

본 자료의 원본은 2022년 6월 3일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 12 – 유트리티/철강: 꿈틀꿈틀] 입



▲ 유트리티/철강

Analyst 문경원

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

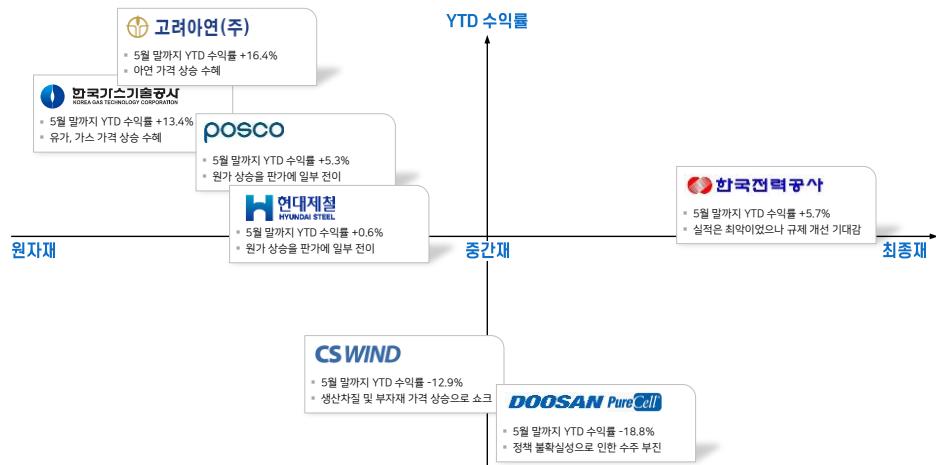
2022년 하반기 전망 시리즈 12 (해설판)

[유트리티/철강] 꿈틀꿈틀

- ✓ [1H22] 원자재 가격을 판가에 전이시킬 수 있는 기업들이 선방. SMP 상한제와 같은 규제 리스크가 큰 변수로 부각
- ✓ [유트리티] 우크라 사태 이후 재생에너지 및 수소의 역할 증대 예상, 특히 EU의 REPowerEU에 따른 재생에너지 투자 확대와 미국 BBB법안 통과 시 풍력 산업 최대 수혜 예상. 국내 역시 수소법 시행령, 4차 에기본, 12차 전기본과 신규 원전 계획 및 수출 관련 뉴스에 따른 정책 모멘텀 작용 예상
- ✓ [철강] 로컬화가 진행된 철강 산업과 달리 비철금속 산업은 중국 경기 악화 영향 받았던 피해만큼 경기 개선 시 수혜 가능 판단, 이와 함께 지속되는 스팟 TC 상승 추세에 따른 수혜 기대

Part 1 인플레이션, 당하고만 있을 수는 없다

그림1 인플레이션 영향에 따른 수익률 차별화 뚜렷했던 1H22



자료: 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 장기화에 따른
대응 규제 변수가 중요한 시기

인플레이션은 2021년 초 이후 약 1년 반 동안 유트리티/철강 섹터 내의 주가 차별화 요인으로 작용했다. 그러나 앞으로는 금리 인상 및 경기 둔화 사이클에서 인플레이션의 지속성에 의문 부호가 붙고 있기 때문에 '인플레이션 수혜주'에 주목하는 투자 전략은 Upside보다 Downside가 크다고 판단된다.

오히려 인플레이션이 장기화되며 SMP 상한제 등 규제 변수 및 산업 내의 대응이 나타나고 있다는 점에 주목할 필요가 있으며, 이러한 인플레이션 대응 책과 그 영향이 주가의 변곡점으로 작용할 수 있는 시기가 오고 있다.

**한국전력 대규모 적자에도 불구하고
요금 인상이 어려운 상황**

**적자폭 완화하는 방향으로의
규제 변수 기대**

[한국전력] 유트리티 대형주 중 B2C 사업자는 한국전력이 유일하며 소비자와 맞닿아 있는 만큼 판가 조정도 까다롭다. 소비자 물가 상승이 예상되는 가운데, 요금 인상은 물가 부담 완화에 비해 후순위다. 사채 발행 금액이 확대되고 있으나, 최소 2023년 말까지는 전력공사법 전력채 발행 한도를 넘지 않고 자금 조달이 가능하다. 그러므로 물가 상승 부담이 완화되는 2023년 초까지는 인상 어려워 보인다.

허나 실적과 규제 변수는 개선 중이다. 1Q22 역대 최악 적자 확인 후, SMP 상한제를 포함한 각종 규제 논의가 이루어지고 있다. SMP 하락 및 상한제 효과 반영하여, 당사 영업적자 전망치는 4월을 저점으로 개선 중이다. 총괄원가 기반 정상적 이익 발생 시, 1,250원 내외의 DPS를 받을 수 있는 배당주로서의 잠재력이 있다. 이에 연내 요금 인상 뉴스 플로우에 따라 Trading은 가능하다고 판단된다.

그림2 한국전력 사채 추이: 내년까지 자금 조달 문제없을 전망

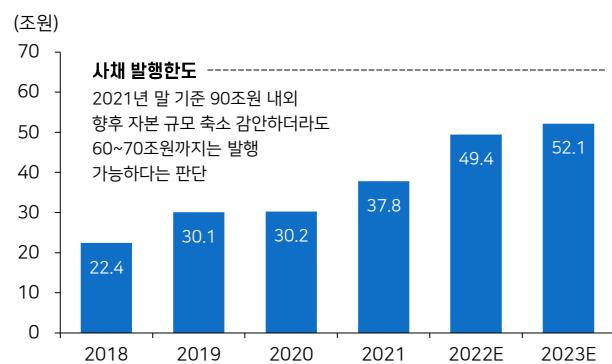
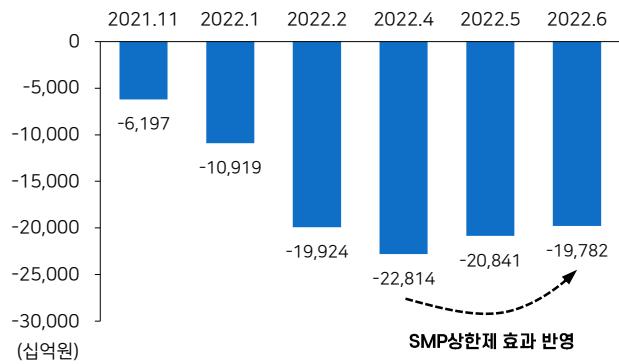


