

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 7일 발간된

[2023년 전망 시리즈 11 - 유트리티/건설: 거인의 어깨에 올라서서] 입



▲ 유트리티/건설

Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 11(해설판)

[유트리티/건설] 거인의 어깨에 올라서서

- ✓ [2023] 유트리티/건설 섹터 내에서 2023년 주목해야 할 정책 모멘텀은 한국의 원전 수출, 미국의 풍력 시장 성장, 사우디의 네옴시티 건설 등
- ✓ [유트리티] 원전 수출의 수혜를 입을 수 있는 한전KPS, 미국 풍력 시장 성장 최대 수혜인 씨에스원드를 주목. 전력 요금 인상을 기대할 수 있는 한국전력 역시 주목
- ✓ [건설] 네옴, 원전 관련 모멘텀을 모두 받을 수 있는 현대건설에 주목. 2023년 화공 수주 본격화되는 삼성엔지니어링과 주택 부문 리스크 제한적인 DL이앤씨에도 관심 필요

Part I 2022년 Review

2022년 유트리티/건설 섹터에는 정책 변수의 영향력이 강해졌으며, 실적 변수의 영향력이 축소되었다. 실적 변수 영향력 축소의 배경은 1) 정부의 규제(ex. 정부의 전기 요금 정책), 2) 매크로 환경(ex. 금리 인상)에 따라 이익이 결정되는 상황이었으며 이는 실적 불확실성 확대로 이어졌다.

2023년에도 경기 하강이 지속되는 가운데 정책 모멘텀이 주가를 좌우할 전망이다. 결국 1) 어떠한 산업에 정책 모멘텀이 집중이 되는지, 2) 경기 불확실성을 견뎌낼 수 있는 체력이 있는지에 대해 주목해야한다.

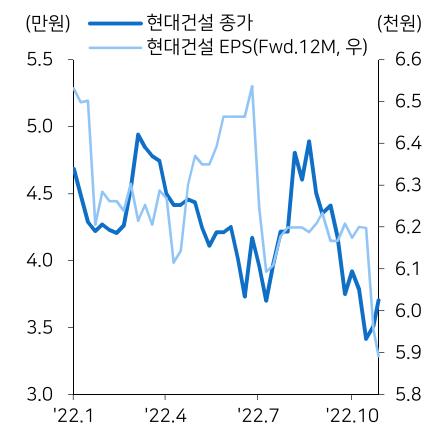
그림1 한국전력 주가 vs 선행 EPS



그림2 씨에스원드 주가 vs 선행 EPS



그림3 현대건설 주가 vs 선행 EPS



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 유틸리티 한국의 원전과 미국의 풍력

[원전] 폴란드 원전 수출이 가시화되고 있으며, 남은 변수는 수주 규모이다. 2~4기 건설을 계획하고 있으며, 양국은 부지 조사 등 절차를 마친 이후 구체적인 자금 조달 및 프로젝트 규모를 연말까지 확정하기로 계획하고 있다. 통상 1기 당 50억 달러 초반대를 가정할 경우, 총 수주 규모는 15~30조원일 것이나 산자부 제2차 판은 엘다바 원전(4기, 42조원)보다 수주 규모가 클 수 있다고 언급했다. 그리고 폴란드 원전과 함께 타임라인이 확정된 체코(2024년 확정)와 별개로 영국, 카자흐스탄, 네덜란드, 필리핀 등 잠재적 프로젝트 추가 수주를 기대할 수 있다.

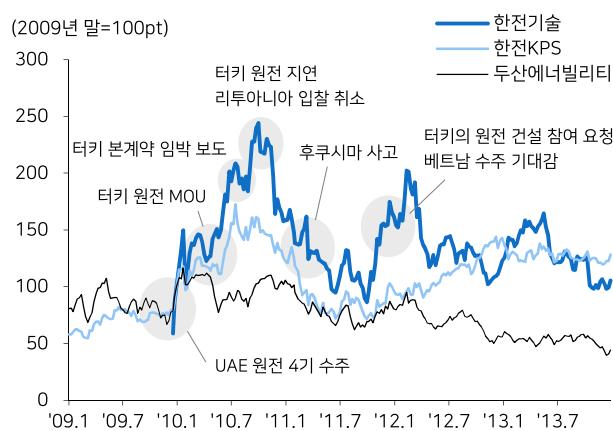
그림4 국내외 원전 사업 타임라인



자료: 메리츠증권 리서치센터

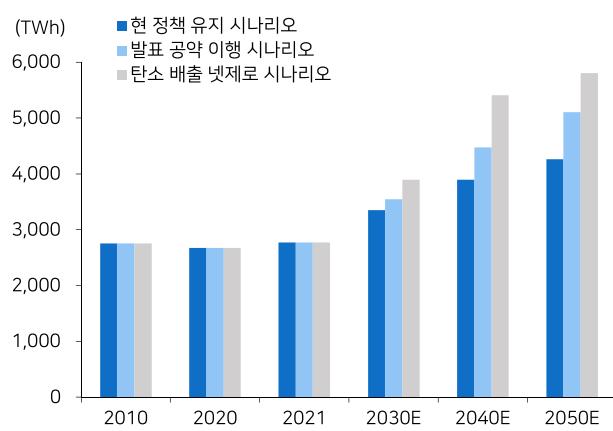
2009년 말 UAE 원전 수주 이후 관련주들의 주가 흐름을 되돌이켜보면, 터키/베트남 등 다음 수주 관련 뉴스 플로우가 주요 주가 변수로 작용했다. 물론 후쿠시마 사태 이후 원전 프로젝트들이 연이어 취소되면서 현실화된 수주는 없었으나, 과거와 달리 현재는 중장기적 원자력 발전량 확대의 초입에 있으니만큼 과거 사례를 반복할 가능성은 낮다는 판단이다.

