

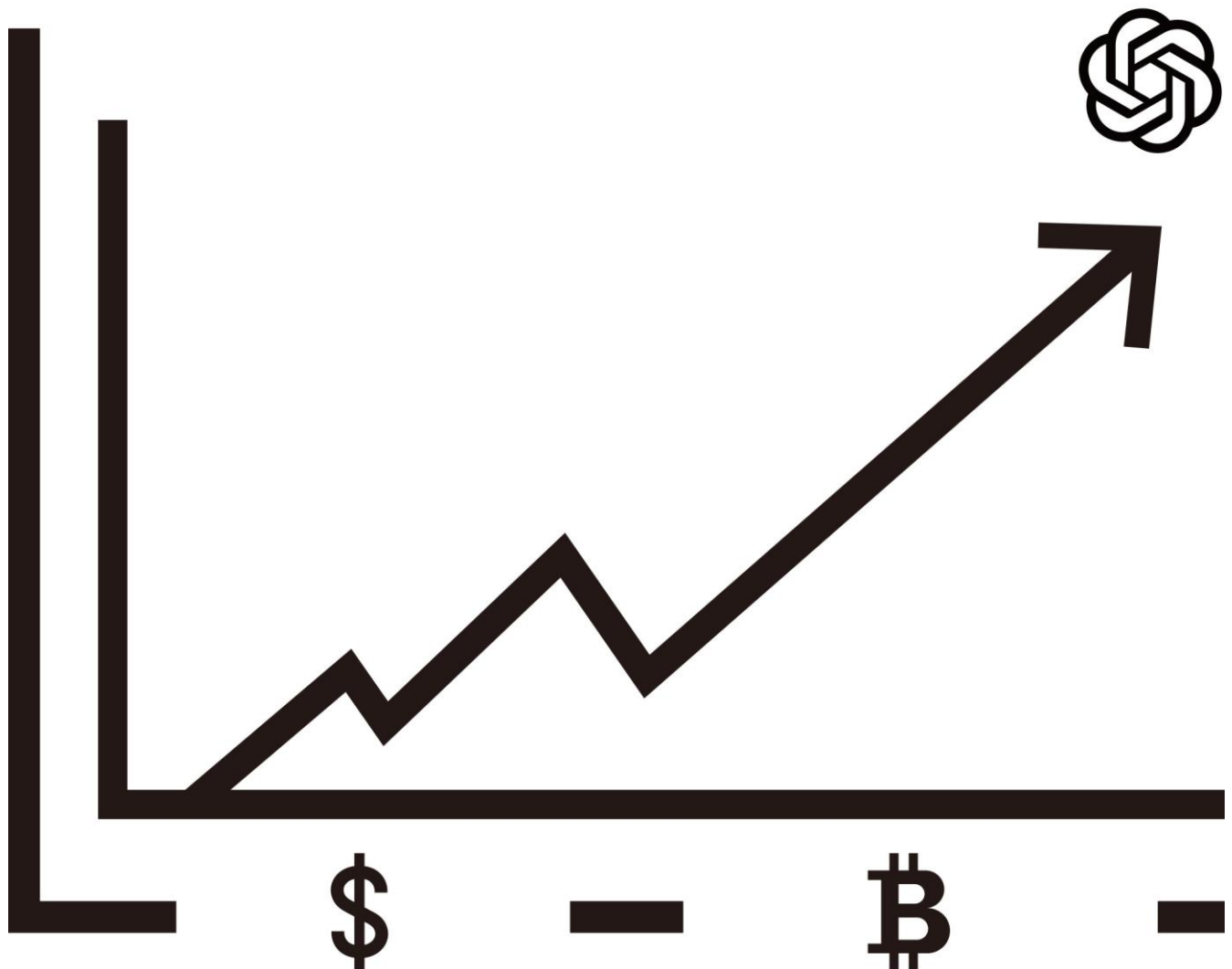
전략공감 2.0

Strategy Idea

Chart of the Week: 내러티브 vs. 넘버스

칼럼의 재해석

벌크선 운임 하락세, 춘절 연휴 계절성 이상의 의미



본 조사분석자료는 제 3자에게 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 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



투자전략

Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

Chart of the Week: 내러티브 vs. 넘버스

- ✓ "스토리가 강한 기업에 투자하되, 결국 숫자가 이를 뒷받침하는지를 지켜보라"
- ✓ 강력한 내러티브 + 숫자의 결합: Palantir, 한국 조선주, 변압기
- ✓ 내러티브 주도: 로봇 / 내러티브의 공격: 자동차

스토리텔링 vs. 숫자

투자자 기업 가치평가에서 스토리텔링과 숫자는 상호 보완적이다. Tesla는 초창기부터 창업자인 일론 머스크의 비전과 카리스마가 '단순한 자동차 회사'가 아닌 '에너지 혁신을 선도하는 회사'라는 내러티브를 만들어 주식에 대한 팬덤을 형성했다. 매출이 크지 않고 적자를 거듭하는 상황에서도 높은 기업 가치를 인정 받았지만 생산 차질이 지속되며 회의적인 시각이 우세했다. 그러나 2017년까지만 해도 연간 10만 대 수준이던 전기차 인도량이 2020년 50만 대를 돌파했고 이후 매년 급증했다. Tesla는 2020년 2분기부터 분기 흑자를 기록하며 스토리에서 숫자로의 전환을 성공적으로 이행했다.