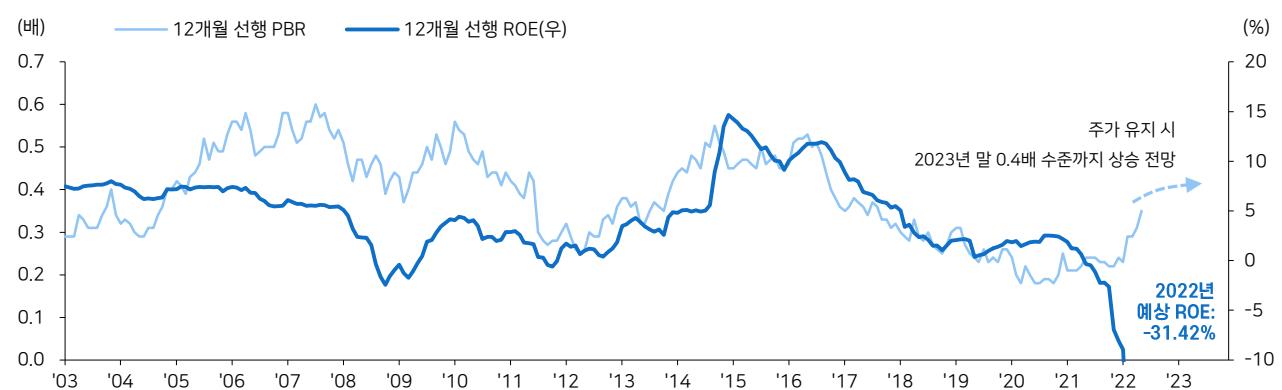
그림3 한국전력 올해 영업적자 전망: 규제 변수로 적자폭 축소



**영업 정상화 시에 따르는
밸류에이션 정상화 수반 가능성
→ Upside에 대한 물음표**

하지만 밸류에이션이 큰 리스크로 존재한다. 컨센서스 기준 12개월 선행 PBR은 약 0.32배, 현 주가 유지 시 2023년 말 BPS 기준 0.35배까지 확대될 전망이다. 이는 BPS 하락으로 인한 밸류에이션 상승이며, 2010년 이후 평균 PBR은 0.35~0.40배 수준이다. 악화되는 영업 상황과 달리 밸류에이션은 평균 수준이며 ROE가 정상 수준까지 개선이 되더라도 추가적인 밸류에이션 Upside는 의문이다.

그림4 한국전력 12개월 선행 PBR vs 12개월 선행 ROE: ROE가 정상화되더라도 PBR Upside는 크지 않음



원가 부담에 따른 풍력사의
마진율 저하와 선택적 수주

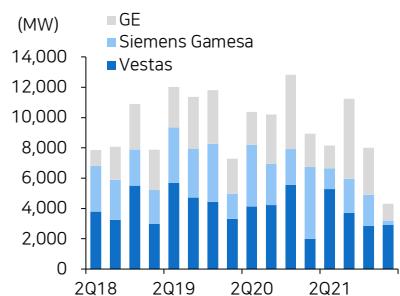
[풍력] 러-우크라 사태로 인한 원재료 가격 급등으로 글로벌 풍력 3사는 대규모 적자를 기록했다. 그리고 2022년 내에 원가 부담이 지속될 것이라는 터빈사들의 코멘트, 원가 전이 가능 계약에만 선택적 수주하여 신규 수주가 감소했다.

하지만 발전사들의 실적이 개선되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 1Q22 글로벌 발전 5개사들의 합산 EBITDA는 2017년 이후 최고치 기록했다. 이는 글로벌 경기 불황임에도 불구하고 전력 ASP 상승으로 마진이 확대되었기 때문이다.

전력 = 필수재: 꾸준한 소비
시장 가격, 원가 연동의 경우
가격 상승 불가피
→ 전력 ASP 상승과 마진 확대
→ 기자재 가격 인상 수용 기대

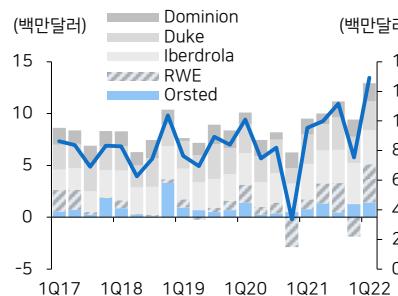
대부분의 국가에서 전력 시장은 경매 시장에서 수급을 통해 결정되거나, 원가에 연동된다. 전력은 필수재이기 때문에 가격이 비싸다고 해서 소비를 줄이기는 어렵다. 이에 유럽 지역에서 스팟 전력 가격은 2021년 초 대비 3~4배 상승했으며 미국, 유럽에서의 PPA(발전사-수요자 간 직접 계약) 가격 역시 20~40% 내외 상승했다. 이런 전력 판가 상승, 발전사 실적 개선세와 함께 기자재 가격 인상을 받아들일 수 있는 여건이 마련된 상황이다.

그림5 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 추이



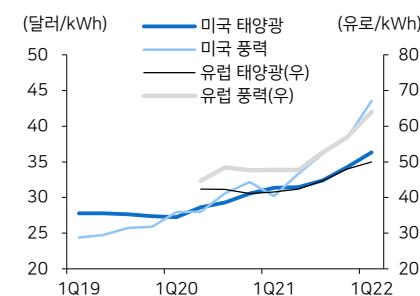
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 발전사들의 EBITDA 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국, 유럽 PPA 가격 추이

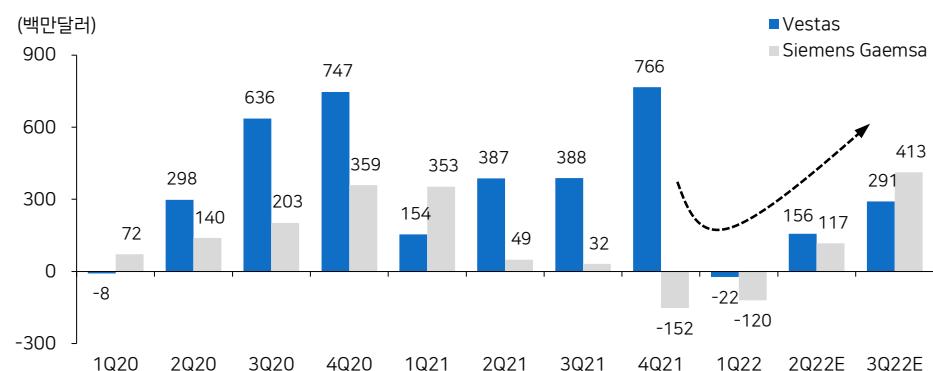


자료: LevelTen Energy, 메리츠증권 리서치센터

풍력 터빈 업체들의 실적 저점은
1Q22

최근 원자재 가격 변동성 완화와 ASP 상승에 힘입어 글로벌 풍력 터빈 업체들의 수익성은 1Q22를 바닥으로 반등할 전망이다. 2H21 이후에도 수익성 개선에 대한 기대감이 있었으나 러-우크라 사태를 비롯한 공급망 변수로 적자폭이 오히려 확대되었다. 그러나 ASP 상승이 2H21부터 본격화된 점, 금리 상승 등 인플레 완화 압력이 작용하고 있는 점을 감안할 때 실망스러운 결과가 반복될 가능성은 낮다.

