

CYCLICAL BULLETIN 11 RELEASE

에너지/화학: 손지우 자동차/철강: 권순우 건설/건자재: 김세련 조선: 유승우

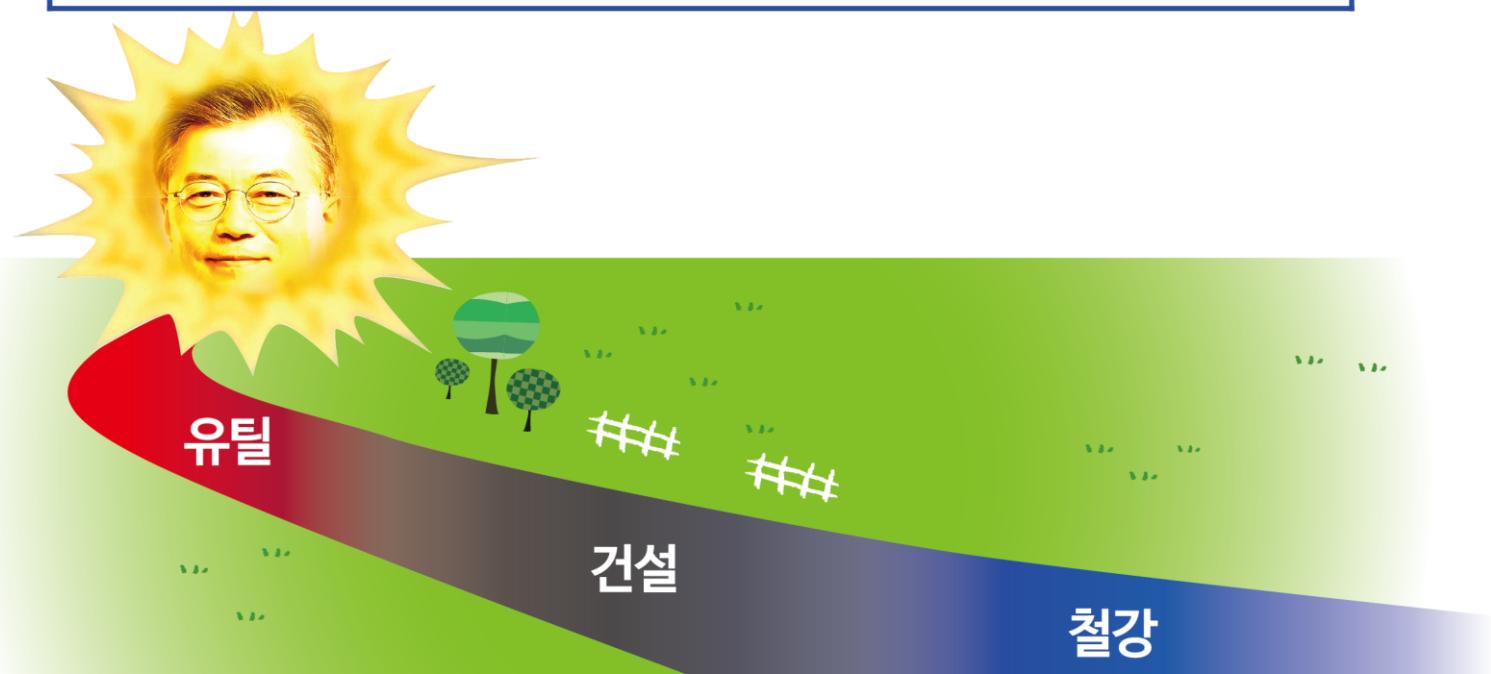
Theme: 지방선거 이후 문재인 드라이브의 빛과 어둠

2018-07-02



IMPLICATION

6/13 지방선거에서 여당(與黨) 압승 직후 문재인 정부의 정책 드라이브가 강하게 걸리고 있습니다. 그 중 저희는 2 가지를 주목하고 있는데요. 첫 번째는 15 일 한수원 긴급 이사회 이후 가속화되는 '탈원전'입니다. 탈원전은 필연적으로 한국전력의 원가부담 요인이 되는 만큼 전기요금 인상으로 연결될 가능성이 높고, 이는 한국전력에는 단연 호재입니다. 반대로 원가에서 전기요금 비중이 높은 철강/비철/정유/화학에게는 악재가 될 수밖에 없구요. 실제 지난 2009~13 년 전기요금 인상 구간에서 추가를 살펴보면 이런 양상이 반영되었습니다. 두 번째는 바로 부동산입니다. 지난해 8/2 대책의 강력한 규제 이후로 정부가 남은 카드는 보유세 증세인데, 현 정부의 정책 기조상 한동안 부동산 시장의 냉각은 불가피할 것으로 보입니다. 국내 부동산 유관주의 멀티플 상방은 당분간 닫힐 것으로 예상합니다



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



“

ISSUE ① 원전폐쇄, 그리고 전기요금인상

6/13 지방선거 직후 원전폐쇄를 가속화하는 문재인 정부

집권여당의 지방선거 압승 이후 문재인정부의 주요 정책 중 어떤 것이 탄력을 받게 될지 관심이 집중되고 있습니다. 일단 15 일 한수원 긴급회의를 통해 '탈원전'이 표면 위로 떠오르고 있네요

- SK증권 에너지/화학 손지우

”

6월 13일에 열렸던 대한민국 지방선거 결과는 예상대로 더불어민주당, 즉 여당(與黨)의 압승이었습니다. 시, 도지사 17개 자리 중에서 14개가, 그리고 재보선 국회의원 12개 자리 중 11개가 더불어민주당 것으로 결론이 났으니 말이죠. 최근 문재인 대통령이 놀라울 정도로 높은 70~80% 수준의 지지율을 유지하는 것에서도 확인할 수 있듯이, 현재 여당의 힘은 상당히 강력하다고 요약할 수 있겠습니다.

그러면서 자연스럽게 주목해야 할 부분이 한 가지 생겼습니다. 힘을 얻은 청와대와 집권여당이 이제부터 강력하게 추진할 만한 정책들이 바로 그것인데요. 일단 한 가지는 숨쉴 틈도 없이 곧바로 추진되는 것 같습니다. 바로 문재인 정부가 집권 초기부터 밀고 나갔던 '탈원전'에 대한 계획입니다.

지방선거가 끝난 직후인 15일 예정에 없던 한국수력원자력(이하 한수원 통칭)의 긴급회의가 소집되었습니다. 그리고 해당 회의에서 도출된 결론은 2 가지였는데, 하나는 월성원자력발전소 1호기 '영구정지'(폐로)였고, 다른 하나는 설계 또는 부지 매입단계에서 중단된 신규 원전 4기 건설의 최종백지화였습니다. 한수원 노조를 비롯한 여론 일부에서는 '기습 처리' 방식의 결정에 대해서 문제를 삼고 있습니다. 하지만 이를 통해 명백하게 확인한 부분은 금번 지방선거 완승을 기점으로 문재인 정부의 탈원전 정책은 탄력을 받게 될 것이라는 사실입니다. 지난 해 10월 20일 공론화위원회가 신고리 5, 6호기에 대한 '건설재개 권고'를 발표할 때와는 완연히 달라진 분위기네요.

급작스러운 회의로 원전폐쇄 및 신규원전취소 강행한 한수원에 대한 비난보도



"선거 기다렸나" 한수원 '도둑 이사회'에 비난 여론

한국수력원자력이 15일 긴급 이사회를 열고 월성 원전 1호기 조기폐쇄와 신규 원전 4기에 대한 사업 백지화를 결정한 것에 대해 '기습 처리'라며 비판의 목소리가 나오고 있다. 일각에서는 지방선거 직후 이뤄진 이번 결정에 대해 정치적인 셈법이 작용했다는 비난과 함께 노조와 지역 사회 등 반대 여론을 무마하기 위한 의도였다는 주장도 나온다. (중략) 이사회가 13일 열린 지방선거에서 여당이 압승한 직후 이사회를 열어 이 같은 결정을 내린 점도 정치적인 판단이 바탕에 깔려있는 것 아니냐는 의심을 낳고 있다. (중략) 정 사장은 긴급 이사회를 개최한 것과 관련 "지난해 8 차전력수급기본계획 이후 (해당 안건에 대해) 자속적으로 검토한 결과, 정부 측에서 어제 공문을 받았을 뿐"이라며 이사회 시점과 지방선거와는 큰 관련이 없다고 반박했다. 하지만 비용 문제에 대한 대내외 비난 여론을 피하기 위해 이사회가 '기습 처리'를 강행했다는 주장도 나온다.

자료: news1(2018년 6월 15일), SK증권



“

이와 동반하여 불가질 수밖에 없는 이슈가 있습니다. 바로 '전기요금 인상'이죠. 이미 다수의 여론은 이에 대한 당위성을 보도하고 있고, 산자부도 산업용 심야요금인상을 검토 중이라고 발표했습니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

이와 동시에 쏟아져 나오는 뉴스가 있습니다. 바로 '전기요금 인상'에 관련한 것입니다. 현재 정부의 정책대로 원자력/석탄발전 비중을 줄인다면 자연스럽게 한국전력의 비용부담이 발생할 수밖에 없으니까요.

일반적으로 원자력/석탄은 발전단기가 저렴한 발전원으로 분류되어 왔습니다. 그렇기 때문에 '기저발전'이라는 명목으로 대한민국 발전의 기반으로서 역할을 해왔습니다. 그런데 원자력/석탄의 비중을 줄이고 가스, 혹은 친환경 측면에서 신재생의 비중을 높인다면 당연히 발전단기가 높아지는 만큼 한국 전력의 비용부담도 덩달아 높아지게 됩니다. 이런 부분 때문에 지속되는 한국전력의 이익축소, 심각하게는 적자발생에 대해서 정부가 무기한적으로 묵인할 수 있느냐? 그렇지는 않겠죠. 당연히 원가에 부담이 생기는 만큼 판매 가격, 즉 전기요금을 인상하여 이 부담을 상쇄하려고 할 수밖에 없습니다.

때문에 친환경/탈원전을 추진하면서 전기요금을 인상하지 않겠다는 현 정부의 정책에 대해서는 이전부터 '모순이라는 지적이 많았습니다. 결국 전자 혹은 후자 중 하나 만을 결정해야 하는데, 최근 문재인정부의 입장은 전자를 고수하는 방향으로 이어가고 있으니까요. 그렇다면 자연스럽게 후자는 포기하는 방향, 즉 부득이하게 전기요금은 인상할 수밖에 없지 않겠느냐는 추측 내지는 주장이 언론을 통해 대거 쏟아져 나오고 있습니다.

이미 어느 정도 구체적인 움직임도 있습니다. 산업통상자원부는 2017년 12월 발표했던 제 8 차 전력수급계획에서 "산업용 전기요금을 경부하요금(심야전력) 중심으로 차등 조정해 산업용 전력소비를 효율화하겠다"라고 발표한 바 있습니다. 즉, 산업용 심야전력요금을 인상하겠다는 의사표시를 했었습니다. 그리고 결국 지난 6월 21일 국정현안 조정 점검회의에서 박원주 에너지자원실장은 경부하요금 인상을 검토하겠다고 언급했죠. 이런 정황을 살펴본다면 '전기요금 인상'은 이제 꽤 구체적인 단계임을 알 수 있습니다.

해외 사례를 봐도 친환경/탈원전과 전기요금인상은 불가분의 관계

탈원전 국가들 예외없이 전기요금 올랐다

정부는 '탈(脫)원전'을 하면서 "전기요금 인상은 없다"고 주장한다. 박근혜정부에서 복지 확대 필요성을 외치면서도 세금을 더 걷는 일은 없을 것이라고 향변하던 것과 데자뷔를 이룬다. 탈원전을 둘러싸고 벌어지는 최근 전기요금 인상 논란이 이전 정부의 '증세 없는 복지' 논란과 너무도 꼭 닮은 이유다. 탈원전이 전기요금 인상을 초래할 것인지는 다른 나라 사례를 보면 어렵지 않게 알 수 있다. (하략)

자료: 매일경제(2018년 6월 22일), SK증권

이미 산업용 심야전력요금 인상을 검토하고 있는 산업통상자원부

전력 생산비 증가에 전기요금 인상 불보듯...산업부, 산업용 경부하 개편 검토

얻는 것이 있다면 잃는 것도 있는 법, 탈원전을 둘러싼 논쟁 중에서도 가장 핵심 이슈는 전기요금 행방이었다. 정부는 2022년까지 전기요금이 오르는 일은 없을 것이라고 거듭 장담했지만, '탈원전'에 대한 찬반 양측 모두 전기요금 인상은 불가피하다는 입장이다. 국내에선 원자력과 석탄 발전으로 만든 전기가 태양광과 풍력 등 재생에너지보다 저렴한 때문이다. (하략)

자료: 해럴드경제(2018년 6월 19일), SK증권



“

SK 증권 리서치센터 소재/산업재는 요금인상 가능성이 높다고 판단합니다. 일단 첫 번째 원인은 현재 여론의 분위기인데요, Google trends를 보면 최근 높아진 인상가능성을 확인할 수 있습니다

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

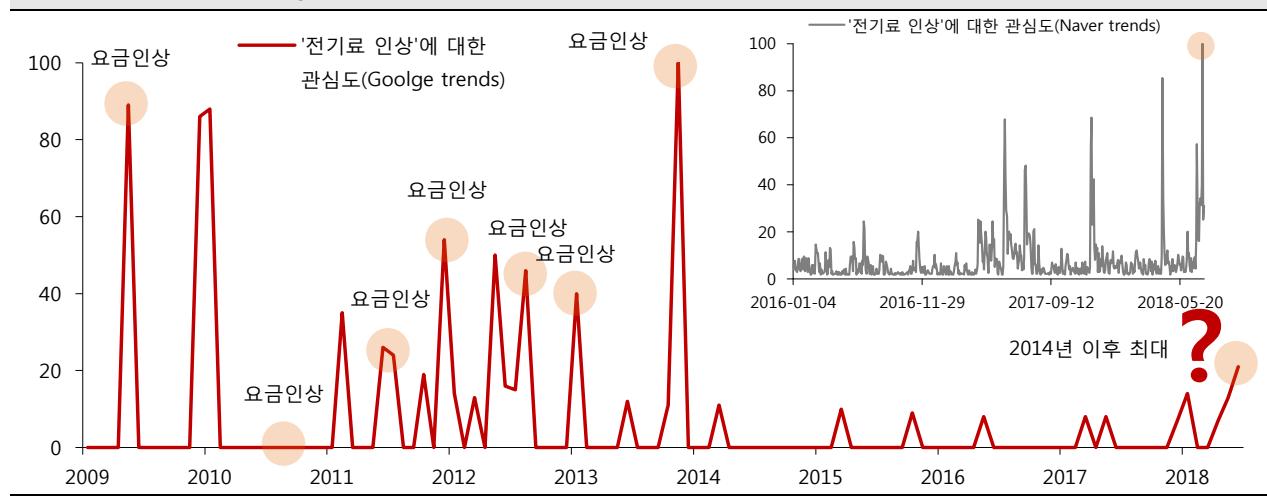
전기요금 인상 가능성에 높은 이유 ① 여론

그렇다면 실제로 전기요금 인상까지 연결이 될까요? SK 증권 리서치센터 소재/산업재는 ‘그럴 가능성이 높다’라고 결론을 내리고 있는 몇 가지 이유가 있는데요. 첫 번째는 무엇보다 여론의 방향성 때문입니다. 늘 fundamental 분석에 주력해야 하는 애널리스트에게 웬 여론이냐고 물으실 수 있지만, 한국전력공사는 최대주주가 한국산업은행(32.9%), 2 대주주가 대한민국정부(18.2%)인 명백한 공기업입니다. 따라서 전기요금 같은 중대한 의견을 결정함에 있어서는 당연히 국민여론이 중요할 수밖에 없습니다. 즉, 공론화라는 부분이 무엇보다 중요하다는 것이지요.

이는 과거 사례를 통해서도 확인이 됩니다. Google trends를 보면 알 수 있는데요. 잘 아시다시피 Google trends의 정의는 “해당 주제에 대한 대중적 관심도를 보여주는 것으로 대상 기간 중 검색횟수가 가장 많았던 때를 100으로 정하고 시기별로 상대적 수치를 환산한 것(한경경제용어사전)”으로서 정의할 수 있습니다. ‘전기료 인상’을 두고 이 툴을 이용해보면 과거 데이터가 높게 산출되는 구간에서는 실제 인상이 진행되었던 것을 확인할 수 있는데요, 공교롭게도 화두가 되지 못했던 2014년~2017년 구간에서는 데이터도 의미 없고 인상도 없었습니다. 그런데 2018년부터 데이터가 상승하기 시작하여 현재 2018년 6월은 2014년래 최고치가 형성되어 있네요.

한국인에게는 더 유효할 수 있는 Naver trends는 데이터의 시작점이 2016년으로 짧아서 의미가 덜 할 수 있지만, 어쨌든 최근 수치가 매우 높다는 것은 마찬가지로 확인이 됩니다. 일단 여론으로 보자면 정부 입장에서는 전기요금 인상의 필요성을 충분히 인지시키고 있음을 알 수 있는 셈이죠.

전기료 인상에 대한 관심도 조사: Google trends 와 Naver trends 모두 최근 요금인상에 대한 높은 관심도 확인할 수 있음



자료: Google, Naver, SK 증권



“

최근 여론조사에서도 이와 다르지 않은 분위기가
감지됩니다. 문재인 정부의 현재 에너지 정책과,
불가피한 전기요금 인상 가능성에 대해서 모두 긍
정적인 의견이 더 많은 상황입니다

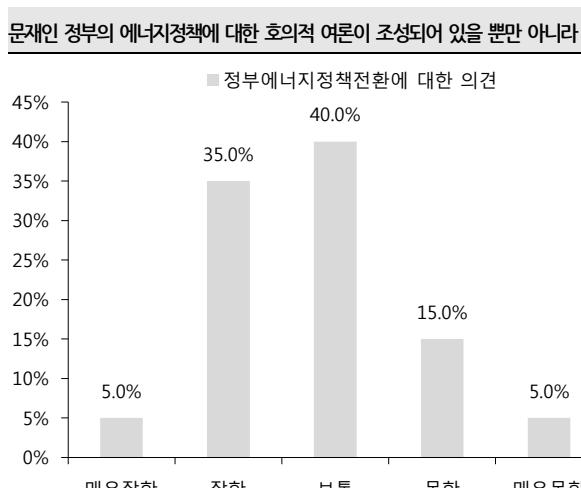
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

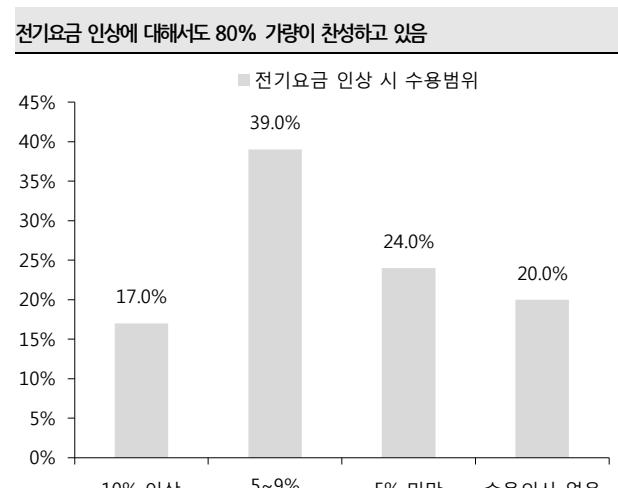
실제로 에너지경제연구원과 녹색에너지전략연구소는 지난 4월 25일 '정부의 저탄소, 친환경 에너지전환정책에 대한 국민 인식 현황조사' 결과를 발표했었는데요. 당시 40%에 달하는 조사대상이 정부의 정책에 대해 긍정적인 의견(매우 잘함 혹은 잘함)을 피력했었습니다. 부정적인 의견(매우 못함 혹은 못함)은 20%로서 절반 수준에 불과했고요.

동시에 에너지전환정책 추진 시 전기요금 인상 수용범위에 대해서는 '수용의사 없다'라고 답한 인원은 20%에 불과했습니다. 즉 잔여 80%는 전기요금 인상에 대해서도 긍정적인 답변을 내놓은 셈이고, 그 중 10% 이상에 대한 수용도 17%에 달했습니다(5% 미만 24%, 5~9% 39%). 이 정도 수준이면 꽤나 전기요금인상에 대해서도 전향적인 국민여론이 조성되어 있음을 알 수 있죠.

6월 18일 현대경제연구원이 내놓은 결과도 이와 크게 다르지 않았습니다. 조사대상의 84.6%가 에너지전환정책에 대해서 찬성의견을 내놓았고, 전기요금인상에 대해서도 평균적으로 15,013 원을 수용하겠다고 했다네요. 어느 쪽으로 보더라도 정부가 요금인상을 추진하기에 편한 분위기입니다.



자료: 에너지경제연구원, 녹색에너지전략연구소, SK 증권



자료: 에너지경제연구원, 녹색에너지전략연구소, SK 증권



“

두 번째 원인은 논리적 당위성입니다. 친환경/탈원전의 명목 하에 원자력과 석탄의 발전비중을 줄이다면 필연적으로 한전의 발전단가 부담이 높아집니다. 공기업을 운영하는 정부 입장에서, 하염없이 높아지는 적자부담을 지켜볼 수 만은 없을 겁니다

- SK증권 에너지/화학 손자우

”

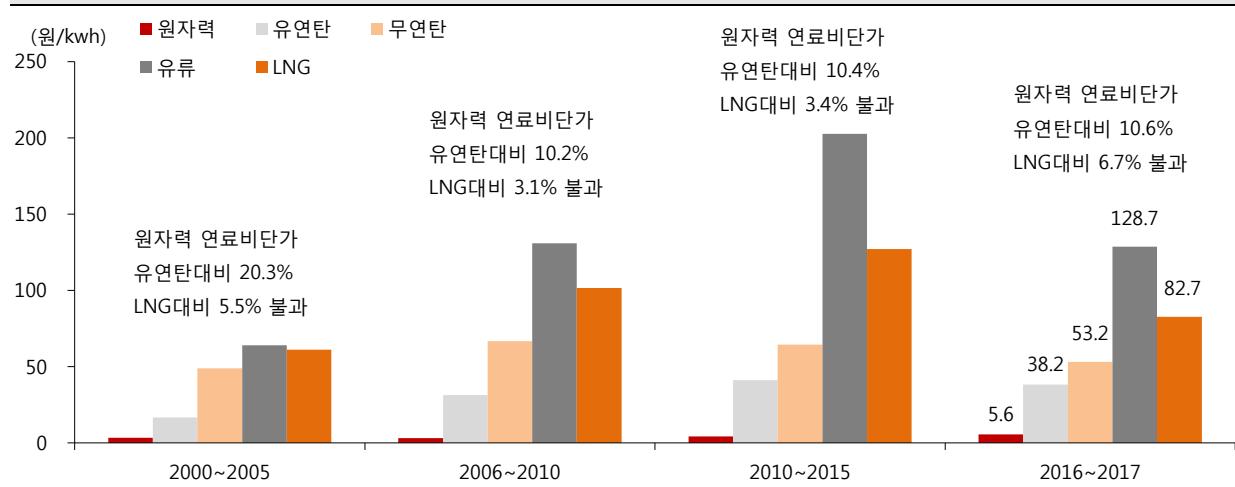
전기요금 인상 가능성의 높은 이유 ② 논리적 당위성

논리적으로 보더라도 전기요금 인상은 불가피합니다. 문재인 정부는 전기요금 인상 없는 탈원전을 주장했지만, 일각에서는 이를 두고 전(前)박근혜 정부의 '증세 없는 복지'와 다를 바 없는 현실성 없는 정책이라며 비난을 하기도 했죠. 앞서 언급했듯이 상대적으로 발전단가가 저렴한 원자력/석탄의 발전 비중을 줄이면서 요금인상을 단행하지 않는다는 것은 불가능합니다. 물론 그렇게 할 수는 있겠지만, 이를 대책 없이 용인한다면 공기업인 한국전력의 이익 및 부채부담은 감당할 수 없는 수준까지 증대할 수밖에 없죠.