그림5 2010년대 초반 원전 사이클



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 원자력 발전량 전망: 원자력 발전량 확대 초입



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

한국 수주 흐름과는 별개로 미국 Westinghouse 수주 활동에도 주목할 필요가 있다. Westinghouse는 폴란드, 중국 등지에서 신규 착공을 계획하고 있으며 이에 따라 관련 벤류체인들의 수주가 기대된다. 두산에너빌리티의 경우 원자로를 포함한 일부 주기기 공급이 예상되며(현재 가동 중인 AP1000에 모두 공급), 현대건설은 Westinghouse와 함께 지난 5월 원전 EPC 우선협상권을 포함한 MOU를 체결하였다.

한전KPS는 고평가 일색인 원전 벤류체인 내 합리적 벤류에이션(2023년 기준 PER 14.3배, PBR 1.2배) 강점이 부가된다. 그리고 2022년까지 매출액 상승세 대비 노무비 상승폭이 더 커 감의 불가피하나, 2023년부터는 추가적인 성과급, 충당금 반영이 제한적인 상황으로 보여 드디어 중의이 예상된다.

한전기술의 경우, 매출액 인식은 착공 시점부터 이뤄지기 때문에 2026년 이후 폴란드 원전 관련 매출 인식 예상된다. 신한울 3,4호기와 폴란드 원전이 모두 매출액에 반영되는 시점에서 연간 8,000억원 내외의 매출액이 가능하다. 인건비가 원가의 50%를 차지하는 원가 구조 상, 영업레버리지 효과가 강하게 발생하며 이익률도 개선될 전망이다.

두산에너빌리티는 원전 관련 수주 기회가 풍부하다. 2022년 이집트 엘다바 원전 1.3조원을 비롯한 2023년 신한울 3,4호기 2.5조원, 폴란트 루비아토프-코팔리노 (Westinghouse 향) 1~2조원 규모로 추정된다. 아직 규모는 미정이나 2024년 폴란드 풍트누프(한수원 향), 2025년 체코(한수원 향) 수주를 기대할 수 있는 상황이며 Nuscale 향 SMR 관련 연간 5,000억원 이상 수주가 기대된다. 2023년 수주는 올해 수주 가이던스 7.9조원 보다 커질 가능성 높아보인다.

그림7 한전KPS 실적 추이 및 전망

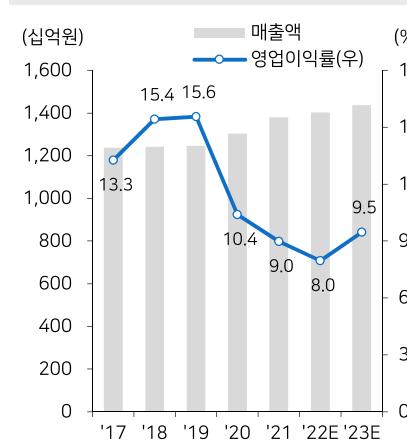


그림8 한전기술 실적 추이 및 전망

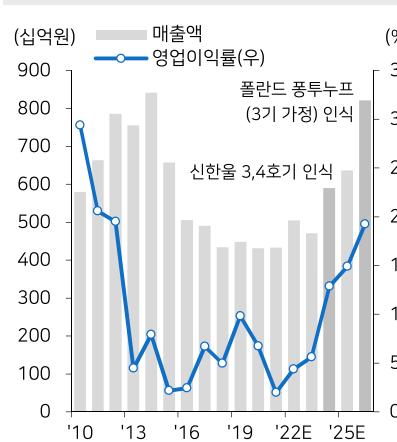
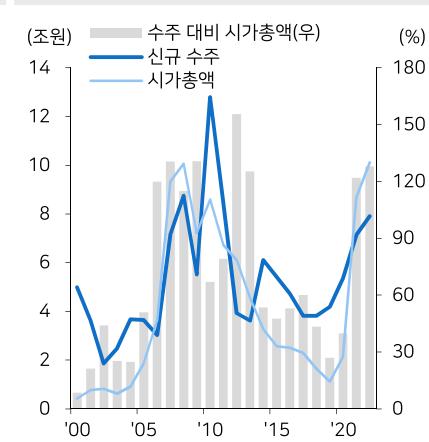


그림9 두산에너빌리티 수주 대비 시총



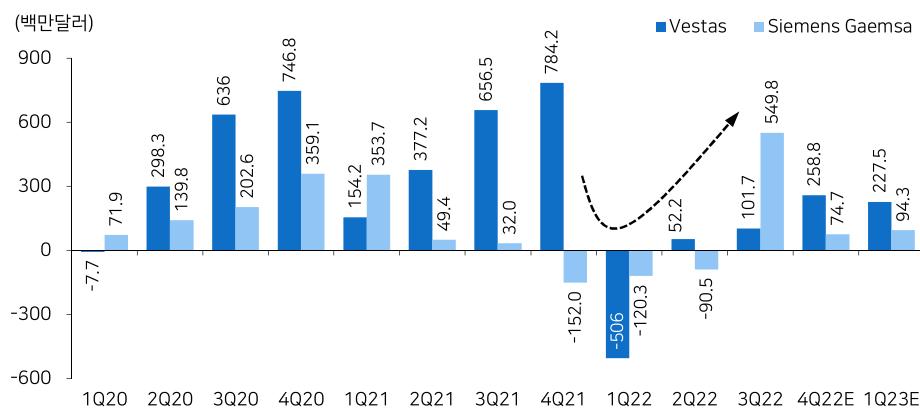
자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

