

# CYCLICAL BULLETIN 5

## RELEASE 9. MAY

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

Theme: 이란發 유가상승 투자설명서

2018-05-08



정유



화학



유틸



자동차



철강



건설

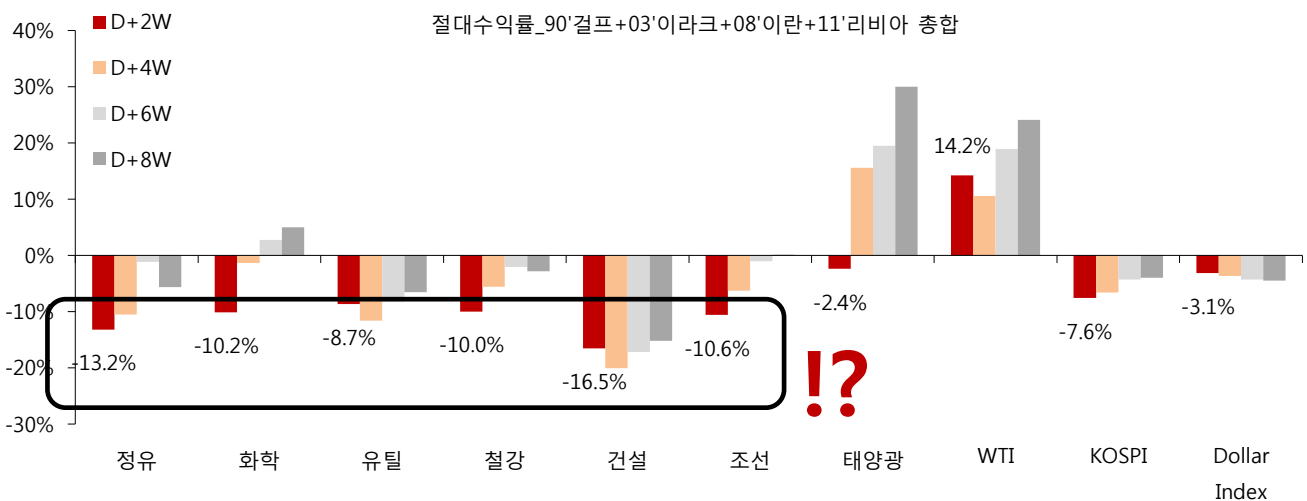


조선

### IMPLICATION

SK 증권 리서치 소재/산업재 파트는 지난 연말부터 지속적으로 '2018년에 한해서는 지정학적 리스크에 따른 유가 강세를 외치고 있습니다. 그리고 이 스토리에 화룡점정(畫龍點睛)이 되어 줄 이슈가 다가오고 있죠. 바로 5월 12일 이란 핵 제재 재개여부입니다. 정치적 요인을 토대로 분석해 보았을 때 이란 핵 제재는 실행될 가능성이 매우 높습니다. 그렇다면 이런 지정학적 리스크를 통해 유가가 단기 급등하면 소재/산업재에 어떤 대응을 해야 할까요? 답을 찾기 위해 과거 사례 4개를 면밀히 조사해 보았는데요. 아마도 '건설/조선/정유 당연히 사야지'라고 생각하시겠지만... 아닙니다. 일단 소재/산업재는 놀랍게도 다 하락으로 시작합니다. 대응책 5가지는 따로 있습니다. 본문에서 같이 살펴봅시다.

이란發 유가상승 투자설명서 - 지정학적 리스크로 유가 단기급등 시 소재/산업재는 일단 빠진다



자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권

- \* 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- \* 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- \* 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- \* 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- \* 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상: 매수 / -15%~15%: 중립 / -15%미만: 매도

“

트럼프는 5월 12일 이란에 대한 핵 협정 파기 여부를 발표하기로 했습니다. 만약 실제 이행이 된다면 연중 내내 지정학적 리스크로 상승하고 있는 유가는 화룡점정(畫龍點睛)을 맞이할 것입니다

- SK 증권 소재/산업재

”

## 5월 12일, 이란 핵 협정 파기가 가능한 이유

2018년 원유 시장은 연중 내내 지정학적 리스크에 흔들리고 있습니다. 정확히 표현하자면 강제로 판단할 만한 국면에 접어들어 있죠. 희한하게도 펀더멘털(fundamental)로 본다면 그다지 유가가 오를 만한 요인은 없는데도 말입니다. SK 증권 리서치센터는 지난 연말 이후로 이 가능성에 대해 충분히 자료를 통해 밝혀왔었기 때문에, 이번 자료에서 '왜 2018년은 지정학적 리스크가 이렇게 부각되는지'에 대해서는 따로 언급하지는 않겠습니다. 어찌되었든 올 해만큼 이렇게 강세가 이어질 가능성이 높습니다. 물론, 장기적으로는 저유가 국면이라는 기존의 의견 또한 그대로 유지 중입니다.

그런데 이 지정학적 리스크라는 것에 화룡점정(畫龍點睛)이 될 수 있는 이슈가 다가오고 있습니다. 이란에 대한 핵 제재가 바로 그것입니다. 많은 분들은 '2015년 오바마 정권 때 제재를 다 풀어주기로 하고 마무리 된 이슈 아니야?'라고 생각하실 텐데요, 트럼프는 대선 후보 때부터 이란 핵 협정의 불합리성을 강하게 어필하면서 최악의 경우 파기까지 언급을 했었고, 결국 이 부분을 국제사회에 부각시킨 뒤 현재 당시 핵 협정을 인정할 지 말 지에 대해 5월 12일 날 결정해서 발표하겠다고 으름장을 놓은 상황입니다.

이란이 재차 핵 제재에 들어간다면 석유 시장은 또 한 번 크게 요동칠 수밖에 없습니다. 그들은 석유 매장량 세계 4위의 국가이고, 동시에 핵 제재가 풀린 이후 빠르게 산유량을 증가시키면서 저유가 국면을 조장했던 전력도 있으니까요. BP의 2017년 자료에 따르면, 2014년만 하더라도 373만 b/d에 불과하던 이란 산유량은 2016년 460만 b/d까지 실제로 급등을 했습니다. 당시 국제유가 급락의 trigger로서 작용을 한 바 있죠. 이란은 석유 시장에서 그 정도 파급력을 보유하고 있는 산유국입니다.

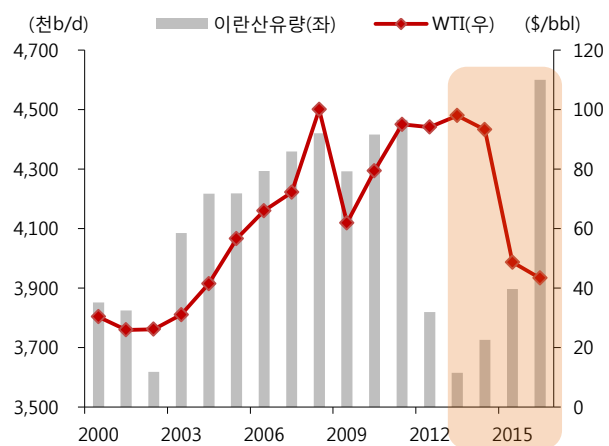
국제정세의 화두로 부각되고 있는 이란의 핵 폐기 혹은 재협상

### 폐기 혹은 재협상...북미 회담 앞 '뜨거운 이란 핵'

(전략) 트럼프는 이란에 대해서도 생각이 다르지 않다. 오는 12일까지 재협상이 없다면 기존 핵 합의를 폐기할 것이라고 여러 차례 공언했다. 트럼프의 최측근인 폼페이오 역시 지난 28일부터 차례로 사우디아라비아, 요르단, 이스라엘을 돌며 대이란 압박 수위를 높였다. "현행 합의로는 이란의 핵무기 보유를 막을 수 없다"면서 "재협상이 없다면 대통령은 핵 합의를 떠날 것"이라고 강조했다. (후략)

자료: 경향신문(2018년 5월 1일), SK 증권

오바마의 핵 협상 타결 이후 이란 산유량 증대는 유가하락의 주범이었음



자료: BP, SK 증권

“

현재 분위기는 이란에게 다시 제재를 가하는 방향으로 가고 있습니다. 이스라엘 총리가 “Iran lied”라는 자극적인 슬라이드를 보이며 핵개발을 폭로했고, 트럼프는 이에 크게 동조하고 있습니다

- SK 증권 소재/산업재

”

일단 분위기는 어떤 식으로든 이란에게 ‘제재를 가하는’ 방향으로 나아가고 있습니다. 근거로서 2 가지를 제시하고 싶은데요. 첫 번째는 지난 4월 30일 이스라엘 총리 베냐민 네타냐후(Benjamin Bibi Netanyahu)의 발언에서 찾을 수 있습니다. 그는 수도인 텔아비브 국방부 청사에서 진행한 생중계 TV 연설에서 이란이 비밀리에 핵 프로그램을 유지해왔다는 의혹 및 증거를 제시했습니다. “이란이 거짓말을 하고 있다(Iran lied)”라는 자극적인 슬라이드를 펼쳐 보이면서 말이죠.

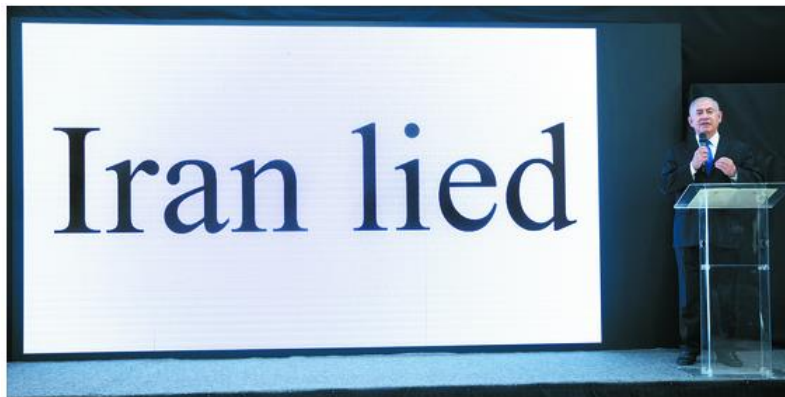
그에 따르면 이란은 히로시마 원자폭탄 5 배 규모의 탄도미사일 탑재 핵무기를 개발하기 위한 ‘프로젝트 아마드’를 비밀리에 진행하고 있었다고 합니다. 그리고 이스라엘은 그와 관련한 약 11 만건의 문건 및 자료들을 테헤란 비밀 창고에서 입수했다고 밝혔습니다. 자세한 근거사항들은 이미 미국과 공유가 되었고, 차후 다른 국가와 IAEA(International Atomic Energy Agency, 국제원자력기구)에도 제출하겠다고 확신에 찬 표현까지 썼습니다.

물론 주요 외신들은 네타냐후 총리의 발언에 의혹을 제기하는 분위기입니다. 뿐만 아니라 전문가들은 과거의 근거들이라고 하기도 했고, 결국은 네타냐후가 내놓은 자료가 새로운 것인지 확인을 해봐야 한다고 지적하기도 했죠.

그러나 중요한 것은 트럼프의 반응입니다. 그는 이스라엘의 이번 발표는 자신이 이란 핵 합의에 대해 비판한 것이 100% 옳다는 것을 입증한다고 지지했구요. 뿐만 아니라 신임 국무장관 마이크 폼페오(Mike Pompeo) 역시 성명을 통해 “이스라엘로부터 넘겨받은 자료를 분석한 결과 진짜로 보인다.”라고 맞장구를 쳤습니다.

이란의 비밀 핵개발 증거를 확보했다고 공식적으로 밝힌 이스라엘의 총리 베냐민 네타냐후(Benjamin Bibi Netanyahu)

### 네타냐후 “이란 비밀 핵개발 증거” 트럼프 “거봐, 내말 맞지”



(전략) 지난달 30 일(현지시간)엔 이란이 비밀리에 핵프로그램을 유지해 왔다는 의혹까지 터졌다. 베냐민 네타냐후 이스라엘 총리는 이날 텔아비브 국방부 청사에서 생중계된 TV 연설을 통해 “언제든지 활성화가 가능한 이란의 비밀 핵무기 개발 계획과 관련한 새로운 증거를 가지고 있다”고 밝혔다. 네타냐후 총리는 “이란은 2015년 핵 합의 시점과 그 이후에도 뻔뻔스러운 거짓말을 해 왔다”면서 이같이 주장했다. (후략)

자료: 중앙일보(2018년 5월 2일), SK 증권



“

현재 신임국무장관 마이크 폼페오가 선임된 이유와 그의 발언을 살펴보면, 이미 이란 제재에 대한 마음을 어느 정도 굳힌 듯도 보입니다

- SK 증권 소재산업재

”

혹시 국제사회에서 이런 트럼프의 밀어붙이기 식 전략이 통하지 않을 것이라고 생각하시나요? 그렇지 않습니다. 사실 우리가 당연한 사실이라고 생각하는 2008 년 이란의 핵 제재 역시 그 당시에 납득할 만한 근거는 찾지 못했던 것으로 드러났었습니다.

당시 IAEA 의 모하메드 엘바라데이(Mohammed ElBaradei) 사무총장은 2007 년 10 월 이란의 핵 사찰 결과 “이란이 구체적인 핵무기 프로그램을 갖고 있다는 어떠한 정보도 입수하지 못했다”라고 공식 발표를 했습니다. 동시에 미국이 자꾸 이렇게 강경한 반응 만을 이어간다면 오히려 이란이 핵 무기를 개발하도록 자극할 수도 있다는 경고도 첨언하면서 말이지요.

그렇지만 흥미로운 것은 미국의 반응이었습니다. IAEA 의 해당 발표 직후 다나 페리노(Dana Perino) 백악관 대변인은 “이란이 우라늄을 농축하고 재처리하는 이유는 핵무기 개발로 가려는 것”이라고 강조했었는데요. 결국 몇 주 후인 11 월에 미국은 핵 사찰 결과에 관계없이 이란에 대한 3 번째 제재를 강행했습니다. 이후 당연히 UN 을 중심으로 한 국제사회는 미국의 의도를 따를 수밖에 없었고, 우리가 알고 있는 이란 핵 제재는 그렇게 본격화되기 시작한 것입니다. 물론 엘바라데이의 발언과 조사결과에 대해서는 이후 많은 논란과 상반된 분석을 이끌어내기도 했지만, 한 가지 확실한 것은 미국은 시종일관 강경한 태도로 이란을 밀어부쳤다는 부분입니다.

이번에도 딱히 다를 바는 없으리라 봅니다. 트럼프와 폼페오의 발언을 보면 이미 답을 정해놓은 듯도 보이네요.

2007 년 IAEA 는 핵사찰 이후 이란에 핵개발 증거가 없다고 했지만...

### IAEA “시리아-이란 핵개발 증거 없다”

엘바라데이 (IAEA) 총장은 또 “이란이 구체적인 핵무기 프로그램을 갖고 있다는 어떠한 정보도 입수하지 못했다”며 “이란이 핵무기 프로그램을 시작하더라도 실제로 핵무기 보유까지는 적어도 수년은 걸린다”고 말했다. 그는 또 이란 핵문제에 대한 미국 내의 잇따른 강경 발언에 대해 “불에 기름을 붓는 격”이라며 “이는 오히려 이란이 핵무기를 추구하도록 자극할 수 있다”고 말했다. (중략) 엘바라데이 총장은 2003 년 미국이 이라크전쟁을 앞두고 대량살상무기(WMD) 관련 의혹을 제기하자 ‘증거 부족을 들며 이의를 제기해 미국과 갈등을 빚었다.

자료: 동아닷컴(2007 년 10 월 30 일), SK 증권

당시 미국은 IAEA 의견을 일축하며 핵 제재를 강행

### 美, “이란 핵보고 불충분” 3 번째 제재 추진

이란의 핵 활동에 대한 국제원자력기구(IAEA)의 보고서와 관련, 미국은 15 일(현지시간) 충분치 못하다며 이란에 대해 3 번째 제재조치를 추진할 것이라고 밝혔다. (중략) 다나 페리노 백악관 대변인은 “이란의 선택적인 협력은 충분하지 않다”며 “이란 정부는 자꾸 고립을 재촉하고 있다”고 밝혔다. (중략) 페리노 대변인은 “이란이 우라늄 농축과 과거 의심스러운 핵 활동에 대한 구체적인 내용을 공개하지 않으면 유엔 안보리의 새로운 제재에 직면할 것”이라고 덧붙였다.

자료: 뉴시스(2007 년 11 월 16 일), SK 증권



“

사우디도 이란 제재에 동참하는 분위기입니다. 일단 사우디가 오바마 때와 달리 트럼프 부임 이후로는 미국과 친밀한 관계라는 것을 주목해야죠

- SK 증권 소재/산업재

”

두 번째는 수니파의 수장인 사우디 아라비아의 반응입니다. 사우디가 시아파의 수장인 이란과는 물과 기름의 관계라는 것은 굳이 설명하지 않아도 많이 아실 텐데요. 그와 동시에 봐야 하는 것은 미국과 사우디의 관계입니다. '미국과 사우디는 우방일까?'라는 질문을 하신다면 질문 자체가 잘못되었다고 답을 드리고 싶은데, 정확히 사우디와 혈맹이자 우방의 관계를 유지하는 것은 미국이라기 보다는 공화당입니다. 반대로 민주당과 사우디는 늘 불편한 관계를 보였었죠. 왜 공화당이냐고 물으신다면 석유의 역사에 대한 많은 이야기들을 나열해야 하는데요, 지면 관계상 그 이야기는 할 수 없겠네요.

다만 굳이 그런 논리를 사용하지 않더라도, 전임 대통령 오바마와 현직 대통령 트럼프에 대한 사우디의 분위기는 판이하게 다를 수 있습니다. 오바마는 임기 중에 이란 핵 제재를 풀어줌으로써 국제사회에 대화와 다자주의를 중심으로 한 '오바마 독트린'을 실현했다고 호평을 받았었죠. 하지만 이 때 사우디의 반응은 매우 냉담했다는 사실을 기억하셔야 합니다. 2015년 5월에는 미국의 정상회담 초청을 살만 빈 압둘아지즈(Salman bin Abdulaziz) 사우디 국왕이 공식적으로 거부하는 놀라운 일이 벌어졌었고, 넘어서서 다음 해인 2016년 4월 오바마가 직접 사우디를 방문했을 때는 공항으로 국왕이 직접 영접을 나가지 않고 리야드 주지사를 내보내는 '결례'를 의도적으로 범했었습니다. 이란에 대한 호의(好意)는 사우디에 대한 적의(敵意)가 된다는 것을 분명히 보여준 행동이라고 해석할 수 있을 것입니다.

그러나 트럼프는 다릅니다. 약 1년 뒤인 2017년 5월 트럼프가 사우디를 직접 방문했을 때는 국왕이 직접 공항으로 나가 영접을 했을 뿐만 아니라, \$1,100억에 이르는 대규모 무기 계약과 \$500억 규모의 사업협력을 체결하기도 했습니다. 물론 트럼프 역시 대통령이 된 이후 첫 외국 방문을 사우디로 택했으니 먼저 충분한 예의를 보였다고도 할 수 있구요. 어찌되었든 현재의 미국과 사우디는 매우 공고한 관계를 유지하고 있습니다.

오바마의 초청을 거부하며 미국과 불편한 관계를 보였던 사우디

### 사우디, 오바마 초청 거부... '친불 원미' 공식화

중동 수니파의 맹주 사우디아라비아가 버락 오바마 미국 대통령의 정상회담 초청을 사실상 거부하면서 미국에 종속적인 외교노선 탈피를 공식화했다. 살만 사우디 국왕의 초청 취소는 아무도 예상치 못했던 갑작스러운 결정이지만, 그간 미국과 사우디의 관계를 복기해보면 오히려 당연할 정도로 양국은 불협화음을 냈다. 사우디는 전통적인 미국의 맹방이지만 중동 문제, 특히 이란의 영향력 확대에 비간섭주의를 유지하는 이른바 '오바마 독트린'이 못마땅한 터였다. (하락)

자료: 연합뉴스(2015년 5월 12일), SK 증권

트럼프와는 강한 우방관계를 형성하고 있음

### 트럼프, 환대속 사우디 도착

도널드 트럼프 미 대통령이 20일(현지시간) 오전 사우디아라비아 리야드에 도착했다. 살만 빈압둘아지즈 알사우드 사우디 국왕은 킹칼리드 국제공항 활주로에 나가 에어포스원에서 내리는 트럼프 내외를 직접 영접했다. 사우디 정부는 트럼프 대통령의 도착에 맞춰 공군기의 축하 비행과 레드 카펫을 준비하는 등 최대한 예우를 갖춰 환대했다. 살만 국왕은 2015년 1월 버락 오바마 전 대통령이 정상방문했을 때는 공항에서 영접했지만 지난해 4월엔 리야드 주지사를 대신 공항에 보내 '결례' 논란이 일었다. (하락)

자료: 연합뉴스(2017년 5월 21일), SK 증권

“

공교롭게도 트럼프가 폼페오 선임 이유가 이란 때문이라고 밝힌 바로 그 날, 사우디의 실세 MBS는 이란이 핵개발을 신랄하게 비판하는 발언을 했습니다. 타겟이 동일하다는 것을 드러낸 셈이죠

- SK 증권 소재/산업재

”

이러한 미국과 사우디가 최근 동일하게 이란을 타겟팅(targeting)하고 있다는 것이 주목할 부분입니다. 물론 시작은 트럼프부터였습니다. 앞서 언급한 바와 같이 그는 대선후보 시절부터 이란 핵 협상 파기를 강력하게 주장했고, 이를 실행하기 위해서 국무장관 교체까지 강행했습니다. 트럼프는 선임 국무장관 마이크 폼페오를 선임하면서 “(전임국무장관) 렉스 틸러슨(Rex Tillerson)은 이란 핵 협상이 괜찮다고 생각했던 것 같지만, 나는 그렇지 않았다. 하지만 마이크 폼페오는 나랑 매우 유사한 생각을 지니고 있기 때문에 앞으로 일을 잘 풀어나갈 것이다.”라고 언급한 바 있습니다. 국무장관의 교체가 이란 핵 협상 때문임을 명시한 것과 다름 없습니다.

폼페오는 전임 CIA 국장입니다. 특히 반(反) 이슬람의 강경한 외교노선은 그의 트레이드 마크나 다름없죠. 이 때문에 민주당에서 그의 국무장관 선임을 적잖이 반대하기도 했습니다. 바로 직전에는 이란 강경파 인사로 또한 유명한 존 볼튼(John Bolton)을 국가안보보좌관에 임명했는데, 이런 일련의 인사들을 보자면 트럼프가 앞으로 어떤 행동을 보일 지 뻔히 예측이 됩니다.

흥미로운 것은 트럼프가 이 발표를 한 것이 3월 15일인데, 같은 날 현 사우디의 실세인 왕세자 모하메드 빈 살만(Mohammed Bin Salman, 이하 MBS 통칭)이 이란에 대한 맹비난에 나섰다라는 것입니다. 그는 인터뷰를 통해 “사우디가 핵 무기 보유를 원치 않는 것은 당연하지만, 만약 이란이 이것을 개발하고 있다면 우리도 즉시 개발에 착수할 것이다.”라는 감쪽 발언을 했었는데요. 동시에 이란 최고 지도자 아야톨리 하메이니(Ayatollah Khamenei)에 대해서는 ‘중동의 히틀러’라는 극단적인 표현까지 서슴지 않았습니다. 물론 사우디가 이란을 비난한 것이야 어제 오늘 일은 아니지만, 마침 트럼프와 유사한 시점에서 이런 발언을 한 것은 주목할 만 합니다.

트럼프는 선임 국무장관 마이크 폼페오를 통해 이란 이슈 재부각을 노릴 것

Mike Pompeo should talk to Iran. Here's why.

President Trump said as much himself on Tuesday, when he elaborated on his reasons for Rex Tillerson's firing. "When you look at the Iran deal, I think it's terrible," Trump said. "I guess [Tillerson] thought it was okay. So we were not really thinking the same. With Mike, Mike Pompeo, we have a very similar thought process. I think it's going to go very well." (하락)

- Washington Post, 2018. 03. 15

자료: Washington Post, SK 증권

사우디의 MBS 역시 같은 방향으로 이란에 대한 강경한 입장 표명

Saudi Arabia will develop a nuclear bomb if Iran gets one, Mohammed bin Salman warns

"Saudi does not want to acquire any nuclear bomb but without a doubt, if Iran developed a nuclear bomb we would follow suit as soon as possible," the 32-year-old prince told CBS News. He repeated his accusation that Iran's supreme leader, Ayatollah Khamenei, was "the new Hitler" in the Middle East. (하락)

- The Telegraph, 2018. 03. 15

자료: The Telegraph, SK 증권





“

스트롱맨(strong men)의 시대를 이끌고 있는 두 사람인 트럼프와 MBS 가, 결국 본인들의 목표인 중간선거와 아람코 IPO 를 앞두고 이란을 공동목표로 삼았다는 것은 주목할 만한 일입니다

- SK 증권 소재/산업재

”

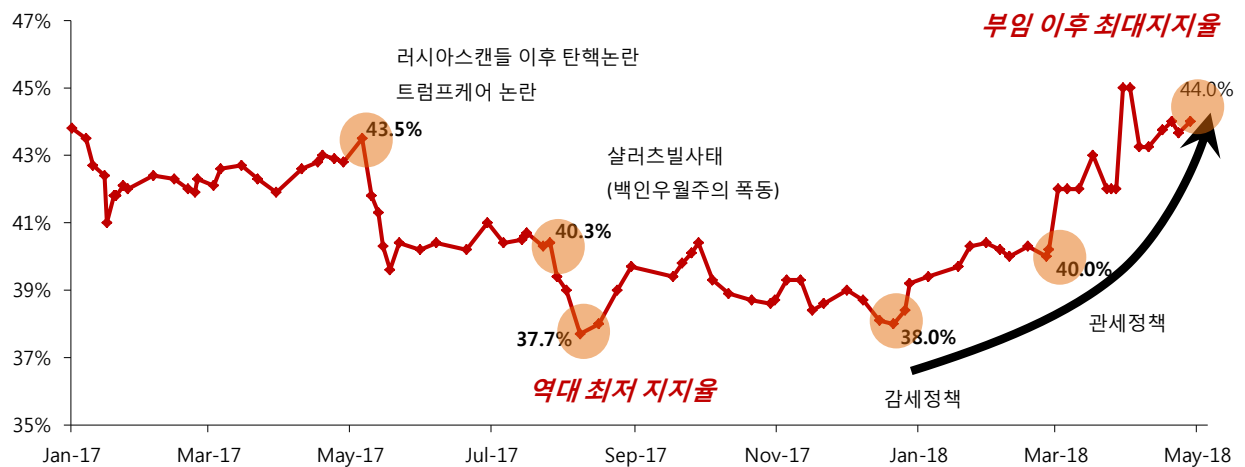
바로 직전의 보고서인 “Cyclical Bulletin Release 8: 트럼프發 무역전쟁의 숨겨진 노림수”에서 자세히 밝혔지만, 미국의 대통령 트럼프와 사우디의 실세 MBS 는 올 해 말 유사한 시점에서 중요한 이벤트를 앞두고 있습니다. 트럼프는 중간선거, MBS 는 사우디 아람코의 IPO 가 바로 그것입니다.

트럼프는 당연히 이를 앞두고 본인의 대외 강경정책을 밀어부치면서 러스트 벨트(Rust belt)를 중심으로 한 표심몰이에 한창입니다. 트럼프의 지지율은 이미 부임 이후 최고점입니다. 직전 보고서에 설명 드렸지만 우리의 막연한 생각과 달리 ‘미국 우선주의’에 박차를 가하는 트럼프의 미국 내 인기는 점점 상승하는 양상입니다. 최근 때마침 북한도 그의 의도에 맞는 급변한 태도를 보여주고 있는데, 이란마저 제압하는 모습을 보여준다면 미국인들은 더욱 열광하겠죠. 참고로 여론조사 기관 라스무센의 지지율 조사결과 트럼프는 50%를 획득해 같은 시기 오바마의 지지율인 49%를 넘어섰습니다.

한편 MBS 는 이미 지난 해 11 월 “유가강세를 지지(support)하기 위한 모든 행동(whatever it takes)을 하겠다”고 발표한 이후 지금까지 실제로 이를 만들어내는 강한 추진력을 보여주고 있습니다. OPEC 및 주요 산유국과 감산 합의를 지속 도출함은 물론, 끊임없는 지정학적 긴장관계도 만들고 있죠.

