

Cyclical Bulletin

Release 4.

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

Theme: 넷이 함께 바라본 2018 년의 소재/산업재

2017-11-07



Implication

2017 년은 강세장이었지만 소재/산업재 섹터는 큰 underperform 을 보였습니다. SK 증권 리서치센터 소재/산업재 커버리지 수익률은 10 월 누적 기준 KOSPI 대비 -16.4%p 였으니까요. 섹터별로 보더라도 ‘hot stock’ LG 화학을 보유한 정유/화학 만이 outperform 했고 철강이 그나마 유의미한 상승폭을 보였을 뿐, 나머지는 제자리 걸음에 그쳤습니다. 다만 2018 년은 이보다 더욱 우울한 해가 될 수도 있어 보여 걱정입니다. 주도주였던 정유/화학은 이제 warning signal 을 받아들일 때가 되었고, 2 년 간 숨가쁘게 달려온 철강도 한 번쯤 쉬어가리라 봅니다. 조선과 유틸리티는 여전히 쉽지 않은 영업환경이구요. 결론적으로 내년 저희 섹터에서 재미를 보기는 어려울 것입니다. 그나마 valuation+ 실적매력이 가장 높은 건설이 best pick 이고, 반면 down-turn 진입 목전인 화학은 worst pick 으로 제시드립니다

2018 년 SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트가 제시하는 산업 현황



자료: SK 증권

- * 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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



I. 소재/산업재의 2018 년 전망은 ‘회색 빛’

“

2017 년 KOSPI 의 상승세는 사상 최고치에 이를 정도로 대단했지만, 소재/산업재는 시장대비 크게 underperform 을 시현했습니다. 2016 년에 이어서 2 년 연속 큰 재미를 못 본 셈입니다

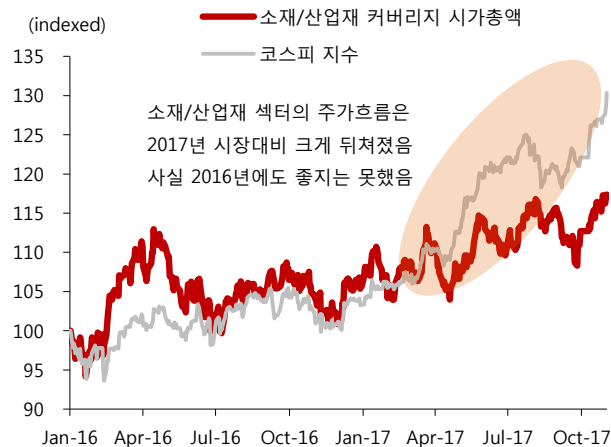
- SK 증권 소재/산업재 파트 -

”

2017 년 KOSPI 의 상승세는 실로 대단했습니다. 사상 최고치를 연일 경신하면서 2,500p 를 넘기도 했었죠. 사실 연초만 하더라도 이 정도의 상승세를 기록할 것이라고 예측하는 곳은 많지 않았는데, 미국을 중심으로 한 글로벌 증시의 호황 분위기와 ‘삼성전자’라는 글로벌 대표 IT 업체의 힘을 중심으로 예상을 뛰어넘는 상승세를 보였습니다.

다만 그런 대단한 분위기와 달리 의외로 소재/산업재에서는 큰 재미를 보지 못했습니다. 10 월까지 누적 기준으로 본다면 SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트가 커버하고 있는 주요종목들의 수익률은 +9.4%에 불과한 것으로 산출되네요. 동 기간 KOSPI 의 수익률이 +24.5%였으니, 결국 섹터 전체로는 무려 -16.4%p 나 underperform 을 한 셈입니다. 사실 2016 년도 시장 대비 별다른 움직임을 못했기에 이렇게 되면 2 년 연속 cyclical sector 가 재미를 못 봤다고도 할 수 있겠는데, 전 세계가 4 차 산업혁명의 흐름 속에 기술주에 대한 관심이 높았기 때문일까요? 어찌되었든 전체적으로 우울했다라고 표현할 수 있는 우리 섹터였습니다.

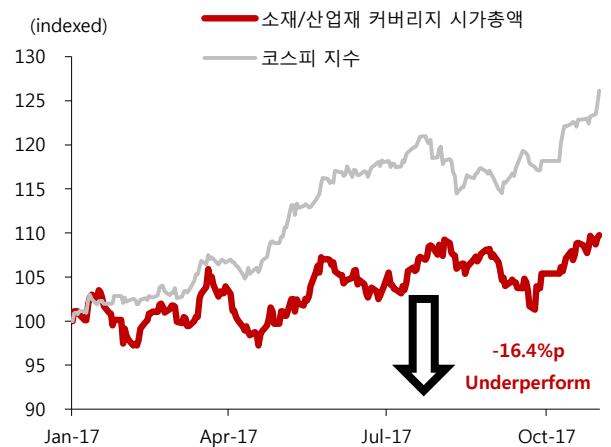
2016 년 이후 KOSPI 와 소재/산업재 파트의 주가 흐름 비교



자료: Dataguidepro, SK 증권

주: 소재/산업재 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

2017 년 소재/산업재 performance 는 시장 대비 -16.4%p under 었음



자료: Dataguidepro, SK 증권

주: 소재/산업재 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임



“

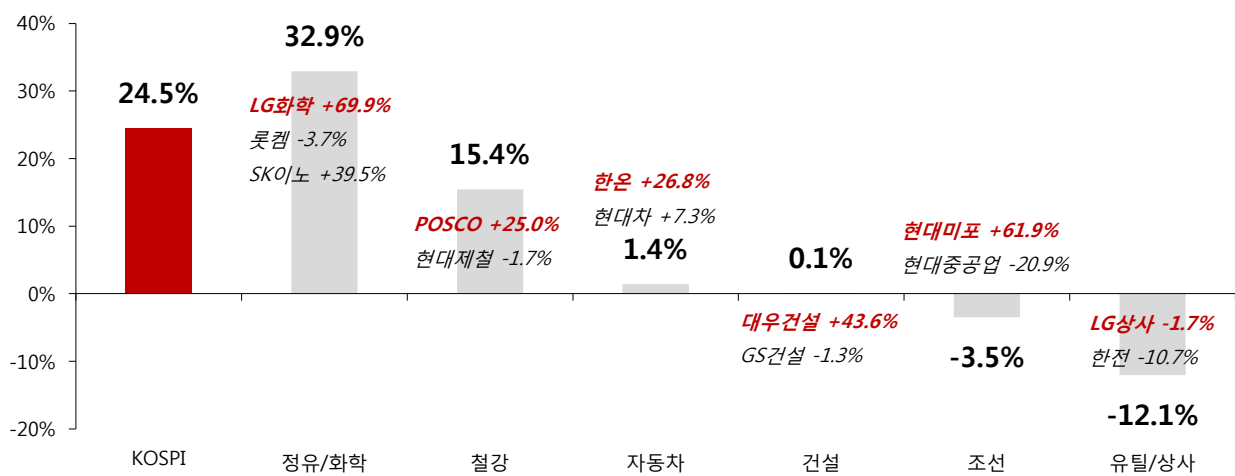
섹터별로는 정유/화학 만이 outperform 을 했습니다만, 이마저도 4 차 산업혁명 관련주인 LG 화학 때문이라 할 수 있습니다. 철강은 중국 가스인프라 스토리가 분명 반영되고 있구요. 특징적으로 섹터별로 저희가 제시드렸던 top-pick 들은 관창은 흐름이었기에 한 번쯤 체크 부탁드립니다

- SK 증권 소재/산업재 파트 -

”

섹터별로 나눠볼 경우 가장 performance 가 좋았던 쪽은 정유/화학이었습니다. 그 중에서도 연중 top pick 이었던 LG 화학은 +69.9%의 수익률을 기록했네요. 화학의 호황보다도 역시 4 차 산업혁명의 핵심 기술 중 하나인 전기차배터리가 각광을 받은 것이 컸습니다. 순수화학의 대표주자인 롯데케미칼이 -3.7% 하락한 것 대비로 본다면 이를 더욱 명확히 확인할 수 있죠. New Energy Roadmap I 을 통해 장기성장주로 제시한 철강섹터, 그리고 그 중에서도 섹터 top pick 이었던 POSCO 역시 +25.0%로써 훌륭한 수익률을 보였습니다. 중국 가스인프라 스토리는 정말이지 주목하셔야만 합니다. 국내 자동차 섹터는 전 세계적인 스마트카/전기차의 흐름과 유독 멀게 평가되고 있기에 소폭 상승에 그쳤습니다. 다만 전기차 부품 최대 수혜주이자 섹터 top pick 이었던 한온시스템 만큼은 +26.8%의 수익률입니다. 소재/산업재에서도 확실히 4 차 산업혁명 관련주들은 performance 가 뜨거웠습니다. 건설은 국내 부동산 규제에 대한 부담감과 차후 수주에 대한 불확실성으로 인해 연중으로는 주가가 하락했습니다. 다만 SK 증권 소재/산업재 리서치센터는 올 하반기에서부터 bottom fishing 개념으로 건설을 추천드리기 시작했는데, 그 중에서도 실적과 valuation 매력을 앞세운 top pick 대우건설은 상승률이 +43.6%에 달했습니다. 섹터 전반의 부진한 performance 대비로 본다면 대우건설만큼은 눈에 들어오죠. 사실 2018 년에 저희가 제시하는 best sector 가 건설인 만큼 이 쪽은 계속 주목하셔야 할 듯 싶습니다. 반면 New Energy Roadmap II 를 통해 “LNG 산업은 끝났다”를 강력하게 외치면서 ‘중립’ 의견까지 제시했던 현대중공업은 -20.9%가 빠졌습니다. 하지만 화학수출 기대감으로 화학운반선(MR 탱커) 발주 만큼은 좋을 것이라는 예상과 함께 top pick 으로 제시드렸던 현대미포 수익률은 +61.9%에 달합니다. 화학 down-cycle 의 대안으로서는 분명 관심을 가지셔야 합니다. 유틸/상사는 연중 내내 큰 의미 없는 흐름들이 이어졌습니다.

2017 년 소재/산업재 섹터별 주가 performance(빨간색으로 하이라이트 된 종목은 섹터 내 top pick 이었던 종목임)



자료: Dataguidepro, SK 증권

주: 소재/산업재 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

“

2018년 이익흐름을 추정해보자면 자동차와 건설이 주목됩니다. 다만 증익의 이유들이 현재 해당 섹터의 주가를 움직이는 핵심 factor들과는 괴리가 있는 것이 부담입니다. 철강/유틸은 큰 변화가 없을 전망입니다. 정유/화학/조선은 감익으로 추정되는데, 특히 저희는 시장보다 더 안 좋게 봅니다

- SK 증권 소재/산업재 파트 -

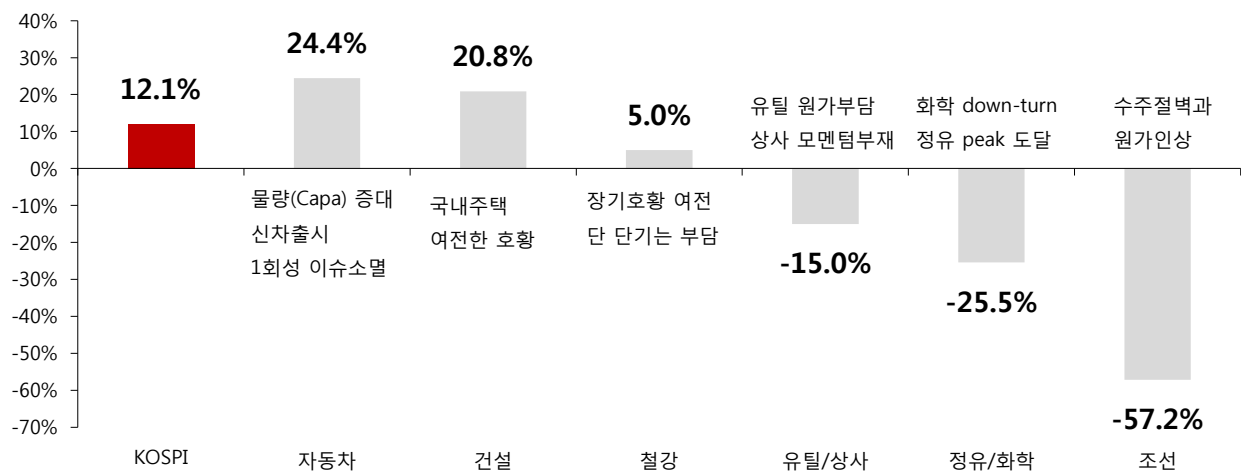
”

그렇다면 2018년은 어떤 흐름이 이어질까요? 일단 업황 전망부터 알려드리기 위해 섹터별로 이익이 올 해 대비 어떻게 변하게 될 지부터 분석해 보겠습니다. SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트의 추정치 기준으로 볼 때 내년 이익 growth가 가장 두드러질 섹터는 자동차(YoY +24.4%)와 건설(YoY +20.8%)입니다. 자동차는 물량(해외 생산능력) 증대, 신차출시, 2017년에 작용했던 1회성 이슈(금융/규제 등)의 소멸 등을 원인으로 꼽을 수 있구요. 건설은 내년에도 이어질 여전한 국내주택호황이 기대됩니다. 다만 이 부분이 주가에 큰 호재가 될 지 의문입니다. 자동차의 주가는 최근 실적보다는 4차산업혁명, 즉 스마트카/전기차와 연계가 되어야 하는데 국내 완성차업체는 이와는 많이 동떨어져 있고, 건설은 사실 실적보다는 수주 기대감이 더 큰데, 국내부동산이든 해외든 크게 기대할 만한 것은 없죠. 자동차 부품은 2년 간 많이 올랐기에 valuation 부담이 느껴질 시기입니다.

어떻게 보자면 저희가 긴 안목에서는 가장 좋아하는 섹터인 철강(YoY +5.0%)은, 장기적인 호황세는 이어진다는 확신만큼은 여전히지만 2018년만큼은 부담이 됩니다. 역시 지난 2년 간의 가파른 상승세가 원인이 되겠지요. 유틸리티(YoY -15.0%)는 한국전력이 가장 중요할 텐데, 올 해 상승한 석탄가격에 의한 원가부담은 분명 존재하구요. 상사도 현재의 commodity 가격 흐름에서는 딱히 좋아질 요인은 많지 않죠.

정유/화학(YoY -25.5%)은 이제 down-turn을 걱정할 때입니다. 화학은 이미 시작됐고 정유는 현재 이익 수준에서 추가 증익을 기대하기란 쉽지 않죠. 화학은 미국의 수출 속도 및 규모, 정유는 신증설 발표를 주목해야 합니다. 수주절벽과 원가인상의 부담에 직면한 조선은(YoY -57.2%) 큰 폭의 감익이 예정되어 있습니다. 특히 SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트는 시장 컨센서스보다 정유/화학/조선의 감익 폭을 크게 보는 것이 특징입니다.

SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트 추정치 기준 2018년 섹터별 전년 대비 이익증분 비교



자료: Dataguidepro, SK 증권

주 1) 소재/산업재 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

주 2) 2017년 이익은 시장 컨센서스 / 2018년 이익은 SK 증권 리서치센터 추정치 기준임



“

이 모든 요인들을 감안했을 때 저희 넷(순자우/권순우/김세련/유승우)이 제시 드리는 2018 년 전망은 “재미없는 cyclical sector, 그리고 best pick 은 건설”입니다. 모멘텀을 찾지 못할 바에는 지금까지 덜 오른, valuation 매력에 높은 건설/자동차가 나아 보인다는 생각입니다

- SK 증권 소재/산업재 파트 -

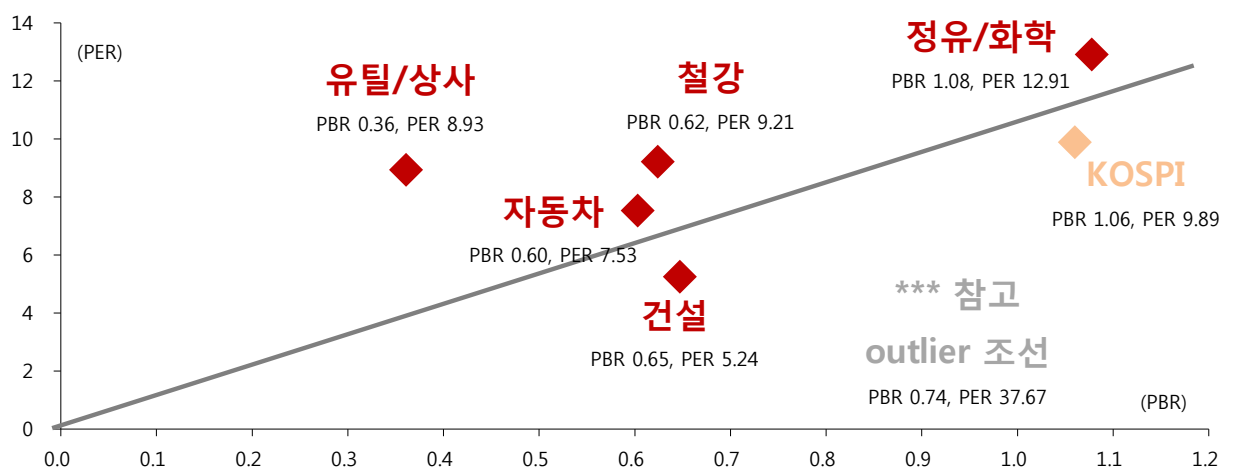
”

이와 같이 이익흐름과 주가의 모멘텀, 수주의 기대감 등 소재/산업재 섹터 전반의 요인들을 감안했을 때 저희가 제시 드리는 2018 년의 방향성은 “재미없는 cyclical sector 의 2018 년, 그리고 best pick 은 건설”입니다. 건설을 편하게 제시드릴 수 있는 요인은 다른 것보다 valuation 입니다. 현재 2018 년 추정치 기준으로 봤을 때 섹터 PBR 은 0.65x, PER 은 5.24x 에 불과합니다. 일단 bottom fishing 이라는 전략은 여전히 유효한 구간임을 알 수 있죠. 그리고 건설 주가에 있어서 핵심요인인 수주는 해외수주, 특히 정유(refinery) 수주를 기대해볼 수 있다는 것이 장점입니다(자세한 내용은 8/31 Cyclical Bulletin Release 2 참고바람). 자동차 역시 이런 안정적인 선택이라는 측면에서는 0.60x PBR 과 신차발표 기대감 등이 있기 때문에 섹터 내에서는 나쁘지 않은 선택이 될 수 있습니다.

철강은 여전히 장기적인 관점에서 봤을 때 저희 소재/산업재 섹터의 최고 추천분야입니다. 다만 지난 2 년 동안 POSCO 기준으로 본다면 주가가 2 배 오를 정도로 가파른 상승세를 보여왔고, 중국을 중심으로 제품 가격 인상도 빨랐기 때문에 2018 년은 단기 부담이 존재할 수 있어 보입니다. 유틸리티는 반대로 valuation 매력은 있지만 여전히 영업 측면에서의 호재를 찾기 어렵구요. 그렇기에 이들은 건설/자동차보다는 뒤쪽으로 배치합니다

정유/화학에서는 일단 순수화학은 warning signal 이 발동되었다고 볼 수 있습니다. 조심하셔야 할 구간이고, LG 화학은 여전히 top pick 이지만 valuation 은 부담되는 영역입니다. 혼자 70% 가까운 상승률을 보였던 대장주 LG 화학이 쏠리면 전체 performance 도 부담이 되겠죠. 정유는 이익과 배당매력 때문에 상대적으로는 낫다는 생각입니다. 반면 조선은 MR 탱커의 미포조선을 제외하고는 여전히 수주절벽과 선가인상부담으로 인해 어려운 구간이 이어질 것으로 예상됩니다.

2018 년 SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트 추정치 기준의 섹터별 12M fwd PBR 과 PER



자료: Dataguidepro, SK 증권

주: 소재/산업재 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

“

저희가 제시 드린 view 에서 가장 큰 risk factor 가 될 수 있는 것은 바로 “유가”입니다. 물론 지난 3 년 반 동안 주장해온 “10 년 장기 저유가” 라는 기존 의견은 유효합니다. 다만 단기적인 반등은 내년 충분히 있을 수 있는데, 아람코 상장을 앞둔 사우디의 움직임이 심상치 않기 때문입니다

- SK 증권 소재/산업재 파트 -

”

한 가지만 더 말씀 드리겠습니다. 그렇다면 저희가 내년을 고민했을 때 생각과 달리 흐를 수 있는, 그로 인해서 소재/산업재 섹터 전반의 주가 방향을 다르게 만들 수 있는 결정적인 risk factor 가 있다면 뭐가 있을까요? 아마도 의외로 생각하시는 분들이 있으실 텐데, 바로 “유가”입니다. SK 증권 리서치 센터는 2014 년 하반기 이후 지난 약 3 년 반의 시간 동안 굵치지 않고 장기 저유가를 주장해 왔습니다. 여러 번의 in-depth paper 도 작성을 했었죠. 그렇다면 이 장기 저유가라는 view 자체를 바꾸는 것이냐? 그건 아닙니다. Cycle 과 capex, 그리고 지정학적 요인을 고려했을 때 10 년 여의 장기 저유가 cycle 은 불가피하다고 봅니다. 다만 과거에도 그랬듯이 단기적으로 본다면 일시적인 shooting 이란 분명히 존재할 수 있고, 그 단기적인 타이밍이 2018 년 내에서 한 번쯤은 있을 수도 있어 보입니다.

원인은 사우디 때문입니다. 2018 년에는 세계 금융시장에 아주 큰 이슈가 있죠. 하반기 국영석유회사 사우디 아람코의 상장이 진행됩니다. 연기에 대한 이야기들이 있었지만, 얼마 전 현 사우디 정권의 실세인 왕위계승서열 1 위 “Mr. Everything” 모하메드 빈 살만이 직접 언급을 했듯이 상장은 예정대로 갑니다. 당연히 상장 시 가치를 올리기 위해서는 유가 상승이 필요한데요, 그 때문인지 당시 살만은 “유가를 지지하기 위한 모든 일을 하겠다”고 구두 언급까지 했었습니다. 이를 볼 때에는 충분히 2018 년에는 유가에 긍정적인 이슈들을 사우디가 뽑아낼 것처럼 보이죠. 다른 국가도 아니고 사우디가 그렇다면, 충분히 단기 수준의 유가 반등은 가능하다는 판단입니다.

사우디 왕권의 실세이자 아람코의 상장을 직접 추진하고 있는 왕위계승서열 1 위 모하메드 빈 살만의 한 마디, “유가를 지지하기 위한 모든 일을 하겠다.”



The comments themselves are of the Saudi garden variety, and include a) a stale reassurance that the Aramco initial public offering is still on track for its scheduled takeoff in the second half of 2018; b) a vague pledge to do whatever it takes to support oil prices; and c) a vow to quit its oil dependency and move beyond fossil fuels at some point.

자료: Oilprice(2017 년 10 월 27 일 뉴스 발췌), SK 증권



“

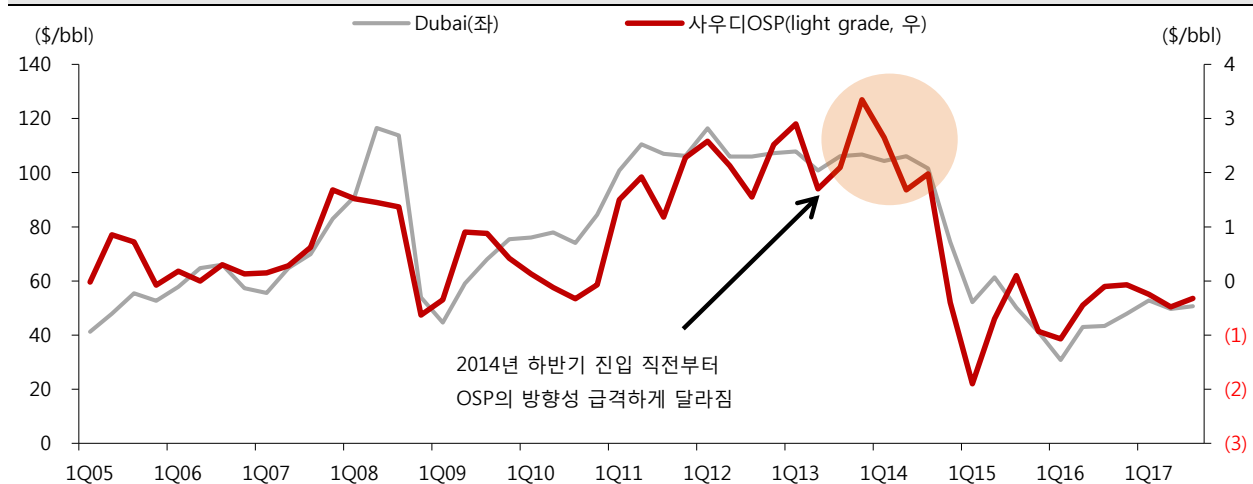
사우디가 유가를 단기적으로 올리려 한다면 OSP에 반영될 것이기에 내년에는 이 수치를 주목해야 합니다. 그리고 만약 오르게 된다면 LNG/해양플랜트의 조선, 해외정유설비 수주의 건설, 실적매력의 정유가 부각이 될 수 있을 것입니다

- SK 증권 소재/산업재 파트 -

”

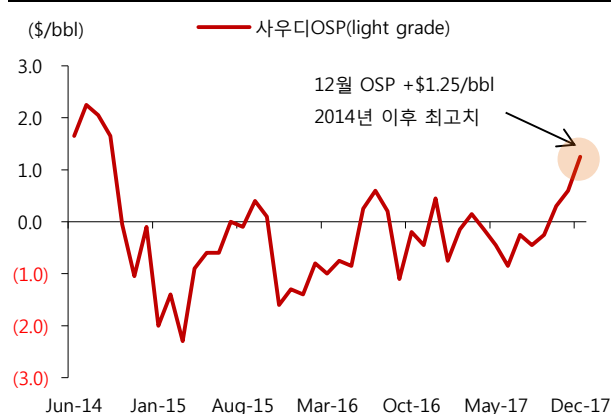
사우디가 유가를 올리려고 한다면 그 의도는 OSP(Official Selling Price)에서 드러날 것입니다. 아시다시피 OSP는 현재 시장석유가격에 사우디가 어느 정도의 할증/할인을 할 지 공개하는 지표죠. 1개월 선행해서 발표하기에 단기 유가 방향성을 짚어내는 데에는 꽤나 유용하게 쓰일 수 있는데요. 그래서 내년에는 OSP 추이를 더욱 주목해야 합니다. 12월 OSP는 14년래 최고치인 \$1.25/bbl까지 이미 끌어올리기도 했습니다. 간과할 요인은 분명 아닙니다. 석유역사에서 7sisters의 패권을 한 세기 만에 탈취해오는데 결정적 역할을 했던 사우디가 단기적으로 유가를 올리겠다고 하면 아마 그렇게 될 것입니다. 만약 이에 의해서 유가가 단기적으로 반등하게 된다면 그 온기는 조선/건설/정유에 이어지게 될 것입니다. 조선은 LNG와 해양플랜트 기대감이 살아나면서 특히 삼성중공업이 수혜를 보겠죠. 건설 역시 해외수주 이야기가 많이 흘러나올 것이고, 정유는 실적호재 반영이 가능합니다. 물론 어디까지나 risk factor로서 말씀 드리는 것임을 감안해주시기 바랍니다.