[풍력] 풍력 업체들은 단기적으로 마진 하락을 겪고 있는 상황이나, IRA에 따른 중장기적 업황 개선은 확실하다. 2022년 풍력 터빈 업체들의 주가 하락 요인은 실망스러운 마진이었다. 대표 풍력 터빈 업체인 Vestas, GE는 모두 컨센서스를 하회하는 3Q22 실적을 기록하였다. 주요 요인으로는 원자재 가격 상승 및 공급망 차질로 인한 제품 인도 지연을 꼽았다. 다만 1Q22를 저점으로 수익성이 반등하는 방향성이 분명하며, 원자재 가격 하락분이 후행적으로 반영됨에 따라 반등은 점차 가속화될 전망이다.

그림10 풍력 터빈 업체들의 EBITDA 컨센서스: 1Q22를 저점으로 수익성 반등

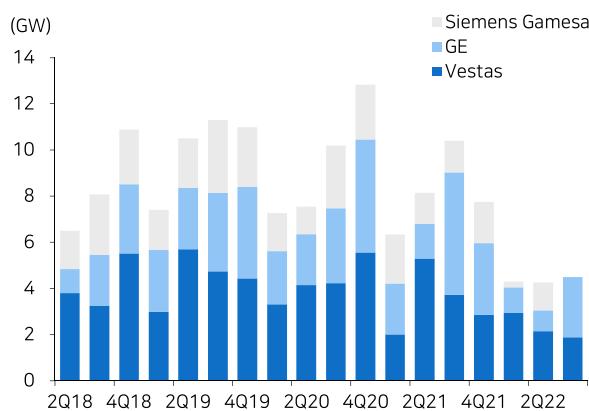


주: 3Q22 Vestas EBITDA는 잠정치, 3Q22 Siemens Gamesa EBITDA는 추정치

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

앞으로의 신규 수주는 개선되고 있으며, ASP도 꾸준히 상승하고 있어 수익성 개선 기대가 가능하다. 손익과는 달리 수주 측면에서는 지속적인 개선이 관찰 중인데, 3Q22 수주 규모의 경우 미주 및 유럽 지역에서의 회복은 꾸준히 관찰되고 있다. 그리고 2022년 상반기부터 본격적으로 수주 ASP가 증가하고 있기 때문에 이런 수익성 개선과 동반하여 2023년 수주 규모의 지속적인 성장을 전망한다.

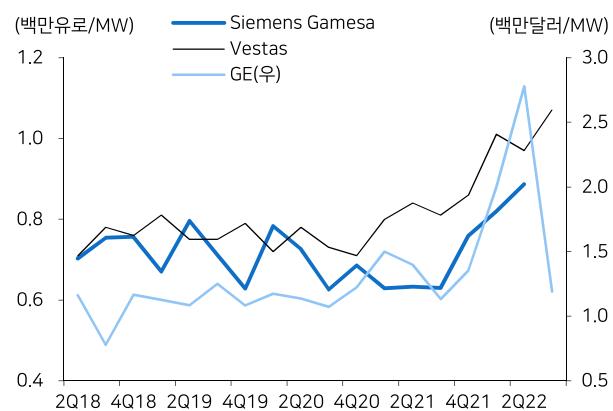
그림11 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 추이



주: 3Q22 Siemens Gamesa 수주 규모는 미발표

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 ASP 추이



주: 1) GE는 전체 재생에너지 사업부의 수주를 GW 단위로 놓은 것

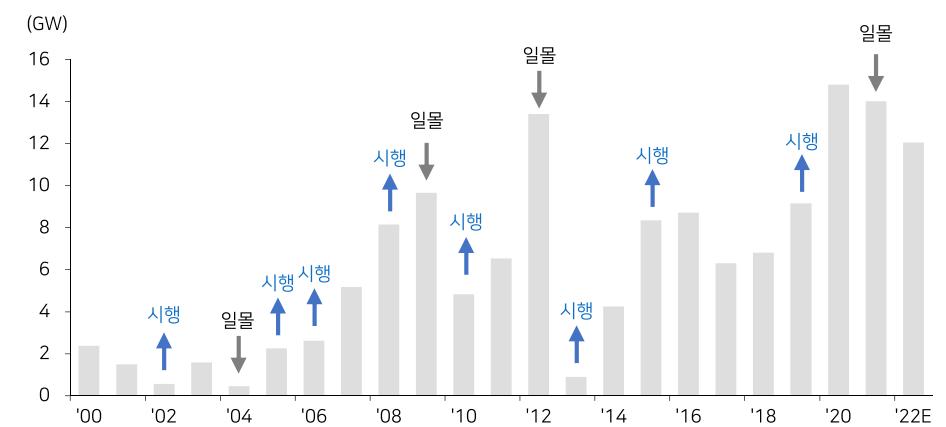
2) 3Q22 Siemens Gamesa ASP는 미발표

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2023년에는 전반적인 풍력 밸류체인이 회복하는 가운데, 부진했던 미국 시장의 반등 여부가 전체 시장의 가장 큰 변수가 될 전망이다. 2022년 미국 시장에서 태양광과 달리 풍력의 설치량은 뚜렷하게 감소했으나, 이는 세계 혜택(PTC)의 종료(2021년 말)와 태양광 대비 긴 풍력의 설치 기간이 부담으로 작용했기 때문이다. IRA에 포함된 풍력 세제혜택(PTC) 연장 법안과 풍력 터빈 시장의 공급망 차질 완화를 통해 우호적인 환경이 조성될 것으로 보인다.

