

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 3일 발간된

[2024년 전망 시리즈 9 - 조선/기계/운송: Prove Yourself: 피크아웃을 반박하라] 임

2024년 전망 시리즈 9 (해설판)

[조선/기계/운송] Prove Yourself
: 피크아웃을 반박하라

▲ 조선/기계/운송

Analyst 배기연
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 피크아웃을 경험한 주요 해상운임. 2024년 BDI 1,203.2p, SCFI 943.2p 전망. 철광석 물동량 -1.6%, 석탄 물동량 -0.2%, 컨테이너 물동량 +3.8% 전망. 선복량 부족은 없음
- ✓ 피크아웃 논란의 종결은 탱커, VLCC, Aframax 유조선 시장에서 부족한 선복량에 근거한 구조적 발주 확대 예상. VLCC 발주의 트리거는 OPEC+ 산유국의 감산 정책 중단
- ✓ 회복한 항공에서 기대할 점. 중국 노선의 회복 및 Post 유커로 떠오를 인도 여객

Part 1 [해운] 피크아웃을 경험한 주요 해상 운임

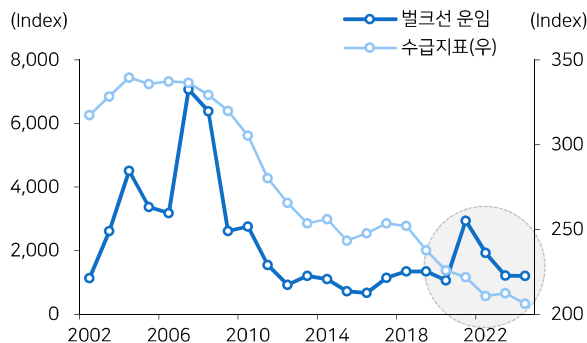
2024년 예상 BDI 1,203.2p

2024년 예상 BDI는 1,203.2p(-0.7% YoY)로 기존 전망치를 하향 조정했다. 2024년 예상 물동량은 철광석 8.3조톤마일(-1.6% YoY), 석탄 5.0조톤마일(-0.5% YoY)이다. 석탄교역환경에는 여전히 노이즈가 존재한다. 중국이 호주산 석탄 수입을 재개했으나 교역량을 회복하지 못했고, EU는 2022년 8월부터 러시아산 석탄 수입을 금지하고 있다. 2023년 9월 Capesize+Panamax 벌크선 기준, 선령 20년 이상의 노후선 비중도 7.1%로 낮아 제로 수준의 폐선을 예상한다.

2024년 예상 SCFI 943.2p

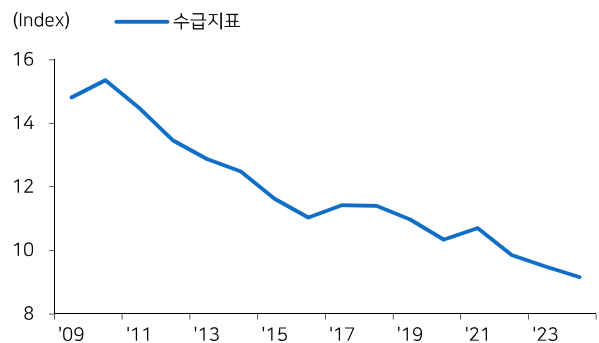
2024년 예상 SCFI는 943.2p로, 팬데믹 이전인 2011~19년 평균 917.3p에 근접한 수준이다. 예상 운임은 1) 물동량(+3.8% YoY), 2) 선복량(+7.6% YoY), 3) WTI 유가(+7.7% YoY)로 도출했다. 2023년 9월말, 3,000TEU급 컨테이너선의 노후선대 비중은 10.6%까지 상승하며 역사상 가장 높아진 수준이지만, 폐선보다 많은 인도량이 예상되며 2024년 예상 선복량은 2,270만TEU(+7.6% YoY)이다.