그림1 기업 라이프 사이클 단계에 따른 투자

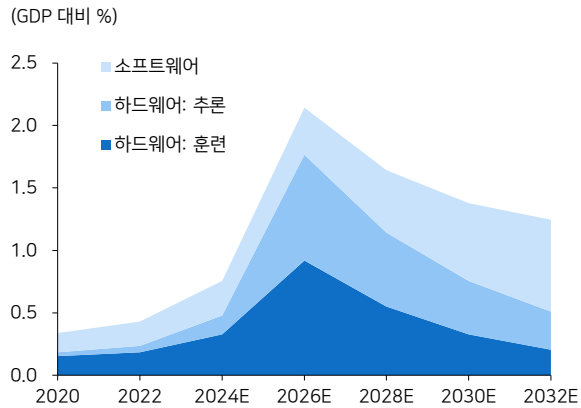
성장 단계	1단계 스타트업	2단계 유년기 성장	3단계 고성장	4단계 성숙기 성장	5단계 성숙기 안정	6단계 쇠퇴
설명	충족되지 않은 시장 니즈를 만족시키기 위한 사업 아이디어 탄생	아이디어를 잠재적 매출과 이익으로 바꿀 사업 모델 탄생	잠재적 매출이 현실의 매출로 전환되면서 사업이 구축됨	손실이 이익으로 전환되면서 사업이 성장	새 경쟁자로부터 사업을 보호하고 새로운 시장을 발견	시장이 줄어들면서 사업 규모가 축소
핵심 질문	제품이나 서비스 시장이 존재하는가? 짐작되는 시장 규모는 어느 정도인가? 생존할 수 있는가?	사람들이 제품이나 서비스를 사용할 것인가? 그들은 제품이나 서비스를 얼마나 마음에 들어 하는가?	제품이나 서비스를 유료로 사용할 사람들이 있는가? 규모 확대가 가능한가?	제품이나 서비스로 이익을 낼 수 있는가? 경쟁이 심해져도 수익성을 유지할 수 있는가?		자산을 매각해도 남는 것이 있는가? 투자자를 위한 현금흐름 상환 계획은 무엇인가?
가격결정 척도와 기준	시장 규모, 보유 현금, 자본 접근성	사용자 수, 사용자 집중 (EV/사용자)	사용자 몰입과 모델, 매출액 (EV/매출액)	순이익 수준과 성장 (PER, EV/EBIT)		현금흐름, 배당 성향, 부채상환비율 (PBV, EV/EBITDA)
이야기 vs. 숫자	전부 또는 대부분의 이야기	이야기가 숫자보다 중요	이야기와 숫자의 혼합	숫자가 이야기보다 중요		전부 또는 거의 숫자
가치 요인	전체 시장 규모, 시장 점유율, 목표 이익률	매출 성장(그리고 매출 동인)	매출 성장과 재투자	영업이익률과 자본 수익률		배당 및 현금 상환, 부채비율
위험 요소	거시적 착각, 해당 시장 규모에 비해 기업들이 전체적으로 고평가	영동한 매출 동인을 중시하는 탓에 가치에 혼선	성장에 대한 착각, 성장 비용을 고려하지 못함	파괴되는 현실 부인, 지속 가능 이익을 위협하는 요소를 파악하지 못함		청산가치의 누수, 자산 청산시에 받을 수 있는 금액을 비현실적으로 가정함
전환	잠재력 → 제품		제품 → 매출액	매출액 → 이익	이익 → 현금흐름	

자료: 에스워드 다모다란, 『내러티브 앤 넘버스』

Damodaran에 따르면 강력한 스토리와 신뢰할 수 있는 숫자가 결합될 때 진정한 기업 가치가 창출된다. 내러티브가 투자자를 유인하지만 결국 숫자가 증명해야 한다.

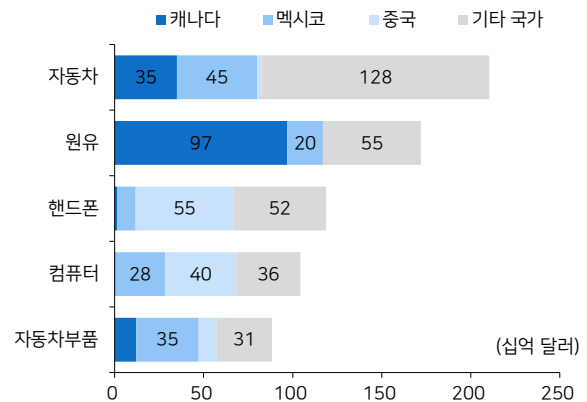
현재 주식시장에서 우세한 내러티브 두 가지는 DeepSeek의 수혜가 기대되는 AI 소프트웨어와 미국 관세 위험 회피 테마다. 세부적으로는 내러티브가 우세한 종목과 숫자가 뒷받침되는 종목이 있다.