Light grade 기준의 사우디 OSP와 유가 추이: 단기적으로는 훌륭한 선행지표임 (분기평균)



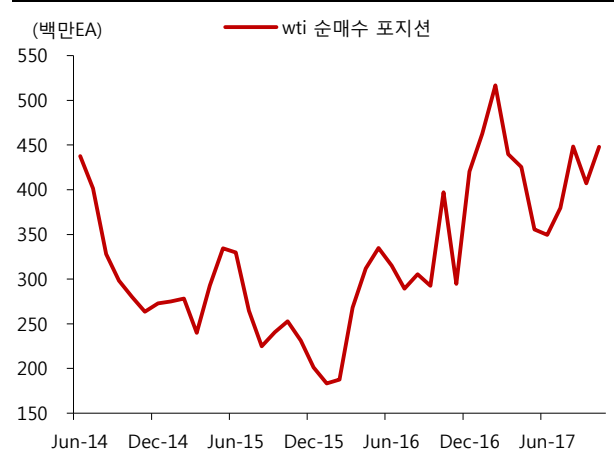
자료: Bloomberg, SK 증권

월간 기준 OSP는 현재 2014년 이후 최고치에 이미 도달



자료: Bloomberg, SK 증권

WTI 비상업적 순매수 포지션 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

“

대형 건설주는 0.6X 내외로 많이 눌려있습니다. 섹터 멀티플 상방은 비록 제한적이지만, 현 주가 수준에서는 다시 한 번 Bottom Fishing 해볼만한 상황이 아닐까요?

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

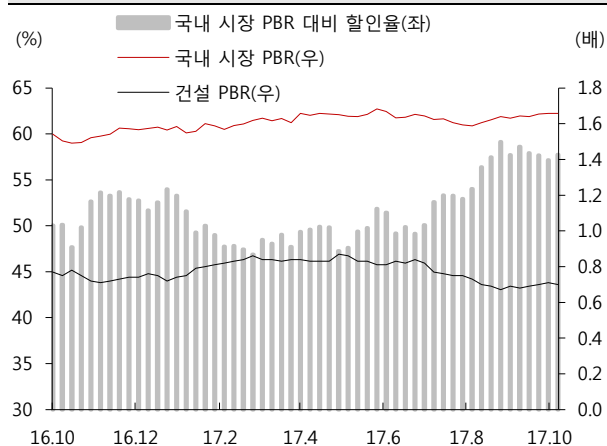
”

II. 건설

Valuation: KOSPI 대비 건설섹터 밸류에이션은 지난 8월 부동산 종합대책 이후 할인을 낙폭이 매우 커졌습니다. 건설주 주가가 몇 달째 힘이 없었지요. 정부의 SOC 예산감축 소식 역시 주가에 부정적인 영향을 주고 있는 것도 사실입니다. 다만, 밸류에이션이 눌릴대로 눌렸다 보니 건설사들의 3분기 우량한 실적을 확인한 이후 주가는 바닥을 다지는 모습입니다. 부동산 규제로 인해 실적 가시성 저하가 우려되는 상황에서, 냉정하게 섹터 멀티플 상방은 제한적이겠지요. 다만, 건설주는 현 시점에서 Bottom Fishing 하기 좋은 구간으로 보입니다.

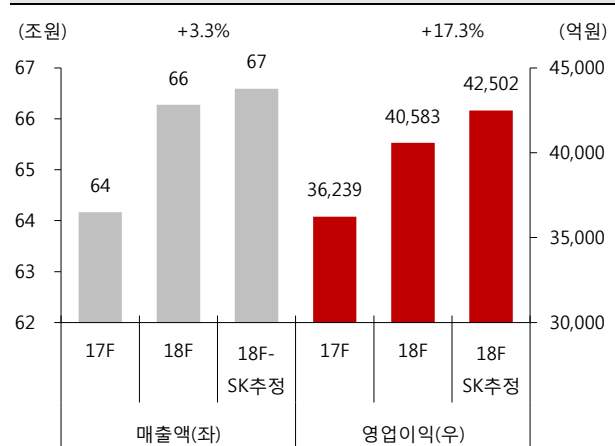
2018년 전망: 2018년 대형 건설사의 매출액은 3.3% YoY, 영업이익은 17.3% YoY 증가할 것으로 기대됩니다. 삼성엔지니어링을 제외한 건설 5개사 가중 평균 ROE는 12.6%로 추정되며, 이는 최근 6년래 최고 수준입니다. 올해 역시 주택부문이 매출액, 영업이익의 성장을 강하게 주도할 것으로 보이는데요, 다시 말해 주택 부문이 만들어주는 확정적 이익이 밸류에이션의 하방을 지지하고 있는 셈이죠. 이러한 실적 증가에는 그 동안 애를 먹었던 해외 저가현장의 준공 효과 역시도 한 몫을 톡톡히 한다고 할 수 있겠습니다. 2009~2012년 해외 건설 수주 중흥기에 수주했던 저가 프로젝트들이 순차적으로 준공되는 상황입니다. 그렇다면 모멘텀은 어떨까요? 기 발간한 ‘Cyclical Bulletin Release 3: Refinery 신증설, 위기의 건설을 구해줘!’ 보고서에서도 강조했듯이, 해외 정유 설비 신증설 모멘텀은 여전히 유효하다고 보고있습니다. 또한 사우디의 공격적인 투자 기조 역시 현 시점에서 여전히 건설 주가를 끌어올리는데 중요한 역할을 할 것으로 기대합니다.

KOSPI 대비 건설업 밸류에이션 할인율



자료: Datastream, SK 증권

2018년 건설 매출액, 영업이익 추정



자료: Quantivise, SK 증권

주: 대형 6개사 합산 기준



“

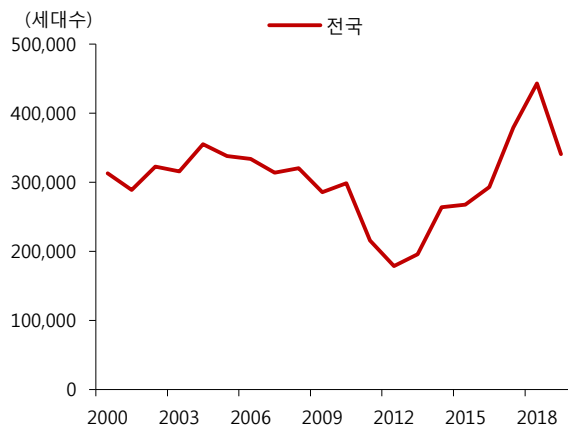
주택 부문이 만들어주는 손익계산서의 확정적 개선, 현금흐름의 호조를 감안할 때 현 시점에서 밸류에이션 Bottom 은 충분히 다진 것으로 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

2015 년부터 공격적으로 공급했던 아파트 분양 물량의 준공이 2018 년에 많이 몰려있습니다. 2018 년 입주물량은 최고치를 달성하며, 건설사의 매출액 성장을 견인할 것으로 전망합니다. 매출총이익률은 유지되면서, 절대 매출 볼륨이 커지는 부분이 이익 성장을 견인할 것으로 보입니다. 다만, 2019 년 Pick-out 하는 입주물량과 더불어 녹록치 않은 분양공급 환경이 섹터 멀티플 상방에 한계를 짓는 요소로는 분명히 작용할 것입니다. 주택 익스포저가 타 사 대비 높은 현대산업과 전국 분양물량 추이를 비교해보면, 이러한 멀티플 상방 한계를 더욱 체감할 수 있습니다. 다만, 현 시점에서 현대산업을 포함한 부동산 유관주의 멀티플이 리먼 사태 이후와 유사한 수준임에 주목할 필요가 있어 보입니다. 주택이 만들어주는 확정적 증익과 현금을 감안하면, Bottom Call 관점에서 접근하는 것이 유효해 보입니다. 건설업 특성상 레버리지가 높음에도 불구하고, 분양대금 유입에 따라 5 개사 합산 기준 2018 년 순현금 기조로 돌아서게 됩니다. 기준금리가 인상되는 시장 환경에서 이러한 부분 역시도 밸류에이션 리레이팅의 요소가 될 수 있겠요.

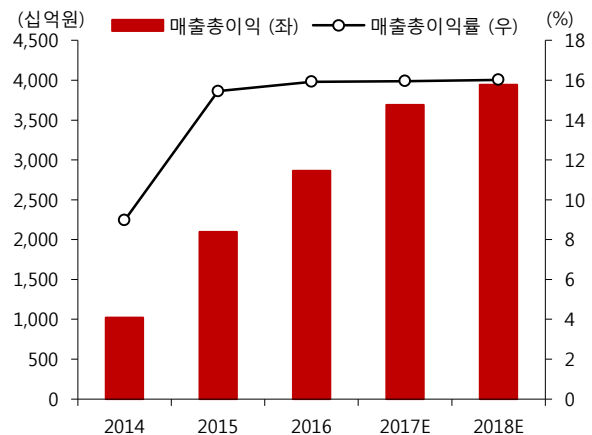
전국 입주물량, 2018 년 최고치 달성하며 매출액 성장 견인할 것



자료: 부동산 114, SK 증권

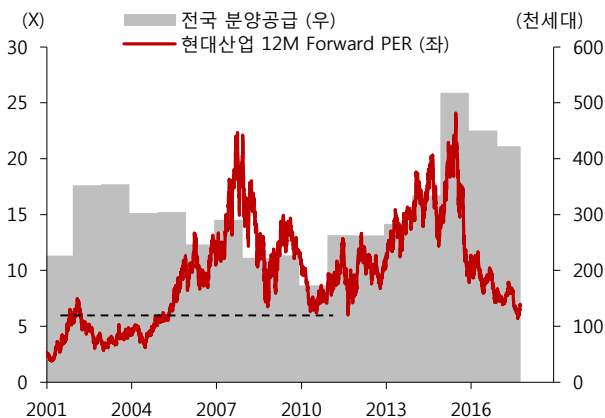
주: 2019 년 입주물량은 미확정치로, 3 만호보다 증가 가능성 있음

건설 5 개사 합산 주택부문 마진율 지속, 이익 볼륨 확대



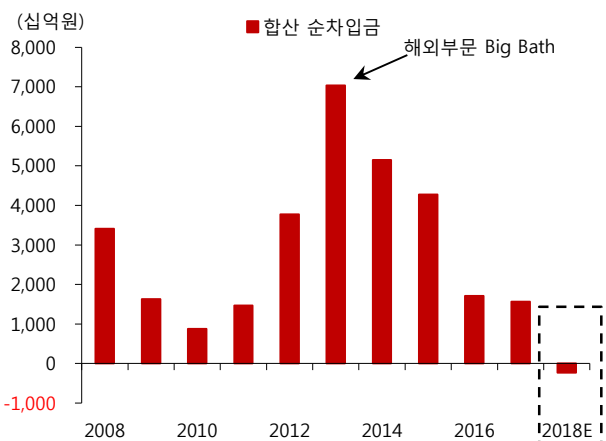
자료: 각 사, SK 증권

전국 분양공급 추이와 현대산업 12M Forward PER 추이 비교



자료: 부동산 114, FnGuide, SK 증권

분양대금 유입에 따른 현금 증가로 2018 년 순현금으로 전환



자료: FnGuide, SK 증권

“

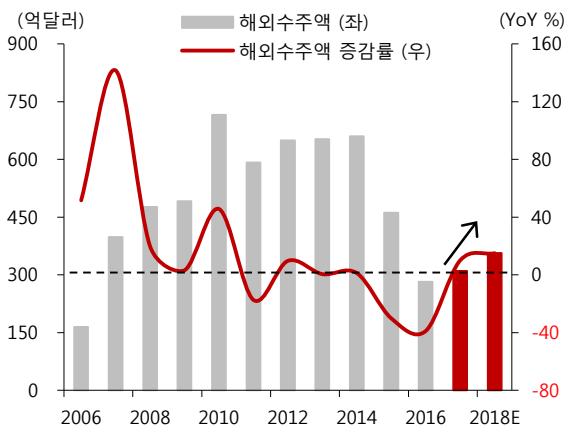
글로벌 에너지 기업의 발주 모멘텀이 확대되고 있는 국면에서, 밸류에이션 하방을 다진 건설 섹터에게 조만간 좋은 소식이 들려올 것을 기대합니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

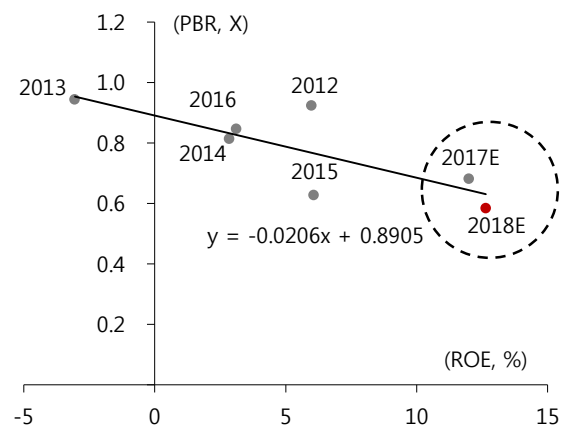
주택 실적 견인과 더불어, 해외 저가 현장의 순차적 준공에 따라 2018 년 실적 증가세가 지속될 것으로 예상되는데요, 그렇다면 건설주의 모멘텀은 무엇인지에 대해 고민할 필요가 있습니다. 저는 해외 수주 턴어라운드에서 그 답을 찾고 있습니다. 올해 해외 수주 턴어라운드는 가히 5 년만에 나타난 턴어라운드라 의미했다고 보는데요, 이러한 해외 수주 증가 기조는 내년에도 이어질 것으로 보입니다. 건설의 주요 발주처인 글로벌 에너지 기업의 EBITDA 는 사상 최고를 향해 달려가고 있기에, 높은 확률로 CAPEX 의 집행이 조만간 일어날 것으로 기대하고 있습니다. 글로벌 에너지 기업의 CAPEX 추정치 상향 리비전이 일어나는 순간이 글로벌, 국내 건설사의 밸류에이션 리레이팅의 출발이 될 것으로 예상합니다. 그 밖에 건설사의 주요 발주처인 중동의 건설 투자 확대 기조 역시 2018 년에도 이어질 것으로 보입니다. 최근 사우디에서 560 억원 규모의 신도시 'NEOM' 투자 계획을 발표했던 것과, 대우건설이 사우디 주택청과 지난해 MOU 를 맺은 부분도 일맥상통 하겠지요? 2018 년 역시 우호적 발주 여건을 기대해봅니다.

5 년만에 찾아온 해외 수주 턴어라운드



자료: 해외건설협회, SK 증권

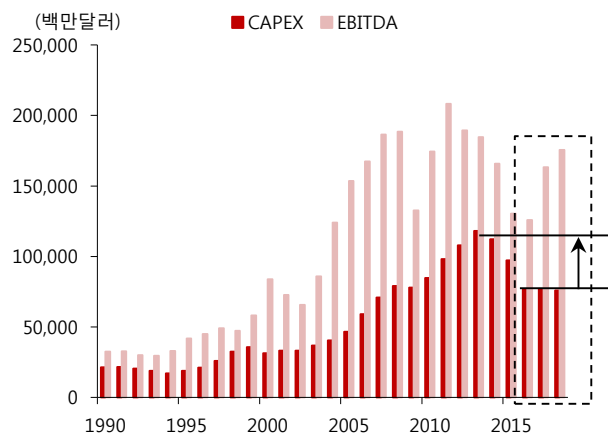
대형 건설주 ROE-PBR 매트릭스, 밸류에이션 저점 확인



자료: FnGuide, SK 증권

주: 대형 5 개사 연말 시총기준 가중평균 ROE, PBR 적용

글로벌 에너지 10 개사 CAPEX 추정치 상향 리비전이 일어날 것으로 기대



자료: Bloomberg, SK 증권

사우디, 560 조원 규모의 NEOM 투자 계획 발표

사우디 사막에 560 조원 미래도시 '네옴'선다

모하마드 빈살만(32) 왕세자는 24 일 도 리야드에서 열린 미래 투자 콘퍼런스에 참석해 이런 내용의 미래형 주거사업용 신도시 네옴(NEOM) 건설 계획을 밝혔다고 미국 경제전문매체 쿼츠 등 외신과 현지 매체들이 보도했다. 사우디 왕위 계승 1 순위인 빈살만은 현재 국방장관 겸 사우디 공공투자기금(PIF) 의장을 맡고 있다. (중략)

네옴 건설 예산 5000 억 달러는 국제통화기금(IMF)이 집계한 올해 기준 사우디 연간 GDP(6785 억 달러)의 약 74%다. PIF 는 2025 년까지 네옴 1 단계 건설을 완료할 것으로 보고 있다. 미국 CNBC 방송은 사우디가 잠정적 투자자들과 이미 계약을 맺었다고 전했다.

자료: 국민일보, SK 증권

“

우여곡절이 많았던 자동차섹터는 18년에는 악재를 뒤로 하고 회복할 것으로 기대합니다. 파워트레인 변경과 신차출시, 낮은 기저와 금융법인의 실적 개선, 신형시장 호조 등이 동반되며 6년만에 증익이 예상됩니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

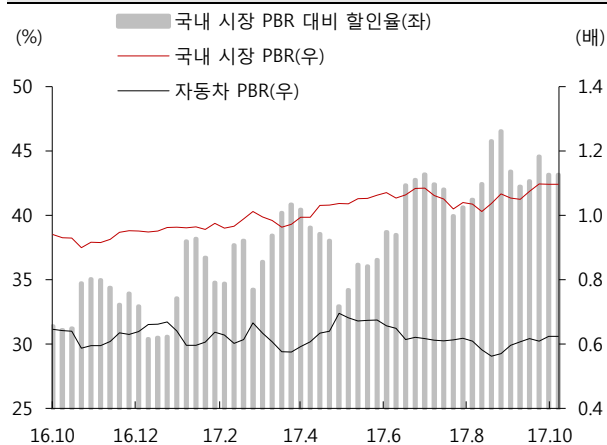
III. 자동차

17년에는 유독 자동차 섹터에 우여곡절이 많았습니다. 산업수요 측면에서 생각해 보면 15,16년에 판매와 수익성에서 어려움을 주었던 기타시장의 회복은 긍정적이었으나 미국과 중국에서의 부진이 실적과 기업경쟁력 모두에 부정적으로 작용하였습니다. 경쟁업체 대비 미흡했던 SUV 라인업과 세단 중심의 신차라인업, 그로 인한 재고 증가가 본업의 어려움이었다면, 중국에서 싸든 문제로 확산된 정치적 불확실성과 통상임금 비용반영, 노조 이슈 등의 외부적 어려움도 영향을 주었습니다. 물론 정권 교체로 인해 중간중간 지배구조 변화에 대한 기대감이 주가에 반영되기도 하였지만, 과거에도 그랬듯 이 기대감은 기대감에서 그쳤습니다.

반면 현대차그룹의 부진과 달리 전기차를 중심으로 한 부품업체의 실적개선과 valuation 확대가 돋보였던 한 해였습니다. GM Bolt를 중심으로 2세대 전기차의 출현과 미국/중국/유럽의 규제강화로 인해 실제 판매량도 과거 0.5%수준에 불과했던 글로벌점유율은 올해 1.0~1.5% 수준까지 높아졌습니다. 이러한 현상은 계속되리라 생각합니다.

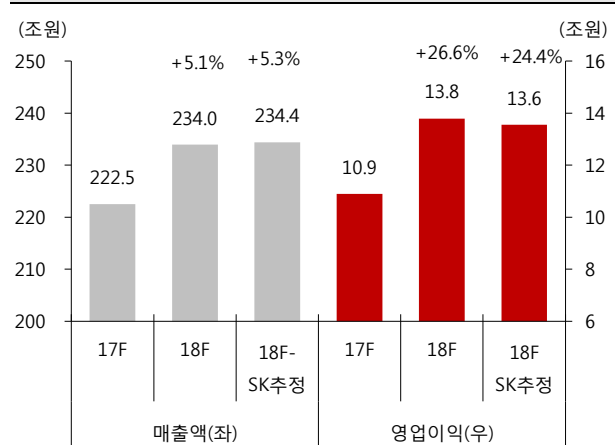
18년 실적은 추가적인 악재의 출현보다는 긍정적인 요인들이 더 많습니다. Kona, 투싼 F/L, 쏘렌토 등의 신차 출시와 파워트레인 변경, 신형시장 산업수요 호조와 미국/중국의 회복, 금융법인의 실적개선 같은 요인들입니다. 상대적으로 기저가 낮은 올해 실적의 영향도 존재하겠죠. 내년 실적은 매출액 234.4조(YoY +5.3%), 영업이익 13.6조(YoY +24.4%)로 전망합니다(당사 커버리지 기준). 17년 하반기를 기점으로 실적이 턱어라운드하면서 현대차 기준으로 6년만의 영업이익 증익이 예상됩니다. 매년 내년도 전망치가 상향된 이후 연초부터 컨센서스의 하향이 진행된 경우가 많았지만, 그래도 이번에는 다르리라 생각합니다.