스트롱맨(strong men)의 시대라는 현 시류를 이끌고 있는 두 사람이, 다른 목표이지만 같은 수단으로서 이란을 지목하고 있습니다. 5 월 12 일에 어떤 결론이 나올 지는 예측하기 쉽지 않지만, 이란 이슈가 이대로 사그라지지는 않을 것이라는 짐작은 충분히 가능한 시점입니다.

여론조사 기관 라스무센의 조사결과로는 부임 이후 같은 시기 오바마의 지지율도 넘어선 트럼프



자료: Real Clear Politics, SK 증권

“

정황 상 이번에 어떤 형식으로든 이란 제재가 나올 가능성이 높아 보이는데요. 그렇다면 과거에 이런 지정학적 리스크로 유가가 단기 급반등했을 때 소재/산업재 주가는 어떻게 반응했을까요?  
결론은 의외로 주가가 빠지고 시작한다 입니다

- SK 증권 소재/산업재

”

## 지정학적 유가상승의 불편한 진실

12 일에 있을 이란에 대한 미국의 발표가 제재의 방향으로 나오게 된다면, 유가는 상승할 확률이 높습니다. 어떻게 보자면 지금의 유가 상승세도 이를 미리 반영하여 오르는 것이라고도 할 수 있는데요. 그러면 당연히 나올 수 있는 주식시장에서의 질문은, “지정학적 리스크에 따른 단기 유가 상승에서는 소재/산업재를 사야 할까, 팔아야 할까?”일 것입니다. 정유, 화학, 유틸리티, 철강, 건설, 조선 등 저희 파트에 속해 있는 대다수의 업종들은 유가와 민감한 관계도를 보이니까요. 그리고 이론적으로 유가 상승은 소재/산업재에 호재일 경우가 많기 때문에 아마도 “사자(buy)”라는 결론을 내리시는 분들이 많을 것으로 판단됩니다. 특히 건설, 조선의 산업재는 더더욱 그럴 겁니다.

하지만 막연한 생각은 잠시 접어두고, 과거 지정학적 리스크 때 실제 주가 반응은 어땠을까요? 분명 이란 만큼의 굵직굵직한 이벤트로 유가가 오른 적이 있었는데, 그 당시 소재/산업재의 주가는 어떻게 움직였을까요? 저희는 그 부분을 입증하기 위해 case study 를 진행했습니다. 그리고 그 대상으로서는 ① 1990 년 걸프전, ② 2003 년 미국의 이라크 침공(9/11 에 대한 대응), ③ 2008 년 이란 핵 제재, ④ 2011 년 카다피로 대변되는 리비아 사태를 삼았습니다. 이름만 들어도 꽤나 굵직굵직한 사태들임을 아실 수 있죠.

4 번의 사태 때 유가가 실제 올랐냐고 물으신다면 ‘당연히 그렇다’라고 말씀드리겠습니다. 석유 시장은 당연히 이런 대규모 지정학적 리스크는 빠짐없이 가격에 반응을 했습니다. 하지만 그 다음 질문, 그러면 그 때 소재/산업재도 같이 올랐냐고 물으신다면 조사결과 의외의 답을 드려야 할 것 같습니다.

일단 소재/산업재의 주가는 빠지고 시작합니다

1990 년 이후 주요했던 중동 지정학적 리스크 사태: ① 1990 년 걸프전, ② 2003 년 미국의 이라크 침공, ③ 2008 년 이란 핵 제재, ④ 2011 년 리비아 사태



자료: Bloomberg, SK 증권





“

이를 파악하기 위해 과거 4 번의 지정학적 리스크  
에 따른 유가급등사태, 즉 90 년 걸프전 + 03 년  
이라크전 + 08 년 이란 핵 제재 + 11 년 리비아  
내전 때를 case study 해봤습니다

- SK 증권 소재/산업재

”

일단 case study 를 진행한 방식에 대해서 명시하겠습니다.

1. 4 개의 이벤트에 대해서 각각 글로벌 주요 섹터의 절대/상대(MSCI World 대비) 수익률, 국내 주요 섹터의 절대/상대(KOSPI 대비) 수익률을 조사하였음
2. 이벤트가 발생하기 1 주일 전의 주가를 시작점으로 하여 이벤트 발생 후 2 주 / 4 주 / 6 주 / 8 주의 주가를 조사하였음. 통상 지정학적 리스크에 따른 유가 이슈는 2~3 개월 가량 지속되었기 때문임
3. 분석은 '국내'를 기준으로 진행함. 일단 조사결과 글로벌과 국내 섹터의 주가 움직임이 크게 차이 나지 않고, 무엇보다 중요도는 국내가 더욱 높기 때문임. 글로벌 움직임에 대해서 분석한 것은 본문의 마지막에 일괄적으로 삽입하였음
4. 섹터에 해당하는 대상 종목에 대해서는 각 이벤트 분석이 마무리되는 페이지에 기재함

66

걸프전은 이라크와 쿠웨이트의 전쟁으로 시작하여 다국적군까지 개입하는 대규모 전쟁이었고, 당시 두 산유국가의 시장 영향력 때문에 유가가 3개월 만에 +145.4%, 즉 2.5 배가 급등했었습니다

- SK 증권 소재/산업재

## ① 1990 년 걸프전 분석

그 유명한 걸프전(Gulf War)의 시작은 1990 년 8 월이었습니다. 이라크가 쿠웨이트를 침공한 것으로 시작되었는데, 결국 미국을 중심으로 다국적군이 이라크에 대항하기 위해 전쟁에 개입하면서 1991 년 2 월 다국적군의 승리로서 전쟁은 마무리가 되었었죠. 그 당시 유가 상승률은 정말이지 놀라운 수준이었습니다. 발발 직전인 7 월부터 약 3 개월 간 +145.4%, 즉 2.5 배 가량 순식간에 급등하는 양상이 나타났었습니다.

”

유가가 이런 반응을 보인 것은 어찌 보면 당연했습니다. 1989 년 기준으로 봤을 때 이라크의 산유량은 세계에서 6 위(점유율 4.4%), 쿠웨이트는 15 위(점유율 2.2%)에 해당했었으니까요. 둘을 합칠 경우 점유율은 6.6%에 이르러서 당시 3 위 산유국이었던 사우디(8.8%) 다음으로 많은 수준이었습니다. 이 물량이 순식간에 사라질 위기에 처한 것이었으니 석유 시장이 민감하게 받아들일 만 했습니다. 게다가 수니파와 시아파의 싸움까지 번져서 사우디, 이란 등으로 확전이 된다면 사태는 더욱 심각해질 수도 있었으니까요.

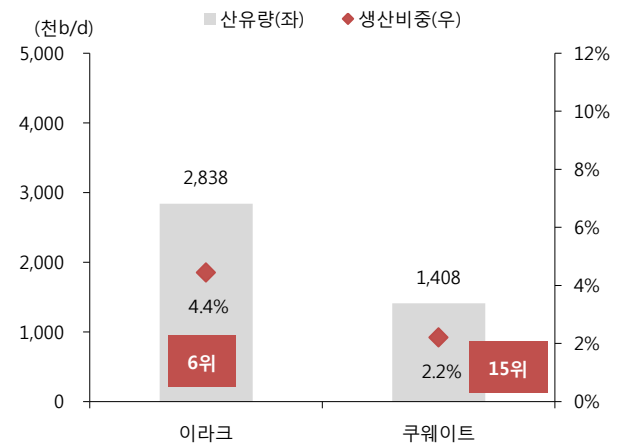
3 개월 만에 2.5 배 상승. 정말 대단한 상승률입니다. 그런데 더욱 놀라운 것은, 유가가 이렇게 올랐음에도 불구하고 오히려 소재/산업재가 하락했다는 것입니다.

1990 년 걸프전 발발 당시 국제유가 3 개월 만에 +145.4% 급등



자료: Bloomberg, SK 증권

전쟁 당사자였던 이라크, 쿠웨이트는 각각 89 년 기준 산유량 6 위, 15 위였음



자료: BP, SK 증권



“

이 때 놀랍게도 이벤트 발생 이후 첫 2 주 간 '유가 민감주'라는 정유, 건설, 조선뿐만 아니라 화학, 철강, 유틸리티까지 모두 하락했습니다.

- SK 증권 소재/산업재

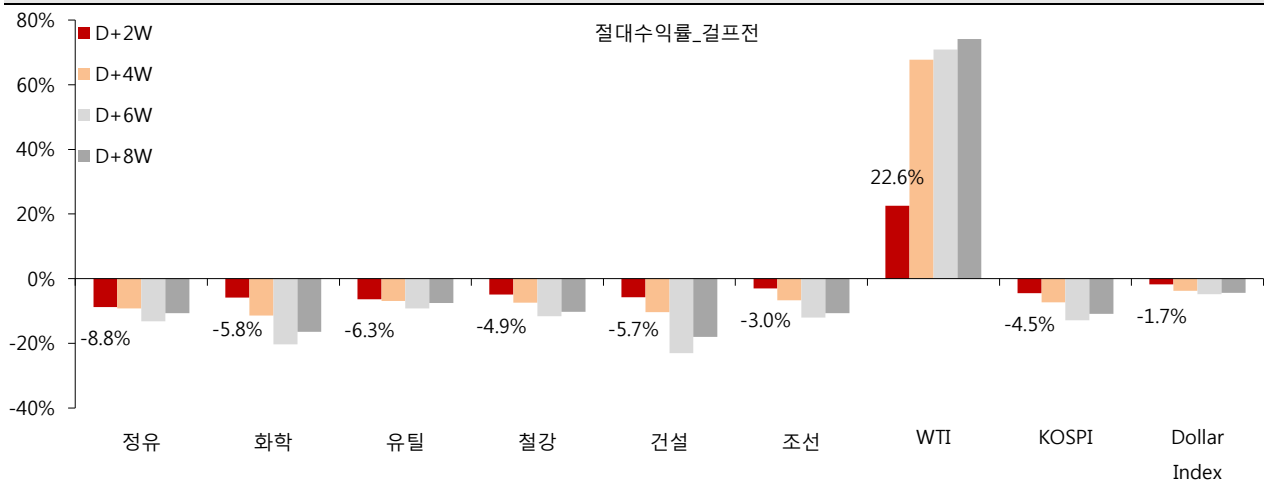
”

아래 차트를 보시면 결과가 나오지만, 이벤트 발생 이후 2 주까지 모두 하락을 면치 못합니다. 유가상승이 실적상승과 직결되는 정유 업종이 -8.8%를 기록한 것을 비롯해, 화학 -5.8%, 유틸 -6.3%, 철강 -4.9%, 건설 -5.7%, 조선 -3.0%를 기록했습니다. 유가 상승률은 동 기간 +22.6%였습니다. 우리가 '유가 민감주'라고 생각했던 섹터들 치고는 상당히 의외의 결과물이지요.

일단 가장 큰 원인은 KOSPI 자체의 하락으로 보입니다. 해당기간 KOSPI 수익률은 -4.5%였습니다. 사실 그렇기 때문에 상대수익률로 보자면 큰 움직임이 없다고도 볼 수 있습니다. 그렇다면 단순히 '지정학적 리스크'가 발생하면 시장과 동반하여 하락한다라는 논리를 세울 수도 있어 보이는데, 남은 3개의 이벤트들을 보면 그 이상의 결론까지 도출 됨을 알 수 있습니다.

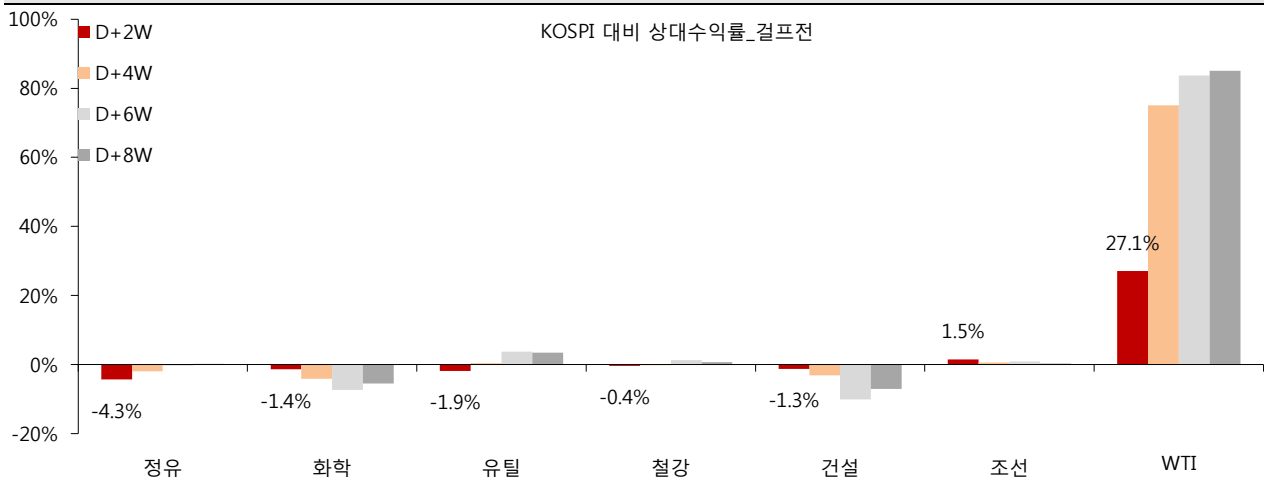
그냥 하락도 아니고, KOSPI 대비 명백하게 underperform 까지 합니다.

1990 년 걸프전쟁 때 국내 주요섹터의 절대수익률: 놀랍게도 일제히 하락



자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권, 주: MSCI World, MSCI Korea 섹터지수 기준

1990 년 걸프전쟁 때 국내 주요섹터의 KOSPI 대비 상대수익률: KOSPI 자체가 하락했고 동반 하락하는 양상 나타남



자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권, 주: MSCI World, MSCI Korea 섹터지수 기준

“

이라크전은 미국이 9/11 테러 이후 대량살상무기를 보유한 이라크를 침투한 사태였습니다. 당시에도 다국적군이 개입했고, 이라크의 중동 내 중요성 때문에 유가는 3개월 간 +40.7% 급등합니다

- SK 증권 소재/산업재

”

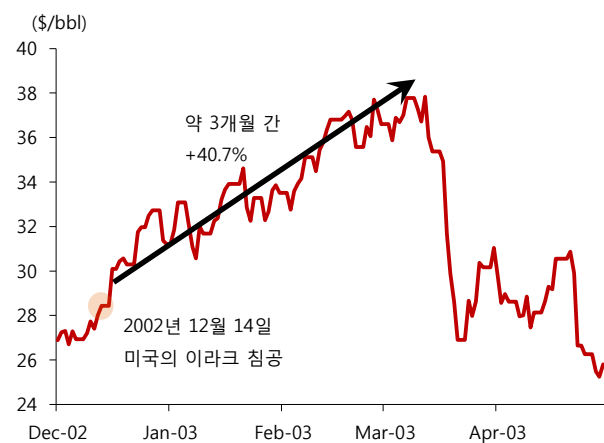
## ② 2003 년 미국의 이라크 침공(이라크 전쟁)

일명 이라크 전쟁이라고 불리기도 합니다. 미국은 2001 년 9/11 테러 사태 직후 당시 대통령이었던 조지 부시 2 세(George Bush II)의 그 유명한 악의 축(axis of evil) 발언으로서 이라크와 북한을 세계평화 저해의 주범으로 지목하게 되는데요. 그 이후 궁극적으로 사담 후세인 이라크 정권의 대량살상무기(WMD: weapon of mass destruction)를 목표로 하면서 이 전쟁을 단행하게 됩니다. 시작은 2003 년 3 월 20 일이었습니다.

한 가지 미리 밝힐 사항은 이라크 전쟁의 유가 및 주가 영향을 분석한 것은 실제 전쟁보다 약 3 개월 가량 이른 시점인 2002 년 12 월 14 일을 기점으로 했다는 것입니다. 그 이유는 전쟁의 시작은 2003 년 3 월이었지만, 이미 2002 년 11 월 20 일부터 전쟁에 대한 우려감은 부각되고 있었기 때문입니다. 당시 폴 월포위츠(Paul Wolfowitz) 미국 국방부장관은 “대테러 전쟁이 이라크로 확대될 수 있다”고 전 세계를 놀라게 하는 발언을 했었습니다. 이후 11 월 30 일에는 플로리다주 탬파(Tampa)에 있던 중부사령부 본부를 걸프지역인 카타르 아스 사일리아 캠프로 옮겼고, 12 월에는 동맹국인 일본 자위대에 최신예 구축함이었던 이지스함 파견을 요청하기도 했죠. 그렇기 때문에 미리부터 석유 시장은 이 가능성을 반영하기 시작했습니다.

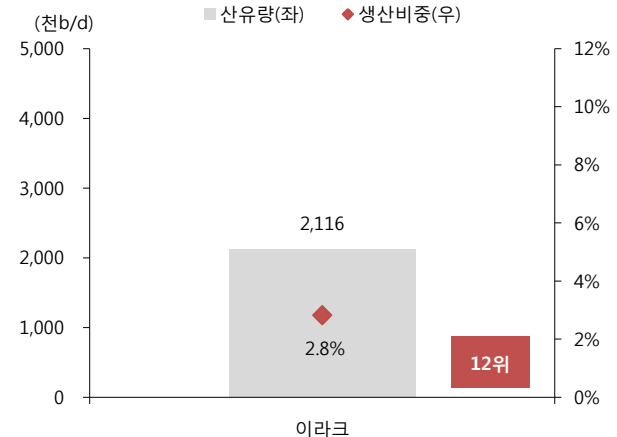
결론적으로 3 개월 동안 주가는 +40.7% 급등했습니다. 아마도 걸프전쟁때만큼 상승하지 못한 것은 이라크의 산유량이 세계 12 위, 점유율은 2.8%로서 걸프전 당시 때 이라크+쿠웨이트의 물량보다 적었기 때문일 것입니다. 그래도 단기간에 40% 넘게 상승한 것이니 석유 시장은 꽤 민감하게 반응한 셈입니다.

2003 년 미국의 이라크 침공이 발생하기 이전 3 개월에서 유가 +40.7% 급등



자료: Bloomberg, SK 증권

이라크의 2002 년 산유량은 세계 12 위, 점유율은 2.8%였음



자료: BP, SK 증권



“

이런 유가 급등에도 의외의 현상은 걸프전 때와 마찬가지로 발생합니다. 소재/산업재는 일제히 하락하고, 특히나 유가 상승에 가장 민감한 정유, 건설은 KOSPI 대비 underperform 까지 합니다

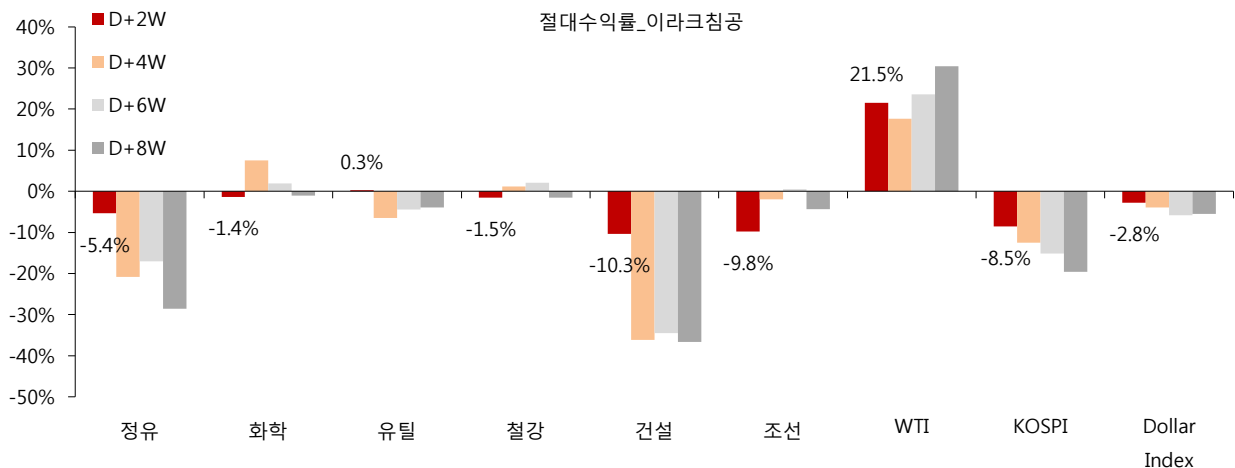
- SK 증권 소재/산업재

”

주가 움직임은 걸프전쟁 때보다 더 명확히 나옵니다. 일단 이벤트가 발생하고 일제히 하락한다는 것은 다름이 없습니다. 그리고 KOSPI 자체가 하락을 하면서 전체적인 동반하락을 한다는 틀도 변함이 없구요. 다만 놀라운 것은 통상 유가 상승이 호재로 받아들여질 만한 섹터인 정유와 건설이 KOSPI 대비로도 꽤나 큰 폭으로 underperform 한다는 것입니다. 이벤트 발생 이후 8 주차까지 KOSPI 는 -19.6% 하락하는데, 해당 기간 정유는 -28.6%, 건설은 -36.7%까지 급락을 합니다. 쉽사리 이해가 되지 않는 그림입니다.

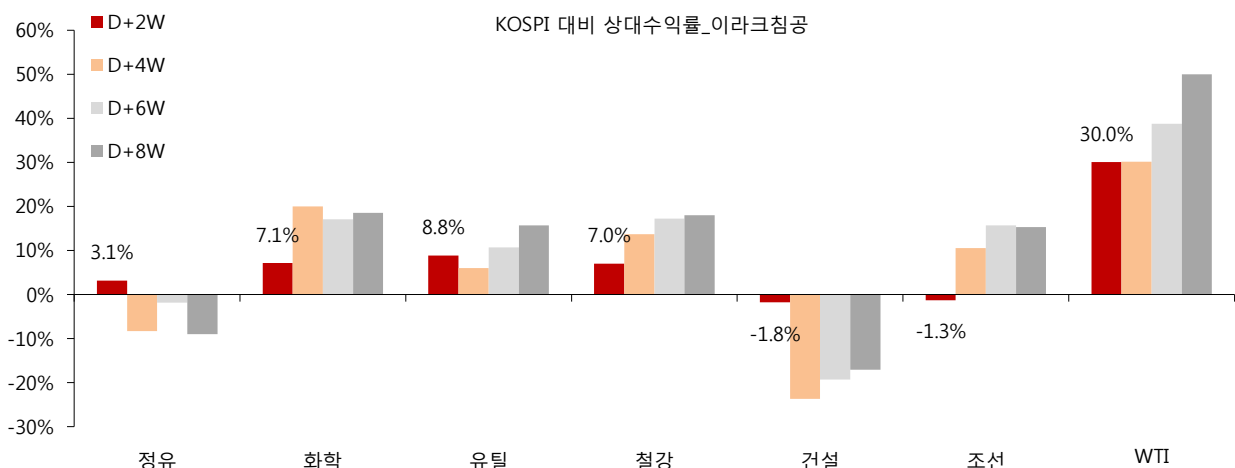
물론 이런 반박이 가능합니다. 시기가 2002~2003 년이라는 점을 감안해야 합니다. 즉, 이 때만 하더라도 국내 건설업체들은 중동 수주라는 부분이 큰 모멘텀이 아니었고, 조선 역시 LNG 탱커나 해양플랜트 같은 부분이 본격적인 활황을 맞이할 때가 아니었습니다. 그렇기 때문에 생각과는 다른 그림이 발생했을 수도 있겠죠. 하지만 다음 조사를 보면 답은 명확히 나옵니다.

2003 년 미국의 이라크 침공 때 국내 주요섹터의 절대수익률: 걸프전쟁 때와 마찬가지로 일제히 하락



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권

2003 년 걸프전쟁 때 국내 주요섹터의 KOSPI 대비 상대수익률: 역시 KOSPI 하락과 동반하되, 유가상승이 통상 호재인 정유/건설의 underperform 부각됨



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권



\*\* 참고. 2003 년 case study 에서 대상종목(적색 굵은 표시는 한국기업임)

[정유]

Valero Energy, Andeavor, Devon Energy, Hollyfrontier, Murphy Oil, ConocoPhillips, **S-Oil**

[화학]

Eastman Chemical, BASF, Akzo Nobel, Sumitomo Chemical, Shin-Etsu Chemical, Asahi Kasei, JSR, Nitto Denko, SABIC, Formosa Plastics, Nan Ya Plastics, Sinopec Shanghai Petrochem, Sinopec Yizheng Chemical, Reliance Industries, PTT Global Chemical, **LG 화학, 한화케미칼, 금호석유**

[유틸리티]

Enel, Duke Energy, Iberdrola, Dominion Resources, NextEra Energy, Southern Co, E.ON, Exelon, RWE Group, American Electric, SSE, Tenaga Nasional, PPL, Fortum, PG&E, CLP Holdings, PSEG Public Service Enterprise, **한국가스공사, 한국전력**

[철강]

신일본제철, 고베제강, 차이나 스틸, 아마토 공업, **현대제철, 포스코**

[건설]

JGC, Technip, Fluor, Chiyoda, **현대건설, GS 건설, 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업**

[조선]

IHI, Sumitomo HI, Mitsubishi HI, Kawasaki HI, CSSC Holdings, **현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선**





“

지금 상황과 가장 유사한 2008 년 이란 핵 제재  
인데요. 미국 주도로 UN 의 포괄적 경제 제재까지  
갔던 이 사건은, 이란이 워낙 주요 산유국인 탓에  
3 개월 만에 +45.9% 유가 급등이 발생합니다

- SK 증권 소재/산업재

”

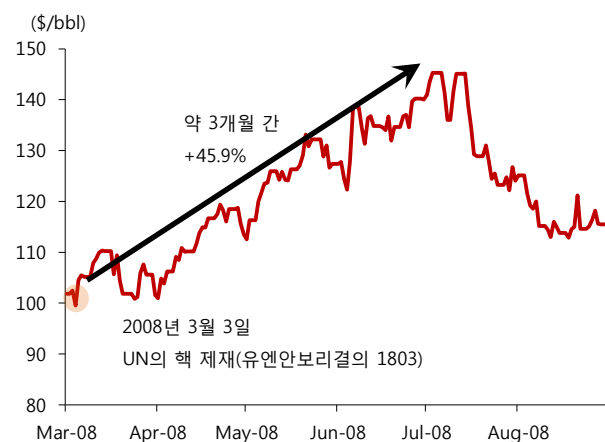
### ③ 2008 년 이란 핵 제재

어떻게 보자면 가장 관심이 갈 수밖에 없는 부분입니다. 이번 자료가 5 월 12 일 이란 핵 제재에 초점을 맞추고 있는 만큼, 과거 이와 똑같은 사례였던 것이 바로 2008 년 이란 핵 제재였으니까요.

이란 핵 제재는 미국이 이슈를 만들어냈고, 시작은 미국의 단독 제재였지만 결국 UN 까지 끌어들여 국제적인 제재로 결론 내버렸던 사태였습니다. UN 은 1 차적으로 2006 년 12 월 이란에 대해 핵개발 관련 개인/회사에 대한 자산 동결과 함께 대대적인 경제 제재에 들어갈 수 있다고 경고를 했고, 2 차적으로 2007 년 3 월에는 결국 무기와 관련한 일부 품목 수출입금지와 함께 자산동결 연장을 단행했으며, 3 차적으로는 2008 년 3 월에 결국 모든 품목 수출입에 대한 검색과 은행들에 대한 자산동결 및 모니터링까지 들어가게 됩니다. 2008 년 3 월은 워낙 광범위한 제재가 발표되어 결국 이란의 석유 수출입까지 영향을 받을 수밖에 없다고 이야기가 됐었죠.

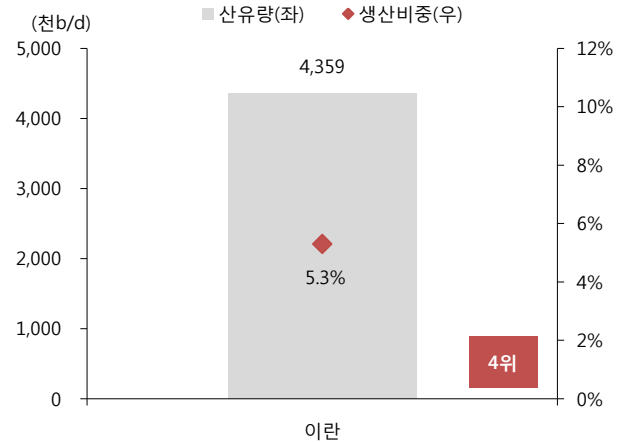
국제유가 시장은 곧바로 민감하게 반응합니다. 일단 워낙 리먼사태 직전 BRICs 의 호조와 함께 유가가 \$100/bbl 를 넘어서 호황 국면이기도 했고, 이란은 세계 산유량 4 위, 점유율 5.3%를 차지하는 그야말로 ‘거물급’이었기 때문이죠.センチメント 측면에서도 수니파의 수장 사우디 아라비아에 유일하게 대적할 수 있는 라이벌 시아파의 수장이기 때문에 더욱 관심을 많이 받을 수밖에 없었구요. 결국 3 개월 만에 유가는 45.9% 급등을 하고 사상최대인 \$150/bbl 에 근접하기까지 합니다. 명실공히 이란 핵 제재 사태는 사상 최대 랠리의 trigger 역할을 했었던 것으로 기억됩니다.

