

# CYCLICAL BULLETIN 13 RELEASE

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

Theme: 한가위 전에 화학/철강 챙기세요~

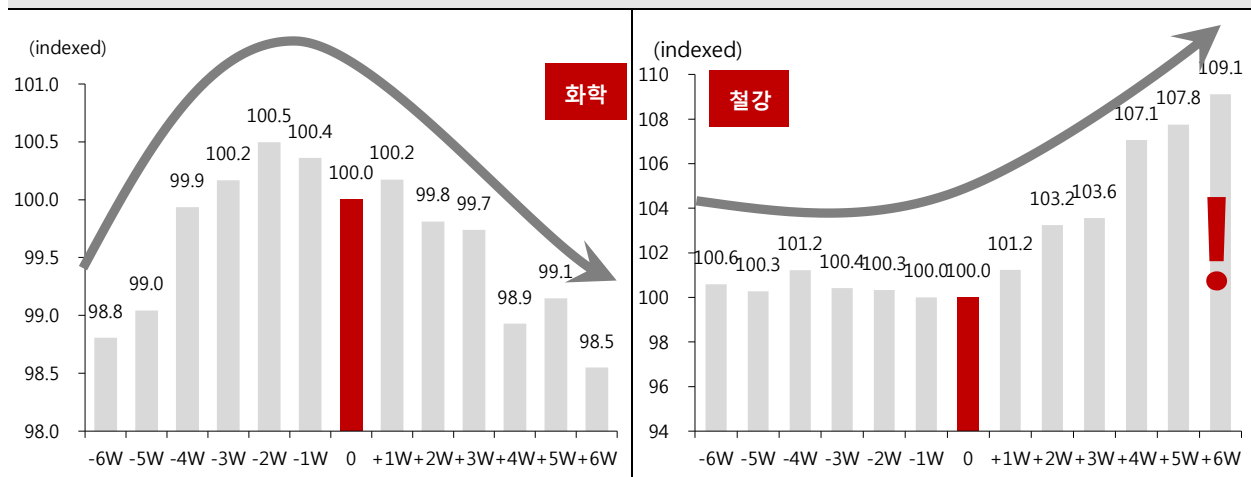
2018-09-03



## IMPLICATION

우리한테 한가위는 중국에게는 국경절 연휴인데요. 이 시기는 소재업종, 즉 화학/철강에게 기회입니다. 늘 중국이 연휴 전 re-stocking 을 하면서 제품가격을 상승시키기 때문이죠. 화학은 특히 '이전 상승 - 이후 하락'의 패턴이 제품가격과 주가에서 동일하게 나타났었습니다. 철강은 그간 불황이 길어서 조금 다른 패턴이 있었지만 그래도 re-stocking 모멘텀은 존재하고, 무엇보다 지난 2년 간 '국경절 이후에는 정부의 감산 정책' 때문에 제품가격과 주가 모두 빠르게 상승했었습니다. 즉 한가위 전은 화학/철강을 챙기기 좋은 타이밍이라는 것이지요. 게다가 현 시점에서 순수화학은 이익대비 현저하게 하락한 valuation 의 매력을, 철강은 업황개선 기대감이라는 매력을 뽐내고 있습니다

춘절과 국경절 전후의 화학/철강의 제품가격 추이 - 한가위 전은 화학과 철강을 챙기기 좋은 타이밍



자료: Cischem, Bloomberg, SK 증권

주 1: 춘절/국경절 당일을 기점으로 이전 6주와 이후 6주의 제품가격 움직임을 평균, 화학: 11년 이후 모든 춘절/국경절 철강: 16,17년 국경절 기준

주 2: 대상 제품군: 화학- HDPE, PP, MEG, Butadiene, PVC, SM, BPA, PX 이상 총 8개, 철강- 냉연 후판, 선재 이상 총 4개

- \* 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

66

2017년에 이어 2018년에서도 소재업종, 즉 화학/철강의 시장대비 underperform은 지속되고 있습니다. 특히 화학은 LG 화학을 제외한다면 심각한 수준이라고도 할 수 있을 정도입니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

## 힘겨웠던 화학/철강에게 다가온 한가위

2018년은 소재 업종, 즉 화학/철강의 주가에게 있어선 그다지 우호적인 해가 아닌 것 같습니다. 물론 KOSPI 전반의 분위기가 좋지 못한 것도 있지만, 소재 업종은 안 좋은 KOSPI 보다는 '더 좋지 못한' 흐름을 보여주고 있으니까요. 세부적으로 좀 더 정확히 이야기하자면 철강은 그나마 시장과 유사한 정도라고 할 수 있지만 화학은 심한 underperform이 이어지고 있습니다.

지난 CBR 12 "순수화학의 위기는 곧 현대미포조선의 기회"에서 이미 말씀을 드렸지만, 화학은 performance에서 LG 화학을 제외하고 판단해 볼 필요가 있습니다. 왜냐하면 4 차산업혁명 시대에서 배터리가 다방면으로 각광을 받으면서 valuation premium이 부여되고 있는데, 시가총액은 동종섹터 내에서 압도적인 1위(8/31 기준 27.3조원, 2위 롯데케미칼 10.8조원)이기 때문이죠. 즉 LG 화학 하나 때문에 전체의 performance가 좋아 보이는 듯한 모습이 나타날 수 있습니다.