원자력이 발전단가 측면에서 어느 정도로 저렴한지에 대한 의견은 워낙 첨예한 대립을 보이는 의견이기 때문에 단정적으로 말하기 어려운 부분이 있습니다. 최근 들어 사고 위험성, 폐기물 처리비용, 사회적 갈등 등 외부적인 비용을 감안하면 그렇게 저렴한 것이 아니라는 의견이 국내외적으로도 꽤 있기 때문이죠. 다만 2017년 5월을 기점으로 추가자료배포가 중단되었지만, 과거 한국전력이 발표했던 연료비단가를 체크해보면 원자력이 단순 '발전단가' 측면에서 본다면 얼마나 저렴한지는 어렵지 않게 확인됩니다. 가장 최근이었던 2016~17년 평균 데이터를 볼 경우, 원자력발전은 kWh 당 5.6 원으로서 128.7 원인 유류, 82.7 원인 LNG 대비 비교도 안 되게 저렴합니다. 유연탄(38.2 원) 대비로도 14.6% 밖에 안 되는 수준이니까요. 원전이 대체되면 될수록 한국전력의 비용부담이 증대하는 것은 자명한 사실입니다.

한국전력이 이를 감당할 만한 재무적 체력이 된다면 모를까, 그게 아니라면 공기업을 운영하는 정부 입장에서도 언제까지 '전기요금 인상 불허' 만을 외칠 수 있는 상황은 아닐 겁니다.

한국전력 연료비단가 과거 내역(5개년 평균)



자료: epsis, SK증권

참고: 2001년 4월부터 데이터 제공, 2017년 5월이 마지막 수치임



“

세 번째 원인은 한전의 재무부담입니다. 일단 영업상황 자체가 지속되는 적자로 인해 녹록하지 않고, 현재 추세라면 배당도 불가해 보입니다. 과거 이랬던 국면에서는 전기인상이 단행되었었죠

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

전기요금 인상 가능성이 높은 이유 ③ 한전의 재무부담

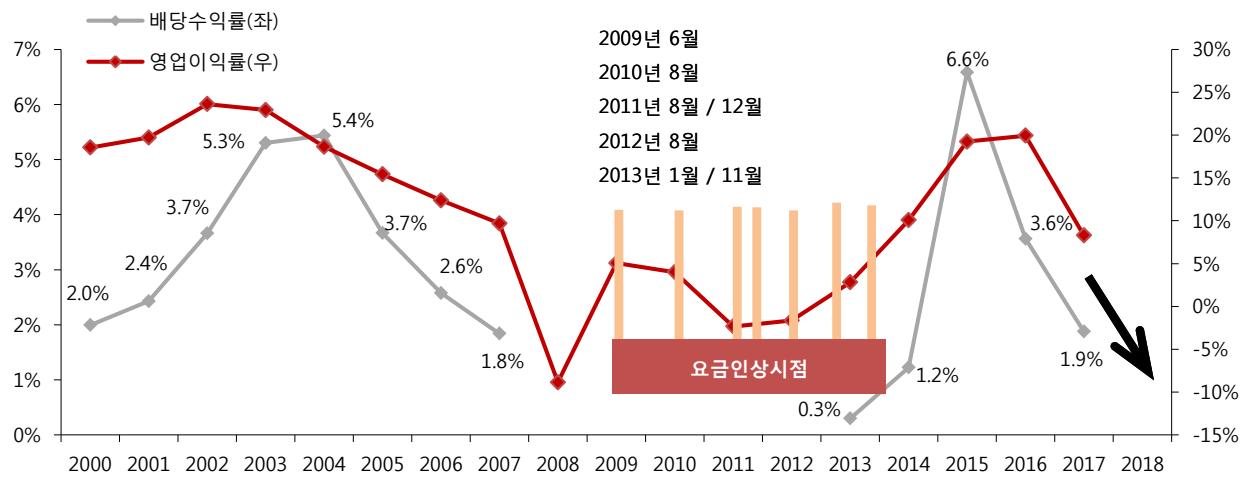
만약 정부가 정말로 전기요금 인상 없이 친환경/탈원전 정책을 밀어붙이면 가장 합당한 근거는 한국전력의 우량한 재무구조가 될 것입니다. 적자가 발생한다고 하더라도 그 동안 축적한 현금으로 인해 버틸 수 있다는 논리로서 말이죠. 하지만 현재 그럴 만한 상황은 되지 못하는 것으로 판단됩니다.

무엇보다 현재 한국전력의 영업상황이 녹록지 않습니다. 최근 잇따른 commodity(석유, LNG, 석탄) 가격 상승으로 가뜩이나 원가부담이 높아진 상황이었는데, 설상가상으로 원자력 발전의 가동률마저 하락하면서 연이은 적자가 발생했습니다. 4Q17에는 -1,294 억원, 1Q18에도 역시 -1,276 억 원의 적자를 기록했었죠. 적자가 발생한 것은 2Q13 이래 약 4년 만에 처음 이었고, 2 개 분기 연속 적자는 2012년 이래 약 5년 만에 처음이었습니다. 더욱 안타까운 것은 2Q18의 영업이익 또한 컨센서스 기준(1 개월 이내 추정) -5,523 억원으로서 또 한 번의 대규모 적자가 예상되고 있다는 것입니다. 우량은커녕 불안감이 고조되는 구간이라고 할 수 있습니다.

한 가지 더 봐야 할 것은 배당수익률입니다. 공기업이기 때문에 당연히 배당수익이 정부입장에서는 세수 관점에서 중요할 수밖에 없으니까요. 하지만 한국전력은 이미 지난 해 이익감소를 반영해 배당을 대폭 축소했었습니다. 배당수익률이 1.9%에 불과했죠. 문제는 올 해입니다. 심각하면 연간 적자도 가능한 상황인데요. 이러면 배당이 불가한 상황까지 흘러가죠.

지금의 이익 및 배당 상황은 2009~2013년 구간에 비교할 만 합니다. 당시에도 영업적자/배당불가에서 크게 벗어나지 못했었는데요. 당연히 그 때도 재무와 세수감소에 대한 부담 때문에 정부는 요금인상을 택했었습니다.

영업적자/배당불가 상황에서 요금인상이 여러 차례 단행되었던 2009~2013년



자료: DataGuide, SK 증권



“

재무적으로도 이미 좋지 못한 국면에 진입했습니다. ND/EBITDA 는 과거 요금인상이 단행되었던 3 배 이상이 기록되었고, 현금을 확보할 수 있는 매각가능자산도 별로 없습니다

- SK증권 에너지/화학 손지우

”

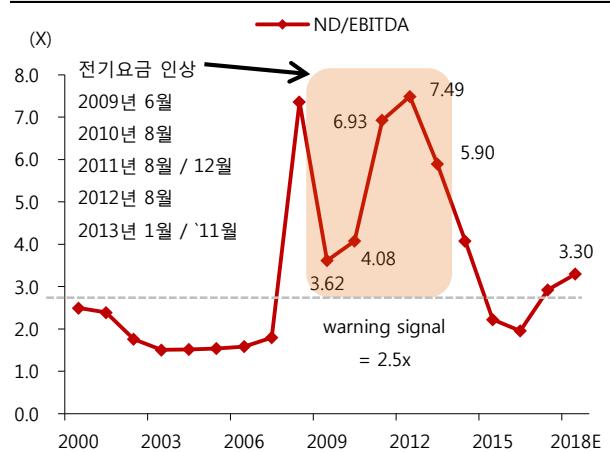
재무 상황도 warning signal 이 나왔습니다. ND/EBITDA 지표를 살펴보면, 이미 지난 해 2.9x 기록하면서 통상적인 위험신호인 2.5x 를 넘어섰는데요. 올 해 1 분기 수치가 3.2x 입니다. 적자가 지속되다 보니 더 높아질 수밖에 없었습니다. 만약 시장의 컨센서스대로 2Q18 에서 적자폭이 더욱 확대된다면, 아마도 동 수치는 지속적으로 상승하게 될 것으로 판단됩니다. 이미 재무적으로도 부담이 되는 상황에 들어섰다는 셈이지요.

과거 2009~2013 년 전기요금 인상 시점에 진입했을 때, 즉 2009 년 때 ND/EBITDA 는 3.6x 였습니다. 2018년 수치와 얼추 비슷하다고 할 수 있습니다. 물론 한창 심각했던 2011~12 년에는 7 배에도 육박을 했으나 그 때 보다 부담은 덜하다는 해석도 가능하지만, 3 개 분기 연속 적자에 ND/EBITDA 가 3 배를 넘었다는 것을 동시에 감안한다면, 게다가 친환경/탈원전 정책으로 앞으로 수익성이 더욱 악화될 것이라는 우려를 감안한다면 지금 전기요금 인상은 논리적으로 필요하다고 결론 내릴 수 있습니다.

혹여 2014 년과 같은 10 조 규모의 부지매각 같은 이벤트를 통해 부채부담을 해결하지 않을까라는 기대감을 가지신다면, 그것도 접어두시는 것이 좋습니다. 이미 2014 년 이후는 부채감축을 위해 비핵심자산매각에 주력해왔고, 때문에 2013 년만 하더라도 1.8 조원이던 매도가능금융자산+투자부동산 규모는 2018 년 현재 1.0 조로 축소되어 있습니다. 즉 대규모로 매각할 자산도 별로 없는 상황이라고 봐도 무방할 것 같습니다.

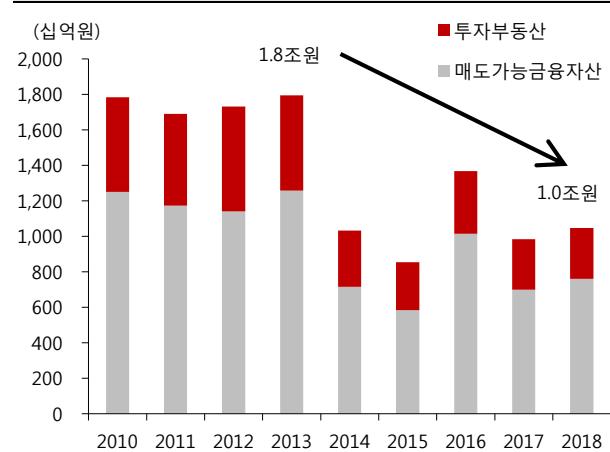
요약하자면 영업상황도 최악(3 개분기 연속 영업적자)인데, 앞으로 더 최악(친환경/탈원전)이 될 수밖에 없고, 베틀만한 재무여력도 아닙니다 (ND/EBITDA 이미 3 배 초과). 역시 전기요금 인상 시그널입니다.

한국전력의 ND/EBITDA 는 이미 warning signal 에 진입했음



자료: DataGuide, SK증권

매도가능금융자산+투자부동산도 지속된 자산매각으로 그다지 많지 않음



자료: 한국전력, SK증권

“

한국전력의 주가는 늘 우호적인 정책이 펼쳐지는 순간에서는 바닥에서부터 상승이 시작됩니다. PBR의 밴드는 0.3x~0.6x 구요. 현재 역사적 저점인 0.3x valuation에서는 부담이 없어 보입니다

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

이 valuation에서 주저할 이유가 있을까?

역사적으로 본다면 한국전력의 주가 움직임은 매우 단순합니다. 일반적으로 원가압박이 높아지면서 감익이 예상되는 시점부터는 주가가 빠지고, 반대로 이를 회복하기 위해 정부의 우호적인 정책이 나오는 시점부터는 주가가 오릅니다. 조금 더 정확히 얘기하자면, 정책이 나올 것으로 ‘기대’되는 시점부터는 주가가 오르죠. 정책관련주의 전형적인 패턴이기도 합니다.

게다가 역사적으로 이들의 12M fwd PBR(컨센서스 기준)은 저점 약 0.3x / 고점 약 0.6x 수준에서 움직였습니다. 2018년 6월 말 현재 그들의 PBR은 0.30x로서 역사적 저점에 가깝습니다. 최근에 주가가 꽤 오른 것 때문에 의외라고 생각하실 수도 있지만, 지난 3월 말에 사상 최저에 근접한 0.27x까지 하락했었기 때문입니다. 긴 그림에서 보자면 오른 것도 별로 없습니다.

또한 이미 Cyclical Bulletin Release 10에서 밝혔듯이, 상반기에 지속되었던 지정학적 요인에 따른 유가 단기반등국면도 마무리 된 것 같습니다. 6월 22일 OPEC 회의에서 예상대로 증산이 발표되었고, 미국도 막대한 증산 및 수출계획을 이어가고 있으니까요. 유가가 하락한다면 LNG, 석탄의 동반 하락 가능성도 높기에 적자부담을 완화시켜줄 수 있을 것입니다.

2016년 이후 지금까지 2년 넘게 속절없이 무너지기만 한 한국전력의 주가 이지만, 여전히 시가총액이 20 조원 이상이고 KOSPI 랭킹 10 위권에 머물러 있습니다. 정책이 반쳐주는 상황이라면 간과하기 어려운 주식 임에 틀림없죠. 게다가 최근 시장의 불안정성까지 감안한다면 merit는 더욱 높습니다.

PBR 0.3~0.6x의 수준을 보이는 한국전력의 valuation: 현재는 0.3x로서 역사적 저점에 근접한 상황임



자료: DataGuide, SK 증권



“

전기료가 오른다면? - 가장 먼저 생각나는 철강/비철

전기료가 오른다면 가장 먼저 생각나는 섹터는 철강입니다. 과거 전력 사용량 상위 업체를 보더라도 철강/비철 관련 업체가 포진해 있죠

- SK증권 자동차/철강 권순우

“

누군가 수혜를 본다면, 반대로 피해를 보는 섹터가 나올 수 밖에 없습니다. 전기사용량이 높은 업체는 원가인상에 대한 부담이 반영될 수 밖에 없고, 가격인상으로 이어지지 못한다면 수익성 악화로 이어질 수 밖에 없으니까요. 일단 저희 소재/산업재에서 가장 먼저 생각나는 섹터는 철강업입니다. 제품 생산을 위해 전기로를 사용하는 업체도 있고, 비철금속 업체도 제련과 정련 등의 작업을 위하여 막대한 양의 전력을 사용하니까요.

실제로 과거 발표되었던 전력사용량 상위 업체를 보더라도 철강/비철 관련 업체가 포진해 있습니다. 2015년 전력사용량 순위를 보면 1위에 현대제철을 비롯하여, 3위 포스코, 10위 고려아연, 13위 동국제강이 위치하고 있습니다. 2012년에도 고려아연이 11위였던 것을 제외하면 동일합니다.

2015년 이후에도 여전히 전기료가 원가에서 차지하는 비중은 높습니다. 언론 발표에 따르면 2017년 기준으로 현대제철, 고려아연, 동국제강 등의 전기료는 각각 1조 1,600 억원, 2,638 억원, 2,619 억원입니다. 어느정도로 영향이 큰지를 가능하기 위해 매출액과 비교하면 6.9%, 4.8%, 4.8%일 정도로 매우 높습니다. 산업용 전기료가 인상된다면, 실질적으로 수익성에 대한 우려가 나올 수 밖에 없는 상황이죠.

전력사용량 상위 15개 기업 - 2015년 기준

순위	기업명	전력사용량(GWh)
1	현대제철(주)	12,025
2	삼성전자(주)	10,042
3	(주)포스코	9,391
4	삼성디스플레이(주)	7,219
5	엘지디스플레이(주)	6,182
6	에스케이하이닉스(주)	5,121
7	LG화학	3,321
8	OCI(주)	3,054
9	(주)한주	2,988
10	고려아연(주)	2,958
11	SK에너지(주)	2,876
12	GS칼텍스(주)	2,733
13	동국제강(주)	2,490
14	한국철도공사	2,374
15	(주)씨텍	2,097

자료: 한국전력, SK증권

전력사용량 상위 15개 기업 - 2012년 기준

순위	기업명	전력사용량(GWh)
1	현대제철(주)	9,781
2	삼성전자(주)	8,498
3	(주)포스코	8,148
4	삼성디스플레이(주)	6,663
5	엘지디스플레이(주)	6,366
6	에스케이하이닉스(주)	4,400
7	(주)한주	3,185
8	OCI(주)	2,849
9	LG화학	2,711
10	SK에너지(주)	2,696
11	고려아연(주)	2,652
12	GS칼텍스(주)	2,472
13	동국제강(주)	2,327
14	한국철도공사	2,280
15	(주)호성	2,102

자료: 한국전력, SK증권



“

전기료 인상은 철강업만의 문제는 아닙니다. 한국은행의 산업별 제조원가 명세를 참조해보면 알수 있죠. 그 중 기초소재 산업이 사용량이 높습니다

- SK증권 자동차/철강 권순우

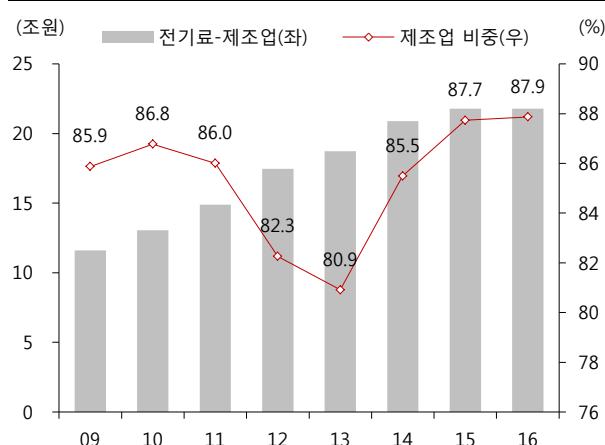
”

전기를 철강업만 많이 쓸까요?

하지만 전기료 인상이 과연 철강업만의 문제일까요? 피해섹터를 철강/비철로만 국한시키기에는 무리일 것 같습니다. 규모의 차이만 있을 뿐, 전기는 누구나 다 사용하고 있으니까요. 다른 산업이 어떤 영향을 받을지 확인하는 작업도 중요합니다. 산업에 미칠 비용과 원가부담에 대한 영향을 가늠하기 위해 한국은행에서 발표하는 산업별 제조원가명세를 참조하였습니다.

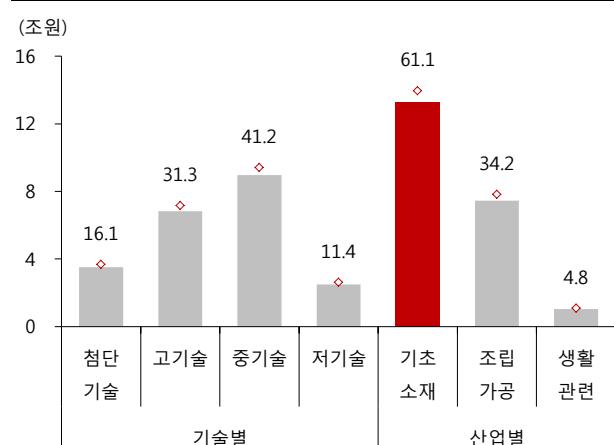
먼저 대부분으로 보게 되면 단연코 제조업이 가장 많이 사용하고 있습니다. 09년 이후로 지속적으로 80% 후반대를 유지하고 있죠. 제조업 내에서의 분류별로 사용하는 비중을 보면, 기초소재 산업이 압도적으로 높습니다. 제조업 내에서 사용하는 전기 중 61.1%를 차지하고 있죠. 조금 더 산업을 세분화해서 정렬하면, 1차금속과 같은 철강업이 1위네요. 그리고 뒤로 화학제품, 전자부품, 자동차, 비금속광물, 고무/플라스틱 산업이 전기료 사용이 많은 것을 확인할 수 있습니다.

제조업 전기료 및 비중 추이 - 80% 후반 수준을 차지



자료: 한국은행, SK증권

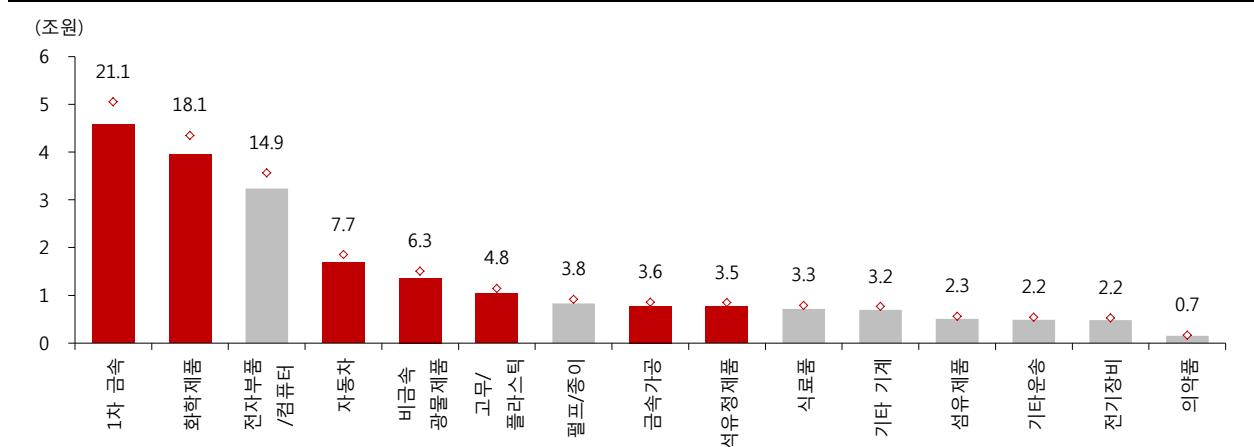
제조업 내 기술/산업 분류별 전기료 비중 - 압도적으로 높은 기초소재



자료: 한국은행, SK증권

주: 2016년 기준

제조업 내 업종별 전기료 상위 순 - 1차 금속, 화학제품, 자동차, 비금속 등이 차지



자료: 한국은행, SK증권

주: 2016년 기준



“

이익에 미치는 영향은? ① 제조원가 대비 전기료

이제 관심사는 전기료가 인상되면 어떤 산업이 부정적일까 입니다. 제조원가 대비 전기료 비중을 살펴보면 철강/비철, 석유/화학과 관련이 산업들이 전기에 대한 의존도가 높습니다.

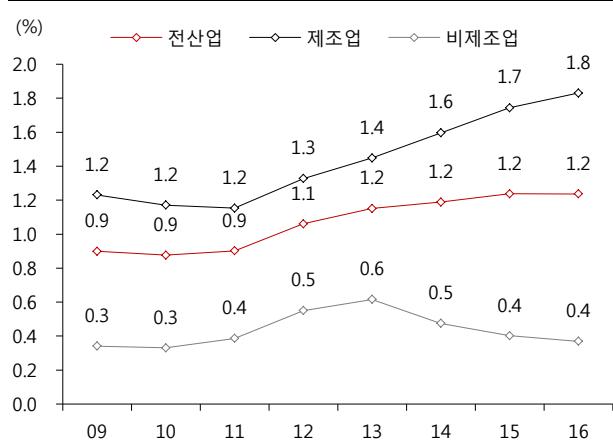
- SK 증권 자동차/철강 권순우

“

전기를 많이 사용하는 산업에 대해서는 확인했습니다. 이제부터 관심은 전기료가 인상된다면 어떤 산업이 부정적일까 입니다. 다르게 표현하면 원가부담은 누가 높을까로 표현할 수 있겠네요. 전기를 생산하는 업체가 아니라면 생산원가가 올라가는 건 자명하니까요.

