	12.2%	-19.6%

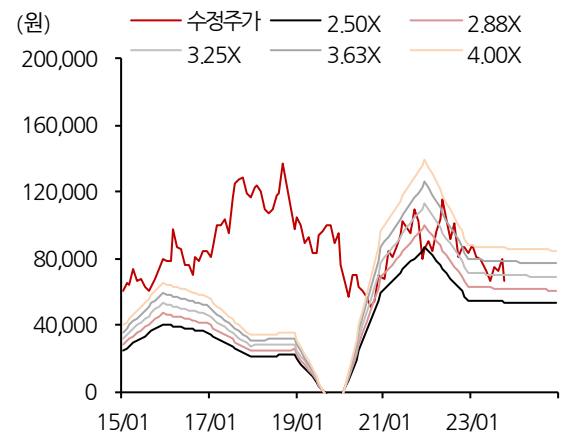
자료: S-Oil, SK증권

S-Oil PBR Band Chart



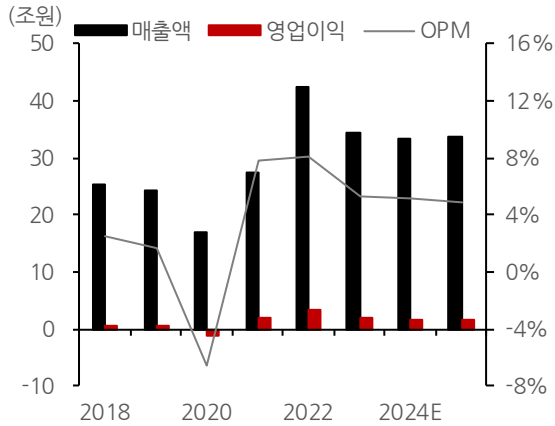
자료: FnGuide, SK증권

S-Oil EV/EBITDA Band Chart



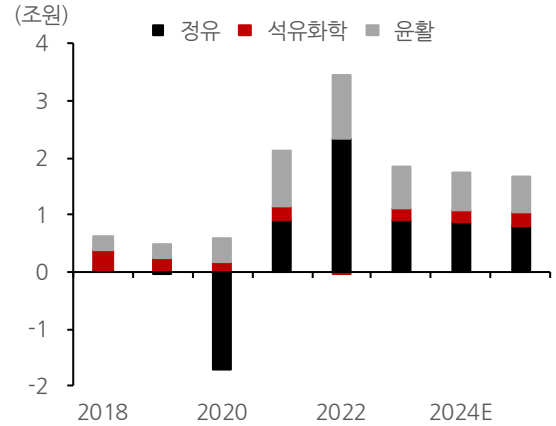
자료: FnGuide, SK증권

S-Oil 실적 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: S-Oil, SK 증권

S-Oil 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	9,078	7,820	9,142	8,457	8,121	8,005	8,449	8,649	42,446	34,497	33,224
YoY (%)	-2.3%	-31.7%	-17.8%	-20.2%	-10.5%	2.4%	-7.6%	2.3%	54.6%	-18.7%	-3.7%
QoQ (%)	-14.3%	-13.9%	16.9%	-7.5%	-4.0%	-1.4%	5.6%	2.4%	-	-	-
정유	7,277	6,000	7,199	6,584	6,326	6,243	6,643	6,817	34,005	27,060	26,028
석유화학	1,039	1,009	1,125	1,193	1,143	1,119	1,126	1,134	5,026	4,365	4,522
윤활	763	811	818	680	652	643	680	698	3,416	3,071	2,673
영업이익 (십억원)	516	36	859	433	310	358	564	496	3,408	1,844	1,729
YoY (%)	-61.3%	-97.9%	67.8%	흑전	-39.8%	883.3%	-34.3%	14.8%	59.2%	-45.9%	-6.2%
QoQ (%)	흑전	-92.9%	2259.3%	-49.6%	-28.3%	15.4%	57.7%	-12.0%	-	-	-
정유	291	-292	666	239	118	154	319	263	2,347	904	855
석유화학	29	82	45	52	50	53	65	56	-49	209	224
윤활	196	247	147	141	142	151	180	177	1,110	731	650
영업이익률 (%)	5.7%	0.5%	9.4%	5.1%	3.8%	4.5%	6.7%	5.7%	8.0%	5.3%	5.2%
정유	4.0%	-4.9%	9.3%	3.6%	1.9%	2.5%	4.8%	3.9%	6.9%	3.3%	3.3%
석유화학	2.8%	8.1%	4.0%	4.4%	4.4%	4.7%	5.8%	4.9%	-1.0%	4.8%	5.0%
윤활	25.7%	30.4%	18.0%	20.8%	21.8%	23.4%	26.5%	25.3%	32.5%	23.8%	24.3%

자료: S-Oil, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,377	9,206	8,198	8,752	8,914
현금및현금성자산	1,946	1,310	1,459	1,095	1,440
매출채권 및 기타채권	2,841	2,964	2,366	2,420	2,310
재고자산	3,545	4,733	3,699	4,548	4,505
비유동자산	10,316	10,407	11,059	11,484	11,894
장기금융자산	140	275	229	235	228
유형자산	9,565	9,588	10,188	10,589	11,006
무형자산	108	106	108	101	95
자산총계	18,693	19,613	19,257	20,236	20,808
유동부채	8,505	8,213	7,066	7,299	7,247
단기금융부채	2,893	2,609	2,853	2,910	2,968
매입채무 및 기타채무	3,567	3,936	3,794	3,880	3,704
단기충당부채	3	3	2	2	2
비유동부채	3,200	2,917	3,003	3,064	3,111
장기금융부채	2,951	2,611	2,752	2,808	2,864
장기매입채무 및 기타채무	41	42	40	41	41
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,705	11,130	10,068	10,363	10,358
지배주주지분	6,988	8,483	9,189	9,873	10,450
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	1,332	1,332	379	379	379
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	5,334	6,829	8,520	9,204	9,781
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,988	8,483	9,189	9,873	10,450
부채와자본총계	18,693	19,613	19,257	20,236	20,808

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,574	1,389	1,547	1,034	1,783
당기순이익(손실)	1,379	2,104	1,078	1,057	949
비현금성항목등	1,248	1,634	1,199	1,230	1,233
유형자산감가상각비	644	644	706	773	808
무형자산상각비	8	6	7	7	6
기타	596	984	487	451	419
운전자본감소(증가)	-967	-2,132	231	-808	-41
매출채권및기타채권의감소(증가)	-772	-386	140	-54	110
재고자산의감소(증가)	-1,391	-1,338	1,137	-849	43
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	221	-3	86	-176
기타	130	-630	-1,042	8	-17
법인세납부	-86	-217	-962	-444	-358
투자활동현금흐름	210	-740	-1,333	-1,147	-1,182
금융자산의감소(증가)	-3	-2	-173	-6	7
유형자산의감소(증가)	-97	-569	-1,283	-1,174	-1,226
무형자산의감소(증가)	-12	-1	-8	0	0
기타	322	-168	132	32	37
재무활동현금흐름	231	-481	34	-386	-390
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-215	57	58
장기금융부채의증가(감소)	459	279	847	55	57
자본의증가(감소)	0	0	-952	0	0
배당금지급	-117	-617	-373	-373	-373
기타	-111	-143	727	-126	-133
현금의 증가(감소)	1,208	-635	149	-364	345
기초현금	737	1,946	1,310	1,459	1,095
기말현금	1,946	1,310	1,459	1,095	1,440
FCF	1,478	820	263	-139	558