실제로 수치를 살펴볼까요? 2017년 이후 LG 화학은 KOSPI를 29.6%p outperform하고 있습니다. 그러나 반대로 LG 화학을 뺀 주요화학업종, 아래 그림에 주석을 달았지만 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화 같은 순수화학이라 불릴 수 있는 업종은 무려 -17.5%p underperform하고 있습니다. 2018년 이후도 그림은 다르지 않습니다. 시장대비 LG 화학은 -5.6%p underperform을 하고 있는데, 주요화학업종은 이보다 더 큰 -10.7%p를 기록하고 있군요.

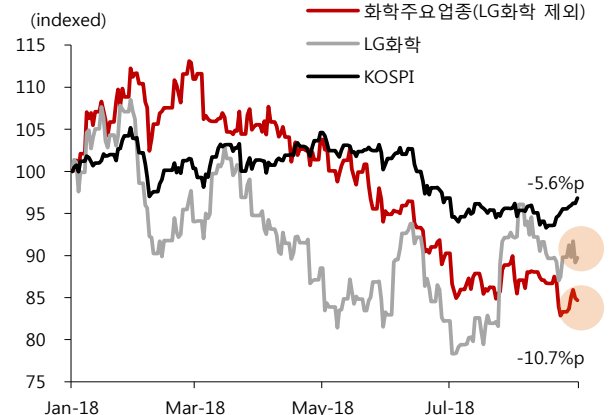
LG 화학 제외 주요화학업종 '17년 이후 KOSPI 대비 -17.5%p underperform



자료: DataGuide, SK 증권

주: 주요화학업종은 롯데케미칼, 대한유화, 한화케미칼, 금호석유, OCI, SKC, 코오롱인더, 롯데정밀화학, 휴켄스로서 임의적 구분

LG 화학 제외 주요화학업종 '18년 이후 KOSPI 대비 -10.7%p underperform



자료: DataGuide, SK 증권

주: 주요화학업종은 롯데케미칼, 대한유화, 한화케미칼, 금호석유, OCI, SKC, 코오롱인더, 롯데정밀화학, 휴켄스로서 임의적 구분



“

화학업종은 이미 중장기 down-turn 에 진입했습니다. 자세한 내용은 지난 CBR12 를 참조해주시면 됩니다. 한편 3 분기 실적도 현재 시황이라면 그다지 좋지 못할 텐데, 여러모로 우려가 많죠

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

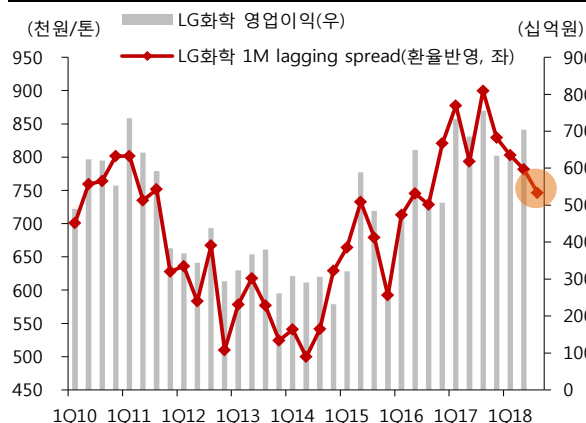
왜 이렇게 순수화학업종이 올해 안 좋은지에 대해서는 지난 CBR 12 에서 자세히 설명했기 때문에 이번에는 내용을 다시 길게 풀어 쓰지는 않겠습니다. (관심 있으신 분은 지난 보고서를 참조해 주시면 감사하겠습니다) 간략하게만 요약하자면,

- 1) Capacity 가 증대되는 전통적인 down-turn 이 돌아왔고
- 2) Cyclical 업종으로서 주기와 마진의 상하진폭을 보더라도 이미 고점에 이른 이후 하락하고 있는 것으로 판단되며
- 3) 무엇보다 차후 미국 에탄크래커(ECC)의 C2 계열(PE 가 대표적) 수출폭격이 진행 될 텐데, 현재 미국가스수급으로 봐서 ECC 의 원재료인 에탄이 차고 넘치는 만큼 원가측면에서 'ECC 불리 / NCC 유리'라는 국면은 쉽게 오지 않을 것

으로 말씀드릴 수 있을 것 같습니다.

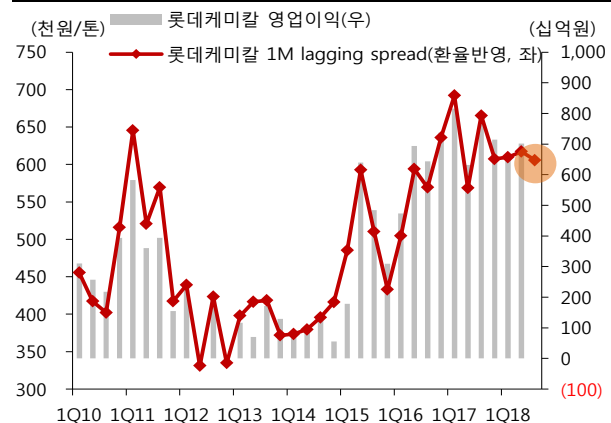
또 한 가지 우려되는 부분이 있다면 3 분기 실적입니다. 유가가 더 오르는 않았지만 상반기의 높은 수준에서 어느 정도 머무르는 만큼 원재료 납사(naphtha)의 부담감은 높은데, 최근 PE 계열과 특히 유독 좋은 시황을 보여줬던 페놀계열이 오히려 가격이 하락하면서 spread 약세 현상을 나타내고 있습니다. LG 화학은 직격탄이죠. 그나마 롯데케미칼은 주력제품인 MEG / PX-PTA 강세 영향으로 양호한 spread 를 유지하고 있지만, 동분기 내 정기보수(9/21~10/31) 시작에 따른 비용의 일부 반영 가능성이 있어 실적 불안감은 역시 높습니다. 이모저모로 좋지 못한 분위기죠.