그림8 풍력 터빈 업체들의 EBITDA 컨센서스: 1Q22를 저점으로 수익성 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

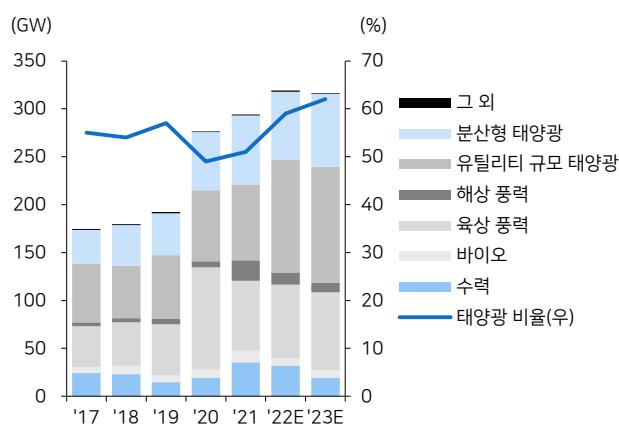
재생에너지 설치량 전망: 풍력에 비해 상대적으로 안정적인 태양광

지역별로는 유럽이 메인,
미국 시장이 변수로 작용

IEA에 따르면 수력 제외 재생에너지 설치량은 내년까지 +3.4% 증가할 전망이다. 재생에너지 설치량 중 태양광 비중은 내년까지 62%로 증가할 전망이다. 이는 태양광이 공급망 차질에 따른 재료 가격 상승 영향이 상대적으로 덜하기 때문이다. 또한 태양광은 상대적으로 기술적 성숙도, 원가 경쟁력이 높아 정책(ex. 미국의 세제혜택)에 대한 민감도가 낮기 때문이다.

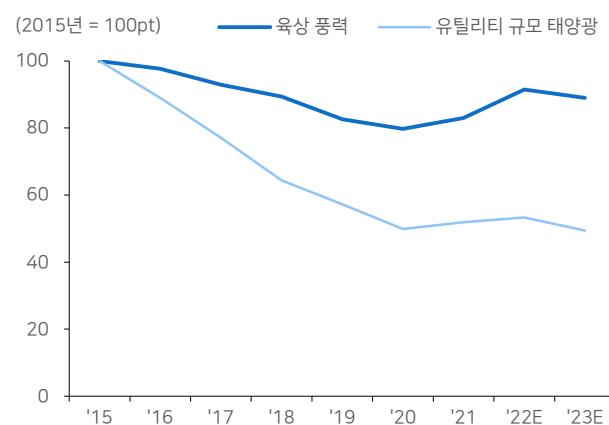
2022년 주요 지역별 재생에너지 설치량 증가율은 EU +13.4%, 미국 -12.9%이다. EU는 RePower EU 등 정책적 지원에 힘입어 성장을 이어갈 전망이나, 미국의 설치량 반등은 기대하기 힘들다. 이는 재생에너지에 대한 세제혜택 법안이 통과되고 있지 않기 때문이다. 이에 향후 Build Back Better 통과 여부 등 정책적 변수에 주목할 필요가 있다.

그림9 재생에너지 설치량 전망



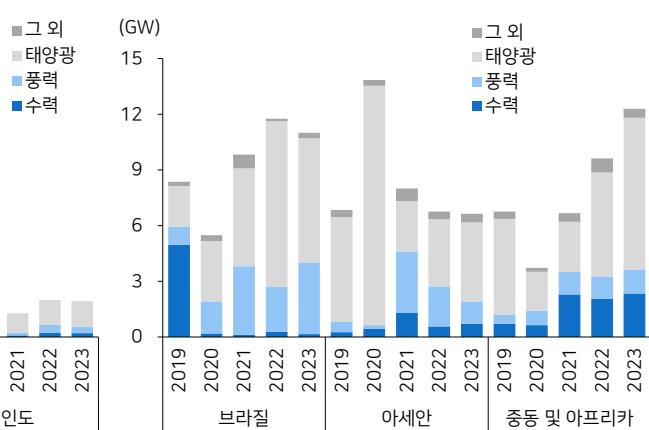
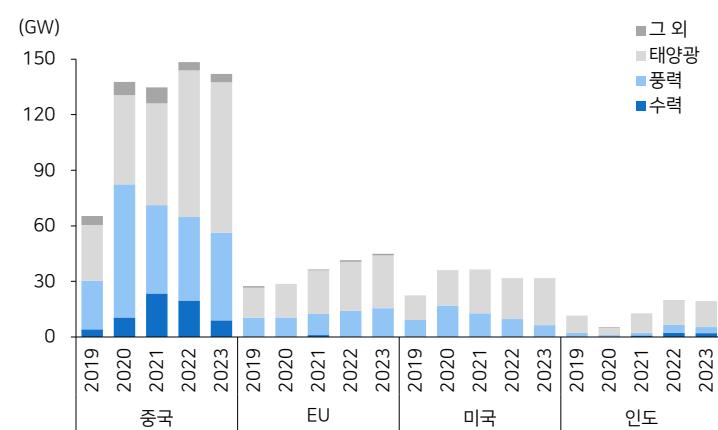
자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