그리고 역사적으로 PTC 시행에 따른 설치량 증가가 확연히 돋보이며, 이번 IRA를 통해 또 다시 상승세를 보일 것이다. PTC 일몰 시 뚜렷한 설치량 감소, 시행 시 뚜렷한 설치량의 증가가 나타나왔으며 이는 발전사가 시행 시기에 집중하여 발주를 내기 때문이다. IRA 통과로 인해 2023년 이후 10년 동안 PTC가 다시 시행 확정되면서 풍력 설치량이 반등할 전망이다.

그림13 과거 PTC 시행/일몰에 따른 미국 풍력 설치량 전망

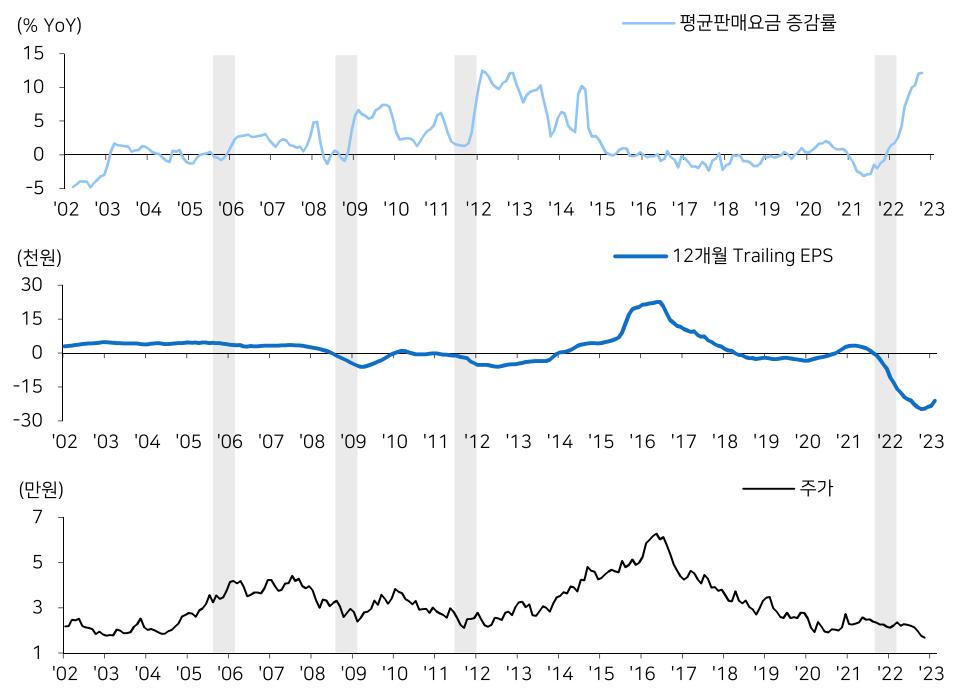


자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

미국 풍력 시장 확대에 따라 미국에 공장이 있는 풍력 업체에게 주목할 필요가 있다. IRA는 또한 품목 단위 세액공제(MTC)를 포함하고 있는데, 국내 업체들의 주력 수출 품목인 풍력 타워의 경우 초안 상 3센트/W의 세액 제공이 제안된 상태이다. 이는 풍력 타워 ASP의 15~20%에 해당하는 수준이다. 최종적인 시행령 내의 세액 공제 범위에 변동이 있을 수는 있지만, 세액 공제의 강도를 떠나 어찌되었든 미국 내에 공장을 가지고 있는 업체가 유리하다는 점은 분명하다. 이에 공격적인 미국 공장 충설을 준비 중인 씨에스윈드에 주목할 필요가 있다.

【한국전력】 한국전력의 주가와 이익의 상승 사이클은 요금 인상으로부터 시작한다. 적자일 때 요금을 올리는 경우가 많기 때문에 인상 당시에는 주가가 곧바로 반응하지 않지만, 이후 원자재 가격 하락과 이익 안정화가 이어지면서 주가도 동반 상승했다. 2022년 하반기부터 공격적인 요금 인상을 이어가고 있는 지금이 매우 적기라는 판단이다.

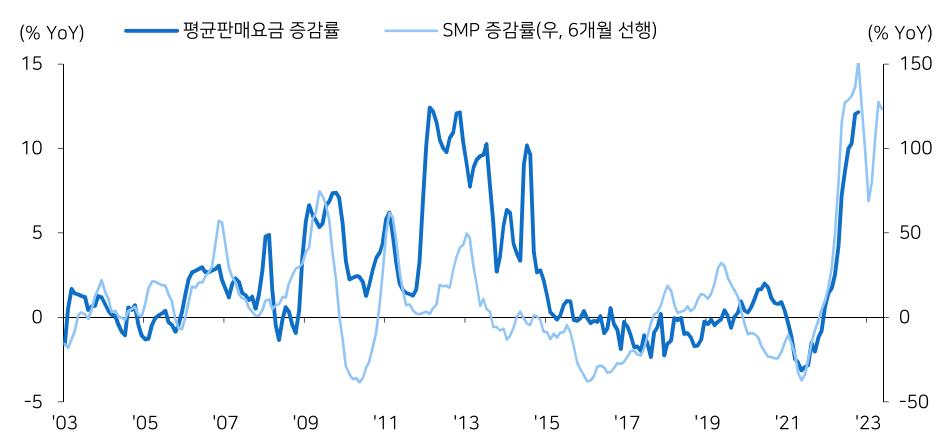
그림14 한국전력 요금 상승 전환기



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 요금 인상 당위성은 그 어느 때보다 강한 상황이다. SMP 증감률과 판매 요금 증감률 사이에는 6개월 간의 시차가 존재해왔기 때문에 이번 연말~연초 중 2023년 기준연료비 조정을 기대할 수 있다. 분기별로 조정하는 연료비 조정단가 보다 큰 폭의 요금 인상이 결정될 가능성이 높다. 2022년 물가 상승 압박 속에서도 20원/kWh가 넘는 요금 인상이 이뤄졌다는 점을 감안하면, 2023년 요금 인상은 인상 폭이 문제일 뿐 추가 인상 가능성은 매우 높은 상황이다.