자료 : S-Oil, SK증권 추정

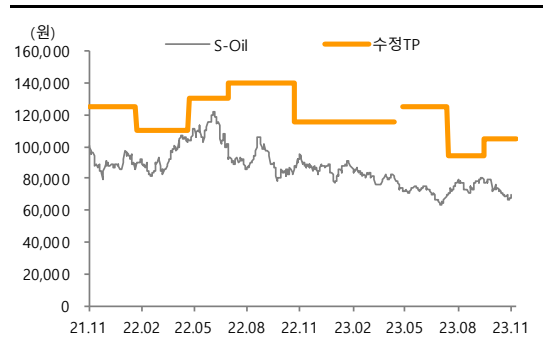
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	27,464	42,446	34,496	33,224	33,615
매출원가	24,695	38,291	31,887	30,801	31,277
매출총이익	2,769	4,155	2,609	2,423	2,339
매출총이익률(%)	10.1	9.8	7.6	7.3	7.0
판매비와 관리비	628	749	765	694	679
영업이익	2,141	3,405	1,844	1,729	1,660
영업이익률(%)	7.8	8.0	5.3	5.2	4.9
비영업손익	-263	-507	-382	-228	-352
순금융손익	-101	-120	-75	-98	-93
외환관련손익	-321	-339	-100	-112	-123
관계기업등 투자손익	2	-0	0	0	0
세전계속사업이익	1,878	2,899	1,462	1,502	1,308
세전계속사업이익률(%)	6.8	6.8	4.2	4.5	3.9
계속사업법인세	499	794	384	444	358
계속사업이익	1,379	2,104	1,078	1,057	949
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,379	2,104	1,078	1,057	949
순이익률(%)	5.0	5.0	3.1	3.2	2.8
지배주주	1,379	2,104	1,078	1,057	949
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	5.0	3.1	3.2	2.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,422	2,113	1,078	1,057	949
지배주주	1,422	2,113	1,078	1,057	949
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,793	4,055	2,556	2,508	2,473

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	63.2	54.6	-18.7	-3.7	1.2
영업이익	흑전	59.0	-45.9	-6.2	-4.0
세전계속사업이익	흑전	54.3	-49.6	2.7	-12.9
EBITDA	흑전	45.2	-37.0	-1.9	-1.4
EPS	흑전	52.7	-48.8	-1.9	-10.2
수익성 (%)					
ROA	8.0	11.0	5.5	5.4	4.6
ROE	21.8	27.2	12.2	11.1	9.3
EBITDA마진	10.2	9.6	7.4	7.5	7.4
안정성 (%)					
유동비율	98.5	112.1	116.0	119.9	123.0
부채비율	167.5	131.2	109.6	105.0	99.1
순차입금/자기자본	55.4	43.9	43.5	45.3	40.7
EBITDA/이자비용(배)	25.4	26.8	24.6	19.9	18.7
배당성향	32.1	30.4	34.6	35.3	39.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	11,822	18,047	9,243	9,065	8,143
BPS	59,945	72,770	78,819	84,689	89,635
CFPS	17,412	23,620	15,356	15,747	15,121
주당 현금배당금	3,800	5,500	3,200	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	4.6	7.5	7.7	8.6
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
PCR	4.9	3.5	4.5	4.4	4.6
EV/EBITDA	4.9	3.3	5.2	5.5	5.5
배당수익률	4.4	6.6	4.0	4.0	4.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.09.21	매수	105,000원	6개월		
2023.07.20	매수	94,000원	6개월	-19.46%	-14.15%
2023.05.03	매수	125,000원	6개월	-43.16%	-39.52%
2022.10.28	매수	115,000원	6개월	-27.09%	-17.48%
2022.07.06	매수	140,000원	6개월	-35.36%	-23.93%
2022.04.29	매수	130,000원	6개월	-15.43%	-6.54%
2022.01.28	매수	110,000원	6개월	-15.25%	-2.27%
2021.07.28	매수	125,000원	6개월	-23.57%	-8.00%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

2) 금호석유: 24년 이어질 이익 기초체력

투자 의견: 매수(유지)
 T.P: 180,000 원(유지)
 Upside: 39.5%

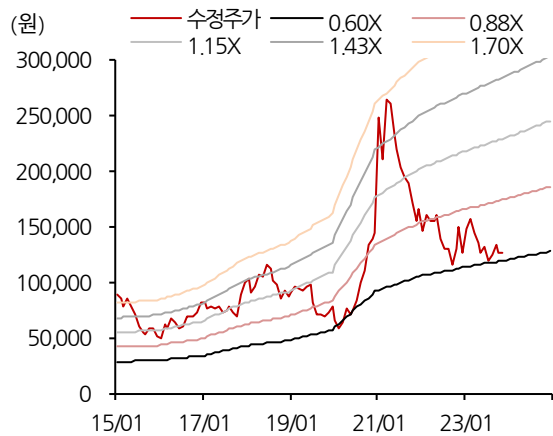
- > 24년 연간 매출액 6.6조원(+3.6% YoY), 영업이익 4,992억원(+21.7% YoY, OPM 7.6%)로 합성고무 및 페놀유도체 중심의 실적 성장 예상. EPDM은 견조한 이익을 지속할 것으로 전망
- > 합성고무 연간 영업이익 1,048억원(+36.2% YoY) 전망. 24년 합성고무 공급 부담은 상대적으로 적은 상황에서 수요 개선에 따른 가격 상승과 BD/SM 등 원재료 가격 하락에 따른 스프레드 확대 전망
- > 23년 글로벌 BD Rubber 증설 Capa 26만톤 추정. 20년 이후 증설은 낮은 레벨 지속 중이었던 상황에서 24년 글로벌 증설 역시 23만톤 규모로 타 다운스트림 대비 상대적으로 수급 측면에서 양호
- > 중국 BD Rubber 소비량은 23년 9월 9.4만톤, -5.7% YoY 기록했지만, 2H22부터 양호한 흐름 지속
- > 중국 경기부양책 지속 및 EM 인프라 투자 확대에 따라 Phenol 체인 수요 및 스프레드 개선은 24년 점진적으로 이루어질 것으로 예상

금호석유 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	6,573	6,842	6,367	6,595	6,430	6,794	-1.0%	-2.9%
영업이익 (십억원)	493	599	410	499	430	519	-4.7%	-3.8%
순이익 (십억원)	486	552	429	499	444	503	-3.5%	-0.7%