그림1 AI Capex 투자 스토리



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 상위 5개 수입 품목(2023년)

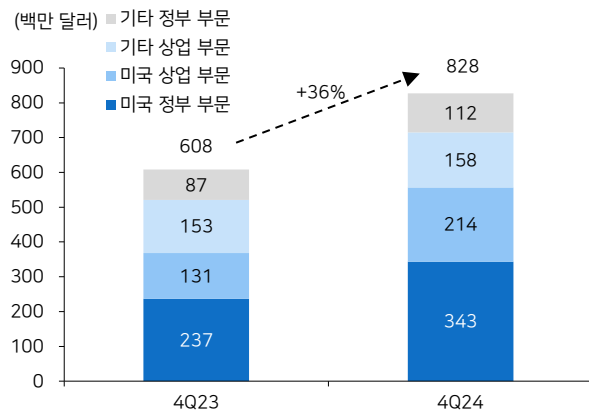


자료: UN Comtrade, 메리츠증권 리서치센터

강력한 내러티브 + 숫자의 결합

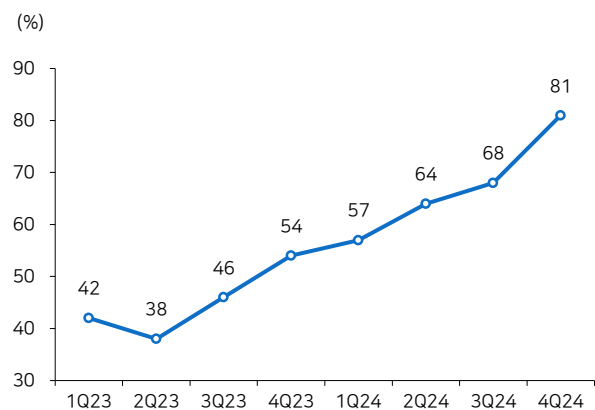
DeepSeek 충격 이후 두드러지게 반등한 종목은 Palantir다. 4분기 실적에서 강력한 성장세가 확인된다.

그림3 Palantir: 분기 매출



자료: Palantir, 메리츠증권 리서치센터

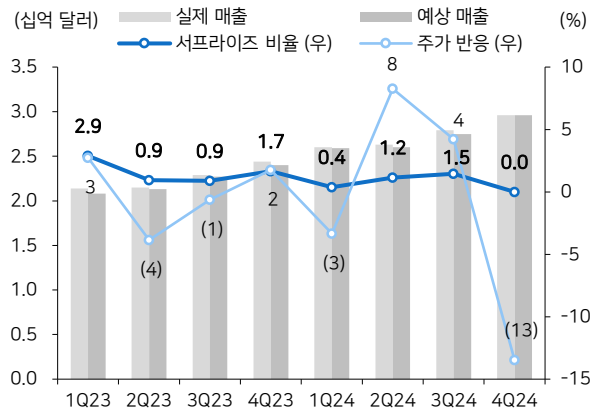
그림4 Palantir: Rule of 40



자료: Palantir, 메리츠증권 리서치센터

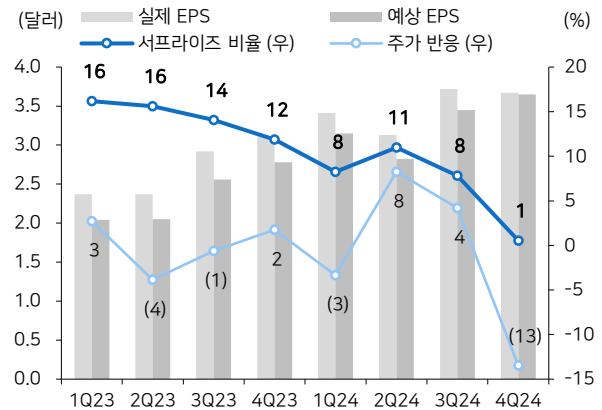
반면 ServiceNow는 같은 AI 소프트웨어 내러티브를 적용받았지만 시장 기대치에 부합하는 4분기 실적에 대한 실망으로 주가가 폭락했다.

그림5 ServiceNow: 분기 매출 vs. 예상치



자료: ServiceNow, 메리츠증권 리서치센터

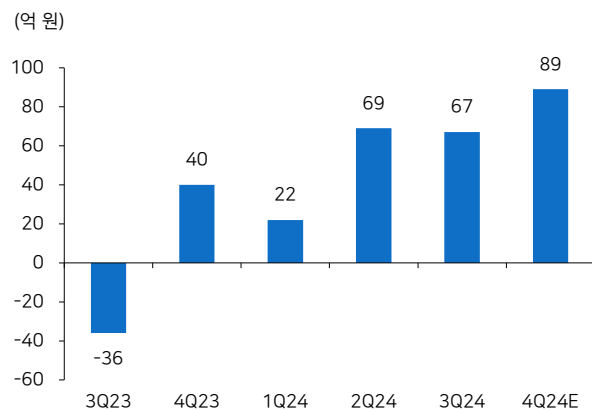
그림6 ServiceNow: 분기 EPS vs. 예상치



자료: ServiceNow, 메리츠증권 리서치센터

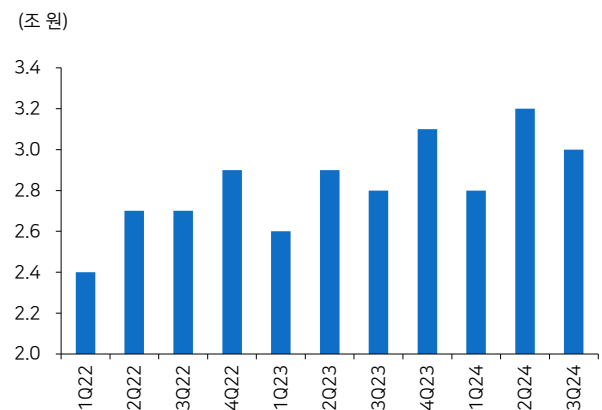
카페24의 경우 유튜브 쇼핑이라는 훌륭한 내러티브를 4분기 숫자로 증명해야할 타이밍이다.