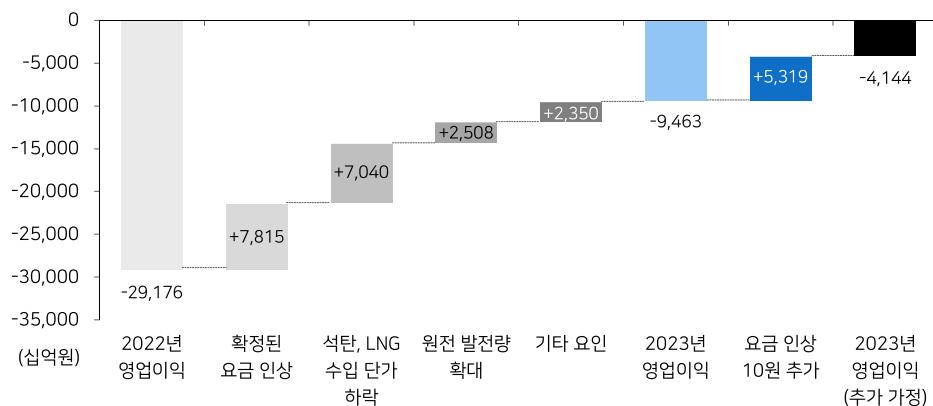
그림15 SMP 추이 vs 판매요금 증감률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

한국전력의 2023년 영업이익 개선 항목을 살펴보자. 일단 확정된 요금 인상만으로도 2023년 7.8조원의 영업이익 개선, 원자재 가격 하락 효과 역시 7.0조원의 이익 개선(SMP -20%, 석탄 발전 단가 -13%, 가스 발전단가 -35%), 원자력 발전량 증가로 2.5조원의 이익 개선이 가능하다. 이 경우 19.7조원의 이익 개선으로 2023년 -9.5조원의 영업적자가 예상되는데, 이는 컨센서스 -14.8조원보다 높은 수준이다. 만약 2022년의 절반 정도의 10원/kWh 정도의 추가 요금 인상이 이뤄진다면 연간 영업적자 규모는 -4.1조원 수준으로 낮아지며, 하반기부터는 흑자전환도 가능하다고 보여진다.

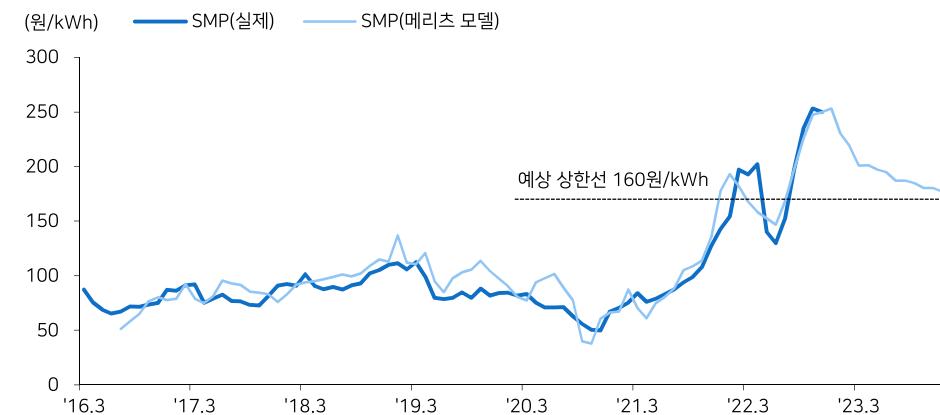
그림16 한국전력 2023년 영업이익은 어떻게 개선되는 걸까



자료: 메리츠증권 리서치센터

SMP 상한제 역시 기대 요소이다. 언론에 따르면 11월 국무조정실 심의를 거쳐 이르면 12월 시행 예정이며, 3개월 동안 한시적으로 도입하고 상한 가격 역시 초안(10년 평균 SMP의 125%)보다 완화하는 것이 골자이다. 원자재 가격과의 시차 및 스팟 비중을 고려한 메리츠의 추정 상 SMP는 11~12월 정점을 기록하고 2Q23 이후 200원/kWh 이하로 감소할 것으로 예상하고 있다.

그림17 SMP 추이 및 전망



주: 메리츠 모델은 2023년 연말 두바이유 84달러/배럴을 기준 LNG 스팟 가격(JKM), 유가 등과의 래깅 관계 고려 계산
자료: 전력거래소, 메리츠증권 리서치센터

[한국가스공사] 한국가스공사의 주가 흐름은 전통적으로 유가에 연동된 모습을 보여왔다. 다만 2011~2013년, 2021년~현재 등 미수금 우려가 확대되는 시기에는 미수금 우려가 주요 변수로 작용해왔다. 과거 미수금 확대 사이클의 정점은 2014년이었으나, 2013년 해외 광구(모잠비크) 가치 재평가로 주가 상승은 그보다 일찍 찾아왔다. 2023년에는 해외 사업 관련 모멘텀이 부재한 상황에서, 미수금 Peakout 여부가 가장 큰 주가 변수로 작용할 것으로 보인다.