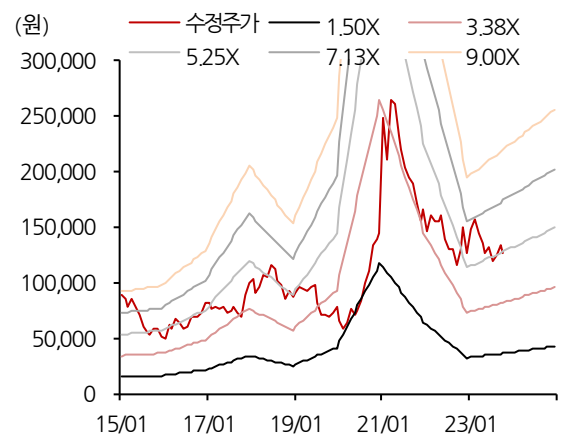
자료: 금호석유, SK증권

금호석유 PBR Band Chart



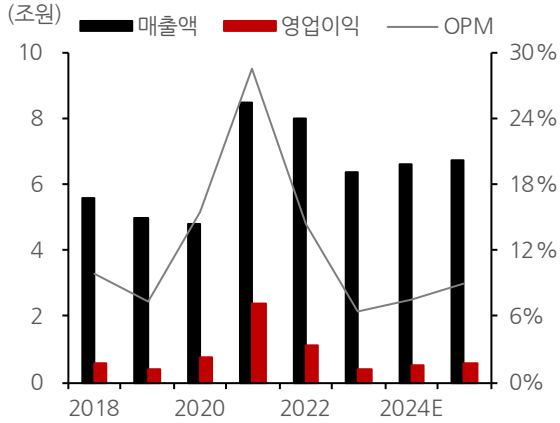
자료: FnGuide, SK증권

금호석유 EV/EBITDA Band Chart



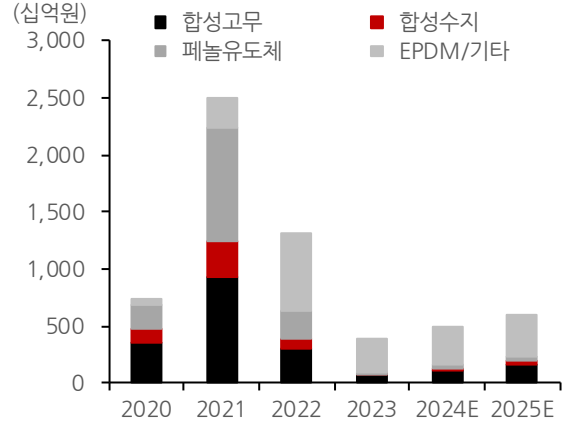
자료: FnGuide, SK증권

금호석유 실적 추이 및 전망



자료: 금호석유, SK 증권

금호석유 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 금호석유, SK 증권

금호석유 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	1,721	1,578	1,507	1,561	1,580	1,596	1,699	1,720	7,976	6,367	6,595
YoY (%)	-21.7%	-29.7%	-20.1%	-5.1%	-8.2%	1.2%	12.7%	10.2%	-5.7%	-20.2%	3.6%
QoQ (%)	4.6%	-8.3%	-4.5%	3.6%	1.3%	1.0%	6.4%	1.2%	-	-	-
합성고무	576	547	507	532	516	546	559	571	2,580	2,163	2,192
합성수지	347	317	301	318	326	324	327	326	1,595	1,283	1,303
페놀유도체	411	370	337	360	429	421	445	442	2,163	1,478	1,737
EPDM/기타	387	343	362	351	310	305	368	381	1,638	1,443	1,364
영업이익 (십억원)	130	108	84	88	78	122	139	160	1,148	410	499
YoY (%)	-71.0%	-69.5%	-63.5%	-23.2%	-40.0%	13.4%	64.9%	82.2%	-52.3%	-64.3%	21.7%
QoQ (%)	13.9%	-17.1%	-22.0%	4.2%	-11.0%	56.6%	13.5%	15.2%	-	-	-
합성고무	34	33	2	9	14	23	33	34	311	77	105
합성수지	3	1	1	1	3	4	5	7	75	6	18
페놀유도체	11	6	-4	1	4	7	16	15	256	15	43
EPDM/기타	82	68	72	77	57	88	85	103	666	299	333
영업이익률 (%)	7.6%	6.8%	5.6%	5.6%	4.9%	7.7%	8.2%	9.3%	14.4%	6.4%	7.6%
합성고무	5.8%	6.0%	0.3%	1.7%	2.7%	4.3%	6.0%	6.0%	12.1%	3.6%	4.8%
합성수지	0.9%	0.3%	0.4%	0.2%	0.8%	1.1%	1.5%	2.1%	4.7%	0.5%	1.4%
페놀유도체	2.8%	1.6%	-1.2%	0.4%	1.0%	1.8%	3.5%	3.5%	11.8%	1.0%	2.5%
EPDM/기타	21.2%	19.8%	19.9%	21.9%	18.4%	28.8%	23.1%	27.2%	40.6%	20.7%	24.4%

자료: 금호석유, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,445	2,744	2,611	2,692	2,707
현금및현금성자산	623	567	552	423	480
매출채권 및 기타채권	866	721	683	753	739
재고자산	780	826	784	864	848
비유동자산	4,670	4,976	5,144	5,591	5,638
장기금융자산	373	371	399	435	466
유형자산	3,416	3,636	3,813	4,133	4,166
무형자산	51	44	38	32	27
자산총계	8,116	7,719	7,755	8,283	8,346
유동부채	2,360	1,463	1,360	1,533	1,281
단기금융부채	720	493	425	546	342
매입채무 및 기타채무	711	603	790	870	854
단기충당부채	9	3	3	4	4
비유동부채	672	603	541	532	439
장기금융부채	315	307	309	248	202
장기매입채무 및 기타채무	114	120	65	100	57
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,033	2,066	1,901	2,065	1,721
지배주주지분	5,082	5,652	5,852	6,216	6,623
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	378	378	378	378	378
기타자본구성요소	-38	-38	-105	-105	-105
자기주식	-38	-38	-104	-104	-104
이익잉여금	4,565	5,186	5,460	5,817	6,234
비지배주주지분	1	1	2	2	2
자본총계	5,083	5,653	5,854	6,218	6,625
부채외자본총계	8,116	7,719	7,755	8,283	8,346

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,121	453	584	624	768
당기순이익(손실)	1,966	1,026	429	499	560
비현금성항목등	681	383	271	325	365
유형자산감가상각비	203	236	255	286	296
무형자산상각비	5	8	7	6	5
기타	473	140	9	33	64
운전자본감소(증가)	-280	-209	31	-48	10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-162	128	39	-70	14
재고자산의감소(증가)	-159	-44	44	-80	16
매입채무및기타채무의증가(감소)	69	-136	3	80	-16
기타	-28	-156	-56	21	-4
법인세납부	-245	-747	-152	-158	-177
투자활동현금흐름	-1,734	179	-342	-685	-250
금융자산의감소(증가)	-1,020	567	-3	-85	-21
유형자산의감소(증가)	-352	-423	-432	-606	-329
무형자산의감소(증가)	-1	0	-1	0	0
기타	-361	35	95	5	100
재무활동현금흐름	-184	-507	-144	-82	-393
단기금융부채의증가(감소)	-65	-372	-59	121	-204
장기금융부채의증가(감소)	15	170	80	-61	-47
자본의증가(감소)	22	0	0	0	0
배당금지급	-116	-281	-146	-142	-142
기타	-41	-24	-18	0	-0
현금의 증가(감소)	205	-56	-16	-129	57
기초현금	418	623	567	552	423
기말현금	623	567	552	423	480
FCF	1,769	30	152	18	439