그림10 재생에너지 설치비용 추이: 인플레이션 영향 더 커진 풍력



자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

그림11 지역별 재생에너지 설치량 전망



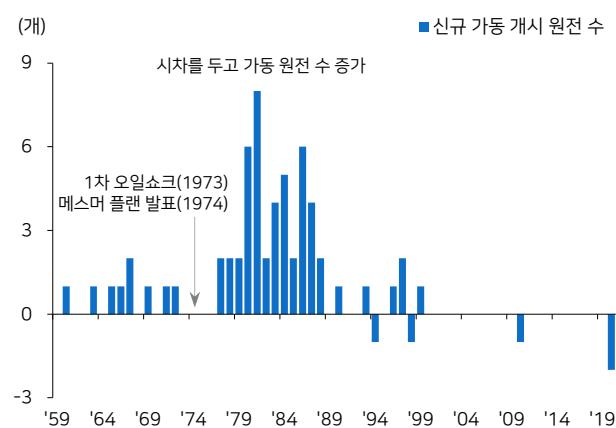
자료: IEA(2022년 5월 전망), 메리츠증권 리서치센터

Part 2 진짜 전쟁은 이제부터 시작

에너지 전쟁으로 새로운 에너지원 출현 가속화 전망

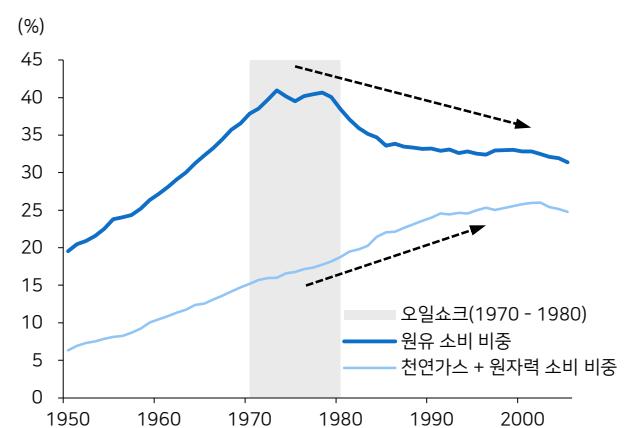
단기적으로는 공급망 차질이 기업 실적에 미치는 영향이 부각받고 있으나, 중장기적으로는 정부 에너지 정책 방향에 주는 영향에 더 주목할 필요가 있다. 1973년 오일 쇼크 이후 프랑스 '메스머 플랜' 등 정부 정책 변화를 기반으로 원전 및 원자력의 에너지 소비 비중이 증가했듯, 현 에너지 위기도 서방을 중심으로한 재생에너지, 수소 확대 정책 등을 통해 새로운 에너지원의 출현을 가져올 것이다.

그림12 1970년대 프랑스 메스머 플랜: 원자력 발전 증가



자료: World Nuclear Association, 메리츠증권 리서치센터

그림13 석유에서 천연가스/원자력으로: 에너지 정책이 주도



자료: Paolo Malanima(2018), 메리츠증권 리서치센터

RePower EU를 통해 러시아로부터의 에너지 독립 추진

[RePower EU] EU는 러시아산 화석 연료 대체를 위한 정책 패키지 'RePower EU'를 발표했으며, 이에 따라 2027년까지 2,100억 유로의 투자를 통해 러시아 화석연료에 대한 의존도를 '0'으로 낮출 계획이다. 우선 LNG 확대 등 단기적 조치를 통해 100bcm을 감축하고(vs2021년 러시아 가스 수입량 155bcm), 이후 2027년까지 에너지 효율화와 재생에너지 확대로 67bcm 추가 감축할 계획이다.

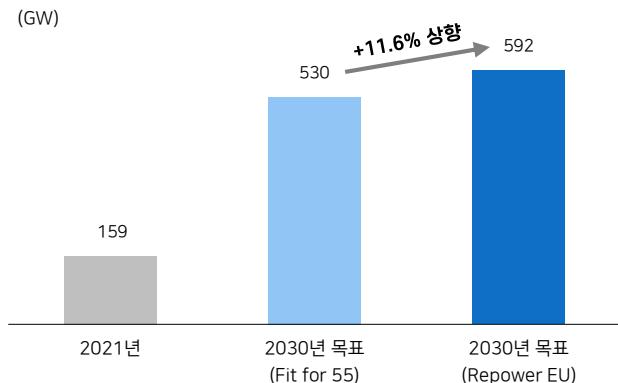
그림14 Repower EU: 유럽은 어떻게 러시아 가스를 대체하는가?



자료: 메리츠증권 리서치센터

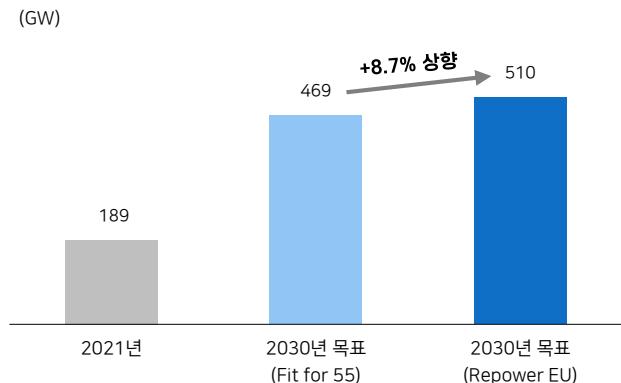
에너지 안보는 재생에너지에 대한 강력한 투자 유인이다. EU는 2021년 'Fit for 55'를 통해 재생에너지 비중 목표 2030년 40%(vs 2019년 20%)를 제시, 1년도 채 지나지 않아 금번 RePower EU를 통해 이를 45%로 상향(발전 비중 기준 69%)하였다. 2030년 기준 태양광, 풍력 발전용량 목표는 +11.6%, +8.7% 상향하였다. 수소 관련 목표는 더욱 큰 폭으로 증가했는데, 정유/화학 등 산업 내 수요 증가를 감안하여 2030년 EU 수소 수요 전망을 2,000만톤으로 약 3배 상향했다.

그림15 Repower EU: 태양광 설치 목표



자료: 유럽의회, BNEF, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Repower EU: 풍력 설치 목표



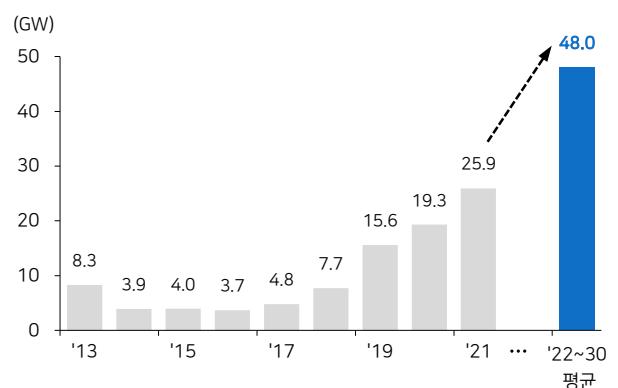
자료: 유럽의회, WindEurope, 메리츠증권 리서치센터

RePower EU 실현을 위해 태양광, 풍력 시장 2~3배 확대 필요

계획대로라면 2030년까지 EU는 매년 약 48GW의 태양광, 36GW의 풍력 설비를 설치해야 한다(2021년 태양광 설치량 23GW, 풍력은 11GW). 이는 현 EU 시장 규모 대비 각 설치량이 2~3배 커져야하는 상황이며, 단기적으로 공급망 차질이 완화된 이후에는 이러한 정책적 유인이 시장 확대로 이어질 가능성이 높다.