LG 화학 1M lagging 가중평균 spread: 3Q 감익 가능성 높음



자료: Bloomberg, Cischem, Platts, SK 증권

롯데케미칼 1M lagging 가중평균 spread: 역시 3Q 에서 소폭약세 예상됨



자료: Bloomberg, Cischem, Platts, SK 증권

“

2017년에는 POSCO 만이 부각되었던 한 해였습니다. 올해 철강섹터는 미국관세와 대북 이슈로 주가의 변동성이 높았지만, 9 월을 맞이하는 현시점에서 정리하면 시장 대비 언더퍼폼했습니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우

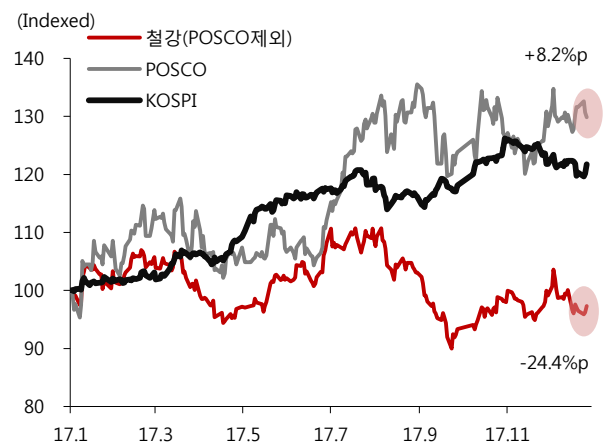
”

철강업종은 '17 년과 '18 년을 구분하여 생각해볼겠습니다. 먼저 17 년은 LG 화학의 아웃퍼폼이 돋보였던 화학섹터와 유사하게 POSCO 는 KOSPI 를 +8.2%p 상회하였습니다. 반면에 POSCO 를 제외하면, 철강섹터는 KOSPI 대비 -24.4%p 라는 부진한 주가를 보였습니다. 차별화가 본격화된 작년 하반기에는 제품가격(P) 상승이 지속되면서 글로벌로 수익성 개선이 동반되었습니다. 가격이 상승한 주된 이유로 1)중국의 유도로 폐쇄, M&A 추진 등의 공급축소 효과가 컸고, 2)부동산과 인프라를 중심으로 한 수요의 회복을 꼽을 수 있겠고. 이러한 상황에서 POSCO 의 경우, 수요처 다변화와 해외철강 턴어라운드, WP/WP+ 제품 등을 기반으로 가격상승의 모멘텀을 향유했지만, 다른 업체들은 자동차와 조선 등 부진한 전방산업으로 인한 공급과 가격하락에 대한 우려가 주가에 반영되었습니다.

'18 년에는 연초까지 양호한 흐름이 지속되었지만, 2 월부터 미국 상무부 무역 확장법 232 조에 따른 철강 수입 규제와 함께 불거진 관세 이슈로 주가는 크게 하락하였습니다. 한국의 경우 미국향 수출물량에 쿼터가 적용되며 판재류보다는 강관류 업체 중심으로 영향을 받으며 마무리되었죠.

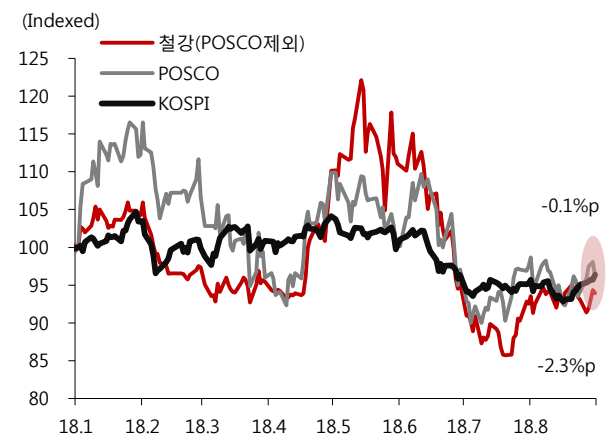
2 분기에는 대북관계 개선과 실질적인 북한 투자에 대한 기대감이 반영되며, 현대제철과 중소형주 중심으로 큰 폭의 상승을 보였습니다. 하지만 이후 뚜렷한 진전이 확인되지 않으며 지금은 상승 이전으로 복귀했네요. 결국 올 한해는 관세와 대북 등 외부이슈로 주가의 변동성이 심했지만, 9 월을 맞이하는 현 시점에서 보면 KOSPI 대비 POSCO 는 -0.1%p, POSCO 를 제외한 철강섹터는 -2.3%p 의 성과를 기록하며 underperform 하였습니다.