그림1 BDI 추이 및 2024년 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 수급지표 하락이 SCFI 운임 하락의 원인



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 [조선] 피크아웃 논란의 종결은 탱커

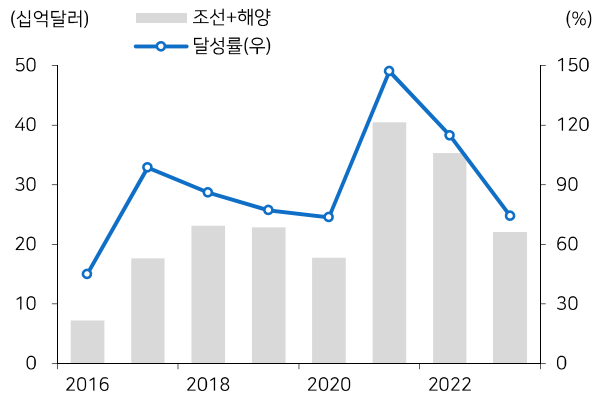
조선업 피크아웃 우려에 대한 반박

한국 조선업체들의 신규 수주액이 2021년 405억달러(+127.4% YoY)를 기록한 후, 피크아웃 우려가 지속되고 있다. 그러나 1) 2021년과 달리 현재는 잔여 슬롯에 대하여 고수익성 일감을 선별 수주하는 단계이다. 2) 주가는 이익을 선반영하고, 이익은 수주잔고에서 도출되며, 수주잔고의 수익성은 신조선가가 결정하기에, 신조선가의 추가적인 상승을 고려하면 피크아웃 우려는 기우이다.

신조선가지수 184p까지
순항 예상

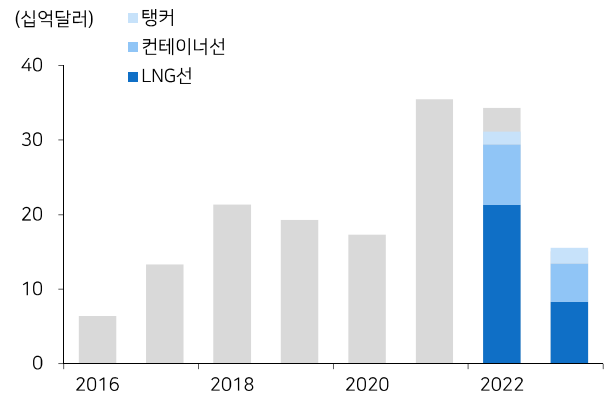
신조선가의 구조적 상승은 조선업의 공급력을 초과하는 수요 발생에 기인한다. 1) LNG선 쏠티지 지속, 2) 친환경 컨테이너선에 대한 Top 선사들의 실험발주가 이어졌고, 3) 탱커 발주 재개의 마지막 퍼즐까지 마련되면 184p까지 신조선가의 구조적 상승세는 지속될 전망이다. 탱커 수주 재개가 지연되며 시장의 피로도도 상승했으나, 탱커 수주 재개를 통해 우려감은 해소 가능하다고 판단한다.

그림3 우리나라 조선업체들의 신규 수주액 추이



주: HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션, 현대미포조선의 조선+해양부문 합계 기준. 2023년 10월말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 조선부문 신규 수주액과 선종별 구분



주: HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션, 현대미포조선의 조선부문만 합산한 기준. 2023년 10월말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 Clarksons 신조선가 Index 구성 선박의 선가 Table