자료 : 금호석유, SK증권 추정

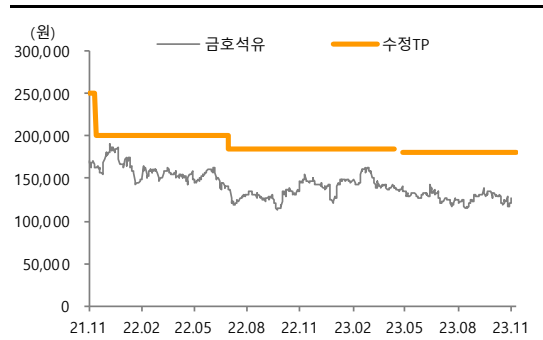
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,462	7,976	6,367	6,595	6,747
매출원가	5,764	6,549	5,696	5,862	5,909
매출총이익	2,698	1,427	671	733	838
매출총이익률(%)	31.9	17.9	10.5	11.1	12.4
판매비용과 관리비	291	279	261	234	239
영업이익	2,407	1,148	410	499	599
영업이익률(%)	28.4	14.4	6.4	7.6	8.9
비영업손익	211	104	128	158	137
순금융손익	-18	1	10	6	10
외환관련손익	9	-5	6	3	1
관계기업등 투자손익	189	118	96	134	116
세전계속사업이익	2,618	1,252	538	657	736
세전계속사업이익률(%)	30.9	15.7	8.4	10.0	10.9
계속사업법인세	653	226	109	158	177
계속사업이익	1,966	1,026	429	499	560
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,966	1,026	429	499	560
순이익률(%)	23.2	12.9	6.7	7.6	8.3
지배주주	1,965	1,025	429	499	559
지배주주귀속 순이익률(%)	23.2	12.9	6.7	7.6	8.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	2,026	1,002	413	507	549
지배주주	2,026	1,002	413	506	548
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,615	1,392	672	791	901

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	75.9	-5.7	-20.2	3.6	2.3
영업이익	224.3	-52.3	-64.3	21.7	20.1
세전계속사업이익	241.4	-52.2	-57.0	22.2	12.0
EBITDA	183.2	-46.8	-51.7	17.7	13.9
EPS	253.1	-46.2	-57.2	16.4	12.0
수익성 (%)					
ROA	29.9	13.0	5.5	6.2	6.7
ROE	47.8	19.1	7.5	8.3	8.7
EBITDA마진	30.9	17.4	10.6	12.0	13.3
안정성 (%)					
유동비율	146.0	187.6	192.0	175.7	211.3
부채비율	59.7	36.5	32.5	33.2	26.0
순차입금/자기자본	-14.3	-6.3	-6.4	-3.9	-8.1
EBITDA/이자비용(배)	96.2	47.6	20.4	27.2	36.5
배당성향	14.3	14.3	33.2	28.5	25.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	58,989	31,711	13,584	15,812	17,716
BPS	153,646	175,944	188,665	200,195	213,060
CFPS	65,235	39,251	21,881	25,048	27,255
주당 현금배당금	10,000	5,400	5,400	5,400	5,400
Valuation지표 (배)					
PER	2.8	4.0	9.3	8.0	7.1
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	2.5	3.2	5.8	5.1	4.6
EV/EBITDA	1.8	2.6	5.2	4.6	3.7
배당수익률	6.0	4.3	4.3	4.3	4.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.03	매수	180,000원	6개월		
2022.07.06	매수	185,000원	6개월	-25.42%	-11.95%
2021.11.19	매수	200,000원	6개월	-20.86%	-5.00%
2021.10.01	매수	250,000원	6개월	-30.48%	-26.80%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

3) 롯데정밀화학: 케미칼 업황 회복에 따른 실적 개선

투자 의견: 매수(유지)
 T.P: 85,000 원(유지)
 Upside: 47.3%

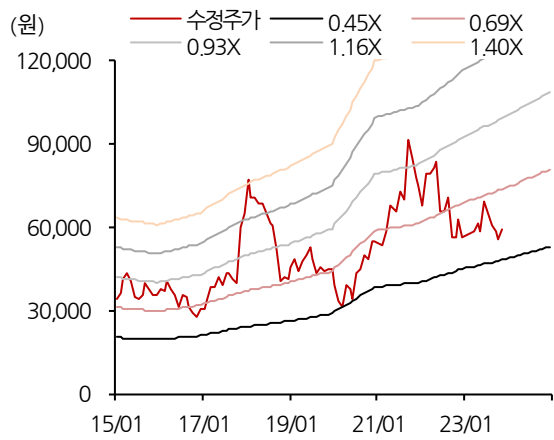
- > 24년 연간 매출액 1.7조원(-4.3% YoY), 영업이익 2,039억원(+6.8% YoY, OPM 12.1%)로 24년 암모니아 가격 하락에 따른 매출액 감소가 전망되나, 스페셜티 중심의 견조한 이익률 및 염소 중심의 수익성 개선에 따른 증익 전망
- > 케미칼 연간 영업이익 853억원(+19.3% YoY) 전망. 24년 견조한 가성소다 및 ECH 수요 바탕으로 수익성 개선(23년 OPM 5.9% 추정 > 24년 7.5%) 가능할 것으로 예상
- > 그린소재 연간 영업이익 1,186억원(-0.7% YoY) 전망. 23년 대비 24년 가격 하락에 따른 OPM 축소 예상
- > 양극재 수직계열화에 따른 국내 가성소다 수요는 2차전지 업황 턴어라운드 시점인 2H24 점진적 개선 전망. 한편, 중국 전력난 및 노후 설비 규제 강화, 유럽 가성소다 경쟁력 약화 등으로 인해 공급은タイト한 상황 지속될 것으로 예상
- > 염소 계열의 경우 중국 경기부양책 및 EM 인프라 투자 확대에 따라 24년 점진적 회복 예상

롯데정밀화학 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	2,096	2,225	1,769	1,692	1,831	1,898	-3.4%	-10.9%
영업이익 (십억원)	214	261	191	204	194	232	-1.8%	-12.0%
순이익 (십억원)	381	345	365	296	249	271	47.0%	9.0%