시장 대비 PBR 할인율 - 자동차



자료: Datastream, SK 증권

2018년 매출액, 영업이익 추정 - 자동차



자료: Quantwise, SK 증권 추정

“

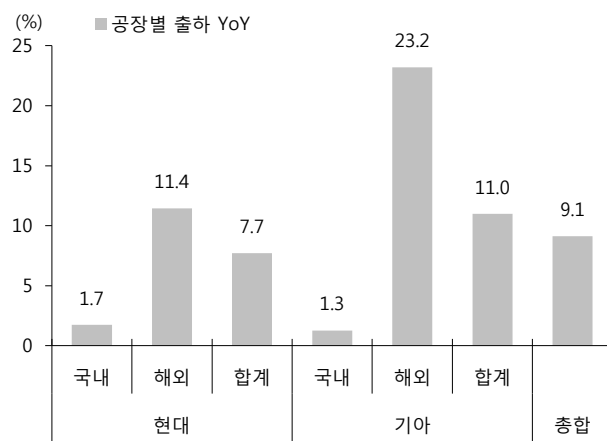
17년 3 분기를 기점으로 턴어라운드를 예상합니다. 공장출하(Q) 증가와 변화된 파워트레인을 기반으로 한 SUV/신차종 비중확대로 믹스(P)와 수익성 개선이 주요 변화입니다. 중국 로컬과의 격차가 좁혀졌느냐에 대한 우려가 있지만, 점유율 변화를 보면 일본업체와의 간섭효과가 큼니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

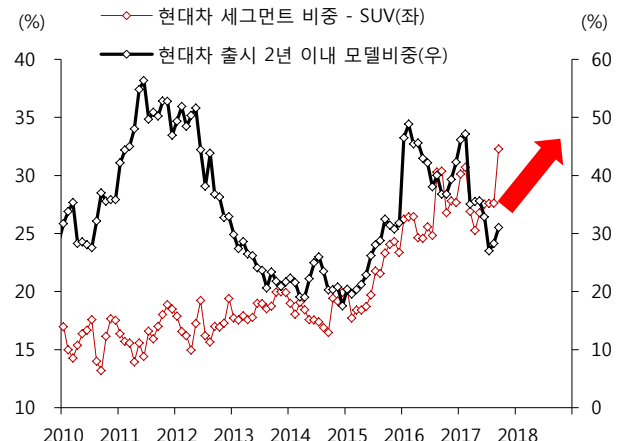
실적적인 측면에서 17년 3 분기를 기점으로 하는 턴어라운드를 예상합니다. 공장별로 보면 국내공장 생산 증가는 다소 제한적이겠지만, 미국/중국의 저효과와 기타시장 판매호조에 힘입은 해외공장의 출하량이 큰 폭으로 증가될 전망입니다. 물론 팔리는 차를 만들 수 있는가라는 이슈가 있지만, 내년부터는 라인업과 제품본연의 경쟁력도 긍정적입니다. Kona와 투싼 F/L, 싼타페 등의 신규출시로 늦었지만 SUV 라인업이 갖춰지게 됩니다. 그리고 연비규제 대응과 상품성 개선을 위한 파워트레인 변경이 진행되죠. 신규모델만이 아닌 Face Lift 차종도 변경대상입니다. 이를 기반으로 SUV와 2년 이하 신차종의 비중도 상승하며 믹스와 수익성 개선이 기대됩니다. 또한 경쟁력 있는 차종 출시와 중고차가격 추가하락이 마무리되며 금융법인의 실적도 바닥을 다지고 회복될 전망입니다. 그리고 중국에 대한 우려 중에 하나로 로컬업체와의 경쟁관계에서 격차가 좁혀진 것인 아닌가라는 점도 있지만, 싸드기간의 점유율 변화를 보면, 로컬보다는 일본과의 간섭효과가 커 보입니다

공장별 출하 - 기저효과와 기타시장 회복 기대



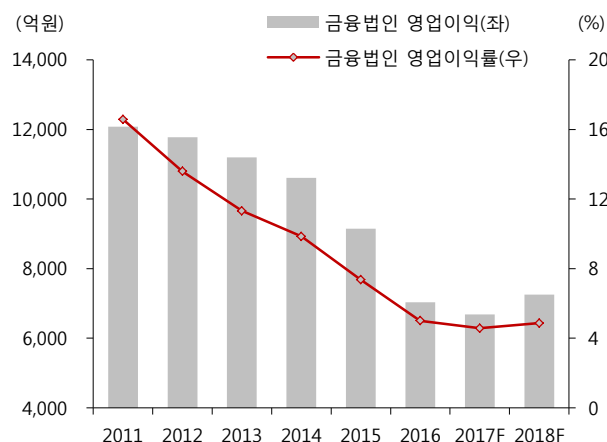
자료: 현대차, 기아차, SK 증권 추정

신차출시+파워트레인 변화 장기적인 믹스 개선 전망



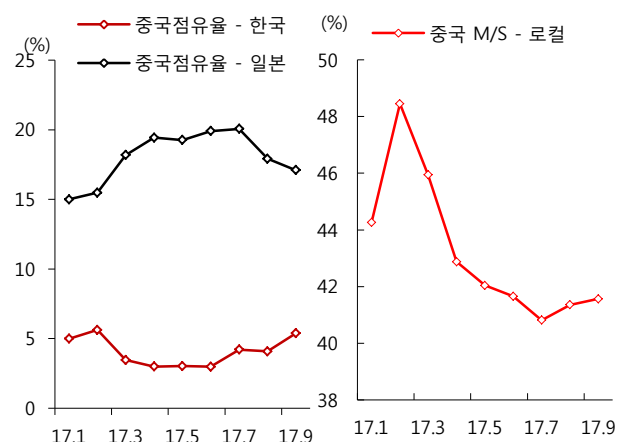
자료: 현대차, SK 증권 추정

금융법인 실적 추이 - 추가적인 악화보다는 점진적인 실적개선 전망



자료: 현대차, SK 증권 추정

중국 시장 점유율 - 현대/기아 점유율 하락분은 로컬이 아닌 일본업체로 이동



자료: Marklines, CEIC, SK 증권



“

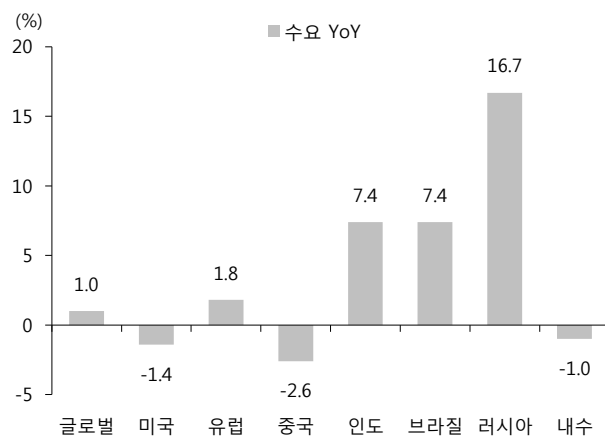
내년에는 기타시장은 좋지만 미국과 중국에 대한 수요우려가 있습니다. 하지만 예상되었던 악재에 대한 완성차들의 대응도 많이 달라졌죠. 일반적인 우려와 달리 실적추정치는 계속 우상향 중입니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

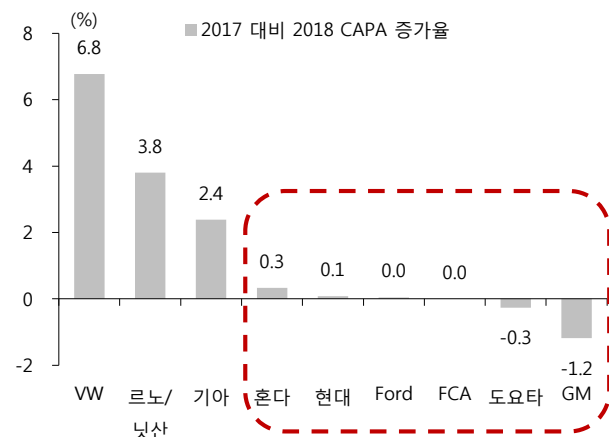
Top-down 관점에서는 글로벌 수요를 이끄는 시장의 변화가 예상됩니다. 그간 미/중/유럽 중심이었다면 내년에는 기타시장이 수요를 견인하겠네요. 기타시장 판매비중이 전체에서 25%를 차지하는 현대차그룹에는 긍정적인 요인입니다. 그렇지만 상장적인 시장인 미국과 중국의 성장둔화는 아무래도 우려요인이긴 합니다. 하지만 과거와 달리 예상되는 악재에 대한 완성차의 대응방식도 많이 달라졌습니다. 특히 CAPA 측면에서 보면 일부 업체를 제외한 주요업체들의 YoY 증가율은 없거나 오히려 감소하고 있습니다. 증가하는 업체들도 램프업 계획을 조정할 것으로 밝힌 점을 감안하면 공급과잉에 대한 우려는 제한적이죠. 수요둔화로 인한 경쟁심화의 경우, 당분간은 계속 되겠지만 출하량 조정과 인센티브를 통해 주요 업체별 재고 절대 레벨이 낮아지는 모습은 내년도에 경쟁강도를 낮출 수 있는 요인이라고 판단합니다. 과거와 달리 최근에는 경쟁보다는 연구개발과 수익성에 포커스를 맞추고 있죠. 실제로 일반적인 우려와 달리 주가와 매출액과 수익성 추정치 모두 우상향하고 있습니다.

글로벌 수요 전망 - 시장성장의 주요 지역의 변경 예상



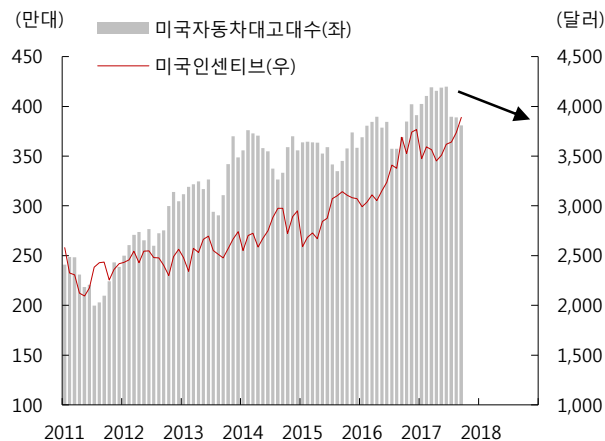
자료: GBIC, SK 증권 추정

주요 업체들 CAPA 증가 변화 - 과거와 달리 공급과잉의 가능성은 낮아졌다는 판단



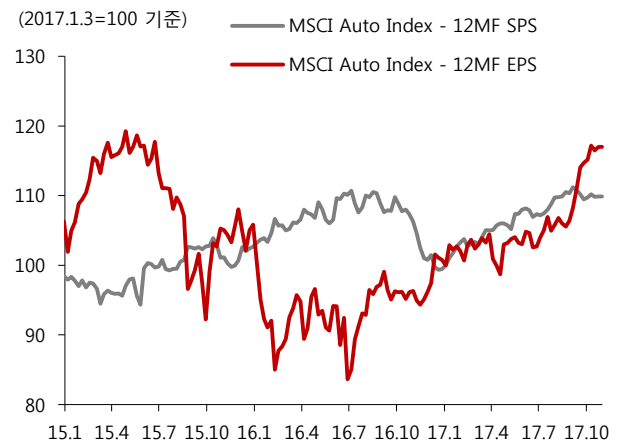
주: CKD 생산법인 포함 자료: 산업자료, SK 증권

미국 재고/인센티브 - 재고 레벨은 점차 낮아지는 중. 인센티브 경쟁도 완화 예상



자료: Automotive News, Autodata, SK 증권

MSCI Auto - 우려와 달리 매출과 이익 전망치 모두 우상향



자료: Datastream, SK 증권

“

내년에도 전기차와 자율주행에 대한 관심은 높을 것으로 판단합니다. 기술력의 향상과 낮아지는 디젤선호도, 각국의 규제는 계속되며 변화에 힘을 실어주겠죠. 그리고 오랜기간 소외받았던 2~3 차 부품사에 대해서도 이전 관심을 가져볼만 합니다

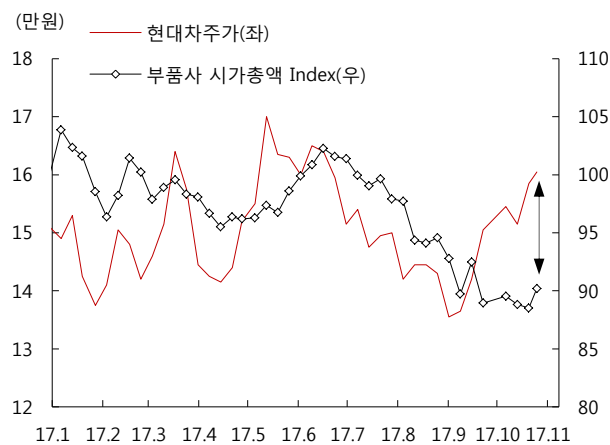
- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

그렇다면 부품사에 대한 변화는 어떨까요? 일단 완성차의 부진, 특히나 중국에서의 부진 때문에 실적둔화와 Valuation discount 가 진행되었던 부품사들의 회복이 예상됩니다. 특히 내년도 중국을 중심으로 한 회복이 예상됨에 따라 낙폭이 컸던 2~3 차 벤더에는 주목해야 한다고 생각합니다.

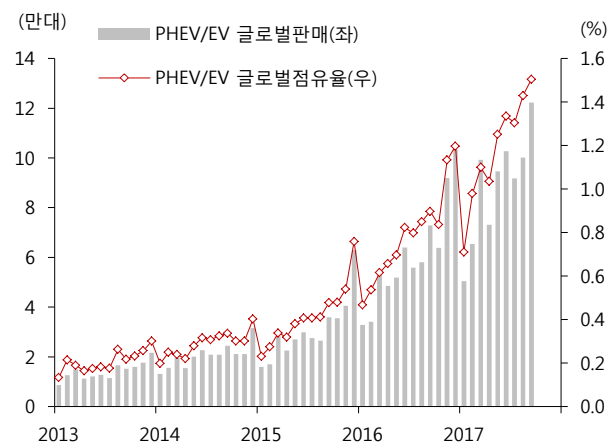
18 년에도 전기차와 자율주행으로의 변화는 지속되리라고 판단합니다. 변화지 않을 명제죠. 최근 테슬라 양산계획 연기와 미국 전기차 보조금 폐지 발언들이 나오긴 했지만 '전기차=테슬라'라는 프레임에서도 벗어날 필요는 있습니다. 배터리기술력 향상과 함께 연구개발이 확대되면서 전기차와 내연기관과의 기술격차는 점차 좁혀질 전망입니다. 결국 '탈 것으로의 매력'은 점점 높아지겠죠. 그리고 디젤게이트 이후 디젤에 대한 선호도가 점차 낮아지고 있다는 점도 중요합니다. 독일의 경우 이미 36.3%까지 하락한 상황입니다. 프랑크푸르트 모터쇼에서 독일 3사가 전기차를 천명한 이유기도 하죠. 변화의 방식은 다양할 수 있겠지만, 전기차와 자율주행으로의 변화와 관련 산업에 대해서는 계속 관심을 가져야 하겠습니다.

현대차와 부품사 주가 추이 - 부품사들의 회복 기대



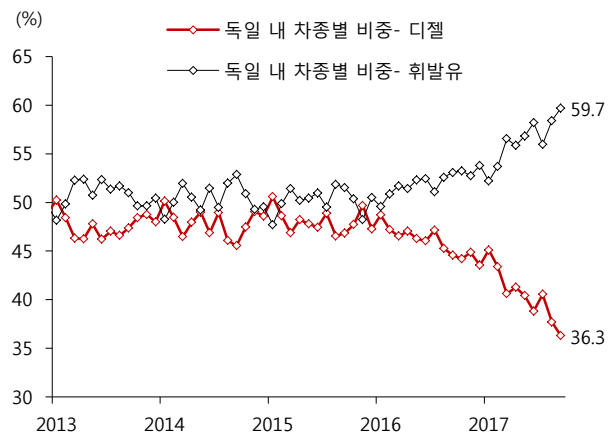
자료: Quantwise, SK 증권

EV / PHEV 글로벌 판매 추이



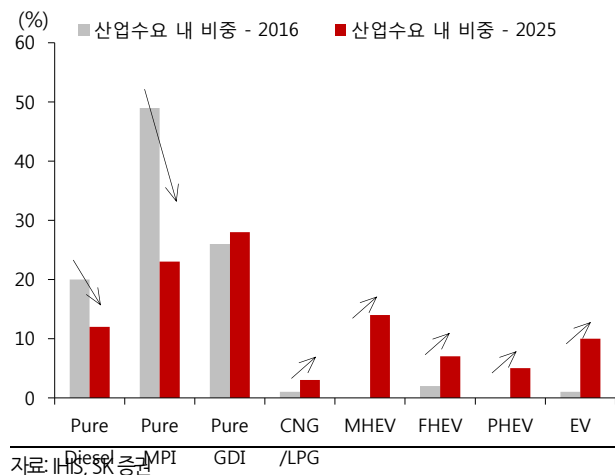
자료: Marklines, SK 증권

독일 내 차종별 비중 - 디젤에 대한 관심은 점차 낮아지고 있음



자료: KDA, Bloomberg, SK 증권

차종별 산업수요 전망 - 내연기관에서의 변화는 지속될 전망



자료: IHS, SK 증권

IV. 철강/비철

“

18 년에도 올해에 이어 공급축소와 인프라를 중심으로 한 수요개선이 가격(P)의 상승을 이끌 것으로 예상합니다. 다만 광산업체들의 공급확대로 인한 원가(C)의 변화에 관심을 계속 기울이는 것은 필요해 보입니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

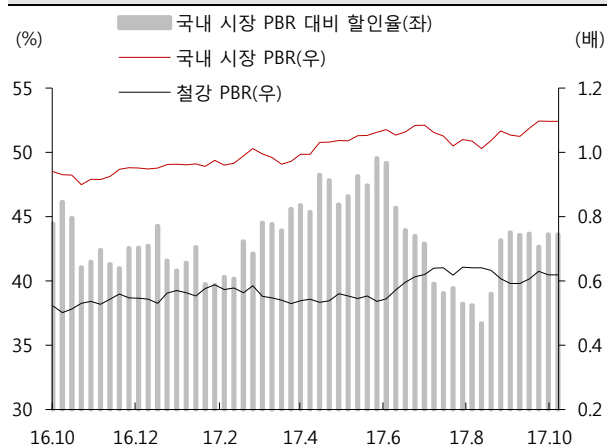
”

2017 년에도 철강섹터는 16 년에 이어 실적과 주가 모두 양호한 모습을 보였습니다. 특히 제품가격(P) 상승이 지속되면서 국내뿐만 아니라 글로벌로 수익성 개선이 동반되었습니다. 가격이 상승한 주된 이유는 1) 중국의 유도로 폐쇄, M&A 추진 등의 공급축소의 효과가 컸고, 부동산과 인프라를 중심으로 한 수요의 회복을 꼽을 수 있습니다. 특히 중국의 명목소비증가율은 공급 증가율을 상회하며 재고소진과 함께 수출물량 감소라는 결과로 이어졌습니다. 중국과 인접하여 영향을 많이 받는 한국업체에게는 특히 반가운 일이었죠. 비철금속도 광산업체의 공급축소와 경기개선 기대감을 기반으로 구리, 아연 등 주요 원자재의 가격상승은 계속되었습니다. 그 중에서도 규제확대와 기술개발로 인한 친환경차 확대로 인해 배터리 소재로 사용되는 니켈, 코발트 등이 주목받았죠.

내년에도 철강과 비철의 주가와 실적에 가장 중요한 요소는 가격이라고 생각합니다. 그렇다면 가격결정요인이 변할지, 변한다면 어떤 점에 주목해야 할지 고민해봐야겠죠. 철강의 경우 공급(Supply)이 지속적으로 줄어드는 상황에서 수요회복이 가격결정을 높이는데 주요인으로 작용했다고 생각합니다. 내년에도 동일한 환경이 지속되겠지만, 원가(C)의 변화가 가격에 주요하게 작용할 것으로 예상합니다. 원가에 해당하는 광산업체들의 움직임을 관심있게 지켜봐야죠.

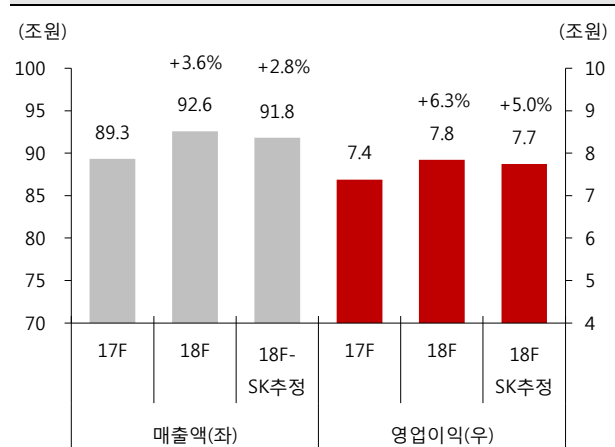
18 년 실적은 매출액 91.2 조원(YoY +2.8%), 영업이익 7.7 조원(YoY +5.0%)으로 전망합니다(당사 커버리지 기준). 영업이익 기준으로 성장은 내년에도 이어지겠지만 16 년 5.3 조원(YoY +13.2%), 17 년 7.4 조원(YoY +40.0%)와 비교하면 성장폭은 다소 감소할 것으로 예상합니다.

시장 대비 PBR 할인율 - 철강/비철



자료: Datastream, SK 증권

2018 년 매출액, 영업이익 추정 - 철강/비철



자료: Quantivise, SK 증권 추정

“

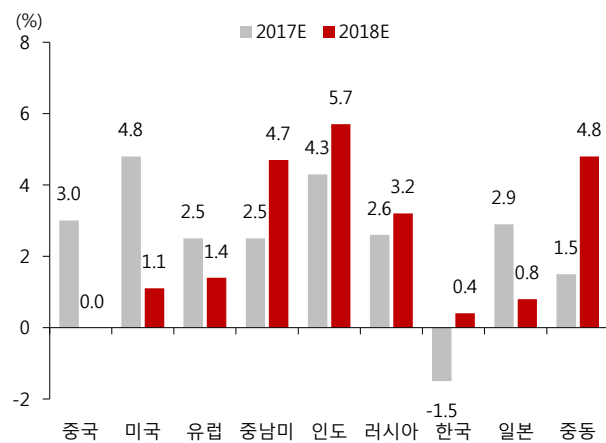
앞으로 수요는 upside factor 요인이라고 생각합니다. 부동산에 대한 우려가 있지만, 민간투자자와 인프라투자가 확대되고 있고, 가스인프라 수요강세를 강력히 주장한 바 있는데, 이 부분이 현실화되고 있기 때문이죠. 단기적인 re-stocking 도 긍정적입니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

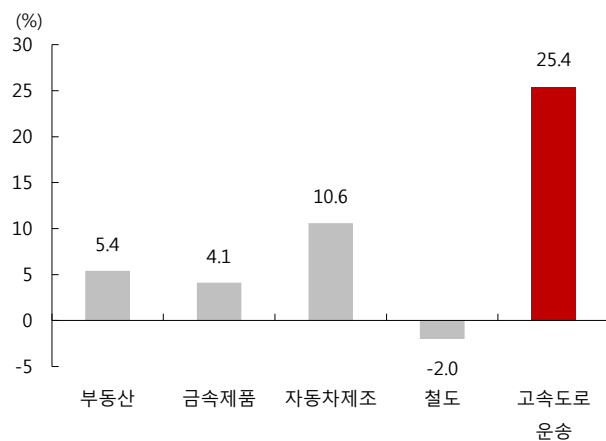
공급축소가 지속되는 상황에서 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망합니다. 최근 발표된 WSA 의 수요 전망도 이전보다 상향했다는 점도 긍정적인 요인이죠. 물론 철강/비철에서 가장 중요한 중국수요에 대해서 부동산경기를 중심으로 둔화 가능성이 계속 부각되고 있기도 합니다. 하지만 앞선 CBR3 의 자료에서 말씀드렸던 것처럼 부동산을 제외하더라도 고속도로 운송과 자동차를 중심으로 전년 대비 큰 폭으로 성장하면서 부동산에 대한 의존도를 낮추고 있습니다. 민간투자자와 인프라투자 회복에 따른 상용 및 굴삭기 등의 산업재 판매 증가도 긍정적 요인입니다. 여전히 의존도가 높지만 '중국수요 = 부동산'이라는 프레임은 점차 희석될 것으로 보입니다. 그리고 2월 발간 자료인 'Global New Energy Roadmap Episode 1' 에서 언급한 중국 가스 인프라의 대굴기는 현재 Gazprom 에서 기존 일정을 앞당기고 있고, 규모 확대계획도 발표하고 있습니다. 향후 가스인프라로 인한 철강수요는 점차 확대될 전망입니다. 단기적으로는 Re-stocking 에 따른 모멘텀도 있죠. 지나친 우려는 기우라고 판단됩니다.

주요 국가별 철강수요 전망 - 2017/2018



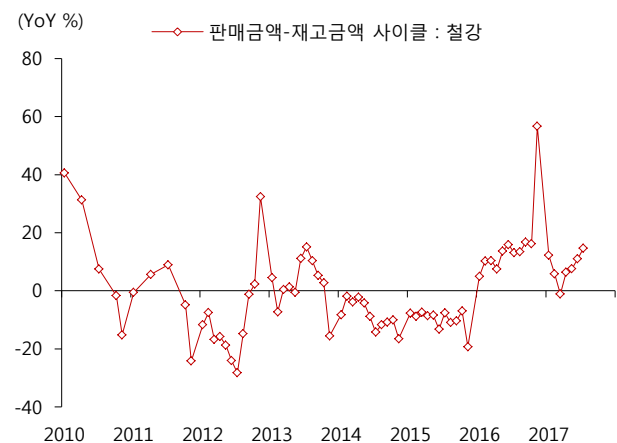
자료: WSA, SK 증권

철강 다운스트림 섹터에 대한 중국 고정자산투자(9월 누적 기준)



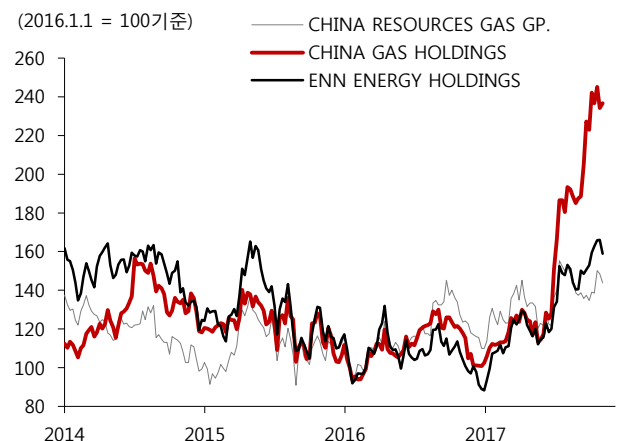
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 조강생산과 명목소비 YoY- 수요 기반에서의 성장으로 변모 중



자료: CEIC, SK 증권 추정

중국 가스인프라 관련 주가 추이 - 가스인프라를 통한 철강수요는 점차 확대 전망



자료: Datastream, SK 증권

“

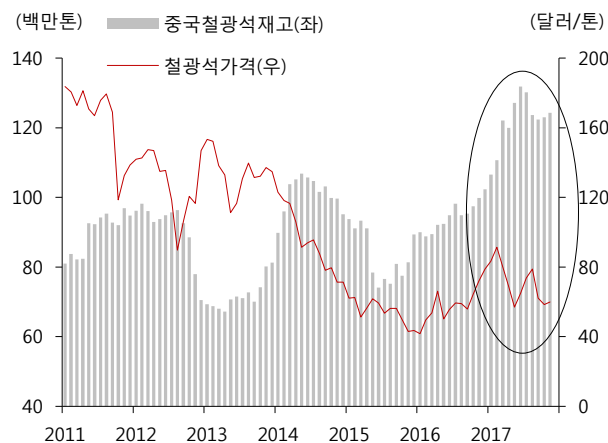
가격결정요인 중 원가변화에 대한 관찰은 필요해 보입니다. 광산업체들의 생산확대가 예상되기 때문이죠. 하지만 수요회복 이상의 공급 확대 가능성은 낮아보입니다. 노이즈는 존재할 수 있겠지만 섹터의 중장기 우상향은 지속될 것으로 전망합니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우 -

”

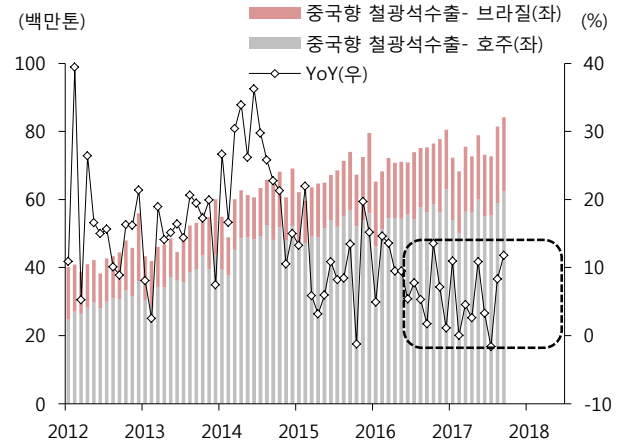
다만 내년에는 원가(C)에 대한 관찰이 지속적으로 필요해 보입니다. 최근 중국의 제품재고는 낮은 상황이지만 원재료인 철광석의 재고는 가장 높은 수준까지 올라왔습니다. 그럼에도 호주와 브라질의 중국향 수출물량은 여전히 (+) 입니다. 이유는 광산업체들의 투자가 재개로 생산량이 증가한 까닭이죠. 앵글로아메리칸은 대형광산의 생산성 향상이, 발레는 브라질 신규프로젝트의 정상생산이 진행 중입니다. 만약 낮은 생산원가를 기반으로 수요증가보다 빠르게 철광석의 공급이 확대되면, 철강제조업체의 Spread 확대로 수익성에는 긍정적이겠지만, 가격을 인상하기에는 다소 어렵겠죠. 하지만 저희는 철광석 생산업체들의 환율 환경과 경쟁환경을 감안할 때, 수요증가를 상회하는 공급 증가 가능성은 낮을 것으로 전망합니다. 그리고 글로벌 철강/비철 관련 추정치를 보아도 증가폭의 차이는 있지만 여전히 철강/비철에 대한 전망은 낙관적입니다. 상대적으로 비철금속 증가율이 높은 건 기존 수요에 배터리소재와 같은 신규 수요가 가세한 덕분이겠죠. 노이즈는 앞으로도 발생할 수 있겠지만 섹터의 중장기 성장은 계속 될 것으로 생각합니다.