그림18 한국가스공사 주가 vs 유가



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

2022년 11월 기준 발전용 요금(35.87원/MJ)과 주택용 가스 도매요금(18.39원/MJ) 사이의 요금 괴리율은 95%. 도시가스용 요금 전체 평균(24.57원/MJ)과의 괴리율은 46%이다. 즉, 주택용 요금 95% 인상이 이뤄져야 미수금 증가가 멈출 수 있다. 4Q22~1Q23 도시가스용 도매 판매량이 전년 동기 대비 같고 1,347만 톤) 민수용 비중도 일정하다고 가정한다면, 연말까지 9조원 이상의 미수금이 쌓일 수 있으며, 1Q23 말에는 12조원 이상의 미수금이 쌓일 수 있는 상황이다(추가 요금 없다고 가정). 이처럼 미수금 정점 시기는 확신할 수 없는 상황으로 가스 요금 인상 추이를 확인해야 할 것이다.

한국가스공사 본격적인 반등 시기는 2023년 하반기부터로 예상한다. 미수금 급등 시기인 동절기에도 별다른 규제 조치가 없다면 미수금에 대한 정부 정책 스탠스에 대해 확신을 가질 수 있으며, 2023년부터는 본격적인 배당 반등이 가능하기 때문이다. 2022년 환차손으로 인해 배당 기대치가 연초 대비 많이 내려온 상황이지만, 이는 오히려 2023년 배당 기대감을 키워주는 요소이다. 추가적인 환율 상승이 없다면 2023년에는 2,500원 이상의 DPS가 가능하며 환율 안정화 시 3,000원 이상의 배당도 가능할 것으로 보인다.

Part 3 건설 사우디의 네옴

[국내 주택] 건설사 밸류에이션이 역사적인 저점을 간신히 넘어서 역으로 주택 분양 시장 반등에 대한 관심도 커지는 중이다. 분양 물량의 반등을 기대하기 위해서는 먼저 매매량의 반등이 관찰돼야하는데, 아직 반등을 기대하기는 이른 시기로 보인다.

주택 분양 시장 악화의 근본적 원인은 금리 상승과 경기 부진에 따른 부동산 수요자들의 구매 능력 약화이다. 과거 주택담보대출 금리와 분양/인허가 비율 사이에는 뚜렷한 음의 상관관계가 존재했다. 현재 금리 수준 대비 분양 물량이 감소 폭이 오히려 적은 점, 2023년 상반기까지 추가적인 주택담보대출금리의 상승이 예상되는 점을 감안하면 향후 추가적인 분양 물량 감소도 우려되는 상황이다.

그림19 인허가 대비 분양 비율은 금리의 함수: 금리가 잡히기 전까지 분양 시장 반등 어려움



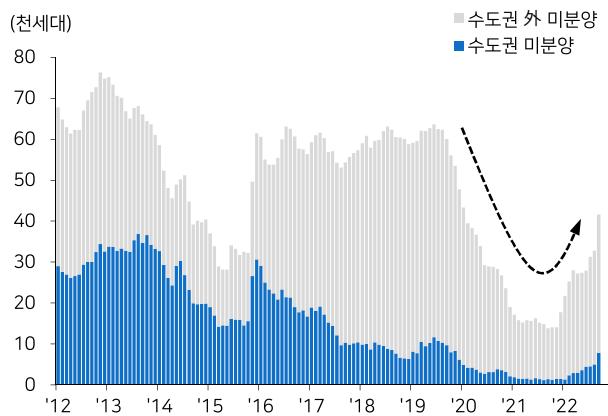
주: 인허가, 분양 물량은 12개월 평균 기준으로 계산

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

따라서 지금은 주택 시장의 반등 시점보다는 하락 시 발생할 수 있는 미분양 리스크에 주목할 필요가 있다. 시공사에게는 책임 준공 의무가 있기 때문에 악성 미분양 주택이 늘어날 시 공사비에 대한 대손 리스크가 발생할 수 있는 상황이다. 다행히 현재 악성 재고로 분류되는 준공 후 미분양 물량 증가폭은 크지 않아 아직 대손 리스크가 가시화되었다고 보기 어렵다. 준공 전 미분양의 경우 최악의 경우 할인 판매 등을 통해 재고를 해소할 수 있으며, 이 경우 시행사의 사업수지는 악화되지만 시공사 입장에서 시공비는 회수가 가능할 것이다. 혹여나 준공 후 미분양이 늘어나더라도 그 시점은 2023년말~2024년 초가 될 가능성이 높다.

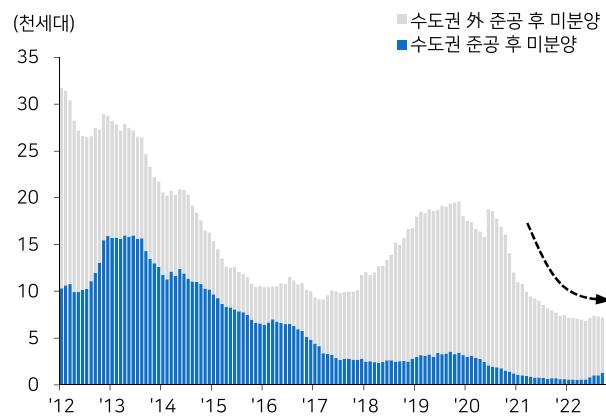
다만 지방에서의 미분양 리스크는 지속적인 모니터링이 필요하다. 2022년 9월 기준 전국 미분양 물량 중 41%가 대구, 경북 지방에서 발생하는 등 수도권과 지방 주택 시장의 간격이 심화되는 중이다. 미분양 물량이 지방 위주로 증가하고 있는 점은 대형 건설사보다는 중소형 건설사들에게 더 위협적이다. 다행이도 규제지역 해제 등 정책적인 효과로 7월 이후 미분양 물량 증가세는 주춤하고 있다.