그림7 카페24: 분기 영업이익(손실)



주: 2024년 6월 유튜브 쇼핑 전용 스토어 기능 출시
자료: 메리츠증권 리서치센터

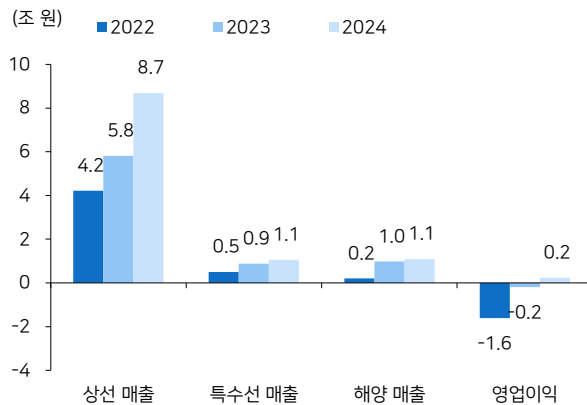
그림8 카페24: 분기 쇼핑물거래액(GMV)



자료: 메리츠증권 리서치센터

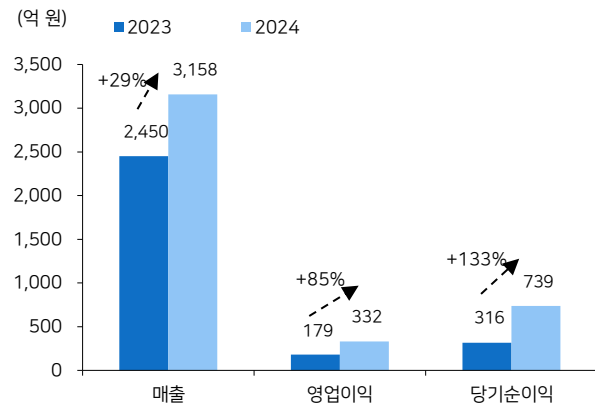
한국 조선주는 내러티브와 숫자가 훌륭하게 결합된 형태다.

그림9 한화오션: 연결 실적



자료: 한화오션, 메리츠증권 리서치센터

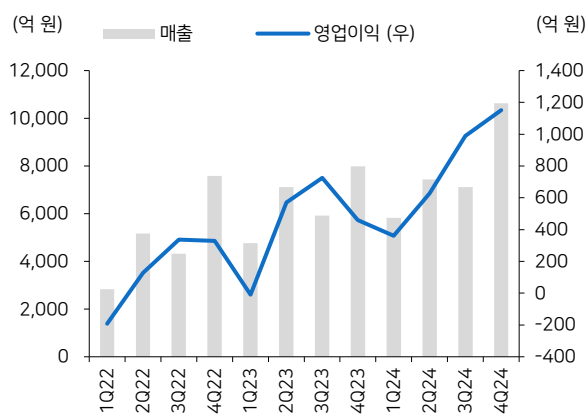
그림10 HD현대마린엔진: 결산 실적



자료: HD현대마린엔진, 메리츠증권 리서치센터

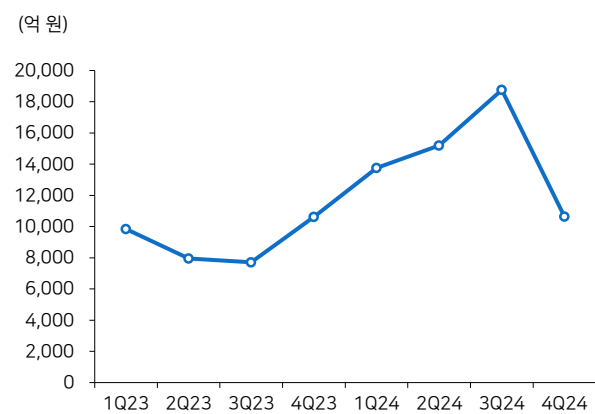
효성중공업은 DeepSeek발 AI 인프라 투자 둔화 우려에 내러티브가 주춤해진 상황에서 4Q24 실적 숫자로 주가를 견인했다.

그림11 효성중공업: 중공업 부문 매출 및 영업이익



자료: 효성중공업, 메리츠증권 리서치센터

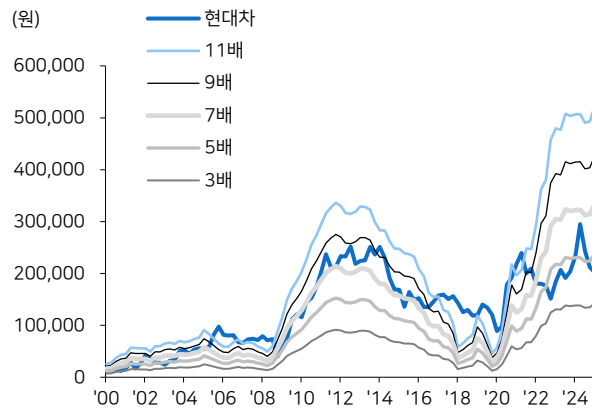
그림12 효성중공업: 중공업 부문 분기별 수주(연결)