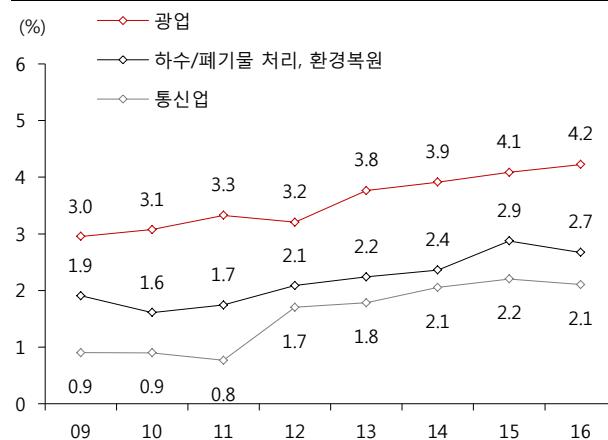
먼저 제조원가 대비 전기료의 비중을 살펴봐야 할 것 같습니다. 제조업 전체로만 보면 의외로 원가에서 차지하는 비중이 높지 않네요. 오히려 비제조업 내에서 광업 등이 차지하는 비중이 높음도 확인할 수 있습니다. 하지만 제조업 소분류로 들어가면 다른 이슈죠. 철강/비철, 석유/화학과 관련이 높은 기초소재 산업들이 전기에 대한 의존도가 높습니다. 심지어 2010년 이후로 제조원가 대비 전기료의 비중은 꾸준히 올라오고 있네요.

제조원가 대비 전기료 비중 - 전산업/제조업/비제조업



자료: 한국은행, SK 증권

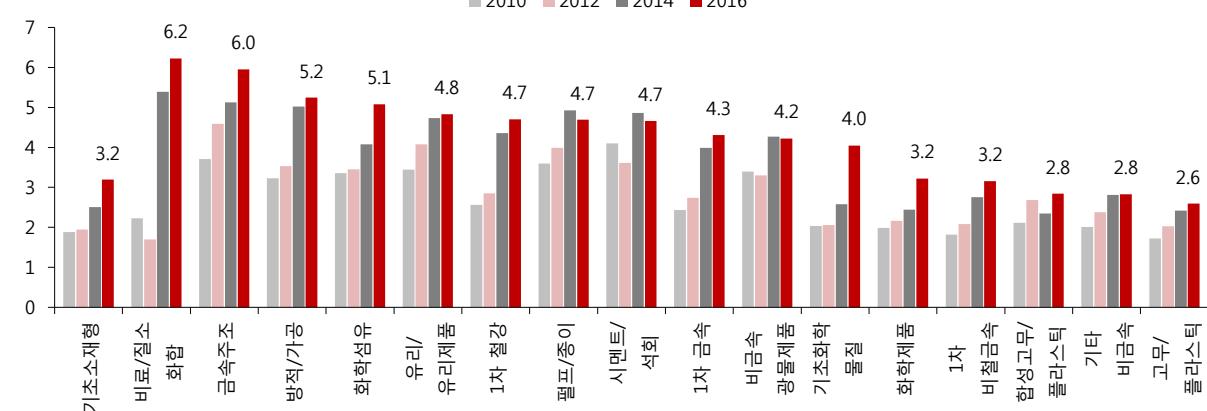
비제조업 내에도 제조업 평균보다 높은 전기료 비중을 차지하는 업종 존재



자료: 한국은행, SK 증권

제조업 내 업종별 전기료 상위 순 - 기초소재 산업의 전기 의존도가 높음. 특히 2010년 이후로 지속적으로 제조원가 내에서 비중이 상승하는 모습

(%)



자료: 한국은행, SK 증권

주: 2016년 기준



“ ”

이익에 미치는 영향은? ② 고정비 내 전기료

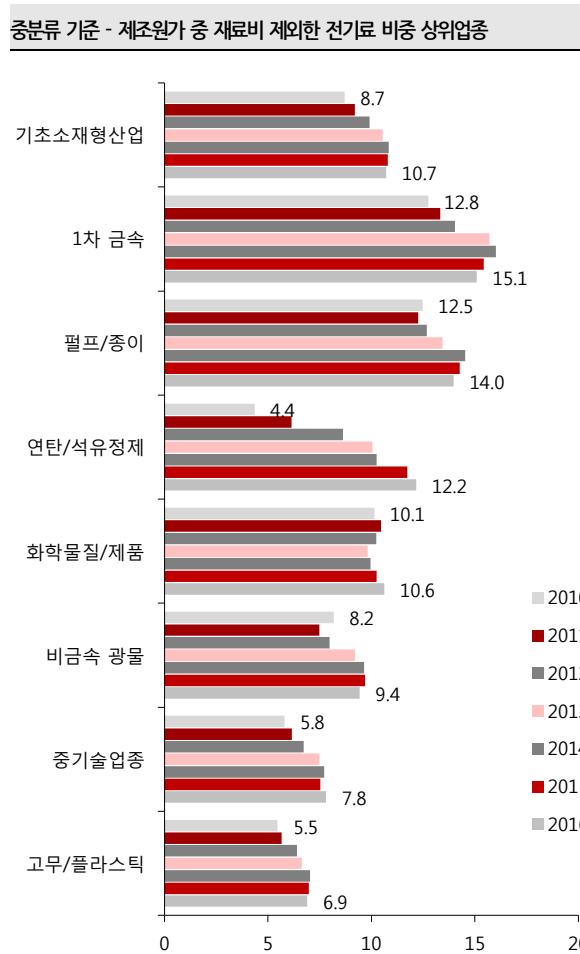
변동비 성격이 강한 재료비를 제외하고 본다면 어떨까요, 앞선 제조원가 내 전기료 비중과 유사합니다. 1차 비철금속, 1차철강, 비료/질소화합, 금속주조, 기초화학물질이 순위가 높네요

- SK증권 자동차/철강 권순우

“ ”

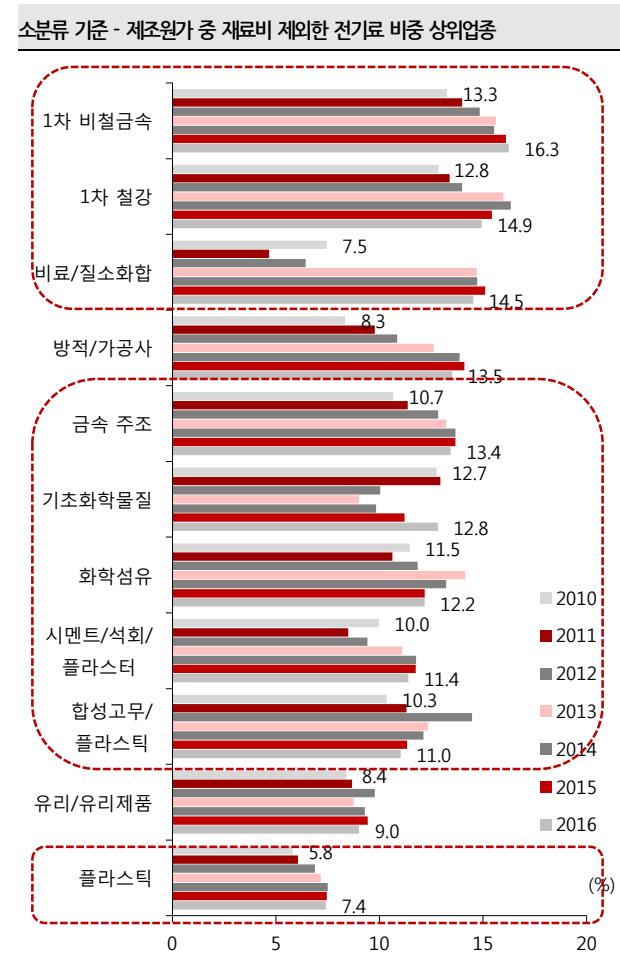
어쩌면 '제조 원가 대비 전기료 비중이 생각보다 높지 않네?' 라고 생각하실지도 모르겠습니다. 일정부분의 인상은 감내할 수 있을지도 모르죠. 하지만 재료비를 제외하고 본다면 어떨까요? 상대적으로 변동비 성격이 강한 부분을 제외하고, 고정비 내에서 원가 부담에 대해서 고민해보자는 거죠. 그렇게 되는 경우, 저희가 걱정할 수 있는 산업이 바로 나오겠죠.

앞선 제조원가 내 전기료 비중과 비교했을 때, 상위업종은 크게 바뀌지 않습니다. 다만 고정비 내에서 전기료가 차지하는 비중은 10%대 이상으로 전기료 인상은 확실히 부담이 되겠네요. 소분류로 보게 되면 1차 비철금속, 1차 철강, 비료/질소화합, 금속주조, 기초화학물질, 화학섬유, 시멘트, 합성고무, 플라스틱 등 철강/비철, 석유/화학 업종에 영향이 큽니다. 전기료 인상으로 인한 수해가 한국전력이라면 반대급부로 해당 업종은 부정적이라고 얘기할 수 있겠네요.



자료: 한국은행, SK증권

주: 2016년 기준



자료: 한국은행, SK증권

주: 2016년 기준



“

전기료 인상, 실제 영향은? ① 실적

과거 산업연관표를 기반으로 한 주요산업에 대한 원가 상승 효과 분석자료를 보면, 전기료 10%인 상시 제조업 평균원가상승은 0.25%인 반면, 철강/비철, 석유화학은 2% 이상 상승합니다

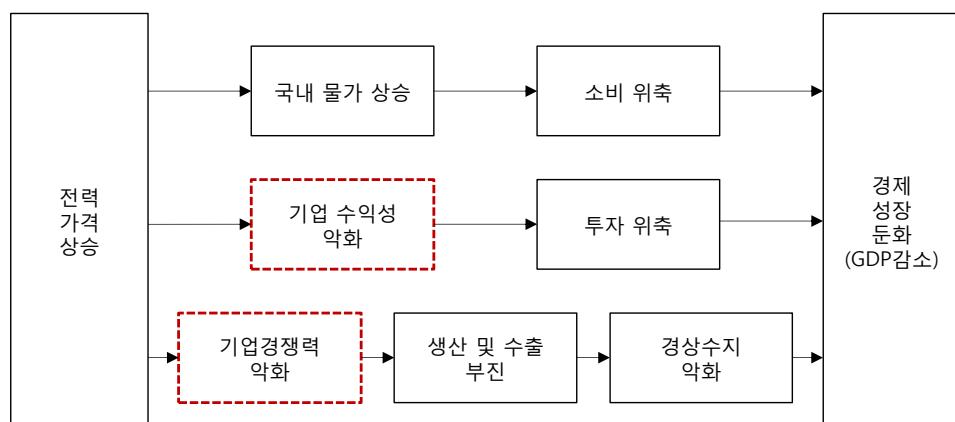
- SK증권 자동차/철강 권순우

”

전기료 인상 시 경제 전반에 미치는 여파는 아래처럼 요약될 수 있습니다. 특히 기업 입장에서는 원가 상승에 따른 수익성 악화와 가격경쟁력 상실이 가장 큰 우려요인이죠.

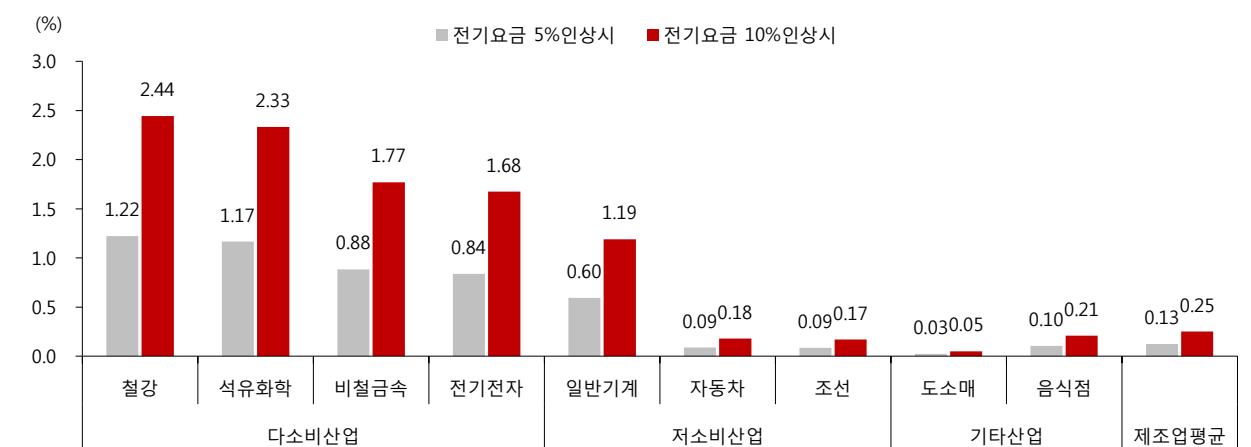
과연 원가부담은 얼마나 될까요? 과거 12년~13년 전기료 인상이 이슈가 되던 시절에 발표된 '전력가격 상승이 국내산업에 미치는 영향분석과 시사점'이라는 보고서를 참고하겠습니다. 산업연관표를 기반으로 국내 주요산업에 대한 원가상승 효과를 살펴보면 전력가격이 10% 상승할 경우, 제조업 평균 원가는 최대 제품가격*0.0025272 만큼 상승할 것으로 분석됩니다. 산업별로는 제조업 중에서 철강, 석유화학, 비철금속, 전기전자 등의 순으로 원가상승 효과가 크구요. 만약 제품가격에 전기가 불가할 경우, 철강을 예로 들면 전기요금 10% 인상 시 매출원가율은 2.44%p 증가합니다. 다시 말해 영업이익률이 2.44%p 감소하겠죠. 환경변화에 따라 과거와 동일하지는 않겠지만, 전기료 인상이 수익성에 부정적인 영향을 주는 요인임은 분명합니다.

전기료 인상 시 미치는 여파 - 기업 입장에서는 원가상승에 따른 수익성 악화와 가격경쟁력 상실이 가장 큰 우려



자료: KDB 산업은행, SK증권 재인용

전기요금 인상에 따른 산업별 제조가격 상승 예상치 - 철강/비철, 석유화학이 가장 민감하게 반응



자료: KDB 산업은행, SK증권 재인용

주: 제조원가 상승효과는 한국은행 산업연관표(2011년)를 이용

“

전기료 인상, 실제 영향은? ② 주가

실제로 09년 이후 전기료 가격 인상시, 1)한국전력의 상승, 2)철강/비철, 화학/에너지, 태양광의 하락이 진행되었습니다. 실적에 대한 기대와 우려가 주가로 반영된 모습이네요

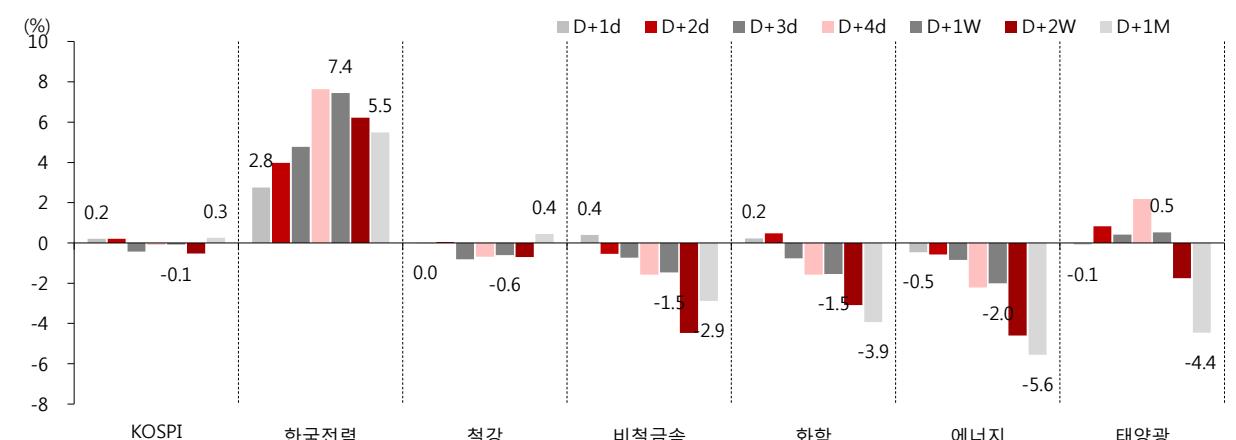
- SK 증권 자동차/철강 권순우

”

앞서 실제로 전기료가 영향을 미치는 산업과 수익성에 대한 영향을 확인했습니다. 그렇다면 이제는 당시의 주가도 확인할 필요가 있습니다. 09년 이후 있었던 전기료 가격인상으로 인한 한국전력의 실적개선 기대감과 원가 상승에 따른 실적 우려가 주가에 반영되었는지 말이죠.

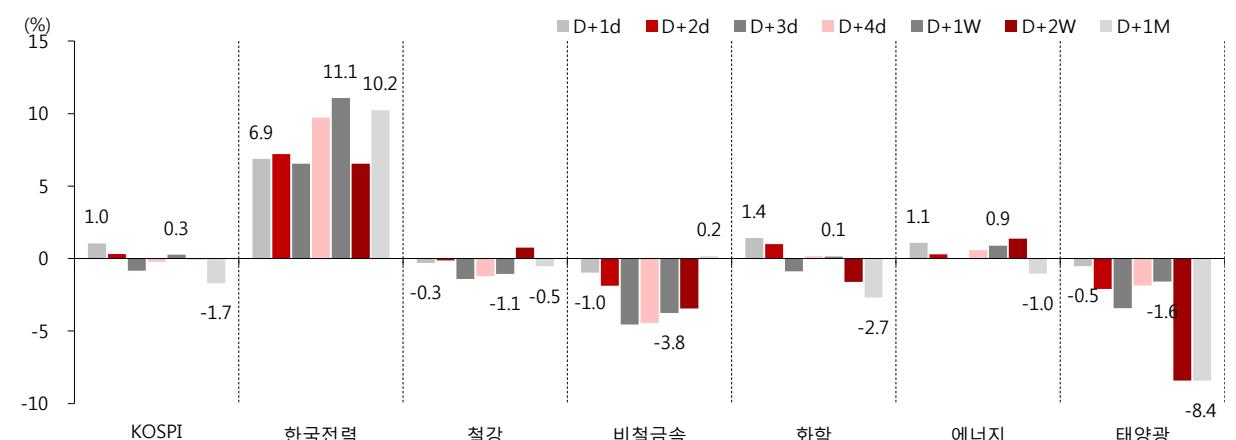
일반적인 경우에는 1)한국전력의 상승, 2)철강/비철, 화학/에너지, 태양광의 하락이 실제로 진행되었습니다. 평균적으로 인상 발표 이후 1주일간 한국전력은 7.4% 상승한 반면, 다른 섹터들은 하락했습니다. 1달이 지나면 하락폭은 철강을 제외하면 확대되었습니다. 예상과 조금 다른 부분은 철강보다는 다른 섹터의 하락이 더 크다는 점이었겠네요.

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 평균 - 1)한국전력의 상승, 2)철강/비철, 화학/에너지, 태양광의 하락



자료: Quantwise, SK 증권

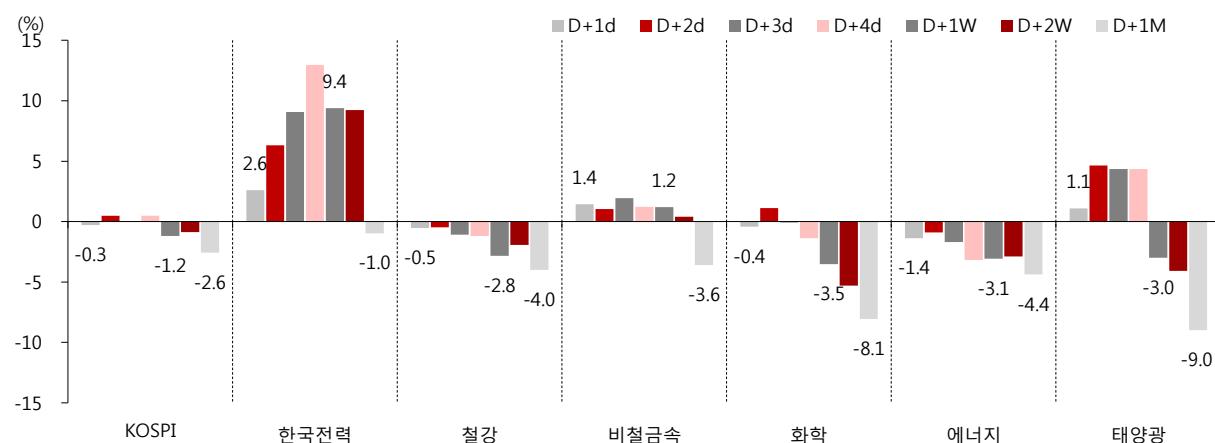
과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2013년 11월 기준



자료: Quantwise, SK 증권

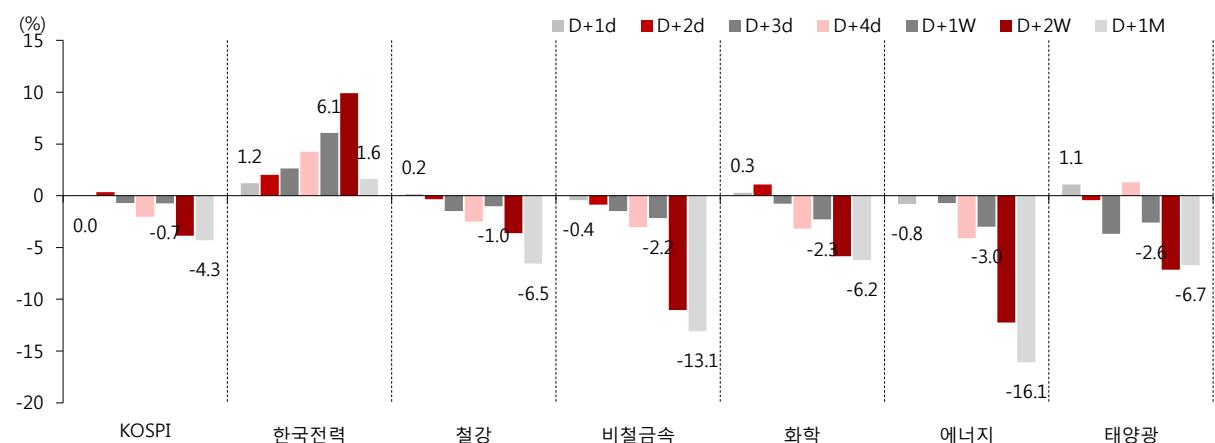


과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2013년 1월 기준



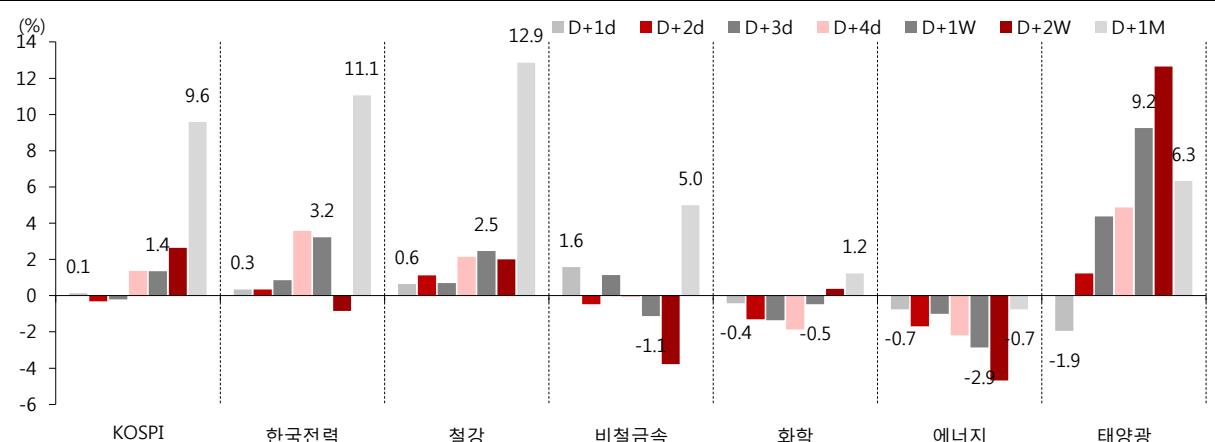
자료: Quantwise, SK 증권

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2011년 12월 기준



자료: Quantwise, SK 증권

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2009년 6월 기준



자료: Quantwise, SK 증권

66

물론 주가의 흐름이 반대로 갔던 경우도 있었습니다. 이번 인상에서도 참고할만한 부분이죠. 인상폭에 대한 과한 기대감은 금물입니다

- SK증권 자동차/철강 권순우

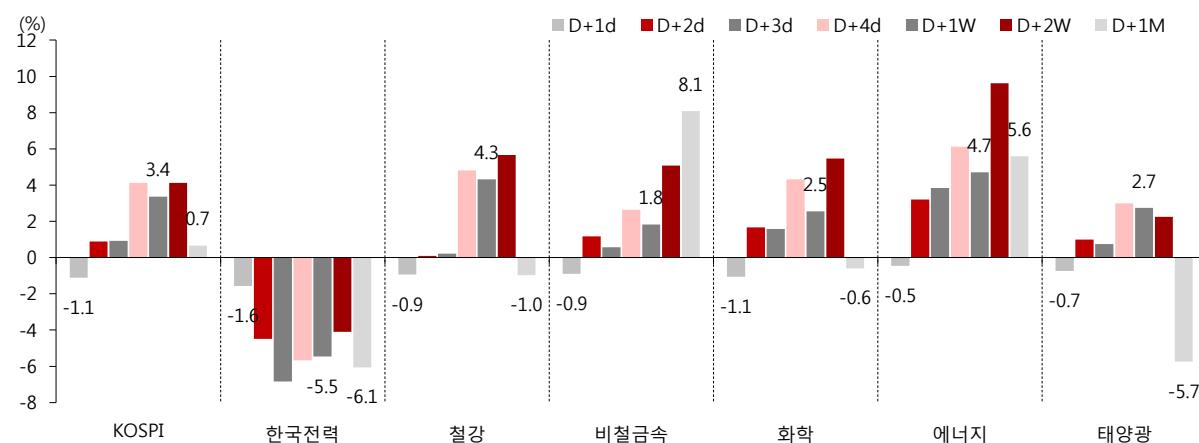
‘ ’

물론 주가의 흐름이 반대로 갔던 경우도 있었습니다. 이번 인상에서도 참고할만한 부분이죠. 먼저 인상폭에 대한 과한 기대감을 꼽을 수 있습니다. 과거 12년 8월과 11년 8월 인상시기가 대표적이죠.