이란 3 차 제재안 발표되고 3 개월 간 +45.9% 급등, \$150/bbl 에 근접



자료: Bloomberg, SK 증권

이란의 2007 년 산유량은 세계 4 위, 점유율은 5.3%였음



자료: BP, SK 증권

“

결론은 역시 다르지 않습니다. 오히려 더욱 뚜렷해 집니다. 이벤트 발생 이후 첫 2주에서 자로 잔 듯이 소재/산업재가 -20% 가량 주가가 빠집니다. KOSPI 대비로도 모두 underperform 입니다

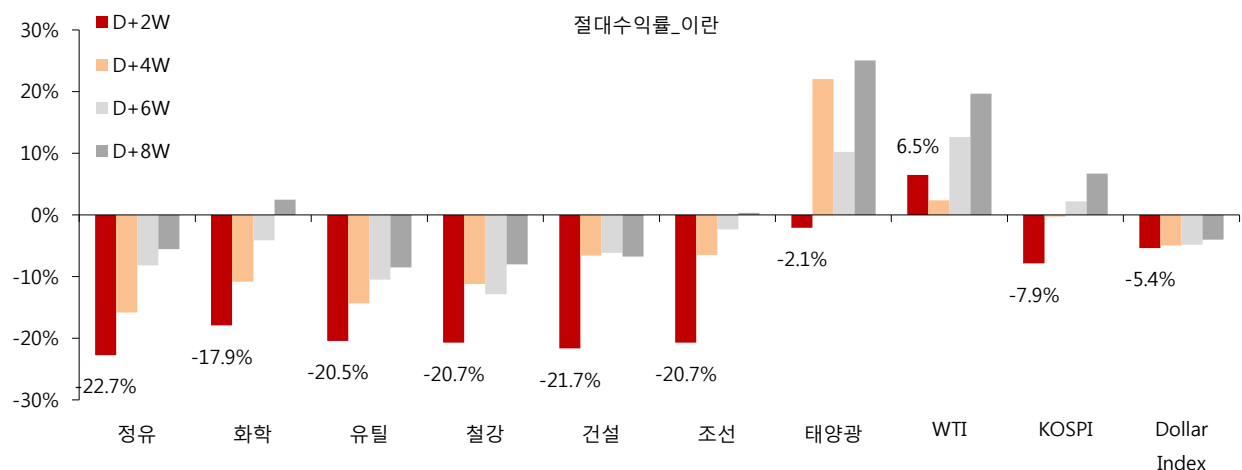
- SK 증권 소재/산업재

”

이 때의 주가 움직임이 아마도 가장 궁금하시겠죠? 결론은 놀라울 정도입니다. 이벤트 시작 이후 2 주간 유가 민감주인 건설/조선/정유는 물론이고, 화학, 유틸리티, 철강 등 주요 소재/산업재 섹터의 주가는 자로 잔 듯이 -20% 가량 하락합니다. 해당기간 KOSPI의 수익률은 -7.9%. 즉 KOSPI보다도 심하게 underperform 을 했다는 것입니다. 유일하게 outperform 이 두드러지는 섹터는 태양광. 즉, 유가 급등은 확실히 대체 에너지에 대한 관심도를 올린다는 것을 확인할 수 있습니다.

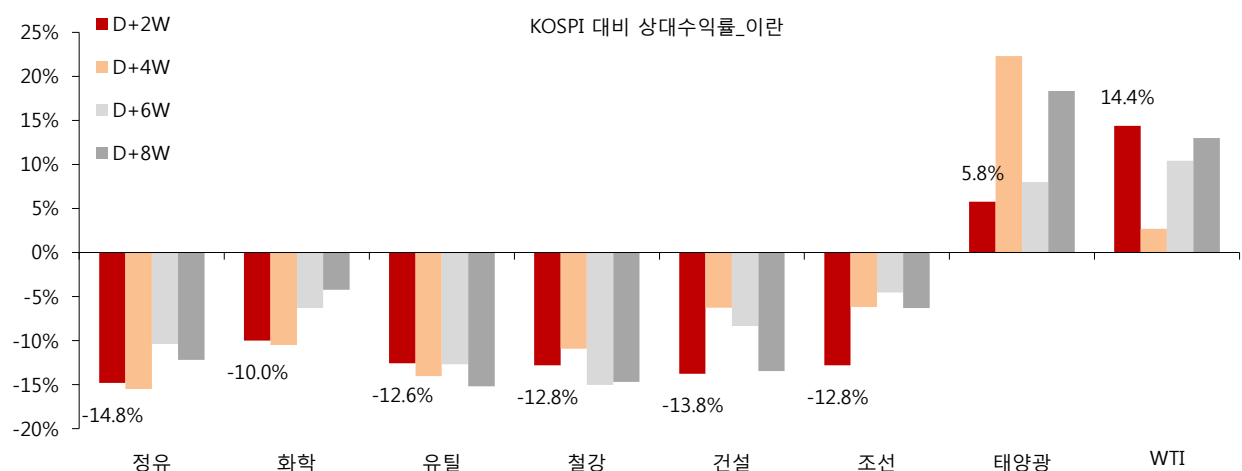
여기에서도 또 하나의 반문이 가능해지실 것입니다. 이 때는 리먼사태 직전이었으니까, 혹은 BRICs rally 의 막판이었으니까. 뭔가 시장センチ멘트를 다르게 만들 만한 요인이 많지 않았을까라고 말이죠. 그렇다면 마지막 사례 조사를 또 한 번 보도록 하겠습니다. 2011 년 리비아의 카다피 사태입니다.

2008 년 이란 핵 제재 때 국내 주요섹터의 절대수익률: 모든 소재/산업재 섹터가 동일하게 -20% 가량 하락함



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권

2008 년 이란 핵 제재 때 국내 주요섹터의 KOSPI 대비 상대수익률: KOSPI보다 더 큰 하락폭을 보임



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권



\*\* 참고. 2008 년 case study 에서 대상종목(적색 굵은 표시는 한국기업임)

[정유]

Valero Energy, Formosa Petrochemical, Andeavor, Devon Energy, Hollyfrontier, Murphy Oil, ConocoPhillips, **SK 이노베이션, S-Oil, GS**

[화학]

Eastman Chemical, BASF, Akzo Nobel, Arkema Lanxess, Sumitomo Chemical, Mitsubishi Chemical, Shin-Etsu Chemical, Asahi Kasei, JSR, Nitto Denko, SABIC, Yanbu National Petrochemical, Formosa Plastics, Formosa Chemicals & Fiber, Nan Ya Plastics, Sinopec Shanghai Petrochem, Sinopec Yizheng Chemical, Reliance Industries, Industries Qatar, PTT Global Chemical, **LG 화학, 롯데케미칼, 한화케미칼, 금호석유**

[유틸리티]

EDF, GDF, 수에즈, Enel, Duke Energy, Iberdrola, Dominion Resources, NextEra Energy, Southern Co, E.ON, Exelon, RWE Group, American Electric, SSE, Tenaga Nasional, PPL, Fortum, PG&E, CLP Holdings, PSEG Public Service Enterprise, **한국가스공사, 한국전력**

[철강]

신일본제철, JFE 홀딩스, 블루스코프 스틸, 고베제강, 차이나 스틸, 중국오리엔탈 그룹, 야마토 공업, **현대제철, 포스코**

[건설]

Petrofac, JGC, Saipem, TR, Technip, Fluor, Linde, KBR, Chiyoda, **현대건설, GS 건설, 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업**

[조선]

IHI, Sumitomo HI, Mitsubishi HI, Kawasaki HI, Yangzijiang Shipbuilding, CSSC Holdings, CSIC, **현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선**

“

리비아 내전은 '아랍의 봄' 이후 순식간에 중동 전역이 내전으로 들끓는 가운데에서도 대표적 사건이었는데요. 중동 리스크 전반을 반영하여 역시 3개월 만에 +31.0%의 유가 상승을 유도합니다

- SK 증권 소재/산업재

”

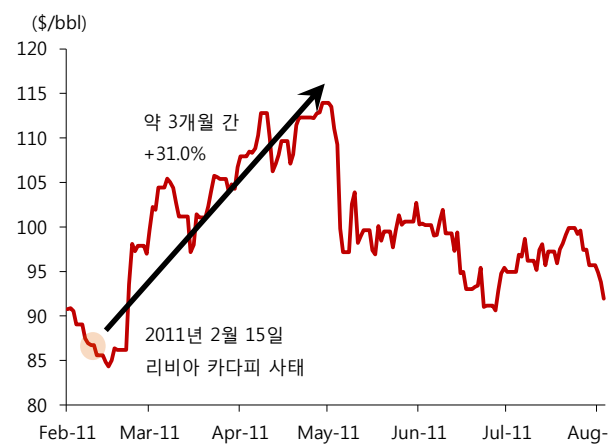
#### ④ 2011 년 리비아 내전(카다피 사태)

최근 벌어지는 아랍권의 유혈 사태에서 큰 몫을 차지하는 것 중 하나가 바로 2011 년에 발생한 재스민 혁명입니다. 흔히 튀니지 혁명이라고도 부르는데요. 아랍권 국가들의 대다수가 장기독재정권으로 운영되면서 국민들의 불만이 폭발 직전까지 몰렸는데, 이 때 튀니지에서 흔히 말하는 민주화 혁명이 발생하면서 결국 아랍권 대다수 국가들이 민주화 혁명을 맞이하게 됩니다. 이 사태를 '아랍의 봄'이라고 표현을 하기도 하죠. 당시 정말 많은 중동, 아프리카의 국가들이 내전을 맞이하게 되는데, 그 중에서도 세계적으로 가장 유명했던 것은 역시 리비아 내전, 그리고 그들의 독재자 카다피입니다.

2011 년 2 월 카다피 정권에 반대하며 민주시위를 벌이던 시민들을 카다피는 결국 무력으로 진압을 시작하는데요. 이 때 UN 은 카다피 정권에 대응하기 위해 시민군을 돕기로 결정합니다. 그러면서 연합군+시민군과 정부군의 치열한 대립 구도가 펼쳐지게 되고, 결국 카다피가 그 해 10 월 사살되면서 시민군의 승리로 결론이 납니다.

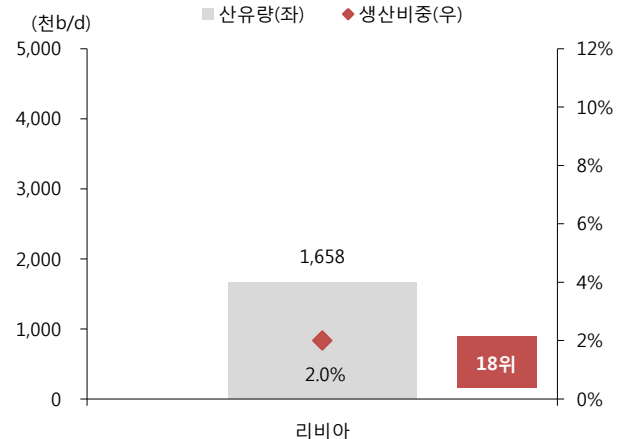
리비아 자체의 산유량은 당시 세계 18 위, 점유율은 2.0%였습니다. 당연히 많은 물량이지만 이전 사태들 대비로는 그다지 큰 규모는 아니라고도 할 수 있습니다. 그렇지만 그 당시 유가는 장기 횡보국면 이후 3 개월 간 +31.0% 급등을 합니다. 무엇보다 '아랍의 봄'을 이슈로 삼는다면 단순히 리비아뿐만 아니라 다수 아랍권 산유국에 연관되는 문제로 치부될 수 있었으니까요.

리비아 사태 이후 3개월 간 +31.0% 급등함



자료: Bloomberg, SK 증권

리비아의 2010 년 산유량은 세계 18 위, 점유율은 2.0%였음



자료: BP, SK 증권



“

이 때에도 결과물은 똑같습니다. 첫 2 주에서 소재/산업재 주가는 모두 하락합니다. 특히 리비아 사태는 유가가 장기하락 하며 외생변수 영향이 적었을 때이기 때문에 조사결과가 더욱 유의미합니다

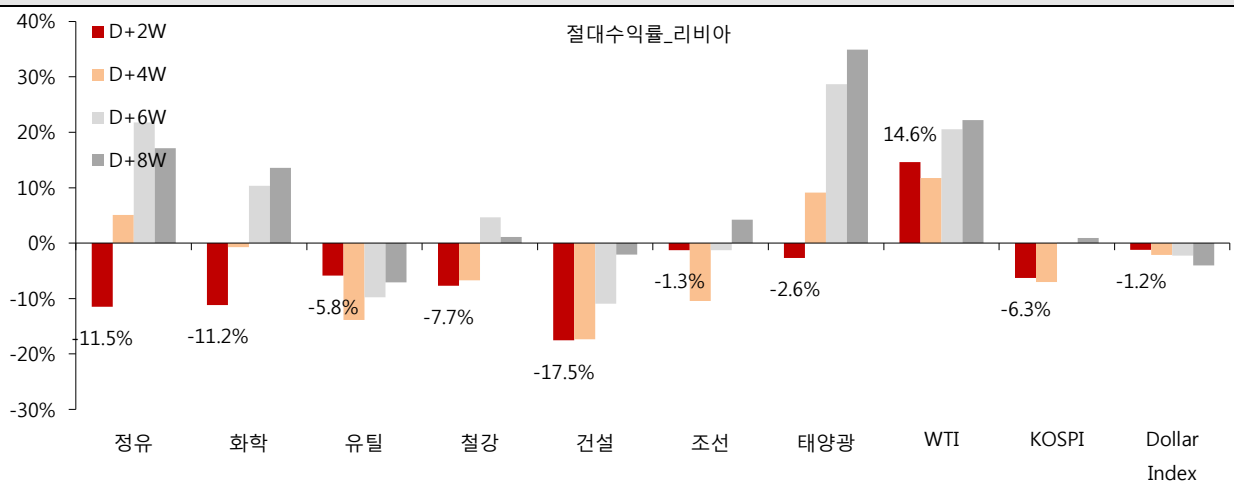
- SK 증권 소재/산업재

”

특히 리비아 사태에서의 유가 및 주가 조사는 특히 중요할 수 있는 것이, ① 이 때는 건설과 조선 공히 중동의 발주가 주가에 매우 중요한 시점이었고, ② 유가도 장기간 회복하면서 다른 외생변수 영향이 적었을 기간이기 때문입니다. 즉 앞선 사태에서 의문점으로 제기될 만한 요인들이 전부 회색되는 case study 라는 것이죠. 그럼에도 불구하고, 결론은 동일합니다.

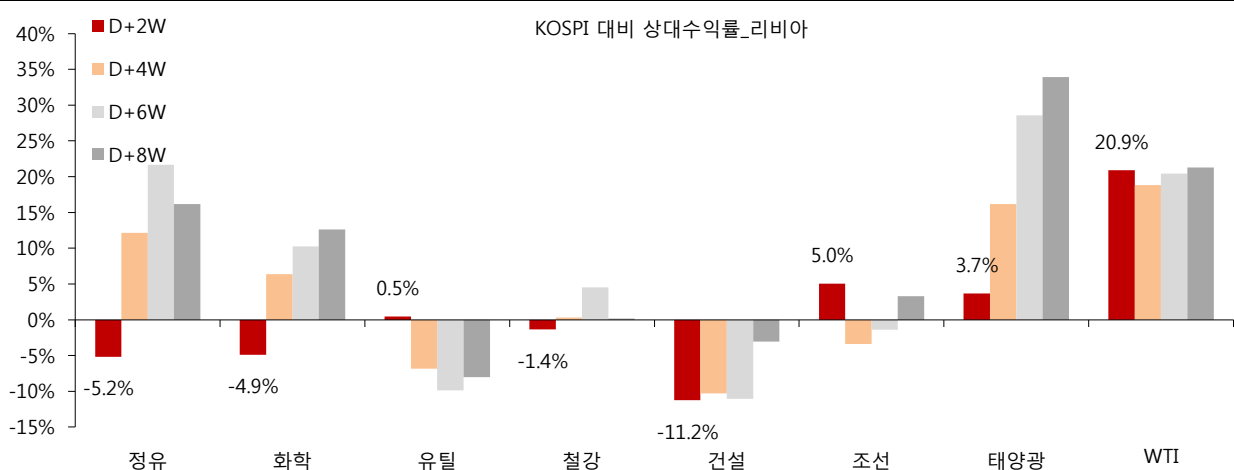
시작하고 2 주간 대다수 소재/산업재의 주가는 하락합니다. 시장대비로 본다고 하더라도 하락세가 나타나고, 특히 정유/건설의 underperform 이 눈에 들어옵니다. 그리고 태양광은 역시나 큰 폭의 상승세를 보입니다.

2011 년 리비아 내전 때 국내 주요섹터의 절대수익률: 역시 모든 소재/산업재 섹터가 동일하게 하락함



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권

2011 년 리비아 내전 때 국내 주요섹터의 KOSPI 대비 상대수익률: 건설의 underperform 이 두드러짐



자료: DataGuide, Bloomberg, SK 증권



\*\* 참고. 2011 년 case study 에서 대상종목(적색 굵은 표시는 한국기업임)

[정유]

Valero Energy, Formosa Petrochemical, Andeavor, Devon Energy, Hollyfrontier, Murphy Oil, ConocoPhillips, **SK 이노베이션, S-Oil, GS**

[화학]

Eastman Chemical, BASF, Akzo Nobel, Arkema Lanxess, Sumitomo Chemical, Mitsubishi Chemical, Shin-Etsu Chemical, Asahi Kasei, JSR, Nitto Denko, SABIC, Yanbu National Petrochemical, Formosa Plastics, Formosa Chemicals & Fiber, Nan Ya Plastics, Sinopec Shanghai Petrochem, Sinopec Yizheng Chemical, Reliance Industries, Industries Qatar, PTT Global Chemical, **LG 화학, 롯데케미칼, 한화케미칼, 금호석유**

[유틸리티]

EDF, GDF, 수에즈, Enel, Duke Energy, Iberdrola, Dominion Resources, NextEra Energy, Southern Co, E.ON, Exelon, RWE Group, American Electric, SSE, Tenaga Nasional, PPL, Fortum, PG&E, CLP Holdings, PSEG Public Service Enterprise, **한국가스공사, 한국전력**

[철강]

신일본제철, JFE 홀딩스, 블루스코프 스틸, 고베제강, 차이나 스틸, 중국오리엔탈 그룹, 아마토 공업, **현대제철, 포스코**

[건설]

Petrofac, JGC, Saipem, TR, Technip, Fluor, Linde, KBR, Chiyoda, **현대건설, GS 건설, 삼성엔지니어링, 대우건설, 대림산업**

[조선]

IHI, Sumitomo HI, Mitsubishi HI, Kawasaki HI, Yangzijiang Shipbuilding, CSSC Holdings, CSIC, **현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선**





“

Case study의 결과 첫 번째 결론은 “시작은 빠진  
다”입니다. 의외로 이벤트 발생 2주 이후 소재/산  
업재는 대다수 하락하고, 특히 유가 민감인 건설/  
조선/정유는 더 하락을 합니다. 일단 조심해야겠죠

- SK 증권 소재/산업재

”

## 첫 번째 결론: 일단 빠진다

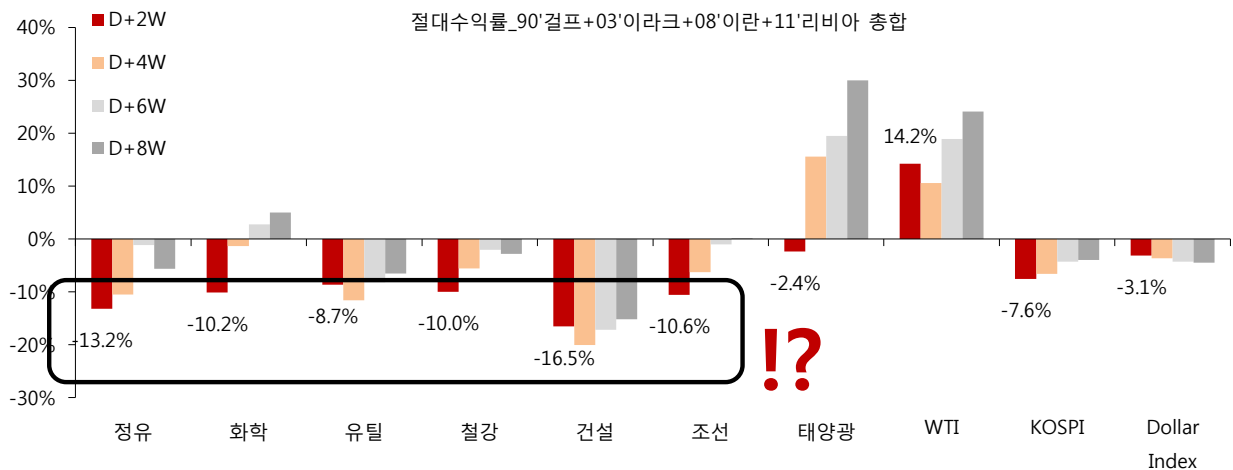
4 번의 case study 에 대한 결론을 내려보도록 하겠습니다. 놀랍게도 ‘일단  
소재/산업재 주가는 빠진다’ 입니다. 유가 강세가 발주 모멘텀인 건설과 조선,  
이익 모멘텀인 정유 등등 너나 할 것 없이 모두 빠집니다. KOSPI 보다는 더  
많이 빠집니다. 특히 이벤트가 발생하고 처음 2 주에서 underperform 이  
크게 발생하니 이 국면은 과거 사례로 봤을 때 어쨌든 조심하셔야 합니다.

4 개의 이벤트를 단순 산술평균으로 살펴봤을 때, 해당 이벤트가 발생하고  
처음 2 주에서 KOSPI는 -7.6% 하락했는데, 소재/산업재 섹터로 보면 건설  
-16.5% / 정유 -13.2% / 조선 -10.6%로 통상적인 유가 관련 주식들이  
더욱 급락하는 양상이 나타납니다. 그 외로는 화학 -10.2% / 철강 -10.0%  
/ 유틸리티 -8.7%입니다. 정말 의외의 결과물이죠. 유가상승이 명백한 악재  
인 유틸리티(한국전력)가 오히려 상대적으로 수익률이 좋을 정도입니다.

물론 펀더멘탈 측면에서 본다면 유가 상승은 소재/산업재 섹터에게 대다수  
호재의 그림입니다. 하지만 4 번의 case study 에서 의외의 주가 반응이 나  
왔다는 것은 역시 ‘지정학적 리스크에 의한 단기 유가 반등은 펀더멘탈과 다  
르다’라는 해석으로 연결될 수밖에 없습니다. 즉, 과거를 토대로 봤을 때 시  
장은 영리하게도 이런 단기적인 현상에 반응하지 않는다는 것이지요.

하지만 그럼에도 이상한 것은, ‘굳이 빠질 것 까진 없지 않느냐’입니다. 게다가  
시장보다도 underperform 하는 양상은 매우 흥미롭습니다. 특히 건설/  
정유/조선 같은 섹터에서는 더더욱 말이죠. 어떤 부분이 문제로 지적되며 이  
런 지정학적 리스크에 의한 단기 유가 급반등이 악재로 해석 되었을까요?

1990 년 걸프전 + 2003 년 이라크전 + 2008 년 이란 핵 제재 + 2011 년 리비아 내전의 결론: 지정학적 리스크로 유가 단기급등 시 소재/산업재는 일단 빠진다



자료: DataStream, DataGuide, Bloomberg, SK 증권

“

가장 하락폭이 두드러지는 건설은, 이벤트 발생마다 유사하게 “중동 해외발주 감소 우려”가 작용했다는 것이 파악됩니다. 즉 유가상승이라는 요인보다 중동불안이라는 요인이 더 악재였습니다

- SK 증권 소재/산업재

”

먼저 건설의 경우부터 살펴보겠습니다. 가장 좋은 방법은 그 당시 하락에 대한 원인을 써낸 뉴스를 찾아보는 것일 텐데요. 이를 조사해봤을 때 일제히 내놓는 기사의 방향성은 “중동 risk 발발에 따른 수주감소 우려”입니다. 결국 유가상승의 호재를 보기 보다는, 최대 발주처인 중동의 경제가 원활하게 돌아가지 않을 때의 악재를 더 크게 반영한다는 것이지요.

2003년 11월 문화일보가 발간한 기사를 보면 이런 부분이 뚜렷하게 나오는데, 당시 국내 수주와 달리 해외 수주가 부족했던 이유는 “중동 지역에서 이라크 전쟁으로 인해 산유국들의 공사 발주가 지연되고(후략)”라고 명시하고 있습니다. 우려일 뿐만 아니라 실제로 벌어지는 일이라는 것이지요. 당시 하반기 해외수주는 전년동기대비 -27.5% 급감했다고 합니다.

2011년 리비아 내전 때도 똑같습니다. 당시 건설주 주가 급락에 대해서 중동 수주 때문에 그렇다는 기사는 쉽게 찾아볼 수 있고, 실제로도 해외 수주 실적에 영향을 줬음이 뚜렷하게 드러납니다.

이라크 전쟁으로 실제 해외 수주에 지장을 받은 국내 건설사

## 건설사 국내서 웃고 해외선 울어

올해 국내 건설수주 실적은 큰 폭으로 증가한 반면 해외수주는 대폭 줄어 희비가 엇갈린 것으로 나타났다. (중략) 올들어 3·4 분기까지 28개 업체의 해외수주는 2조 7237억원으로 지난해 같은기간의 3조 7564억원에 비해 27.5%나 감소했다. 국내업체들의 주력시장인 중동지역에서 이라크 전쟁으로 인해 산유국들의 공사 발주가 지연되고 동남아지역도 경기침체가 이어지면서 발주가 줄어든 것이 원인으로 작용했다.

자료: 문화일보(2003년 11월 27일), SK 증권

리비아 전 때도 똑같이 이런 우려로 주가 급락했었음

## 중동수주 ‘뚝’..건설株, 리비아 여진에 다시 출렁

건설주가 리비아발(發) 악재에 다시 주저앉았다. 리비아 등 중동지역의 정세불안이 해외 수주 급감으로 이어질 수 있다는 우려가 투심에 영향을 줬다. 2일 건설업종 지수는 3.48% 빠졌다. 업종 중 가장 큰 하락폭이다. (중략) 아틀캐 급락세다. (중략) 이날 해외건설협회에 따르면, 올 들어 국내 건설업체들의 해외수주 실적은 62건, 64억 2008만달러로 전년동기(75건, 269억 875만달러)에 23% 수준에 불과한 것으로 집계됐다.

자료: 이데일리(2011년 3월 2일), SK 증권



“

조선은 전방산업 해운의 침체에 따른 수주 우려가, 정유/화학은 원재료 압박에 따른 spread 우려가 작용합니다. 특히 정유는 2011년 리비아 사태 때 정부 압박에 따른 주유소 리터 당 100원 할인으로 earning shock 이 발생했던 기억도 있죠

- SK 증권 소재/산업재

”

조선도 크게 다른 그림은 아닙니다. 전방산업에서 발생하는 수주 감소의 우려가 똑같이 작용을 했습니다. 다만 중동보다는 해운업계로 이슈가 번지는 편이고, 해운업계가 유가급반등으로 인해 수익성이 악화되면 발주여력이 감소할 수밖에 없어 궁극적으로 조선업계 수주까지 영향을 준다는 분석이 있었습니다.

정유는 원재료 압박이 이슈가 됩니다. 순간적으로 유가가 급등하면 원가부담이 발생하면서 경제마진이 하락한다는 논리가 작용을 한 것입니다. 이는 화학업계에도 다르지 않은 선례였었습니다.

특히 정유에 한해서는 리비아 내전 사태 때 놀라운 소식이 전해지기도 했습니다. 당시 이명박 전(前) 대통령이 '기름값이 묘하다'라는 발언을 내놓으면서 정유업체의 지속되는 휘발유/경유 판매가격 인상에 대한 정부의 압박이 시작되었고, 결국 SK 에너지는 2011년 4월 전국 모든 주유소에서 휘발유와 경유 가격을 차후 3개월 간 리터당 100원 할인 판매하는 파격적인 결정을 내리기도 했습니다. 당연히 GS칼텍스, S-Oil, 현대오일뱅크도 곧바로 인하를 결정했었는데요. 이로 인해서 2Q11 당시 국내 정유업체의 실적은 예상을 크게 밑돌았죠. 1Q11 때만 하더라도 SK 이노베이션, S-Oil, GS칼텍스 상장 3사의 정유부문 영업이익은 합계 1.5조원을 상회했었지만, 2Q11에는 1,000억원(0.1조원) 가량까지 하락했습니다.