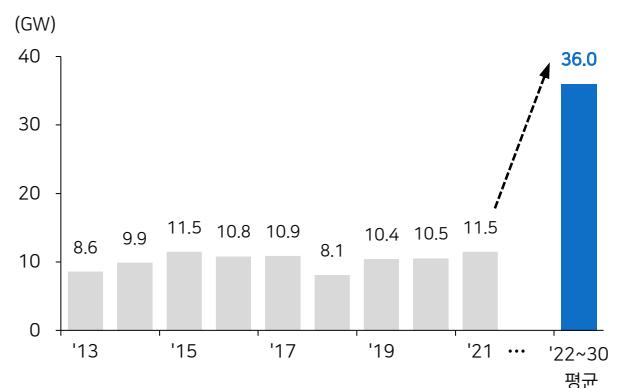
특히 설치 기간이 타 재생에너지 대비 짧은 지붕형 태양광에 대한 정책이 강력하다. 1) 인허가 기간이 최대 3개월로 단축되며, 2) 신규 공공, 상업용 빌딩은 2026년부터, 주택은 2029년부터 지붕형 태양광 설치가 의무화된다. 이는 단기적으로 러시아 가스에 대한 효과적 대책 수단이기 때문이다. 이와 함께 풍력 발전 인허가 단축을 위한 가이드라인 역시 제시하여 중단기적 대책을 마련하는 상황이다.

그림17 EU 태양광 설치량 추이 및 전망



자료: 유럽의회, IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림18 EU 풍력 설치량 추이 및 전망



자료: 유럽의회, IEA, 메리츠증권 리서치센터

Build Back Better,
중간 선거 전, 9월까지 통과 예상

[Build Back Better] 5월 10일 바이든 대통령이 연설을 통해 인플레 대응 방법으로 기존의 Build Back Better 부양책, 에너지와 생활비 부담 완화 지속 추진, 친환경 투자 통한 에너지 효율성 개선, 그리고 육아 및 의료비 개선 등을 언급했다. 협상의 여지가 없다고 반대하던 조 맨친 상원의원은 중간선거 전인 9월 말까지는 결론내려야한다는 취지의 발언을 통해 입장 전환 가능성을 보이고 있다. 이와 함께 일부 상원의원들은 6월 말까지 결론이 내려져야 한다고 발언하는 상황이다.

표1 'Build Back Better' 2차 패키지에 담길 세제 혜택 내용 정리

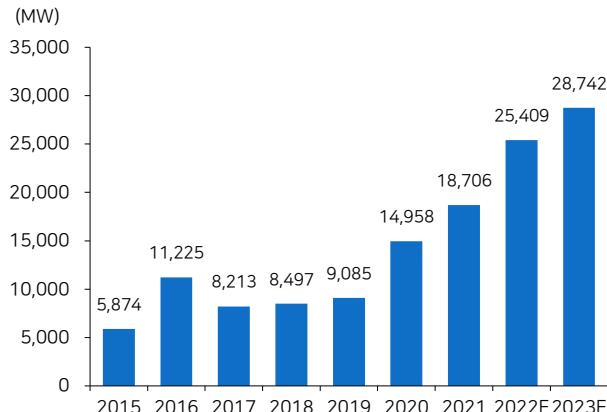
PTC	풍력	■ 0.5센트/kWh의 PTC지급(or 보너스 2.5센트/kWh)을 2031년까지 연장. 2032~33년까지는 이전의 60% 수준 지급	~2033년까지
	태양광	■ 0.5센트/kWh의 PTC지급(or 보너스 2.5센트/kWh)을 부활. 2031년까지 지급하고 2032년은 이전의 80%, 2033년에는 60% 지급	
	수력, 지열 등	■ 수력, 지열 등도 PTC 지급 대상에 포함. 2031년까지 지급하고 2032년은 이전의 80%, 2033년에는 60% 지급	
	원자력	■ 탄소 배출이 낮은 원자력 발전소에 대해 0.3센트/kWh(or 보너스 1.5센트/kWh)의 보너스 크레딧 지급.	~2026년까지
ITC	태양광	■ 태양광, 지열에 대한 기존 ITC 지급을 2031년까지 연장(기본 6%/or 보너스 30%). 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후(2%/10%)로 조정	~2036년까지
	기타 친환경	■ 연료전지, 마이크로터빈, 열병합, 소형 풍력, 바이오가스, 폐기물, 해상풍력 ITC 지급을 2031년까지 연장 (기본 6%/or 보너스 30%). 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후 크레딧 지급 없음	
	ESS, 선형발전기	■ ITC 지급을 신설. 2031년까지 기본 6%/or 보너스 30%. 2032년(5.2%/26%), 2033년(4.4%/22%)에 각각 하향 조정. 2034년 이후 크레딧 지급 없음	
	전력 인프라	■ ITC 지급을 신설. 2031년까지 기본 6%/or 보너스 30%.	
기타	탄소 포집	■ 발전, 산업 시설에서 포집: 지층 저장 시 탄소 톤당 10달러(or 보너스 50달러) 지급. 탄소 사용 시 탄소 톤당 7달러(or 보너스 35달러) 지급	~2031년까지
		■ 공기 중 직접 포집:지층 저장 시 탄소 톤당 36달러(or 보너스 26달러) 지급. 탄소 사용 시 탄소 톤당 26달러(or 보너스 130달러) 지급	
연료	SAF	■ SAF(Sustainable Aviation Fuel) 1갤런 당 1.25달러(탄소배출 저감률이 50%를 초과할 시 1%p 당 or 0.01달러)의 보조금 지급	~2031년까지
	청정 수소	■ 10년 동안 수소 kg당 0.6달러(or 보너스 최대 3.0달러) 크레딧 지급. 보너스 지급 기준은 개질 수소 대비 탄소 배출량을 얼마나 저감했느냐	~2029년까지
에너지 절약	건물	■ 비상업적 시설의 에너지 효율 증대 시, 세제 혜택을 비용 대비 10%에서 30%로 확대. 총 크레딧은 1,200달러로 제한	~2033년까지
	주택	■ 주택 태양광, ESS, 연료전지, 소형 풍력, 히트펌프 등에 대해 2031년까지 30% 세제 혜택 제공. 2032년 26%, 2033년 22%	
운송	전기차	■ 플러그인 전기차에 인당 최대 12,500달러의 보조금 지급. 수소차에도 확대 적용 ■ 전기차 충전소에 6% 세제 혜택 제공(10만달러 초과 분에 대해서는 4%, 보너스 크레딧은 30%/20%)	~2031년까지

자료: 메리츠증권 리서치센터

Build Back Better,
민감도가 높은 섹터는 풍력

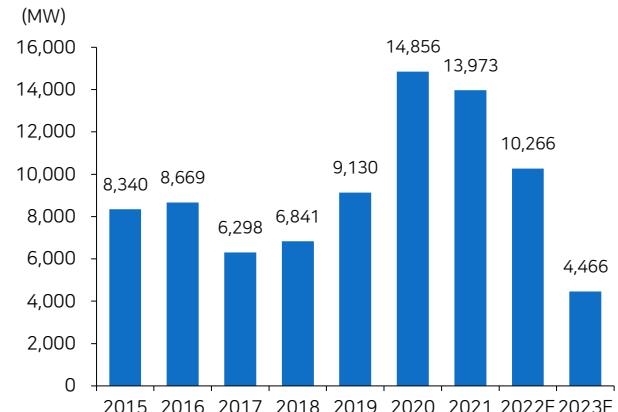
친환경 섹터 내 Build Back Better에 대한 민감도가 가장 높은 섹터는 풍력과 수소이다. 미국 EIA는 BBB 통과를 감안하지 않더라도 2022년, 2023년 미국 내 태양광 설치 규모가 지속 성장할 것으로 전망한 반면, 풍력 설치량은 2022년 약 -30% 내외로 감소할 것으로 전망한다. 거꾸로 말해서, 풍력의 원가 경쟁력이 태양광 대비 떨어지는 상황이기에 BBB 통과로 세제 혜택을 적용할 시 프로젝트 수익성 변동폭이 더욱 크기 때문에 태양광보다 풍력에 더 큰 영향을 끼칠 것이다.