2012년 8월의 인상 전후를 살펴보면, 한국전력은 처음 13%를 요구했고, 그 이후로 10.5%의 인상을 요청했습니다. 시간이 지나며 언론 등에서는 7%까지 요구폭을 낮추었지만, 결국 평균 4% 인상으로 결론이 났었죠. 결국 실적개선에 대한 기대감은 실망감으로 이어지며 한국전력의 주가는 하락했고, 우려감으로 인해 부진했던 섹터는 반등하였습니다.

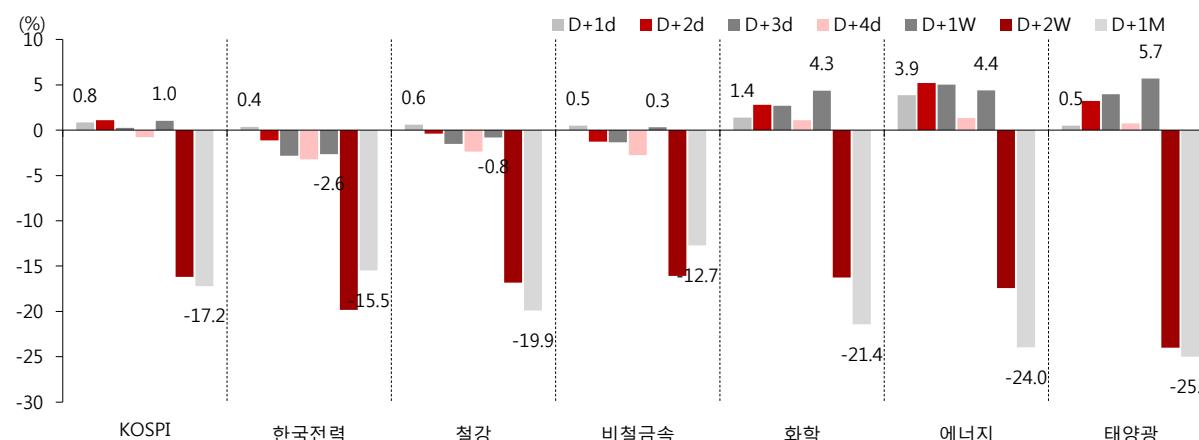
11년 8월의 경우도 유사합니다. 한전은 10% 인상을 요구했지만, 최종적으로 평균 4.5%로 발표되었죠. 이후 미국 신용등급 강등이라는 외생변수로 인해서 시장이 하락하였다는 점도 예상과 다른 주가흐름의 요인인 것 같네요.

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2012년 8월 기준. 한전 13%, 이후 10.5% 인상요청, 추후 7%로 논의되었으나 최종 평균 4% 인상으로 발표



자료: Quantwise, SK증권

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2011년 8월 기준. 언론은 10% 인상 고민, 실질적으로 평균 4.5% 인상, 이후 미국 신용등급 강등 이후 발생



자료: Quantwise, SK증권



“

외생변수로 다른 흐름을 보였던 경우도 한 차례 있었습니다. 원자재 가격상승으로 한전의 원가부담이 더욱 올라가버린 경우죠. 하지만 이번 인상에 적용되기는 다소 어렵겠네요

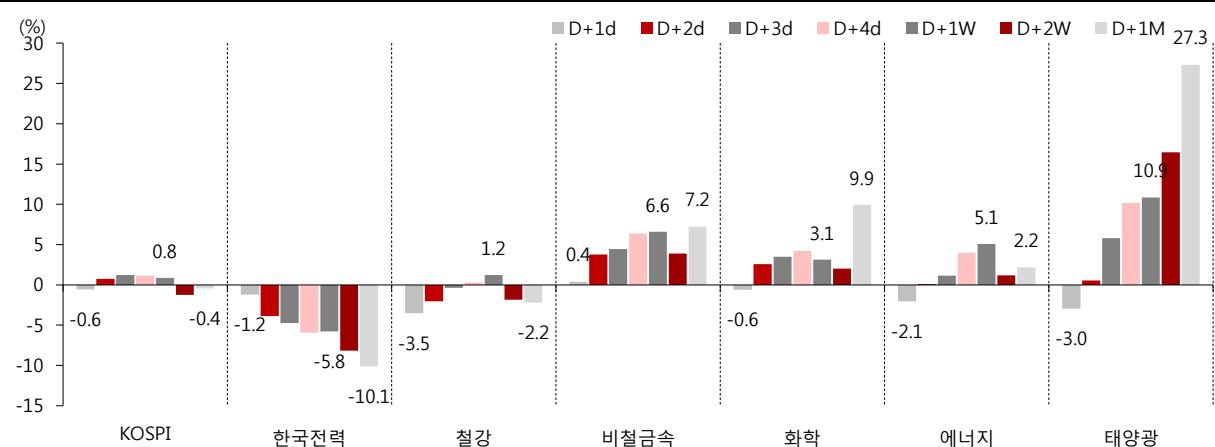
- SK 증권 자동차/철강 권순우

”

외생변수로 다른 흐름을 보였던 경우도 한 차례 있었습니다. 전기료 인상으로 타석터의 원가가 높아지는 것이 통상적이지만, 원자재 가격상승으로 한전의 원가부담이 더욱 올라가버린 경우가 바로 그럴죠.

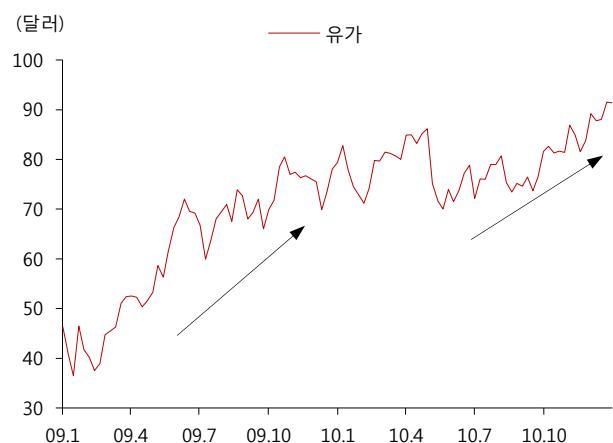
과거 2010년 8월 인상 시점이 그려했습니다. 당시 판매단가가 낮은 상황에서 폭염 영향으로 전력판매량은 큰 폭으로 증가했습니다. 반면에 2009년 위기 이후 유가를 비롯한 주요 원자재의 상승으로 원가에 대한 부담은 높았구요. 전력이 부족함에 따라 발전단가가 높은 LNG의 비중이 확대되었습니다. 자연스럽게 수익성에 대한 우려가 커질 수 밖에 없었죠. 09년 가격인상으로 인해 높아졌던 추정치는 매출액 전망치 상향에도 불구하고, 인상 시점 전후로 급격하게 하락한 것을 확인할 수 있습니다. 물론 예상보다 낮았던 인상폭과 함께 단기상승요인이었던 연료비연동제 도입도 주가에 부정적으로 작용하기도 했습니다. 하지만 해당 경우는 원자재 환경을 생각했을 때, 금번 인상시점에 적용되기는 다소 어렵겠네요

과거 전기료 인상 발표 이후 주가 추이 - 2010년 8월 기준. 한국전력의 원가부담으로 인해 다른 주가 흐름



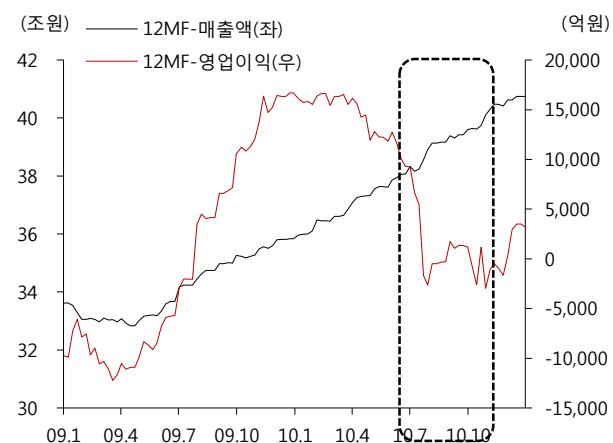
자료: Quantwise, SK 증권

09년 이후 원자재 가격의 상승으로 가격인상에도 불구하고, 원가부담은 계속



자료: Bloomberg, SK 증권

전기료인상시점 전후로 수익성에 대한 우려 확대. 주가에 부정적으로 작용



자료: Quantwise, SK 증권



참고 1) 제조원가 내 전기료 비중

업종	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
전산업 전기료 금액(억원)					150,330	173,230	212,361	231,385	244,403	248,249	247,891
A01 농업					1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
A03 어업	0.4	5.0	0.9	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.5
B 광업	2.7	2.4	2.7	2.8	3.1	3.3	3.2	3.8	3.9	4.1	4.2
C 제조업	1.6	1.7	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8
C10 식료품					1.0	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
C11 음료					1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	2.0	1.4
C13 섬유제품(의복제외)	2.8	2.6	3.0	2.7	1.9	1.8	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4
C16 목재 및 나무제품(가구 제외)	1.3	1.6	1.6	1.7	1.4	1.8	1.8	2.0	2.3	2.2	2.2
C17 펄프, 종이 및 종이제품	4.5	4.5	4.0	4.3	3.6	3.5	4.0	4.4	4.9	4.8	4.7
C19 코크스, 연탄 및 석유정제제품			1.4	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	0.9	1.3
C20 화학물질 및 화학제품(의약품 제외)			2.7	1.5	2.0	1.9	2.2	2.1	2.4	2.9	3.2
C201 기초화학물질	2.5	4.0			2.0	2.1	2.1	1.9	2.6	3.2	4.0
C202 비료 및 질소화합물	2.6	4.9			2.2	1.3	1.7	4.8	5.4	6.2	6.2
C203 합성고무 및 플라스틱 물질	1.8	3.7	4.2	1.0	2.1	2.0	2.7	2.5	2.3	2.8	2.8
C205 화학섬유	2.2	3.9	3.1	2.6	3.4	2.9	3.5	3.8	4.1	4.8	5.1
C21 의료용 물질 및 의약품					0.9	1.0	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
C22 고무제품 및 플라스틱제품	2.2	2.0	1.9	1.6	1.7	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6
C23 비금속 광물제품	4.5	4.4	4.7	3.0	3.4	3.0	3.3	3.9	4.3	4.3	4.2
C231 유리 및 유리제품	3.6	4.7	4.9	2.0	3.4	3.4	4.1	4.2	4.7	5.0	4.8
C233 시멘트, 석회, 플라스터 및 그 제품	10.5	9.9	5.2	3.5	4.1	3.4	3.6	4.5	4.9	4.8	4.7
C24 1차 금속	2.8	2.5	3.2	2.4	2.4	2.3	2.7	3.6	4.0	4.3	4.3
C241 1차 철강	2.6	2.6	3.4	2.4	2.6	2.4	2.9	3.8	4.4	4.7	4.7
C242 1차 비철금속	3.1	1.7	2.6	2.1	1.8	1.7	2.1	2.6	2.8	3.1	3.2
C243 금속 주조업	5.2	7.1	3.7	4.0	3.7	3.8	4.6	4.9	5.1	5.5	6.0
C25 금속가공제품(기계 및 가구 제외)					1.1	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
C26 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비					0.8	0.8	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7
C30 자동차 및 트레일러	0.8	0.7			0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
비제조업					0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
D35 전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	0.2	0.1			0.5	0.4	1.8	2.0	1.7	1.5	1.4
F 건설업	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
E 하수 · 폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업					1.6	1.7	2.1	2.2	2.4	2.9	2.7
G 도매 및 소매업					0.3	1.1	0.3	0.8	0.9	0.5	0.7
H 운수업					0.8	0.8	0.8	0.9	0.2	0.3	0.2
첨단기술업종					0.8	0.8	1.1	1.0	1.2	1.5	1.6
고기술업종					1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
증기술업종					1.5	1.4	1.5	1.9	2.1	2.3	2.6
저기술업종					1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
기초소재형산업					1.9	1.7	1.9	2.2	2.5	3.0	3.2
조립가공형산업					0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
생활관련형산업					0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

자료: 한국은행, SK 증권

주: 2010년 이전 미기입은 시기에 따른 업종분류 방식의 변경에 기인, 전산업은 전기료 금액으로 단위는 억원



참고 2) 재료비를 제외한 제조원가 내 전기료 비중

업종	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
전신업 전기료 금액(억원)					150,330	173,230	212,361	231,385	244,403	248,249	247,891
A01 농업					3.2	3	3.1	3.5	3.6	4	3.9
A03 어업	0.6	5.9	1.2	1.8	1.1	1.3	1.4	1.7	2.1	2.3	2.2
B 광업	4.8	2.9	3.4	3.4	3.8	4.1	4.4	4.6	4.7	4.9	5.2
C 제조업	4.7	5.0	5.3	4.1	4.2	4.4	4.8	4.9	5.1	5.1	5.2
C10 식료품					4.8	5.2	5.6	5.9	5.6	5.4	5
C11 음료					3.8	4.2	4	4.2	4.8	5.4	3.8
C13 섬유제품(의복제외)	6.3	6.3	6.6	6.5	5.1	5.2	5.5	5.8	6	6.1	6
C16 목재 및 나무제품(가구 제외)	4.7	5.3	6.2	4.9	4.8	6	6	6.5	6.9	6.4	6.7
C17 펄프, 종이 및 종이제품	14.3	14.6	11.9	11.3	12.5	12.3	12.7	13.4	14.5	14.3	14
C19 코크스, 연탄 및 석유정제품			13.8	7.3	4.4	6.1	8.6	10.1	10.2	11.7	12.2
C20 화학물질 및 화학제품(의약품 제외)			8.9	6.4	10.1	10.5	10.2	9.8	9.9	10.2	10.6
C201 기초화학물질	8.1	11.6			12.7	12.9	10	9	9.8	11.2	12.8
C202 비료 및 질소화합물	10.8	13.7			7.5	4.7	6.4	14.7	14.7	15.1	14.5
C203 합성고무 및 플라스틱 물질	5.4	10.8	12.8	3.9	10.3	11.3	14.5	12.3	12.1	11.3	11
C205 화학섬유	5.4	9.7	7.2	11.3	11.5	10.6	11.8	14.1	13.2	12.2	12.2
C21 의료용 물질 및 의약품					2.6	2.7	3	3	3.2	3.2	3.2
C22 고무제품 및 플라스틱제품	5.4	5.5	4.7	3.9	5.5	5.7	6.4	6.6	7	7	6.9
C23 비금속 광물제품	9.1	9.5	9.6	6.5	8.2	7.5	8	9.2	9.6	9.7	9.4
C231 유리 및 유리제품	5.7	7.5	9.3	3.7	8.4	8.7	9.8	8.8	9.3	9.4	9
C233 시멘트, 석회, 플라스터 및 그 제품	20.6	17.1	11.3	8.4	10	8.5	9.4	11.1	11.8	11.7	11.4
C24 1차 금속	8.3	8.2	11.5	10.3	12.8	13.3	14.0	15.7	16	15.4	15.1
C241 1차 철강	7.2	7.8	11.5	10.3	12.8	13.4	14	16	16.3	15.4	14.9
C242 1차 비철금속	12.8	8.7	12.8	10.5	13.3	14	14.8	15.6	15.5	16.1	16.3
C243 금속 주조업	11.8	12.2	8.1	10.1	10.7	11.4	12.8	13.2	13.7	13.7	13.4
C25 금속가공제품(기계 및 가구 제외)					3	3.1	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9
C26 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비					2.1	2.2	2.9	2.6	2.7	3.2	3.3
C30 자동차 및 트레일러	2.9	2.5			2.6	2.7	2.7	3.1	3.2	3.2	3.1
비제조업					0.5	0.6	0.9	1	0.7	0.6	0.5
D35 전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	0.3	0.2			2.1	1.8	7.5	8.9	6.6	3.9	3.1
F 건설업	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
E 하수·폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업					4.2	5	5.5	5.5	5.2	5.3	4.7
G 도매 및 소매업					0.6	2.0	0.6	1.7	1.8	0.9	1.4
H 운수업					1	1.1	1	1.2	0.3	0.3	0.3
첨단기술업종					2.1	2.2	2.8	2.6	2.6	3.2	3.2
고기술업종					4.2	4.3	4.7	4.7	4.8	4.9	5
중기술업종					5.8	6.2	6.7	7.5	7.7	7.5	7.8
저기술업종					4.1	4.3	4.6	4.7	4.8	4.1	4.5
기초소재형산업					8.7	9.2	9.9	10.5	10.8	10.8	10.7
조립가공형산업					2.1	2.2	2.6	2.6	2.7	2.9	2.9
생활관련형산업					2.4	2.6	2.9	2.9	2.9	2.3	2.7

자료: 한국은행, SK 증권

주: 2010년 이전 미기입은 시기에 따른 업종분류 방식의 변경에 기인, 전신업은 전기료 금액으로 단위는 억원



“

지난 8/2 부동산 대책 이후 거래량의 냉각은 이미 나타나고 있는 모습입니다. 입주 물량은 사상 최고치를 경신했지만, 어려운 시장 환경 속에 분양 공급은 자연스럽게 줄어들 것으로 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련

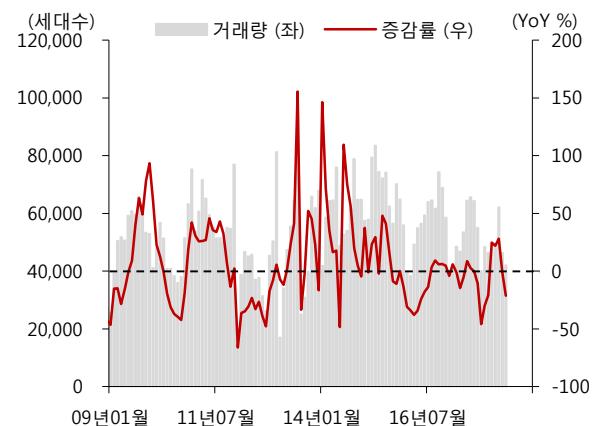
”

ISSUE ② 규제 앞에 얼어붙는 부동산 시장

지방선거 결과 더민주 소속 의원들의 대거 당선으로 대통령의 정책 파워가 더욱 강해질 것으로 보입니다. 현 정부의 메인 정책 중 빼놓을 수 없는 부분이 바로 부동산 규제인데요, 사실상 융단폭격과 같은 규제라고 비유되는 지난해 8/2 부동산 대책 이후로 주택 시장의 냉각이 나타나고 있는 상황입니다. 주택 거래량은 연초 입주 물량의 증가로 이사 시즌이 물리면서 반짝 회복했을 뿐, 사실상 하락세에 접어든지 오래입니다. 어려운 부동산 환경에도 대형 건설사의 도시정비사업은 지속되고 있는 모습이지만, 강남 3 구의 경우 강화된 규제로 인해 사업 진행이 녹록지 않은 듯 합니다.

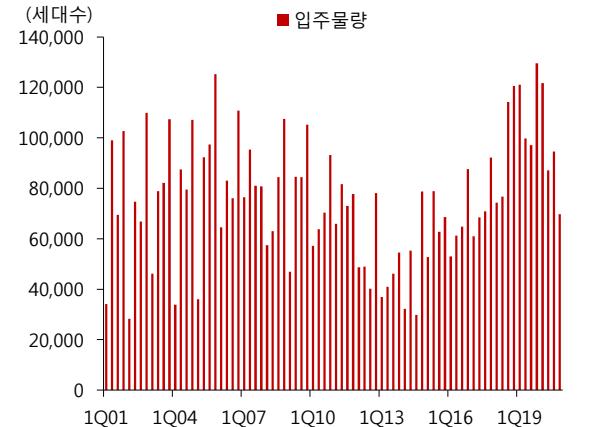
따라서 올 해는 사상 최대의 입주 물량을 앞두고 있지만, 이에 따라 공급의 감소 역시 불가피 할 것으로 보입니다. 위축된 부동산 시장 앞에 이미 2 년 전 주택 공급으로 돈을 번 건설사들 역시도 다소 보수적으로 분양 공급에 나서는 모습입니다.