물론 이번에 설사 유가 급등을 한다고 하더라도 이런 예상치 못한 결정이 나올 가능성은 희박합니다. 당시에 일회적이라는 것을 정유업체들이 강조했었죠. 다만 소매(retail)에 직결된 사업인 만큼, 소비감소 내지는 정유의 또 다른 압박 등이 발생할 가능성은 배제할 수 없을 것입니다. 여하튼 이런 측면에서 단기 유가 급등은 피곤한 소식이 될 수 있습니다.

유가 상승이 해운업계의 발주 감소로 이어질 수도 있는 조선업계

### 국제유가 뒤흔들..조선, 해운업계 명암

(전략) 하지만, 조선업계라고 해서 고유가가 마냥 반가운 것만은 아니다. 남상태 대우조선 사장은 최근 기자들과 만나 “단기적으로 유가 상승이 조선업계에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있으나, 향후 세계경제가 위축될 수 있다는 점에선 중장기적으로 바람직하지 못하다”고 말했다. 남 사장은 적정 유가를 배럴당 70~80달러로 제시했다. 조선업계 관계자는 “고유가로 해운업계의 수익성이 나빠지면, 발주여력이 감소해 궁극적으로 조선업계의 수주에 부정적인 영향을 미칠 수밖에 없다”며 “고유가가 무조건 좋은 것은 아니다”고 말했다.

자료: 뉴스핌(2011년 3월 3일), SK 증권

소매(retail) 판매에 근접한 정유업체는 원가급반등이 더욱 피곤할 수 있음

### [기름값 전격인하]정부 압박에 백기 들었다

국내 정유업계 1위인 SK 이노베이션이 휘발유와 경유 판매가격을 전격 인하하기로 했다. 오는 7일 자정부터 3개월간 SK 주유소에서 주유하는 소비자들에게 리터당 100원의 할인혜택을 주는 방식으로 가격을 인하한다. (중략) 이명박 대통령의 '기름값이 묘하다'라는 발언을 필두로, 각 경제부처 장관들의 강성 발언들이 이어졌다. 특히, 최중경 지식경제부 장관은 국제가격과 내수가격의 비대칭성 및 가격결정구조의 투명성에 대한 문제제기에 이어 "정유사들의 원가를 직접 계산해보겠다"는 압력성 발언까지 내놨다.

자료: 뉴스핌(2011년 4월 4일), SK 증권

“

두 번째 결론은 “하지만 대다수는 곧 반등한다”입니다. 어떻게 보자면 지정학적 리스크에 따른 유가 급반등은 주가에 미치는 영향이 펀더멘털과 달리 제한적일 뿐이라는 것을 설명해주기도 하네요

- SK 증권 소재/산업재

”

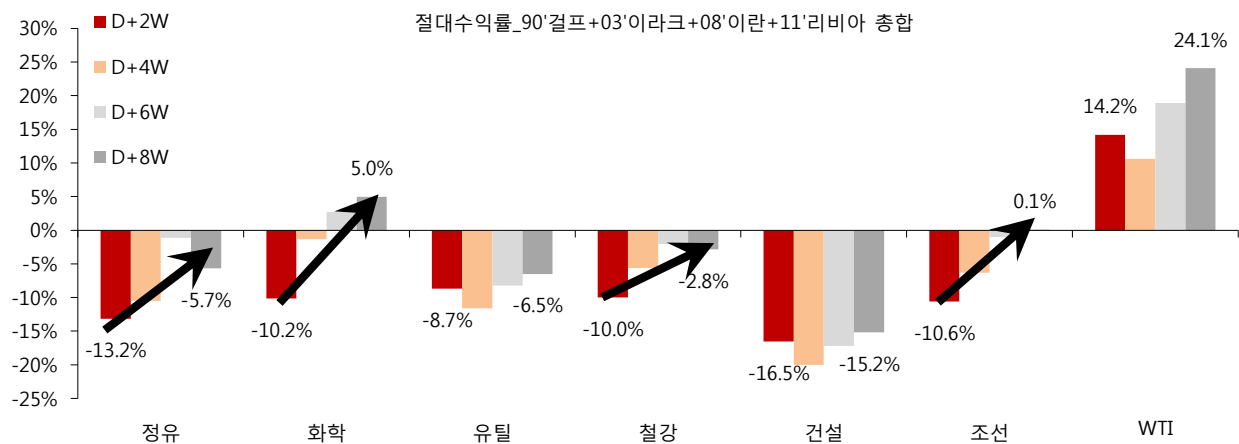
## 두 번째 결론: 하지만 대다수는 곧 반등

일단 어떤 식으로든 간에 소재/산업재 업종이 유가가 급반등하는 국면에서 KOSPI 보다 더 많이 하락하고 시작한다는 것은 놀라운 사실입니다. 다만 그 이후의 그림에서도 설명드릴 것이 있는데, 대다수 섹터의 경우에는 첫 2 주 동안 하락폭이 가장 크게 나타날 뿐, 결국 조사의 마지막인 D+8W 까지 가게 될 경우에는 하락 폭을 거의 만회하게 됩니다.

섹터별로 본다면 정유/화학/철강/조선 같은 섹터에서 그런 양상이 나타나는 데, 이를 토대로 파악할 수 있는 건 지정학적 리스크에 의한 몇 개월 가량의 유가 단기 급반등은 그저 일회적인 이슈일 뿐이라고 생각할 수도 있습니다. 펀더멘털과 달리 주가에 미치는 영향도 한시적일 뿐이라는 것이지요. 물론 부정적으로 반응한다는 것이 놀랍기는 하지만요.

다만 차별적으로 나타나는 것은 건설의 경우에는 D+8W 까지 가서도 회복 되지 않는 양상이 나타나고, 화학은 D+8W 까지 갔을 경우에는 이벤트 이전 때보다 꽤 많이 상승하는 그림이 나온다는 것인데, 이 것은 현재의 상황까지 감안하여 차후 단락에서 조금 더 자세히 말씀 드리도록 하겠습니다.

1990 년 걸프전 + 2003 년 이라크전 + 2008 년 이란 핵 제재 + 2011 년 리비아 내전의 결론: 이후 대다수는 곧 반등



자료: DataStream, DataGuide, Bloomberg, SK 증권



“

세 번째 결론은 가장 좋은 대응은 태양광 섹터라는 것입니다. 이론적으로도 유가 상승 시 당연히 수혜를 받는 섹터이기도 하고, 실제 수익률도 유가보다도 높게 발생했었네요

- SK 증권 소재/산업재

”

## 세 번째 결론: 가장 좋은 대응은 태양광

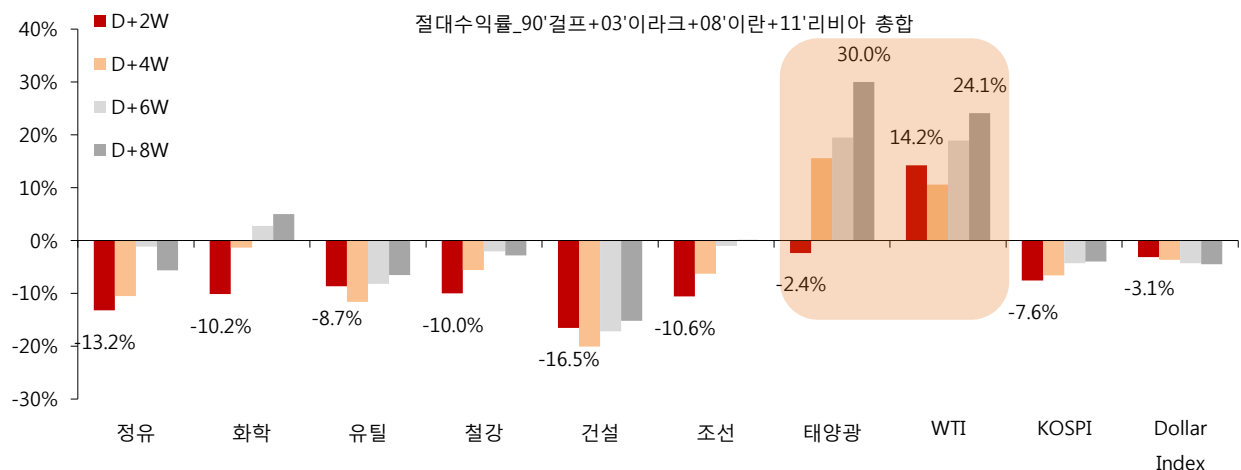
그렇다면 지정학적 리스크로 인한 유가 단기 급등등 시나리오에서는 소재/산업재가 대응할 방법은 없는 것일까요? 그렇지는 않습니다. 과거를 분석해 봤을 때 확실하게 수익률을 낼 수 있는 섹터는 바로 '태양광'입니다.

이론 상으로도 심플하게 대응이 될 수 있는 부분이기도 하죠. 유가가 급등을 하게 될 경우 당연히 대체 에너지는 각광을 받게 됩니다. 대체 에너지의 문제라면 친환경이라는 장점에도 불구하고 발전단가가 비싸다는 요인이 대표적으로 꼽힐 텐데, 유가가 급등을 하게 된다면 개발의 여지가 더욱 높아질 수밖에 없으니까요. 실제로 주가 수익률을 본다고 하더라도, 첫 2 주 정도만 부진한 양상이 나타날 뿐, 이후로는 지속적으로 상승해 D+8W에서는 유가보다도 높은 수익률이 나타나기도 했었습니다.

국내 태양광의 대표주자라면 대형주 중에서 역시 OCI와 한화케미칼이 꼽힐 수 있을 겁니다. 특히 지난 해부터는 모듈/발전보다는 upstream 인 폴리실리콘이 각광을 받는 시황에 들어온 만큼, OCI가 조금 더 유리한 국면을 맞이할 수도 있으리라는 판단입니다.

그리고 가능하시다면 유가 자체에 대한 대응, 즉 석유 상품 관련 ETF에 대한 투자도 나쁘지 않은 선택이실 수 있습니다. 단기적인 차원이니까요.

1990 년 걸프전 + 2003 년 이라크전 + 2008 년 이란 핵 제재 + 2011 년 리비아 내전의 결론: 가장 좋은 대응은 태양광



자료: DataStream, DataGuide, Bloomberg, SK 증권

“

연초부터 건설에 대한 긍정적 투자 의견을 유지했던 가장 큰 이유는 바로 해외 수주입니다. 5 년만에 턴어라운드 한 해외 수주 업황을 무시할 수가 없어 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련

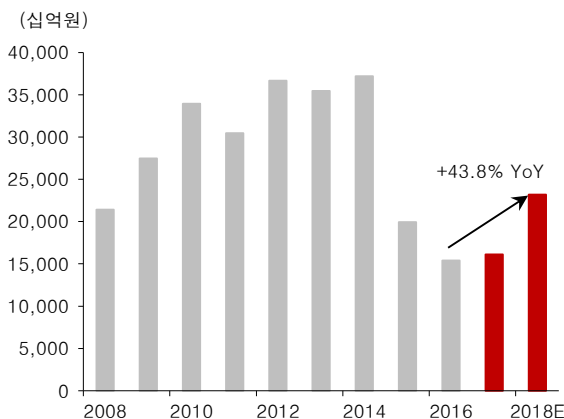
## 네 번째 결론: 그럼에도 사야 하는 ‘건설’

유가의 단기 반등 앞에서 건설의 수익률이 그다지 좋지 못했던 이유는 국내 대형 건설사는 Pure EPC 업체도, Pure 주택건설업체도 아니기 때문으로 해석됩니다. 해당 기간의 국내 업황 내지는 해외 수주 감소 우려감 확대 등의 요인이 발생하면서 타 섹터보다 유가 수혜에 대한 희석이 발생하는 것으로 보이네요. 그렇다면 다시금 불거진 이란 제재 이슈 앞에서, 건설에 대한 포지션은 어떻게 취해야 할까요? 결론은 ‘달리는 말에 올라 타자’입니다.

”

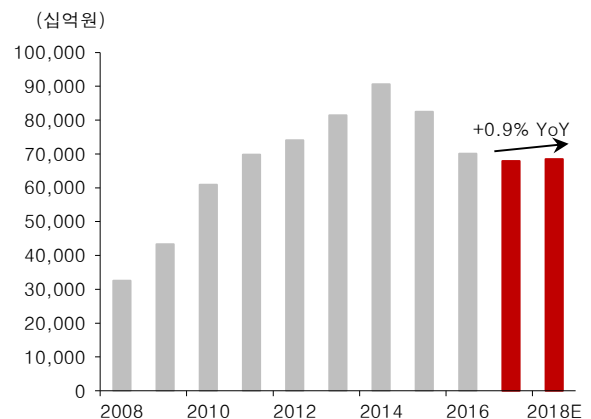
2018 년초부터 건설에 대한 긍정적인 시각을 견지했던 가장 큰 이유는 해외 수주 때문입니다. 사실상 지난해 해외 수주는 5 년만의 턴어라운드를 맞이했고, 돌아선 해외 수주 업황 앞에서 2018 년 연말 기준 40% 이상의 수주 증가가 예상됩니다. 전방 산업인 에너지 기업들의 이익 증가는 투자 집행으로 이어질 것으로 보이고, 정유 설비 신증설 역시 기대되는 상황인데요. 해외 수주의 턴어라운드 기울기는 내년이 될수록 더욱 가파를 것으로 보입니다.

국내 건설사 해외 수주 추이: 지난해 5 년만의 턴어라운드



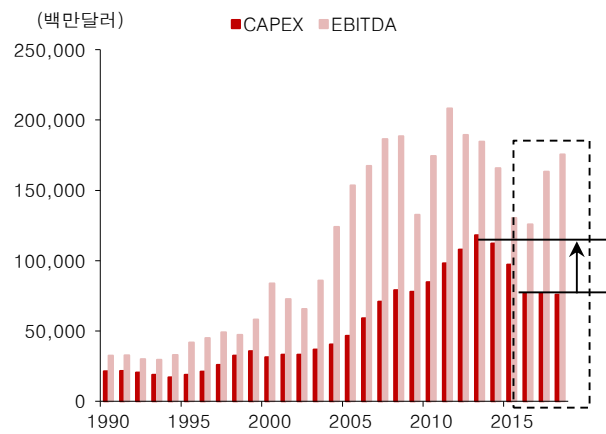
자료: 각 사, SK 증권

2018 년 비로소 해외 수주 잔고가 차오르는 모습



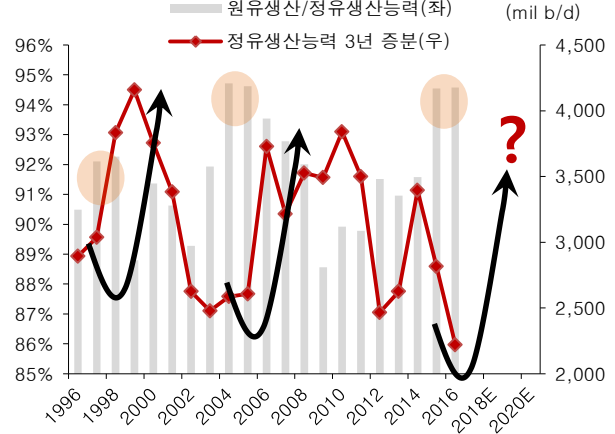
자료: 각 사, SK 증권

전방 산업인 글로벌 에너지 기업들의 이익 증가, 투자로 나타날 개연성



자료: Bloomberg, SK 증권

정유생산능력 대비 원유생산 증가, 정유 설비 증가로 나타날 개연성



자료: BP, SK 증권





“

발주 하락기의 수주는 저가수주일 뿐이라는 자명한 논리는 해외 EPC 도 겪었던 통증인데요, 다만 이제는 발주 시장이 'Not only price'로 변하고 있는 점에 주목합니다

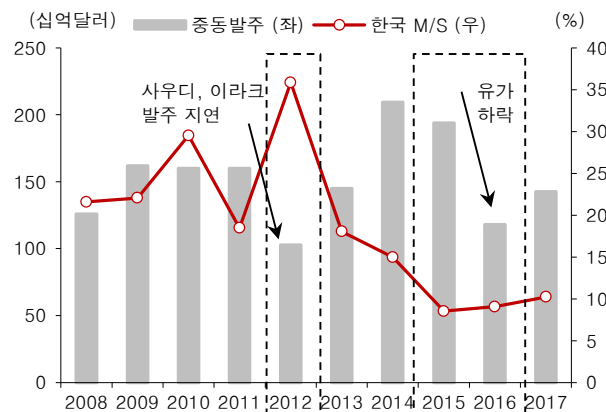
- SK 증권 건설/전자재 김세련

”

수주가 좋아진다고 말씀드리면, 공장 '이번에 하는 수주는 또 저가 수주가 아닐까?'에 대한 우려를 표명하는 분들이 많습니다. 사실상 이런 우려는 과거 건설사들이 Big bath 로 인해 시장 신뢰를 잃어버렸기 때문으로 보입니다. 과거 발주 하락 시기에 수주가 늘었다는 것은 결국 저가수주로 이어진다는 자명한 논리는 국내 건설사뿐만 아니라 해외 EPC 업체들에게서도 나타나고 있습니다.

하지만, 더 이상 중동 발주 시장은 'Only price' 즉, 가격만이 중요한 시장은 아닌 것으로 보이네요. 물론 입찰 가격이 가장 중요한 요소 중 하나겠지만, 1) 2년전부터 나타난 발주 시장의 컨소시엄 트렌드, 2) 실제 아람코의 가스 플랜트 프로젝트에서 3<sup>rd</sup> lowest 인 현대건설이 낙찰한 사례 등을 보면 건설은 'Not only price' 시장으로 가고 있는 것으로 진단합니다. 그렇다면 업황이 턴어라운드 하는 발주 증가 시기에, 지금의 건설사가 입찰하는 프로젝트는 과거와 같은 저가 수주일 가능성이 높지 않다고 할 수 있겠습니다.

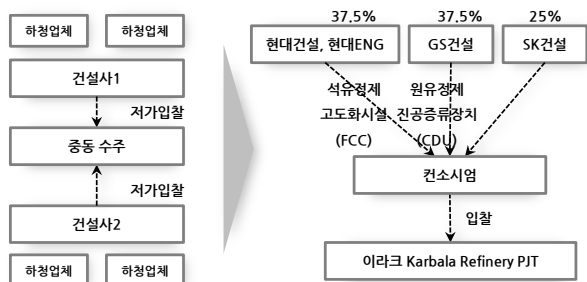
#### 발주 하락기의 수주 확대는 저가수주로 이어질 수밖에 없고,



자료: MEED Project, SK 증권

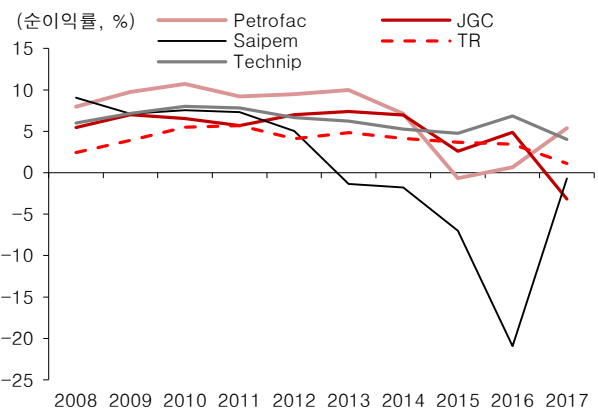
주: 중동 전체 합산, 2015 년은 쿠웨이트 차감

#### Not only price: 컨소시엄 트렌드 확대



자료: SK 증권

#### 해외 경쟁 EPC 들도 저가 손실에서 자유롭지 못함



자료: Bloomberg, SK 증권

#### Not only price: 실제 아람코 가스플랜트 낙찰 사례

사우디 우쓰마니야 가스처리플랜트 건설공사 (발주처 아람코)

Lowest	TR	6억달러
Second Lowest	Petrofac	7억달러
Third Lowest	현대건설	8억달러



자료: 각 사, SK 증권

“

주택 매크로 둔화에도 불구하고, 대형 건설사의 주력 시장인 재개발, 재건축의 열기는 여전히 뜨겁다. 보유 현금 확대 역시 건설에는 밸류에이션 리레이팅의 포인트가 될 것으로 보이네요. 하방은 다질대로 다졌습니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련

”

국내 주택 매크로의 둔화는 지난해 건설섹터 멀티플 상방을 제한하던 요인으로 작용했습니다. 그러나 올해는 상방 디스카운트를 다소 제거하고, 하방을 지지하는 요소로 작용할 것으로 보입니다. 이유는 매크로 둔화에도 불구하고, 대형 건설사의 주력 마켓인 재개발, 재건축 사업의 열기는 여전히 식지 않을 것으로 보이기 때문입니다. 각종 규제에 따라 마진율은 다소 감소할 수 있지만, 워낙 이익의 볼륨이 크기 때문에 주택이 만들어주는 이익이 밸류에이션 하방을 지지할 것으로 보이네요. 정부의 규제는 하반기 보유세 증세만을 남겨놓고 있는 상황인데, 이마저도 1%에 가까운 공격적인 수준이 아닐 경우 '모든 악재의 해소'로 이어질 가능성이 높아 보입니다.

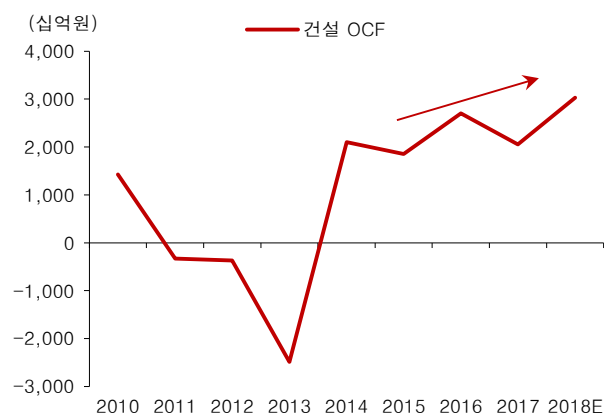
또한, 주택이 만들어 준 현금의 기준금리 인상 기조 속에서 선투입, 레버리지업인 건설의 밸류에이션 하방을 다지는 요소가 됩니다. 과거 해외 부문 적자에 따른 선제적 구조조정으로 인력 효율화를 달성한 지금, 대형 건설주의 하방 리스크를 찾기가 어렵습니다. 꽤 힘든 시기를 보내며 주가 하방은 다질대로 다진 것으로 판단됩니다.

#### 쉽게 식지 않는 대형 건설사 도시경비사업 열기

(십억원)	2017	2018E	주요 수주 현황
현대건설	4,700	1,400	반포주공 1 단지
대우건설	2,800	2,000	신반포 15 차
대림산업	870	2,000	서초신동아
GS 건설	3,700	5,000	서초한신 4 지구
현대산업	2,300	2,500	수원영통 2 구역
합산	14,370	12,900	

자료: 각 사, SK 증권

#### 선투입 비즈니스인 건설, 현금의 증가는 매우 고무적임



자료: DataGuide, SK 증권

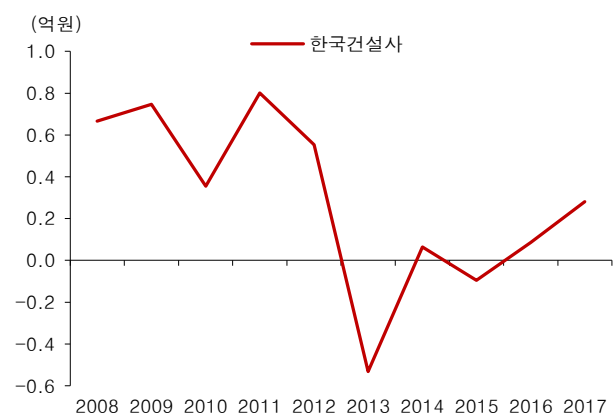
#### 정부는 보유세 증세 카드만 남겨 놓고 있는 상황

#### 선거 끝나면 '패키지 증세안' 나온다..보유세+α 검토

더불어민주당 공정과세 실현 태스크포스(TF) 간사인 김종민 의원은 22 일 전화 인터뷰에서 검토 중인 세법 목록에 대해 “보유세, 상속세, 주식 양도소득세를 보고 있다”며 “문제 제기된 세법들을 테이블에 모두 올려놓고 검토하려고 한다”고 말했다. 이어 “아직 구체적인 방향은 결정되지 않았지만 세법을 심의하는 9 월 이전까지는 개편안이 나와야 한다”며 “세제 개혁은 딱 한 번에 목표를 세워서 하는 것보다는 점진적 로드맵을 가져가는 게 필요하다”며 임기 내 단계적 증세를 시사했다. (후략)

자료: 이데일리(2018년 4월 23일), SK 증권

#### 선제적 구조 조정, 인당 순이익 개선세 지속



자료: DataGuide, SK 증권



“

남북 경협 모멘텀은 쉽게 사라지지 않을 것으로 보입니다. 이란 제재로 인한 지정학적 리스크의 부각, 또는 발주가 쉬는 라마단 기간에 건설주의 조정이 나타난다면 좋은 매수 기회가 아닐까요?

- SK 증권 건설/건자재 김세련

”

그리고 빼놓을 수 없는 빅 이벤트는 바로 '남북 경협'입니다. 보수적으로 추정한 북한 주요 인프라 개발 자금은 68 조원 규모로, 국내 건설 10년 평균 발주 금액이 100 조원 초반이니 가히 무시할 수 없는 수준이죠. 국내 주택으로 닫혀있던 섹터 멀티플의 상방이 활짝 열리는 상황입니다. 단기적으로 반짝 주가가 급등했다보니 건설주를 따라 붙을지 말지 고민이 많으실 것으로 예상되는데요, 저는 앞서 말씀드린 '달리는 말에 올라타자'를 추천드립니다. 5월 장성급 군사회담, 6월초 북미정상회담, 6/15 민족공동행사 추진, 8/15 전후 이산가족 상봉, 8/18~9/2, 18회 아시안게임 단일팀, 가을 문재인 대통령 방북, 올해 중 종전 선언... 경협 모멘텀은 쉽게 사라지지 않을 것으로 보이기 때문입니다.

결론적으로 1) 금번 이란 제재로 단기 유가 상승에 따라 역사적으로 그래왔듯 건설주에 조정이 나타나거나, 2) 또는 발주가 쉬는 라마단 전후에 조정세가 나타난다고 가정하면, 이제야말로 건설을 매수할 좋은 타이밍이라고 봐야 하지 않을까요?