(백만달러, Index)		2019	2020	2021	2022	현재선가	2015~20년 과거평균대비 상승률	Peak	추가 상승률 가정	비고
예상 신조선가지수		130.1	126.2	154.7	162.7	175.9		183.8		
실제 신조선가지수		129.8	125.6	153.6	161.8	175.7	37.6%			
Tanker Index		153.8	145.2	181.7	192.3	206.6	38.2%	209.4	1.4%	
VLCC	320,000DWT	92.0	85.5	112.0	120.0	128.0	44.2%	130.0	1.6%	한국 조선업체들의 VLCC 호가는 1.3억달러 수준
Suezmax	157,000DWT	61.5	56.0	76.0	80.0	85.0	44.7%	86.1	1.3%	삼성중공업: 6월 수주 158KDWT급 전통연료 8,613만달러
Aframax	115,000DWT	50.5	48.0	61.5	64.5	68.5	39.1%	69.4	1.3%	Suezmax와 동일한 선가 상승 가정
MR Tanker	51,000DWT	35.8	34.0	41.0	43.5	47.0	34.8%	47.6	1.3%	Suezmax와 동일한 선가 상승 가정
Bulk Index		128.0	123.3	160.8	155.1	164.2	30.6%	164.2	0.0%	
Capesize	180,000DWT	49.5	46.5	60.5	60.5	64.5	34.4%	64.5	0.0%	
Panamax	81,000DWT	27.0	25.5	34.3	33.0	34.3	30.5%	34.3	0.0%	
Handysize	35,000DWT	24.5	23.5	31.0	29.5	31.5	31.3%	31.5	0.0%	
Gas Index		138.7	133.9	158.2	175.1	195.0	43.0%	207.4	6.4%	
LNGC	174,000CBM	186.0	186.0	210.0	248.0	265.0	42.5%	270.0	1.9%	HD현대중공업: 8월 수주 174KCBM급 2.65억달러
LPGC	82,000CBM	71.0	71.0	87.5	95.5	111.0	56.3%	111.0	0.0%	HD현대중공업: 8월 수주한 88KCBM급 1.07억달러
DryCargo Index		141.9	139.9	172.8	177.6	188.1	33.5%	197.8	5.2%	
Container	13,000TEU	109.0	102.0	148.0	144.5	157.5	49.3%	170.0	7.9%	현대삼호중공업: 1월 수주 130KTEU급 메탄추진선 1.71억달러
Container	2,750TEU	31.5	30.0	40.0	42.0	41.3	34.1%	41.3	0.0%	
PCC	7,000CEU	65.0	67.5	76.0	91.0	97.0	46.4%	110.0	13.4%	현대미포조선: 7월 수주 7,500CEU급 1.29억달러

자료: 메리츠증권 리서치센터

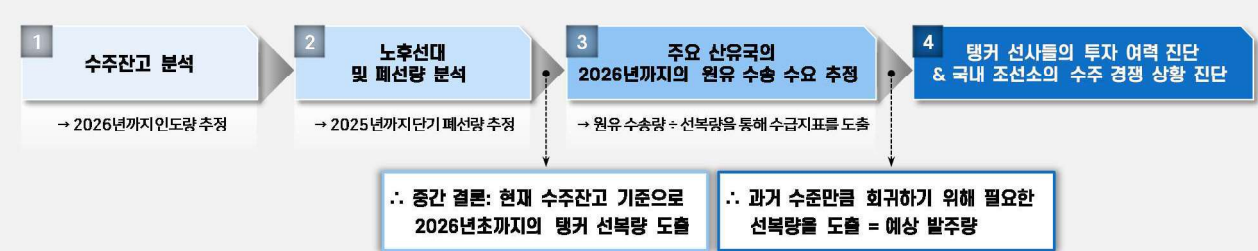
2024년 탱커 예상 발주 기대감은 VLCC와 Aframax급에서 시작된다. 사우디아라비아 등 주요 산유국 감산 기조 중단을 가정하면 VLCC는 55척 발주를 예상한다. Suezmax는 투기적 발주 수요 또는 Aframax 수요가 동일 노선에서의 Suezmax 수요로 확산될 개연성이 있다. Aframax는 166척 발주를 예상한다.

우리나라 조선소의 2022~23년 수주는 컨테이너선과 LNG선 비중이 크다. 2021년 이후 우리나라 조선소의 유조선(Crude Tanker)수주 점유율은 급락했다. 우리나라 조선소의 탱커 수주량 추정 로직은 다음과 같다. 1) 수주잔고를 분석해 인도량을 추정하고, 2) 폐선량을 계산하고, 3) 주요 산유국의 물동량을 추정한 후, 4) 국내외 조선소의 수주 여력을 진단한다.