이미 하락세로 전환한지 오래인 매매거래량



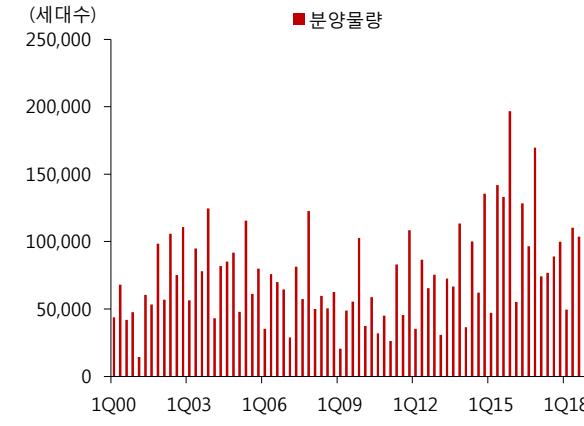
자료: 국토교통부, SK 증권

입주 물량, 2018년 사상 최대치



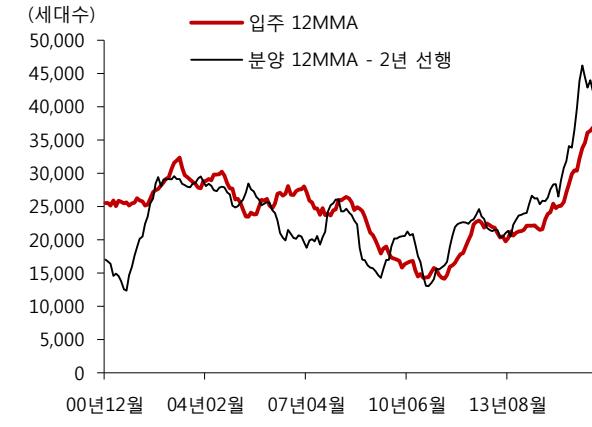
자료: REPS, SK 증권

대형 건설사의 도시정비사업 물량에도 불구하고, 전체 분양 공급 감소 불가피



자료: REPS, SK 증권

분양~입주, 2년 래깅을 감안하면 공급 감소 불가피



자료: REPS, SK 증권



“

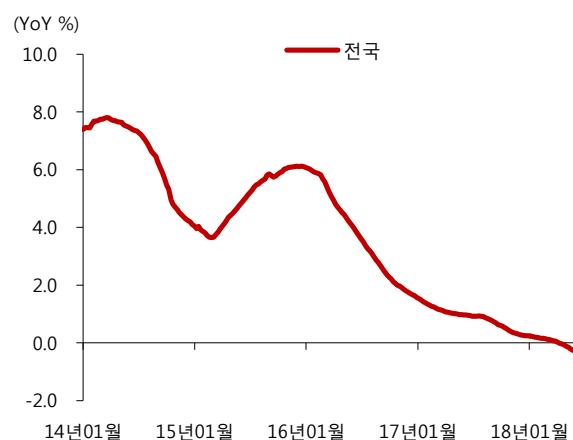
전국 매매 가격 지수가 꺾이지 않은 이유는 강남 3구가 이미 냉각된 지방 부동산 가격을 방어하고 있기 때문으로 보입니다. 하지만 재건축 규제 앞에서 상승률의 둔화가 빠르게 나타나고 있어, 마냥 웃을 수 있는 상황은 아닌 것 같네요

- SK 증권 건설/건자재 김세련

“

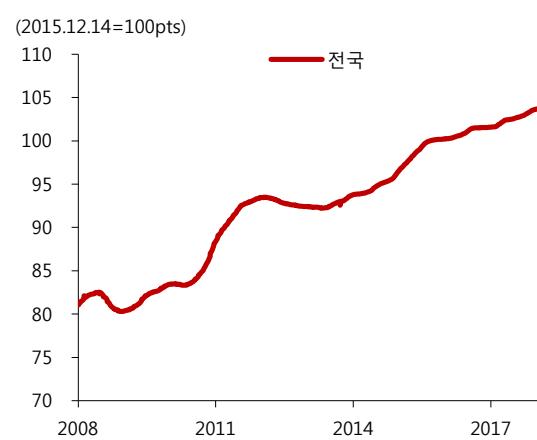
물론 전국 매매가격지수가 하락 전환을 한 것은 아직 아닙니다. 여러 규제 속에서도 강남 3 구의 주택 가격이 견조하게 버텨주면서, 이미 한 풀 꺾인 지방 부동산 가격 하락분을 방어하고 있네요. 하지만 상승률 둔화가 빠르게 나타나는 모습에는 주목할 필요가 있어 보입니다. 서초의 경우 상승률 둔화가 가장 빨리 나타나고 있습니다. 강남 3 구의 재건축 규제들이 시작되면서 조합원들의 부담이 높아지고, 재건축 초과이익 환수가 시작되면서 점차 정비 사업도 활기를 잃을 것으로 보입니다. 급격하게 가격이 상승했던 투기 지역 이니만큼, 가격 상승률의 둔화는 머지않아 하락 전환이 임박했음을 예상케 합니다. 또한 매매 가격의 선행 지표로 해석되는 전세가격지수의 경우 결국 지난월에 전년 동기 대비 감소하는 워닝 시그널을 보여주고 있습니다. 한국 은행에서 발표한 보고서에 따르면, 전세 임대인 중 전세 가격이 10% 하락 할 경우 신용대출로 임차인에게 전세금을 돌려주어야 하는 가구가 20 만세대에 이른다고 합니다. 마냥 웃을 수 있는 상황은 아닌 것 같네요.

6월 3주차부터 전세가격지수 전년동기대비 하락 전환



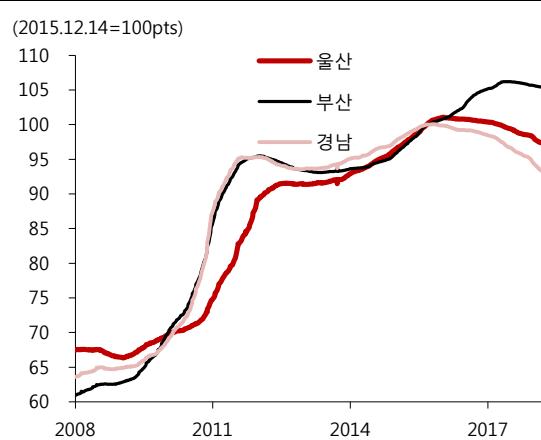
자료: KB 부동산, SK 증권

아직 꺾이지 않은 전국 매매 가격 지수



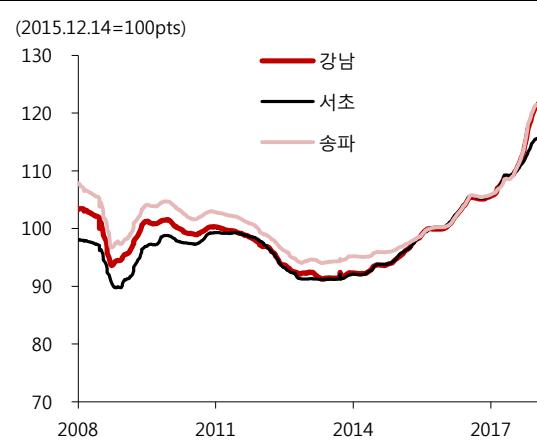
자료: KB 부동산, SK 증권

일부 지방의 두드러지는 가격 하락세



자료: KB 부동산, SK 증권

서울, 수도권 강세가 전국 가격 낙폭을 지지한 셈



자료: KB 부동산, SK 증권



66

악성 미분양 물량인 준공 후 미분양의 경우 5 개월 연속적으로 상승세를 보여주며 불안한 시장 환경을 대변하고 있습니다. 서울 수도권은 크게 오르지 않은 것을 보면, 역사나 지방 부동산 경기가 썩 좋지 않다는 뜻이겠지요?

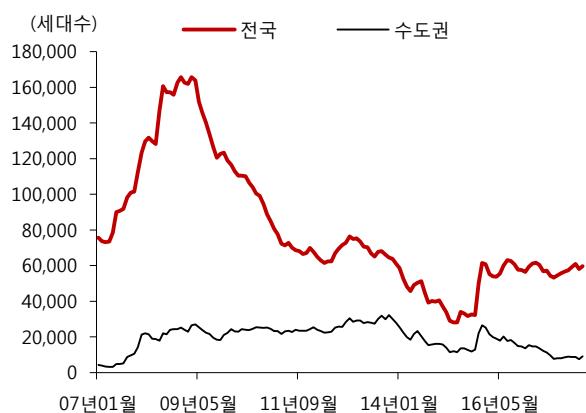
- SK 증권 건설/건자재 김세련

“

미분양은 어떨까요? 미분양이라는 단어 자체가 자극적이기 때문에 언론에서 쉽게 부동산 경기를 예측함에 있어 이를 다루지만, 사실상 우리 나라는 선분양제로 집을 팔고 있기 때문에 단순히 분양 공급이 늘면 미분양이 늘기도 합니다. 따라서 단순 미분양이 아닌 '준공 후 미분양'에 주목해야 할 필요가 있습니다. 다 지었는데도 팔지 못한 악성 미분양이죠. 지난해 까지는 2015~2016년 공급했던 아파트를 한창 공사하던 중이었으니 준공 후 미분양 데이터를 볼 필요가 없었으나, 올 한 해 입주 공급이 사상 최대치에 이르다 보니 드디어 이를 확인할 의미가 생긴 셈이죠.

전국 미분양 절대 규모는 2014년 수준인 6만 세대에서 꾸준히 유지되고 있습니다. 그 중 서울 수도권의 준공 후 미분양은 낮은 레벨이 지속되고 있는 상황입니다. 그런데, 전국 기준으로 확인해보면 상황이 좋지 않습니다. 전체 미분양에서 준공 후 미분양이 차지하는 비중이 5개월 연속적으로 증가하는 모습인데요. 지방 경기 위축에 따라 전국적으로 미분양이 조금씩 증가하고 있는 것으로 추정됩니다.

전국 미분양, 2014년 수준으로 유지되는 중



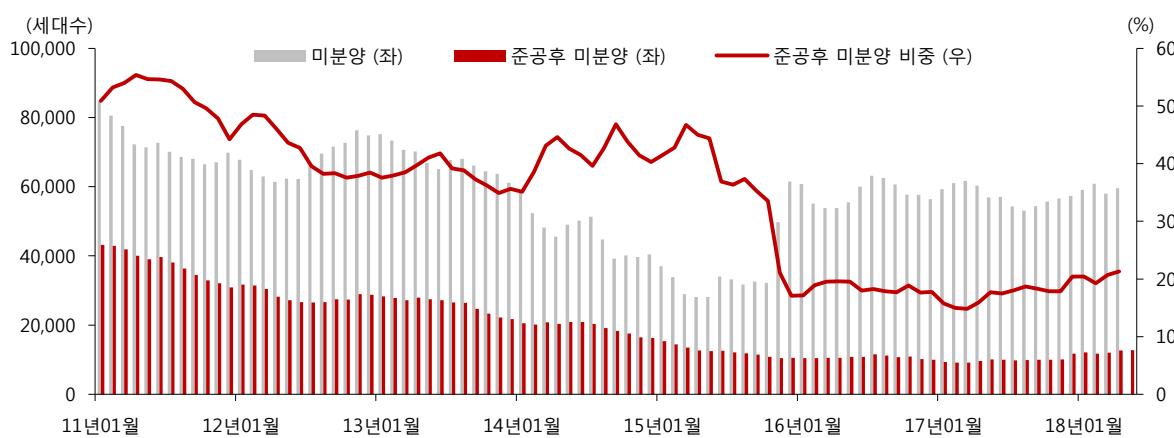
자료: 국토교통부, SK 증권

준공 후 미분양: 서울, 수도권은 아직까지 다소 견조한 상황



자료: 국토교통부, SK 증권

미분양, 준공 후 미분양 추이: 준공 후 미분양의 5개월 연속적 증가



자료: 국토교통부, SK 증권



“

가격과 거래량 증가율을 하나로 그려보면, 부동산의 사이클이 좀 더 뚜렷하게 보입니다. 우리나라 부동산 시장은 위축 국면으로의 진입이 임박한 것으로 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세현

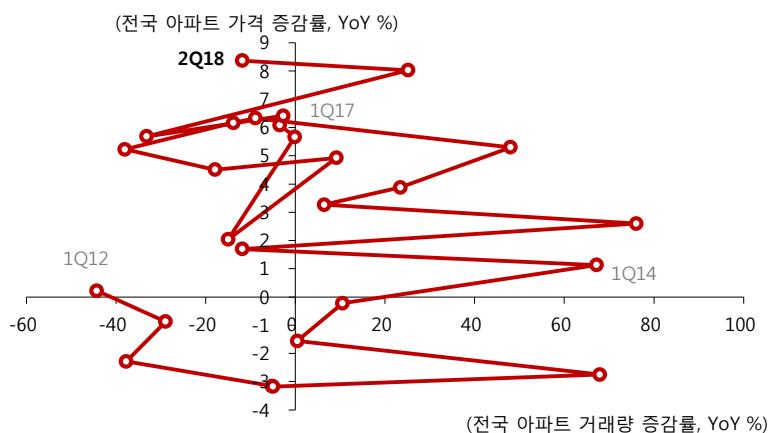
“

재고순환변동지표를 벤치마크 하여 부동산 가격, 거래량의 증가율을 함께 그려보면 부동산의 사이클이 좀 더 외닿습니다. 아래 가격~거래량 Matrix에서 좌우 증감은 거래량의 증감, 상하 증감은 가격의 증감인데요. 거래량의 경우는 계절적 요인이나 정책 효과에 따라 변동이 크고, 가격은 부동산이 실물 자산이다보니 움직이는 폭이 크지는 않습니다. 아래 그림에서 보시는 것처럼 우리나라 부동산 시장은 역시계 방향으로 순환하며 다소 사이클이 뚜렷한 시장입니다. 2014년부터 공격적인 정책 발표와 금리 인하, 대출 규제 완화로 2015~2016년 부동산 호조기에는 가격의 상승, 거래량의 상승이 함께 나타나는 것을 알 수 있습니다.

그렇다면 최근은 어떨까요? 거래량의 경우는 하락 전환한지 오래기 때문에 이미 왼쪽 방향으로 쏠려있습니다. 이에 반해 이상하리만큼 가격은 문재인 정부가 들어서면서 상승률이 둔화되는 듯 하더니, 이제는 사상 최고 증가율까지 도달한 상황이네요.

앞서 말씀드렸듯이 지방 부동산 경기는 이미 다운 사이클에 접어들었고, 전국 가격 데이터를 지지하는 것은 투기 자금이 몰려있는 강남 3구인 상황입니다. 강남 3구의 단기 가격 급등은 부동산 규제를 앞두고 가격 조정이 불가피할 것으로 예상됨에 따라, 전국 부동산 시장은 높은 확률로 거래량 증가율도マイ너스, 가격 증가율도マイ너스인 3사분면에 조만간 진입할 것으로 보입니다. 위축 국면이 임박했습니다.

가격, 거래량 증가율 Matrix: 3사분면으로 이동할 가능성이 높은 상황



자료: 국토교통부, REPS, SK 증권

주: 2Q18 거래량의 경우 4, 5월 2개월에 대해서만 반영



“

정부의 마지막 카드인 보유세 증세 개편안 네가지가 발표되었는데, 생각보다 규제 강도가 높지는 않아 건설주 주가는 큰 반응이 없었습니다. 하지만 다주택자 누진 등을 고려할 때 부동산 시장에 미치는 영향은 상당히 부정적일 것으로 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련

”

이미 여러 공급 및 대출 규제로 인해 시장이 위축된 가운데, 정부는 보유세 개편안이라는 마지막 규제 카드를 사용하려고 하고 있습니다. 우리나라 보유세는 크게 재산세, 종합부동산세 두 가지로 나뉘는데, 6월말 종합부동산세 개편안 네가지에 대해 재정특위가 공표한 바 있죠. 개편안 네가지에 대해서는 7월 중 한 가지로 논의의 후 공표되고, 만약 개편안에 입법 절차가 필요할 경우는 9월 경기 국회를 통해 입법을 거쳐 내년부터 시행이 됩니다.

개편안 네가지는 1) 과표 기준이 되는 공정시장가액 비율 연간 10%p 인상, 2) 6억원 초과 주택 구간별 세율의 차등적 인상 (0.05~0.5%p), 3) 공정시장가액 비율, 세율 차등 인상 동시 적용, 4) 1주택자는 공정시장가액비율만 인상, 다주택자는 공정가액비율, 세율 모두 인상하는 방안입니다.

어떻게 보면 보유세 규제의 강도 자체는 높지 않습니다. 1주택자 기준 시나리오별 유효 세율은 현행 기준 0.2~0.3% 수준에서 0.3~0.4%로 0.1%p 남짓 증가하는 효과에 그쳐, 선진국 유효세율이 1%에 가까운 것을 감안하면 예상한 수준 대비 규제 강도는 다소 낮은 편으로 판단됩니다. 쉽게 말해 20억원짜리 집을 가지고 있는 사람은 연간 500만원의 보유세에서 200만원을 추가로 더 내야하는 것이지요. 따라서 생각보다는 규제 강도가 높지 않아 건설주 주가는 크게 반응하지 않았습니다. 물론, 개편안 3, 4와 같이 공정시장가액 비율 인상과 동시에 세율 차등적 인상 및 다주택자 누진세율이 적용될 경우, 다주택자 세금 부담이 크게 증가하게 된다는 점을 보면 부동산 시장에 부정적 효과를 가져온다는 것은 자명한 사실이겠지요.

재정특위, 보유세 개편안 4 가지 방안 발표

시행령 개정만으로 가능	세법 변경 필요	세법 변경 필요	세법 변경 필요
개편안 1) 공정시장가액 비율 인상	개편안 2) 세율의 차등적 인상	개편안 3) 1) + 2) 모두 적용	개편안 4) 1주택자/다주택자 차등과세
과표 기준이 되는 공정시장가액 비율 현재 80% → 2020년 90% → 2021년 100%	구간을 4개로 편성, 현행 세율에 0.05~0.5%p까지 추가 인상 -6~12억원 -12~50억원 -50~94억원 -94억원 초과	공정시장가액 비율 연 2~10%p 단계적 인상 + 개편안 2) 동시 적용	1주택자: 공정시장가액비율만 5%p 인상 다주택자: 공정시장가액비율 5%p 인상 + 개편안 2)의 구간 세율 (0.05~0.5%p) 차등 인상
90% 비율 적용시 연 1,949억원 세수 증가	연 461억원 세수 증가	공정시장가액비율 인상 폭에 따라 5,711~9,650억원 세수 증가 (공정가액 2%p 인상시) 10~30억원 1주택자 → 최대 5.3% 세금 증가	(공정가액 5%p 인상시) 6,783~1조 866억원 세수 증가
10~30억원 1주택자 → 18% 세금 증가 10~30억원 다주택자 → 12.5~24.7% 세금 증가	10~30억원 1주택자 → 최대 9.2% 세금 증가 10~30억원 다주택자 → 최대 6.5% 세금 증가	10~30억원 1주택자 → 최대 12.7% 세금 증가	

자료: 재정특위, SK 증권



“

부동산 뿐만 아니라 현 정부의 스탠스는 국내 건설 시장의 먹거리를 줄이는 방향으로 잡혀있습니다. 이미 SOC 예산 감축을 단행했고, 공공 토목부문 발주도 두드러진 증가를 보이지는 않습니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련

”

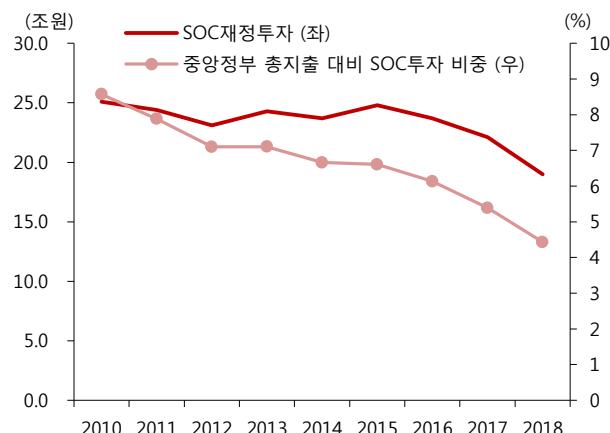
현 정부 기조는 부동산에만 보수적인 것이 아니라, SOC 투자에도 매우 소극적인 상황입니다. 어찌보면 문재인 대통령의 경제비전 전언에서 이미 의지를 밝힌 바 있듯이, 현 정부 하에서 건설 시장의 먹거리가 줄어드는 것은 예견된 수순인 듯 합니다. SOC 예산은 중앙정부 총 지출 대비 5% 남짓한 수준으로 떨어졌습니다. 예산을 17 조원으로 편성했다가, 각각 부처의 반발로 2 조원을 더 얹어 19 조원으로 최종 편성했습니다.

문재인 대통령 경제비전 전언

존경하는 국민 여러분 저는 오늘, 새로운 대한민국의 경제비전을 밝힙니다. 핵심은 사람중심 경제입니다. (중략) 장기 경기침체가 지속되는 상황에서 재정이 적극적인 역할을 해야 한다는 것은 오바마의 '미국의 회복과 재투자법안(ARRA 2009)'이 만들어낸 일자리 성과로도 확인되었습니다. 살림이 어렵다고 소극적 재정계획을 세워서는 안된다는 것이 OECD, IMF 등 국제기구의 권고사항이며, 국민들도 공감하고 있습니다. 현재 '중기 국가재정운용계획은 연 평균 3.5% 증가를 예상하고 있습니다. 연평균 7% 수준으로 적극 확대하겠습니다. 재정자금은 사람에 대한 투자를 중심으로 경제 활력을 회복하고, 미래 성장기반을 구축하는데 쓰일 것입니다. SOC에 집중 투자했던 과거 일본의 실패를 되풀이할 이유가 없습니다. 10 대 핵심 분야에 투자하고 일자리를 만들겠습니다. 일자리창출, 4 차 산업혁명, 교육보육, 보건복지, 신 농업 6 차 산업화, 국민생활안전, 환경, 문화관광예술체육, 지역경제 활성화, 사회적 서비스 분야입니다. (후략)

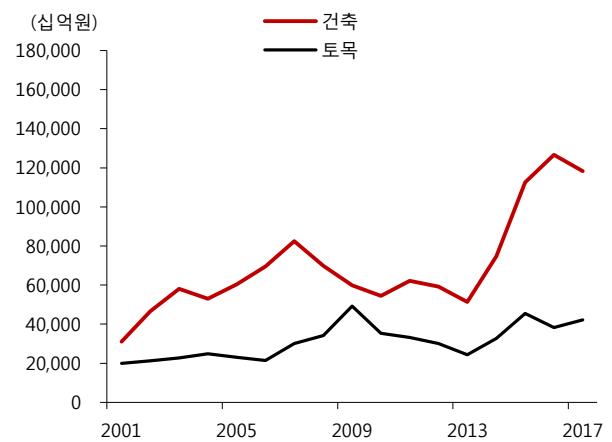
자료: 청와대, SK 증권

SOC 예산 감축 기조의 지속



자료: 기획재정부, SK 증권

문재인 경제비전 전언



자료: 국토교통부, SK 증권

SOC 예산 감축 기조의 지속



자료: Bloomberg, SK 증권



“

부동산 유관주 중 밸류에이션이 썬 종목은 Trading BUY로 접근할 수는 있겠으나, 냉정하게 멀티플 상방은 닫혀있다고 판단됩니다. 차라리 현 시점에서는 부동산 신탁사를 다시금 주목할 필요가 있어 보입니다

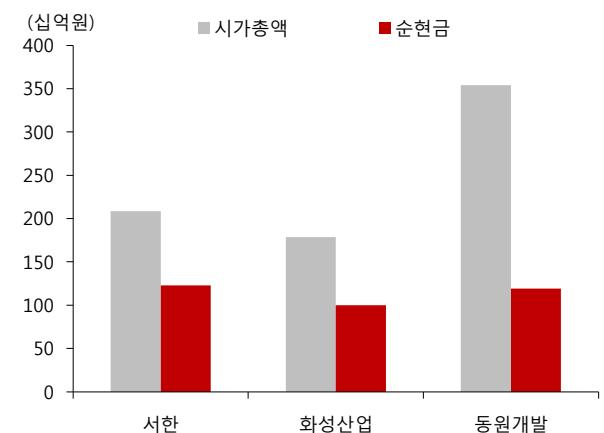
- SK증권 건설/건자재 김세련

”

이렇듯 국내 건설 영업 환경은 현 정부 하에서는 주택, 토목 할 것 없이 어려운 국면에 진입했습니다. 최근 들어 해외 수주, 남북 경협 등에 따라 대형 건설주 위주로 수급이 쏠리면서 지방 중소형 건설주, 신탁사 밸류에이션이 PER 3~4X 수준까지 내려왔는데요. 밸류에이션이 싸다보니 시장에서 역시 매수에 대한 관심이 높아진 것 같습니다. 지방 건설사들 중에서는 현금보유고를 넘어서 순현금 자체가 시가총액에 맞먹는 회사도 있습니다. 물론 Trading BUY는 가능하겠지만, 현 시점에서 냉정하게 멀티플 업사이드는 상방이 막혀있는 것으로 보입니다.

지난해 8/2 대책 발표 당시 건설주의 주가 낙폭을 기억하시겠지만, 결국 부동산 유관주는 정책 효과에서 자유로울 수 없다는 판단입니다. 다만, 부동산 신탁사와 같이 부동산 사이클이 불황일 때 돈을 버는 비즈니스의 경우는 다시금 주목할 필요가 있어 보입니다.