철광석 가격과 중국 철광석 재고



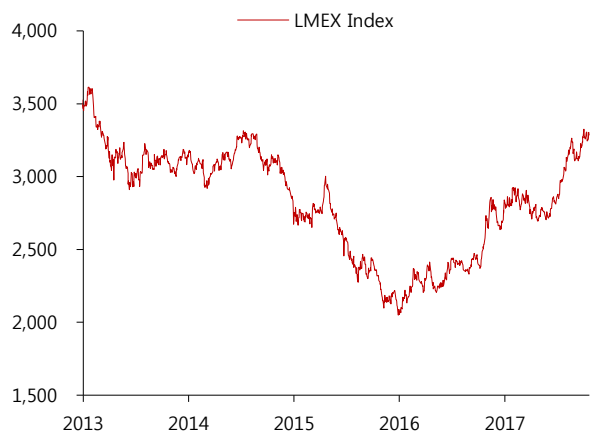
자료: CEIC, Bloomberg, SK 증권

호주/브라질의 중국향 철광석 수출 - 재고 증가에도 불구하고 수출확대



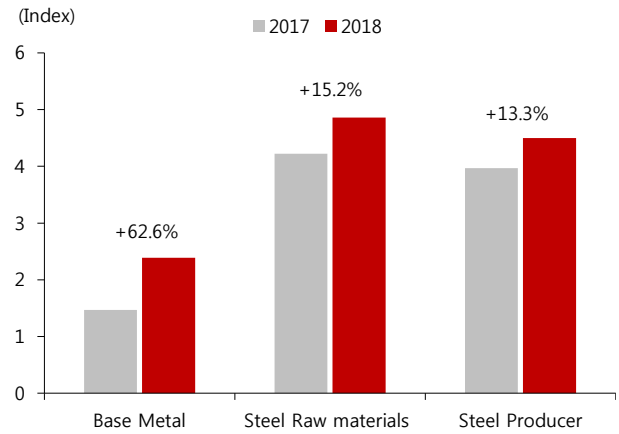
자료: CEIC, Bloomberg, SK 증권

비철금속의 상승세는 지속될 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 철강 유관 섹터 수익성 개선 지속 전망, 증가폭은 비철금속 광산-제조업체 순



주: Bloomberg 산업분류 기준, 자료: SK 증권

V. 유틸/상사

“

2017년 유틸리티와 상사는 cyclical sector 중에서도 가장 좋지 못했습니다. 대장주인 한전뿐만 아니라 다른 기업도 안 좋았죠. 2018년 영업 상황도 그다지 나아질 것은 보이지 않습니다. 올 해 대비 영업이익 -15.0% 추정하고 있습니다

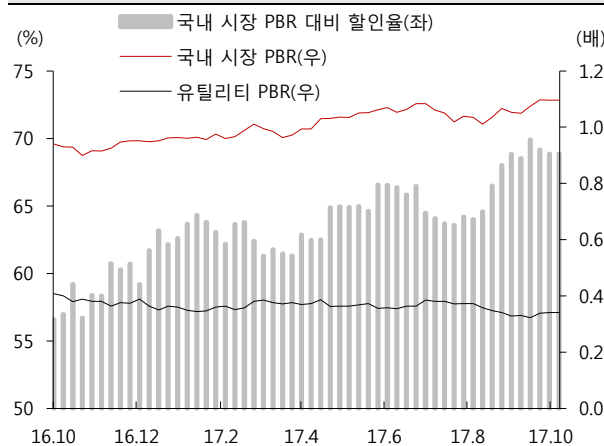
- SK 증권 유틸/상사 손지우 -

”

2017년 유틸리티와 상사의 주가 흐름은 cyclical sector 내에서도 가장 좋지 못했습니다. 10월까지 커버리지의 누적 주가 상승률이 -12.1%였으니 동 기간 +24.5%인 KOSPI 대비 무려 36.6%p 나 뒤졌던 것이죠. 아마 연 중 내내 유틸/상사에 투자하신 분들께서는 가슴 아픈 시간을 보내셨을 것 같습니다. 사실 유틸리티와 상사에서는 한국전력의 시가총액(약 25조원)이 워낙 압도적으로 높기 때문에 합산 이익이나 PBR을 산출해 본다면 기타 한국 가스공사(약 4조원), 포스코대우(약 2.5조원), LG 상사(약 1조원)의 가치가 많이 가려질 수밖에 없습니다. 현재 유틸/상사 합산 PBR이 0.4x에도 못 미치고 시장 대비로 볼 때 거의 70% 가까이 할인 받는 상황이 발생한 것도 역시 한국전력 때문이라고 할 수 있겠죠. 하지만 다른 기업은 좋았는데 한전만 안 좋았다고 말할 수도 없을 겁니다. 연초 대비 주가수익률은 한국가스공사(-15.4%), 포스코대우(-23.4%), LG 상사(-1.7%)로서 모두 좋지 못했으니까요. 올 해 주가가 좋지 못했던 요인으로서는 여러 가지가 있겠지만, 비우호적이었던 정책 방향성(한국전력), 유가약세에 따른 손실우려(한국가스공사, 포스코대우), 성장성부재(LG 상사) 등으로 요약이 가능합니다.

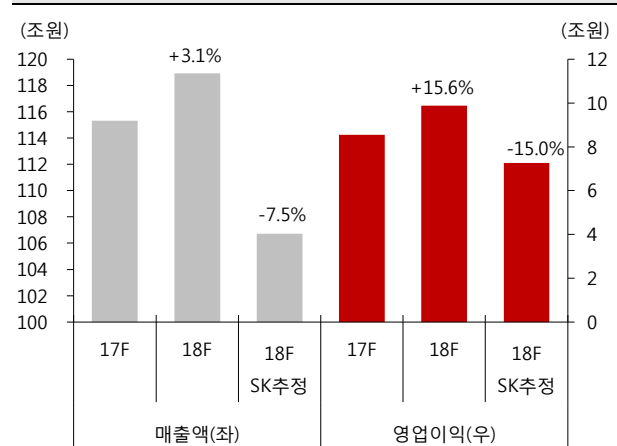
2018년도 그다지 우호적인 환경은 아닙니다. 시장 컨센서스는 2018년 이들의 합산영업이익이 전년대비 +15.6% 늘어날 것으로 추정하고 있지만, SK 증권 리서치센터는 -15.0%로 오히려 하락을 가정하고 있습니다. 한국전력이 일단 올 해 석탄가격 상승의 부담을 고스란히 받을 수밖에 없고, 유가는 여전히 오르기 어려운 만큼 한국가스공사와 포스코대우에게 호재요인으로 작용할 수 없을 것입니다. 이렇게 보자면 내년도 암울할 수밖에 없겠죠.

유틸리티의 PBR은 0.4x를 하회하며 시장대비 70% 수준까지 할인되었음



자료: Datastream, SK 증권

2018년 합산 영업이익 추정치는 전년대비 -15.0%(시장 컨센서스 +15.6%)



자료: Quantwise, SK 증권

주: 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

“

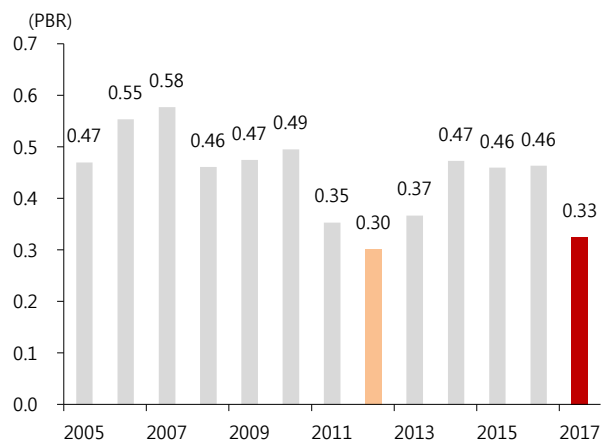
하지만 주가 측면에서만 본다면 더 빠질 것 같지는 않네요. 이미 대다수 종목의 valuation 이 역사적 저점입니다. 이렇게 본다면 연중 테마 발생 시 bottom fishing 관점의 접근은 가능해 보입니다

- SK 증권 유틸/상사 손지우 -

”

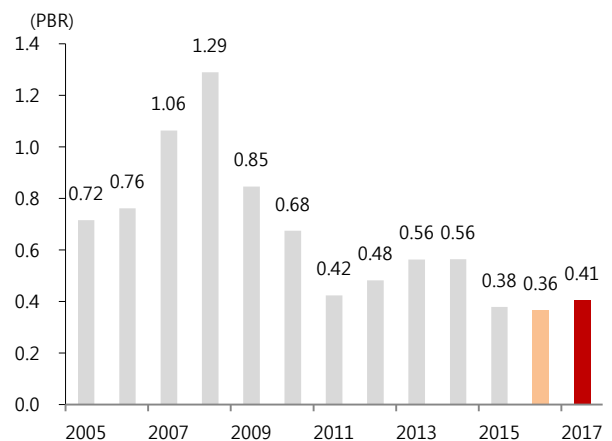
다만 주가가 여기서 더 빠지겠느냐고 물으신다면 대답은 “아닐 것 같다”가 될 것 같습니다. 이미 안 좋은 것을 반영해서 대다수 종목의 valuation 이 역사적 저점이기 때문입니다. 한전의 경우는 10월 말 12M fwd PBR 이 0.33 입니다. 유가급등사태와 원전이슈가 겹치며 최악의 한 해가 되었던 2012 년과 거의 다르지 않은 수준인데요. 이미 현 정부에서 나온 정책 악재를 반영하여 PBR 이 역사적 저점에 이르렀다면 반대로 2018 년에서는 정책호재가 나올 경우 주가 반등이 가능하지 않을까요? 마치 지난 10 월 신고리 원전 5, 6 호기 공사재개 발표 직후 주가가 급등했던 것처럼 말이죠. 한국가스공사는 장기적인 가스시대의 도래라는 관점이라면 현재 PBR 에서 충분히 투자매력이 있습니다. 유전손상처분에 따른 악재가 순간적으로 주가를 괴롭힐 수는 있지만요. Commodity 의 낮은 가격에 따른 악재가 반영 중인 포스코대우와 LG 상사도 더 빠지는는 어려운 국면에 진입한 것 같습니다. Valuation call 이 참 재미없긴 하지만, 2018 년 연중 이슈를 주목하시며 bottom fishing 은 충분히 시도해 볼만한 주가 영역들이란 것만큼은 사실로 판단됩니다.

한국전력 연간 12M fwd PBR 평균치



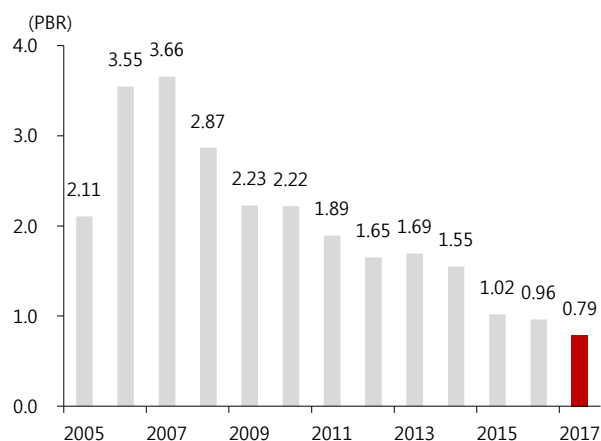
자료: Dataguidepro, SK 증권

한국가스공사 12M fwd PBR 평균치



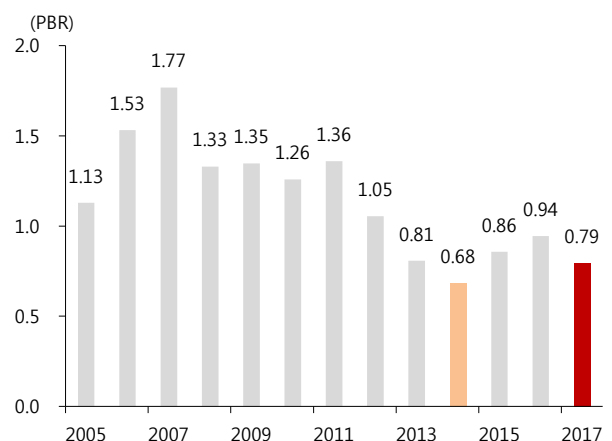
자료: Dataguidepro, SK 증권

포스코대우 12M fwd PBR 평균치



자료: Dataguidepro, SK 증권

LG 상사 12M fwd PBR 평균치



자료: Dataguidepro, SK 증권

“

주요 조선주들은 0.7 배 수준입니다. 조선업 전체를 봤을 때 현대미포조선은 제외하고는 멀티플의 상승은 어려워 보입니다. 내년도에는 후판 가격 인상이 확정된 상황이라 전자 전환의 가능성도 열려있다고 봅니다

- SK 증권 조선 유승우 -

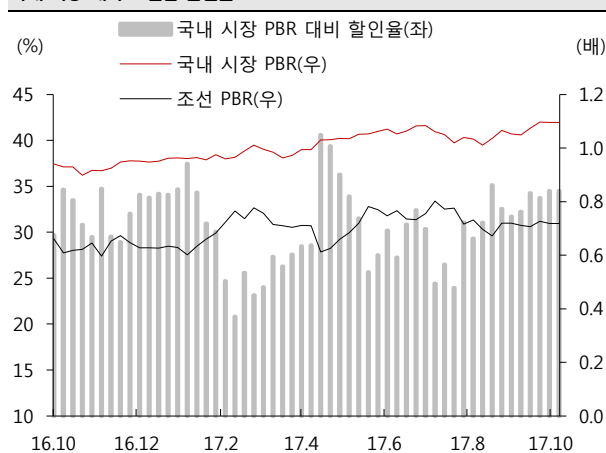
”

VI. 조선

Valuation: 국내 시장 대비 조선업의 밸류에이션은 연말로 가면서 할인폭이 커졌습니다. 사실 연초 이후 LNG 탱커 발주 기대감으로 주가 퍼포먼스가 매우 좋았죠. 하지만 실제 발주로 이어지지 않는 모습이 연말로 가며 확실해지자 주가는 흘러 내렸습니다. 특히 8 월 대형 컨테이너선 수주를 놓친 후 주가가 크게 반응하며センチ가 나빠졌습니다. 수주잔고의 대부분이 LNG 탱커인 대우조선해양의 재상장도 오히려センチ 자체에는 악영향을 준 것으로 판단됩니다.

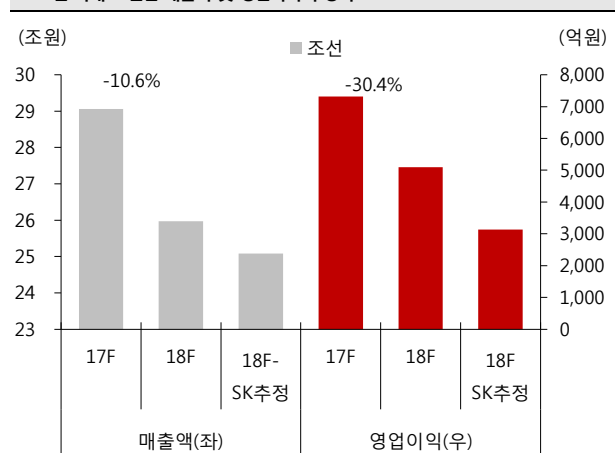
2018 년 전망: 2018 년 대형 조선사의 매출액은 YoY 10.6%, 영업이익은 YoY 30.4% 감소할 것으로 추정됩니다. 모두가 알고 있는 사실이지만 2014 년 이후로 연이은 수주 부진으로 내년 중반까지는 매출액부터 감소합니다. 영업이익의 감소는 후판 가격과 중국의 영향입니다. 철강사와 조선사는 올 하반기 후판 가격 협상을 11 월 현재까지도 마무리하지 못했습니다. 다만 가격 인상에는 합의가 되었고 인상 폭에 대해서는 협상이 진행중입니다. 후판 가격의 인상이 확정되었으니, 열연과 강판 대비 10 만원 저렴한 후판의 가격을 인상폭에 따라 시뮬레이션을 해봤습니다. 대략 4~5 만원/톤 사이의 인상폭이 BEP 인 것으로 추정됩니다. 이렇게 인상된 원재료비를 신조선가에 전가시킬 수 없다는게 문제입니다. 중국이 글로벌 선박 시장에서 저선가를 메리트로 수주를 끌어담고 있기 때문에 대한민국 조선소가 선가를 올리기 쉽지 않은 것입니다. 전통적으로 벌커 위주로 수주하던 중국이 이젠 고부가가치 선박 시장까지 저선가를 무기로 진입중이라는 점은, LNG 탱커와 대형 컨테이너 강자인 대한민국 조선소에게 안 좋은 소식입니다.

국내 시장 대비 조선업 할인율



자료: Datastream, SK 증권

2018 년 국내 조선업 매출액 및 영업이익 추정치



자료: Quantwise, SK 증권

주: 대형 3 개사 합산 기준

“

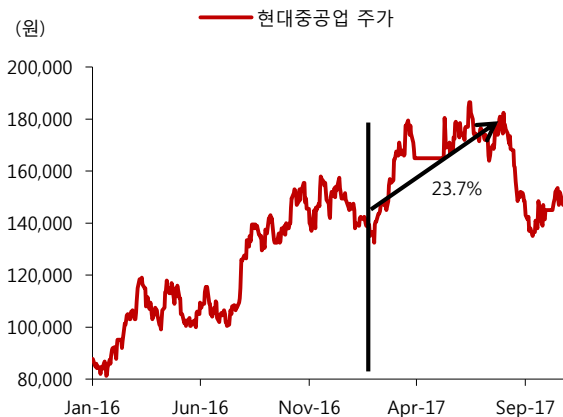
2017년 조선업종 주가 모멘텀은 LNG 탱커였습니다. 그러나 실제 수주는 기대에 못 미치는 모습을 보였습니다. LNG 탱커의 공급 과잉에 따른 용선료 하락 국면에서 추가적인 발주는 힘들었을 것이라는 판단입니다. 내년에는 어떨까요?

- SK 증권 조선 유승우 -

”

2017년 초부터 현대중공업과 삼성중공업의 주가를 끌어 올린 모멘텀은 LNG 탱커 발주 기대감이었습니다. 현대중공업은 23.7%, 삼성중공업은 45%나 상승했습니다. 실제 수주를 살펴보면 현대중공업은 2월에 2척을 수주하고 11월 현재까지 수주가 없었습니다. 삼성중공업은 5월에 2척을 수주했는데 이는 7,500cu. 짜리 초소형선이었습니다. 글로벌 본다면 대우조선해양이 거래 정지 기간에 4척, 중국 조선소인 Hudong Zhonghua가 4척을 수주해 가장 많은(?) 수주를 기록했습니다. SK 증권 리서치센터가 지난 7월 3일 'Global New Energy Roadmap Episode II: 남쪽 나라 LNG의 위기, 그리고 조선 이야기' 보고서에서 LNG 탱커의 공급 과잉으로 추가 발주를 기대하기 어렵다고 밝힌 부분은 아직 유효해 보입니다. 그런데 하반기가 지나가는 와중에 또다시 LNG 탱커 발주 기대감이 거론되고 있습니다. 정말 추가적인 발주를 기대해도 될까요?

연초 이후 LNG 탱커에 대한 기대감으로 23.7% 상승한 현대중공업 주가



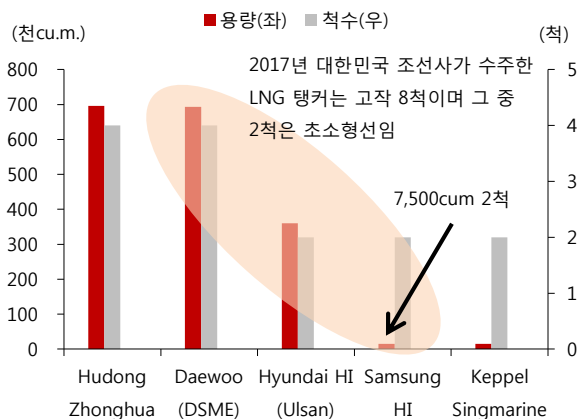
자료: DataGuide, SK 증권

연초 이후 LNG 탱커에 대한 기대감으로 45% 상승한 삼성중공업 주가



자료: DataGuide, SK 증권

그러나 실제로 연초 이후 대한민국 조선소가 수주한 LNG 탱커는 고작 8척



자료: Clarksons Research, SK 증권

발주가 제한되자 다시금 거론되는 LNG 발주 기대감

LNG선 발주 2년 뒤 붓물... '보릿고개' 조선업, 특수 기대

기사입력 2017/10/15 06:31 송고

천환경 LNG 수요-해상수송 늘어...조선 빅3, 기술력 우위

(서울=연합뉴스) 윤보람 기자 = 전 세계적인 친환경 에너지 확대 추세로 LNG(액화천연가스) 수요와 교역량이 최소 20여 년간 성장한다는 전망이 잇따르고 있다.

LNG 선박 및 설비 건조와 관련해 독보적인 경쟁력을 갖춘 국내 조선 대형 3사가 현재의 일감 공백을 견디려면 2년 뒤 특수을 누릴 거란 기대감이 커지고 있다.

15일 업계와 외신에 따르면 글로벌 석유회사 BP는 최근 발표한 '에너지 아웃룩 2017'(Energy Outlook 2017) 보고서에서 전 세계 LNG 해상 교역량이 빠르게 늘어 약 20년 뒤에는 전체 LNG 물량의 절반이 해상으로 수송된다는 관측을 내놓았다.

자료: 연합뉴스, SK 증권

“

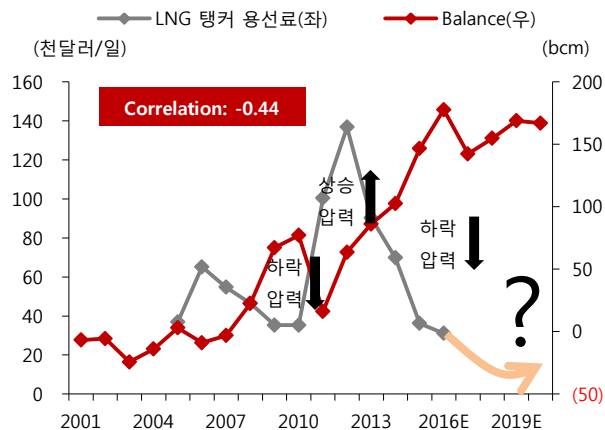
LNG 탱커의 기발주 물량이 많아 용선료가 놀리며 추가적인 발주를 기대하기 어려워 보입니다. 아시아 지역의 LNG 수입터미널도 별로 증설이 안되는 것을 보니 수요도 적어 보이네요. 그리고 BDI 상승에 의한 벌커 발주 물량도 중국 조선소의 수혜 일 것으로 판단됩니다

- SK 증권 조선 유승우 -

”

LNG 탱커의 Balance 분석 결과 앞으로 인도 예정 물량인 LNG 탱커가 많아 용선료가 하락 압박을 받고 있었습니다. 따라서 추가적인 발주는 어려워 보입니다. 게다가 주요 가스 수요처인 아시아에서 현재 증설되고 있는 LNG 수입터미널을 파악해 보더라도 LNG 수요가 늘어날 것 같지는 않습니다. 중국의 4.08bcm 짜리 2 기, 일본의 2.04bcm 짜리 1 기가 추가 증설될 예정인데, 한국, 중국, 일본이 2016 년에 LNG 를 224.7bcm 수입했다는 점을 감안하면 매우 작은 규모의 증설입니다. 한편, 2016 년 2 월을 기점으로 BDI 가 회복되며 벌커 발주에 대한 기대감도 있는 상황입니다. 최근 현대중공업도 VLOC 수주에 성공하며 벌커 업황 개선이 기대되고 있습니다. 그러나 개선된 BDI 의 절대 수준이 '07~'08 년 대비 7.2 분의 1 수준으로 지나치게 낮습니다. 그리고 벌커 시장은 애당초 중국 조선소의 전유물입니다. 현재 벌커 수주잔고를 살펴보면 Capesize 의 70% 가 중국 물량이며 VLOC 만 따로 보면 중국 물량의 비중은 86%까지 치솟습니다.