자료: 효성중공업, 메리츠증권 리서치센터

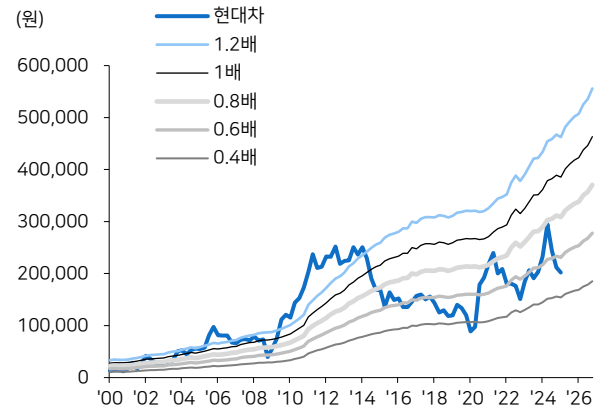
현대차는 더 이상 밸류에이션으로 설명되지 않는 주가 상황으로, 내러티브의 부정적 영향이 숫자를 압도하고 있다.

그림13 현대차 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

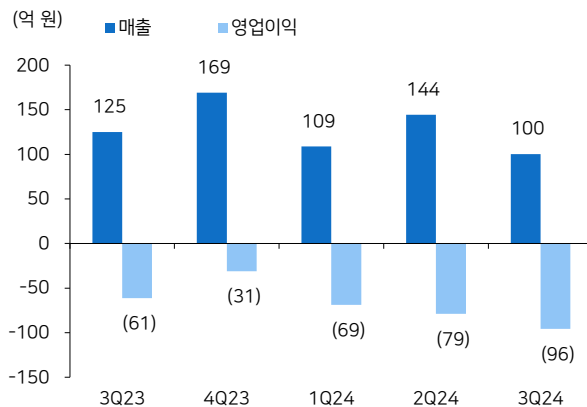
그림14 현대차 12개월 후행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

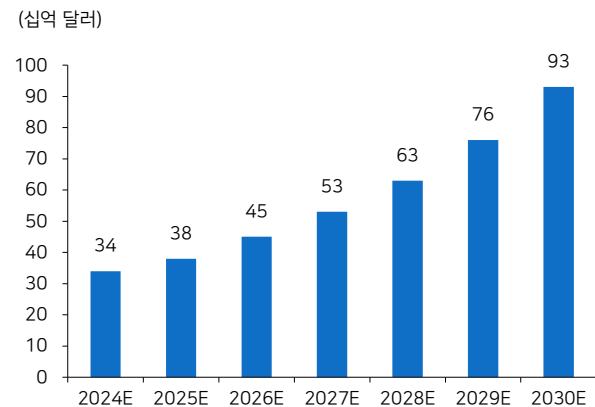
로봇주의 경우 YTD 가장 강력한 테마이나 아직까지 실체(숫자)는 확인되지 않는다. 1, 4, 7, 10월의 실적 시즌에는 보통 숫자의 영향력이 크고, 실적 발표 사이 공백기에는 스토리가 우세하다. 2~3월까지의 스토리가 강력한 주식에 집중해본다.

그림15 두산로보틱스: 분기 매출, 영업손실



자료: 두산로보틱스, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 전문 서비스 로봇 시장 기회: CAGR 18%



자료: 두산로보틱스, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

오정하 수석연구원

벌크선 운임 하락세, 춘절 연휴 계절성 이상의 의미 (Tradewinds)

벌크선이 운임은 중국 연휴를 앞두고 하락하고 이후 다시 반등하는 계절성을 보여왔지만, 현재 하락세인 벌크선 운임 회복세를 속단하기에는 이른 시점일 수 있다. 철광석, 석탄, 곡물 등 원자재의 주요 수입국인 중국의 수요가 부진한 상황이며, 이는 벌크선 운임에도 영향을 미치고 있을 수 있다. 비영리조직 발틱 국제해사협의회(Baltic International Maritime Council, BIMCO)는 Panamax 벌커 운임 하락세를 두고 중국의 곡물 선적량 감소를 언급했으며, 중국의 저조한 곡물 수입 수요는 2025년동안 지속될 수 있다는 전망을 제시했다.

Capesize 벌커 시장이 중국 및 극동 지역의 춘절 연휴를 일주일 앞두고 용선 활동이 둔화되면서 하락세를 보이고 있다. 전반적인 화물량은 여전히 안정적인 수준을 유지하고 있지만, 특히 태평양 지역에서 광산업체들의 용선 활동이 줄어들면서 운임 지수에 부담을 주고 있다.

중국 춘절 연휴의 계절성

춘절 연휴를 앞두고 운임이
하락하는 계절성

벌크선 운임은 중국 춘절 연휴를 앞두고 하락하는 계절성을 보여왔다. 매년 초 약 2주간 주어지는 춘절 연휴 기간 동안 주요 생산시설들의 가동이 중단되기에 철강 등 주요 원자재를 운송하는 수단인 벌크선에 대한 수요도 한시적으로 부진해진다.

수요가 회복되면서 운임도 정상화

실제로 벌크선 운임지표인 BDI는 중국 춘절 연휴 기간인 현재 둔화되면서 하락세를 보이고 있다. 이러한 하락세는 연휴 이후 몇 주간 더 지속되기도 하지만, 생산 활동이 재개되고 원자재에 대한 수요가 다시 올라오면서 정상화가 되기 마련이다.