POSCO 를 제외하면 KOSPI 대비 부진했던 '17 년 철강섹터



자료: Quantwise, SK 증권

대북모멘텀이 발현된 시기를 제외하면 '18 년도는 KOSPI 대비 Underperform



자료: Quantwise, SK 증권



“

하지만 화학/철강에게 이번 추석은 기회가 될 것 같습니다. 바로 중국 국경절 효과 때문인데요. 세계 화학/철강 수요의 절반인 중국이 re-stocking을 하면서 통상적으로 제품가격을 상승시킵니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

하지만 이와 같은 우울한 소식으로 점철된 화학/철강 업종에 드디어 좋은 기회가 온 듯싶습니다. 바로 ‘한가위’ 모멘텀인데요. 뜬금없이 추석이 소재업종 이랑 무슨 상관이냐 물으실 수 있겠지만, 정확히 얘기하자면 중국 ‘국경절’ 연휴 효과로 이해하시면 될 것 같습니다.

소재업종의 수요에서 중국의 비중은 대략 절반 정도라 보시면 됩니다. BRICs 시대 이후 그들의 영향력은 매우 높아졌죠. 때문에 2010 년 이후로 보면 꽤나 흥미로운 현상이 패턴처럼 발생하기 시작했는데, 바로 중국 최대 연휴인 춘절 / 국경절을 전후로 제품가격이 상승하는 것이었습니다. 또한 반대로 그 시점이 지나가면 가격이 하락했습니다. 즉, 중국 수요의 변동현상이 전 세계 화학/철강 제품가격을 좌지우지한다고 이해하셔도 됩니다. 흥미로운 일이지요. 그렇다면 왜 그런 일이 벌어졌을까요?

한국의 추석과 달리 중국은 춘절과 국경절에 공식적으로 7 일의 연휴가 주어 집니다. 많은 인구와 넓은 국토 때문이라고 이해할 수 있는데, 실질적으로 중국인들은 7 일보다 더 많은 기간을 쉬게 됩니다. 통상 앞뒤로 휴가를 더 붙여서 장기휴가에 들어가는 것이죠. 이 때 발생하는 현상이 바로 재고축적 (re-stocking)입니다. 장기휴가 기간에는 판매할 물품도 미미하니 축적을 해둬야 하고, 또한 공장의 입장에서 연휴 이후 혹시 모를 제품부족현상을 미연에 방지하기 위해서 원재료를 미리 대규모로 구입하기도 합니다. 이 부분이 소재의 수요를 끌어올려서 결국 일시적인 가격 상승효과를 만들어내게 되는 것입니다.

실제로 그런지 데이터로 확인해보도록 하겠습니다.

중국의 3대 연휴이자 장기휴가로 인식되는 국경절

## 한국의 추석만큼 긴 중국 연휴 국경절

(선략) 국경절은 중국의 건국일(1949년 10월 1일)로 중국대륙, 홍콩 및 마카오 지역에서의 법정 공휴일이다. 국경절 기간에는 대륙의 각 지역에서 경축활동을 거행하며 중국의 탄생을 기념하는데, 춘절(春節), 노동절(勞動節)과 함께 중국의 3대 황금주(黃金周) 중의 하나이다. 보통 중국은 국경절에 7일 연휴가 주어진다. (중략) 국경절은 원래 이렇게 긴 연휴였을까? 그렇지 않다. 당초 법정 휴가는 3일에 불과했으나 2000년부터 중국이 전국적으로 휴가기간을 조정, 국경절 전후 2주간 주말을 이어 쉴 수 있도록 총 7일의 연휴를 정하게 되었다. 이에 국경절을 ‘국경장가(國慶長), 또는 십일황금주(十一黃金周)’라고도 부른다. 중국 사람들은 긴 연휴인 국경절을 이용해 많은 사람들이 여행을 떠난다. 따라서 중국 내 관광지에는 인파가 물리고 해외여행 또한 급증하는데, 온라인 여행사 위마마(攜媽媽)에 따르면 올해 국경절 황금연휴에 여행을 떠나는 인원은 지난해 대비 2.6배 증가해 무려 600만 명으로 집계되었다. (하략)