공급 과잉 심화로 용선료가 하락해 추가적인 발주를 기대하기 어려운 LNG 탱커



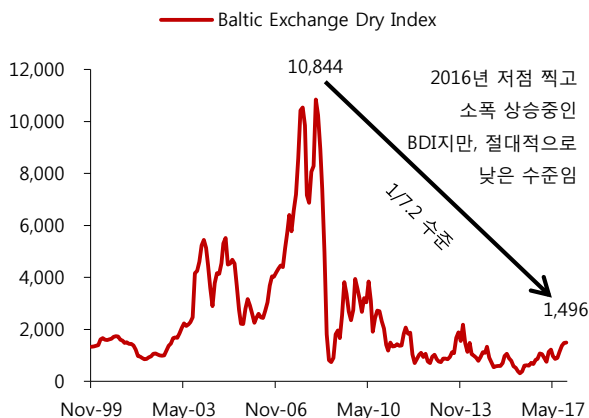
자료: BP, Searates, Clarksons Research, SK 증권

아시아에 증설되는 LNG 수입터미널은 많지 않음

국가	터미널 이름	터미널 용량 (bcm)	국가별 2016 LNG 수입량 (bcm)
중국	Fujian Zhangzhou	4.08	34.3
중국	Zhejiang Zhoushan	4.08	34.3
일본	Soma LNG	2.04	108.5

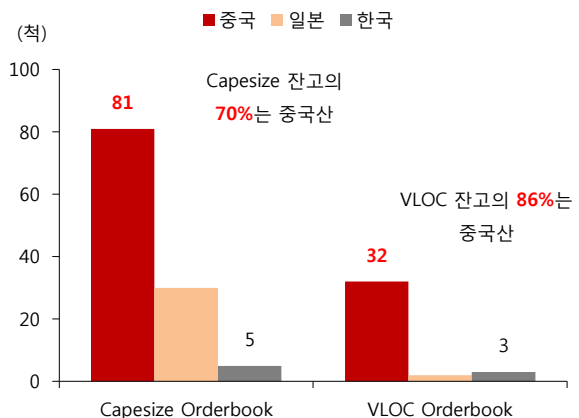
자료: IGU, SK 증권

2016 년 2 월 이후 소폭 반등중인 BDI로 벌커 발주 기대감 거론되는 중임



자료: Clarksons Research, SK 증권

VLOC를 비롯한 벌커는 중국 조선소의 전유물이나 다름 없음



자료: Clarksons Research, SK 증권

“

수익성도 문제가 될 것 같습니다. 최근 철강사와
의 후판 가격 협상이 인상 쪽으로 가닥이 잡혔는
데요, 인상 폭에 따라 대한민국 조선사들의 적자
전환 가능성이 열려 있습니다.

- SK 증권 조선 유승우 -

”

문제는 수주뿐만이 아닌 듯 합니다. 10월 29일 서울경제 기사에 따르면 최근 철강사와 조선사간의 후판 가격 인상에 합의가 이뤄진 것으로 파악됩니다. 다만 아직 인상 폭에 대한 협상은 남아있습니다. 최근 후판 유통 가격과 신조선가의 방향이 달라져 올 하반기 후판가 협상은 초미의 관심사였는데요, 중국 조선소가 글로벌 시장에서 저선가로 수주를 가져가며 대한민국 조선소들은 후판 가격 인상분을 신조선가에 전가시킬 수 없었던 것입니다. 그렇다면 이제 대한민국 조선사의 마진 스퀴즈를 염두에 두어야 합니다. 가뜰이나 수주 부진으로 2018년 2분기까지의 매출단에서부터의 감소는 확정된 상태인데 영업이익의 감소도 염두에 두어야 한다는 것이죠. 현재 후판 가격이 열연이나 강판 대비 10만원 가량 차이가 남을 감안해 가격 인상 폭에 따른 VLCC 영업이익 민감도 분석을 해봤습니다. 후판 가격이 톤당 4~5만원 사이로 인상된다면 VLCC 기준 BEP 수준에 도달하고, 궁극적으로 10만원의 갭은 줄어든다고 보면 대한민국 조선사의 적자 전환 가능성이 열려 있다고 추정됩니다.

후판가 인상이 확정되었으나 인상폭 협상이 남아있음

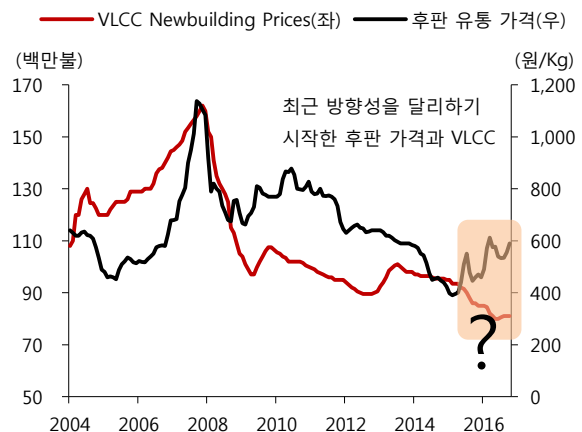
‘후판가’ 이어 이번엔 ‘인상폭’...철강,조선 2R

29일 조선 철강 업계에 따르면 최근 주요 조선 철강사들이 올 하반기 후판 가격 협상에서 단가를 인상하는 방향에 합의했다...지금은 인상가격을 정하기 위한 실무교섭이 진행 중...(중략)...조선사가 선박을 건조하는 경우 적당 영업이익률은 1~2% 수준으로 VLCC 한 척을 건조해 조선사에 남는 돈을 단순계산하면 9~18억원 정도다

2017. 10. 29 서울경제 발췌

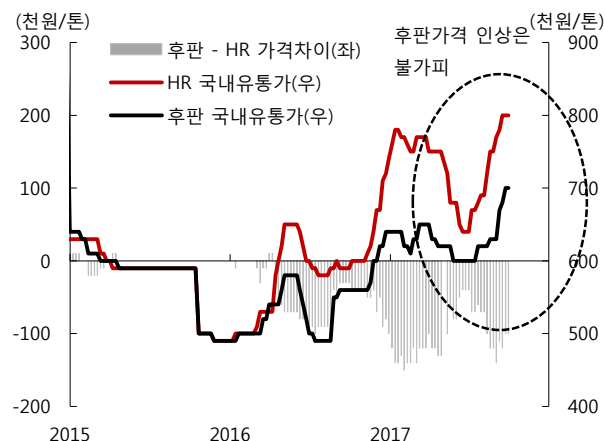
자료: 서울경제, SK 증권

최근 후판 가격과 VLCC 신조선가가 방향성을 달리하기 시작함



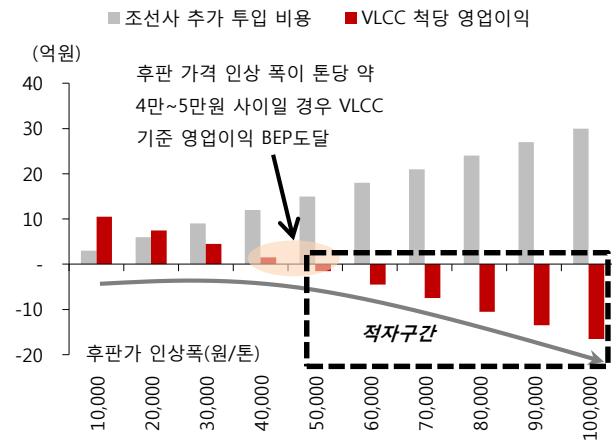
자료: Clarksons Research, Steel Daily, SK 증권

국내 HR / 후판 유통가 - 후판가격 인상은 불가피함



자료: Bloomberg, Steel Daily, SK 증권

후판가격이 톤당 4~5만원 사이로 인상되면 VLCC 영업이익 BEP 수준임



자료: Steel Daily, SK 증권

VII. 정유/화학

“

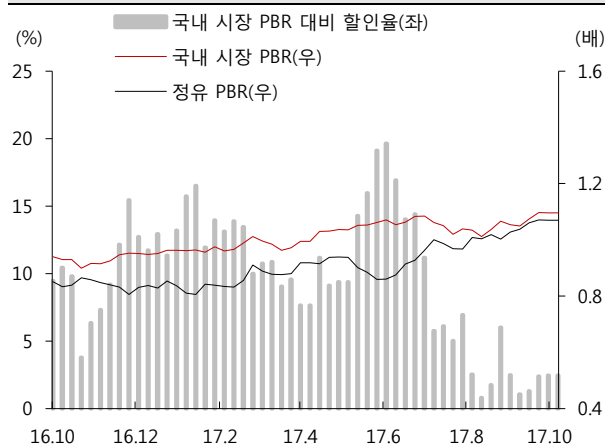
17년 정유/화학은 cyclical sector 내에서 유일하게 KOSPI를 outperform했습니다. 70% 가까운 상승률을 보인 LG 화학의 힘이 매우 컸죠. 다만 18년은 down-turn을 걱정할 때입니다. OP 기준 정유 YoY -27%, 화학 -24% 추정됩니다.

- SK 증권 정유/화학 손자우 -

”

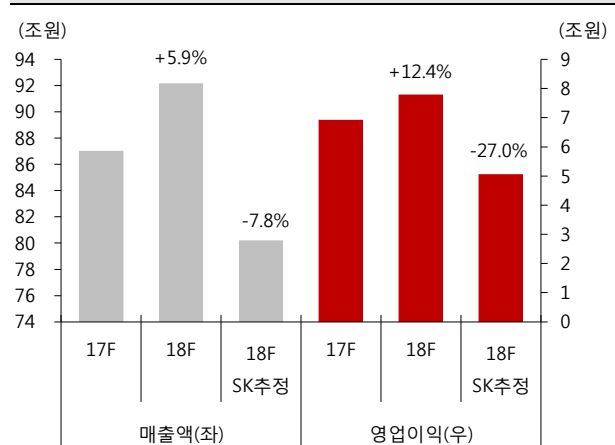
17년 정유/화학은 cyclical sector 내에서 유일하게 KOSPI를 outperform했습니다. 10월까지 커버리지의 누적 주가 상승률은 +32.9%로서 KOSPI의 +24.5%보다 8.5%p 높았습니다. 하지만 섹터 전반의 호조라고 보기에 홀로 70% 가까운 상승률을 보인 대장주 LG 화학의 대약진에 가려진 것도 있죠. 예를 들자면, 순수화학의 대표 업종인 롯데케미칼은 오히려 동기간 하락했습니다. 자세한 이야기는 조금 뒤에 하겠습니다. 물론 정유는 정체마진 호조와 배당매력을 앞세워 좋은 performance를 보였습니다. 단 18년은 쉽지 않은 한 해가 될 것으로 판단합니다. 무엇보다 down-turn 진입이 본격화 된 순수화학이 우려됩니다. 정유도 추가적인 이익 강세를 보이기에 정체마진과 유가에 대한 부담이 커 보이는군요. 저희는 내년 영업이익이 정유 YoY -27.0%, 화학 YoY -24.0%로서 공히 하락하리라 판단합니다.

정유 PBR은 지속적인 주가 상승으로 KOSPI 수준과 크게 다르지 않음



자료: Datastream, SK 증권

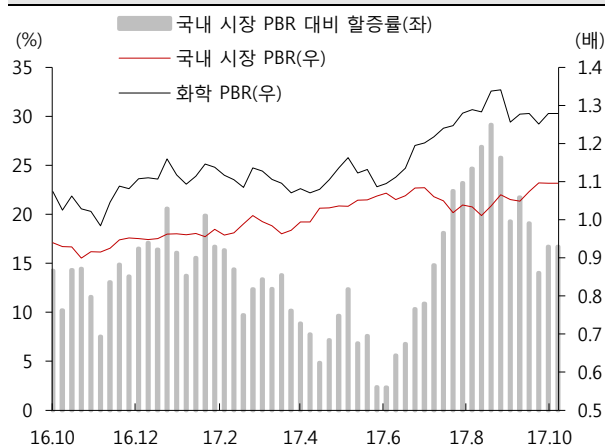
2018년 합산 영업이익 추정치는 전년대비 -27.0%(시장 컨센서스 +12.4%)



자료: Quantivsie, SK 증권

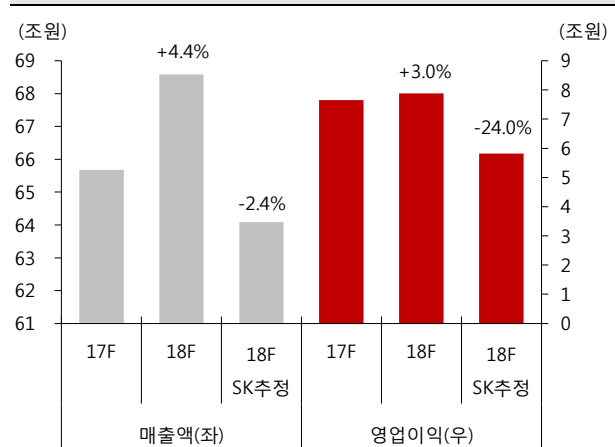
주: 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임

화학 PBR은 약 1.3x로서 KOSPI 대비 이미 높은 상황임



자료: Datastream, SK 증권

2018년 합산 영업이익 추정치는 전년대비 -24.0%(시장 컨센서스 +3.0%)



자료: Quantivsie, SK 증권

주: 커버리지 시가총액은 SK 증권 리서치센터 기준임



“

LG 화학의 10월까지 상승률은 70%였습니다. 순수화학의 부진에도 불구하고 섹터가 outperform을 한 큰 이유였습니다. 2018 년은 화학의 빠른 down-turn 이 예상되기에, 결국 “LG 화학이 다시 갈 수 있느냐?”가 섹터 최대 관건이 되겠네요.

- SK 증권 정유/화학 손지우 -

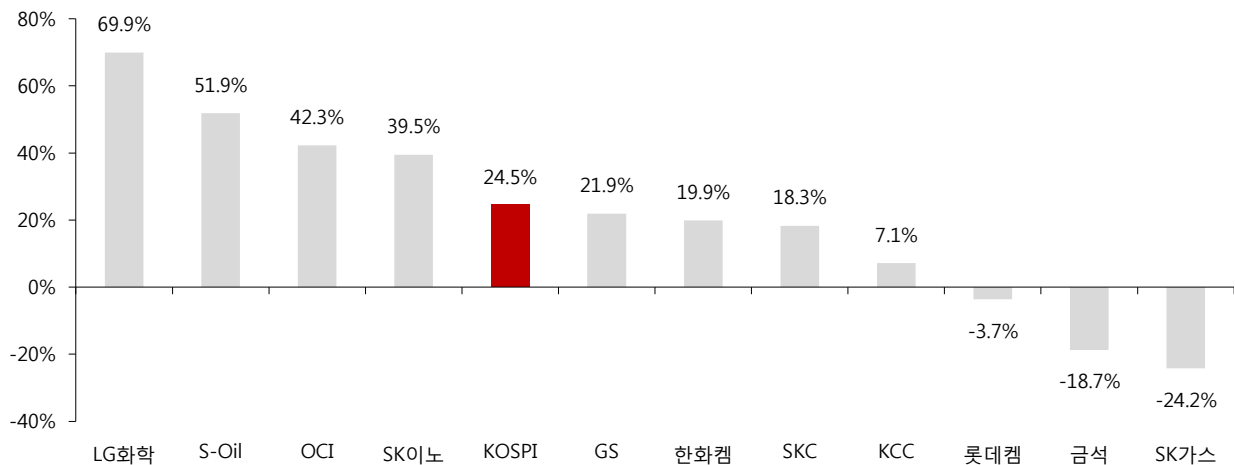
”

내년을 보면서 더욱 걱정이 되는 것은 “만약 LG 화학이 여기서 멈춘다면?”이라는 가정 때문입니다. 17 년도 사실 KOSPI 시총 5 위이자 30 조원의 가치를 넘어서는 LG 화학이 무려 69.9%나 오르면서 시장을 크게 outperform 해준 것이 섹터 전반의 호조에 큰 영향을 미쳤죠. 물론 정유 역시 실적과 배당 매력 속에서 S-Oil(+51.9%), SK 이노베이션(+39.5%)으로서 좋은 수익률을 보였지만, 다른 주요 종목인 한화케미칼, KCC, 롯데케미칼, 금호석유 등은 순수화학의 미래에 대한 우려 속에서 부진했기에 상쇄되는 수준이라 할 수 있었습니다.

앞서 전망치를 공개한 것처럼 이익이라는 함수가 가장 중요한 정유/화학 섹터에게 있어서 down-turn의 도래는 우려될 수밖에 없는 부분입니다. 특히 순수화학은 17 년 하반기 미국설비 신증설이 계획대로 진행되었고, MR 탱커의 발주 소식으로 볼 때 18 년 상반기부터는 본격적인 수출이 시작될 것이기에 down-turn 시점이 “임박”한 수준임을 알 수 있습니다. 본격적인 감익 추세는 불가피하리라 봅니다. 그나마 설비진입이 뒤로 예정되어 있는 정유는 나은 상황이지만, 그렇다고 하더라도 사상 최고 이익이 이어진 올 해의 상황보다 더 좋기는 어려운 것이 사실이죠. 아마 순수화학이든 정유든 2017 년 만큼의 시세를 기대하기는 어려울 것입니다.

그렇기 때문에 내년 섹터 전반에 대한 가장 큰 질문은 “LG 화학이 또 오를 수 있을까?”로 향할 수밖에 없죠.

2017 년 10 월까지 KOSPI와 커버리지 정유/화학 종목의 수익률 추이



자료: Dataguidepro, SK 증권

“

LG 화학은 여전히 top pick 입니다. 잘 나가는 BOLT 모멘텀에 내년에는 매출증대까지 확정적이니까요. 다만 Tesla 에 맞먹는 valuation 이 부여되고 있는 현재 전기차배터리가 더 모멘텀을 낼 수 있을 지, 더 오를 수 있을 지는 분명 부담입니다

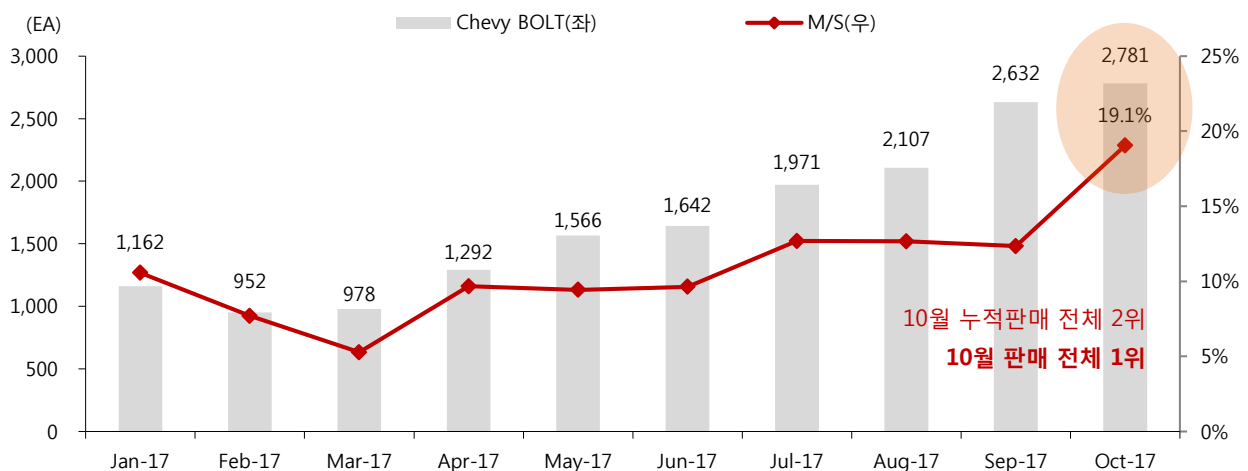
- SK 증권 정유/화학 손지우 -

”

LG 화학의 2017 년 대폭 상승에 있어서 가장 큰 기폭제는 역시 “전기차”였습니다. 전 세계가 전기차 열풍에 휩싸여 있었고, 특히 2 세대 전기차의 시발 탄인 LREV(Long-Range Electric Vehicle) Chevrolet BOLT 가 기대했던 대로 미국 내 판매 호조를 보인 영향이 결정적이었죠. BOLT 는 10 월까지 미국 누적판매랭킹 2 위를 기록 중이고, 10 월에는 1 위를 기록함과 동시에 (2,781 대 판매) 점유율도 19.1%까지 끌어올렸습니다. 아마 이런 분위기는 내년에도 이어질 것입니다. 중대형 파우치 스타일의 압도적 승리로 2 세대 전기차 시장이 판명되어 가는 만큼 아마 추가 수주 내지는 매출 소식이 LG 화학에 이어질 것입니다. BEP 수준의 이익임에도 공격적인 증설을 지속하는 그들의 투자결정에서도 이를 파악할 수 있습니다. 4 차 산업혁명이라는 큰 패러다임이 쉽게 끝날 분위기도 아니구요

다만 우려되는 부분은 있습니다. 바로 Valuation 입니다. LG 화학의 올 해 영업이익은 약 2.8조원으로 추정이 되는데, 이는 롯데케미칼과 거의 다르지 않은 수치입니다. 하지만 시가총액은 LG 화학이 약 30 조원, 롯데케미칼이 약 13 조원으로 2 배 이상 차이가 나죠. 17 조원에 가까운 차이는 거의 전기차배터리 가치로 볼 수 있을 것입니다. 현재 LG 화학의 전기차배터리 매출액은 2 조원 수준인 것을 감안한다면 PSR valuation 기준 8~9 배가 부여되고 있는 셈인데요. 이는 Tesla 와 유사한 수준이죠. 물론 애초부터 비현실적인 사업모델이었고 예정된 Model3 의 실패가 진행 중(2016 년 11 월 indepth paper “완성차의 역습: GM BOLT, Tesla 라는 종교에 경종을 울린다” 참고) 인 Tesla 보다 LG 화학이 못할 것은 전혀 없지만, 그래도 valuation 자체가 부담이라는 것만큼은 분명해 보입니다. 섹터 top pick 으로서 여전히 다른 정유/화학 업종 대비 outperform 을 할 수 있겠지만 절대 추가 측면에서 어느 정도까지 더 오를 수 있을 지는 미지수입니다.

미국 내 Chevy BOLT 판매량과 전기차 시장 점유율 추이: 10 월 판매량과 점유율 모두 record high



자료: InsideEV, SK 증권

“

화학의 down-turn 은 cycle 본연의 습성, 즉 이익의 고점에서는 반드시 설비진입이 늘어나는 것에서 읽어낼 수 있습니다. 미국 에탄크래커가 이번엔 그 대상이죠. 마침 조선에서 화학운반선(MR 탱커) 발주가 급증하고 있습니다. 명백한 증거죠

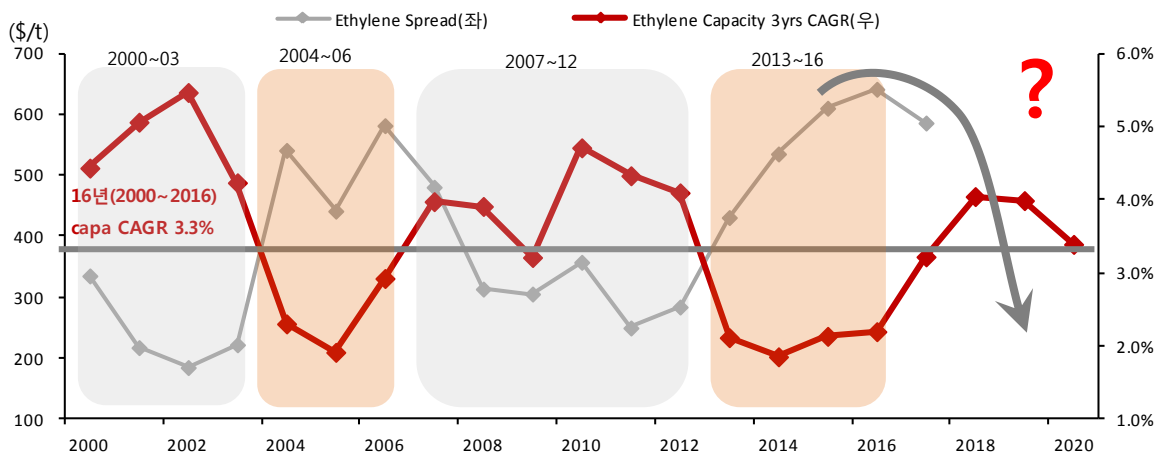
- SK 증권 정유/화학 손지우 -

”

화학의 down-turn 을 예측하는 이유는 이미 몇 차례 보고서에서 소개되었지만 역시 cycle 본연의 습성 때문입니다. 역사적으로 글로벌 화학업체의 ROIC 는 7~8 년의 주기로 고점 15% - 저점 7%의 순환적인 움직임이 나타났었는데, 2017 년은 바로 그 up-cycle 의 고점에 해당하는 시점입니다. 그리고 늘 그렇듯이 이후 설비가 늘어나며 시장에 압박을 주는데, 이번에는 그 대상이 바로 미국의 에탄크래커죠.