지방 중소형주 순현금, 시가총액 비교



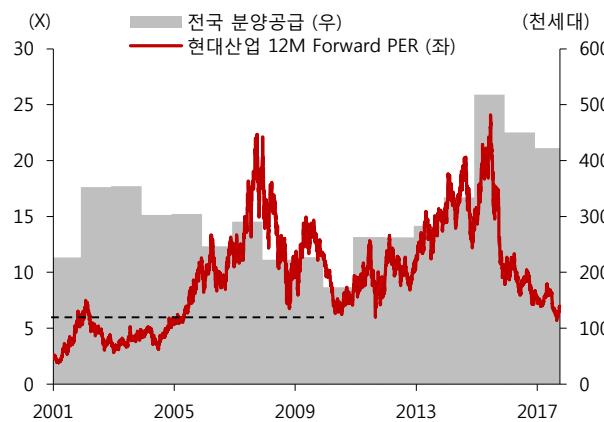
자료: DataGuide, SK증권

한국토지신탁 밸류에이션 추이



자료: DataGuide, SK증권

현대산업개발 (분할 전) PER, 주택분양 추이



자료: REPS, DataGuide, SK증권

8/2 대책 당시 대형 건설주 Forward PBR 추이



자료: DataGuide, SK증권



“

따라서 금번 지방 선거가 건설 섹터에 미치는 긍정적 영향을 단 하나 찾자면, 공항 발주 정도가 되겠습니다. 지난 정부에서 미뤄진 프로젝트와 이번 정부의 지역 거점 활성화 기조가 맞물려, 공항은 유례없이 발주가 몰려들 것으로 예상됩니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련

”

금번 지방 선거에서 더민주의 압승이 건설 섹터에 긍정적으로 미치는 영향을 하나 찾자면, 바로 공항 발주입니다. SOC 투자 감축 기조 속에서도 향후 공항 발주는 꾸준히 나올 것으로 보입니다. 지난 정권에서 추진하다 결렬된 프로젝트와 더불어 지역 거점 SOC 투자를 확대하고 있는 문재인 대통령의 의지로 인해 공항 발주 사이클이 유례없이 몰려올 것으로 보입니다. 공항이라는 공중 자체가 발주가 자주 나오는 공중이 아님에도, 인천공항 4 단계, 제주 신공항, 울릉도 공항 및 기존 군 공항의 이전 (대구, 광주, 수원 등)이 예정되어 있어 유관 업체의 수혜가 예상됩니다.

실제 지방선거 당선인들이 제시한 공약을 리뷰해보면, 대부분 지역 거점 SOC 인 철도, 도로, 공항 등의 사업을 적극 추진하겠다는 내용들이 많습니다. 중앙 정부의 지역 거점 활성화 정책 기조를 감안할 때, 다양한 지방 공항 발주에 대한 기대감은 유효할 것으로 보입니다.

다양한 지역 거점 공항 공사 발주 계획

공항	예상 공사비	발주 예상 시점	비고
흑산도공항	1,300억원	2016년 11월	금호산업 수주
제주신공항	4.1조원 (사업비 4.8조원)	2019년 하반기	타당성 재검토 중
김해신공항	3조원 (사업비 5.9조원)	2019년 상반기	예비타당성 검토 완료
인천공항4단계	3.5조원 (사업비 4.2조원)	2018년 하반기	2017년 3단계 준공
울릉도공항	5,100억원	2018년 하반기	2017년 하반기 기본설계
대구신공항	5.8조원 (사업비 7.2조원)	미정	신공항 착공 이후 K2 이전
광주신공항	사업비 5.2조원	미정	무안으로 군공항 이전 예정
수원신공항	5조원 (사업비 7조원)	미정	화성으로 군공항 이전 예정
새만금신공항	사업비 4천억원	미정	김제/군산 공항 대체
백령도소형공항	사업비 790억원	미정	군/민간 겸용 신공항
서산신신공항	사업비 500억원	미정	군 공항에 민간 시설 추가

자료: 각종 언론, 국토교통부, SK 증권

지방선거 당선인들이 제시한 SOC 공약 정리

지역구분	당선인	소속	SOC 공약	비고
부산시장	오거돈	더불어민주당	가덕신공항 기본계획 수립 (6 조원)	기존 김해신공항 타당성 재검토 (4 조원)
경남지사	김경수	더불어민주당	서부경남 KTX 정부 재정으로 착공	민자사업으로 검토중이던 프로젝트
울산시장	송철호	더불어민주당	부유식 해상풍력 발전단지 (1.5 조원)	2022년까지 300MW 규모로 조성 예정
경기도지사	이재명	더불어민주당	GTx A 노선 조기개통 지원	GTx A 노선 (킨텍스~삼성) 시공사 선정
인천시장	박남춘	더불어민주당	GTx B 노선, 제 2 경인선 광역철도 건설	GTx B 노선 (송도~서울역 + 마석) 예타 검토중
강원도지사	최문순	더불어민주당	동해북부선 (2 조원) 철도 건설	경협사업 중 하나인 동해선 단선 구간

자료: SK 증권



소재·산업재 섹터별 선호도

Sector	1M 수익률	6M 수익률	Comment		
	KOSPI	-5.3%	-5.7%		
1 건설	-16.2%	+15.1%	전월리뷰	북미 정상회담 이후 남북 경협 모멘텀으로 올랐던 종목들의 차익 실현, 정부 부동산 보유세 개편안 발표로 주가 낙폭 확대	
			금월전망	2분기 주택 성수기 및 해외 현안 프로젝트 마무리에 따라 컨센서스에 부합 또는 실적 서프라이즈 역시 기대되는 상황. 하반기 해외 수주를 앞두고 매수 타이밍으로 판단됨	
			투자포인트	하반기 해외 수주 모멘텀을 감안, 대형 건설사 위주로 투자 추천. Top-pick GS건설, 현대건설, 차선호 HDC현대산업개발	
2 유티/상사	-5.4%	-6.5%	전월리뷰	유틸: 대북모멘텀 회복과 전기요금인상 불안감으로 하락 상사: commodity 가격악세 부담으로 하락	
			금월전망	유틸: 중장기 가스인프라 확충과 심야요금인상 기대감 긍정적 상사: commodity에 대한 부담감 쉽게 회복되기 어려운 상황	
			투자포인트	유ти리티 중심의 비중확대 추천	
3 정유/화학	-5.2%	-1.1%	전월리뷰	정유: 2Q 실적기대감과 유기하락 훈제하며 보합권 화학: 2Q 실적우려와 시황악화 동시작용하며 하락	
			금월전망	정유: 유가와 3Q 실적부담으로 모멘텀 부재 화학: 3Q 실적부담이지만 고매도에 따른 단기반등 가능	
			투자포인트	지속적으로 보수적인 접근 필요함	
4 조선	-9.6%	+28.6%	전월리뷰	정부의 해운재건 5개년 사업의 시작으로 현대상선 초대형 컨테이너선 20척 발주가 이뤄지며 정책 실호성을 입증함	
			금월전망	그리스 선주들이 휴가 시즌에 걸어들어 전통적 수주 비수기임 그러나 7월에는 소브콤플로트의 한국 조선사 발주가 기대됨	
			투자포인트	소브콤플로트가 MR탱거 발주 계획을 직접 언급함에 따라 현대미포조선의 수주 가시성이 가장 높다고 판단함	
5 철강/금속	-8.4%	-6.2%	전월리뷰	대북 모멘텀에 따른 상승 이후 차익실현과 마-중 무역전쟁을 비롯한 관세이슈 등이 맞물리며 철강/비철금속 모두 하락	
			금월전망	2분기 실적발표 진행. 낮아진 전망치에 부합할 것으로 예상. 단기적으로 실적보다 뉴스에 주가는 민감하게 반응 전망	
			투자포인트	매크로 불확실성은 상대적으로 비철금속에 불리, 실적 안정성을 보유한 POSCO 중심 대응 지속	
6 자동차	-6.7%	-16.8%	전월리뷰	기저효과에도 불구하고, 제한적 판매회복과 무역전쟁 우려감 재개, 부정적인 신흥국 환율과 수요 우려로 주가 하락	
			금월전망	2분기 실적발표 진행. 판매보증충당금 및 리콜비용 반영으로 실적 추정치 하향 예상. 하반기에 대한 전략 확인 필요	
			투자포인트	지속적인 주가하락으로 반등기대감 존재, 하지만 이전에 추정치 하향이 멈추는 것이 선결과제. 보수적 접근이 바람직	



소재·산업재 Key Chart

WTI, Henry Hub 가격 추이



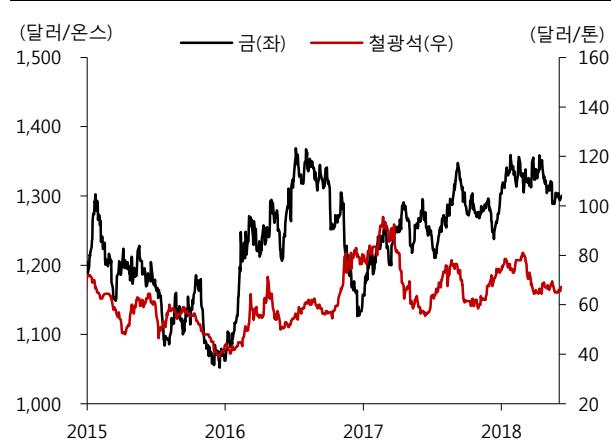
자료: Bloomberg, SK증권

미국, 우리나라 국고채 10년물 추이



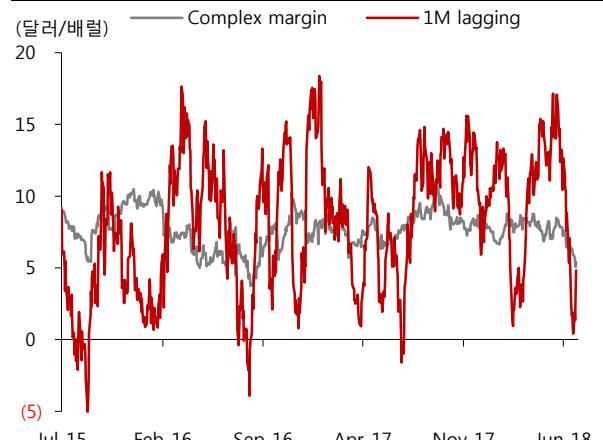
자료: Bloomberg, SK증권

철광석, 금 가격 추이



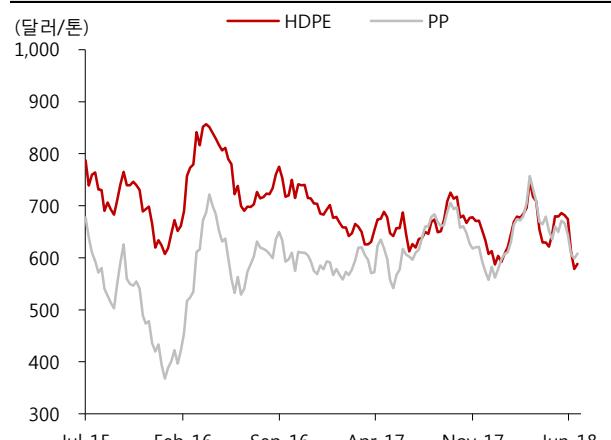
자료: Bloomberg, SK증권

정제마진 추이



자료: Petronet, SK증권

PE, PP 스프레드



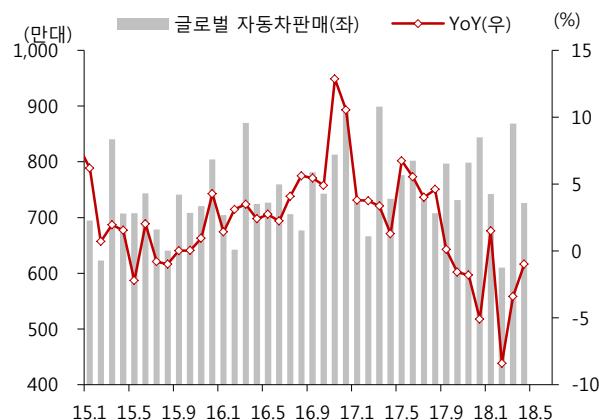
자료: Cischem, SK증권

부타디엔, 천연고무 가격 추이



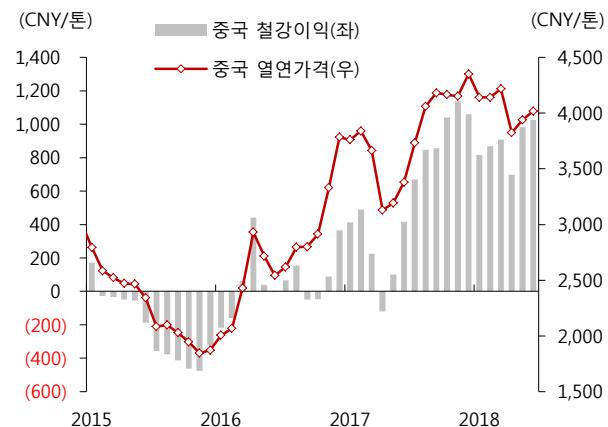
자료: Bloomberg, Platts, SK증권

글로벌 자동차 판매대수 추이



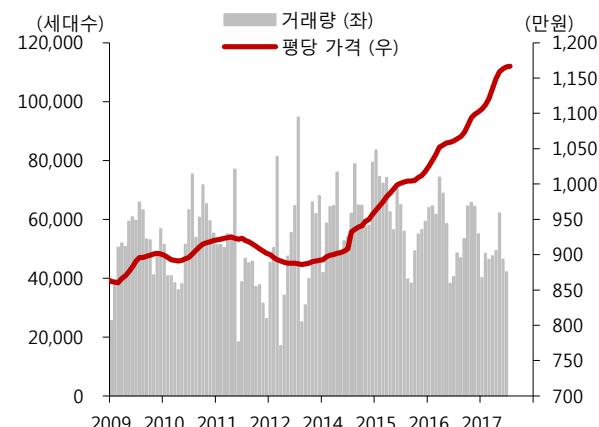
자료: 산업자료, SK 증권

중국 열연가격과 철강이익 추이



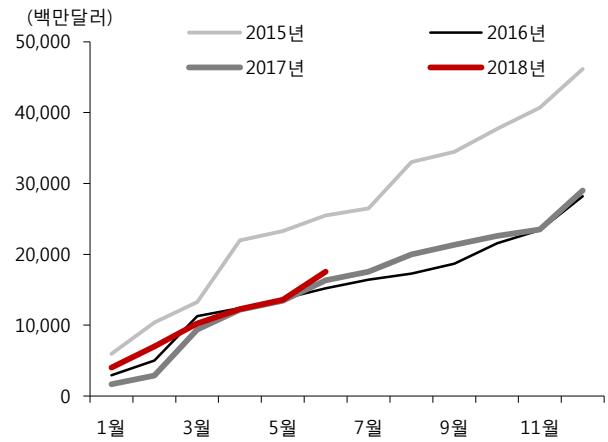
자료: Bloomberg, SK 증권

부동산 가격, 거래량 추이



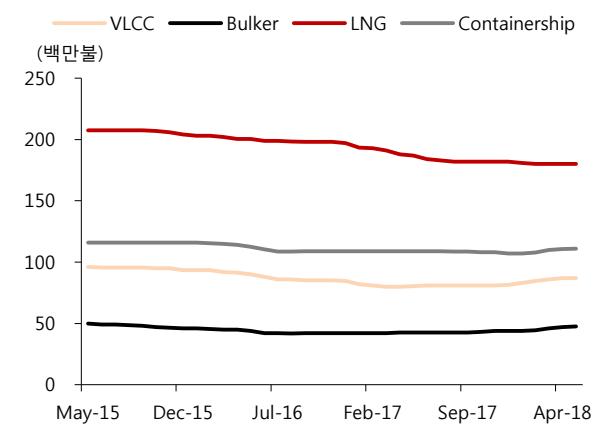
자료: 국토교통부, SK 증권

건설 월별 해외 수주 추이



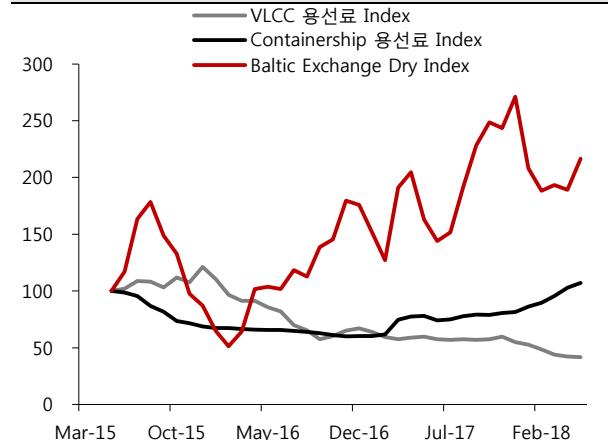
자료: 해외건설협회, SK 증권

선종별 신조선가 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

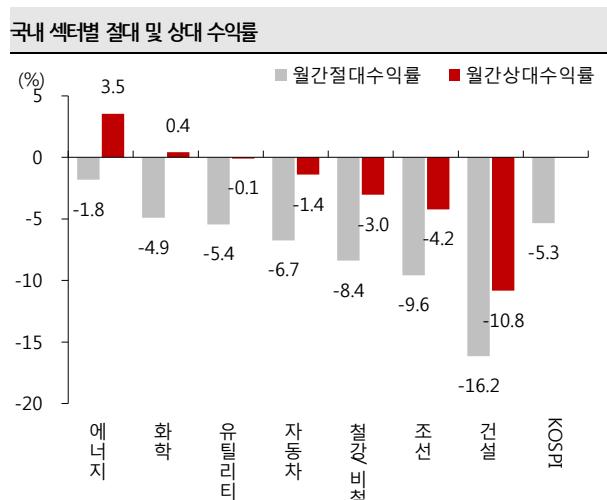
선종별 운임 지수 추이(May-15=100)



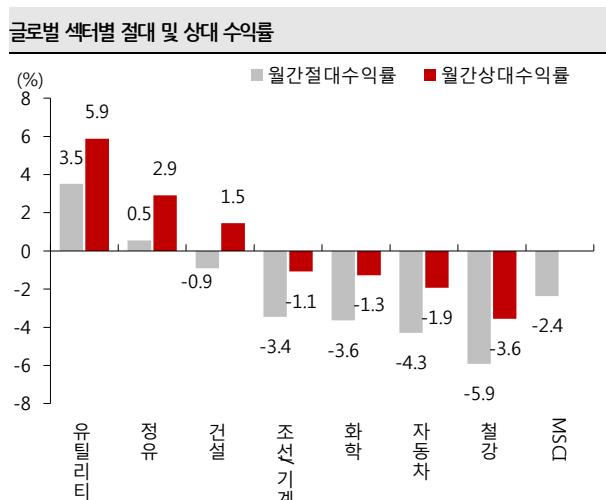
자료: Clarksons Research, SK 증권



수익률, 수급 및 밸류에이션 점검



자료: Quantwise, SK 증권



자료: Bloomberg, SK 증권

주요 섹터수익률

		KOSPI	에너지	화학	유트리티	자동차	철강	건설	조선
	증가	2,326.1	5,433.3	3,951.2	987.0	5,292.0	2,420.8	1,696.0	2,669.9
	52주최고	2,607.1	5,937.0	4,805.0	1,230.5	6,712.7	2,851.5	2,095.9	3,129.9
	52주최저	2,296.4	4,716.0	3,696.5	937.6	5,291.7	2,286.3	1,388.8	2,002.9
	시가총액 비중%	1,554.7	40.0	85.4	33.9	100.9	48.5	22.3	43.4
절대수익률	1M	-5.3	-1.8	-4.9	-5.4	-6.7	-8.9	-16.2	-9.6
	3M	-4.5	-5.1	-10.3	0.7	-11.4	-1.6	10.6	-6.9
	1Y	-2.9	16.1	7.7	-14.5	-20.1	6.1	2.2	-12.1
	YTD	-5.7	-2.6	-10.3	-6.5	-16.8	-2.5	15.1	28.6
상대수익률	1M		3.5	0.4	-0.1	-1.4	-3.5	-10.8	-4.2
	3M		-0.6	-5.8	5.2	-6.9	3.0	15.2	-2.4
	1Y		19.0	10.6	-11.6	-17.2	9.0	5.1	-9.2
	YTD		3.2	-4.6	-0.8	-11.1	3.3	20.8	34.4

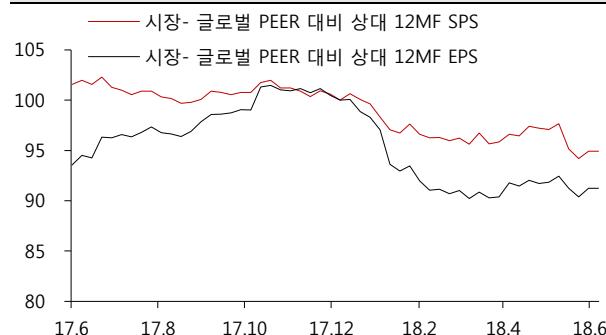
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유트리티	자동차	철강	건설	기계/조선
	증가	512.8	245.2	350.4	124.9	202.0	307.8	298.9	377.5
	52주최고	550.3	254.7	382.6	136.3	230.0	335.5	327.8	438.9
	52주최저	463.3	199.8	312.1	120.4	183.6	232.8	279.6	341.3
절대수익률	1M	1.2	1.6	0.9	-3.6	-2.6	1.9	-3.4	1.6
	3M	0.3	11.0	0.4	2.5	-3.6	1.9	2.3	-3.5
	1Y	9.9	18.9	12.1	-4.8	8.8	27.1	5.8	10.5
	YTD	2.8	8.5	-1.3	-6.7	-3.5	7.5	-2.4	-3.1
상대수익률	1M		0.4	-0.2	-4.8	-3.8	0.7	-4.5	0.4
	3M		10.7	0.1	2.2	-3.9	1.6	2.0	-3.8
	1Y		9.0	2.2	-14.7	-1.1	17.2	-4.2	0.5
	YTD		5.7	-4.1	-9.5	-6.3	4.7	-5.1	-5.9

주: 국내 섹터구분은 Wisefn Industry 분류, MSCI는 World Index를 기준으로 함

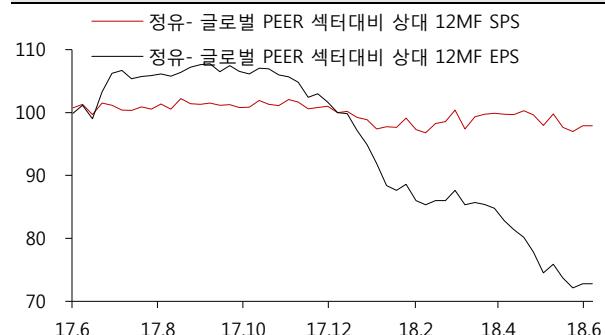
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권