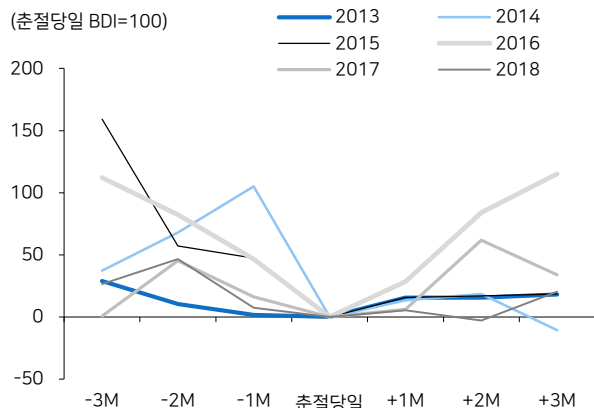
중국의 수요 부진 가능성 조명

하지만 2025년 중국의 수요 부진이 지속될 가능성이 조명되면서, 이러한 벌크선의 하락세가 단순히 매년 찾아오는 계절적 헤프닝으로 끝나지 않을 수 있다는 의견이 제기 되고 있다.

벌크선 운임 회복이
제한적일 가능성

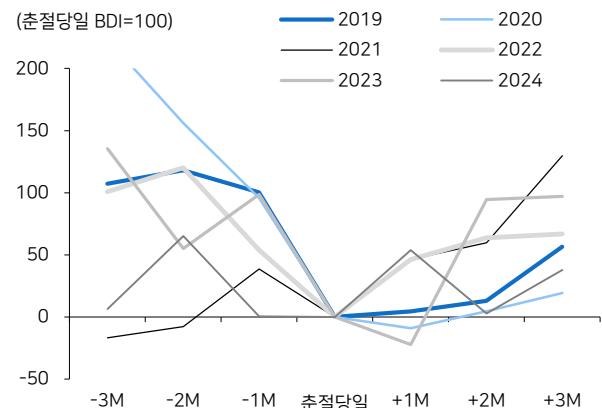
벌크선은 철강, 곡물, 석탄 등을 운반하는 해상운송 수단이기에, 이들의 수요가 부진하면 잇따라 벌크선에 대한 수요도 감소하게 된다. 따라서 춘절 연휴 이외의 다른 요인이 전방 시장의 수요 부진을 야기하고 있다면, 춘절 연휴가 부여하는 계절성과는 별개로 벌크선 운임 회복에 제한이 있을 수 있다.

그림1 2013~18년 BDI 지수 춘절 전후 계절성



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2019~24년 BDI 지수의 춘절 전후 계절성



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

곡물 선적량 감소

부진한 중국의 곡물 해상 수입
수요가 지속 될 수 있다는 전망

BIMCO는 Panamax 벌크선 스팟운임 하락세에 영향을 미치는 요인으로 중국의 곡물 선적량 감소를 언급한다. 부진한 중국의 곡물 해상 수입 수요가 2025년 한 해 동안 지속될 수 있다는 전망을 제시한다.

중국의 해상 곡물 물동량의 83%
를 운송하는 Panamax급 벌크선

BIMCO에 의하면 특별한 턴어라운드 계기가 제공되지 않는 이상, 중국의 곡물 수입 약세는 2025년 한 해 동안 지속될 전망이다. 중국의 해상 곡물 물동량의 83%를 운송하는 Panamax급 벌크선은 수요 부진의 영향을 크게 받고 있으며, 이러한 추세는 앞으로도 계속될 수 있다. 발틱거래소(Baltic Exchange) 패널리스트들이 평가하는 Panamax급 벌크선 평균 스팟운임은 지난 3개월 동안 약 37% 하락하여 하루 7,000달러 이하 수준으로 떨어졌다.

중국의 곡물 선적량 감소는
벌크선 운임에 부정적 영향

BIMCO의 해운 분석가 Filipe Gouveia는 중국으로의 곡물 선적량 감소가 벌크선 운임에 부정적인 영향을 미치는 요인 중 하나라고 밝혔다. 그는 2025년 1월 발틱 Panamax 지수가 전년 동기 대비 평균 41% 하락했다고 언급했다.

2024년 상반기 수입 급증으로
재고가 높은 상태

중국의 곡물 수요 감소의 배경으로는 높은 재고 수준, 대두 가공업체의 대두 수요 감소, 그리고 자국 생산량 증가를 꼽을 수 있다. 중국의 높은 곡물 재고 수준으로 인해, 2025년 1월 중국으로의 곡물 선적량은 1년 전과 비교해 절반수준으로 감소할 수 있다는 전망이 제시되었다. Gouveia는 중국의 대두 자국 생산량은 2023년 대비 1% 감소했지만, 2024년 상반기 수입 급증으로 인해 재고가 높은 상태라고 설명했다.