자료: 시선뉴스(2017년 9월 30일), SK증권

“

먼저 화학부터 살펴보면, 생각했던 그림이 실제로 명백히 확인이 됩니다. 춘절/국경절 이전에는 가격 상승이, 이후에는 하락이 나타납니다

- SK 증권 에너지/화학 손자우

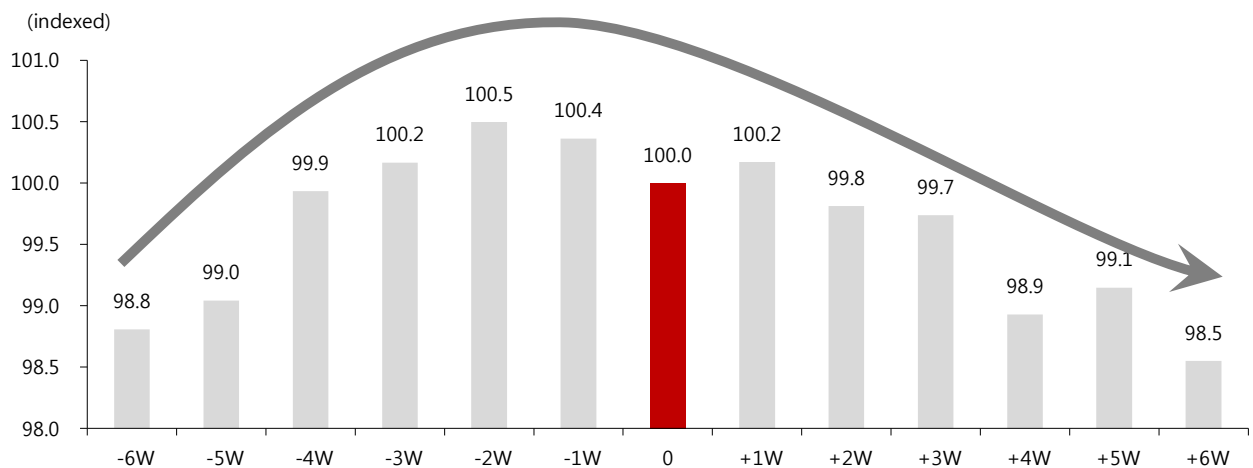
”

## 소재에겐 늘 반가웠던 춘절/국경절: 시황

화학부터 살펴보겠습니다. 시황을 체크할 수 있는 가장 단순한 방법은 역시 제품가격이 되겠죠. 대상으로 삼은 것은 HDPE, PP, MEG, Butadiene, PVC, SM, BPA, PX 이렇게 8개입니다. 추가적으로 더 조사를 진행할 수도 있지만 이 정도 아이템들이라면 큰 이견 없이 충분히 시황을 대표한다고 할 수 있기 때문에 간결하게 8개로 추렸다고 이해해 주시면 될 것 같습니다.

시기는 2011 년 이후 2017 년까지 춘절과 국경절, 그리고 2018 년 춘절까지 포함해서 총 15 번의 경우를 대상으로 했습니다. 역시 충분히 많다고 할 수 있는 표본 대상인데요. 춘절과 국경절 각각의 D-day 를 100 으로 index 화하여 이전 6 주 / 이후 6 주의 가격 움직임을 평균적으로 분석해보면 어떤 결과가 나올까요? 아래 그림에서 확인하실 수 있지만 놀라울 정도로 D-day 이전에 오르고, 이후에 하락하는 모습이 나타납니다.

2011 년 이후 총 15 번의 춘절/국경절에서 화학 주요 아이템의 가격 변동분의 평균치: D-day 이전 상승 / 이후 하락의 패턴이 분명하게 확인됨



자료: Cischem, SK 증권

주 1: 춘절과 국경절 당일을 D-day 로 하여 100 으로 index 화 한 뒤 이전 6 주와 이후 6 주의 제품가격 움직임을 평균하였음

주 2: 대상 제품군은 HDPE, PP, MEG, Butadiene, PVC, SM, BPA, PX 이상 총 8 개임



“

특히 중국에 대한 수요 의존도가 높은 아이템인 MEG, Butadiene, PX는 이 패턴이 더 크고 명확하게 나타나는데요. 당연히 이런 제품의 생산비중이 높은 기업일수록 수혜를 기대할 수 있겠죠

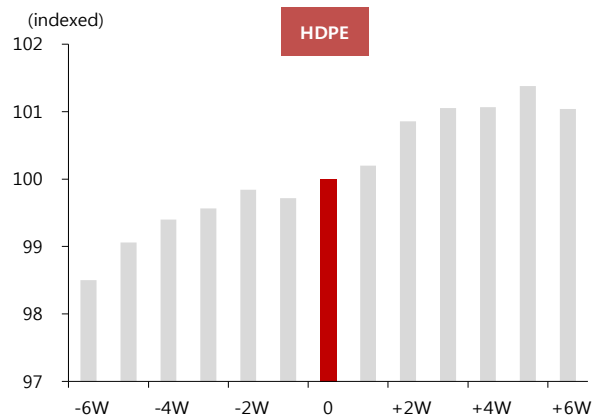
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

제품별로 나눠봐도 이런 움직임은 명백히 확인이 됩니다. 그리고 특징적인 부분은 HDPE / PP 같은 범용 플라스틱 제품들보다 중국에 대한 수요 의존도가 높은 제품인 MEG, Butadiene, PX 같은 제품들은 이런 특징이 좀 더 명확하고 크게 발생한다는 것입니다. 특히 대다수 제품군이 indexed 수치 상에서 약 96~102 밴드 안에서의 움직임을 보이는 것에 반해, 부타디엔 같은 경우는 진폭이 90~104로 훨씬 커지는 특징이 나타납니다. 중국에 대한 의존도가 높다는 요인 외에도 다른 제품들 대비 생산 물량이 극히 적다는 점이 움직임을 더 크게 만드는 것이 아닌가 추정되네요.

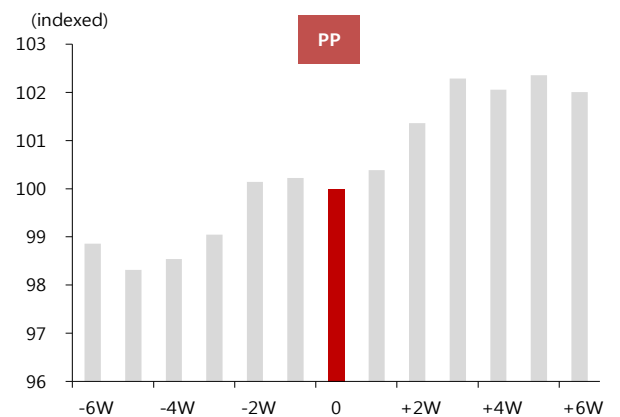
뒤에 말씀 드리겠지만, 이렇게 중국에 대한 의존도가 높은 제품군을 상대적으로 많이 보유하고 있는 기업들에게는 주가 상의 수혜가 좀 더 기대될 수 있겠죠.