그림20 전국 미분양 물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

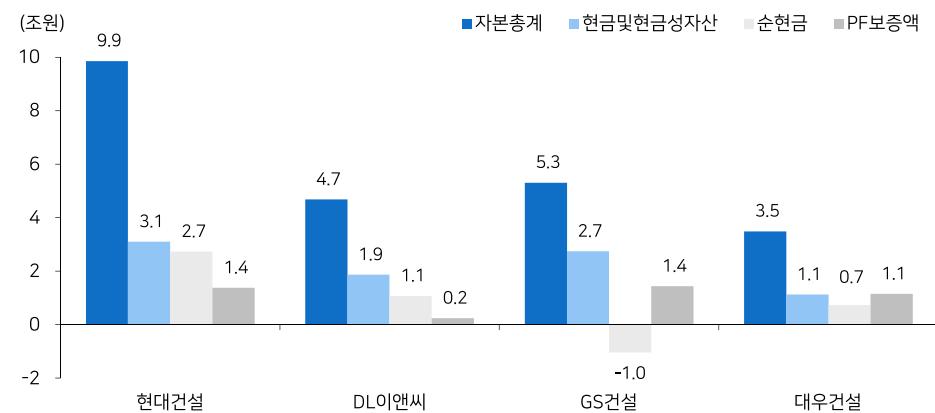
그림21 전국 준공 후 미분양 물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

미분양 리스크와 함께 PF 우발부채 역시 주목할 필요가 있다. 시행사가 부도를 맞을 경우, 시공사들의 PF 지급보증은 채무로 전환되고 충당금 설정으로 영업외손익은 크게 악화된다. 다만 2008년 금융 위기를 거치며 전반적인 시공사들의 지급보증 규모는 감소했다. 그리고 줄어든 PF 우발채무 규모에 비하여 건설사들의 자본총계 및 현금 규모는 꾸준히 상승해왔다. 당사 커버리지인 대형 건설사들의 경우 대부분 PF지급보증의 규모가 현금 및 현금성자산의 규모보다 낮아 유동성 위기로 변질 가능성이 미미하다.

그림22 건설사별 PF우발채무 잔액 비교



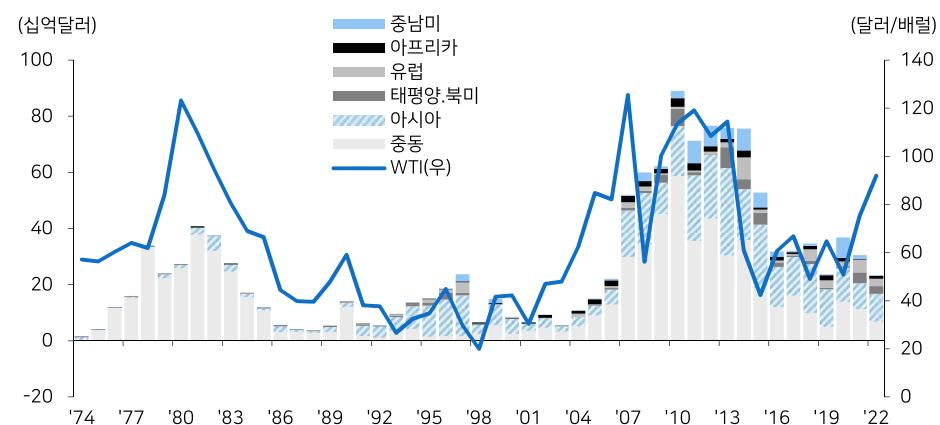
주: 2022년 상반기 기준

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

이런 미분양, PF우발부채 등의 리스크를 제외한다면 실적 흐름은 양호하다. 3Q22부터 건설사별로 그 정도는 다르나 주택원가율 정상화 흐름이 관찰되는 중이다. 대우건설이 정상화 속도가 가장 빨랐으며, 현대건설과 DL이앤씨 역시 예측 수준에서의 주택 원가율을 기록하고 있다. 철근 등 건자재 가격 하락을 감안하면 4Q22 주택 원가율 개선세 가속화될 전망이다. 2023년에는 분양 물량의 후행적 반영으로 매출 견조한 가운데, 이익률 개선으로 대형건설사들의 중익이 예상된다.

[해외 건설] 해외 건설 수주는 전통적으로 유가와 동행했다. 유가 상승은 곧 주요 발주처인 중동 국가의 재무 개선과 투자 확대로 연결되기 때문이다. 하지만 2021 ~2022년에는 유가 상승 대비 해외 수주 금액의 상승 폭은 저조했고 이는 해외 업체들도 마찬가지였다. 허나 사우디, UAE가 2개년 연속 재정 수지 흑자를 기록하는 등 발주처들의 재무 상황 개선은 분명히 관찰되고 있다.