그림19 EIA의 미국 내 태양광 설치량 전망



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 EIA의 미국 내 풍력 설치량 전망



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

국내 수소법 본회의 통과
→ 연말까지 구체화 예정

[국내 수소법] 국내에서의 정책 모멘텀은 수소 섹터에 주목되고 있다. 수소는 태양광, 풍력과는 달리 현 상황에서 100% 내수 산업이라고 해도 과언이 아니기 때문이다. CHPS(Clean Hydrogen Portfolio Standard)를 비롯한 수소법 개정안이 5월 29일 국회 본회의 통과, 6개월 경과한 날부터 시행이므로 11월말까지 구체화된 시행령이 발표될 전망이다. 수소법에 따르면 2023년 5월까지 인허가 받은 연료전지 사업자는 RPS에 편입 가능하므로, 2023년 수주가 집중될 가능성성이 높다.

표2 수소법 개정안 주요 내용 정리

조항	내용
제25조의5 (청정수소의 판매 · 사용 의무 등)	① 산업통상자원부장관은 청정수소의 보급을 촉진하기 위하여 필요하다고 인정하는 경우 대통령령으로 정하는 바에 따라 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에게 수소 판매량 또는 사용량의 일정 비율 이상을 청정수소로 판매하게 하거나 사용하게 할 수 있다. 1. 수소연료공급시설의 운영자, 2. 수소를 원료 또는 연료로 사용하여 온실가스 배출을 줄일 수 있는 사업을 영위하는 자로서 대통령령으로 정하는 자
제25조의6 (수소발전량 구매 · 공급 등)	① 산업통상자원부장관은 대통령령으로 정하는 수소발전량을 구매하게 하거나 공급하게 할 수 있다. ② 산업통상자원부장관은 수소경제 이행 촉진을 위하여 수소발전 입찰시장을 개설할 수 있다. ④ 제1항에 따라 구매하게 하거나 공급하게 할 수 있는 수소발전량은 다음 각 호의 사항을 고려하여 연도별로 대통령령으로 정한다. 1. 제5조에 따른 기본계획, 2. 「전기사업법」제25조에 따른 전력수급기본계획, 3. 수소발전 관련 시설의 설치 및 가동 현황 4. 「기후위기 대응을 위한 탄소중립 · 녹색성장 기본법」제8조에 따른 종장기 국가 온실가스 감축 목표, 5. 그 밖에 산업통상자원부령으로 정하는 사항 ⑥ 산업통상자원부장관은 구매 · 공급자가 구매 · 공급량의 이행에 소요되는 비용을 대통령령으로 정하는 바에 따라 전기사용자의 전기요금에 반영하여 회수할 수 있도록 하여야 한다.
제25조의8 (과징금)	① 산업통상자원부장관은 판매 · 사용의무자가 판매 · 사용의무를 이행하지 아니한 경우에는 그 부족분에 대하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 해당 연도 최고등급 청정수소의 시장가격과 해당 연도 일반수소의 시장가격 간의 차액을 기준으로 그 금액의 100분의 150을 곱한 금액의 범위에서 과징금을 부과할 수 있다.
부칙 제1조 (시행일)	이 법은 공포 후 6개월이 경과한 날부터 시행 한다.
부칙 제2조 (신 · 재생에너지 공급인증서의 발급에 관한 특례)	① 이 법 시행 이후 수소에너지 및 연료전지에 대하여는 신 · 재생에너지 공급인증서(이하 "공급인증서"라 한다)를 발급하지 아니한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 수소에너지등에 대하여는 그러하지 아니한다. 1. 이 법 시행 당시 「신에너지 및 재생에너지 개발 · 이용 · 보급 촉진법」제12조의9제2항에 따라 제정된 공급인증서 발급 및 거래시장 운영에 관한 규칙에 따른 공급인증서 발급대상 설비를 통하여 생산하는 수소에너지등, 2. 이 법 시행 전 「전기사업법」제7조제1항에 따라 발전사업의 허가를 받은 자 중 이 법 시행 후 1년 이내에 「전기사업법」제61조 제1항에 따라 공사계획의 인가를 받거나 같은 조 제3항에 따라 신고한 자 가 해당 인가 · 신고 등과 관련한 설비를 통하여 생산하는 수소에너지등. 이 경우 수소에너지를 생산하는 자가 공급인증서를 발급받으려는 경우에 한정한다. ② 제1항 단서에 따라 공급인증서가 발급된 수소에너지등에 대하여는 이 법 제25조의6제1항에 따른 수소발전량으로 인정하지 아니한다.