춘절/국경절 이전과 이후에서 HDPE의 가격 움직임



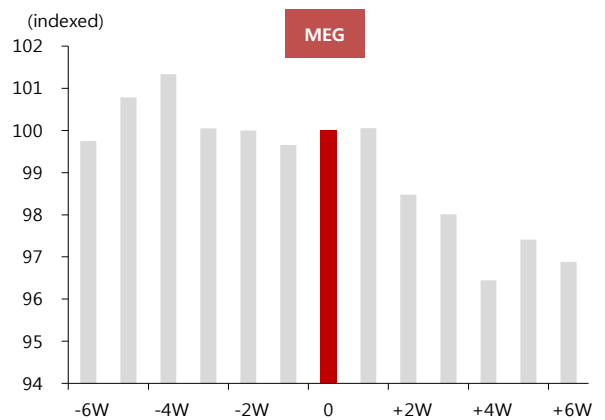
자료: Cischem, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 PP의 가격 움직임



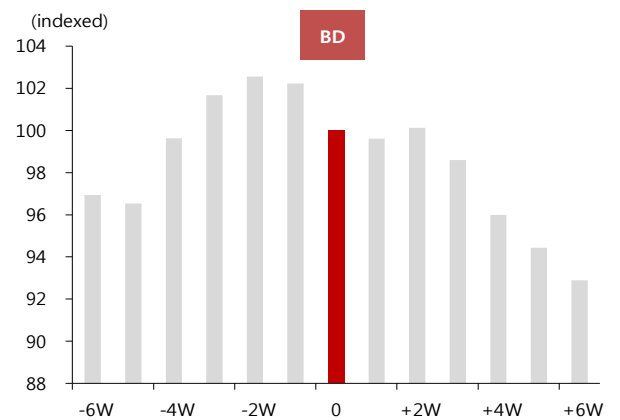
자료: Cischem, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 MEG의 가격 움직임



자료: Cischem, SK 증권

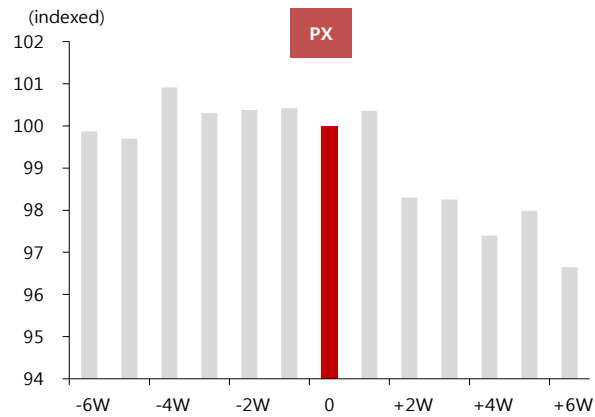
춘절/국경절 이전과 이후에서 Butadiene의 가격 움직임



자료: Cischem, SK 증권

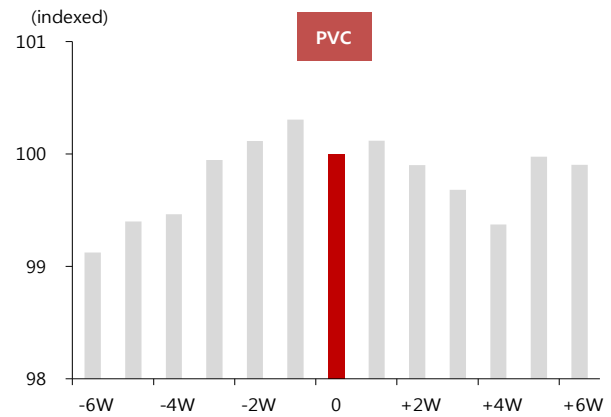


춘절/국경절 이전과 이후에서 PX의 가격 움직임



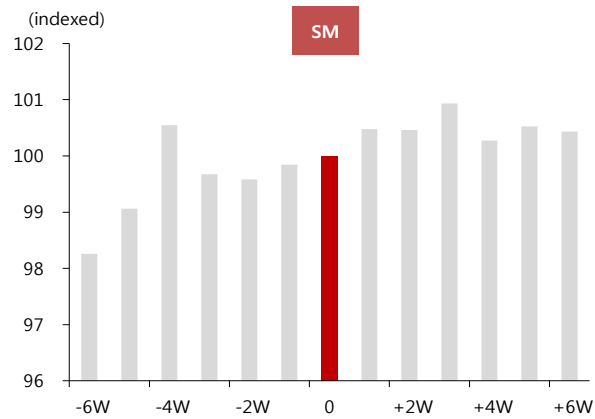
자료: Ciscchem, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 PVC의 가격 움직임