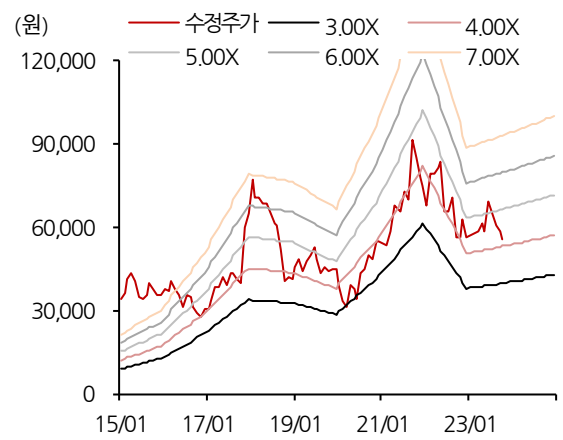
자료: 롯데정밀화학, SK 증권

롯데정밀화학 PBR Band Chart



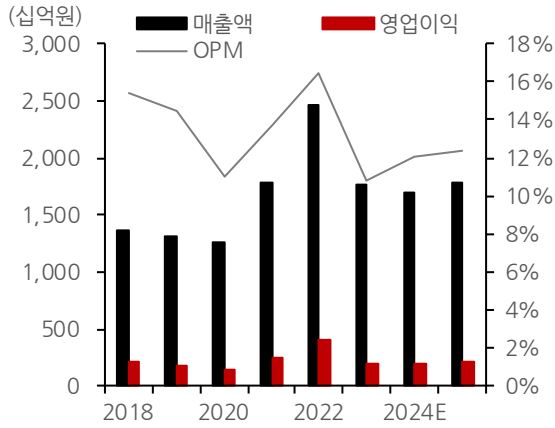
자료: FnGuide, SK 증권

롯데정밀화학 EV/EBITDA Band Chart



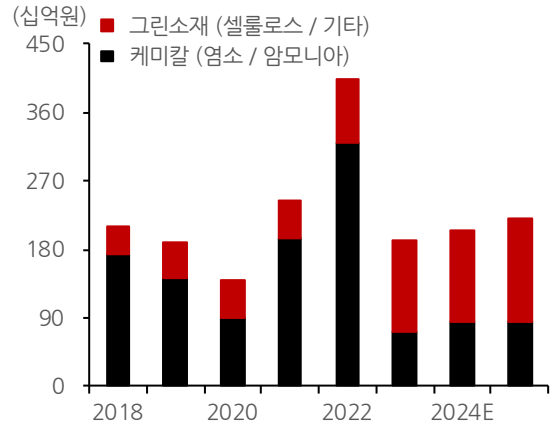
자료: FnGuide, SK 증권

롯데정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 롯데정밀화학, SK 증권

롯데정밀화학 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 롯데정밀화학, SK 증권

롯데정밀화학 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	525	431	401	411	404	403	408	477	2,464	1,769	1,692
YoY (%)	-19.5%	-37.2%	-36.2%	-17.2%	-23.0%	-6.6%	1.8%	15.9%	38.4%	-28.2%	-4.3%
QoQ (%)	5.7%	-17.9%	-7.0%	2.5%	-1.7%	-0.3%	1.3%	16.8%	-	-	-
염소	146	148	138	135	137	137	139	141	739	567	555
셀룰로스	132	137	120	124	112	113	112	175	496	513	512
암모니아	235	136	134	141	146	143	147	150	1,180	645	586
영업이익 (십억원)	42	69	35	45	48	49	50	56	404	191	204
YoY (%)	-61.9%	-46.6%	-70.8%	1.6%	14.7%	-28.9%	43.1%	25.9%	65.4%	-52.8%	6.8%
QoQ (%)	-4.6%	64.3%	-49.2%	27.5%	7.7%	1.9%	2.3%	12.2%	-	-	-
케미칼 (추정)	15	31	8	18	22	23	24	16	319	71	85
그린/전자소재 (추정)	27	38	27	26	26	26	26	40	85	120	119
영업이익률 (%)	8.0%	16.0%	8.7%	10.9%	11.9%	12.2%	12.3%	11.8%	16.4%	10.8%	12.1%
케미칼 (추정)	3.8%	10.9%	2.8%	6.6%	7.9%	8.1%	8.4%	5.6%	16.6%	5.9%	7.5%
그린/전자소재 (추정)	19.0%	25.8%	21.2%	19.6%	21.4%	21.6%	21.6%	21.6%	15.6%	21.5%	21.5%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	867	1,316	1,306	1,500	1,786
현금및현금성자산	229	578	703	829	1,133
매출채권 및 기타채권	309	295	244	283	267
재고자산	245	286	237	275	260
비유동자산	1,857	1,394	1,602	1,670	1,623
장기금융자산	709	184	360	432	538
유형자산	766	799	788	816	848
무형자산	20	23	20	17	15
자산총계	2,723	2,710	2,908	3,169	3,408
유동부채	309	397	298	351	343
단기금융부채	12	14	12	13	13
매입채무 및 기타채무	203	226	217	251	238
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	216	19	39	41	41
장기금융부채	105	13	34	35	36
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	525	416	337	392	384
지배주주지분	2,199	2,294	2,571	2,777	3,025
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본구성요소	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	-9	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	1,768	1,862	2,139	2,345	2,593
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,199	2,294	2,571	2,777	3,025
부채외자본총계	2,723	2,710	2,908	3,169	3,408

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	217	412	227	326	395
당기순이익(손실)	585	146	365	296	337
비현금성항목등	-214	387	-10	105	85
유형자산감가상각비	118	121	133	140	146
무형자산상각비	3	3	3	3	2
기타	-335	264	-146	-38	-63
운전자본감소(증가)	-118	-27	18	-41	16
매출채권및기타채권의감소(증가)	-119	6	52	-39	16
재고자산의감소(증가)	-90	-44	47	-38	15
매입채무및기타채무의증가(감소)	80	25	-11	35	-14
기타	11	-14	-70	2	-1
법인세납부	-37	-95	-174	-98	-121
투자활동현금흐름	58	13	-249	-144	86
금융자산의감소(증가)	78	-69	244	67	188
유형자산의감소(증가)	-112	-144	-111	-169	-178
무형자산의감소(증가)	1	0	0	0	0
기타	90	226	-381	-43	76
재무활동현금흐름	-55	-75	-76	-86	-90
단기금융부채의증가(감소)	-1	0	4	2	-1
장기금융부채의증가(감소)	-16	-16	10	1	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-38	-59	-89	-89	-89
기타	-0	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	220	349	125	126	304
기초현금	9	229	578	703	829
기말현금	229	578	703	829	1,133
FCF	105	267	116	158	217

자료 : 롯데정밀화학, SK증권

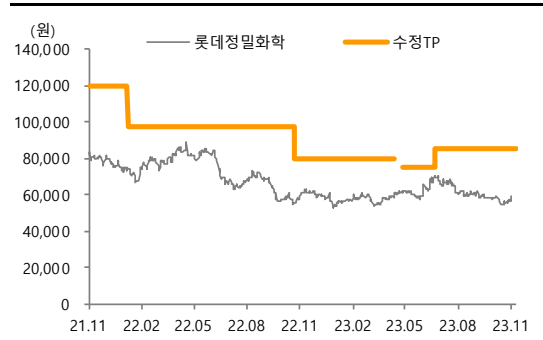
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,780	2,464	1,769	1,692	1,780
매출원가	1,431	1,938	1,497	1,456	1,527
매출총이익	349	525	272	236	253
매출총이익률(%)	19.6	21.3	15.4	14.0	14.2
판매비와 관리비	105	121	81	32	33
영업이익	245	404	191	204	221
영업이익률(%)	13.7	16.4	10.8	12.1	12.4
비영업손익	502	-244	284	190	238
순금융손익	1	12	55	64	78
외환관련손익	-2	0	0	-1	-0
관계기업등 투자손익	232	209	56	55	55
세전계속사업이익	747	160	475	394	458
세전계속사업이익률(%)	42.0	6.5	26.8	23.3	25.7
계속사업법인세	161	14	109	98	121
계속사업이익	585	146	365	296	337
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	146	365	296	337
순이익률(%)	32.9	5.9	20.7	17.5	18.9
지배주주	585	146	365	296	337
지배주주귀속 순이익률(%)	32.9	5.9	20.7	17.5	18.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	587	154	366	296	337
지배주주	587	154	366	296	337
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	365	528	327	347	369

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	40.9	38.4	-28.2	-4.3	5.2
영업이익	75.6	65.4	-52.8	6.8	8.2
세전계속사업이익	187.8	-78.6	196.6	-17.1	16.4
EBITDA	48.6	44.5	-38.1	6.1	6.4
EPS	194.5	-75.0	150.0	-19.1	13.9
수익성 (%)					
ROA	25.5	5.4	13.0	9.7	10.2
ROE	30.4	6.5	15.0	11.1	11.6
EBITDA마진	20.5	21.4	18.5	20.5	20.7
안정성 (%)					
유동비율	280.5	331.6	437.9	427.4	521.4
부채비율	23.9	18.1	13.1	14.1	12.7
순차입금/자기자본	-8.3	-30.2	-30.3	-32.1	-40.0
EBITDA/이자비용(배)	1,016.7	924.0	441.2	368.1	404.2
배당성향	10.0	61.0	24.4	30.1	26.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	22,692	5,665	14,162	11,461	13,053
BPS	85,581	89,286	100,000	108,006	117,604
CFPS	27,376	10,457	19,421	16,991	18,798
주당 현금배당금	2,300	3,500	3,500	3,500	3,500
Valuation지표 (배)					
PER	3.3	10.0	4.2	5.2	4.5
PBR	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	2.7	5.4	3.1	3.5	3.2
EV/EBITDA	4.8	1.5	2.3	1.8	0.9
배당수익률	3.1	6.2	5.9	5.9	5.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.06.29	매수	85,000원	6개월		
2023.05.03	매수	75,000원	6개월	-16.19%	-6.13%
2022.10.28	매수	80,000원	6개월	-27.02%	-21.00%
2022.01.13	매수	97,000원	6개월	-24.88%	-8.25%
2021.10.08	매수	120,000원	6개월	-32.75%	-23.83%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