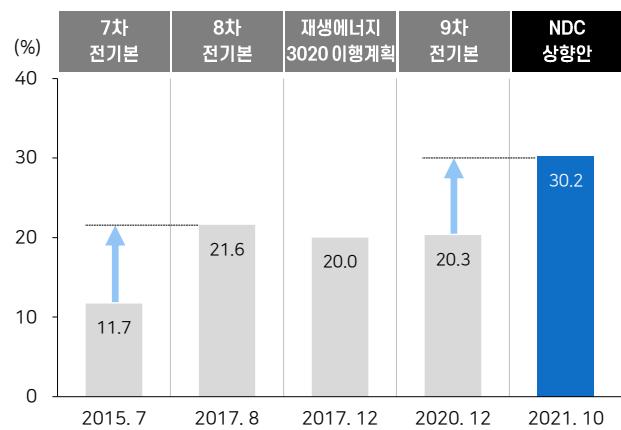
자료: 법제처, 메리츠증권 리서치센터

발표 예정인

4차 에기본, 10차 전기본 통해
원자력 관련주 모멘텀 작용 가능

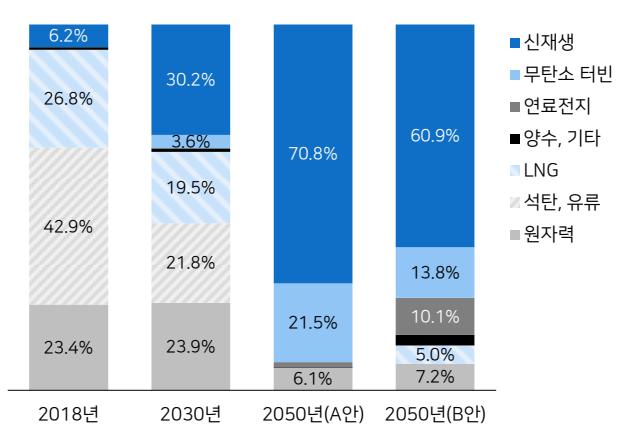
[국내 4차 에기본, 10차 전기본] 수소법 외에도 4차 에너지기본계획(7월 예상), 12월 발표된 10차 전력수급기본계획에도 주목할 필요가 있다. 그동안 재생에너지 발전량 비중 목표가 지속적으로 상향되어왔으나, 이 두가지 계획안을 통해 하향 조정되고, 반면 원자력 발전 비중이 상향될 가능성성이 높다. 10차 전력수급기본계획에 포함이 될 신규 원전 프로젝트에 관련된 일자와 규모에 대한 구체적 내용이 원전 관련주들의 주가 모멘텀으로 작용 가능할 것으로 보인다. 그 외에도 수소법의 기반이 되는 수소터빈 및 연료전지 설치량 목표에도 주목할 필요가 있다.

그림21 2030년 기준 재생에너지 발전 비중 목표 상향 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 NDC 상향안의 발전 믹스 전환 계획 (2021.10)



자료: 메리츠증권 리서치센터

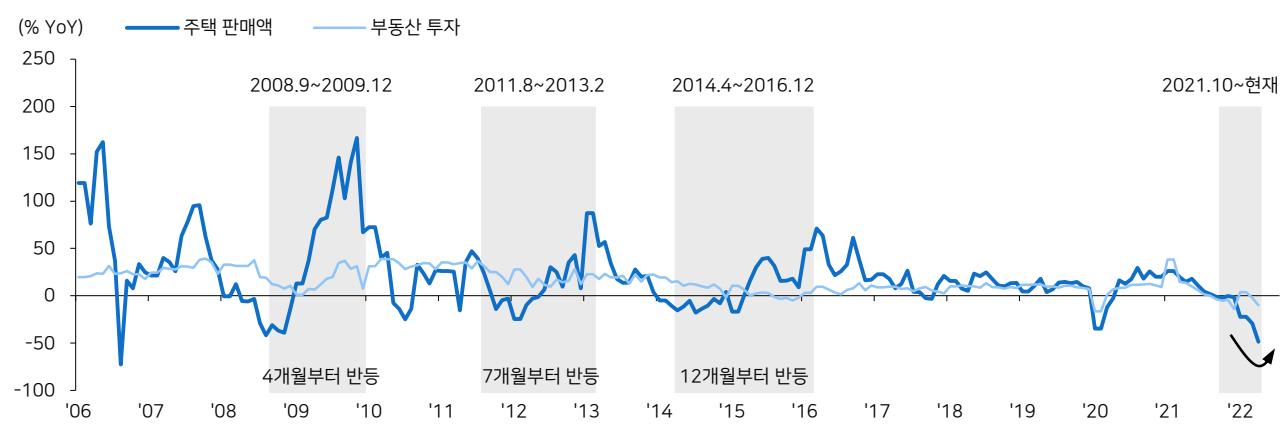
이러한 내수 시장과 별개로, 원전 수출 시장은 에너지 위기 대응, 러시아로부터의 에너지 독립 관점에서 확대 중이다. 이에 하반기 동안 영국, 카자흐스탄, 네덜란드, 필리핀 프로젝트 관련 뉴스 플로우가 계속해서 구체화될 전망이다.

Part 3 철강: 시장을 읽는 문법이 달라졌다

중국 경기 부양책에 따른 중국
부동산 투자 및 판매 반등 기대

[철강] 철강 산업 최대 투자포인트는 중국 정부의 경기부양책이라고 할 수 있다. 5월 15일부터 전국 모기지 기준금리를 사실상 35bp 인하, 2020년 부동산 규제 이후의 첫 완화 움직임을 보였다. 과거 부양책 실시 이후 4~12개월 이후 부동산 투자 및 판매가 반등했었으며, 디벨로퍼들의 신용 문제와 제로 코로나 정책으로 반등 강도가 과거보다 약할 수 있으나, 2021년 말부터 부양이 본격화된 점을 고려했을 때 보수적으로 4분기부터 부동산 거래량 확대가 예상된다.

그림23 과거 3차례 부동산 부양 기간과 거래량 반등 시사점: 빠르면 하반기부터 개선 기대

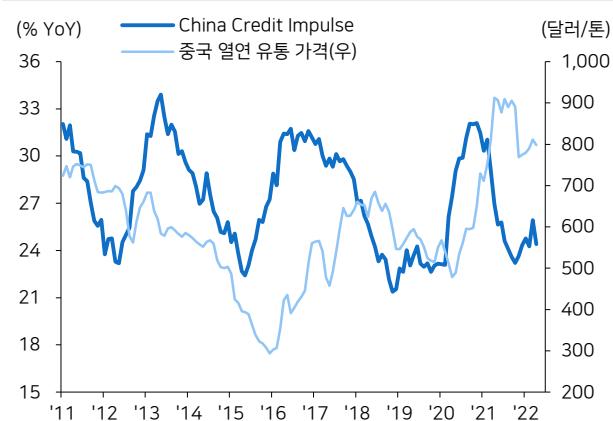


자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

경기 부양책의 효과는 6개월 후에
철강 가격에 영향 예상

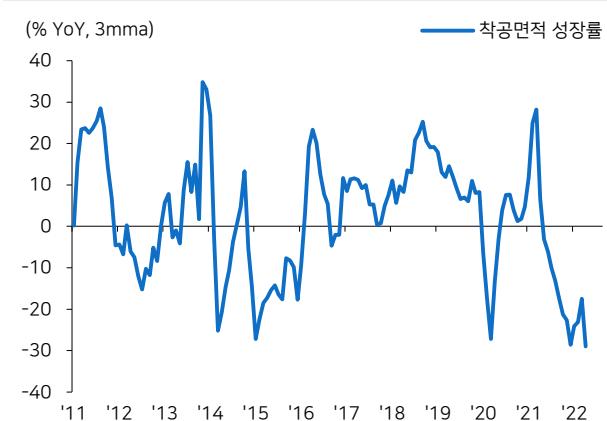
경험적으로 중국 철강 가격은 유동성 공급에 약 6개월 후행하여 변동한다. China Credit Impulse는 11월을 바닥으로 12월부터 소폭 반등했다. 이에 중국 철강 가격은 5월 이후 본격적인 상승이 예상되며, 현재 착공면적이 -20~30% 감소하는 등 건설 업황은 좋지 않으나 4Q22부터 개선세가 예상된다.