그림23 건설사 해외 수주 vs 유가

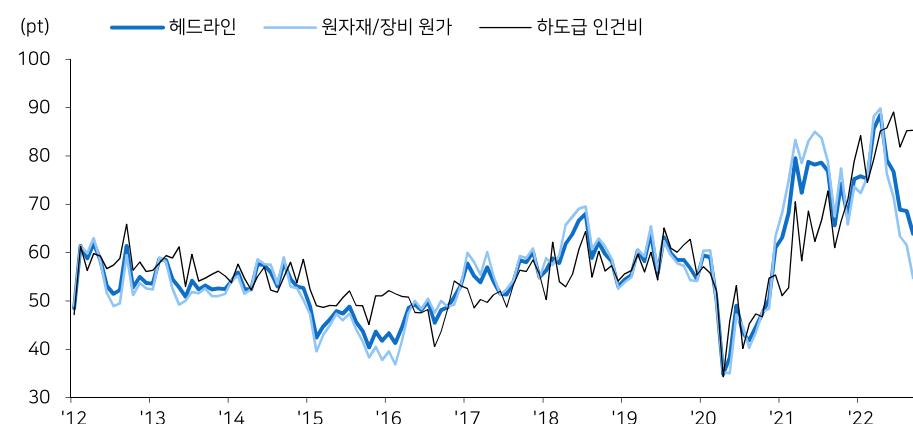


주: 2022년 수치는 11월 5일까지의 YTD 누적 수치

자료: 해외건설협회, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

해외 수주 개선이 더딘 가장 직접적인 원인은 공급망 차질이었다. 재료비와 인건비 등 공사 원가 상승도 문제였지만, 극심한 원가 변동성은 프로젝트 사업성을 신뢰성 있게 추정하기 어렵게 만들었다. IHS 건설 공사 지수(ECCI)는 과거 평균적으로 40~70포인트 사이에서 변동했으나 2021년 80~90포인트로 급등하였다. 심지어 CoVID-19로 인해 물리적으로 공사 진행이 어려운 경우도 빈번했다. 2Q22를 정점으로 공사비가 안정화되면서 발주 환경의 개선은 뚜렷해진 상황이다.

그림24 IHS 건설 공사비 지수 추이: 2Q22를 정점으로 안정화 중



주: EPC 업체들 대상으로 전월 대비 공사 원가 등락폭을 설문 조사. 50포인트 이상은 상승, 50포인트 미만은 하락을 의미

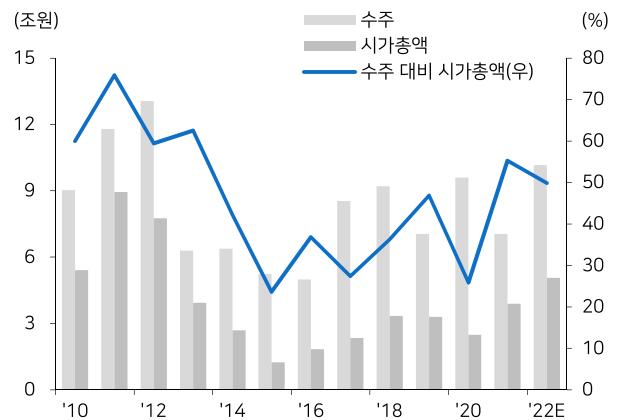
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

각 건설사들의 해외 수주 파이프라인을 살펴보면, 2022년 찾아보기 힘들었던 조단위의 화공 플랜트 수주 기회가 연말/연초에 분포되어 있는 점을 확인할 수 있다. 2022년 파이프라인이 실제 수주로 연결되는 경우가 드물었지만, 전방 상황의 개선을 감안 시 하반기부터는 기대감을 더 크게 가져도 좋을 시점이다.

정유화학, 가스 등 기존 화공 플랜트 수주 성장도 기대되는 가운데, 네옴시티와 원전은 그 성장폭을 한 층 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 것이다. 3대 도시 'The Line', 'Oxagon', 'Trojena' 중 'The Line'에만 2030년까지 3,200억 달러(450조원) 투자가 예정되어 있다. 연간 투자 금액 약 50조원은 국내 전체 해외 수주 규모 30~70조원과 비슷한 규모. 향후 10년 동안 해외 수주 시장의 파이를 크게 키워줄 수 있는 프로젝트가 될 전망이다.

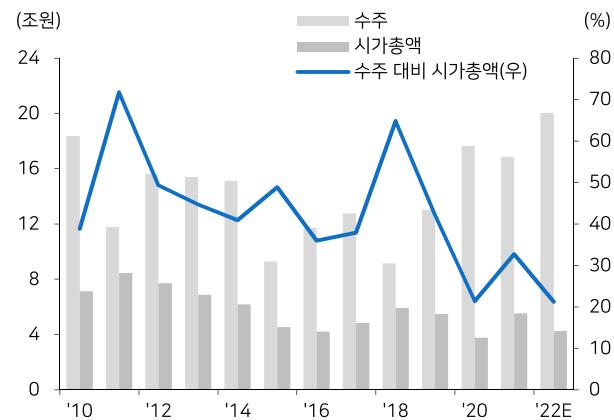
이에 현대건설은 2023년 네옴, 원전 등 해외 수주 모멘텀이 풍부할 것으로 전망된다. 주택 사업 관련 리스크로 인해 2022년 주가 평포먼스는 좋지 않았으나, 10년 간 저점에 가까운 PBR 0.53배는 이를 충분히 반영한 수준이라 판단한다. 현대건설의 2022년 별도 기준 해외 수주 가이던스 5.6조원이었다. 2023년 네옴 시티 2~3조원 수주, 원전 관련 2조원 수주를 가정한다면 8조원内外의 해외 수주를 기대할 수 있는 환경으로, 이제는 해외 모멘텀에 집중할 때로 보여진다.

그림25 삼성엔지니어링 수주 금액 vs 시가총액



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림26 현대건설 수주 금액 vs 시가총액



자료: QuantiWise, 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 간접 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.