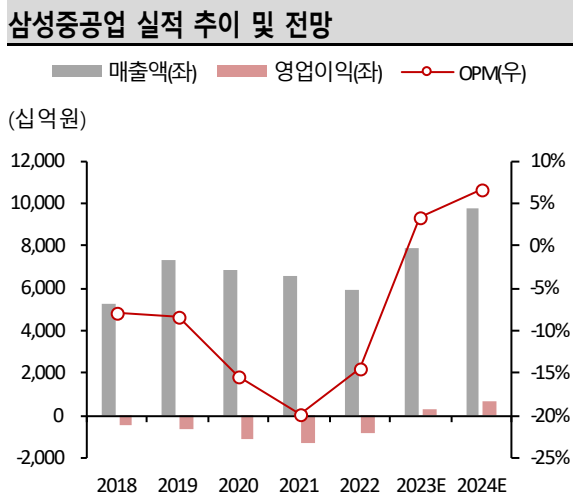
SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

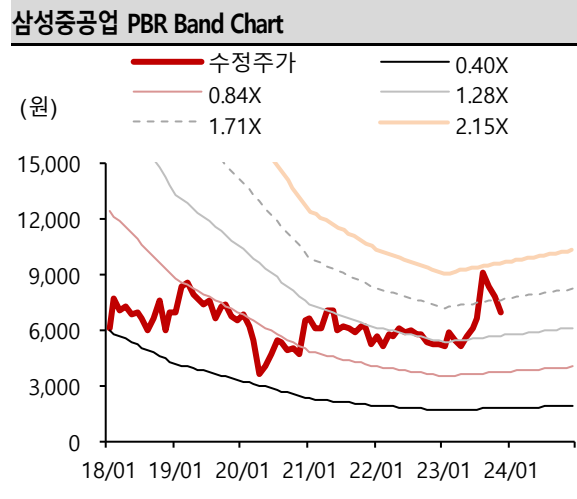
4) 삼성중공업: 수주와 실적 모두 가장 안정적

투자 의견: 매수(유지)
 T.P.: 11,000 원(유지)
 Upside: 53.8%

- > 24년 연간 매출액 9조 7,290억원(+23.4% YoY), 영업이익 6,359억원(+140.2% YoY, OPM 6.5%)로 23년 대비 외주물량 및 고선가 건조마진의 확대에 따른 매출 및 이익 성장 예상
- > 연간 20척의 LNGC 건조 캐파 확보로 내년부터는 그 효과를 온전히 누릴 수 있을 것으로 예상. 3Q23 기준 LNGC가 매출에 차지하는 비중이 50%에서 내년에는 약 60%까지 확대될 것으로 추정
- > 선체블록 외주물량 및 고선가 건조물량의 확대에 따라 P와 Q모두에서의 본격적인 상승효과로 '24년에도 동사의 이익개선세 지속될 전망
- > 미국 Delfin FLNG 2기와 캐나다 Cedar FLNG 1기로, 총 3기의 FLNG 신조 협상을 올해 4분기 수주가 예상되는 Coral Sul#2 FLNG의 계약협상과 동시에 진행 중. '24년부터는 총 2기의 FLNG 수주가 가능할 것으로 예상
- > 내년부터 줄어들 것으로 예상되는 일반 상선 수주분을 해양플랜트에서 충분히 채울 수 있는 동사의 매력도는 조선 3사 중 가장 높다는 판단이며, 안정적 수주와 실적개선을 바탕으로 현재주가 레벨에서 상승여력 충분하다는 판단



자료: 삼성중공업, SK증권 추정



자료: Bloomberg, SK증권

삼성중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,605	1,946	2,026	2,305	2,298	2,434	2,369	2,629	5,944.7	7,881.4	9,729.0
YoY	8.2%	36.4%	44.7%	41.0%	43.2%	25.1%	16.9%	14.0%	-10.2%	32.6%	23.4%
QoQ	-1.8%	21.2%	4.1%	13.8%	-0.3%	5.9%	-2.7%	11.0%	-	-	-
영업이익	20	59	76	110	112	128	175	221	-854.4	264.8	635.9
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	473.6%	116.6%	131.3%	99.8%	적지	흑전	140.2%
QoQ	흑전	201.2%	28.7%	45.8%	1.5%	13.8%	37.4%	26.0%	-	-	-
영업이익률	1.2%	3.0%	3.7%	4.8%	4.9%	5.2%	7.4%	8.4%	-14.4%	3.4%	6.5%

자료: 삼성중공업, SK 증권 추정

삼성중공업 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
12M Fwd BPS	(A)	원	5,211	
Target P/B	(B)	배	2.1	
주당주주가치	(C)	원	10,944	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	11,000	
현재주가	(E)	원	7,150	2023년 11월 10일 증가
상승여력	(F)	%	53.8%	(F) = (D-E)/(E)

자료: 삼성중공업, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,594	8,412	9,853	10,784	12,258
현금및현금성자산	571	919	1,305	1,634	1,976
매출채권 및 기타채권	149	774	397	431	477
재고자산	1,488	1,574	1,870	2,125	2,354
비유동자산	6,545	6,080	6,064	5,968	5,902
장기금융자산	584	472	479	546	595
유형자산	5,614	5,235	5,134	4,959	4,837
무형자산	24	26	32	44	50
자산총계	12,139	14,492	15,917	16,752	18,160
유동부채	7,058	9,216	10,266	10,426	10,799
단기금융부채	2,233	3,053	3,217	3,121	3,183
매입채무 및 기타채무	626	810	1,105	1,172	1,298
단기충당부채	1,279	1,300	1,058	1,101	1,134
비유동부채	983	1,704	1,739	1,681	1,640
장기금융부채	827	1,603	1,582	1,543	1,543
장기매입채무 및 기타채무	51	50	50	50	50
장기충당부채	79	29	80	62	69
부채총계	8,041	10,920	12,005	12,107	12,439
지배주주지분	4,111	3,594	3,943	4,693	5,795
자본금	880	880	880	880	880
자본잉여금	5,488	5,502	4,496	4,496	4,496
기타자본구성요소	-970	-970	-970	-970	-970
자기주식	-970	-970	-970	-970	-970
이익잉여금	-1,355	-1,959	-1,716	-965	137
비지배주주지분	-14	-23	-30	-48	-74
자본총계	4,097	3,572	3,912	4,645	5,721
부채외자본총계	12,139	14,492	15,917	16,752	18,160