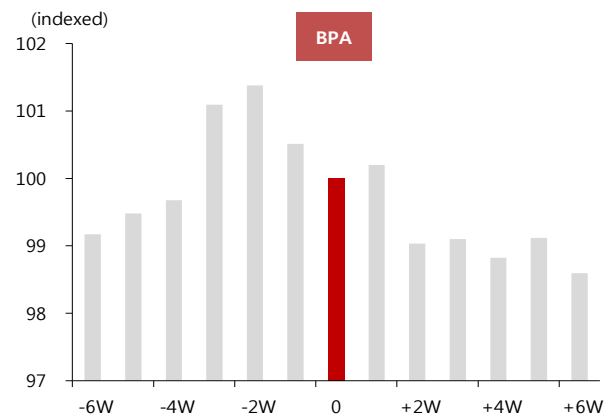
자료: Ciscchem, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 SM의 가격 움직임



자료: Ciscchem, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 BPA의 가격 움직임



자료: Ciscchem, SK 증권





“

철강은 명확한 그림이 나오는 화학과는 조금 다릅니다. ① 이벤트 전 강보합 ② 이벤트 직후 하락 ③ 일정시점 이후 반등으로 정리됩니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

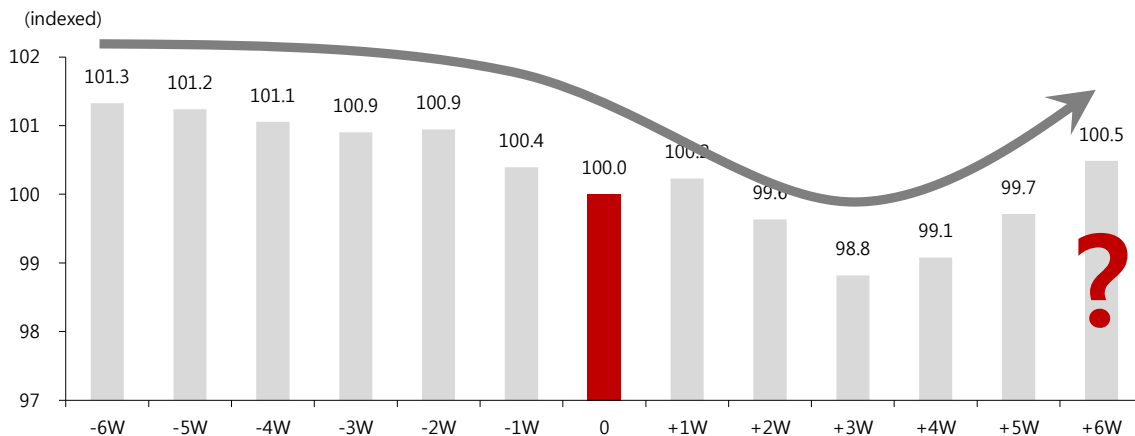
”

명확한 그림이 발생한 화학과는 달리 철강은 부가적으로 설명드릴 부분이 많습니다. 일단 먼저 감안해야 할 것이 2013~15 년 구간은 조사대상에서 제외를 해야 한다는 부분입니다. 왜냐하면 이 때는 철강의 심각한 공급과잉에 의한 ‘대세 하락기’ 였기 때문이죠. 춘절/국경절의 re-stocking 이라는 영향 없이 가격은 그저 빠지지만 할 때였습니다. 그래서 2009 년부터 2013 년까지 춘절/국경절 총 10 차례의 이벤트에서의 가격 흐름을 조사해봤습니다. 대상은 열연, 냉연, 후판, 선재 이렇게 4 가지였습니다.

그런데 화학과 달리 결과는 조금 의외의 패턴이 발생하네요.

철강도 춘절/국경절 때 re-stocking 으로 이벤트 이전 가격강세가 나타난다는 것이 시장의 통념입니다. 하지만 조사결과 ① 이벤트 이전 가격 강세가 존재하기는 하지만 사실상 강보합 내지 횡보 측면의 흐름이 발생하는 수준에 머물렀습니다. ② 물론 이벤트 이후로는 확실히 가격이 화학과 유사하게 빠지는 패턴이 발생하는 것에서는 별다른 차이점을 볼 수는 없는데, ③ 가장 의문인 것은 이벤트 이후 약 3 주차까지 가격 약세가 이어지다가 이후로 6 주차까지는 오히려 가격 회복세가 나타난다는 것입니다.

2009 년~2013 년 총 10 번의 춘절/국경절에서 철강 주요 아이템의 가격 변동분의 평균치: D-day 이전 강보합 / 이후 하락 / 다만 일정시점 이후 회복세?



자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 춘절과 국경절 당일을 D-day 로 하여 100 으로 index 화 한 뒤 이전 6 주와 이후 6 주의 제품가격 움직임을 평균하였음

주 2: 대상 제품군은 열연, 냉연, 후판, 선재 이상 총 4 개임

“

흥미로운 것은 ③번의 가격움직임인데요. 원인은 철강이 장기불황에 빠지면서 재고수준을 얇게 가져갔기 때문으로 파악됩니다. 즉 그만큼 재고소진도 빨리 되어 가격반등이 이르게 발생한 것이지요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