유조선 공급지표는 낮다
VLCC 3.0% / Suezmax 3.3%
Aframax 6.6%

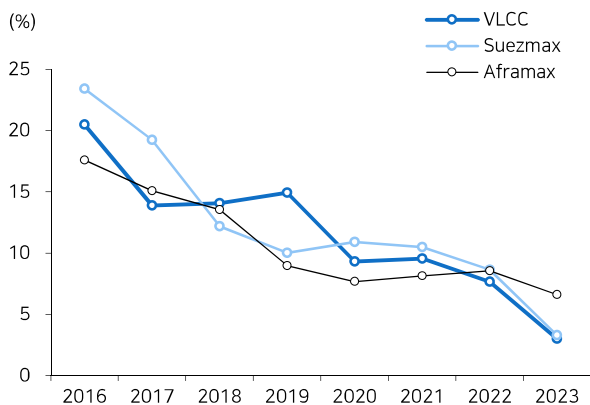
1) 수주잔고를 살펴보면, 연초기준 유조선 수주잔고/선복량 추이는 VLCC 3.0%, Suezmax 3.3%, Aframax 6.6%이다. VLCC와 Suezmax는 2000년 이후 가장 낮은 수치이다. 2) 유조선 노후선대 비중은 12.9~17.4%까지 확대되었고, 스크랩 가격도 평균 515달러/톤으로 평균 스크랩 가격을 160달러 이상 상회하지만 폐선은 zero 수준이다. 2000~03년 대규모 폐선을 야기한 '단일선체 유조선 퇴출' 수준의 환경 규제가 없더라도, 2004~22년 평균 폐선율을 상회하는 수준의 폐선율을 예상한다. 2024~25년 VLCC 4.1%, Suezmax 4.6%, Aframax 6.6%로 예상한다.

그림5 우리나라 조선소의 탱커 발주량 추정 로직



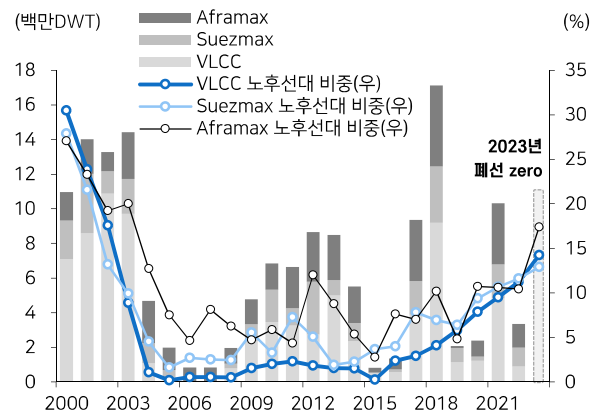
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 VLCC, Suezmax, Aframax 수주잔고/선복량 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유조선 폐선량 및 노후선대 비중



주: 2023년 9월말 누계 기준

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

선형별 예상 발주량은
VLCC 55척 / Aframax 166척
Suezmax는 이론상 제로

3) 예상 물동량에 대한 적정 선복량 수준을 계산해 발주량을 전망했다. 유조선의 수급지표와 운임 간 상관관계는 높지 않다. VLCC 발주의 트리거는 사우디아라비아의 감산기조 종료, Aframax 발주의 트리거는 브라질의 2027년까지 원유 생산확대 계획이 될 개연성이 있다. 2015~20년 평시 기준 사이즈별 유조선 물동량/선복량 지표를 계산하면 예상 발주량은 VLCC 1,660만DWT(55척), Suezmax 이론상 zero, Aframax는 1,828만DWT(166척) 수준이다.

4) 과거 발주 경험을 보면 발주량 추정치의 개연성이 검증된다. VLCC는 2000년 이후 한 해 평균 발주량 40척, 최대 발주량은 108척으로 2024년 55척 발주 전망에 무리는 없다. Aframax 한 해 평균 발주량은 32척, 최대 발주량은 107척으로 경험치 상 107척을 초과한 경우가 없어 '전망치-과거 최대 발주량'만큼의 수요는 Suezmax로 이동하거나, 2025년 발주로 이연될 개연성이 있다.