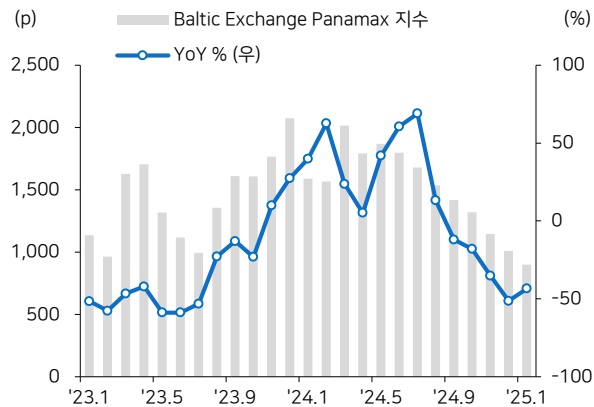
대두 수요 감소

중국 곡물 수입의 약 75%를 차지하는 대두 수요는, 대두 가공업체들의 낮은 수익성으로 인해 2025년 1월 들어 감소했다. 대두를 가공해서 판매하는 수익성이 줄어드니, 그 원재료에 해당하는 대두를 구매할 요인도 줄어든다. 이는 BIMCO가 제시한 2025년 1월에 중국으로의 곡물 선적량이 51% 감소할 수 있다는 전망을 일부 설명한다.

밀, 옥수수 자국 공급량 증가

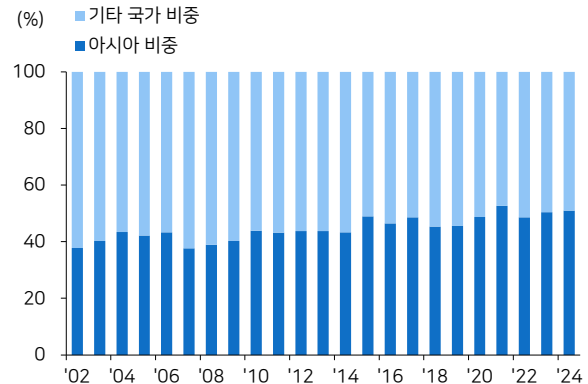
밀과 옥수수는 중국 자국 공급량이 증가하고 있으며, 이에 따라 중국향 선적량은 지속적으로 부진할 수 있다. 2025년 동안 중국의 자국 수요가 크게 개선되지 않는다면, 곡물 선적량은 2025년에 2024년보다 낮을 가능성이 있다. 2024년 중국의 옥수수와 밀 수확량이 기록적인 수준을 기록하면서, 해당 곡물의 수입 수요도 감소했다고 덧붙였다.

그림3 Baltic Exchange Panamax 지수 월별 추이



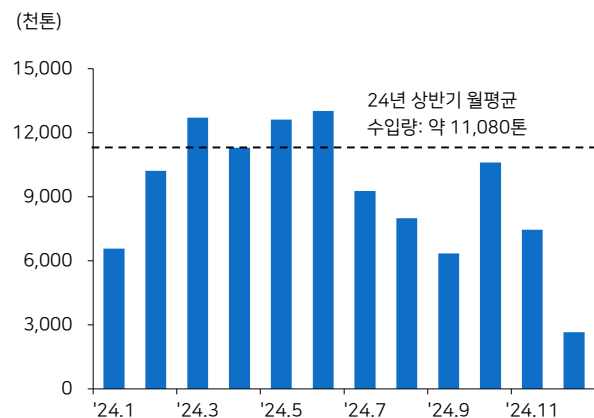
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2002~24년 아시아 해상 곡물 수입 비중



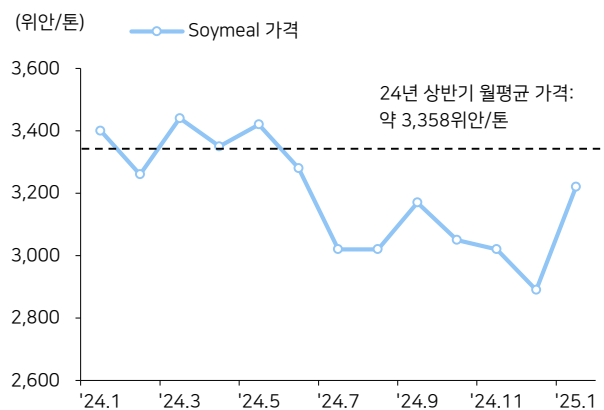
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2024년 중국 곡물 수입량 월별 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 Soymeal 가격 월별 추이

주: 해당 가격 데이터는 북경 지역 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

케이프사이즈 벌크선 운임 약세는 계절적 영향

곡물보다 철강과 석탄 물동량 비중이 더 높다

벌크선 운임은 다수의 전방 시장에 영향을 받기에, 곡물 선적량만 가지고 하락추이를 설명하기에는 제한적일 수 있다. 2024년 전세계 해상 물동량을 기준으로 철강은 약 9.1조 톤마일, 석탄은 6조 톤마일, 그리고 곡물은 3.8조 톤마일이다. 철강과 석탄의 물동량 비중이 더 높기에 운임 추이를 논하기 위해서는 이들 전방시장도 살펴봐야한다.

철광석과 석탄 등을 주요 화물로 하는 벌크선은 최대 시장인 중국의 수요 회복이 지연되며 운임이 지속 하락세다. 중국 당국이 대규모 설비 갱신과 소비재 이구환신 정책의 강도를 높이고 있으나 부진한 철강 수요를 촉진하지 못하고 있다. 중소형 파나마크 시장도 미국 걸프지역의 곡물 수요 개선에도 중국과 인도의 석탄 수요가 부진하자 운임 약세가 나타나고 있다.