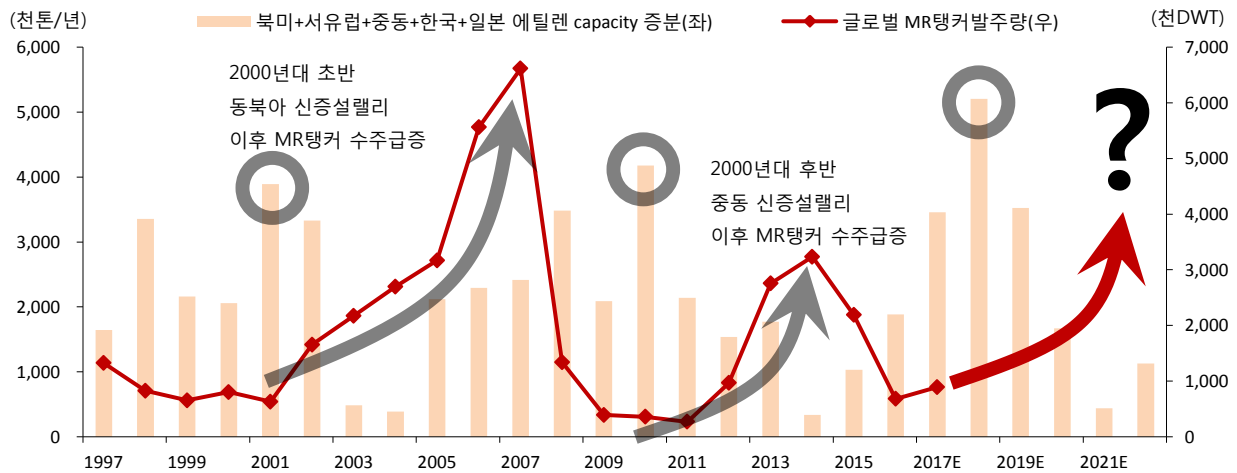
다만 현 시점에서 중요한 것은 “그렇다면 이 설비가 언제 수출이 되느냐”일 텐데, 그래서 저희는 지속적으로 화학운반선인 MR 탱커의 발주를 봐야 한다고 주장 중입니다. 역사적으로도 화학 주요수출국의 설비가 증설되는 구간 직후로는 반드시 MR 탱커 발주가 늘어왔었기 때문입니다. 올 해 조선에서 유일하게 super-outperform 을 하는 업체가 현대미포조선이고 그들은 MR 탱커의 글로벌 No.1 이죠. 이미 발주가 많이 늘고 있는 양상을 시장이 반영 중이구요. 왜 발주가 급격히 늘고 있을까요? 답은 이미 나와 있습니다.

역사적으로 spread 를 결정하는 핵심변수는 capacity 였음: 2019년까지 화학생산능력은 구조적으로 우상향



자료: Industry data, SK 증권

글로벌 석유화학 설비증설은 역사적으로 화학운반선(MR 탱커)의 발주 증대의 signal



자료: Industry data, Clarksons Research, SK 증권

“

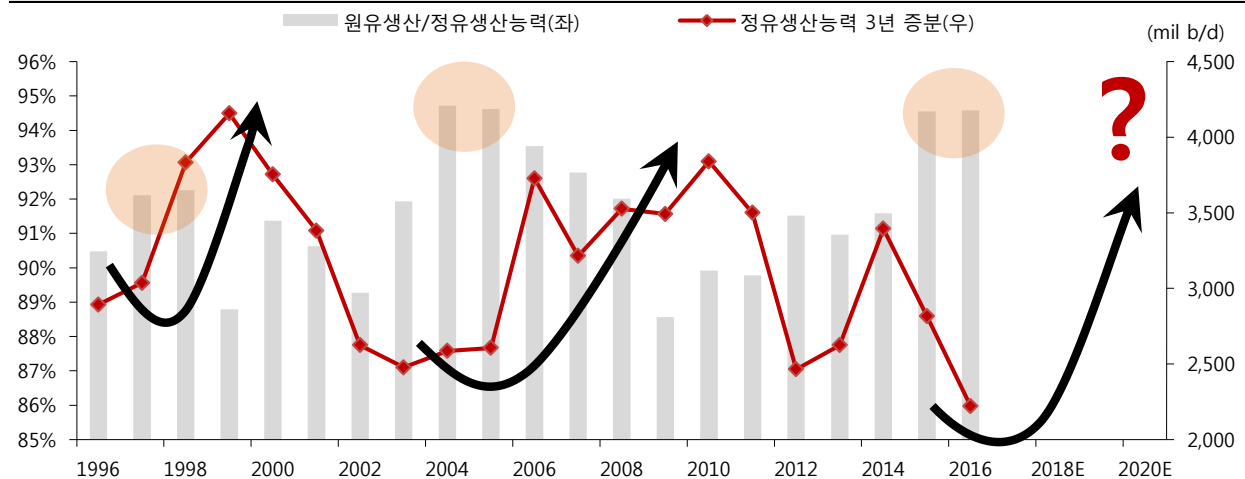
정유도 cycle의 역사적 패턴에 의해 신규설비진입이 예상되는 구간입니다. GlobalData는 이미 차후 4년 간 연평균 4%의 설비증설을 예상한 바 있었죠. 물론 화학만큼 임박한 것은 아니지만, 그렇다고 증익을 기대할 수 있는 구간도 아닙니다

- SK 증권 정유/화학 손자우 -

”

정유도 만만치 않은 상황입니다. 화학만큼 down-turn이 임박했다고 보기는 쉽지 않지만 어찌되었든 방향성만큼은 정점에 도달한 이후 하락세를 보일 개연성이 높은 순간입니다. 역시나 cycle의 논리로 이해가 되는 패턴인데요. 정유 역시 설비 shortage에 의해 이익이 최고조에 이른 구간 이후로는 신규설비가 진입하면서 불황을 향해가는 양상이 과거에도 반복되었습니다. 마침 17년은 shortage가 최고조였고, 때문에 설비의 진입이 예상되고 있는 시점이지요. 마침 올 해 3월 Global Data는 2017년 이후 4년 간 누적 16%, 즉 연평균으로는 4% 가량의 신규설비 진입이 예정되어 있다고 조사 결과를 발표한 적이 있었습니다. 원유수요 성장률이 연간 1% 내외인 것을 감안한다면 대단히 공격적인 수치에 해당하죠. 건설 측에서 오만 두쿰, 바레인 밥코 등의 발주가 발표 나는 것을 보면 이를 확인할 수 있습니다. 2018년에 해외수주 소식이 활발하다면 역시 indicator로 쓸 수 있겠죠? 당장에 이익은 버틸 것이기에 화학에 비해서 부담은 덜하지만, 그렇다고 여기에서 주가를 더 올리기도 부담스러운 영역입니다.

원유생산/정유생산능력 ratio 역시 1996년래 최대수준, 즉 정유설비 진입 개연성 높은 상황임



자료: BP, SK 증권

2021년까지 정유설비 신증설이 공격적으로 진행된다는 올 해 3월 미국 현지 뉴스 발췌

New refinery project announcements gain momentum

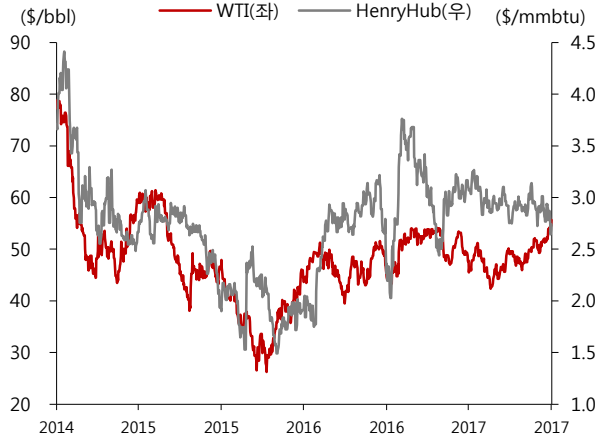
GlobalData's latest report, H1 2017 Global Capacity and Capital Expenditure Outlook for Refineries - New Project Announcements Gain Momentum, suggests that the global refinery industry is expected to witness a growth of around 16 percent during the 2017-2021 period. The total crude distillation unit (CDU) capacity in 2021 is expected to increase globally to more than 100 million barrels per day (mmbd) through around 880 refineries. Among regions, Asia is expected to lead the growth in the industry with proposed capital spending of more than \$150bn outlined for more than 40 planned (new-build) refineries. The total capacity addition in the region is expected to be more than 5,000 thousand barrels per day (mbd)

- hydrocarbons-technology, 2017.03.14

자료: SK 증권

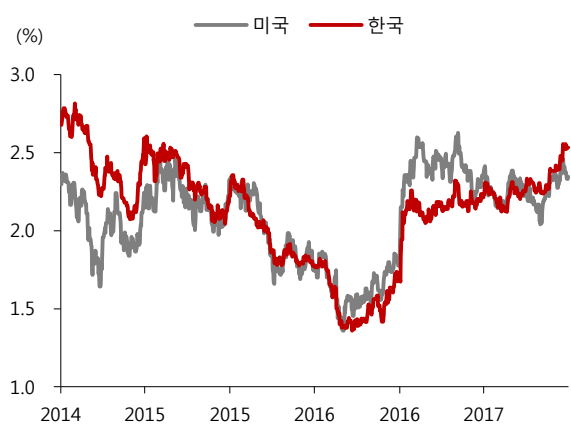
VIII. 소재·산업재 Key Chart

WTI, Henry Hub 가격 추이



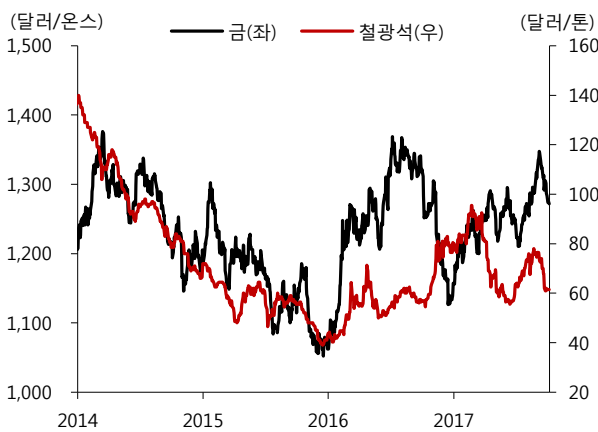
자료: Bloomberg, SK 증권

미국, 우리나라 국고채 10년물 추이



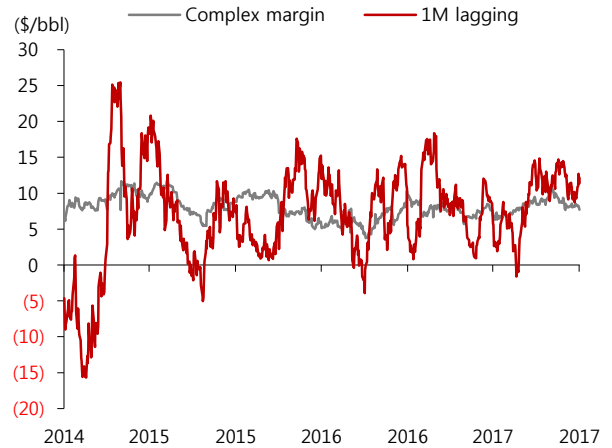
자료: Bloomberg, SK 증권

철광석, 금 가격 추이



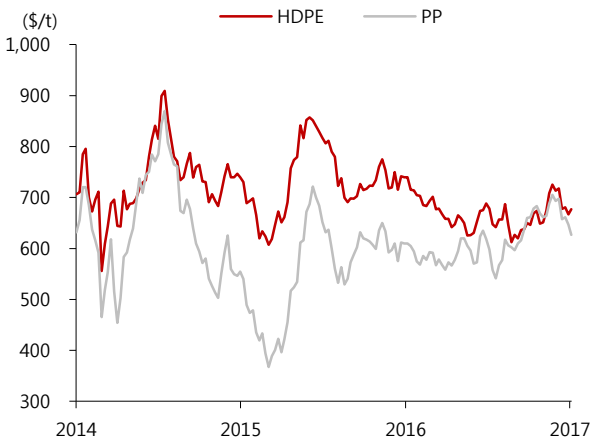
자료: Bloomberg, SK 증권

정제마진 추이



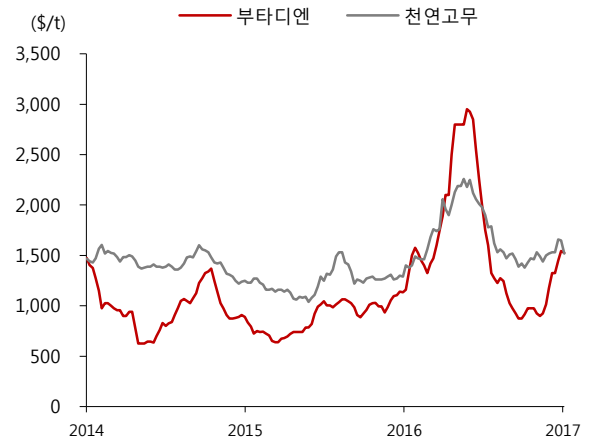
자료: Petronet, SK 증권

에틸렌, 프로필렌 스프레드



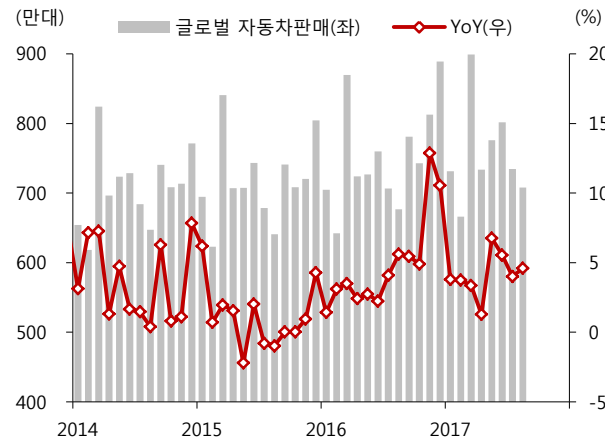
자료: Cischem, SK 증권

부타디엔 천연고무 가격 추이



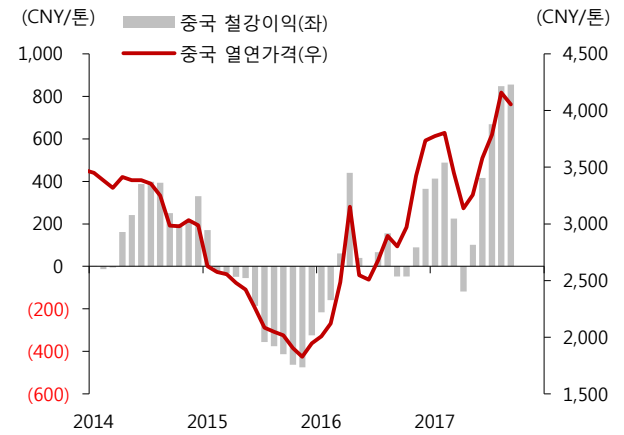
자료: Bloomberg, Platts, SK 증권

글로벌 자동차 판매대수 추이



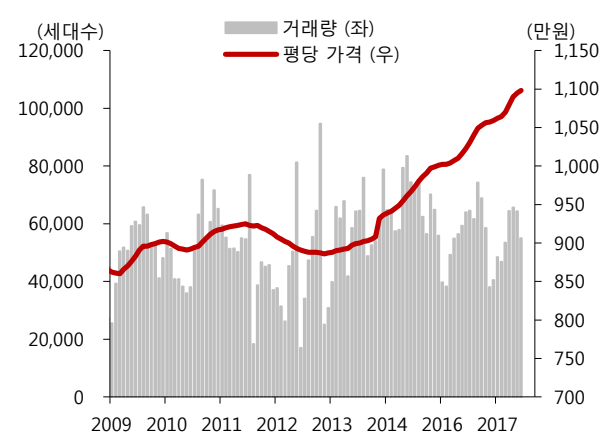
자료: 산업자료, SK 증권

중국 열연가격과 철강이익 추이



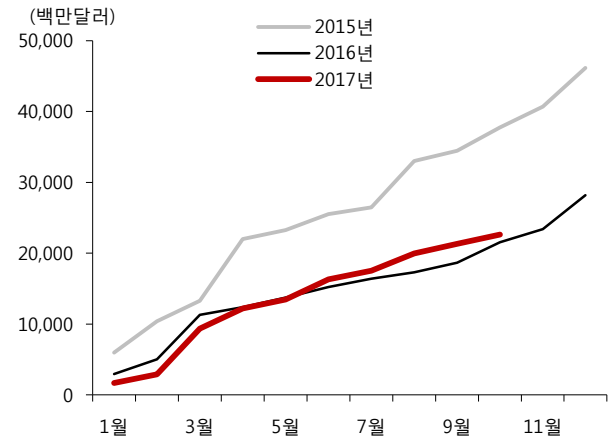
자료: Bloomberg, SK 증권

부동산 가격, 거래량 추이



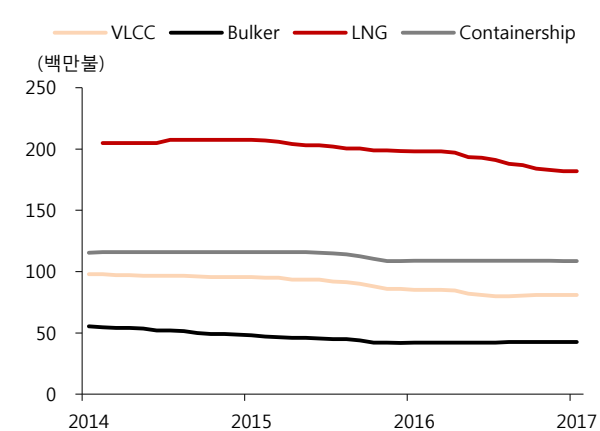
자료: 국토교통부, SK 증권

건설 월별 해외 수주 추이



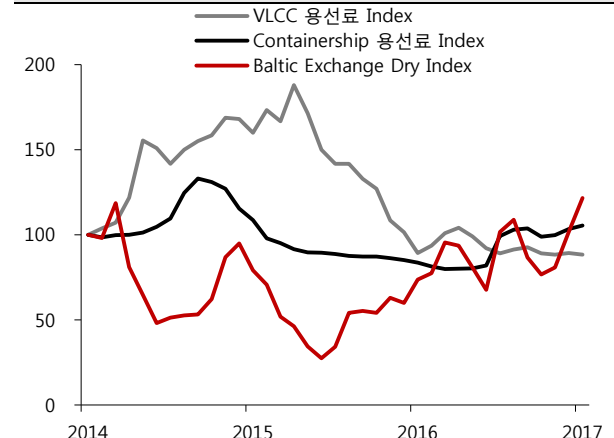
자료: 해외건설협회, SK 증권

선종별 신조선가 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

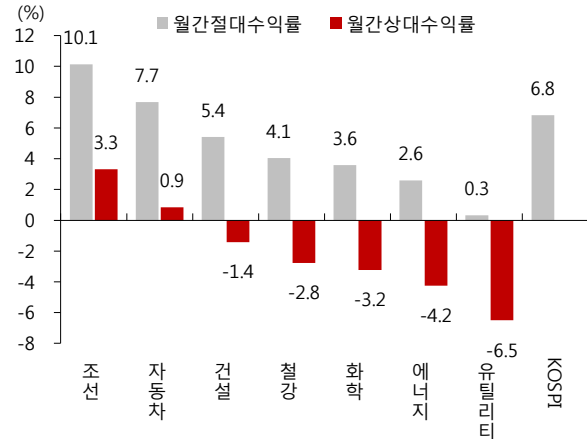
선종별 운임 지수 추이(Sep-14=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

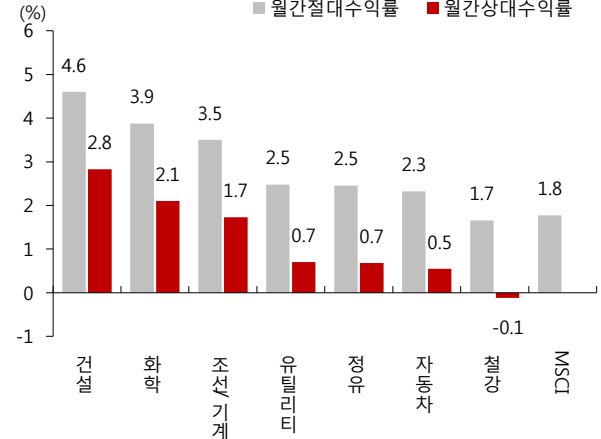
XI. 수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

국내 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Quantwise, SK 증권

글로벌 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주요 섹터 수익률

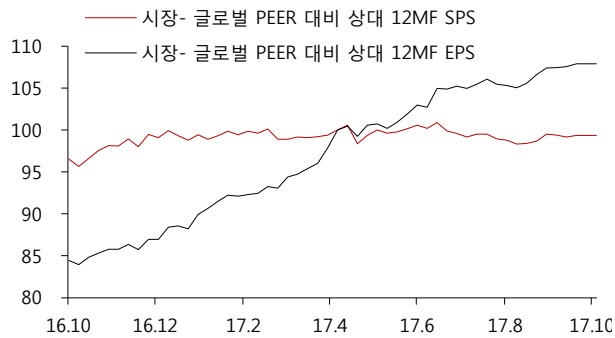
		KOSPI	에너지	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	조선
절대수익률	종가	2,364.7	5,402.7	4,162.4	1,185.9	6,210.4	2,554.7	1,552.3	2,697.0
	52주최고	2,453.2	5,403.1	4,178.4	1,533.9	6,911.2	2,623.0	1,722.5	3,229.3
	52주최저	1,931.1	4,043.7	3,101.4	1,133.1	5,796.0	1,814.8	1,460.4	2,412.2
	시가총액	1,535.9	40.4	91.0	40.2	118.1	42.4	22.1	46.1
	비중%		2.6	5.9	2.6	7.7	2.8	1.4	3.0
상대수익률	1M	-1.5	2.9	7.1	-3.0	-3.8	0.7	-6.6	-10.1
	3M	0.5	6.9	9.1	0.2	-8.6	13.7	-9.6	-9.5
	1Y	16.4	35.8	26.9	-20.8	-3.0	37.8	-2.5	11.2
	YTD	16.7	26.0	21.6	-2.5	-3.9	22.9	1.0	7.2

글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	기계/조선
절대수익률	종가	498.9	225.9	355.1	133.9	209.3	286.4	306.2	389.5
	52주최고	498.9	225.9	355.4	136.3	209.7	294.6	306.2	389.5
	52주최저	403.1	199.8	269.0	111.1	162.7	229.0	236.4	278.8
	시가총액								
상대수익률	1M	1.8	2.5	3.9	2.5	2.3	1.7	4.6	3.5
	3M	4.1	7.5	10.1	1.5	10.6	4.7	6.7	10.2
	1Y	23.2	11.0	31.9	13.2	24.5	24.1	26.0	39.5
	YTD	11.5	5.4	17.0	7.7	19.4	11.4	14.9	20.3

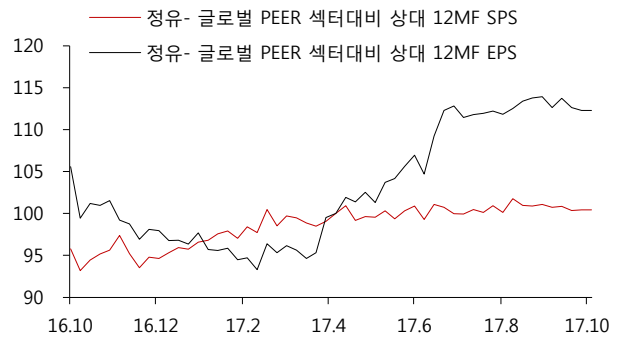
주: 국내 섹터구분은 Wisefn Industry 분류, MSCI 는 World Index 를 기준으로 함