2025~26년 잔여 슬롯은
경쟁조선소: 54척
우리나라: 27척

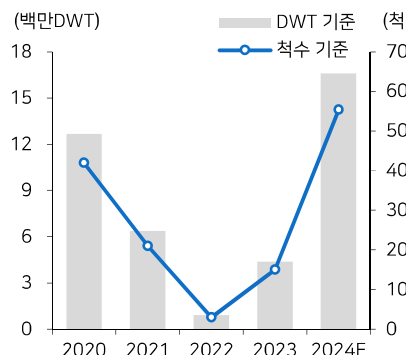
우리나라 외 경쟁 조선소의 VLCC 인도기준 2025~26년 잔여 슬롯은 54척으로 파악된다. 보수적으로 경쟁 조선소가 잔여 슬롯 중 50%를 VLCC 수주 영업에 투입해 값싼 가격으로 선점하더라도 우리나라 수주 Pool은 여전히 27척에 달한다. Aframax의 경우 2025~26년 잔여 슬롯은 1척인데, 마찬가지로 경쟁 조선소가 슬롯 중 50%를 영업해 수주를 선점해도 한국의 수주 Pool은 86척이다.

표2 원유 수송 시장 수급 및 운임 추정

(백만톤, 백만DWT, P)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023ytd	2024E	2025E	2026E
VLCC 해상 물동량	1,161.4	1,340.6	1,377.6	1,395.6	1,323.8	1,249.1	1,168.6	1,336.4	1,116.4	1,380.8	1,395.6	1,395.6
VLCC 선복량	194.5	199.9	214.3	225.4	227.7	247.3	256.2	262.1	273.7	281.0	269.8	259.7
물동량/선복량	6.0	6.7	6.4	6.2	5.8	5.1	4.6	5.1	4.1	4.9	5.2	5.4
VLCC 운임(달러/일)	62.5	59.8	56.5	53.5	65.7	61.3	35.8	62.7	56.7			
Suezmax 해상 물동량	1,466.6	1,655.0	1,750.4	1,809.0	1,883.7	1,789.7	1,753.1	2,010.9	1,698.2	1,883.7	1,910.1	1,948.3
Suezmax 선복량	72.5	74.1	77.8	84.6	85.6	88.7	93.0	94.6	99.8	101.1	97.7	97.4
물동량/선복량	20.2	22.3	22.5	21.4	22.0	20.2	18.9	21.3	17.0	18.6	19.6	20.0
Suezmax 운임(달러/일)	81.7	72.4	74.3	74.9	85.0	72.4	55.5	120.4	103.7			
Aframax 해상 물동량	1,080.7	1,278.0	1,365.3	1,408.6	1,475.6	1,418.1	1,401.8	1,627.7	1,365.5	1,475.6	1,496.3	1,526.2
Aframax 선복량	68.9	68.6	70.5	71.1	70.4	73.3	73.6	73.6	75.0	79.5	77.9	79.0
물동량/선복량	15.7	18.6	19.4	19.8	21.0	19.4	19.1	22.1	18.2	18.6	19.2	19.3
Aframax 운임(달러/일)	108.7	96.4	104.0	108.6	114.1	94.4	88.9	193.9	156.7			

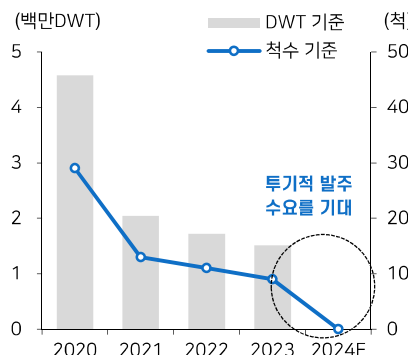
주: 2023년 10월 집계 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림8 VLCC 예상 발주량



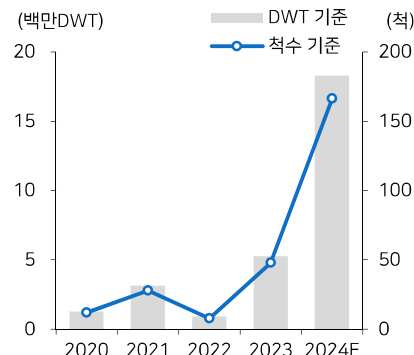
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Suezmax 예상 발주량