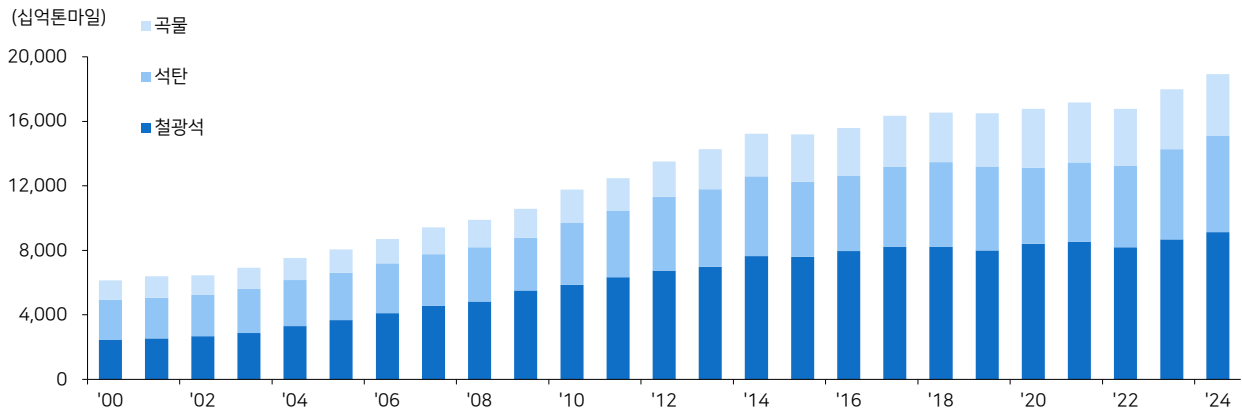
Capesize 벌크선 시장, 중국 춘절 연휴로 인한 계절적 특성 부각

Capesize 벌크선 시장에서는 중국 춘절 연휴로 인한 계절적 특성이 부각되고 있는 상황이다. Capesize 벌크 시장이 중국 및 극동 지역의 춘절 연휴를 일주일 앞두고 용선 활동이 둔화되면서 하락세를 보이고 있다. 2025년 1월 23일 기준 평균 스팟 운임은 하루 9,000달러 이하로 떨어지기도 했다.

태평양 지역에서 광산업체들의 용선활동이 감소

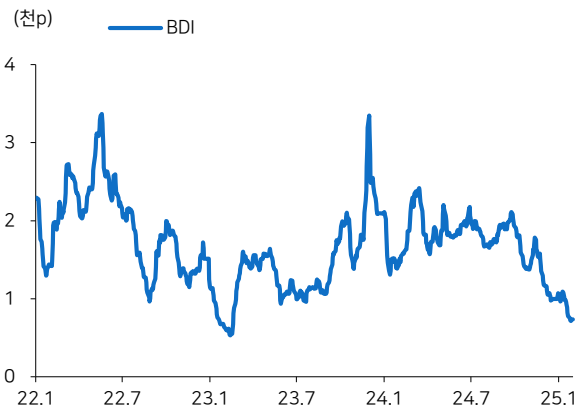
전반적인 화물량은 여전히 안정적인 수준을 유지하고 있지만, 특히 태평양 지역에서 광산업체들의 용선 활동이 줄어들면서 전체 지수에 큰 부담을 주고 있다. 2025년 1월 중순 이후 Capesize 스팟 시장에서 활발한 활동을 보인 주요 광산업체는 Rio Tinto뿐이며, 한국 벌크 선사인 Polaris의 몇 건의 항해 용선 계약을 제외하면 다른 주요 업체들의 활동은 거의 없었다.

그림7 2000~24년 철광석, 석탄, 곡물 전세계 해상 물동량 추이



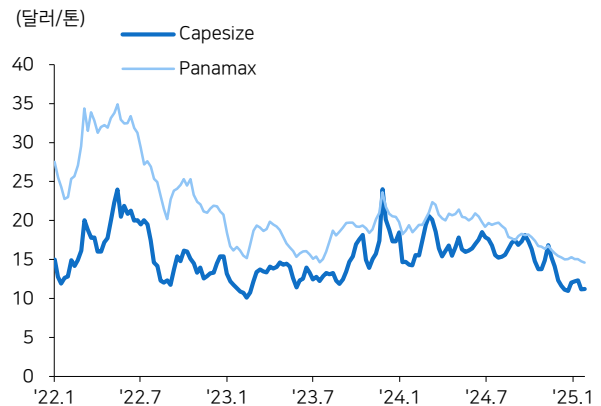
자료: Clarksons 메리츠증권 리서치센터

그림8 2022~25년 1월 BDI 지수 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림9 벌크선 사이즈별 평균 운임 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

벌크선 운임이 얼마나 회복될지는 더 지켜봐야

수입 부진 지속되며
더딘 회복세를 보일 가능성

춘절 연휴의 계절성에 따라 벌크선 운임이 춘절 이후에 다시 회복되는 경향을 보이기도 하지만, 2025년에는 그 이외의 수요 부진 요인이 작용하고 있는 상황인 만큼 운임 회복세를 속단하기는 이른 시점일 수 있다. 중국의 곡물, 석탄, 철광석 수요 부진이 지속될 수 있으며, 이에 따라 이전보다 더딘 회복세를 보일 수 있다.

원문: *Seasonal downturn gets real as capesize spot rates drop below \$9,000 per day (Tradewinds);*

Panamax bulker owners feel the pinch of crashing Chinese grain shipments (Tradewinds)