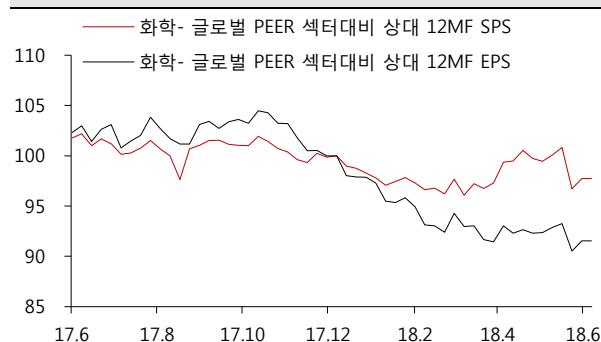
Earnings Revision: KOSPI



Earnings Revision: 정유



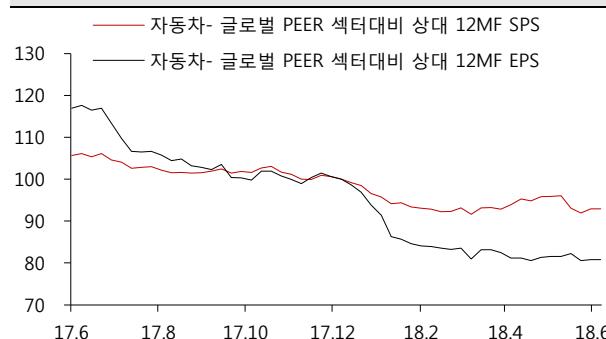
Earnings Revision: 화학



Earnings Revision: 유동화



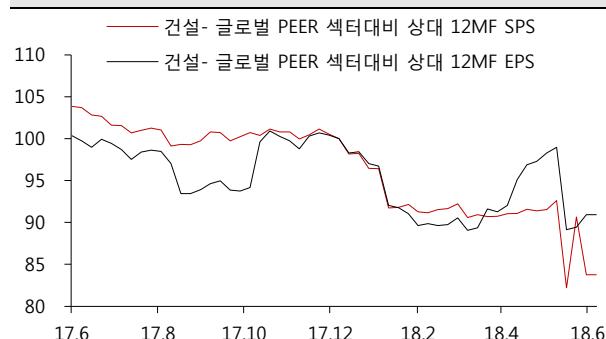
Earnings Revision: 자동차



Earnings Revision: 철강



Earnings Revision: 건설



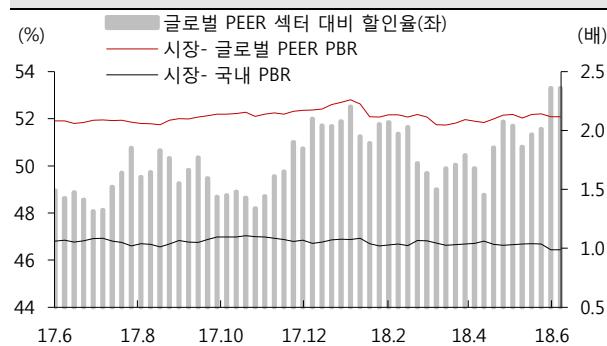
Earnings Revision: 조선



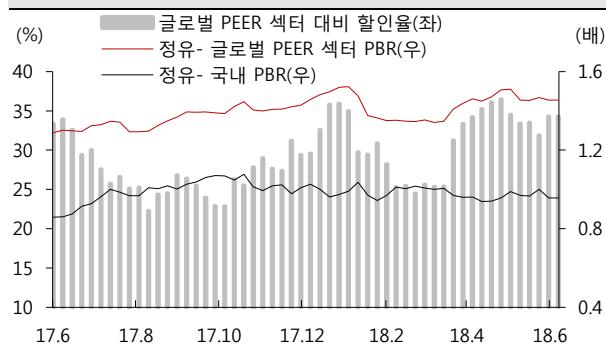
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출
자료: Datastream, SK 증권



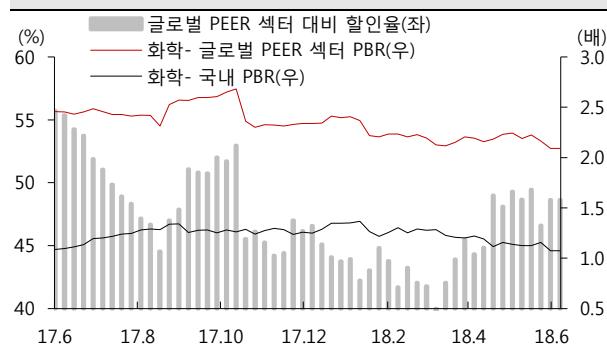
Relative Valuation: KOSPI



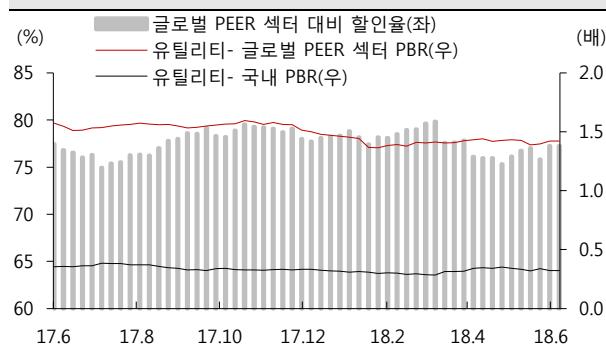
Relative Valuation: 정유



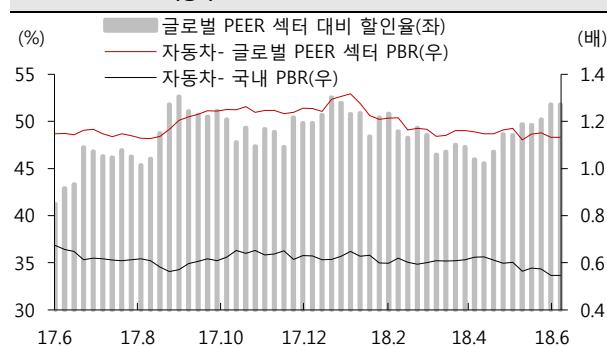
Relative Valuation: 화학



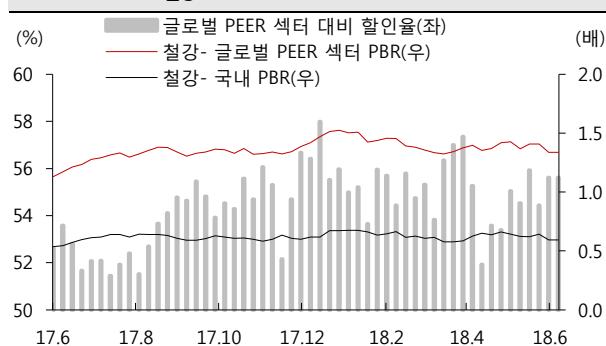
Relative Valuation: 유저티



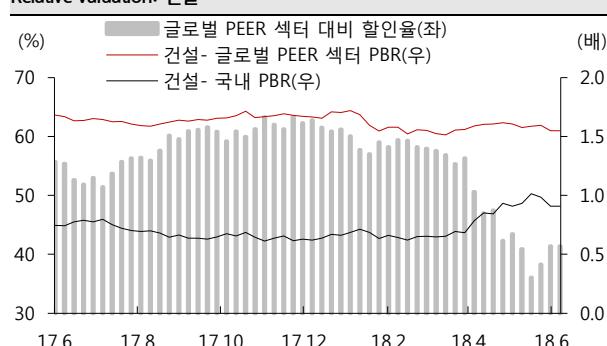
Relative Valuation: 자동차



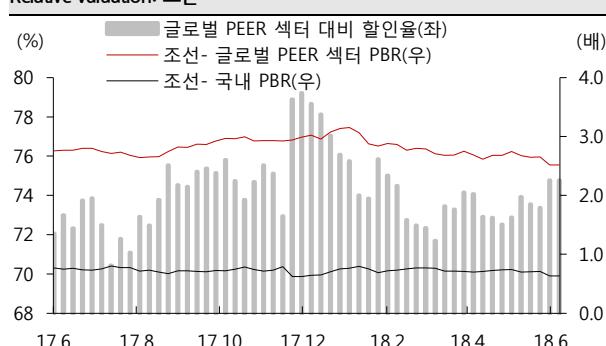
Relative Valuation: 철강



Relative Valuation: 건설

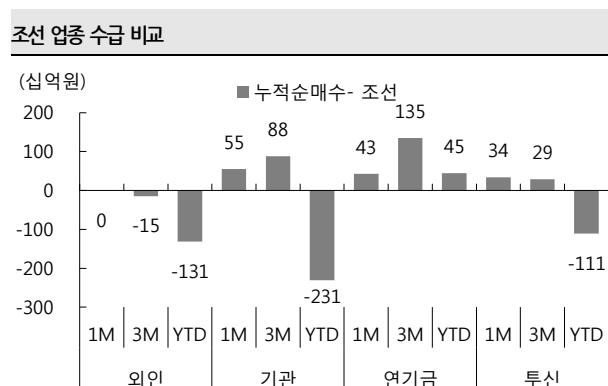
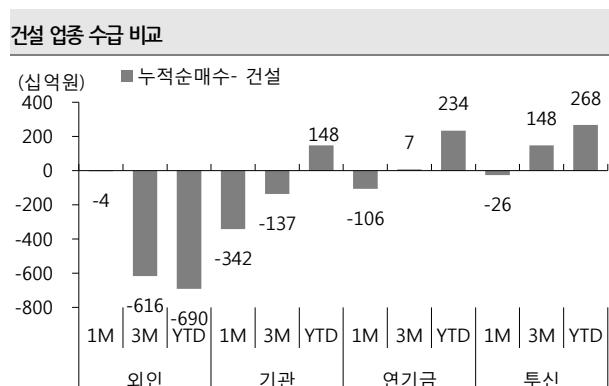
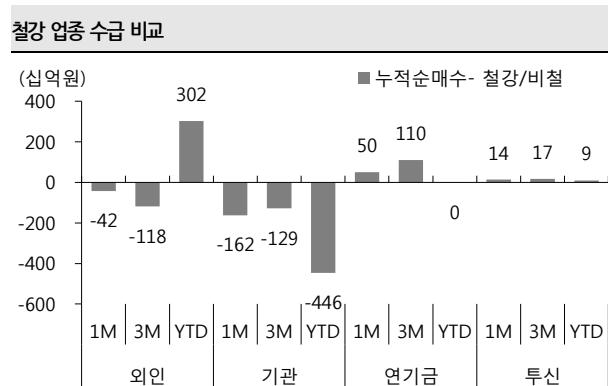
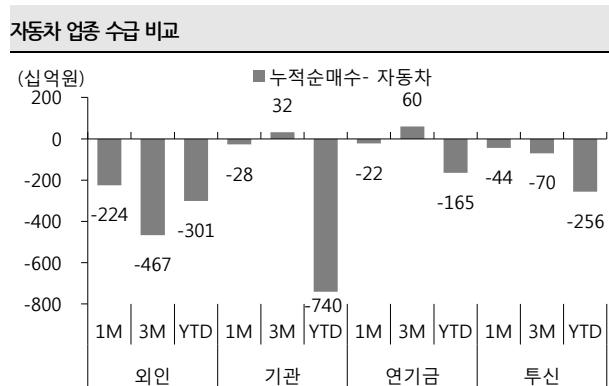
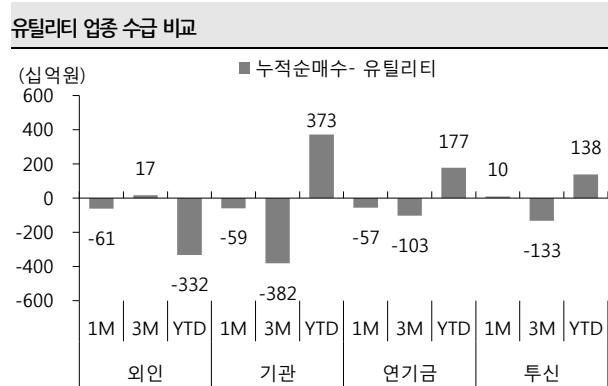
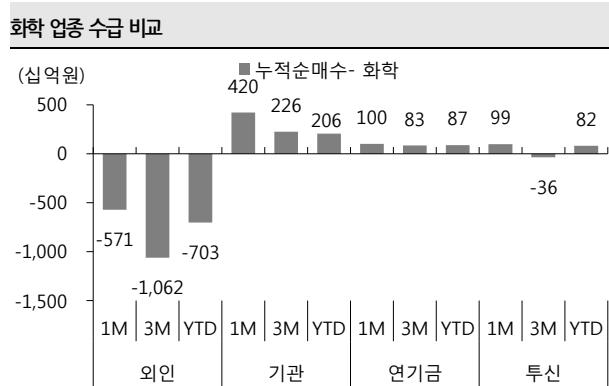
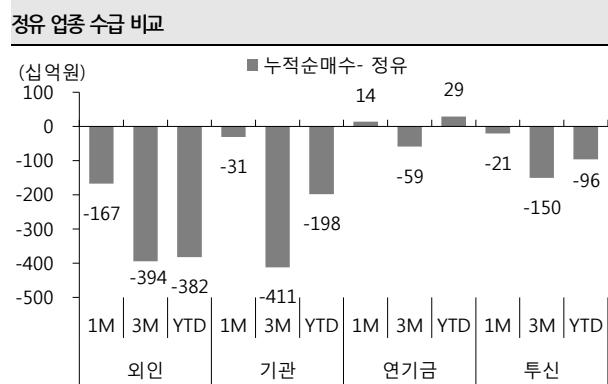
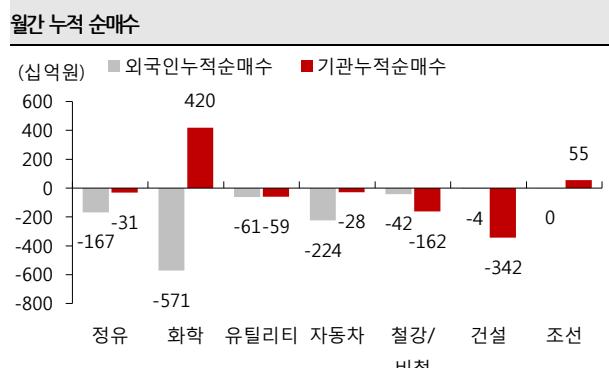


Relative Valuation: 조선



주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

자료: Datastream, SK 증권



자료: Quantivise, SK 증권

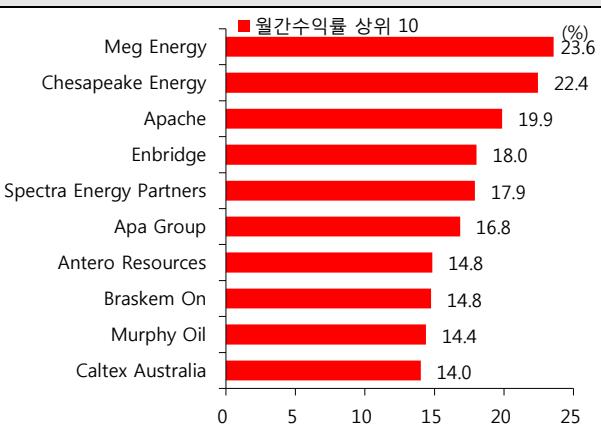


정유/화학 종목별 수익률 및 베이스라인

(단위: 백만달러, 현지통화)	절대수익률(%)						상대수익률(%)			
	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD		
SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)				
SK이노베이션	16,759	202,000	217,500	157,500	8.1	0.93	-1.2	5.2	28.3	-1.2
S-Oil	11,061	109,500	132,000	92,900	9.4	1.65	0.9	0.0	17.9	-6.4
GS	4,535	54,400	76,700	54,000	5.0	0.57	-8.1	-9.9	-20.0	-12.5
LG화학	21,124	333,500	441,500	282,000	11.8	1.37	-2.9	-5.9	18.3	-17.7
롯데케미칼	10,702	348,000	474,500	330,500	5.2	0.85	-6.7	-14.0	5.3	-5.4
한화케미칼	3,198	21,850	38,000	21,500	4.0	0.49	-19.2	-23.9	-27.3	-30.9
금호석유화학	3,185	116,500	117,000	67,100	9.9	1.62	11.5	18.9	55.8	17.1
SKC	1,453	43,150	49,000	33,100	9.8	1.00	8.6	14.8	29.0	-8.2
OCI	2,204	103,000	186,500	84,000	10.4	0.67	-26.4	-33.8	12.8	-24.3
SK가스	763	93,900	128,713	90,200	5.1	0.50	-5.2	0.9	-27.1	-0.3
Global Peers										
Valero	47,770	110.8	124.4	64.6	12.8	2.06	-7.2	1.0	65.2	20.6
CONOCOPHILLIPS	81,460	69.6	70.7	42.5	16.7	2.54	6.0	7.2	57.9	26.8
Formosa Petrochemical	38,274	122.5	126.5	102.0	17.1	3.30	1.7	2.9	16.7	6.1
TESORO CORP	19,824	131.2	149.7	89.6	12.1	1.69	-8.0	7.2	40.7	14.7
MARATHON Petroleum	32,405	70.2	82.9	49.5	12.3	2.20	-9.6	-13.8	35.4	6.3
DEVON ENERGY CORP	23,009	44.0	44.8	29.5	21.5	2.49	7.5	23.0	38.2	6.2
HOLLYFRONTIER CORP	12,081	68.4	81.7	26.2	11.2	1.84	-8.6	13.2	144.4	33.6
Phillips 66	52,373	112.3	121.9	80.9	13.7	2.06	-3.9	0.9	37.2	11.0
MURPHY OIL CORP	5,843	33.8	35.1	22.6	22.5	1.17	14.4	12.5	31.7	8.8
DOWDUPONT	152,986	65.9	77.0	62.0	14.6	1.46	3.1	2.5	-7.4	2.0
Eastman	14,270	100.0	110.8	82.8	11.2	2.34	-4.1	-4.4	19.9	7.9
BASF	87,839	81.9	97.6	79.7	11.8	2.11	-3.9	-5.0	0.1	-10.8
Akzo Nobel	21,626	73.3	80.8	72.4	26.5	3.29	-3.6	-4.0	-4.2	0.4
Arkema	9,055	101.4	112.0	91.3	11.4	1.65	-3.6	-7.1	9.3	-0.1
Lanxess	7,121	66.6	74.0	60.7	15.2	2.40	-0.7	8.5	0.3	0.4
Sumitomo Chemical	9,386	628	875	588	7.8	1.04	-5.0	-0.2	0.2	-22.5
Mitsubishi Chemical	12,612	927.4	1,305.5	897.0	6.5	0.97	-7.9	-10.8	-0.5	-25.0
Shin-Etsu Chemical	38,115	9,873	13,090	9,520	14.8	1.61	-10.7	-10.3	-4.3	-13.8
Asahi Kasei	17,829	1,408.0	1,550.0	1,201.0	12.6	1.44	-4.2	-6.6	15.4	-3.1
JSR	3,850	1,886	2,645	1,818	11.7	0.99	-10.7	-8.7	-3.1	-15.0
Nitto Denko	13,151	8,383	11,685	7,660	13.4	1.72	-4.4	2.9	-10.5	-16.3
SABIC	100,951	126.2	130.4	97.2	16.6	2.00	2.6	6.9	23.3	24.4

자료: Datastream, SK증권

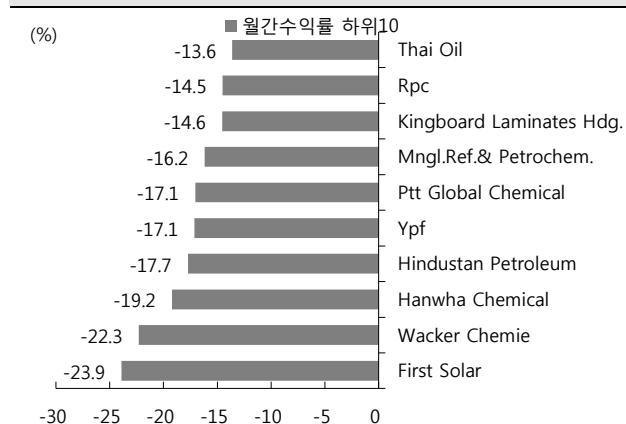
월간수익률 상위 10 - 정유/화학



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권

월간수익률 하위 10 - 정유/화학



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권

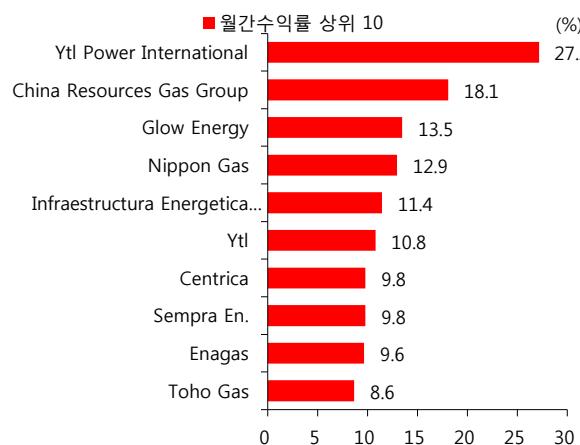


유저리티 종목별 수익률 및 벤류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)	시가총액	종가	52주 최고		52주 최저		PER (X)		PBR (X)		절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
			52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
한국전력	18,432	32,000	45,500	30,850	9.9	0.28	-7.1	-12.2	-21.7	-16.1	-1.8	1.8	-18.8	-10.4				
한국가스공사	5,318	64,200	64,500	40,600	9.5	0.70	5.8	21.1	19.6	50.9	11.1	36.8	22.5	56.6				
Global Peers																		
EDF	41,403	11.8	12.4	8.6	18.1	0.85	2.9	1.7	24.3	13.1	4.8	-2.7	20.5	12.7				
GDF 수에즈	37,333	13.1	14.9	12.3	12.4	0.83	-4.4	-9.0	-2.0	-8.4	-2.5	-6.0	-5.8	-8.7				
Enel	56,467	4.8	5.6	4.6	11.0	1.24	3.5	-9.4	0.3	-7.3	1.8	-0.9	-3.8	-5.8				
Duke Energy	55,436	79.1	91.1	72.1	16.4	1.29	3.2	-1.8	-5.9	-6.0	2.2	-0.9	-18.2	-7.7				
Iberdrola	48,260	6.6	6.9	5.8	13.8	1.06	7.5	4.0	-0.7	4.8	6.5	10.7	7.9	9.0				
Dominion Resources	44,491	68.2	84.9	61.8	16.5	2.12	6.0	2.8	-11.5	-15.9	4.9	-1.8	-23.9	-17.6				
NextEra Energy	78,744	167.0	168.1	138.8	20.7	2.29	2.0	1.9	19.3	6.9	1.0	-0.7	7.0	5.3				
Southern Co	46,848	46.3	53.3	42.7	15.6	1.72	4.5	-0.2	-4.1	-3.7	3.5	0.8	-16.4	-5.4				
E.ON	23,474	9.1	10.7	7.9	13.3	3.62	1.0	2.6	10.1	0.5	3.9	-0.7	11.0	5.2				
Exelon	41,125	42.6	42.4	35.5	13.7	1.23	4.6	6.9	18.9	8.1	3.6	6.3	6.5	6.4				
RWE Group	13,095	19.5	23.2	15.1	12.2	1.73	1.8	-1.5	12.9	14.6	4.6	-5.0	13.8	19.3				
American Electric	34,107	69	78	63	17.3	1.76	2.4	-1.8	-0.5	-5.9	1.4	-2.0	-12.8	-7.5				
SSE	18,161	1,355	1,481	1,182	11.3	2.36	-1.5	-2.1	-8.0	2.7	-1.5	-1.7	-12.5	3.1				
Tenaga Nasional	20,579	14.6	16.2	13.7	10.7	1.30	-0.9	-7.7	3.5	-4.1	3.8	-0.5	8.0	1.8				
PPL	19,958	28.6	39.8	25.6	12.0	1.77	5.6	-1.6	-26.2	-7.8	4.6	-2.0	-38.5	-9.4				
Fortum	21,201	20.4	21.0	13.7	19.2	1.40	1.8	8.7	47.3	23.9	2.7	12.9	42.9	18.3				
PG&E	21,979	42.6	71.6	38.2	10.9	0.99	0.5	-8.7	-35.6	-5.1	-0.5	-6.1	-48.0	-6.7				
CLP Holdings	27,211	84.5	84.6	75.4	15.9	1.83	3.3	4.5	1.3	5.7	8.3	9.5	-10.2	8.9				
PSEG Public Service	27,352	54.1	54.2	41.9	16.9	1.83	2.9	5.1	26.1	5.1	1.8	4.8	13.8	3.5				