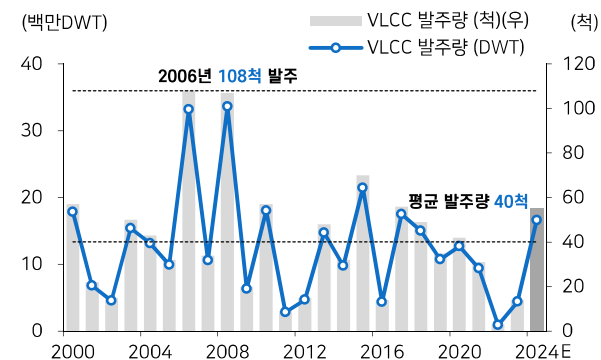
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Aframax 예상 발주량



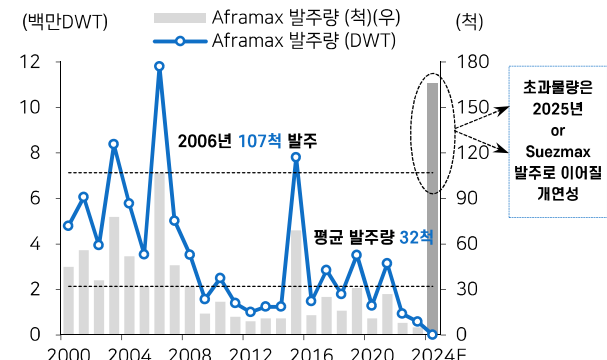
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 VLCC: 충분히 나올 수 있는 발주량



주: 2023년은 9월 누계기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Aframax: 1) 2025년으로, 2) Suezmax로 확산 가능성



주: 2023년은 9월 누계기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국 VLCC 수주 Pool

(천CGT)	CAPA 추정	인도기준 수주잔고			
		2025E	2026E	2025년(척)	2026년(척)
Daewoo (DSME)	2,379	293	813	6	18
Hyundai HI (Ulsan)	2,425	0	717	0	15
Hyundai Samho HI	1,654	0	236	0	5
Dalian Shipbuilding	272	0	0	0	0
Samsung HI	2,815	213	1,059	4	23
Shanghai Waigaoqiao	876	101	539	2	11
JMU Ariake Shipyard	190	36	129	0	2
Nantong COSCO KHI	430	61	344	1	7
Imabari SB Saijo	191	0	191	0	4
Bohai Shipbuilding	3	3	3	0	0
Dalian COSCO KHI	409	40	189	0	4
Namura Shipbuilding	262	0	262	0	5
Kawasaki HI Sakaide	117	1	30	0	0
New Times SB	921	0	343	0	7
JMU Kure Shipyard	255	170	255	3	5
Qingdao Beihai SB	531	20	43	0	0
CSSC (Tianjin)	181	0	0	0	0
Hengli SB (Dalian)	18	0	0	0	0
COSCO HI (Yangzhou)	456	0	177	0	3
총계	14,386	937	5,331	16	109
한국	9,273	507	2,826	10	61
경쟁사	5,113	430	2,505	6	48
한국의 수주 pool					27

주: 척당 CGT는 45,000로 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 3 [항공] 회복한 항공에서 이후 기대할 점

국내 여객 86.1%

국제 여객 72.8%까지 회복

2023년 9월 국내선 여객 수는 19년대비 86.1%, 국제선 여객 수는 72.8%까지 회복했다. 중국 여객 회복만이 53.0%로 부진한 상황이다. 국토부 동계(~3.30) 국제·국내 정기 항공 운항일정 발표에 따르면 19년 대비 국내선은 99%, 국제선 93% 회복이 전망된다. 수요 촉진 요소는 1) 중국의 2024년 시진핑 주석 방한 추진, 한국인에 대한 중국 비자 신청 간소화로 양국 교류 가속화가 전망된다. 2) Post-유커로 손꼽히는 인도 국제여객 성장이 기대된다.