북한 주요 인프라 과제별 개발 소요자금 추정

(단위: 십억원)	교통-물류		에너지-자원	환경-관광	합계
	도로-철도	공항-항만			
지역 인프라개발	11,418	1,574	3,569	-	16,561
서해권	4,614	258	1,897	-	6,769
동해권	6,805	1,316	1,672	-	9,792
광역인프라개발	40,226	-	10,895	-	51,121
서해권	18,125	-	-	-	18,125
동해권	22,102	-	10,895	-	32,997
DMZ환경-관광벨트	-	-	-	500	500
총계	51,645	14,464	500	500	68,113

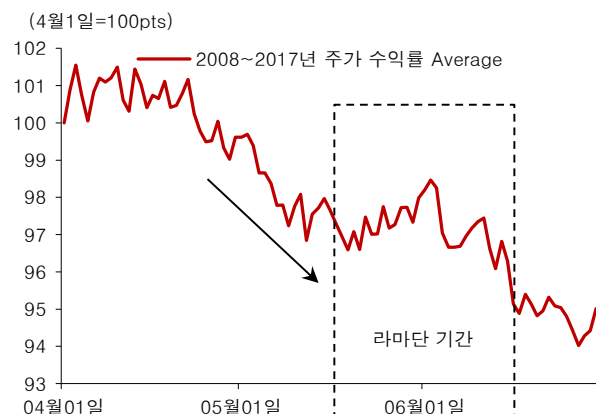
자료: 국토연구원, 문화체육관광부, SK 증권

경의선, 동해선 및 경원선 개발 소요자금



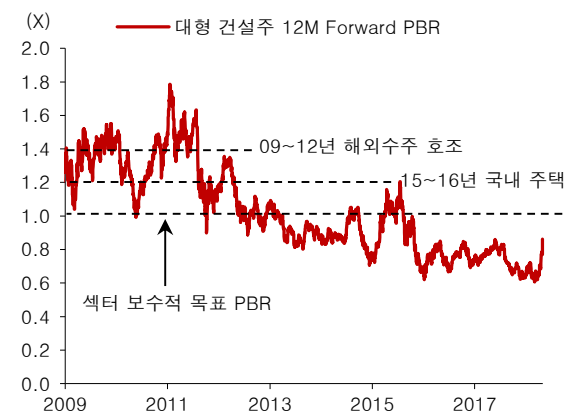
자료: 뉴시스, 연합뉴스 발췌, SK 증권 편집

라마단 기간 전 후로 주가 조정 나타날 가능성이 높음



자료: Dataguide, SK 증권

대형 건설주 멀티플 Upside는 열려있다



자료: DataGuide, SK 증권

주: 삼성엔지니어링을 제외한 대형 5개사 기준

“

화학은 지금까지의 지정학적 리스크에 따른 단기 유가 급반등 국면에서, 가장 빠르게 수익률을 회복한 섹터입니다. 하지만 이번엔 다를 수 있습니다. 전과 달리 대세상승을 논할 때는 아니거든요

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

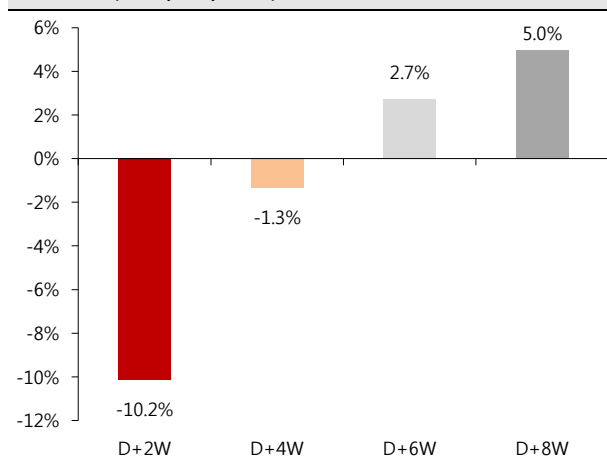
## 다섯 번째 결론: 빠져도 애매한 '화학'

앞선 4 번의 case study 에서 화학업종의 움직임은 꽤나 명백합니다. 이벤트 발생 이후 첫 2 주에서는 -10.2%로서, 역시나 원가 압박에 대한 우려 때문에 하락을 하지만, 결국 D+8W 에서는 오히려 +5.0% 상승으로 마무리가 됩니다. 사실 기타 소재/산업재 업종 중에서 이 정도의 상승폭으로 마무리된 섹터가 없기 때문에, 어떻게 보자면 초반에 주가가 빠졌을 때 가장 빨리 매수에 나서야 하는 섹터가 화학일 것 같기도 합니다.

하지만 그렇게 단순하게 보서는 안 됩니다. 과거와 지금이 판이하게 다른 부분이 한 가지가 있기 때문인데, 바로 cycle 의 방향성입니다. 일단 BRICs rally 와 직후 리먼사태를 앞두고 모든 섹터가 비슷한 움직임을 보였던 2008 년을 제외하고 나머지 2 개의 이벤트, 즉 2003 년 이라크 전쟁과 2011 년 리비아 내전 당시에는 공통점이 있었습니다. 둘 다 대세상승세의 기점에 놓여있던 시점이라는 것이지요.

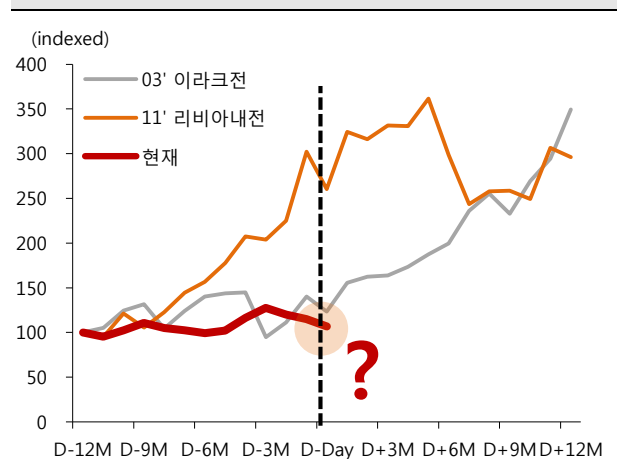
이라크전과 리비아내전이 발생하기 12 개월 전 롯데케미칼(pure chemical 의 대표업체) 주가를 100 으로 동일하게 indexed 하고 주가 추이를 그려볼 경우, 두 경우 모두에서 지속적인 추세 우상향이 나오고 있음을 알 수 있습니다. 즉 단기 이벤트로 주가가 하락한 것은 시장에게 오히려 매수의 기회를 제공하는 것으로 이해될 수 있었던 것이죠. 하지만 지금은 다릅니다. 2017 년 이후 롯데케미칼의 주가는 KOSPI 를 크게 하회하고 있고, 최근에는 실적에 대한 실망감까지 겹치면서 주가가 약세를 보이는 국면입니다. 대세상승이 오히려 꺾이는 시점이라는 생각도 해볼 수 있는 시점이라는 우려를 반대로 가질 시점입니다. 그렇다면 과연 저가매수 기회라고 시장이 인지할까요?

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 때 국내 화학의 절대수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

롯데케미칼의 이라크전/리비아내전 당시 주가 추이와 현재의 모습



자료: DataGuide, SK 증권

주: 이벤트 발생 12 개월 전을 100 으로 indexed 화 한 수치임



“

화학은 늘 7~8년의 cycle 주기를 보입니다. 이익의 고점은 ROIC 15% / 저점은 7% 내외에서 형성되구요. 이렇게 볼 때 지난 해인 2017 년은 금번 cycle의 정점이었을 가능성이 높습니다

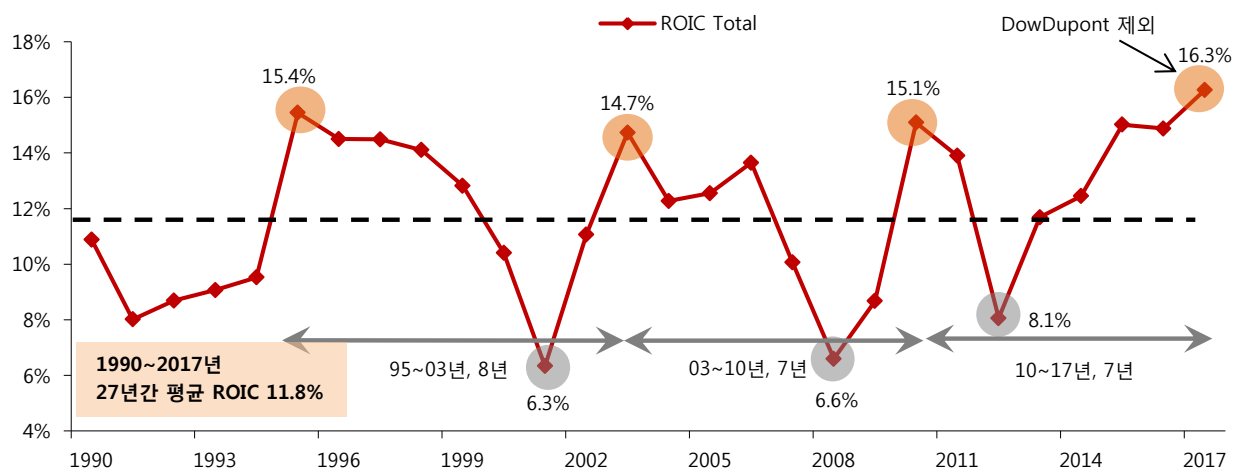
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

화학이 down-turn 국면에 진입할 가능성이 높다는 것은 2017 년 이후 많은 자료들을 통해 설명 드렸었는데, 대표적으로 한 가지만 말씀 드리자면 역시 cycle 의 본질인 capex 의 증대에서 찾을 수 있습니다. 화학은 통상적으로 약 3~4 년 간 상승국면과 하락국면이 반복되는, 즉 총 7~8 년 정도의 cycle period 를 지닙니다. 글로벌 대표화학업체 ROIC(Return On Invested Capital)을 그려보면, 1990 년 이후로 실제 cycle period 7~8 년, 이익률의 고점은 약 15%, 저점은 약 7%에서 형성이 됨을 파악할 수 있습니다. 이렇게 본다면 ROIC 16.3%를 기록하고 cycle period 가 7 년에 이른 2017 년은 사실상 금번 화학 cycle의 고점일 가능성이 높죠.

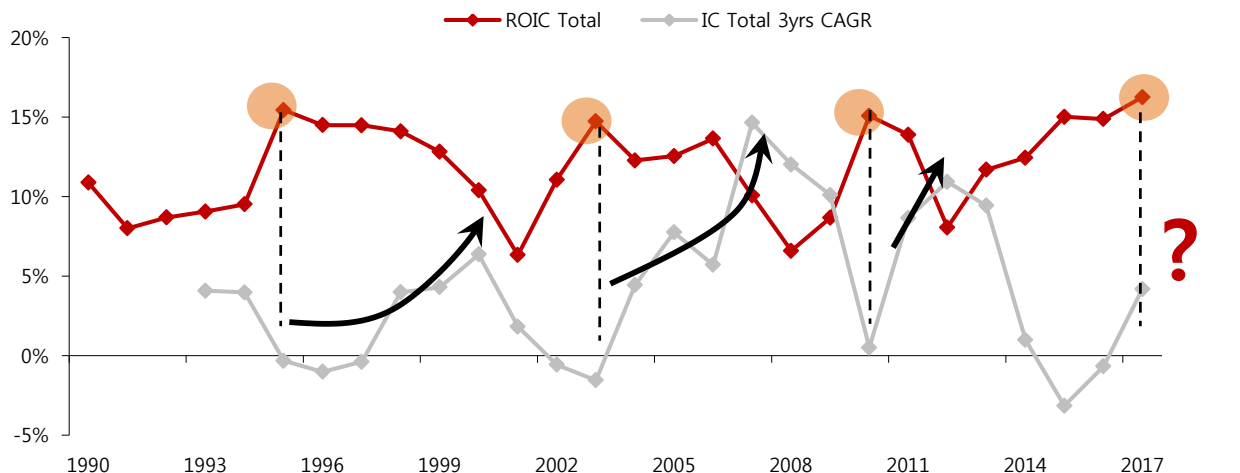
이런 일이 발생하는 원인은 이익의 고점 이후에는 반드시 투자, 즉 IC(Invested Capital)이 증대하기 때문입니다. 투자 증대는 생산능력의 증대를 의미하고, 이는 공급과잉이 진행되는 단초로 늘 작용하게 됩니다.

글로벌 10 대 대표화학업체의 ROIC 를 통해서 본 화학의 cycle



자료: Bloomberg, SK 증권

ROIC, 즉 수익점의 고점에서는 반드시 투자 증대가 발생하면서 공급과잉의 단초를 제공함



자료: Bloomberg, SK 증권

# “

아직까지 미국의 증설 물량이 수출로 이어지지 않았기 때문에 생각보다 호황이 길었던 것인데요, 석유화학운반선들의 발주세를 감안하면 머지 않아 미국 물량이 아시아로 진입하지 않을까요?

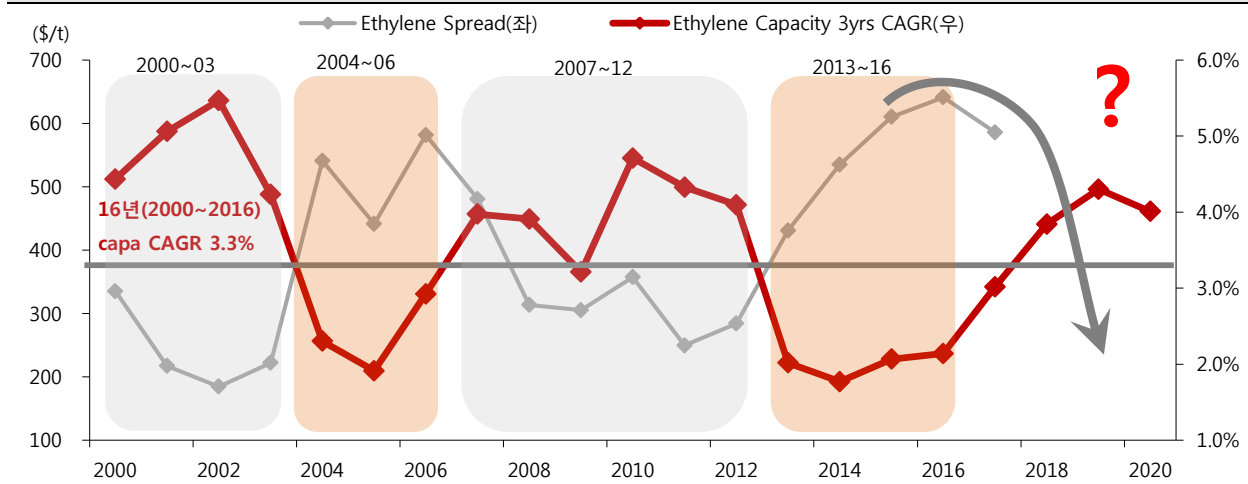
- SK 증권 에너지/화학 손자우

# ”

Capacity의 증대는 이미 예정이 되어 있습니다. 미국의 ethane cracker를 중심으로 진입을 하게 되어 있는데요. 2019년 기준 ethylene capacity 3yrs CAGR은 +4.3%로 파악되어, +4.7%까지 갔던 그 유명한 2010년 중동 ECC 랠리와 맞먹는 수준까지 올라와 있습니다. 2020년에도 4%가 넘는 수준이니까요. 금번 공급물량 증대도 중동 때만큼이나 만만치 않습니다. 2008년 중동랠리를 주식시장에서 직접 경험해보신 분이라면 이것이 어느 정도 상황일 지 대략 짐작이 가능하실 겁니다.

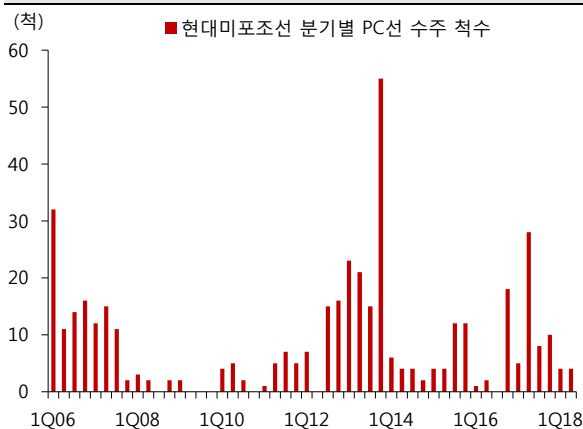
아직까지 그래도 화학이 양호한 시황을 유지하고 있는 것은 미국의 대규모 신증설 물량이 수출까지 연결되고 있지 않기 때문입니다. 그래서 미국의 화학운반선, 즉 PC 선의 수주와 시황이 우리에게 중요한 이슈입니다. 그런데 MR 탱커 발주/수주는 계속 이어지고 있고, 최근에 신조선가까지 오르는 국면이라고 하니, 수출 물량이 나올 날도 얼마 남지 않은 듯 합니다.

2019~20년 화학설비의 증설물량은 2008년 중동랠리와 맞먹을 정도로 대규모임



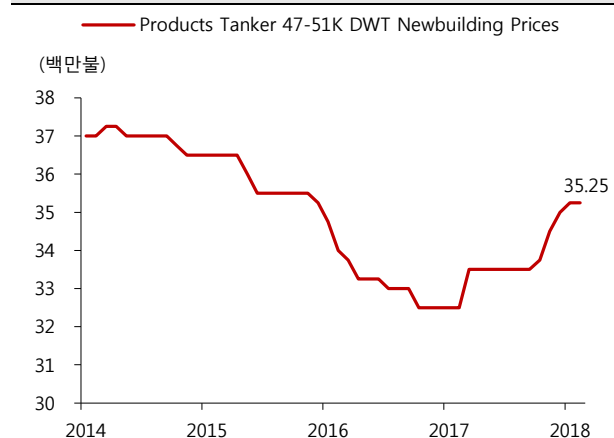
자료: Industry data, Cischem, Bloomberg, SK 증권

현대미포조선 PC 선 수주가 지속되고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권

PC 선 선가도 상승하고 있음



자료: Clarksons Research, SK 증권





“

원래 고PER에 사서 저PER에 파는 것이 화학업종인데, 최근 계속된 저PER 국면 이후 최근 시가총액과 컨센서스가 동시에 하락했다는 것은 주목할 만 합니다. 이미 2017년부터 KOSPI 대비로는 크게 underperform을 하고 있는 상황이구요

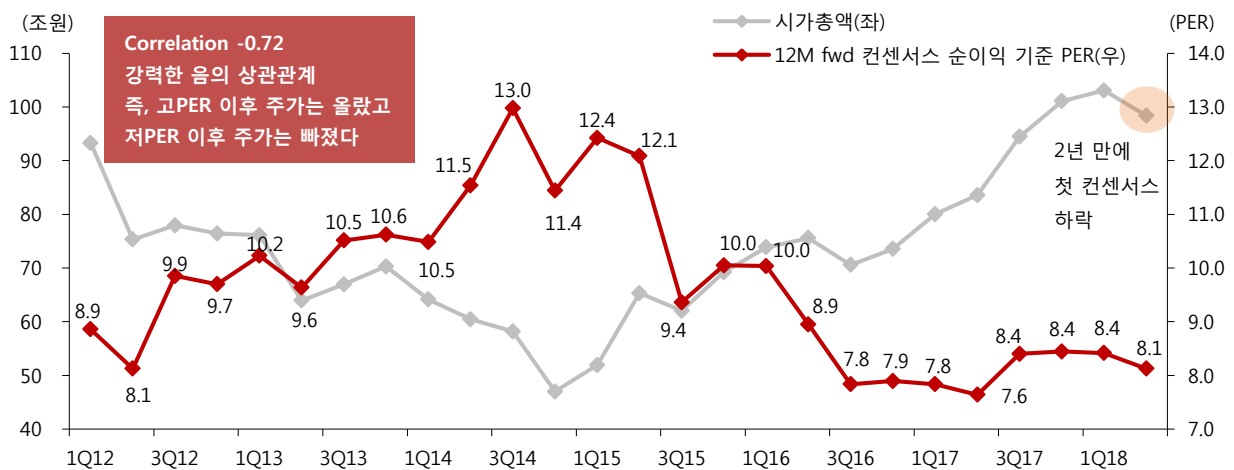
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

단기 시황과 주가 측면에서는 현재의 낮은 PER와 시장 컨센서스 추이를 주목해볼 만 합니다. 화학업종에는 '고PER에 사서 저PER에 판다'라는 오랜 격언이 있는데요. 실제 주요 정유/화학 업종의 12M fwd 순이익 컨센서스 기준으로 12M fwd PER을 그려보면, 고PER 이후로 주가가 오르고 저PER 이후로 주가가 하락하는 국면이 나옴을 알 수 있습니다. 이는 간단하게 이야기하자면 호황기 때 지나치게 컨센서스가 오르면서 부득이 저PER가 만들어지는 것으로 이해하면 됩니다. 그런데 금번 1Q18 실적이 대다수 기대에 못미치면서, 최근 컨센서스와 시가총액이 똑같이 근 2년 만에 처음으로 하락하기 시작했습니다. 변화의 signal이 될 수도 있으니 주목해 볼 만 하겠조.

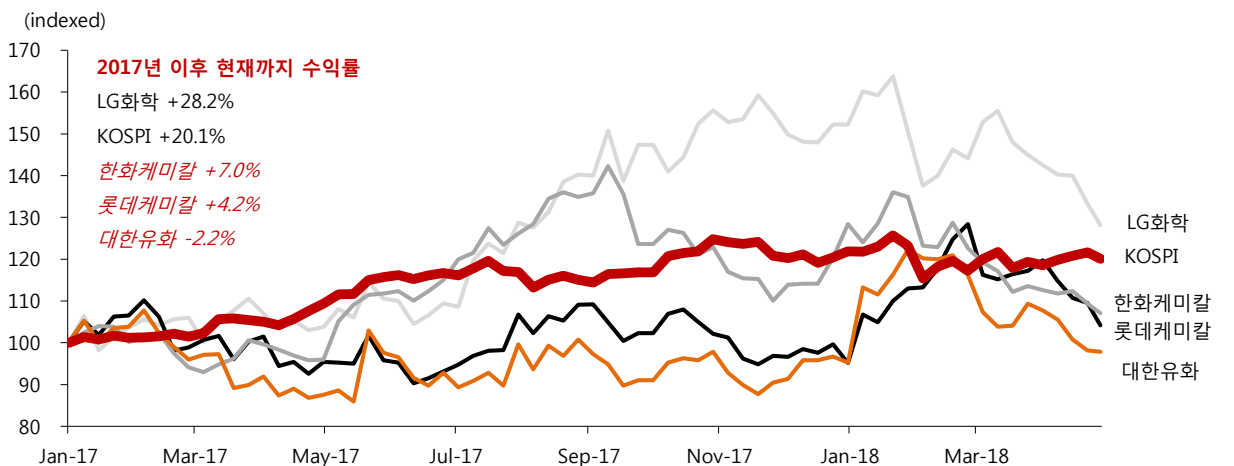
사실 이미 2017년 이후 수익률을 그려보면 KOSPI가 +20.1%인 반면 롯데케미칼(+4.2%), 대한유화(-2.2%)는 크게 underperform을 이미 하고 있습니다. 주가는 이미 시황을 선반영하고 있다는 생각도 드네요.

고PER에 사서 저PER에 파는 화학업종: 최근 계속되는 저PER 국면에서 시가총액과 컨센서스의 동시 하락세를 주목



자료: Industry data, Cischem, Bloomberg, SK 증권

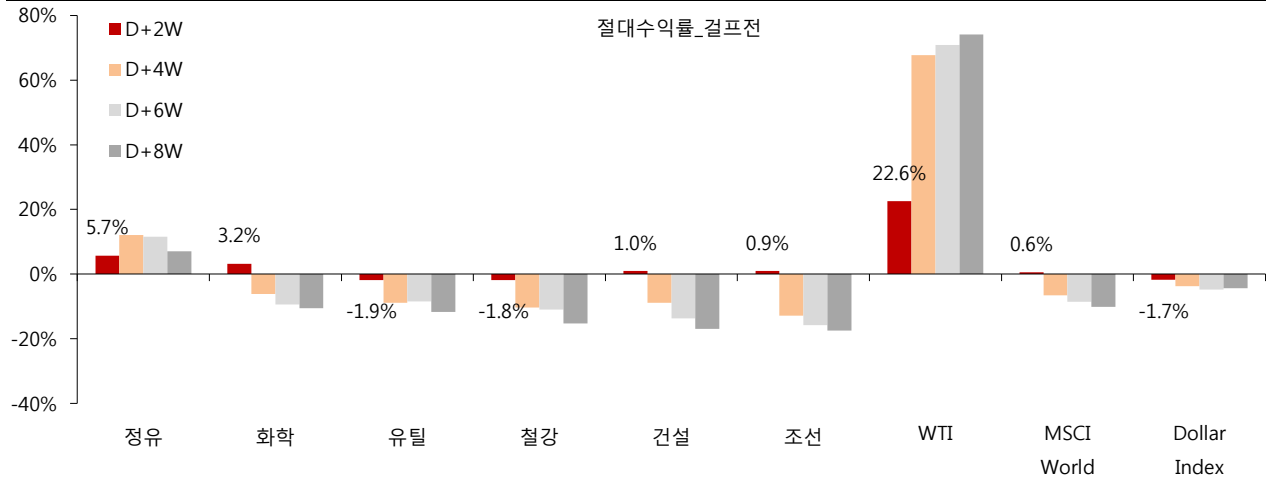
2017년부터 이미 KOSPI의 수익률 대비 롯데케미칼, 대한유화 같은 pure chemical은 크게 underperform을 하고 있음



자료: DataGuide, SK 증권

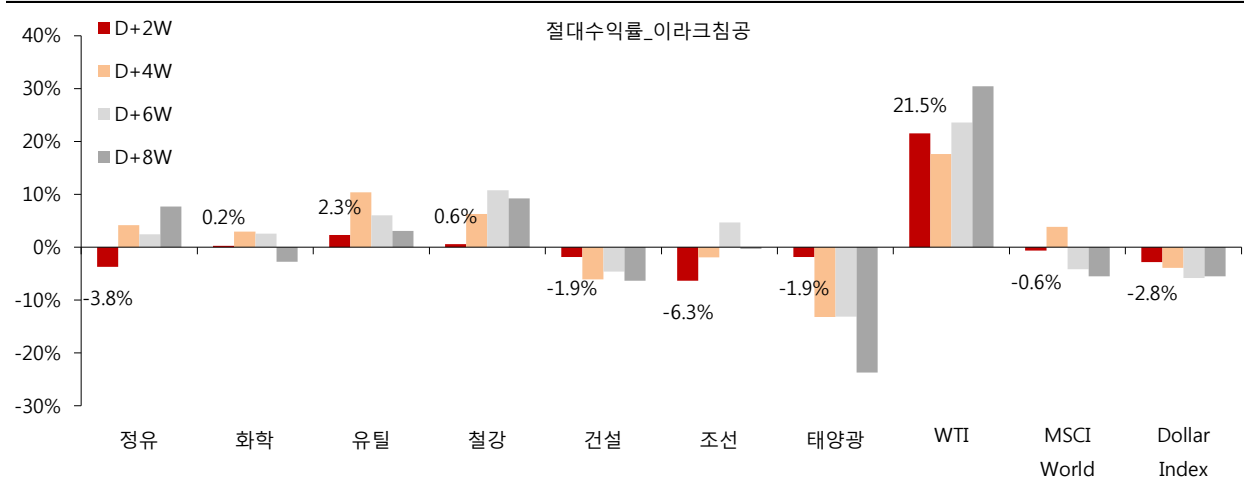
## 부록 ① 이벤트 발생 시 해외차트

1990 년 걸프전쟁 때 해외 주요섹터의 절대수익률



자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권

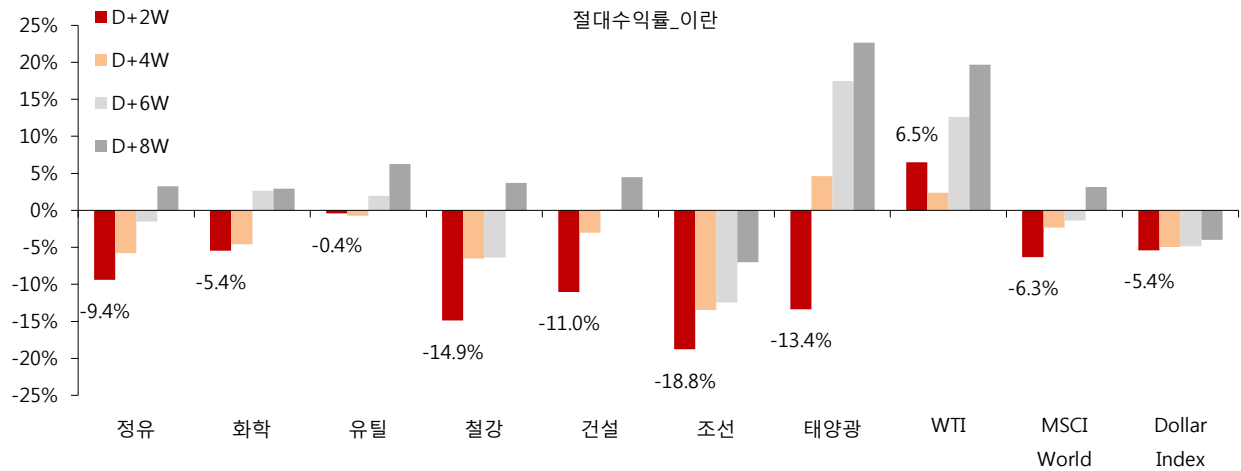
2003 년 이라크전쟁 때 해외 주요섹터의 절대수익률



자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권

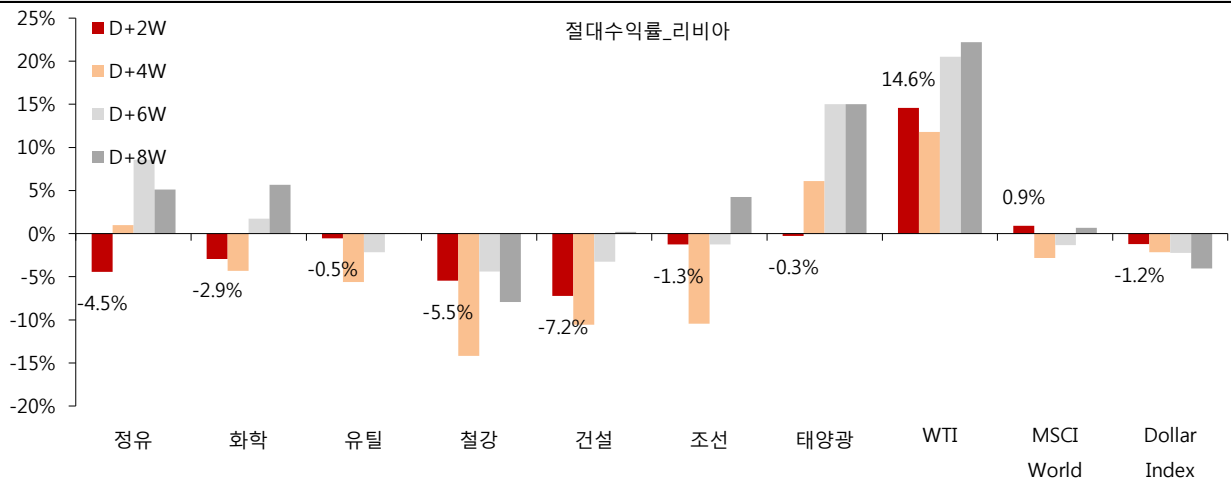


2008 년 이란 핵 제재 때 해외 주요섹터의 절대수익률



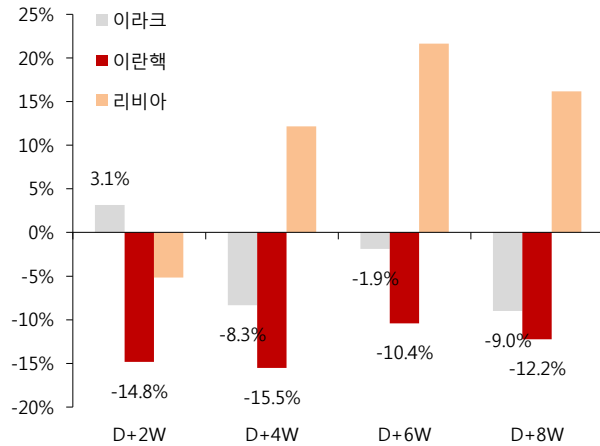
자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권