그림24 유동성에 약 6개월 후행해 움직였던 중국 철강 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 중국 착공면적 추이: 올해 -20~30% YoY 감소 중



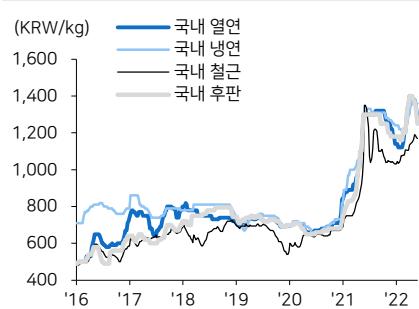
주: 3개월 이동평균

자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

국내-중국 Decoupling이 철강주들의 견조한 실적으로 연결

이처럼 완만한 개선세가 예상되는 중국 부동산 경기, 철강 가격이 국내 시장에 호재로 작용할지는 의문이다. 국내 철강 시장은 중국 경기 침체기였던 2H21 이후에도 높은 수준을 유지해왔다. 이는 중국의 수출량 감소로 중국 경기가 국내 시장에 미치는 영향력이 감소했기 때문이다. 이런 수출량 감소는 중국 정부의 수출 통제와 해상 운송 차질 때문인 것으로 파악된다. 이에 1Q22 POSCO, 현대제철는 실적 서프라이즈를 기록하기도 했다. 중국 경기가 안좋을 때 영향을 덜 받았기 때문에, 경기가 개선됐을 때의 수혜도 제한적일 것이다. 그리고 6월 이후 경기 부양을 통해 수출이 늘어나다면 국내 시장에 대한 영향력이 확대될 전망이다.

그림26 국내 강종별 유통 가격 추이



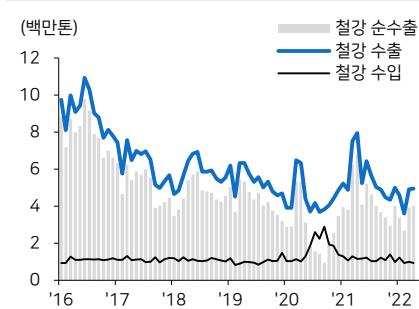
주: 각 강종별 대표 제품 기준
자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림27 중국 강종별 유통 가격 추이



자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중국 철강 순수출 추이



주: 반제품 수출입 제외
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

중국 철강사들의 수출 확대 유인은 충분한 상황 지금은 일시 중단 상태

중국 철강사들의 열연 스프레드는 100달러를 소폭 웃도는 수준으로, 고정비 및 부자재 가격을 고려할 때 상당수의 철강사들은 적자를 기록하고 있을 것으로 판단된다. 이런 상황에서 정책 측면, 물류 측면에서의 제한이 없어진다면 중국 철강사들이 타 국가로의 수출 물량을 늘릴 유인은 충분하다고 보여진다.

2021년 업황을 도왔던 감산 정책, 지금은 일시 중단 상태

현재 중국의 고로 가동률은 90% 수준으로 상승했으며, 이는 2021년 감산 정책 실행 이전 수준으로 회귀한 것이다. 수익성 악화에도 고로사들은 최소한의 고정비 커버를 위해 고로를 가동 중이다. 2022년 조강 생산량은 전년 대비 감소하고 있으나, 이는 감산 정책이 아닌 수요 감소 때문이다. 친환경 정책이 경기 부양에 비해 후순위로 밀린 상황에서 공급 측면의 도움은 없다고 볼 수 있다. 이러한 수요 부진이 지속된다면 중국 시장 내 재고는 확대될 전망이다.

그림29 중국 열연 스프레드 추이



주: 철광석(호주 수출가), 유연탄(중국 내수 유통가)
자료: Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림30 중국 고로 가동률 추이



주: 당산은 126개, 전국은 247개 고로 대상 표본 조사
자료: My Steel, 메리츠증권 리서치센터

그림31 중국 조강 생산량 추이



자료: WSA, 메리츠증권 리서치센터

중국 수요 회복에 베팅한다면
철강보다는 비철금속

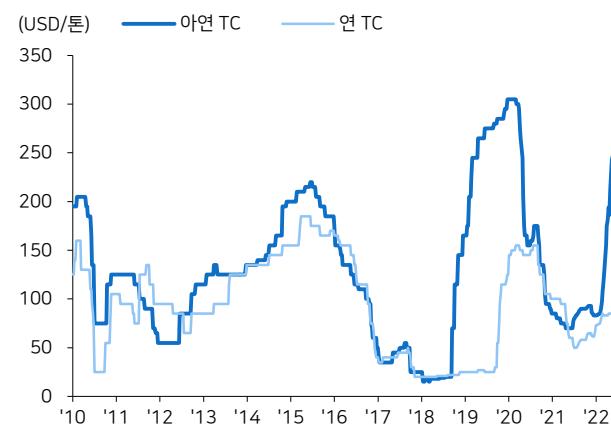
[비철금속] 중국 부동산 경기 회복에 투자한다면 아연을 비롯한 비철금속 밸류체인에 주목할 필요가 있다. 로컬화된 철강 산업과 달리 비철금속 가격은 국제적으로 표준화되어 있고, 제련소들의 에너지 수급 차질로 가동률 하락과 스팟 TC 상승 추세도 지속되고 있다. 4월 이후 최대 비철금속 소비처인 중국의 경기 하강과 비철금속 가격이 동반 하락한 바 있던 만큼 개선 시 수혜도 가능하다.

그림32 아연 및 중국 열연 가격 추이: 4월 이후 동반 하락



자료: 광물자원정보서비스, Steeldaily, 메리츠증권 리서치센터

그림33 아연/연 스팟 TC 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

철강, 비철금속 전반적으로
밸류에이션 부담은 없는 상황

철강, 비철금속 대표 종목들의 12개월 선행 PBR을 살펴보면, POSCO와 현대제철은 역사적 평균을 밑돌며 고려아연 역시 역사적 평균 수준이다. 시클리컬 산업 특성상 단기적 투자전략은 밸류에이션 매력보다는 주요 지표(가격, 스프레드) 추세에 따라 결정하는 것이 현명하기에 고려아연이 긍정적이다. 특히 고려아연은 재생에너지, 수소, 2차전지(동박) 사업에서 자체적 역량 확대, 더불어 LG화학과의 JV를 통해 사업 영역을 확대하고 있어 중장기적 밸류에이션 Re-rating이 전망된다.

그림34 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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