스카이스캐너의 한국인 대상 설문조사에 따르면, 2024년에도 2023년 이상 여행에 투자할 비율이 80%에 달한다. 전년대비 검색량이 많이 증가한 여행지 순위를 보면 10개 중 9개가 단거리 여행지로 중·단거리 선호 트렌드는 유지될 전망이다.

화물운송실적은 2022년초부터 시작된 감소세에서 2023년 8월 첫 성장을 기록했다. 글로벌 ACK는 8월 누적 3,625억달러(+10.1% YoY)인데, 여객기 운항재개에 따른 벨리카고 공급력 증가 효과이다. 9월말 기준 한국시장 공급력은 19년대비 -8.9%수준(외항사 포함)으로, 반도체 업사이클에 따른 수요 증가도 기대된다.

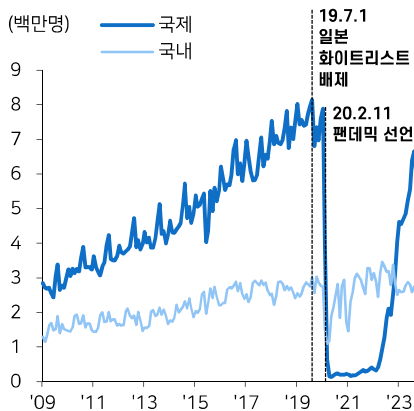
2024년 항공업 이슈는

- 1) 기재도입 지연
- 2) 유가
- 3) 대한항공-아시아나 합병

항공업계 회복의 변수는 3가지인데, 1) 기재도입 지연, 2) 유가 변동성, 3) 대한항공-아시아나항공 기업결합 이슈이다. Airbus, Boeing사의 기재 인도 지연 문제가 지속되고 있다. 유류비는 항공사 영업비용의 30~40%를 차지하는데, 중동지역 갈등 격화, OPEC+ 감산 등이 유가에 영향을 미치고 있다.

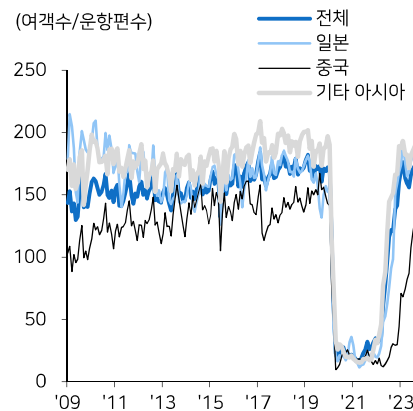
2020년 산업은행이 발표한 대한항공-아시아나항공 합병은 여전히 진행 중이다. 대한항공은 10월말 EU에 시정조치안을 제출했고, EU·미국·일본 순으로 승인이 발표될 전망이다. 11월 2일, 아시아나항공 이사회는 쟁점이었던 화물사업 매각을 결정했다. 화물사업 포기 및 여객노선 양도조치로 대한항공 오너의 굳건한 의지는 확인되었지만, 각국 승인이 늦어지며 합병 결정은 2024년으로 이연 될 전망이다.

그림13 여객 수 증가 추이



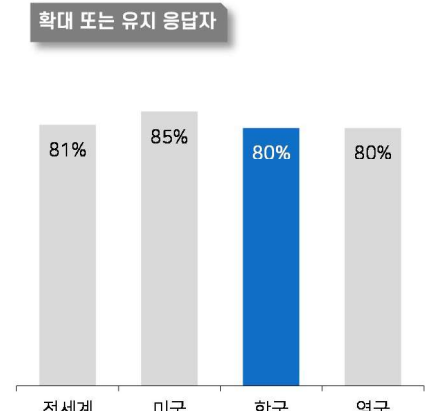
주: 2023년 9월 기준
자료: 항공포털, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 외 노선 수요 정상 회귀



자료: 항공포털, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2024년 여행계획



주: 2023년 8월 설문조사
자료: 스카이스캐너, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.