2011 년 리비아 내전 때 해외 주요섹터의 절대수익률

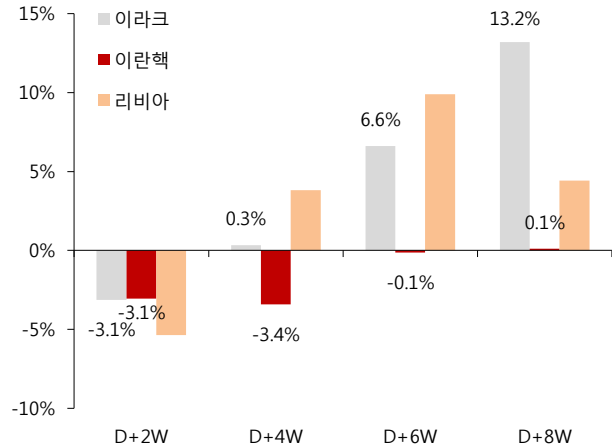


자료: DataStream, Bloomberg, SK 증권

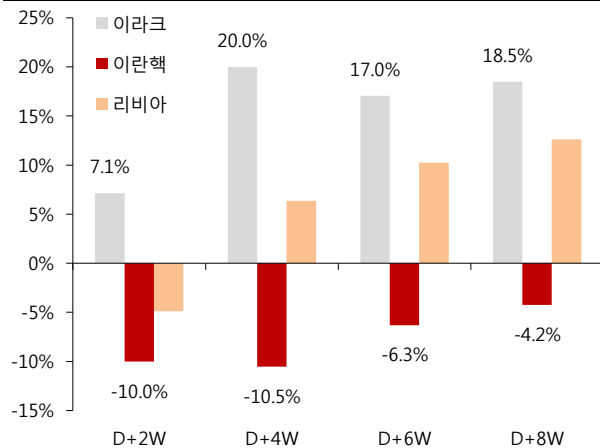
## 부록 ② 이벤트 발생 시 주가 수익률의 섹터별 정리

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 정유**


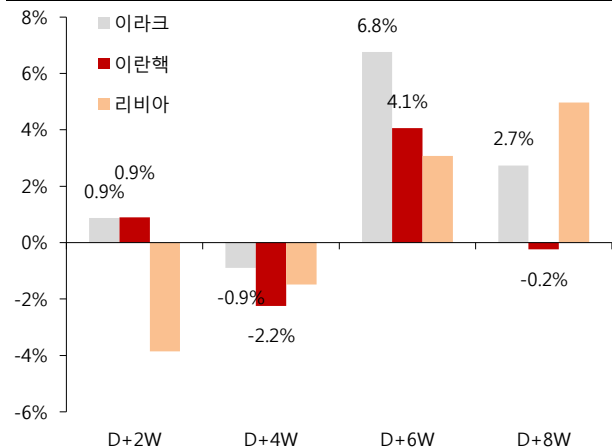
자료: Bloomberg, SK 증권

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 정유**


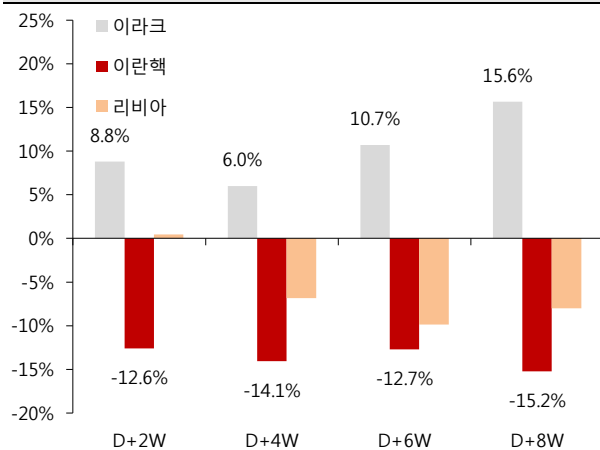
자료: Bloomberg, SK 증권

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 화학**


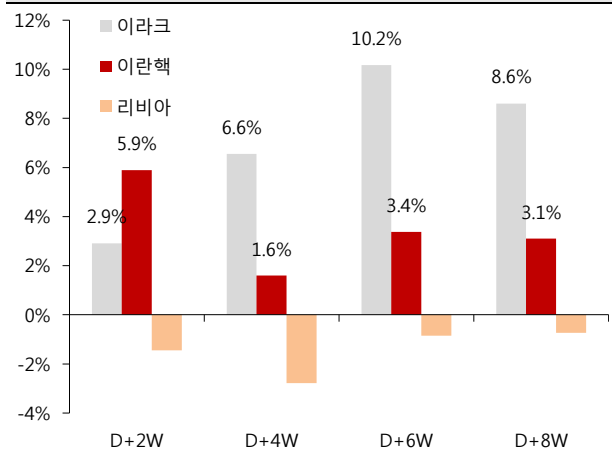
자료: Bloomberg, SK 증권

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 화학**


자료: Bloomberg, SK 증권

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 유틸리티**


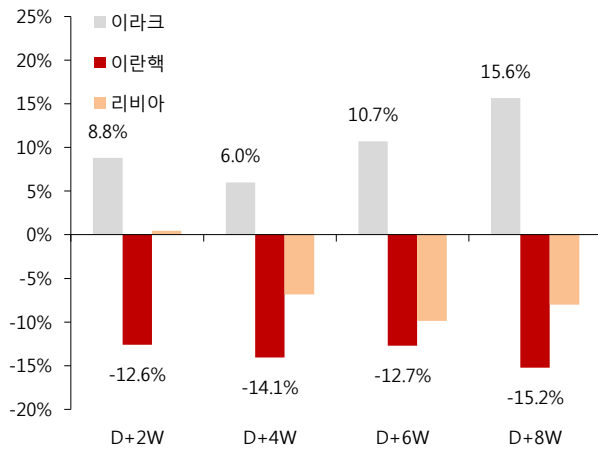
자료: Bloomberg, SK 증권

**3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 유틸리티**


자료: Bloomberg, SK 증권

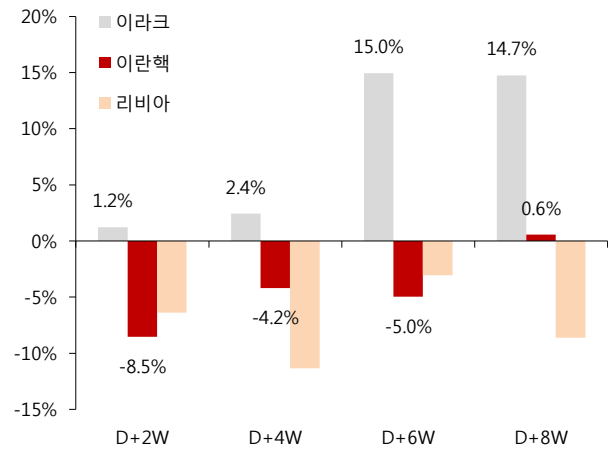


3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 철강



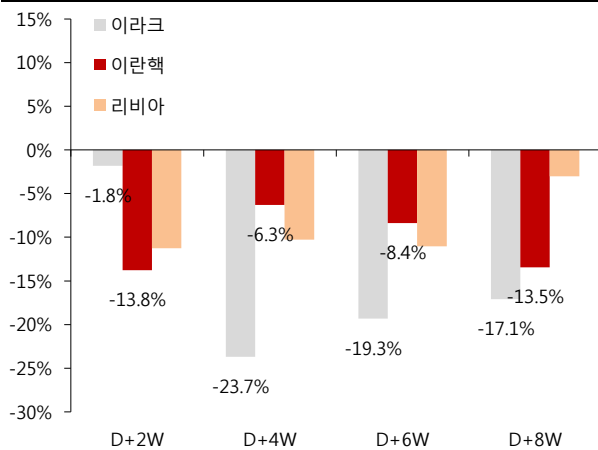
자료: Bloomberg, SK 증권

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 철강



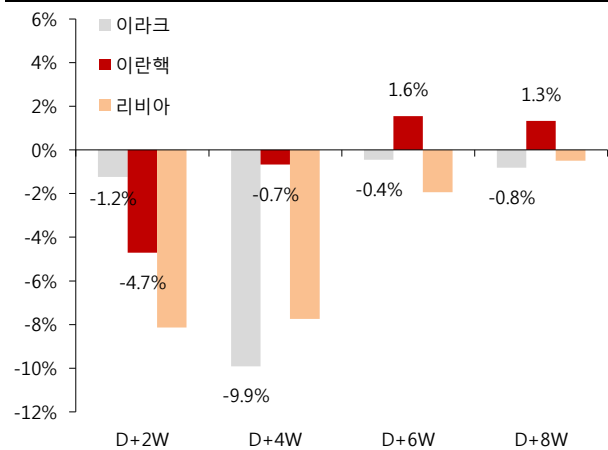
자료: Bloomberg, SK 증권

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 건설



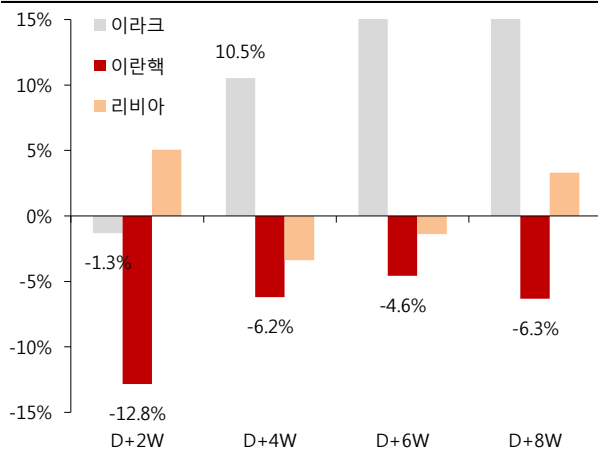
자료: Bloomberg, SK 증권

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 건설



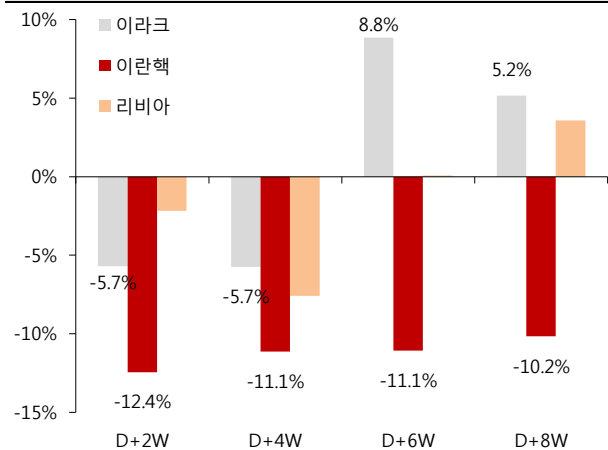
자료: Bloomberg, SK 증권

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 국내 조선



자료: Bloomberg, SK 증권

3 번의 이벤트(이라크, 이란, 리비아) 당시 절대수익률 - 해외 조선



자료: Bloomberg, SK 증권

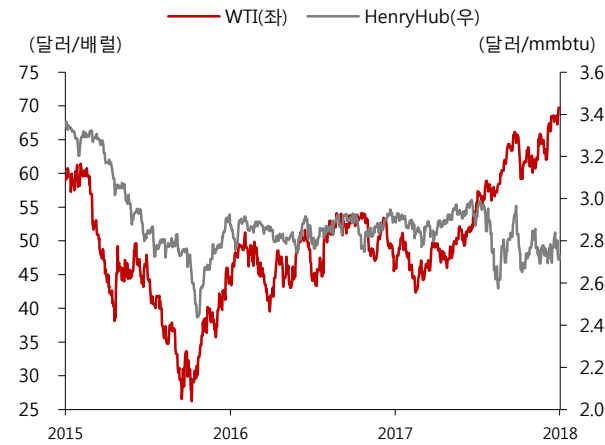
## 소재·산업재 섹터별 선호도

		섹터	1M 수익률	6M 수익률	Comment	
		KOSPI	+1.7%	-0.2%		
<div>GOOD</div> <div>↑</div> <div>↓</div> <div>BAD</div>	1 (▲4)	자동차	+0.0%	-4.8%	전월리뷰	주요업체 1분기 실적은 시장기대치를 크게 하회. 주주환원 정책에 대한 기대에서 실망감으로 주가 반영
					금월전망	임시주총을 앞두고 추가적인 청사진 제시와 주주환원 정책 발표 예상. 본업의 회복과 함께 이벤트에 관심
					투자포인트	재고축소와 본업회복이 기대되는 기아차와 배당수익 관점에서 현대차 우선주에 관심. 중소형부품 선별적 접근 필요
	2 (▲4)	조선	+0.5%	+7.0%	전월리뷰	LNG 모멘텀이 종료되어 일부 조정을 받음. 중국궤 조선업체 구조조정 소식으로センチ가 악화됨
					금월전망	이란 제재 가능성으로 주가가 단기간으로 조정받을 수 있으나 컨테이너선 발주 모멘텀이 지속될 전망
					투자포인트	선가가 회복중인 컨테이너선 및 PC선 수주를 기대할 수 있는 현대중공업, 현대미포조선 추천
	3 (▼2)	건설	+14.7%	+14.3%	전월리뷰	1분기 대형 건설주 연이은 서프라이즈 실적 발표, 남북정상 회담에 따른 국내 멀티플 상방이 열리면서 단기 주가 상승
					금월전망	이란 제재, 라미단 등 단기 주가 상승에 따른 조정 가능성 있으나, 6월초 북미정상회담을 앞두고 있기 때문에 빠른 속도로 상승 회복 가능할 것으로 기대
					투자포인트	EPC 강자인 GS건설이 Top-pick, 해외 수주 경쟁력과 경험 수혜자인 현대건설이 차선후주
	4 (▼1)	철강/금속	+2.2%	+1.6%	전월리뷰	미국 철강관세 이슈 이후 낙폭과대와 중국의 지준을 인하, 공급축소 계획과 남북협상 모멘텀으로 상승
					금월전망	미국 정책 불확실성은 존재하지만 중국의 재고축소와 제품가격 반등, 성수기를 맞이한 수요회복에 초점
					투자포인트	POSCO와 풍산 중심의 대응 지속. 이후 실질적인 북한 투자계획이 진행된다면 섹터 전반에 호재
	5 (▼1)	정유/화학	-5.2%	-1.1%	전월리뷰	주요 정유/화학 업체의 earning shock와 유가상승에 따른 원가부담 심화로 주가 약세 시현
					금월전망	유가 상승 시 정유, 정기보수의 화학에게 단기모멘텀 발생 가능함. 다만 중장기적인 시황 down-turn 우려는 여전함
					투자포인트	최근 시장대비 주가 과매도로 단기반등 여력 타진될 수 있지만, 여전히 LG화학/금석 중심의 보수적 대응을 추천함
	6 (▼4)	유틸/상사	+13.4%	+1.0%	전월리뷰	정부의 우호적인 정책 방향성(KEPCO)과 가스시대 / 유가강세(KOGAS)로 큰 폭 주가 상승
					금월전망	노후석탄발전소 가동중지 + 석탄 개별소비세 인상(4월) + 원전 트러블 및 이란 이슈 가능성으로 KEPCO 단기부담 예상
					투자포인트	중장기적 관점에서 유틸리티를 선호하는 의견은 변함없음. 단기 조정 발생 시 KEPCO와 KOGAS 모두 추천



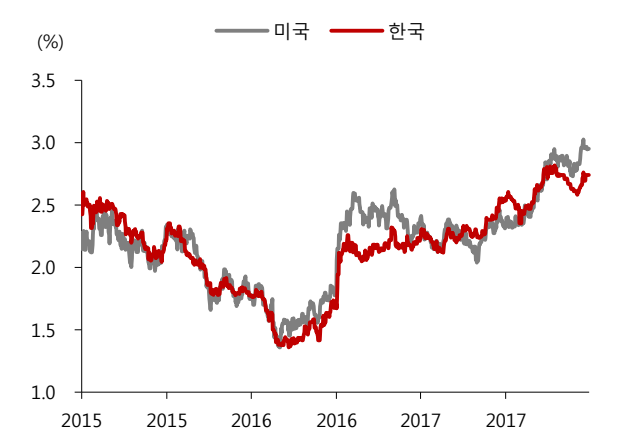
## 소재·산업재 Key Chart

WTI, Henry Hub 가격 추이



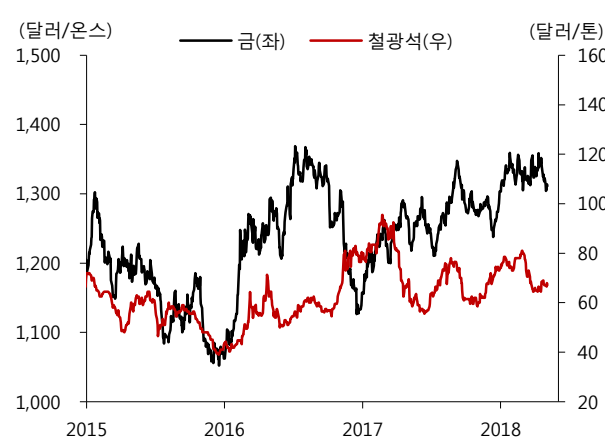
자료: Bloomberg, SK 증권

미국, 우리나라 국고채 10 년물 추이



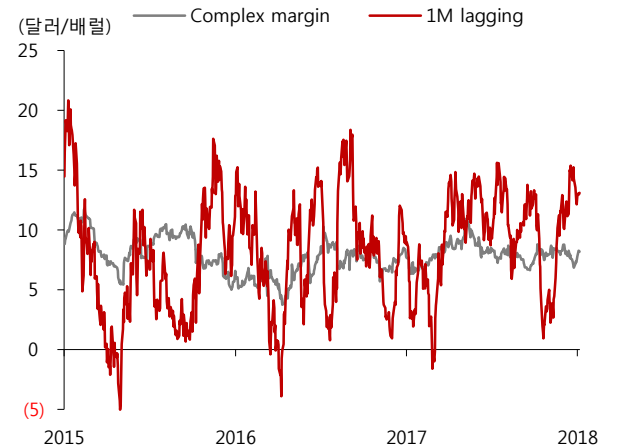
자료: Bloomberg, SK 증권

철광석, 금 가격 추이



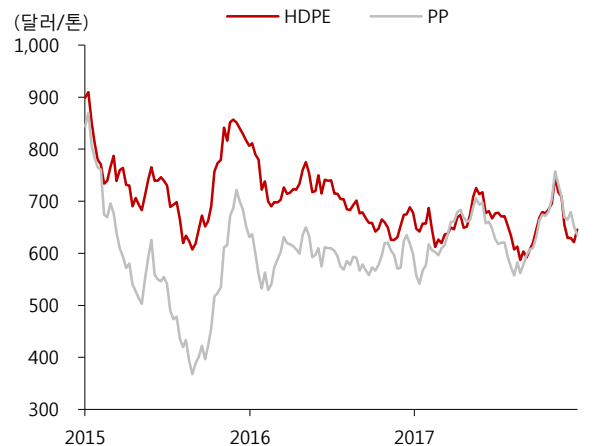
자료: Bloomberg, SK 증권

정제마진 추이



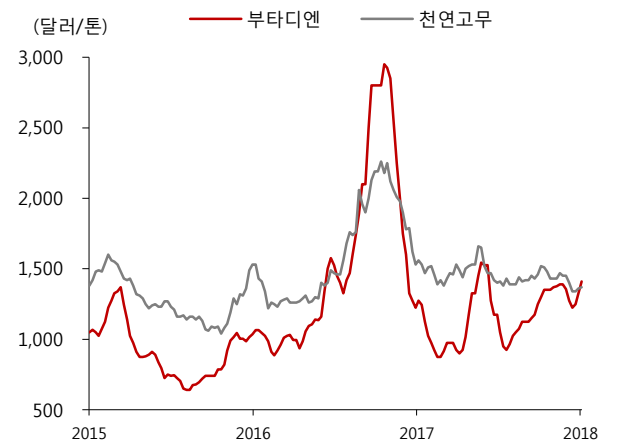
자료: Petronet, SK 증권

PE, PP 스프레드



자료: Cischem, SK 증권

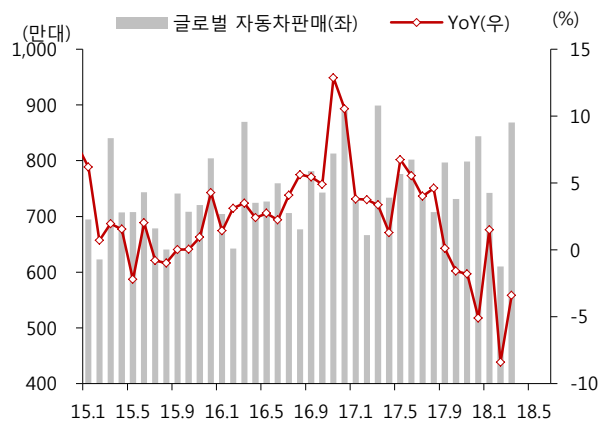
부타디엔 천연고무 가격 추이



자료: Bloomberg, Platts, SK 증권

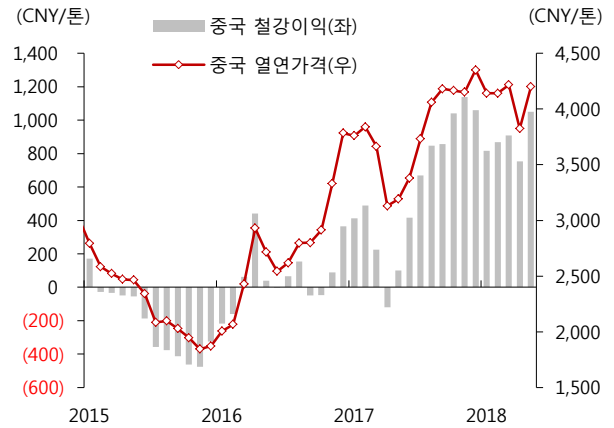


### 글로벌 자동차 판매대수 추이



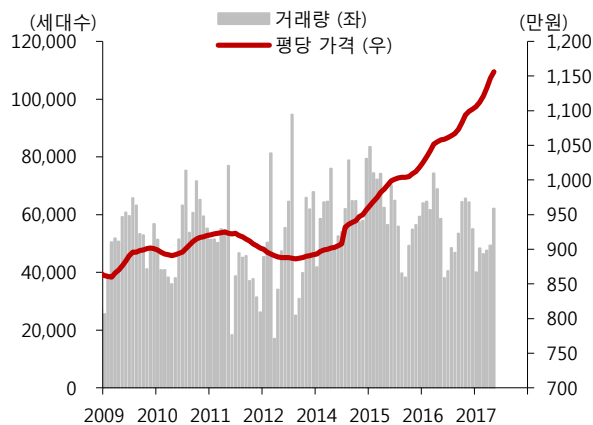
자료: 산업자료, SK 증권

### 중국 열연가격과 철강이익 추이



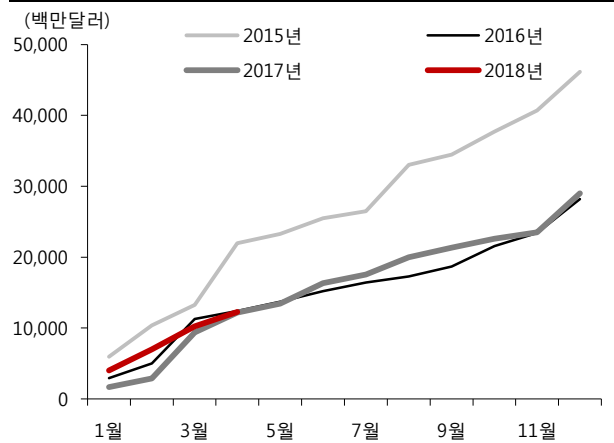
자료: Bloomberg, SK 증권

### 부동산 가격, 거래량 추이



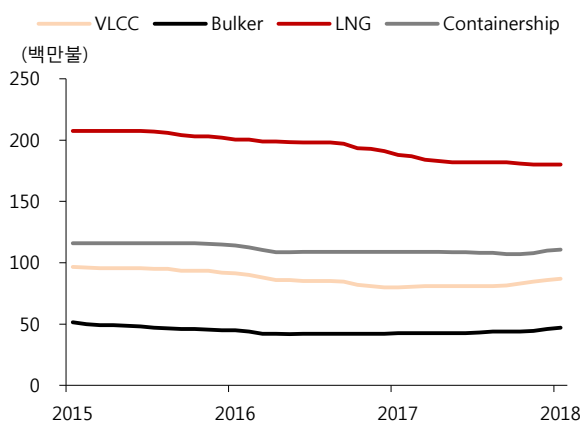
자료: 국토교통부, SK 증권

### 건설 월별 해외 수주 추이



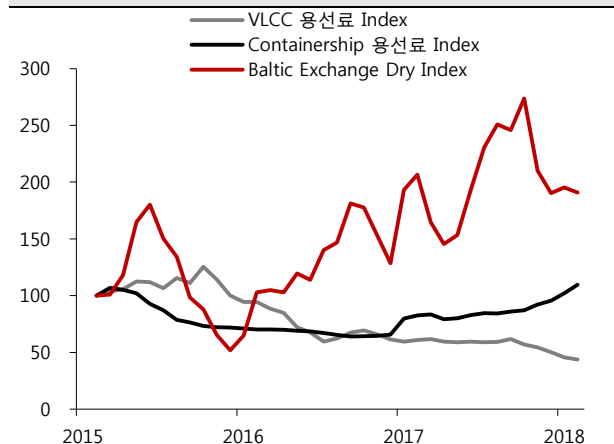
자료: 해외건설협회, SK 증권

### 선종별 신조선가 추이



자료: Clarksons Research, SK 증권

### 선종별 운임 지수 추이(Apr-15=100)



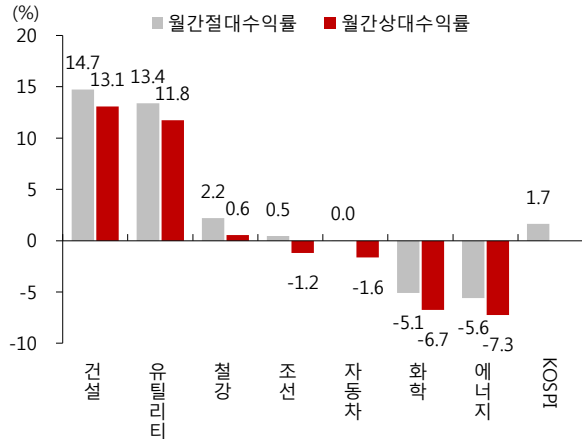
자료: Clarksons Research, SK 증권





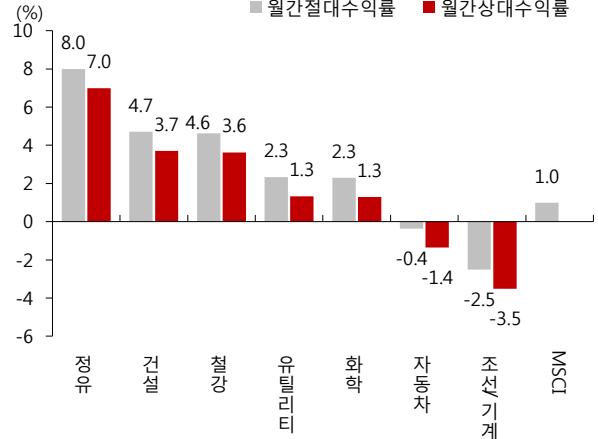
## 수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