자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권

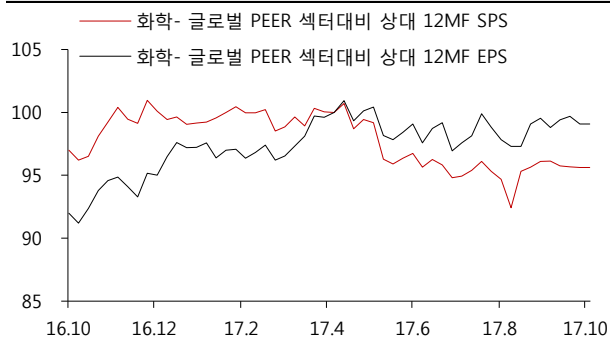
Earnings Revision: KOSPI



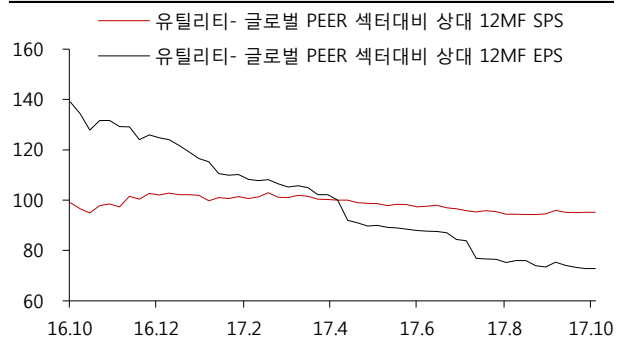
Earnings Revision: 정유



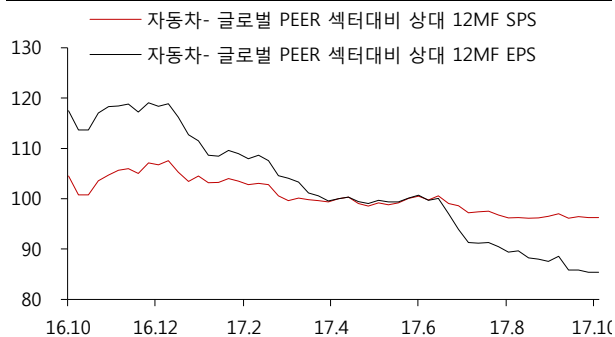
Earnings Revision: 화학



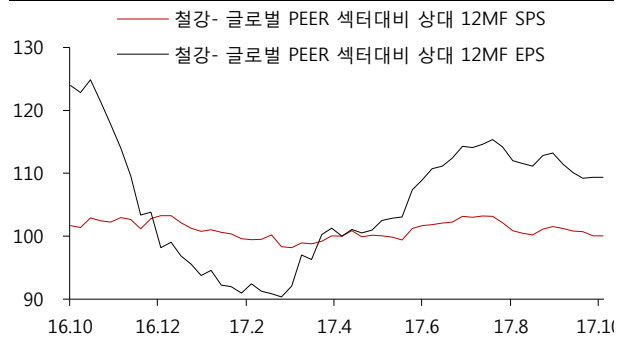
Earnings Revision: 유틸리티



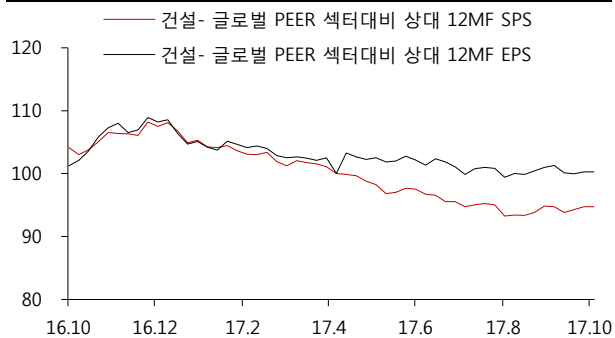
Earnings Revision: 자동차



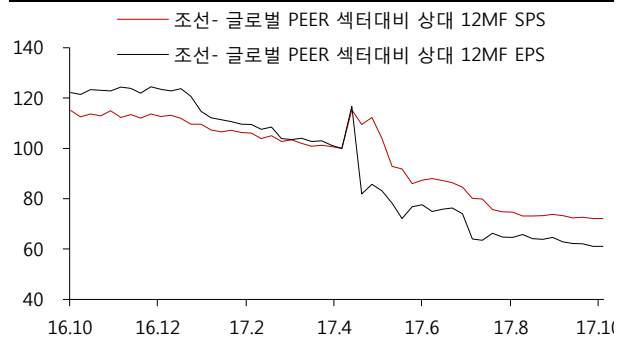
Earnings Revision: 철강



Earnings Revision: 건설



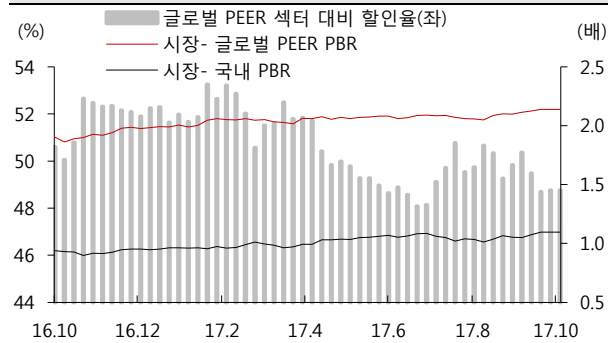
Earnings Revision: 조선



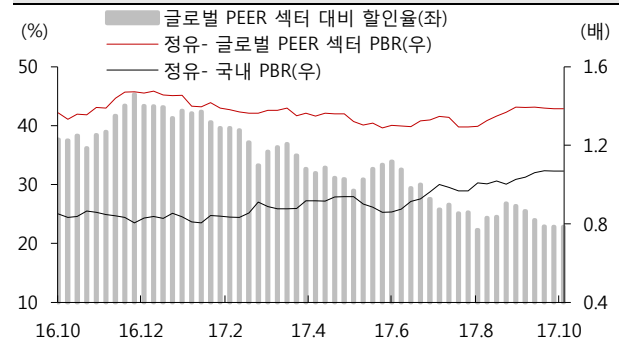
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출
자료: Datastream, SK 증권



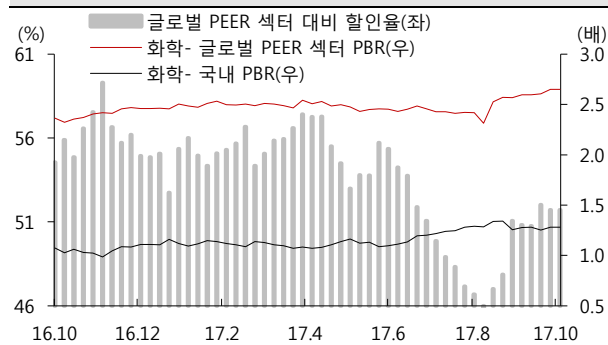
Relative Valuation: KOSPI



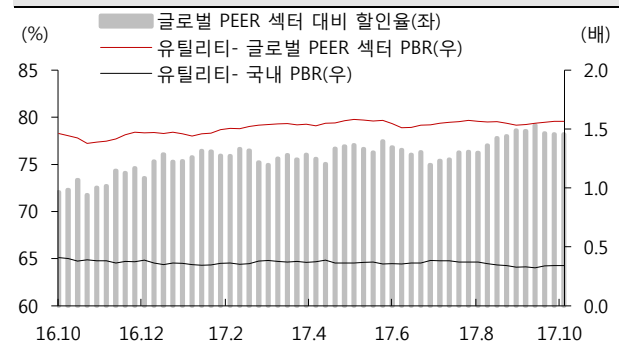
Relative Valuation: 정유



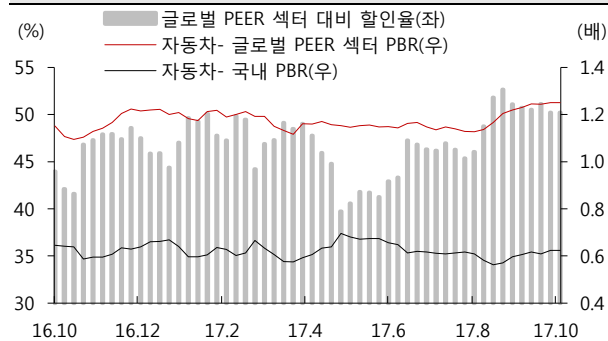
Relative Valuation: 화학



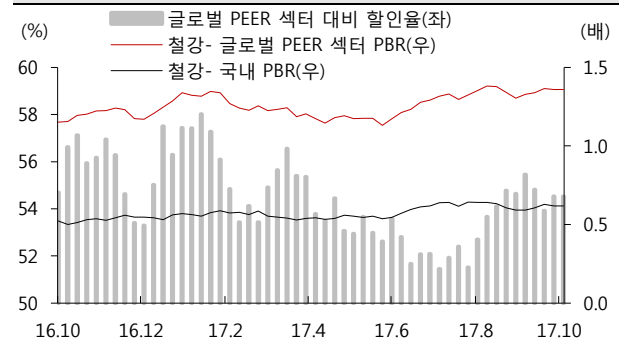
Relative Valuation: 유틸리티



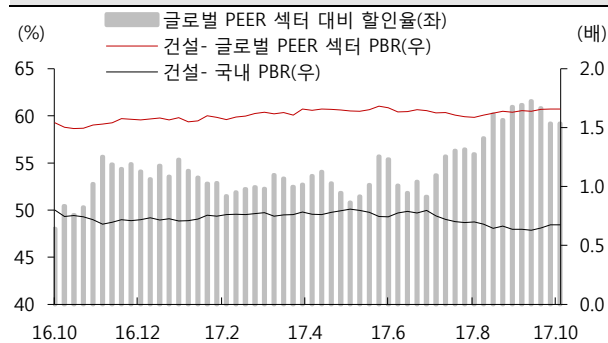
Relative Valuation: 자동차



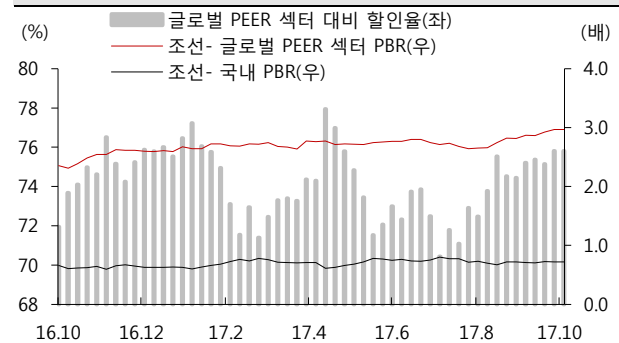
Relative Valuation: 철강



Relative Valuation: 건설



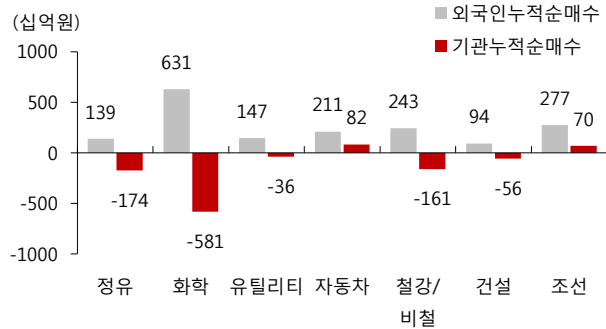
Relative Valuation: 조선



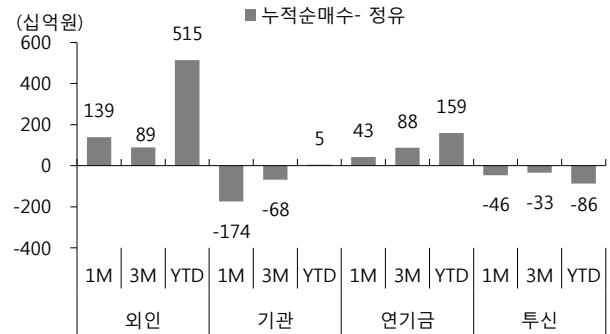
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

자료: Datastream, SK 증권

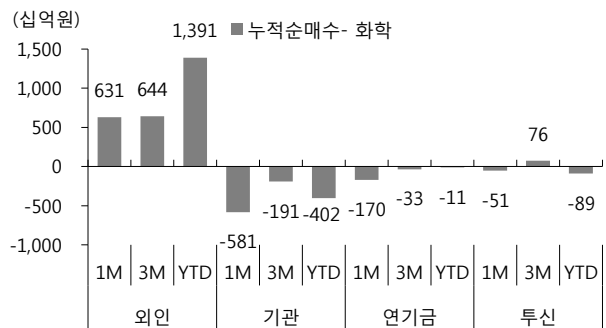
월간 누적 판매수



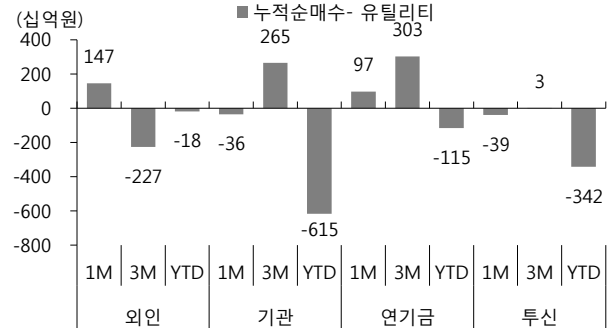
정유 업종 수급 비교



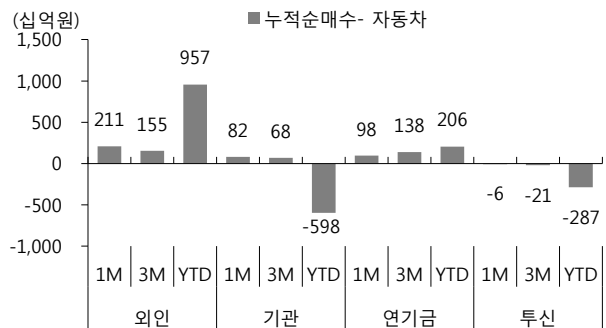
화학 업종 수급 비교



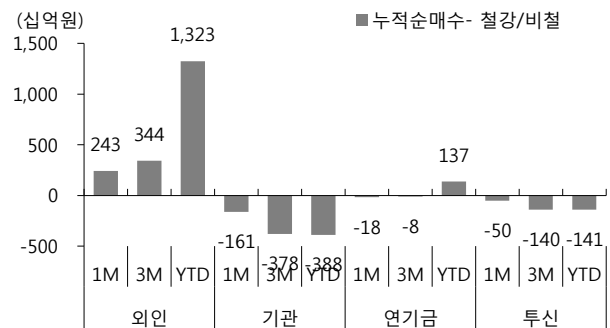
유틸리티 업종 수급 비교



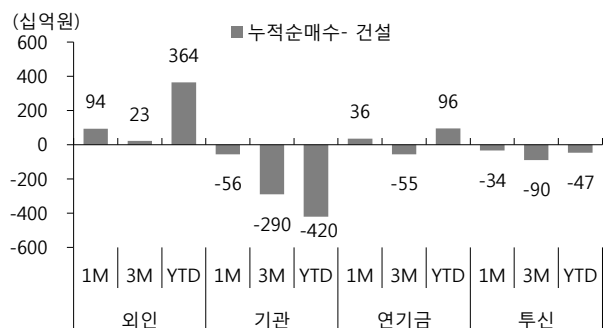
자동차 업종 수급 비교



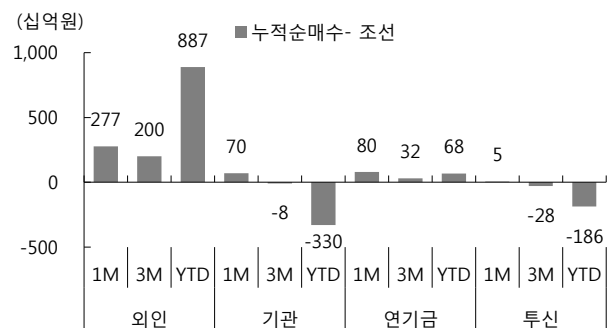
철강 업종 수급 비교



건설 업종 수급 비교



조선 업종 수급 비교



자료: Quantiwise, SK 증권



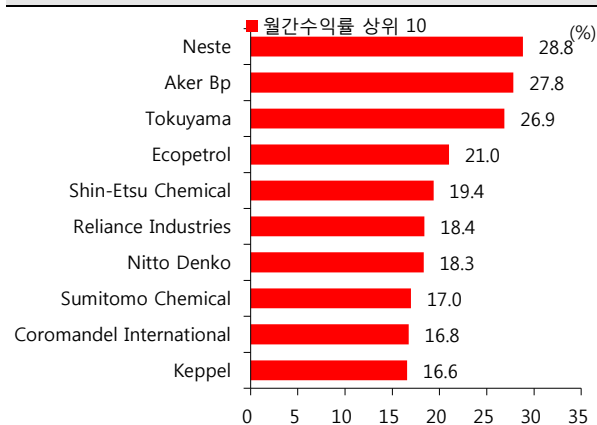
정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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
SK이노베이션	17,352	209,000	210,000	146,500	8.2	0.98	5.0	10.9	33.6	42.7	-1.8	14.0	4.6	16.4
S-Oil	12,838	127,000	132,000	80,400	10.4	1.99	-0.4	2.4	58.0	49.9	-7.2	5.7	29.0	23.7
GS	5,473	65,600	76,700	50,900	6.3	0.74	0.0	-4.7	22.9	21.3	-6.8	-17.9	-6.1	-5.0
LG화학	26,240	414,000	420,000	219,500	14.4	1.81	5.6	11.0	69.0	58.6	-1.2	18.7	40.0	32.4
롯데케미칼	11,617	377,500	416,500	291,000	5.8	0.99	-0.1	-6.3	28.2	2.3	-7.0	-6.9	-0.8	-23.9
한화케미칼	4,772	32,250	38,000	23,100	5.9	0.78	-0.6	-8.9	22.4	30.6	-7.4	-9.1	-6.6	4.3
금호석유화학	2,079	76,000	92,300	65,500	12.0	1.28	5.4	-2.6	11.6	-7.3	-1.4	-9.2	-17.3	-33.6
SKC	1,360	40,350	43,400	27,250	9.6	0.96	-2.2	11.2	46.7	22.3	-9.0	3.2	17.8	-4.0
OCI	2,655	124,000	125,000	73,600	21.6	0.86	21.0	24.0	32.5	57.6	14.2	23.1	3.5	31.3
SK가스	758	94,200	132,500	91,500	4.6	0.50	-0.1	-15.5	-3.0	-27.3	-6.9	-25.3	-32.0	-53.5
Global Peers														
Valero	35,722	80.9	81.6	57.9	13.9	1.75	4.3	16.9	39.8	18.4	2.2	13.4	15.9	2.8
CONOCOPHILLIPS	63,315	53.0	52.6	42.5	41.7	2.17	7.6	19.7	21.5	5.6	5.5	13.2	-2.4	-10.0
Formosa Petrochemical	33,632	106.5	117.5	99.3	17.3	3.19	-0.5	0.0	4.9	-4.9	-3.6	-1.3	-14.2	-21.6
TESORO CORP	17,286	110.2	109.7	75.5	14.1	1.61	5.2	7.8	38.3	26.0	3.1	8.1	14.4	10.4
MARATHON Petroleum	30,379	62.2	62.2	41.2	15.1	2.37	10.8	14.6	51.0	23.5	8.7	6.6	27.1	7.9
DEVON ENERGY CORP	20,637	39.3	49.0	29.5	18.6	2.31	7.5	22.3	-3.1	-14.0	5.4	17.0	-27.0	-29.6
HOLLYFRONTIER CORP	7,116	40.1	40.3	22.7	16.7	1.41	10.1	23.5	68.0	22.5	8.0	26.7	44.1	6.9
Phillips 66	47,421	93.6	94.4	75.3	16.1	2.12	-0.1	10.8	18.3	8.3	-2.2	4.6	-5.6	-7.3
MURPHY OIL CORP	4,763	27.6	34.3	22.6	202.3	1.06	3.7	18.3	2.0	-11.3	1.6	2.6	-21.9	-26.9
Dow Chemical	166,790	71.2	73.3	64.7	18.2	4.47	1.1	5.9			-1.0			
Eastman	13,126	91.3	93.0	71.3	11.4	2.44	0.1	4.6	27.9	21.4	-2.0	4.1	4.0	5.8
BASF	103,494	97.0	95.9	76.6	15.9	2.62	7.8	17.6	26.6	10.3	3.4	9.0	-3.9	-7.1
Akzo Nobel	22,803	77.9	82.6	57.3	17.6	3.18	-0.5	0.7	36.0	31.2	-2.9	-4.6	10.5	16.3
Arkema	9,624	109.4	109.2	83.6	14.7	1.89	5.2	18.3	30.8	17.7	2.9	7.4	5.3	3.3
Lanxess	7,457	70.1	70.9	55.2	16.7	2.02	5.0	10.9	26.6	13.5	0.6	-5.3	-3.9	-3.9
Sumitomo Chemical	11,881	820	820	449	11.1	1.41	17.0	23.9	69.8	47.5	10.5	19.1	38.7	29.3
Mitsubishi Chemical	15,866	1,203.5	1,204.5	633.0	10.0	1.43	10.0	17.4	77.1	58.8	3.5	16.5	46.0	40.6
Shin-Etsu Chemical	45,799	12,110	12,110	7,459	22.1	2.15	19.4	25.2	54.3	33.6	12.9	9.0	23.1	15.4
Asahi Kasei	17,174	1,399.0	1,410.0	904.2	15.3	1.58	0.4	7.2	49.1	37.2	-6.1	-1.4	18.0	19.1
JSR	4,380	2,213	2,222	1,455	15.5	1.24	4.1	2.8	43.1	20.1	-2.4	5.9	12.0	1.9
Nitto Denko	17,177	11,295	11,295	6,842	20.3	2.47	18.3	16.0	53.7	25.9	11.8	-1.8	22.6	7.8
SABIC	79,548	99.4	104.1	84.1	14.2	1.62	-2.0	0.5	18.3	8.7	2.0	4.1	3.5	12.6

자료: Datastream, SK 증권

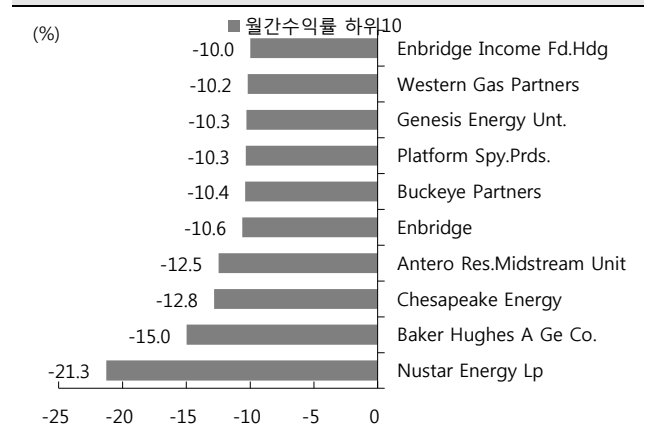
월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권

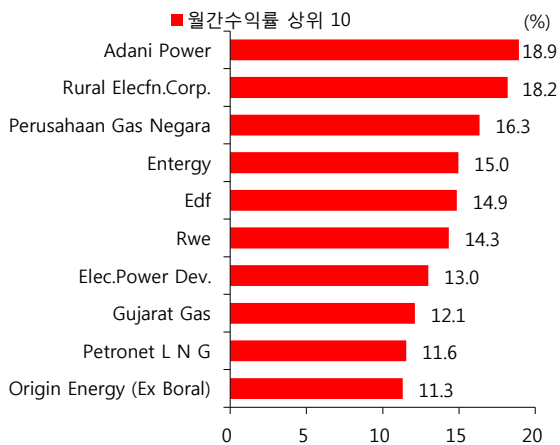
유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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
한국전력	22,566	39,150	48,750	37,350	5.4	0.33	0.4	-9.2	-19.6	-11.1	-6.4	-18.6	-48.6	-37.4
한국가스공사	3,465	41,800	53,700	40,600	10.6	0.42	-0.7	-7.3	-9.1	-13.7	-7.5	-23.2	-38.1	-40.0
Global Peers														
EDF	39,666	11.8	11.9	7.4	16.3	0.87	14.9	32.2	26.1	31.7	12.6	29.8	0.6	17.3
GDF 수에즈	41,406	14.6	14.9	10.9	14.5	0.88	2.2	3.8	15.7	20.8	-0.1	0.2	-9.8	6.3
Enel	63,486	5.4	5.4	3.6	13.6	1.42	6.4	4.6	40.2	28.3	5.1	3.0	-0.7	6.8
Duke Energy	61,960	88.5	88.6	72.8	18.5	1.45	5.6	1.6	13.5	14.0	3.5	-2.4	-10.4	-1.5
Iberdrola	50,341	6.9	7.1	5.3	15.0	1.07	6.0	-0.2	18.3	14.9	5.0	3.0	1.6	4.1
Dominion Resources	51,914	80.7	81.5	70.0	20.4	3.01	6.2	3.0	8.5	5.3	4.1	-1.8	-15.4	-10.3
NextEra Energy	71,806	152.7	155.8	113.0	20.9	2.57	3.9	1.7	23.3	27.8	1.8	-1.2	-0.6	12.2
Southern Co	52,630	52.4	53.3	46.6	17.6	2.00	7.5	8.7	4.1	6.6	5.4	1.6	-19.8	-9.0
E.ON	26,398	10.3	10.4	6.1	16.3	4.67	6.9	7.4	61.3	54.1	2.4	10.5	30.8	36.7
Exelon	39,337	40.9	40.7	30.0	14.3	1.27	8.2	9.1	24.9	15.4	6.1	1.8	1.0	-0.2
RWE Group	14,901	22.3	22.0	11.2	12.8	2.21	14.3	6.1	58.7	88.8	9.9	12.6	28.2	71.4
American Electric	36,439	74	75	58	19.2	1.93	5.4	0.7	17.7	17.7	3.3	-0.6	-6.2	2.1
SSE	18,250	1,367	1,577	1,348	11.3	2.38	-3.2	-4.9	-12.5	-12.0	-4.6	-3.9	-25.0	-19.3
Tenaga Nasional	19,908	14.9	15.0	13.4	11.4	1.34	4.2	4.3	4.3	7.2	5.3	6.8	-1.3	1.2
PPL	25,294	36.7	40.1	32.8	16.0	2.58	-1.9	-6.1	7.7	7.9	-4.0	-10.7	-16.2	-7.7
Fortum	18,949	18.4	18.4	12.8	22.9	1.17	6.6	20.8	23.4	26.0	6.4	28.0	4.3	16.2
PG&E	29,219	56.8	71.6	53.4	14.9	1.42	-16.8	-18.7	-5.6	-6.5	-19.0	-22.3	-29.5	-22.1
CLP Holdings	25,677	79.3	85.3	71.1	15.1	1.81	-0.3	-4.3	1.2	11.3	-1.8	-9.9	-24.9	-18.7
PSEG Public Service	25,459	50.3	49.8	39.6	16.9	1.82	8.8	8.1	22.8	14.7	6.7	5.2	-1.1	-0.9