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,286	-1,078	631	672	987
당기순이익(손실)	-1,452	-627	236	733	1,076
비현금성항목등	655	-86	285	243	274
유형자산감가상각비	196	197	230	223	213
무형자산상각비	4	2	3	3	7
기타	456	-285	52	16	54
운전자본감소(증가)	1,623	-961	186	-273	-380
매출채권및기타채권의감소(증가)	178	-498	379	-34	-46
재고자산의감소(증가)	-165	-36	-210	-255	-229
매입채무및기타채무의증가(감소)	87	162	92	68	126
기타	1,523	-589	-76	-52	-231
법인세납부	0	-31	25	100	137
투자활동현금흐름	150	1,135	-616	-192	-497
금융자산의감소(증가)	-69	455	-423	-74	-272
유형자산의감소(증가)	169	261	-97	-48	-92
무형자산의감소(증가)	3	1	-8	-16	-13
기타	47	418	-88	-54	-120
재무활동현금흐름	-2,786	854	43	-135	62
단기금융부채의증가(감소)	-3,483	-130	-771	-96	62
장기금융부채의증가(감소)	839	916	892	-39	0
자본의증가(감소)	1,429	14	-1,006	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1,570	53	927	-0	0
현금의 증가(감소)	-416	348	386	328	343
기초현금	987	571	919	1,305	1,634
기말현금	571	919	1,305	1,634	1,976
FCF	2,455	-818	534	624	895

자료 : 삼성중공업, SK증권 추정

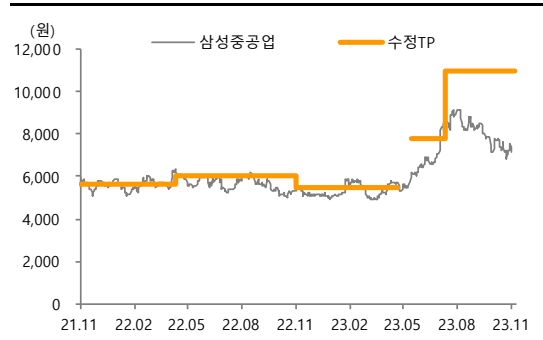
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,622	5,945	7,881	9,729	10,776
매출원가	7,388	6,407	7,180	8,519	9,235
매출총이익	-766	-462	702	1,210	1,541
매출총이익률(%)	-11.6	-7.8	8.9	12.4	14.3
판매비와 관리비	546	392	437	574	614
영업이익	-1,312	-854	265	636	927
영업이익률(%)	-19.8	-14.4	3.4	6.5	8.6
비영업손익	-38	300	-59	-3	12
순금융손익	-124	-84	-134	-129	-120
외환관련손익	33	40	73	33	-71
관계기업등 투자손익	-2	-1	-0	-1	0
세전계속사업이익	-1,350	-555	205	633	939
세전계속사업이익률(%)	-20.4	-9.3	2.6	6.5	8.7
계속사업법인세	102	73	-31	-100	-137
계속사업이익	-1,452	-627	236	733	1,076
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,452	-627	236	733	1,076
순이익률(%)	-21.9	-10.6	3.0	7.5	10.0
지배주주	-1,445	-619	243	750	1,102
지배주주귀속 순이익률(%)	-21.8	-10.4	3.1	7.7	10.2
비지배주주	-7	-8	-7	-18	-26
총포괄이익	-896	-525	340	733	1,076
지배주주	-888	-517	343	718	1,055
비지배주주	-8	-9	-2	14	21
EBITDA	-1,113	-655	498	862	1,147

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-35	-102	32.6	23.4	10.8
영업이익	적지	적지	흑전	140.2	45.7
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	208.2	48.3
EBITDA	적지	적지	흑전	73.3	33.0
EPS	적지	적지	흑전	208.3	46.9
수익성 (%)					
ROA	-11.6	-4.7	1.6	4.5	6.2
ROE	-36.9	-16.1	6.5	17.4	21.0
EBITDA마진	-16.8	-11.0	6.3	8.9	10.6
안정성 (%)					
유동비율	79.2	91.3	96.0	103.4	113.5
부채비율	196.3	305.7	306.9	260.7	217.4
순차입금/자기자본	33.6	45.8	24.6	9.2	-2.2
EBITDA/이자비용(배)	-8.2	-6.6	3.0	5.1	7.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,642	-704	276	852	1,252
BPS	4,671	4,084	4,480	5,332	6,584
CFPS	-1,415	-477	541	1,110	1,502
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-3.5	-7.3	26.0	8.4	5.7
PBR	1.2	1.3	1.6	1.3	1.1
PCR	-4.0	-10.7	13.3	6.5	4.8
EV/EBITDA	-5.7	-9.3	14.6	7.8	5.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.07.20	매수	11,000원	6개월		
2023.05.24	매수	7,800원	6개월	-11.38%	9.74%
2022.11.10	중립	5,500원	6개월	-2.90%	9.82%
2022.04.20	중립	6,000원	6개월	-5.83%	-16.50%
2021.08.23	중립	5,620원	6개월	2.56%	14.76%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

5) 동국제강: 업황 부진하겠지만 그럼에도 너무 싼 주가

투자의견: 매수(유지)
T.P: 16,000 원(유지)
Upside: 60.3%

동국제강의 2024년 실적은 매출액 4조 2,972억원(YoY -9.5%, 분할 전 열연 사업부문 실적 포함), 영업이익 3,993 억원(YoY -20.5%)을 기록할 것으로 전망한다. 후판 부문은 견조한 실적 지속될 것으로 예상되지만 내년 국내 건설 업황 부진으로 봉형강 판매량과 판가 모두 올해 대비 부진할 것으로 예상되기 때문이다.

그럼에도 섹터 중에서 탑픽으로 제시하는 이유는 1) 업황 부진에도 하이싱글 영업이익률은 충분히 가능할 것으로 예상되고 2) 배당수익률이 6%를 상회할 것으로 예상되며 3) 철근 피어 그룹이 PER 3~4 배에 거래되고 있다는 점을 감안하면 현재 당사 추정치 기준 2024E P/E 1.8 배는 지나치게 저평가되어 있다고 판단한다. 투자의견 매수와 목표주가 16,000 원을 유지하며 섹터 내 탑픽으로 지속 제시한다.

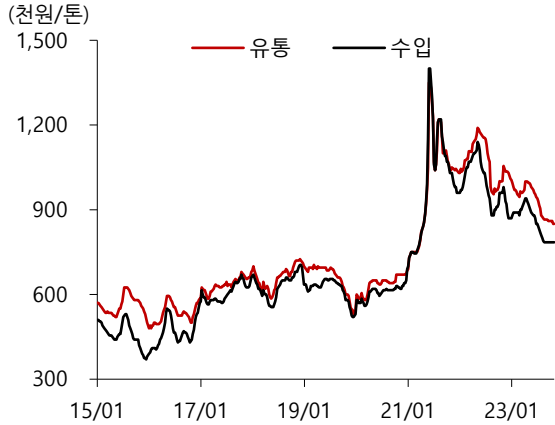
동국제강 실적 추정 테이블

(단위: 십억원, 천톤)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,222	1,274	1,079	1,174	1,059	1,119	972	1,147	4,749	4,297	4,378
봉형강	981	1,001	842	895	785	849	713	868	3,718	3,214	3,280
후판	291	252	237	258	252	248	237	258	1,038	995	1,007
기타	0	21	21	21	22	22	22	22	64	88	92
영업이익	127	164	105	106	93	112	83	111	503	399	434
영업이익률	10.4%	12.9%	9.8%	9.0%	8.8%	10.0%	8.5%	9.6%	10.6%	9.3%	9.9%
세전이익			79	97	85	105	75	105	227	370	418
당기순이익			59	73	64	80	56	80	172	280	317
판매량(천톤)	1,080	1,124	995	1,120	1,046	1,087	997	1,137	4,319	4,266	4,355
봉형강	853	922	792	904	827	875	784	914	3,471	3,400	3,477
후판	227	202	203	216	218	211	213	223	848	866	878