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
	종가	2,492.4	5,386.2	4,271.9	1,074.1	6,096.3	2,570.4	1,743.0	2,952.2
	52주최고	2,607.1	5,937.0	4,805.0	1,243.7	6,881.3	2,851.5	1,785.0	3,229.3
	52주최저	2,202.2	4,650.8	3,429.2	937.6	5,668.3	2,123.9	1,388.8	2,002.9
	시가총액	1,664.4	39.4	91.8	36.8	115.8	48.0	22.9	46.1
	비중%		2.4	5.5	2.2	7.0	2.9	1.4	
절대수익률	1M	1.7	-5.6	-5.1	13.4	0.0	2.2	14.7	0.5
	3M	-3.2	-3.1	-9.3	2.7	-2.9	-9.8	7.3	5.9
	1Y	12.8	9.6	22.6	-13.7	0.2	20.7	8.3	1.9
	YTD	1.0	-3.4	-3.1	1.7	-4.2	3.6	18.3	42.2
상대수익률	1M		-7.3	-6.7	11.8	-1.6	0.6	13.1	
	3M		0.1	-6.1	5.9	0.3	-6.6	10.5	
	1Y		-3.2	9.8	-26.5	-12.7	7.9	-4.5	
	YTD		-4.4	-4.1	0.7	-5.2	2.6	17.3	

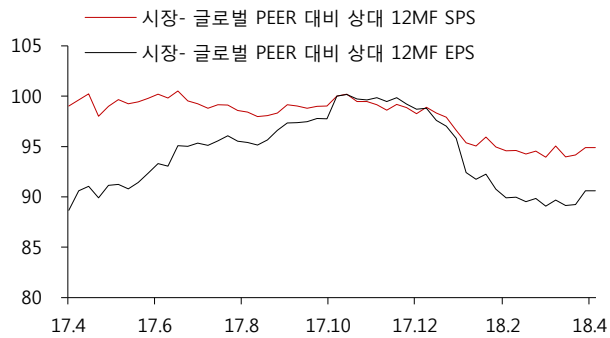
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	기계/조선
	종가	508.8	242.1	348.0	129.9	207.4	304.8	306.3	374.8
	52주최고	550.3	250.9	382.6	136.3	230.0	335.5	327.8	438.9
	52주최저	456.3	199.8	305.6	120.4	182.0	232.8	274.9	329.7
절대수익률	1M	1.0	8.0	2.3	2.3	-0.4	4.6	4.7	-2.5
	3M	-4.3	2.0	-4.5	2.9	-6.6	-4.5	-3.2	-11.7
	1Y	11.3	17.6	12.7	3.7	13.9	28.9	10.8	11.5
	YTD	3.7	10.3	2.0	-0.5	0.9	7.8	5.0	-0.1
상대수익률	1M		7.0	1.3	1.3	-1.4	3.6	3.7	-3.5
	3M		6.3	-0.2	7.1	-2.3	-0.3	1.1	-7.4
	1Y		6.3	1.4	-7.6	2.5	17.5	-0.5	0.2
	YTD		6.6	-1.7	-4.2	-2.8	4.2	1.3	-3.7

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

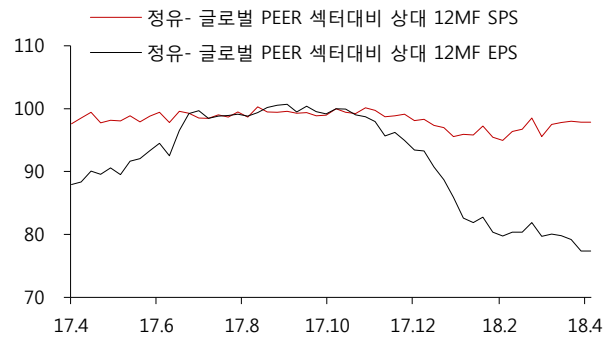
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권



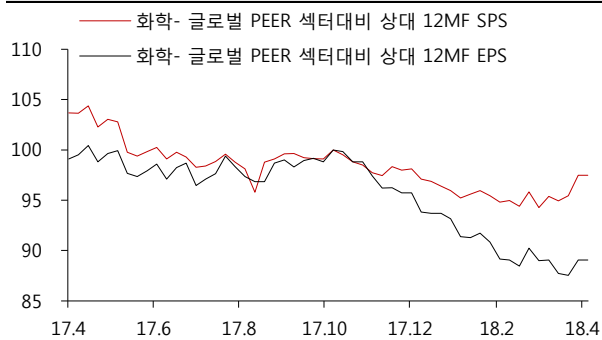
#### Earnings Revision: KOSPI



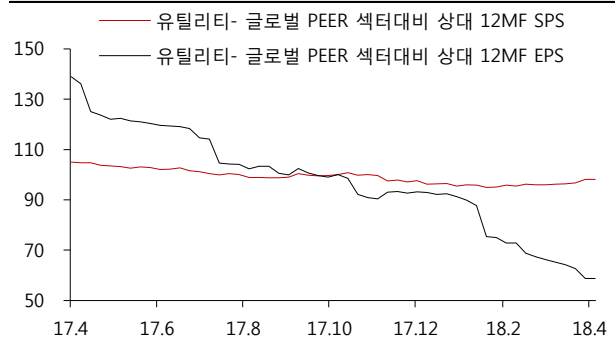
#### Earnings Revision: 정유



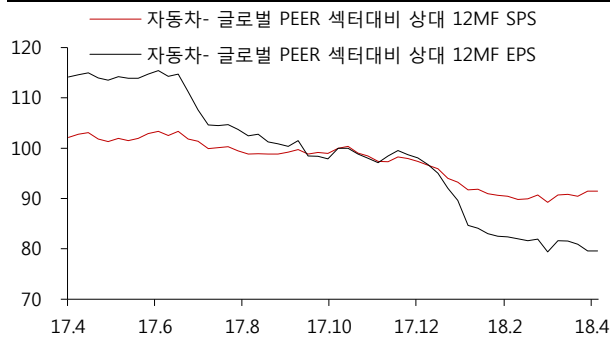
#### Earnings Revision: 화학



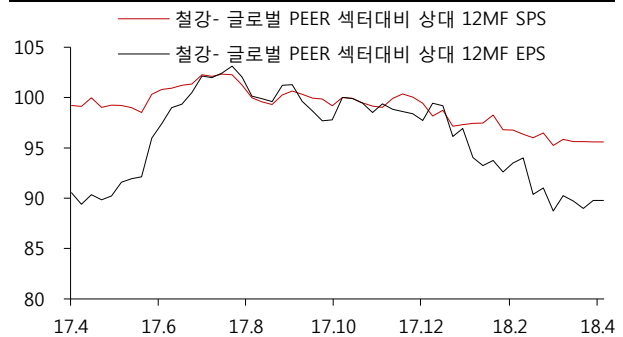
#### Earnings Revision: 유틸리티



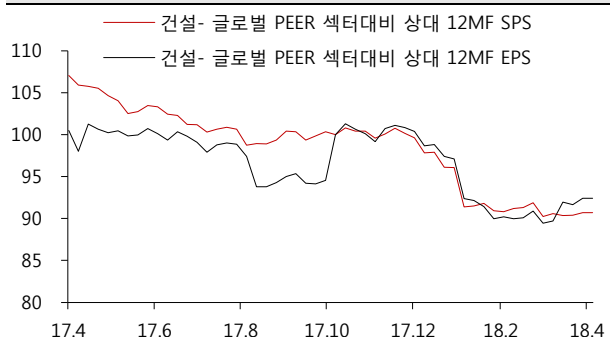
#### Earnings Revision: 자동차



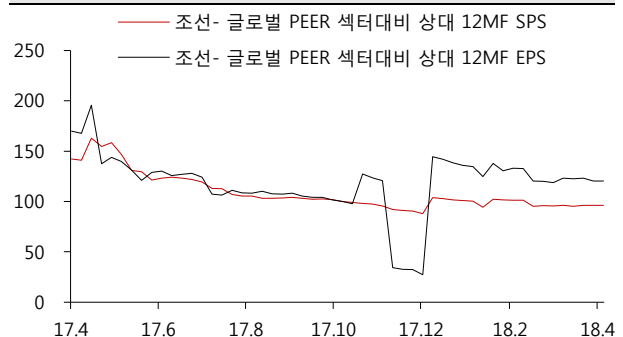
#### Earnings Revision: 철강



#### Earnings Revision: 건설



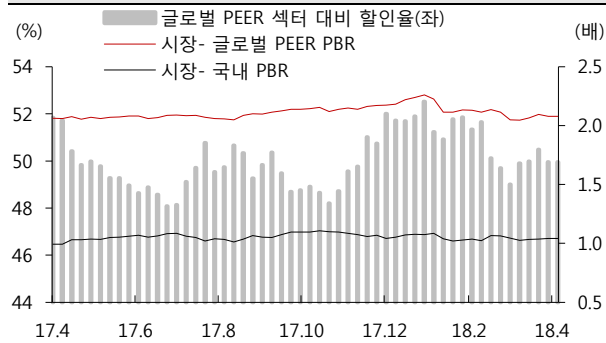
#### Earnings Revision: 조선



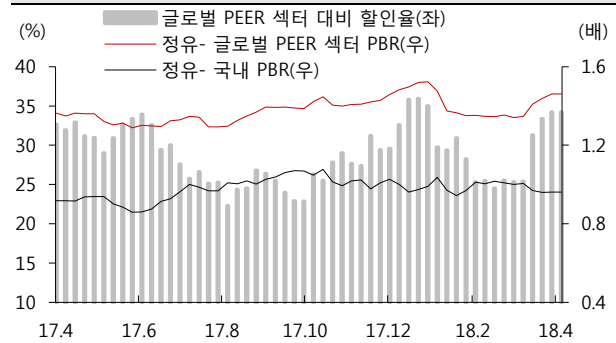
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출  
자료: Datastream, SK증권



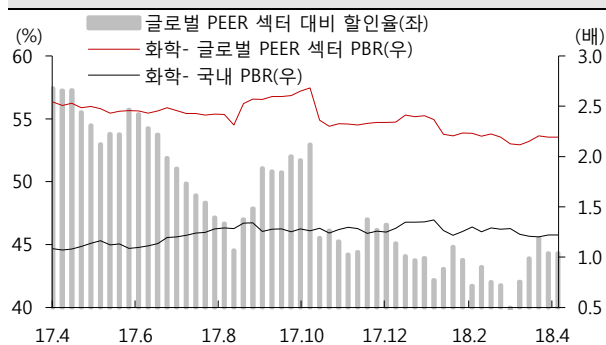
## Relative Valuation: KOSPI



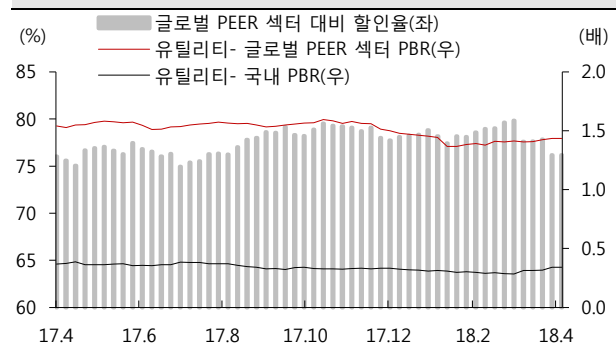
## Relative Valuation: 정유



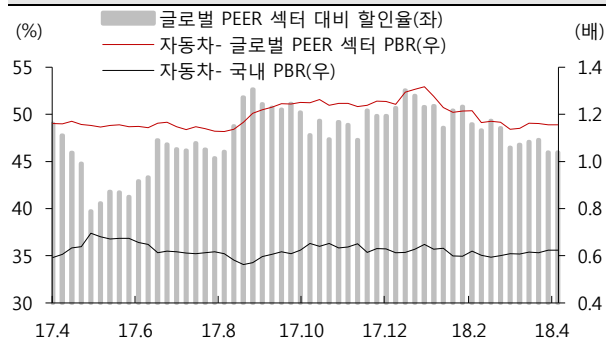
## Relative Valuation: 화학



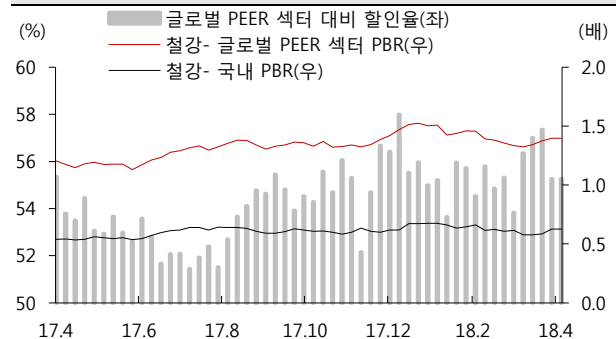
## Relative Valuation: 유틸리티



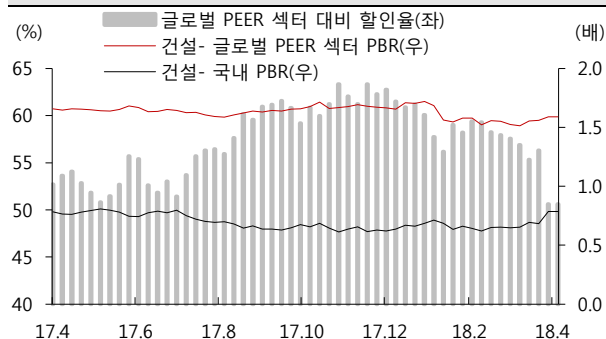
## Relative Valuation: 자동차



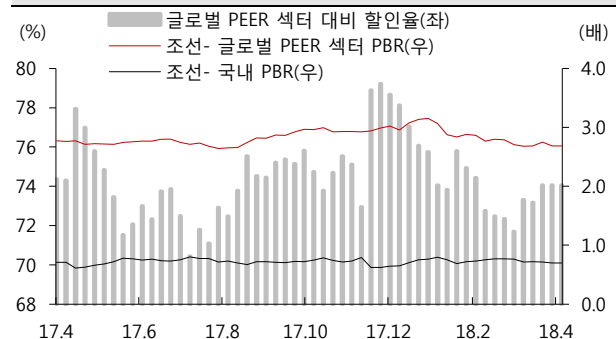
## Relative Valuation: 철강



## Relative Valuation: 건설



## Relative Valuation: 조선

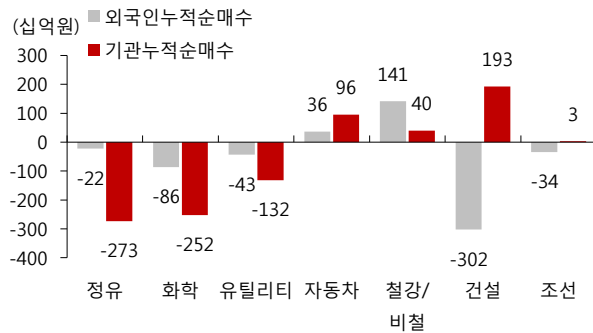


주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

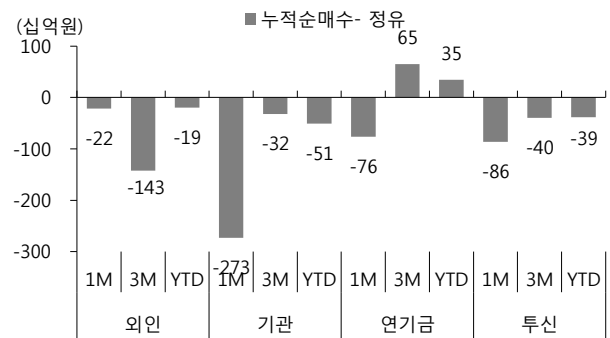
자료: Datastream, SK 증권



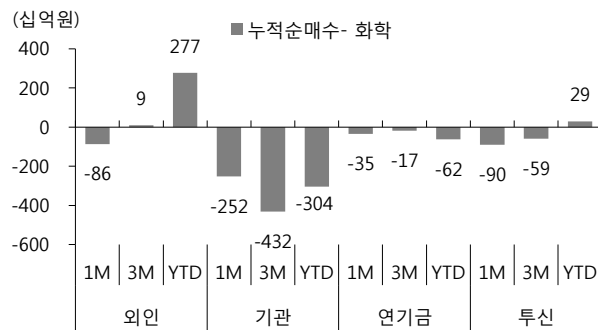
### 월간 누적 순매수



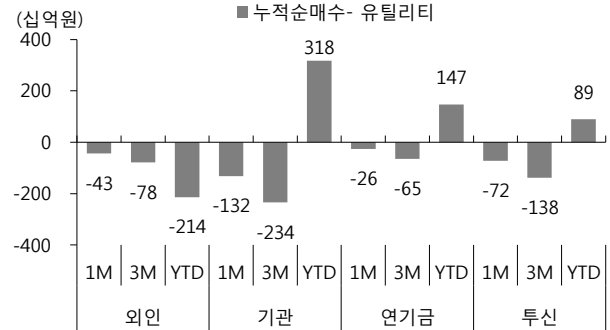
### 정유 업종 수급 비교



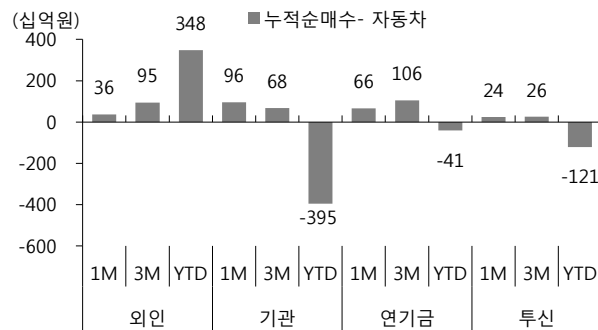
### 화학 업종 수급 비교



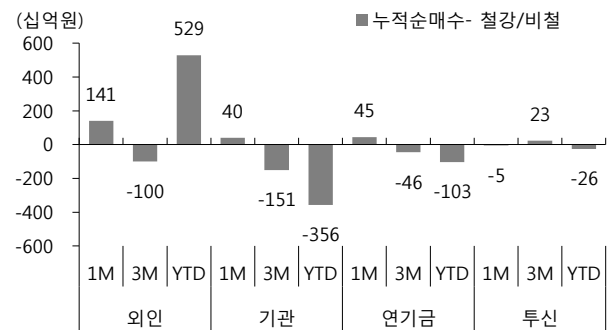
### 유틸리티 업종 수급 비교



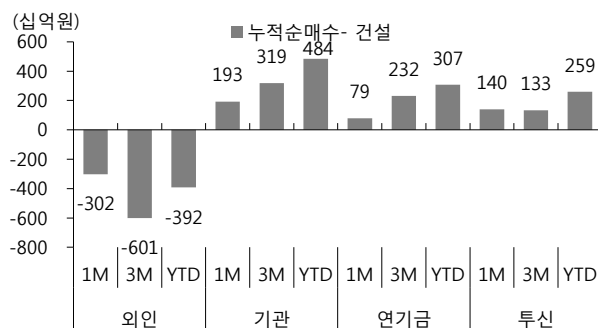
### 자동차 업종 수급 비교



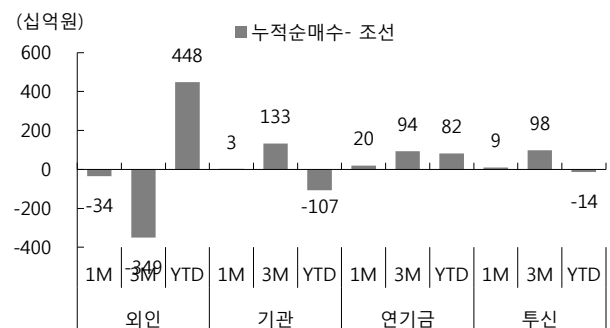
### 철강 업종 수급 비교



### 건설 업종 수급 비교



### 조선 업종 수급 비교



자료: Quantiwise, SK 증권



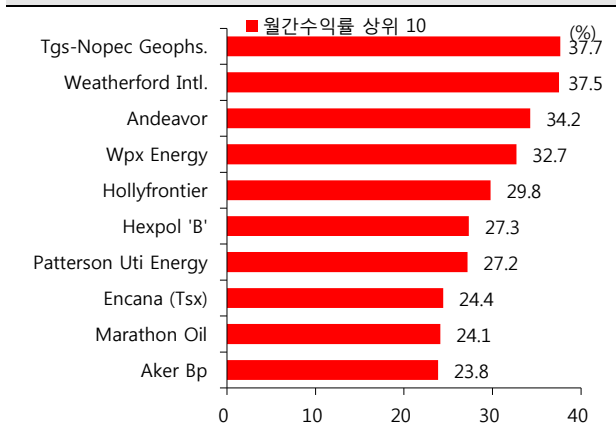
## 정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	16,952	197,500	217,500	156,500	7.9	0.90	-6.0	-4.8	15.8	-3.4	-8.2	1.3	6.0	-3.2
S-Oil	11,287	108,000	132,000	92,900	9.6	1.65	-9.2	-14.3	8.0	-7.7	-11.5	-9.7	-1.8	-7.4
GS	5,218	60,500	76,700	58,700	5.9	0.65	-0.3	-7.2	2.4	-2.7	-2.5	-8.5	-7.5	-2.5
LG화학	22,346	341,000	441,500	275,500	12.2	1.42	-9.3	-11.1	23.6	-15.8	-11.5	-12.3	13.7	-15.6
롯데케미칼	12,250	385,000	474,500	325,000	5.8	0.95	-11.3	-18.9	9.2	4.6	-13.5	-5.3	-0.6	4.9
한화케미칼	4,299	28,100	38,000	25,200	5.0	0.65	-1.8	-12.7	11.5	-11.1	-4.0	-18.1	1.7	-10.8
금호석유화학	3,069	108,500	109,000	67,100	9.7	1.57	17.7	21.2	41.3	9.1	15.5	4.9	31.5	9.3
SKC	1,394	40,000	49,000	28,600	8.8	0.92	9.3	3.8	39.9	-14.9	7.1	-5.4	30.0	-14.6
OCI	3,343	151,000	186,500	80,900	13.1	0.98	-5.6	-7.9	86.7	11.0	-7.8	-0.7	76.8	11.3
SK가스	780	92,800	131,188	90,200	5.3	0.50	-5.8	-3.5	-19.6	-1.5	-8.0	-6.0	-29.4	-1.2
Global Peers														
Valero	48,862	113.4	113.4	61.5	14.6	2.11	21.5	23.0	76.2	23.4	20.8	25.2	64.7	23.8
CONOCOPHILLIPS	78,231	66.9	67.0	42.5	19.7	2.51	12.3	23.7	45.6	21.8	11.5	19.4	34.1	22.2
Formosa Petrochemical	37,838	118.0	126.5	102.0	17.0	3.23	1.7	4.9	11.9	2.2	4.4	3.3	6.2	3.2
TESORO CORP	21,384	139.8	141.6	78.9	14.6	1.96	34.2	51.9	77.1	22.2	33.5	38.6	65.6	22.6
MARATHON Petroleum	35,537	76.9	82.9	49.5	15.0	2.79	6.0	18.0	55.2	16.6	5.3	17.7	43.8	17.0
DEVON ENERGY CORP	19,821	37.9	44.8	29.5	23.6	1.80	20.9	20.8	2.4	-8.5	20.2	-1.8	-9.1	-8.1
HOLLYFRONTIER CORP	11,661	66.1	65.6	23.9	15.0	1.85	29.8	49.8	153.6	29.0	29.1	45.9	142.2	29.3
Phillips 66	53,855	115.6	115.6	76.1	15.2	2.12	20.4	26.5	47.8	14.3	19.7	22.7	36.3	14.7
MURPHY OIL CORP	5,046	29.2	35.0	22.6	21.8	1.05	12.0	10.5	15.3	-6.1	11.3	2.5	3.8	-5.7
DOWDUPONT	149,954	64.5	77.0	62.0	14.7	1.43	1.2	-5.8		-9.5	0.5	-5.5		-9.1
Eastman	14,961	104.8	110.8	77.3	11.7	2.49	1.1	4.0	34.2	13.1	0.4	9.1	22.7	13.5
BASF	94,951	86.7	97.6	79.7	13.1	2.24	5.2	4.0	-4.2	-5.6	-2.0	-4.7	-5.6	-4.9
Akzo Nobel	22,749	75.5	80.8	72.4	29.2	3.77	-0.8	-1.1	-5.4	3.4	-6.4	0.0	-10.5	1.3
Arkema	9,654	105.8	112.0	91.3	12.4	1.78	1.8	1.8	7.7	4.2	-5.2	3.2	4.3	0.5
Lanxess	7,183	65.8	74.0	60.7	16.1	2.42	8.4	0.6	-1.8	-0.9	1.2	-3.1	-3.2	-0.1
Sumitomo Chemical	9,618	634	875	578	7.9	0.99	6.4	0.5	0.0	-21.7	2.5	-15.7	-14.3	-19.2
Mitsubishi Chemical	14,424	1,045.0	1,305.5	822.1	7.6	1.14	5.2	-1.3	18.0	-15.5	1.4	-7.7	3.7	-13.0
Shin-Etsu Chemical	44,024	11,235	13,090	9,520	16.9	1.87	5.3	5.2	17.1	-1.9	1.4	-2.6	2.8	0.7
Asahi Kasei	19,421	1,511.0	1,550.0	1,049.5	13.9	1.57	7.9	15.3	40.8	4.0	4.0	10.6	26.5	6.5
JSR	4,310	2,080	2,645	1,807	12.6	1.10	-10.7	-16.4	3.1	-6.2	-14.5	-14.2	-11.2	-3.7
Nitto Denko	13,767	8,646	11,685	7,660	13.5	1.76	9.7	1.7	-3.4	-13.6	5.9	-4.2	-17.6	-11.1
SABIC	90,978	113.7	122.9	95.4	15.2	1.81	-0.9	8.9	17.4	12.1	-3.8	0.9	0.5	-0.4

자료: Datastream, SK 증권

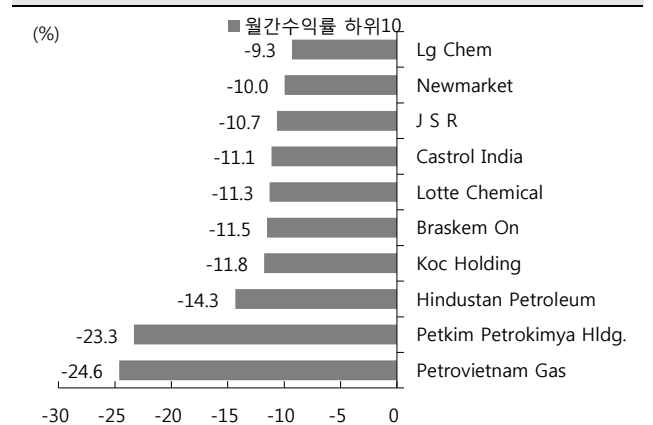
## 월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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