자료: Datastream, SK증권

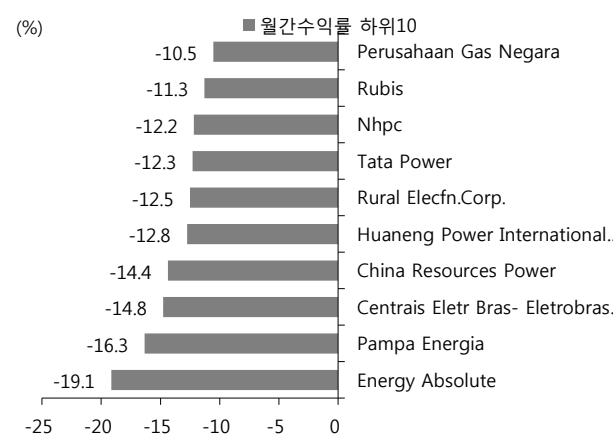
월간수익률 상위 10 - 유저리티



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권

월간수익률 하위 10 - 유저리티



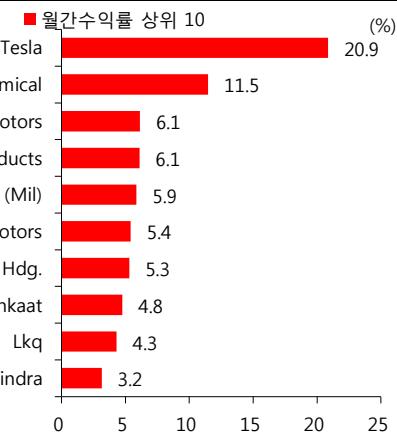
주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권


자동차 종목별 수익률 및 벤류에이션

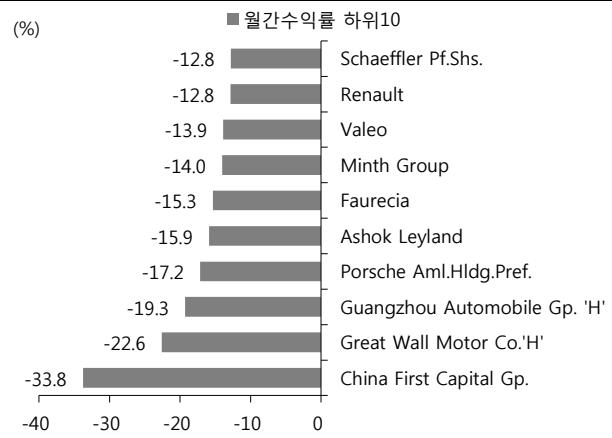
SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대차	24,804	125,500	164,500	125,000	7.3	0.47	-10.4	-20.6	-22.1	-19.6	-5.0	-8.0	-19.2	-13.8
기아차	11,221	30,850	38,700	30,200	6.3	0.43	-2.5	-4.2	-19.1	-7.9	2.8	1.4	-16.2	-2.2
현대모비스	18,517	212,000	273,500	213,500	8.0	0.63	-6.0	-14.0	-16.9	-19.4	-0.7	-12.0	-14.0	-13.7
현대위아	994	40,750	77,000	40,800	8.1	0.33	-20.1	-22.2	-42.1	-37.3	-14.8	-21.4	-39.2	-31.6
한온시스템	5,077	10,600	14,550	9,970	16.2	2.57	2.4	-4.1	2.9	-23.7	7.8	-3.7	5.8	-18.0
만도	1,618	38,400	67,900	36,500	9.5	1.16	-6.2	-14.1	-24.0	-37.8	-0.9	-12.2	-21.1	-32.0
한국타이어	4,679	42,100	66,600	42,750	6.8	0.70	-7.1	-11.1	-34.0	-22.9	-1.7	-15.4	-31.1	-17.2
넥센타이어	898	10,250	13,800	10,250	7.3	0.68	-9.7	-15.3	-23.5	-13.1	-4.4	-13.2	-20.6	-7.4
한국타이어월드와이드	1,461	17,500	22,750	17,500	7.4	0.51	-3.6	-2.2	-20.5	-7.4	1.8	-2.9	-17.6	-1.7
한리홀딩스	427	44,050	69,500	43,300	7.0	0.46	-6.7	-12.1	-30.7	-29.7	-1.3	-6.2	-27.8	-24.0
쌍용자동차	563	4,570	6,890	4,570	0.85	0.85	-0.9	-7.5	-33.7	-10.7	4.5	-3.1	-30.8	-5.0
에스엘	552	18,150	29,300	17,500	7.0	0.57	-5.5	-15.4	-15.4	-25.9	-0.1	-8.4	-12.5	-20.2
Global Peers														
Toyota Motor	211,219	7,170	7,782	5,893	9.0	1.00	2.8	-0.2	21.3	-0.6	4.5	3.2	14.7	4.2
Daimler	69,113	55.3	75.8	55.4	5.9	0.82	-12.2	-15.6	-13.7	-21.8	-9.3	-21.6	-12.8	-17.0
BMW	54,697	77.8	96.1	77.1	6.6	0.84	-9.4	-14.6	-6.1	-10.6	-6.6	-13.3	-5.2	-5.9
General Motors	55,524	39.4	46.5	34.8	6.3	1.31	5.4	4.6	13.0	-3.9	4.3	5.5	0.7	-5.5
Tesla	58,231	343.0	385.0	252.5		11.59	20.9	16.6	-4.9	10.1	19.8	25.9	-17.3	8.5
Honda Motor	53,199	3,253	4,102	3,009	8.0	0.67	-8.0	-13.6	5.5	-15.8	-6.2	-12.2	-1.1	-11.0
Volkswagen	48,786	141.6	190.0	128.2	5.1	0.57	-12.3	-16.3	4.4	-16.1	-9.5	-15.0	5.3	-11.4
Ford Motor	43,329	11.1	13.2	10.2	7.3	1.08	-3.2	-3.7	-0.9	-11.4	-4.3	-3.0	-13.2	-13.0
Continental	45,910	196.6	251.1	187.9	11.3	1.96	-9.3	-11.8	4.6	-12.8	-6.5	-13.6	5.5	-8.1
Nissan Motor	41,077	1,078	1,194	1,065	7.5	0.70	-2.8	-6.4	-3.0	-4.1	-1.0	-3.1	-9.6	0.7
Bridgestone	29,790	4,333	5,598	4,293	10.4	1.25	-2.4	-5.6	-10.4	-17.3	-0.6	-8.0	-17.0	-12.5
Denso	38,798	5,412	7,176	4,742	13.2	1.10	0.6	-6.0	13.7	-20.0	2.3	-8.0	7.1	-15.2
Renault	25,146	72.8	98.8	73.3	4.6	0.56	-12.8	-18.3	-8.7	-13.2	-10.9	-28.9	-12.5	-13.5
Michelin	21,783	104.3	130.2	104.0	9.7	1.43	-6.7	-10.1	-11.0	-12.8	-4.7	-15.9	-14.8	-13.1
Geely Automobile	23,287	20.4	29.2	16.8	9.5	2.99	-10.5	-1.9	17.8	-24.9	-5.5	-6.2	6.3	-21.7
Fiat Chrysler Autos.	29,553	16.3	19.8	9.2	4.7	0.89	-10.6	-14.0	75.5	9.6	-12.4	2.4	71.4	11.1
Valeo	13,101	46.8	66.3	47.0	10.3	1.99	-13.9	-14.7	-20.0	-24.8	-12.0	-15.6	-23.7	-25.1
Aisin Seiki	13,435	5,050	6,680	5,010	9.4	0.95	-7.9	-15.0	-11.4	-20.2	-6.1	-13.6	-18.0	-15.5
Lear	12,323	185.8	205.3	139.6	9.2	2.30	-5.2	-1.3	33.1	5.2	-6.3	-3.1	20.8	3.5
Borgwarner	9,068	43.2	57.9	41.2	9.5	2.10	-11.0	-13.0	4.7	-15.5	-12.0	-17.0	-7.7	-17.2

자료: Datastream, SK증권

월간수익률 상위 10 - 자동차


주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권

월간수익률 하위 10 - 자동차


주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK증권



철강/비철 종목별 수익률 및 베이스레이션

(단위: 백만달러, 현지통화) SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고		PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
			52주 최저	1M			1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD		
POSCO	25,737	329,000	395,000	283,500	7.8	0.58	-5.7	-6.3	16.1	-1.1	-0.4	2.2	19.0	4.7
현대제철	6,298	52,600	68,700	49,450	7.9	0.39	-16.6	-2.2	-14.5	-10.2	-11.3	6.5	-11.6	-4.5
고려이엔	6,536	386,000	546,000	374,000	9.8	1.08	-7.7	-9.9	-14.3	-21.7	-2.3	-15.4	-11.4	-16.0
풍산	856	34,050	58,600	33,150	6.0	0.64	-9.2	-9.4	-20.2	-28.3	-3.9	-6.9	-17.3	-22.6
Global Peers														
BHP BILLITON	80,467	33.9	34.4	23.2	16.0	2.15	5.0	9.0	44.4	14.7	2.3	13.0	37.0	12.7
RIO TINTO	72,901	4,201	4,492	3,233	11.5	1.98	-0.3	5.6	30.0	6.6	-0.4	8.4	25.4	7.0
VALE ON	68,112	49.6	56.1	28.5	8.7		-1.1	2.6	71.6	23.2	3.2	32.3	54.7	27.9
SOUTHERN COPPER	36,232	46.9	57.3	34.6	16.7	4.22	-3.0	-12.0	34.8	-1.2	-4.1	-16.4	22.5	-2.9
ARCELORMITTAL	29,960	25.1	30.6	19.7	6.5	0.67	-9.4	-9.7	27.8	-7.4	-8.9	-6.5	19.3	-8.7
GRUPO MEXICO 'B'	22,334	56.4	68.0	49.5	9.7	1.64	11.2	-9.6	13.5	-13.1	4.5	-10.2	16.6	-9.7
NIPPON STL	18,665	2,176	3,074	2,164	8.5	0.60	-7.0	-8.8	-14.3	-24.8	-5.2	-7.3	-20.9	-20.0
MMC NORILSK NICKEL	28,768	11,399	11,874	8,068	7.7	4.67	2.3	3.7	39.4	5.1	2.4	4.7	17.3	-3.8
RIO TINTO	25,425	83.4	86.8	62.6	12.8	2.24	0.5	4.8	31.6	10.1	-2.2	7.6	24.2	8.1
ANGLO AMERICAN	31,433	1,694.8	1,926.4	1,024.0	8.8	1.12	-3.3	-0.3	64.7	9.4	-3.3	-5.9	60.1	9.8
NUCOR	19,881	62.5	70.2	53.5	9.5	1.84	-0.4	0.8	7.4	-1.7	-1.4	-0.6	-4.9	-3.4
BARRICK GOLD	15,320	17.3	22.5	14.6	17.7	1.47	-0.5	-2.3	-16.5	-5.0	-2.7	1.7	-23.4	-5.4
FREEPORT-MCMORAN	25,005	17.3	20.0	11.9	10.9	2.12	3.7	12.7	42.9	-9.0	2.6	-4.7	30.5	-10.6
NEWMONT MINING	20,118	37.7	41.9	31.9	23.5	1.79	-3.1	-7.3	17.0	0.5	-4.2	-6.4	4.7	-1.2
VALE PN	2,663	33.4	33.4	26.7	7.8		0.0	0.0	24.1	0.0	4.4	14.8	7.2	4.8
THYSSENKRUPP	15,133	20.8	26.8	20.2	11.9	3.08	-8.8	-5.8	-16.4	-14.0	-6.0	-3.5	-15.5	-9.3
VEDANTA	12,815	236.2	345.6	224.3	6.5	1.24	-6.7	-19.7	-6.0	-27.4	-7.0	-19.6	-17.8	-27.7
FRESNILLO	11,125	1,144	1,672	1,141	20.8	3.28	-14.5	-10.8	-23.9	-20.0	-14.6	-17.8	-28.5	-19.5
NORSK HYDRO	12,385	48.8	64.2	45.6	11.6	1.08	-5.6	-3.4	6.1	-21.8	-7.7	-1.7	-19.2	-28.3
FRANCO-NEVADA	13,562	96.0	109.0	86.2	56.8	2.85	4.9	4.6	1.9	-4.5	2.6	3.2	-5.1	-4.9
CHINA STEEL	12,261	23.7	25.9	23.2	19.0	1.17	1.3	1.3	-5.0	-4.2	2.4	2.2	-9.0	-6.1
FOSUN INTERNATIONAL	16,153	14.8	19.9	11.5	6.6	0.89	-13.3	-11.6	20.0	-14.8	-8.3	-9.4	8.5	-11.6
NOVOLIPETSK STEEL	14,513	151.8	172.2	115.7	9.4	2.24	-6.1	-6.3	30.9	3.1	-6.0	4.4	8.8	-5.7
FORTESCUE METALS	10,100	4.4	6.0	4.2	9.3	0.95	-4.4	-2.7	-15.7	-10.0	-7.1	-5.8	-23.1	-12.0
NEWCREST MINING	12,366	21.8	24.1	19.4	17.3	1.51	6.8	2.0	5.2	-4.5	4.0	4.3	-2.2	-6.4
GOLDCORP	11,926	18.1	19.1	15.2	23.3	0.80	-2.0	2.6	7.2	12.6	-4.2	-4.5	0.2	12.2
JFE HOLDINGS	11,627	2,096	2,828	1,922	7.3	0.59	-9.3	-7.0	9.1	-22.5	-7.5	-2.6	2.5	-17.8

자료: Datastream, SK 증권

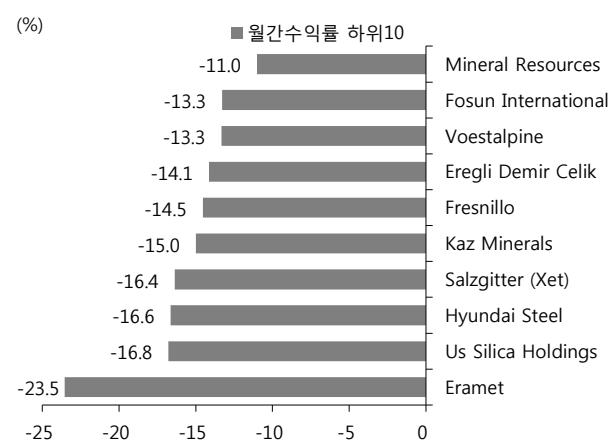
월간수익률 상위 10 - 철강/비철



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 철강/비철



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK 증권



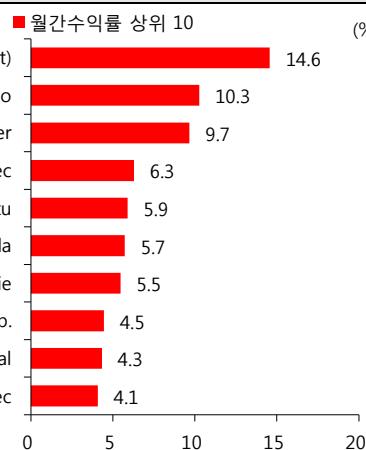
건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대건설	5,745	57,500	79,100	34,250	10.9	0.90	-23.1	14.1	25.3	58.4	-17.8	39.5	28.2	64.1
대우건설	2,189	5,870	8,190	4,900	5.7	0.84	-10.8	-1.3	-19.5	-0.8	-5.5	17.2	-16.6	4.9
대림산업	2,389	76,500	93,500	70,200	5.2	0.51	-10.8	-7.6	-12.9	-7.2	-5.5	8.5	-10.0	-1.4
GS건설	3,005	46,000	51,600	25,750	7.5	0.88	-4.1	22.0	52.6	62.5	1.3	58.9	55.5	68.3
삼성엔지니어링	2,752	15,650	20,200	9,780	17.9	2.48	-15.6	-8.8	30.4	26.2	-10.3	-10.9	33.3	31.9
현대산업	807	28,600	36,024	24,425	16.3	0.38	-17.1	-17.1	-18.1	-0.2	-11.8	6.0	-15.2	5.5
한샘	2,217	105,000	188,500	105,500	17.8	3.28	-5.8	-8.7	-42.9	-41.7	-0.5	-25.5	-40.0	-35.9
LG하우시스	558	69,400	113,000	69,300	8.5	0.65	-4.3	-11.0	-36.6	-28.5	1.1	-5.6	-33.7	-22.8
에스원	3,300	96,800	107,000	85,500	20.9	2.56	6.1	0.3	0.2	-9.5	11.5	5.4	3.1	-3.8
금호산업	336	10,450	15,650	8,260	4.5	0.73	-21.7	-12.6	-6.7	9.9	-16.4	1.3	-3.8	15.6
Domestic Peers														
동부건설	180	9,590	15,950	9,320	3.6	0.52	-23.0	-18.0	-35.6	-5.1	-17.6	6.8	-32.7	0.7
동원개발	318	3,900	5,810	3,895	4.4	0.50	-14.9	-18.6	-20.6	-21.7	-8.9	-11.2	-43.1	-24.2
화성산업	160	14,350	17,900	13,650	4.7		-15.8	-7.4	-6.2	-5.3	-10.5	0.5	-3.3	0.5
서한	187	2,065	2,840	1,990	2.6	0.54	-15.7	-15.4	-19.0	-9.0	-9.8	-4.7	-41.5	-11.5
아이에스동서	768	27,750	44,100	27,000	7.1	0.71	-6.1	-8.1	-37.1	-20.3	-0.8	-3.6	-34.2	-14.5
SK디엔디	449	31,000	36,000	25,750	10.9	1.58	-3.6	5.1	-8.8	-7.9	1.8	11.8	-5.9	-2.2
서부T&D	447	9,610	13,455	8,727	36.9		0.1	-11.0	-27.1	-26.6	6.1	-8.3	-49.6	-29.1
리바트	420	22,800	32,700	21,400	9.9	1.01	1.8	-6.9	-4.6	-28.8	7.1	1.1	-1.7	-23.0
Global Peers														
Linde	38,481	177.5	194.6	158.3	20.2	2.27	0.4	-1.3	6.5	-1.8	3.3	7.6	7.3	2.9
Fluor	6,858	48.8	61.6	37.2	17.3	1.86	0.8	-19.0	8.2	-5.6	-0.3	-17.7	-4.1	-7.2
TR	1,801	27.6	35.3	22.7	19.9	3.14	8.1	4.0	-18.8	4.3	7.0	14.8	-10.1	8.5
Petrofac	2,669	584.4	651.8	397.3	9.2	2.47	3.1	-3.6	30.5	14.6	3.0	7.4	25.9	15.1
Technip	14,655	31.7	34.8	25.0	21.4	1.11	3.4	-4.8	16.6	1.4	2.3	4.8	4.3	-0.3
JGC	5,222	2,233	2,717	1,699	35.9	1.37	-2.0	-16.8	23.7	2.5	-0.2	-3.6	17.1	7.3
Saipem	4,655	3.9	4.2	2.9	32.0	0.85	9.0	25.2	21.3	3.6	7.3	27.3	17.1	5.1
KBR	2,520	17.9	21.6	14.7	12.4	1.47	1.7	6.9	18.4	-9.6	0.6	7.8	6.1	-11.3
Chiyoda	2,263	963.0	1,138.0	541.0	36.4	1.52	1.1	-14.6	44.8	16.0	2.8	-3.1	38.2	20.8
Toyo	264	759.0	1,454.0	755.0	17.5	1.08	-12.7	-33.4	-46.4	-41.6	-10.9	-26.1	-52.9	-36.9

자료: Datastream, SK 증권

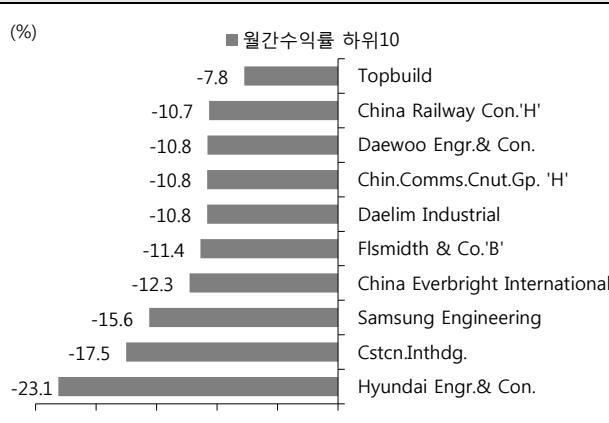
월간수익률 상위 10 - 건설/건자재



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 건설/건자재



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준

자료: Datastream, SK 증권

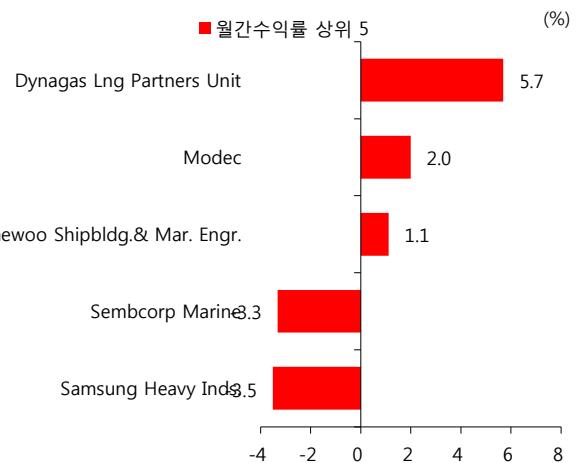


조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 빌만달러, 현지통화)	절대수익률 (%)						상대수익률 (%)			
	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD		
SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)				
현대중공업	6,330	102,000	173,964	92,368	NA	0.58	-11.7	-13.9	-39.2	6.5
현대미포조선	1,540	85,800	114,000	77,700	14.2	0.71	-8.1	-6.1	-20.6	9.0
삼성중공업	4,036	7,140	11,831	6,250	NA	0.63	-3.5	-3.9	-35.8	9.1
대우조선해양	2,597	27,000	44,800	13,900	9.8	0.79	1.1	7.1	-39.7	94.2
Global Peers										
Fincantieri SpA	2,308	1.2	1.5	0.9	16.0	1.46	-9.5	-10.4	22.0	-6.7
CCSS Offshore	1,654	13.3	29.2	12.4	44.2	1.72	-22.2	-32.3	-51.1	-50.0
CSSC Science & Tech	1,018	9.2	19.6	8.8	71.4	1.69	-16.3	-23.5	-46.0	-29.7
Dynagas LNG	290	8.2	15.8	7.7	19.6	1.31	5.7	2.5	-45.9	-24.7
MODEC	1,563	3,070	3,180	2,152	10.7	1.11	2.0	5.6	28.3	5.5
Reliance Def & Eng	129	12	65	12			-19.7	-33.2	-79.6	-81.6
Sembcorp Marine	3,127	2.0	2.8	1.6	57.2	1.69	-3.3	-3.8	21.8	10.9
Yanzijiang Shipbuilding	2,638	0.9	1.7	0.9	7.2	0.61	-4.7	-22.0	-25.2	-38.4

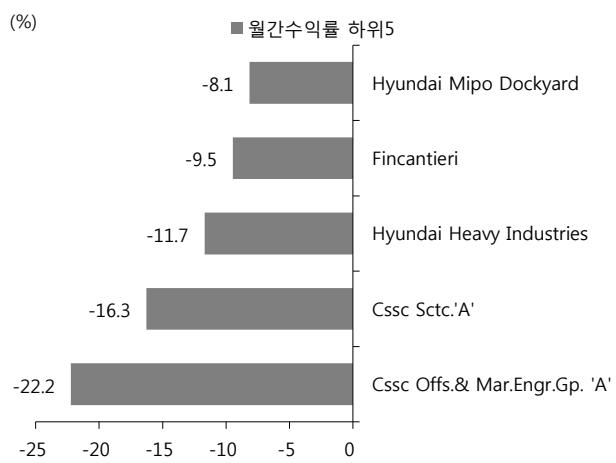
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 상위 5 - 조선



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 10 억달러 이상 기준
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 5 - 조선



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 10 억달러 이상 기준
자료: Datastream, SK 증권