자료: Datastream, SK 증권

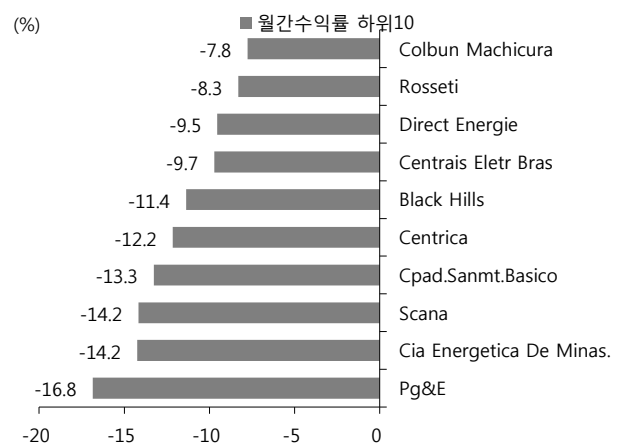
월간수익률 상위 10 - 유틸리티



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

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 유틸리티



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

자료: Datastream, SK 증권



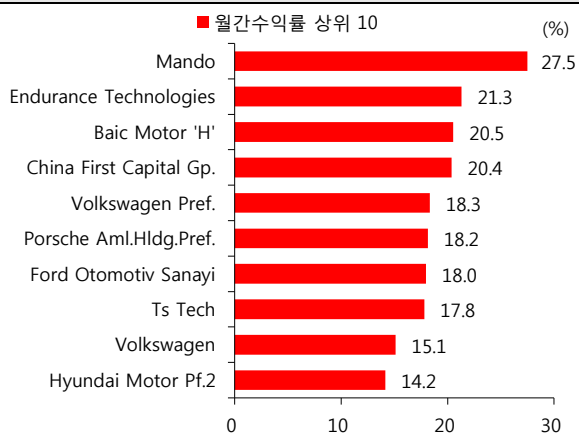
자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대차	31,941	161,500	170,000	129,000	7.9	0.60	7.3	12.9	18.3	10.6	0.5	1.6	-10.6	-15.6
기아차	12,830	35,250	41,450	30,200	6.5	0.49	11.4	-0.8	-14.3	-10.2	4.6	-11.8	-43.3	-36.4
현대모비스	23,686	271,000	283,000	213,500	8.7	0.84	12.9	12.5	1.5	2.7	6.1	1.0	-27.4	-23.6
현대위아	1,602	65,600	79,900	59,500	9.3	0.51	0.5	-7.6	-12.8	-10.1	-6.4	-15.8	-41.7	-36.4
한온시스템	6,207	12,950	14,550	8,250	19.6	3.24	2.8	9.3	17.2	25.7	-4.1	9.0	-11.8	-0.5
만도	2,736	324,500	326,500	221,000	13.9	1.79	27.5	35.2	24.3	38.4	20.7	16.2	-4.6	12.2
한국타이어	6,262	56,300	66,700	51,200	7.9	0.95	-6.5	-4.1	-0.4	-2.9	-13.3	-17.4	-29.3	-29.2
넥센타이어	1,158	13,200	14,700	12,650	7.7	0.91	-0.4	-0.4	-3.3	1.5	-7.2	-9.0	-32.2	-24.7
한국타이어월드와이드	1,687	20,200	23,300	19,100	7.2	0.58	-7.6	-4.0	-8.6	-2.7	-14.4	-11.0	-37.5	-28.9
한라홀딩스	674	69,500	69,200	58,200	9.1	0.71	10.5	9.1	2.8	14.7	3.7	-1.9	-26.1	-11.5
쌍용자동차	659	5,350	8,190	5,050	24.0	0.89	3.3	-4.3	-26.9	-32.2	-3.6	-21.2	-55.9	-58.4
에스엘	684	22,500	25,500	14,600	6.9	0.70	21.0	16.6	52.5	4.4	14.1	-2.5	23.6	-21.8
Global Peers														
Toyota Motor	204,339	7,155	7,156	5,510	11.2	1.09	6.1	15.7	20.5	4.0	-0.5	5.1	-10.6	-14.1
Daimler	90,907	73.1	73.0	59.4	8.1	1.15	8.4	18.2	17.8	3.4	3.9	11.2	-12.8	-14.0
BMW	62,594	89.5	91.0	75.4	8.2	1.05	3.6	13.3	18.7	0.8	-0.8	1.6	-11.9	-16.6
General Motors	60,140	42.3	46.5	31.0	7.2	1.31	-2.6	13.3	36.3	21.5	-4.7	17.1	12.4	5.9
Tesla	51,444	306.1	385.0	181.5		11.00	-12.1	-13.9	63.3	43.2	-14.2	-16.5	39.4	27.7
Honda Motor	59,644	3,762	3,762	2,736	10.4	0.85	11.1	21.5	26.5	10.2	4.6	8.3	-4.6	-8.0
Volkswagen	56,672	165.3	167.4	126.3	7.5		15.1	25.8	29.1	20.3	10.6	14.9	-1.4	2.9
Ford Motor	48,222	12.4	13.2	10.6	7.6	1.33	0.2	8.9	8.9	1.9	-1.9	8.4	-15.0	-13.7
Continental	51,659	222.3	222.5	161.5	12.8	2.41	3.6	17.1	32.3	21.0	-0.9	6.7	1.8	3.6
Nissan Motor	41,060	1,112	1,212	965	7.2	0.78	0.8	1.4	6.6	-5.4	-5.7	-7.9	-24.5	-23.6
Bridgestone	39,148	5,501	5,541	3,728	13.1	1.63	6.2	14.9	42.0	30.5	-0.3	6.2	10.9	12.4
Denso	44,292	6,373	6,383	4,208	16.4	1.38	12.1	20.3	42.3	25.9	5.6	8.6	11.2	7.7
Renault	30,920	90.0	90.2	72.7	5.5	0.70	6.8	20.6	19.3	6.5	4.5	12.2	-6.2	-7.9
Michelin	26,643	127.2	126.9	94.6	12.5	1.82	4.3	10.1	33.0	20.3	2.0	2.6	7.5	5.9
Geely Automobile	27,809	24.2	27.4	7.1	15.5	4.43	-2.0	25.0	200.6	226.6	-3.6	32.4	174.5	196.6
Fiat Chrysler Autos.	27,968	15.7	15.3	6.1	6.1	0.93	2.7	17.4	156.1	81.5	1.4	48.6	115.2	60.0
Valeo	16,705	60.0	67.1	48.9	12.6	2.57	-4.3	5.3	19.4	9.9	-6.6	-3.2	-6.1	-4.6
Aisin Seiki	14,623	5,670	6,210	4,375	11.5	1.14	-5.5	2.2	24.9	11.8	-12.0	-9.1	-6.2	-6.3
Lear	11,877	175.8	177.2	116.9	9.9	2.48	0.9	15.9	46.4	32.8	-1.2	18.3	22.5	17.2
Borgwarner	11,168	53.0	53.4	34.0	13.0	2.51	2.2	13.5	54.7	34.3	0.1	10.8	30.8	18.7

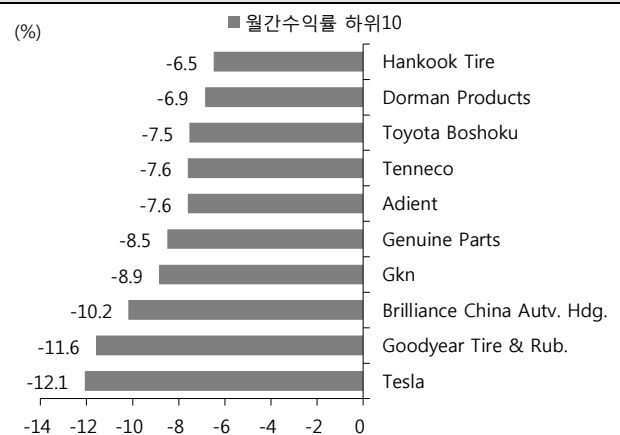
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 상위 10 - 자동차



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준
 자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 자동차



주: 글로벌 섹터/종목 분류 Thomson Reuter, 시가총액 20 억달러 이상 기준
 자료: Datastream, SK 증권

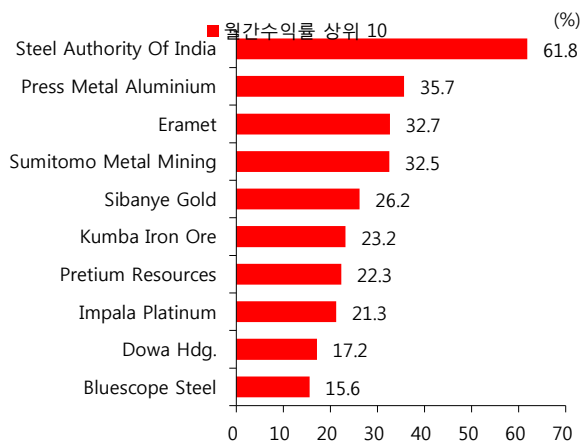
철강/비철 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
POSCO	25,481	325,500	347,000	231,500	9.4	0.60	2.7	-6.2	37.3	26.4	-4.2	-8.5	8.4	0.2
현대제철	7,129	59,500	64,600	47,750	7.7	0.45	12.7	2.9	22.7	4.4	5.9	-9.6	-6.3	-21.8
고려아연	8,709	514,000	546,000	392,500	12.3	1.46	3.7	0.8	7.8	8.2	-3.1	-1.6	-21.2	-18.0
풍산	1,246	49,500	58,600	34,350	7.7	0.92	-3.5	-11.9	44.1	22.2	-10.3	-12.9	15.2	-4.0
Global Peers														
BHP BILLITON	68,023	27.7	27.9	22.1	16.0	1.86	5.9	1.0	22.2	10.5	1.3	3.8	8.6	5.1
RIO TINTO	66,198	3,725	3,760	2,728	12.1	1.95	3.8	-0.9	33.6	17.9	2.3	5.3	21.1	10.6
VALE ON	50,651	33.5	36.4	21.6	11.4	1.31	2.6	-6.0	52.7	30.6	6.3	-1.4	33.0	7.9
SOUTHERN COPPER	33,155	42.9	44.4	26.8	21.3	4.37	5.0	3.8	60.2	34.3	2.9	4.1	36.3	18.7
ARCELORMITTAL	30,268	25.5	26.3	17.6	9.9	0.82	12.7	10.8	40.4	21.1	10.3	12.2	14.9	6.2
GRUPO MEXICO 'B'	25,546	63.0	66.9	45.0	13.4	2.03	12.6	6.4	40.0	11.6	16.7	13.2	36.0	5.3
NIPPON STL	22,407	2,694	2,895	2,038	11.0	0.77	2.5	1.7	25.7	3.3	-4.0	-10.4	-5.4	-14.8
MMC NORILSK NICKEL	30,914	11,551	11,350	7,791	10.7	7.24	12.7	17.8	26.1	14.1	12.5	21.1	20.1	20.9
RIO TINTO	23,722	73.1	72.3	53.3	13.5	2.24	6.7	7.1	36.3	22.1	2.1	9.7	22.7	16.6
ANGLO AMERICAN	27,257	1,485.0	1,496.0	959.4	9.9	1.12	6.3	4.6	35.0	28.0	4.9	16.9	22.5	20.7
NUCOR	18,527	58.0	66.8	48.8	13.8	1.99	3.6	4.5	18.9	-2.6	1.5	-3.1	-5.0	-18.1
BARRICK GOLD	16,337	17.9	26.8	18.1	17.6	1.55	-12.1	-20.2	-27.0	-16.8	-13.9	-22.1	-36.9	-21.5
FREEPORT-MCMORAN	20,479	14.2	17.0	10.7	9.2	2.14	-3.3	-6.1	31.9	7.3	-5.4	-6.2	8.0	-8.3
NEWMONT MINING	19,221	36.0	39.6	30.9	26.8	1.64	-5.7	-6.8	-4.5	5.8	-7.8	-6.2	-28.4	-9.8
VALE PN	2,895	31.2	34.2	20.5	8.1	1.05	4.0	-5.7	52.5	33.6	7.7	-1.6	32.8	10.9
THYSSENKRUPP	16,888	23.4	26.8	19.8	13.6	3.54	-5.5	-8.1	16.5	3.1	-9.9	-17.3	-14.1	-14.3
VEDANTA	19,459	338.1	343.4	196.8	10.4	1.83	6.2	7.4	55.2	56.4	-0.1	15.7	30.7	26.4
FRESNILLO	12,422	1,290	1,771	1,091	23.3	3.85	-9.6	-20.2	-24.3	5.7	-11.0	-16.0	-36.7	-1.7
NORSK HYDRO	16,185	64.0	64.2	36.5	15.0	1.41	7.0	12.5	71.4	55.0	4.3	19.2	44.7	39.5
FRANCO-NEVADA	14,753	101.6	103.7	73.1	73.9	3.15	4.4	0.1	11.3	26.5	2.5	3.7	1.4	21.8
CHINA STEEL	12,915	24.7	26.3	22.5	20.7	1.22	1.0	-1.8	10.0	0.2	-2.1	-5.9	-9.1	-16.5
FOSUN INTERNATIONAL	20,923	19.0	19.9	10.8	10.0	1.25	12.3	37.4	72.0	73.2	10.8	55.9	45.9	43.2
NOVOLIPETSK STEEL	13,325	131.5	139.9	99.7	10.4	1.99	-3.8	-3.9	31.9	14.3	-4.0	-4.2	25.8	21.1
FORTESCUE METALS	11,432	4.8	7.2	4.5	9.1	1.12	-8.7	-19.3	-8.6	-18.5	-13.4	-19.6	-22.2	-23.9
NEWCREST MINING	13,496	23.0	25.4	16.8	25.9	1.72	9.7	-1.2	-4.2	13.5	5.1	9.2	-17.8	8.1
GOLDCORP	11,346	16.7	23.1	15.7	26.9	0.78	1.4	-1.8	-18.1	-8.6	-0.5	-1.6	-27.9	-13.4
JFE HOLDINGS	13,681	2,544	2,544	1,377	9.9	0.73	14.3	16.1	72.1	42.9	7.8	2.8	41.0	24.8

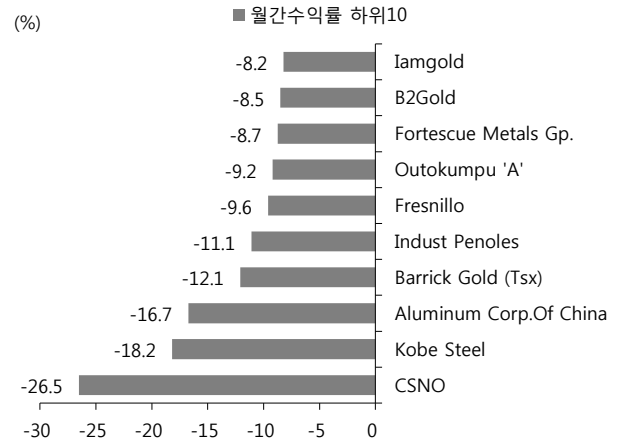
자료: Datastream, SK 증권

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



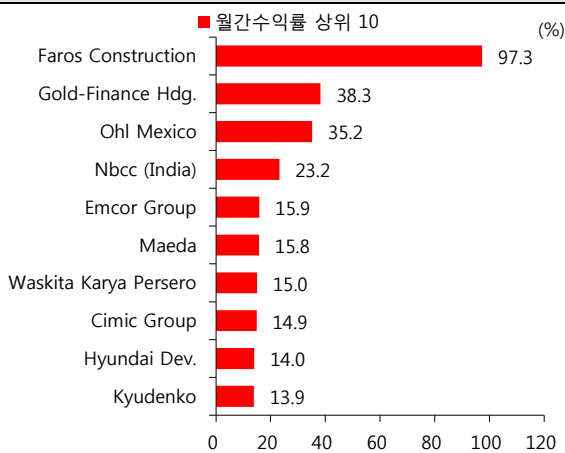
건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	3,804	38,050	51,300	36,350	7.2	0.60	-0.8	-6.6	-8.6	-11.1	-7.6	-16.3	-37.6	-37.3
대우건설	2,553	6,840	8,190	5,080	5.8	0.96	-5.1	-7.9	7.2	34.7	-12.0	-17.9	-21.7	8.4
대림산업	2,797	89,500	93,500	76,400	6.6	0.63	11.7	4.8	6.4	2.8	4.9	-5.2	-22.5	-23.5
GS건설	1,713	26,700	34,600	23,650	7.7	0.53	0.2	-6.5	0.8	0.8	-6.6	-18.0	-28.2	-25.5
삼성엔지니어링	2,156	12,250	13,500	9,150	17.1	1.98	11.4	10.9	31.7	18.9	4.5	18.1	2.8	-7.3
현대산업	2,755	40,700	51,400	32,850	7.1	0.94	14.0	6.7	-16.6	-9.5	7.2	-4.0	-45.5	-35.7
한샘	3,603	170,500	235,500	149,000	22.4	4.96	12.5	1.5	-0.6	-14.3	5.7	-6.0	-29.5	-40.6
LG하우시스	760	94,400	114,500	87,900	8.6	0.89	5.8	-4.6	3.7	-1.4	-1.0	-17.7	-25.2	-27.6
에스원	3,269	95,800	106,000	82,300	18.7	2.51	7.4	6.4	1.3	9.2	0.6	-1.1	-27.7	-17.0
금호산업	302	9,390	14,150	8,260	4.8	0.74	-1.6	2.7	-0.3	-3.0	-8.4	-19.0	-29.3	-29.2
Domestic Peers														
동부건설	215	11,500	16,950	9,190	4.6	0.53	-8.4	-11.5	9.5	15.4	-15.2	-14.8	-19.4	-10.9
동원개발	467	5,730	5,800	3,900	4.6	0.75	4.2	8.9	33.3	34.5	-3.2	7.9	18.3	23.5
화성산업	174	15,600	16,600	12,450	4.6	0.52	11.4	5.8	25.3	15.6	4.6	-3.2	-3.6	-10.7
서한	195	2,155	2,870	1,990	2.7	0.68	2.6	-11.0	0.2	-5.7	-4.8	-23.5	-14.7	-16.7
아이에스동서	1,020	36,850	49,850	30,600	7.3	0.95	12.2	5.3	-26.1	-17.3	5.4	-14.7	-55.0	-43.5
SK디앤디	421	29,000	36,000	25,433	10.9	1.58	2.8	-4.8	-4.3	-1.5	-4.0	-20.0	-33.2	-27.7
서부T&D	502	14,800	19,049	12,000	28.4	1.03	13.0	7.2	-20.5	-17.9	5.6	-18.5	-35.4	-28.9
리버트	387	24,950	30,750	21,400	10.7	1.25	10.2	6.6	11.1	5.3	3.3	2.3	-17.8	-21.0
Global Peers														
Linde	40,598	188.1	188.7	145.2	23.0	2.39	6.7	17.4	29.6	20.2	2.2	5.8	-1.0	2.8
Fluor	6,555	46.9	58.2	37.2	19.1	1.77	9.5	21.4	-9.5	-10.8	7.4	2.2	-33.4	-26.4
TR	1,802	27.8	39.0	25.5	11.9	2.79	5.4	-4.9	-16.6	-28.8	4.5	-4.3	-33.2	-39.5
Petrofac	1,995	441.3	946.0	349.0	7.0	1.56	-0.4	9.3	-44.3	-49.2	-1.9	-2.1	-56.7	-56.6
Technip	13,353	28.6	35.4	25.0	21.4	1.04	2.7	8.6			0.6	-0.9		
JGC	4,263	1,880	2,206	1,670	17.7	1.15	4.0	6.7	2.2	-11.5	-2.5	-3.8	-28.9	-29.6
Saipem	4,515	3.8	5.7	2.9	24.5	0.77	5.3	24.6	4.1	-28.1	4.0	7.0	-36.8	-49.7
KBR	2,841	20.3	19.7	13.2	14.2	2.77	12.3	23.4	45.8	21.5	10.2	20.0	21.9	5.9
Chiyoda	1,502	659.0	896.0	541.0	101.9	1.12	1.2	14.6	-26.5	-18.6	-5.3	-10.6	-57.6	-36.8
Toyo	462	1,368.0	1,785.0	1,275.0	24.4	0.96	-0.9	-1.6	-23.4	-12.3	-7.4	-13.5	-54.5	-30.5

자료: Datastream, SK 증권

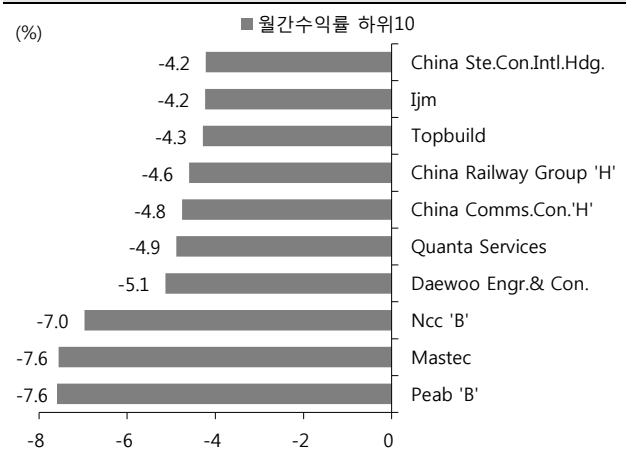
월간수익률 상위 10 - 건설/건자재



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

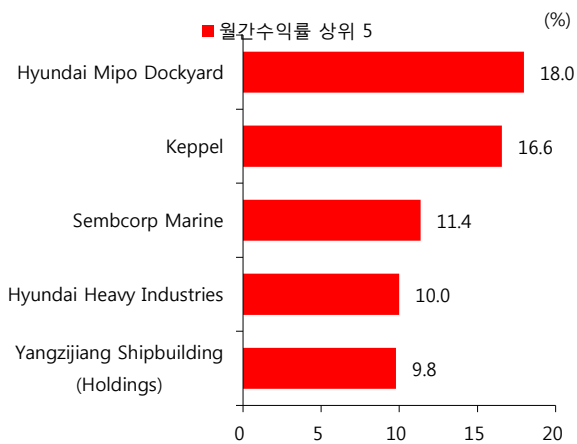
조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대중공업	8,115	159,500	186,500	126,076	35.3	0.75	10.0	11.5	21.0	15.2	3.2	-17.6	-7.9	-11.0
현대미포조선	1,993	111,000	120,000	57,400	19.1	0.89	18.0	11.9	67.7	65.2	11.1	-6.7	38.7	39.0
삼성중공업	4,202	12,000	13,600	8,300	35.4	0.71	7.1	13.2	30.3	29.7	0.3	-2.4	1.4	3.5
Global Peers														
CSSC Holdings	5,128	24.7	31.6	21.6	128.4	2.23	0.0	-3.2	10.1	-10.7	-0.7	4.6	2.3	-19.3
Fincantieri SpA	2,111	1.1	1.1	0.4	19.3	1.50	8.6	13.1	167.8	127.1	7.4	2.9	126.9	105.6
CSSC Offshore	3,303	26.7	40.4	25.0	101.2	3.49	0.0	-3.9	-3.0	-10.2	-0.7	2.8	-10.7	-18.9
CSSC Science & Tech	1,748	15.7	24.4	14.7	34.1	2.59	-16.7	-17.7	4.4	-9.2	-17.4	-6.6	-3.4	-17.9
Dynagas LNG	458	12.9	17.9	12.9	16.1	1.46	-7.9	-9.7	-6.6	-19.2	-10.0	-15.3	-30.5	-34.8
MODEC	1,318	2,669	2,789	1,659	9.7	1.02	-2.1	7.7	53.4	42.9	-8.6	-5.3	22.3	24.7
Reliance Def & Eng	610	53	69	49		2.36	3.8	-7.5	-8.3	-3.0	-2.5	-13.3	-32.9	-33.0
Sembcorp Marine	3,003	2.0	2.0	1.3	45.9	1.54	11.4	23.3	51.9	42.0	7.2	17.3	31.2	24.6
Yangzijiang Shipbuilding	4,569	1.6	1.6	0.7	13.9	1.17	9.8	5.0	113.6	92.6	5.6	5.3	92.9	75.2

자료: Datastream, SK 증권

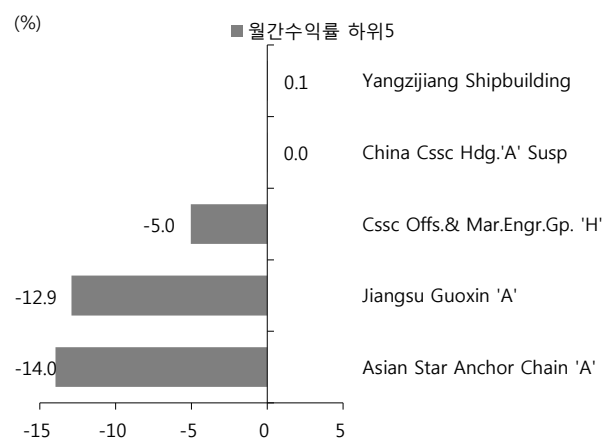
월간수익률 상위 5 - 조선



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



MEMO