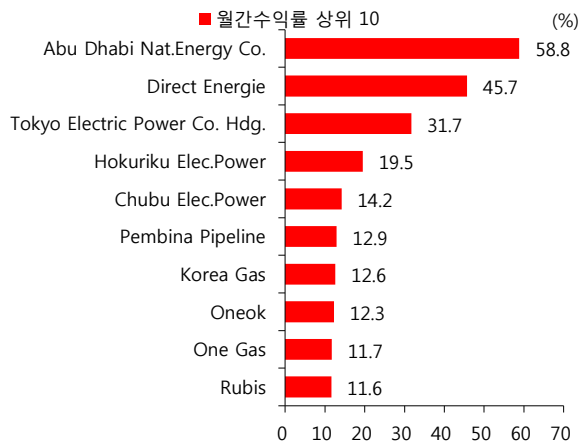
유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
한국전력	22,258	37,350	45,800	30,850	9.9	0.32	7.2	13.5	-16.0	-2.1	5.0	7.3	-25.8	-1.9
한국가스공사	4,756	55,500	58,200	40,600	10.4	0.61	12.6	13.7	20.9	30.4	10.4	14.4	11.1	30.7
Global Peers														
EDF	41,055	11.8	12.3	8.6	18.6	0.85	2.6	14.3	36.4	12.8	-4.4	5.8	33.0	9.2
GDF 수에즈	42,710	14.7	14.9	12.3	14.0	0.92	6.6	19.8	6.1	2.5	-0.4	5.7	2.7	-1.1
Enel	65,329	5.4	5.6	4.5	12.6	1.41	8.5	15.7	18.8	5.0	0.5	4.0	4.8	-5.2
Duke Energy	55,964	79.9	91.1	74.3	16.7	1.29	2.8	6.0	-3.3	-5.0	2.1	8.0	-14.7	-4.6
Iberdrola	50,466	6.6	6.9	5.8	13.7	1.05	10.8	10.8	0.2	3.9	4.6	3.7	8.4	3.3
Dominion Resources	44,093	65.6	84.9	63.9	15.9	2.07	-2.1	-9.6	-15.2	-19.1	-2.8	-9.8	-26.6	-18.7
NextEra Energy	77,358	164.1	164.0	133.8	20.5	2.29	1.1	7.4	22.1	5.1	0.4	8.8	10.7	5.4
Southern Co	46,565	46.0	53.3	42.9	15.7	1.72	2.8	4.1	-7.6	-4.3	2.1	7.8	-19.0	-3.9
E.ON	24,853	9.5	10.7	7.1	13.8	4.01	5.1	16.8	32.3	4.1	-2.1	14.1	31.0	4.9
Exelon	39,658	41.1	42.4	33.5	13.4	1.19	5.9	11.3	20.6	4.2	5.2	12.5	9.2	4.6
RWE Group	13,889	20.2	23.2	15.1	12.9	1.80	1.1	25.3	31.8	18.9	-6.1	29.7	30.4	19.7
American Electric	34,176	69	78	63	17.5	1.77	1.0	6.5	2.0	-5.7	0.3	6.0	-9.4	-5.3
SSE	19,150	1,396	1,551	1,182	11.3	2.31	10.3	15.0	-0.8	5.7	3.0	8.9	-5.1	7.2
Tenaga Nasional	23,171	16.1	16.2	13.7	12.5	1.44	2.4	2.4	15.7	5.4	1.0	3.3	11.0	2.9
PPL	20,237	29.0	40.1	27.1	12.3	1.77	3.9	4.4	-24.7	-6.5	3.2	-3.6	-36.2	-6.1
Fortum	20,577	19.4	19.2	13.7	19.5	1.33	10.0	10.5	39.9	17.7	4.1	8.7	35.9	12.4
PG&E	23,177	44.9	71.6	38.2	11.5	1.06	3.3	10.2	-33.0	0.1	2.6	11.9	-44.4	0.5
CLP Holdings	26,054	81.0	85.3	75.4	15.3	1.77	2.0	2.3	-1.0	1.3	0.6	9.5	-22.3	1.2
PSEG Public Service	26,322	52.1	53.1	41.9	16.5	1.78	3.4	9.2	19.8	1.2	2.7	7.7	8.4	1.5

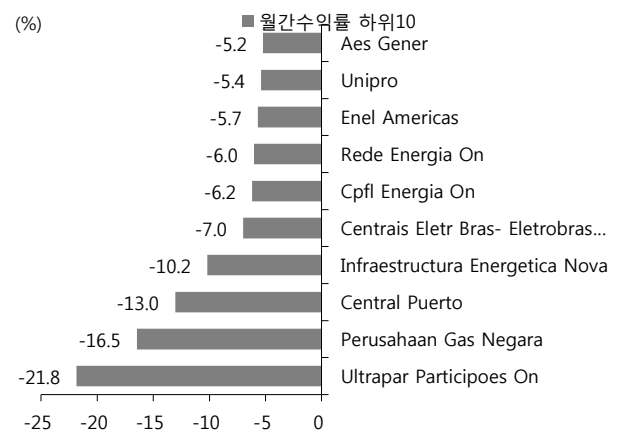
자료: Datastream, SK 증권

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



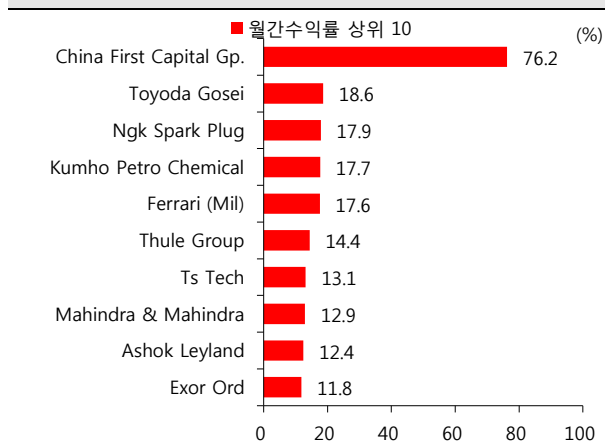
## 자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	32,308	158,000	170,000	134,000	9.4	0.59	1.0	1.3	4.0	1.3	-1.3	-0.2	-5.9	1.5
기아차	12,700	33,750	40,100	30,200	7.1	0.47	3.7	0.8	-4.3	0.8	1.5	-1.7	-14.1	1.0
현대모비스	21,235	235,000	283,000	213,500	8.9	0.70	-11.2	6.6	2.8	-10.7	-13.4	-5.3	-7.0	-10.4
현대위아	1,388	55,000	77,000	51,800	11.4	0.45	-4.0	-1.1	-15.4	-15.4	-6.2	-9.2	-25.2	-15.1
한온시스템	5,451	11,000	14,550	8,530	16.7	2.66	-5.2	-11.3	29.0	-20.9	-7.4	-17.5	19.1	-20.6
만도	1,979	227,000	339,500	211,500	11.0	1.38	-8.1	-6.2	1.3	-26.4	-10.3	-18.7	-8.5	-26.2
한국타이어	5,589	48,600	66,700	47,350	7.7	0.82	-9.3	-19.1	-17.5	-11.0	-11.5	-10.4	-27.3	-10.7
넥센타이어	1,115	12,300	13,950	11,700	8.3	0.83	0.8	3.8	-11.5	4.2	-1.4	1.3	-21.3	4.5
한국타이어월드와이드	1,585	18,350	23,300	17,600	7.7	0.53	-1.3	-6.4	-10.1	-2.9	-3.6	-5.3	-19.9	-2.7
한라홀딩스	533	53,200	69,500	47,550	8.2	0.56	8.5	2.3	-11.6	-15.2	6.3	-10.1	-21.5	-14.9
쌍용자동차	632	4,960	7,540	4,910	1227.5	0.90	0.0	-5.2	-34.2	-3.1	-2.2	-13.7	-44.0	-2.9
에스엘	692	22,000	29,300	17,500	7.0	0.67	5.8	-5.4	20.9	-10.2	3.6	-18.0	11.1	-10.0
Global Peers														
Toyota Motor	214,244	7,165	7,782	5,787	10.1	1.01	6.3	3.6	16.6	-0.7	2.5	-1.1	2.4	1.9
Daimler	84,662	66.3	75.8	59.4	7.0	1.00	-3.1	-2.3	-2.2	-6.2	-10.3	-7.3	-3.5	-5.5
BMW	66,032	91.9	96.1	77.1	8.0	1.03	5.0	8.9	4.6	5.6	-2.2	1.5	3.2	6.4
General Motors	51,733	36.7	46.5	32.4	5.6	1.25	-3.5	-1.9	10.7	-10.4	-4.2	-6.9	-0.7	-10.1
Tesla	49,929	294.1	385.0	252.5		10.32	2.5	-12.2	-0.5	-5.5	1.8	-10.9	-11.9	-5.2
Honda Motor	60,439	3,641	4,102	3,009	8.9	0.74	-0.6	-1.2	12.6	-5.7	-4.4	-1.4	-1.7	-3.2
Volkswagen	59,603	169.3	190.0	128.2	6.1	0.70	4.2	6.1	15.2	0.3	-3.0	-1.8	13.9	1.0
Ford Motor	44,464	11.4	13.2	10.2	7.2	1.11	0.3	9.2	3.3	-9.0	-0.4	9.6	-8.2	-8.7
Continental	53,928	226.0	251.1	187.9	12.9	2.31	3.1	3.4	10.4	0.2	-4.1	-3.8	9.0	0.9
Nissan Motor	43,609	1,128	1,194	1,062	7.7	0.73	1.7	2.0	4.7	0.4	-2.2	1.1	-9.5	2.9
Bridgestone	31,355	4,493	5,598	4,390	10.8	1.32	-5.4	-1.7	-4.4	-14.2	-9.2	-11.5	-18.7	-11.7
Denso	41,615	5,719	7,176	4,630	13.6	1.16	-2.1	-4.9	18.3	-15.4	-6.0	-12.4	4.1	-12.9
Renault	31,541	89.4	98.8	74.3	5.5	0.69	-6.3	1.0	6.1	6.5	-13.3	-0.5	2.8	2.9
Michelin	25,219	117.8	130.2	112.0	11.0	1.64	-0.5	-3.5	-1.6	-1.5	-7.5	-8.7	-5.0	-5.2
Geely Automobile	23,896	20.9	29.2	10.2	10.4	3.04	-5.6	-15.9	104.5	-22.9	-7.0	-7.4	83.3	-22.9
Fiat Chrysler Autos.	35,479	19.2	19.8	9.2	5.7	1.05	8.9	19.1	88.4	28.7	0.9	-2.3	74.4	18.5
Valeo	16,240	56.8	67.1	52.5	12.7	2.48	6.5	7.8	-14.3	-8.8	-0.5	-10.0	-17.7	-12.4
Aisin Seiki	16,229	6,010	6,680	5,400	11.5	1.14	3.4	0.8	5.3	-5.1	-0.4	-5.1	-9.0	-2.5
Lear	12,646	190.7	198.0	136.7	9.3	2.38	0.0	4.6	36.8	7.9	-0.8	6.0	25.3	8.3
Borgwarner	10,322	49.1	57.9	39.9	10.5	2.31	-4.8	2.3	18.9	-3.8	-5.5	-6.2	7.4	-3.5

자료: Datastream, SK 증권

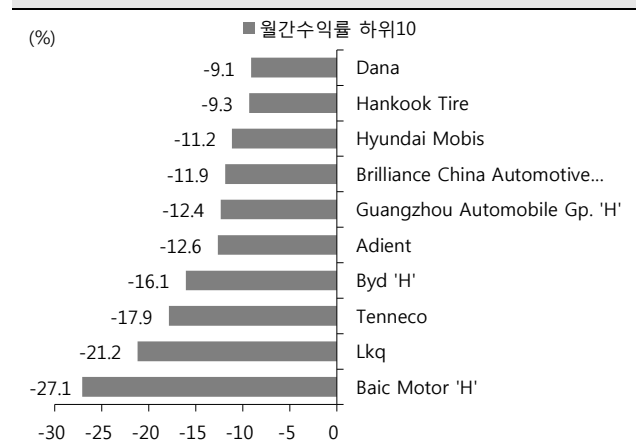
## 월간수익률 상위 10 - 자동차



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



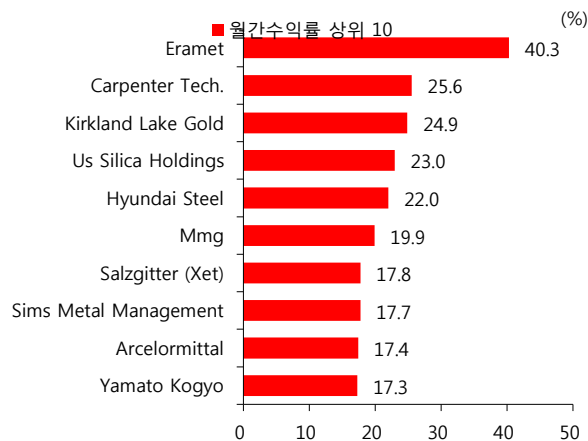
철강/비철 중목별 수익률 및 밸류에이션

(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	29,743	367,500	395,000	267,000	9.0	0.66	15.8	5.5	36.9	10.5	13.5	-1.6	27.1	10.8
현대제철	7,631	61,600	64,600	49,450	9.3	0.46	22.0	18.5	12.4	5.1	19.8	11.4	2.6	5.4
고려아연	7,769	443,500	546,000	422,500	11.4	1.25	-3.8	-11.5	5.0	-10.0	-6.0	-7.8	-4.9	-9.8
풍산	965	37,100	58,600	37,000	6.7	0.71	-3.1	-12.1	-7.5	-21.9	-5.4	-16.4	-17.3	-21.6
Global Peers														
BHP BILLITON	76,090	31.5	31.9	22.1	15.5	2.02	9.7	6.3	35.5	6.5	4.7	3.4	31.3	6.7
RIO TINTO	72,893	4,075	4,173	2,910	11.7	2.03	15.2	12.0	40.0	3.4	7.9	2.7	35.7	4.9
VALE ON	74,438	49.7	49.1	25.4	9.6	1.49	16.8	13.6	96.1	23.5	18.3	22.9	67.9	14.7
SOUTHERN COPPER	40,940	53.0	57.3	33.0	18.5	4.56	-4.6	0.0	60.4	11.6	-5.3	15.3	49.0	12.0
ARCELORMITTAL	35,381	29.0	30.6	17.8	8.6	0.83	17.4	8.7	39.9	7.0	11.8	3.4	34.7	5.0
GRUPO MEXICO 'B'	23,498	57.8	68.0	48.2	10.2	1.69	-6.7	-6.2	8.4	-10.9	-5.7	-4.2	12.5	-6.1
NIPPON STL	20,901	2,400	3,074	2,269	9.5	0.67	2.5	-0.9	-5.0	-17.0	-1.3	-9.5	-19.2	-14.5
MMC NORILSK NICKEL	27,637	10,996	11,874	7,791	7.7	4.54	2.4	-2.2	26.4	1.4	1.4	-4.7	11.8	-7.2
RIO TINTO	25,114	80.9	82.5	57.2	12.7	2.24	9.1	5.3	38.8	6.8	4.1	4.6	34.5	7.0
ANGLO AMERICAN	33,257	1,751.4	1,843.6	959.4	9.7	1.20	10.3	3.8	75.0	13.0	3.0	4.5	70.6	14.5
NUCOR	20,021	62.9	70.2	53.5	10.3	1.88	3.0	-7.3	3.0	-1.0	2.3	1.6	-8.4	-0.6
BARRICK GOLD	15,726	17.3	23.3	14.6	18.5	1.52	8.4	16.5	-21.2	-4.6	4.7	1.0	-23.4	-1.7
FREEPORT-MCMORAN	22,339	15.4	20.0	11.2	9.0	1.94	-11.1	-15.8	32.0	-18.7	-11.8	-10.6	20.6	-18.3
NEWMONT MINING	21,153	39.7	41.9	31.9	25.3	1.88	1.7	4.5	22.8	5.7	1.0	5.3	11.4	6.1
VALE PN	2,904	33.4	33.4	24.1	7.8		0.0	0.0	36.5	0.0	1.5	1.1	8.4	-8.8
THYSSENKRUPP	16,295	21.9	26.8	20.9	12.6	3.28	4.4	4.8	-0.6	-9.4	-2.8	-10.8	-1.9	-8.6
VEDANTA	15,663	281.7	345.6	221.9	8.1	1.49	2.7	-12.9	21.1	-13.5	-1.7	-14.7	8.2	-13.8
FRESNILLO	13,039	1,309	1,725	1,160	25.5	3.85	4.4	9.3	-4.1	-8.4	-2.9	-3.7	-8.5	-6.9
NORSK HYDRO	13,009	50.8	64.2	44.0	12.3	1.14	10.6	-2.6	10.0	-18.5	3.8	-13.9	-11.6	-23.6
FRANCO-NEVADA	13,688	94.7	109.0	86.2	60.4	2.86	9.9	4.2	5.2	-5.7	6.2	1.9	3.1	-2.8
CHINA STEEL	12,345	23.3	25.9	23.2	19.5	1.14	-0.4	-2.9	-4.3	-6.1	2.3	-0.9	-10.0	-5.0
FOSUN INTERNATIONAL	18,382	16.8	19.9	11.5	7.6	0.98	-0.4	2.1	44.0	-2.9	-1.7	-2.3	22.8	-2.9
NOVOLIPETSK STEEL	14,640	153.8	162.1	101.5	9.2	2.27	5.9	6.5	43.1	4.5	4.8	4.9	28.5	-4.1
FORTESCUE METALS	11,175	4.8	6.0	4.2	9.8	1.06	9.4	-2.9	-4.0	-2.3	4.4	-3.2	-8.3	-2.1
NEWCREST MINING	12,443	21.6	24.1	19.4	19.4	1.55	9.3	0.2	3.9	-5.6	4.3	-5.4	-0.3	-5.4
GOLDCORP	11,720	17.4	19.5	15.2	26.1	0.79	-2.0	8.2	-5.7	8.2	-5.8	1.2	-7.9	11.2
JFE HOLDINGS	13,204	2,345	2,828	1,766	8.2	0.65	9.9	0.0	23.8	-13.3	6.0	-7.0	9.5	-10.8

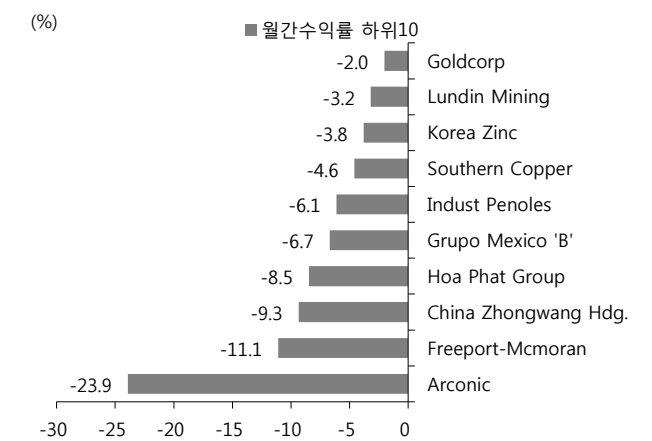
자료: Datastream, SK 증권

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





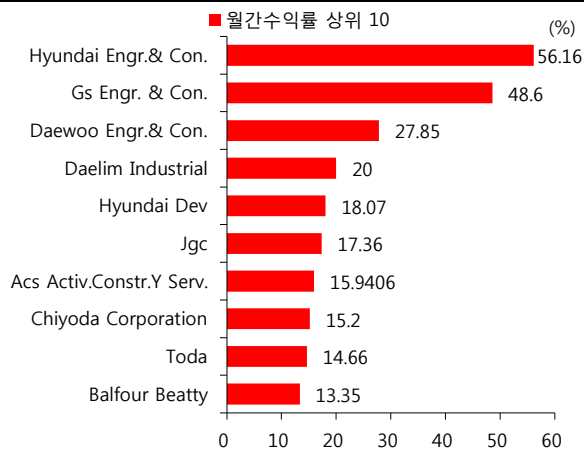
## 건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대건설	6,812	65,900	64,300	34,250	13.7	1.04	56.2	74.3	38.5	81.5	54.0	54.2	28.6	81.8
대우건설	2,550	6,610	8,190	4,900	6.5	0.98	27.9	30.4	-11.5	11.7	25.6	10.2	-21.3	11.9
대림산업	2,849	88,200	93,500	70,200	6.1	0.60	20.0	22.5	8.1	7.0	17.8	11.8	-1.7	7.3
GS건설	2,829	42,500	40,800	25,750	6.7	0.82	48.6	47.6	43.3	50.2	46.4	33.3	33.5	50.4
삼성엔지니어링	3,202	17,600	18,700	9,780	22.5	2.88	1.7	13.2	49.2	41.9	-0.5	3.7	39.3	42.2
현대산업	3,247	46,400	51,400	32,850	7.9	1.04	18.1	25.1	1.8	20.4	15.9	7.4	-8.1	20.6
한샘	2,447	112,000	228,000	115,000	18.6	3.45	-26.8	-25.6	-49.3	-37.8	-29.0	-30.4	-59.1	-37.5
LG하우시스	678	81,500	114,500	76,300	9.2	0.76	5.4	-1.0	-20.9	-16.1	3.2	-7.8	-30.7	-15.8
에스원	3,376	95,700	107,000	85,500	20.6	2.55	-0.8	2.4	-2.7	-10.6	-3.0	-0.4	-12.6	-10.3
금호산업	484	14,550	14,900	8,260	5.3	0.99	32.3	46.4	55.1	53.0	30.1	45.2	45.3	53.3
Domestic Peers														
동부건설	236	12,200	16,950	9,320	4.9	0.69	30.2	25.3	1.7	20.8	28.0	18.7	-8.2	21.0
동원개발	408	4,845	5,810	4,465	4.3	0.61	3.3	4.4	6.6	-2.7	4.0	-0.6	-28.2	-10.0
화성산업	191	16,500	16,700	13,650	4.7		10.0	6.1	10.0	8.9	7.8	3.8	0.2	9.2
서한	240	2,565	2,760	1,990	3.2	0.68	18.8	1.0	-7.1	13.0	19.5	5.6	-41.9	5.8
아이에스동서	880	30,750	49,400	27,800	7.6	0.78	5.9	-5.1	-31.7	-11.6	3.6	-17.8	-41.6	-11.4
SK디앤디	472	31,450	36,000	25,750	11.7	1.61	9.0	5.2	16.3	-6.5	6.8	-3.7	6.4	-6.3
서부T&D	482	10,000	13,854	8,727	40.6	1.03	-12.3	-4.3	-17.9	-23.7	-11.6	-12.9	-52.7	-30.9
리버트	457	23,950	32,700	21,400	9.5	1.07	-5.7	-2.0	-14.3	-25.2	-7.9	-15.4	-24.1	-24.9
Global Peers														
Linde	39,487	178.2	194.6	158.3	20.6	2.30	11.4	4.5	5.1	-1.4	4.2	1.2	3.7	-0.6
Fluor	6,433	45.8	61.6	37.2	16.0	1.67	-21.1	-19.1	-9.6	-11.4	-21.9	-18.6	-21.0	-11.0
TR	1,771	26.6	37.5	22.7	20.7	3.30	7.2	3.6	-26.7	0.3	1.0	-1.7	-18.5	-0.3
Petrofac	2,841	607.6	814.5	349.0	10.1	2.79	17.9	37.7	-22.6	19.1	10.7	13.8	-27.0	20.6
Technip	15,350	33.2	34.8	25.0	23.1	1.16	15.2	15.4	7.2	6.2	14.5	5.3	-4.3	6.5
JGC	6,405	2,698	2,714	1,670	23.6	1.61	17.4	20.2	49.6	23.8	13.5	19.9	35.3	26.4
Saipem	3,822	3.2	4.2	2.9	26.7	0.68	2.1	-3.3	-19.4	-16.7	-6.0	-18.9	-33.3	-26.9
KBR	2,315	16.5	21.6	13.6	11.5	1.43	0.4	4.5	11.4	-17.0	-0.3	-12.3	0.0	-16.6
Chiyoda	2,693	1,129.0	1,138.0	541.0	42.8	1.78	15.2	12.6	55.1	36.0	11.4	10.5	40.8	38.6
Toyo	389	1,102.0	1,454.0	956.0	28.2	1.18	9.0	12.1	-21.8	-15.2	5.2	-13.2	-36.1	-12.7

자료: Datastream, SK 증권

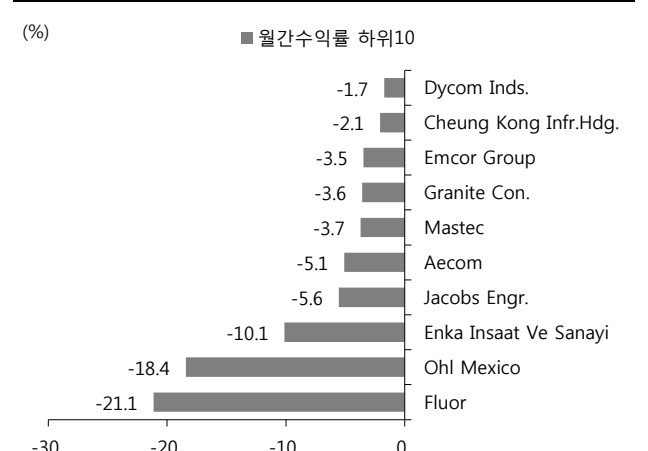
## 월간수익률 상위 10 - 건설/건자재



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



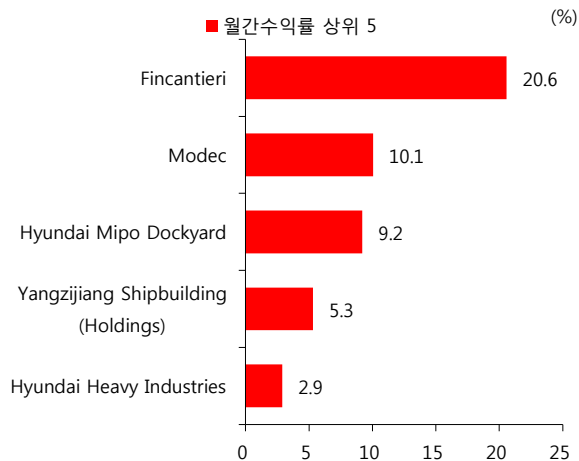
조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	7,994	124,500	177,777	92,368	1602.5	0.71	2.9	-5.0	-16.8	30.0	0.7	-7.9	-26.6	30.2
현대미포조선	1,875	101,000	120,000	77,700	23.7	0.83	9.2	-5.2	9.5	28.3	7.0	-8.1	-0.3	28.6
삼성중공업	4,339	7,420	12,143	6,250		0.63	-0.4	0.7	-24.1	13.4	-2.6	-10.0	-33.9	13.6
대우조선해양	2,508	25,200	44,800	13,900	13.6	0.76	-1.6	2.7	-43.8	81.3	-3.8	10.5	-53.6	81.5
Global Peers														
Fincantieri SpA	2,746	1.4	1.5	0.8	19.3	1.72	20.6	9.9	49.0	8.6	12.5	-9.9	35.0	-1.6
CSSC Offshore	2,568	19.9	30.6	19.6	82.5	2.59	-11.6	-25.4	-35.1	-25.4	-10.4	-14.7	-34.0	-18.9
CSSC Science & Tech	1,423	12.3	19.6	10.0	105.3	2.32	-10.6	-3.1	-30.6	-5.7	-9.3	16.0	-29.4	0.9
Dynagas LNG	285	8.0	16.2	7.7	24.4	1.14	-24.2	-23.0	-48.1	-26.1	-25.0	-25.1	-59.6	-25.7
MODEC	1,477	2,857	3,105	2,152	10.6	1.06	10.1	11.8	12.0	-1.8	6.2	-0.1	-2.3	0.7
Reliance Def & Eng	197	18	67	18			-40.6	-54.6	-72.7	-72.6	-45.0	-52.5	-85.6	-72.9
Sembcorp Marine	3,303	2.1	2.8	1.6	62.7	1.76	1.9	4.5	17.9	14.7	-4.2	-24.8	8.1	10.5
Yanzijiang Shipbuilding	3,542	1.2	1.7	1.1	9.8	0.81	5.3	-15.6	-3.3	-19.0	-0.8	-24.6	-13.1	-23.2

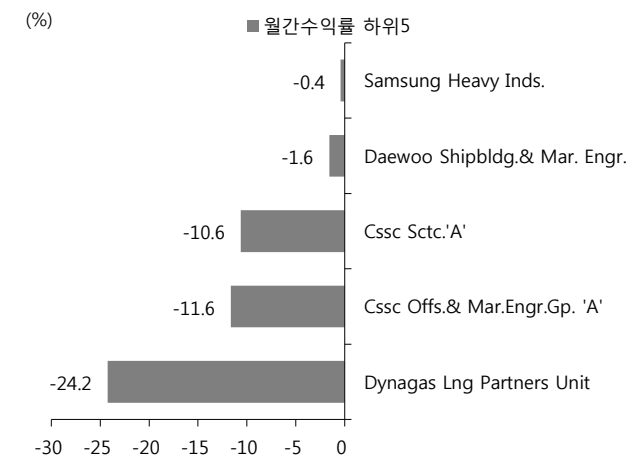
자료: Datastream, SK 증권

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