자료: SK 증권

국내 철근 유통 및 수입 가격 추이



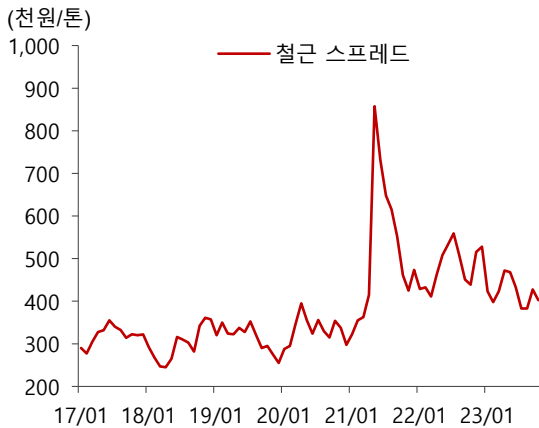
자료: 스틸데일리, SK 증권

철스크랩 가격 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

철근 스프레드 추이



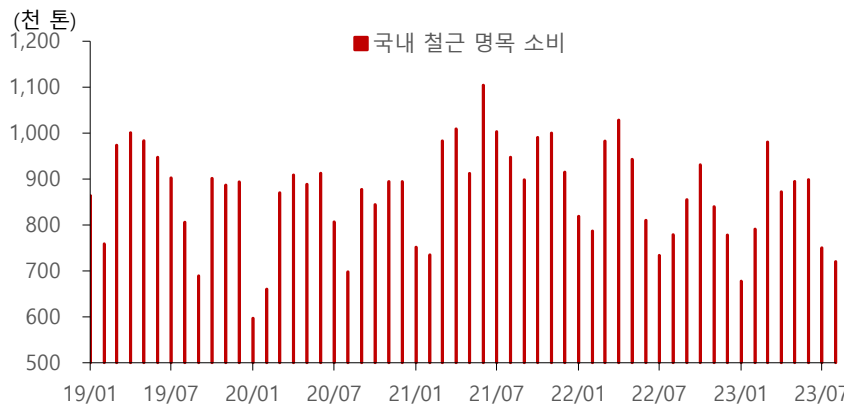
자료: 스틸데일리, SK 증권

H형강 스프레드 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

국내 철근 명목 소비 추이



자료: 스틸데일리, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산			1,544	1,687	1,870
현금및현금성자산			265	302	372
매출채권 및 기타채권			564	610	660
재고자산			713	772	836
비유동자산			2,105	2,041	1,980
장기금융자산			23	26	29
유형자산			1,998	1,933	1,870
무형자산			32	32	32
자산총계			3,648	3,728	3,850
유동부채			1,564	1,411	1,275
단기금융부채			944	836	740
매입채무 및 기타채무			545	503	464
단기충당부채			30	26	23
비유동부채			321	298	277
장기금융부채			156	150	144
장기매입채무 및 기타채무			0	0	0
장기충당부채			0	0	0
부채총계			1,885	1,710	1,552
지배주주지분			1,763	2,018	2,298
자본금			248	248	248
자본잉여금			1,053	1,053	1,053
기타자본구성요소			-1	-1	-1
자기주식			-1	-1	-1
이익잉여금			172	427	706
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			1,763	2,018	2,298
부채와자본총계			3,648	3,728	3,850

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름			76	159	190
당기순이익(손실)			172	280	317
비현금성항목등			101	166	171
유형자산감가상각비			32	41	39
무형자산상각비			0	0	0
기타			68	125	132
운전자본감소(증가)			-96	-167	-170
매출채권및기타채권의감소(증가)			-72	-46	-50
재고자산의감소(증가)			-42	-59	-64
매입채무및기타채무의증가(감소)			29	-42	-39
기타			-11	-19	-17
법인세납부			-43	-89	-101
투자활동현금흐름			-43	-10	-10
금융자산의감소(증가)			0	0	0
유형자산의감소(증가)			-21	-4	-4
무형자산의감소(증가)			-33	0	0
기타			11	-6	-6
재무활동현금흐름			-24	-139	-139
단기금융부채의증가(감소)			-59	-108	-96
장기금융부채의증가(감소)			41	-6	-6
자본의증가(감소)			1,301	0	0
배당금지급			0	-25	-37
기타			-1,308	0	0
현금의 증가(감소)			21	38	69
기초현금			0	265	302
기말현금			265	302	372
FCF			55	155	186

자료 : 동국제강, SK증권 추정

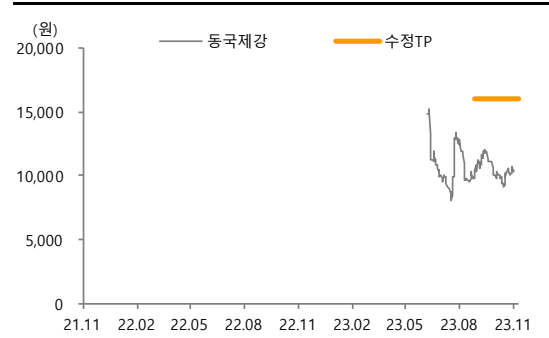
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액			2,683	4,297	4,378
매출원가			2,248	3,629	3,669
매출총이익			435	669	709
매출총이익률(%)			16.2	15.6	16.2
판매비와 관리비			172	269	274
영업이익			263	399	434
영업이익률(%)			9.8	9.3	9.9
비영업손익			-35	-30	-17
순금융손익			-22	-31	-27
외환관련손익			4	-4	-4
관계기업등 투자손익			0	0	0
세전계속사업이익			227	370	418
세전계속사업이익률(%)			8.5	8.6	9.5
계속사업법인세			56	89	101
계속사업이익			172	280	317
중단사업이익			0	0	0
*법인세효과			0	0	0
당기순이익			172	280	317
순이익률(%)			6.4	6.5	7.2
지배주주			172	280	317
지배주주귀속 순이익률(%)			6.4	6.5	7.2
비지배주주			0	0	0
총포괄이익			172	280	317
지배주주			172	280	317
비지배주주			0	0	0
EBITDA			295	441	474

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액			N/A	60.2	1.9
영업이익			N/A	51.9	8.7
세전계속사업이익			N/A	62.5	13.0
EBITDA			N/A	49.1	7.5
EPS			N/A	63.2	13.0
수익성 (%)					
ROA			4.7	7.6	8.4
ROE			9.7	14.8	14.7
EBITDA마진			11.0	10.3	10.8
안정성 (%)					
유동비율			98.7	119.5	146.7
부채비율			106.9	84.7	67.5
순차입금/자기자본			47.4	33.9	22.3
EBITDA/이자비용(배)			11.7	11.9	14.3
배당성향			14.5	13.3	15.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)			3,460	5,647	6,381
BPS			35,557	40,705	46,335
CFPS			4,115	6,478	7,175
주당 현금배당금			500	750	1,000
Valuation지표 (배)					
PER			3.0	1.8	1.6
PBR			0.3	0.3	0.2
PCR			2.5	1.6	1.5
EV/EBITDA			4.5	2.6	2.1
배당수익률			5.2	7.7	10.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.09.04	매수	16,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------