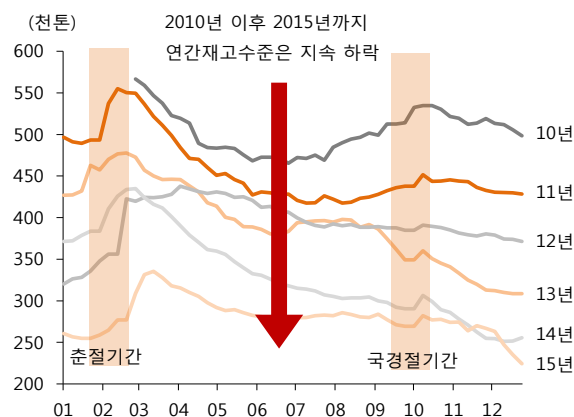
가장 흥미로운 것은 ③번 현상입니다. 화학처럼 이벤트 이후에 de-stocking이 발생한다면 지속적으로 가격이 빠져야 하는데, 대다수의 경우에서 철강은 오히려 막판 회복세가 발생하는 것을 어떻게 설명해야 할까요?

일단 화학과 철강이 같은 cyclical 업종임에도 2010 년 이후로 화학은 호황과 불황이 일정하게 반복되는 모습이 나타났던 것에 반해, 철강은 2000 년 대의 대세 상승기 이후 심각한 공급과잉(overcapacity)을 겪으면서 2010 년 이후로 반대의 대세 하락기를 경험했다는 점입니다.

때문에 시장의 업황에 대한 기대치는 지속적으로 낮아질 수밖에 없는 구간이 었죠. 이는 중국의 열연 재고 데이터를 봐도 확인이 됩니다. 2010 년 이후로 봤을 때 재고는 연간 단위로는 꾸준히 하락하고 있습니다. 그만큼 차후 시황에 대한 불확실성이 높았기 때문에 재고 수준을 얇게 가져가고 있었음을 알 수 있는 것이지요. 그렇기 때문에 이벤트 이후 de-stocking, 즉 재고를 비우는 과정이 화학 대비로 빠르게 마무리 될 수밖에 없었고, 그만큼 이른 시점에서 다시 재고를 축적하는(re-stocking) 과정이 발생하면서 가격이 회복되었던 것으로 해석할 수 있습니다.

2010 년 2 월에 뉴스핌의 기사에서도 이를 확인할 수 있습니다. 당시 춘절 이후 중국의 통상적인 가격 회복세에 대해서 “재고소진에 따른 반등”으로 해석하고 있네요. 현재 중국 철강재고는 반등하기는 했지만 여전히 과거대비로는 낮은 수준입니다. 따라서 이번 국경절 이벤트 이후에도 예상 외로 이른 시점에서 철강은 가격반등이 발생할 수 있을 것으로 예상합니다.

중국 열연재고 수준은 지속 하락하였음. 얇은 재고수준을 유지했다는 해석



자료: Bloomberg, SK 증권

실제로 과거에도 춘절 직후 재고소진 빠르게 이루어지면서 가격반등된다고 해석

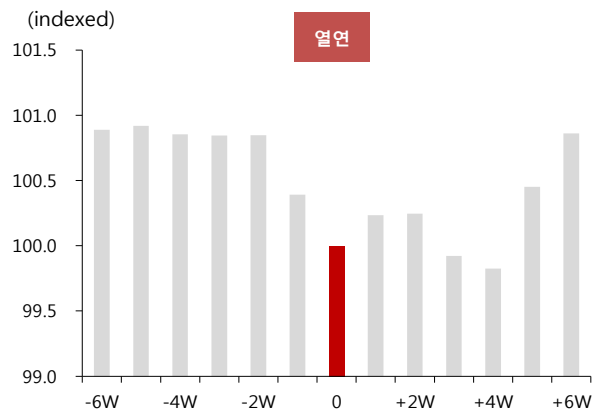
## 철강업, 中 춘절후 수요 회복

(전략) 과거 춘절 이후 철강가격 회복. 중국 철강업황은 대부분 춘절 전후로 확인한 구분이 됨. 춘절 전에는 겨울철 비수기 진입, 춘절 후 수요증가에 대비한 유통상들의 재고 축적 등으로 철강생산이 감소하는 가운데 재고 증가, 가격 하락 등이 나타남. (중략) 춘절 이후에는 대부분 경우 철강가격이 회복하는 패턴을 보임. 먼저 철강수요가 점차 회복되면서 거래가 본격화되는 3주째부터 재고가 감소하기 시작함. 춘절 직후에는 긴 연휴 여파로 철강거래가 본격적으로 이루어지지 않음. (후략)

자료: 뉴스핌(2010년 2월 17일), SK 증권

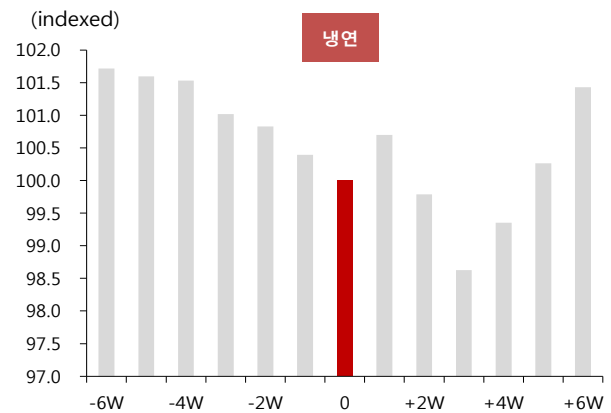


춘절/국경절 이전과 이후에서 열연의 가격 움직임



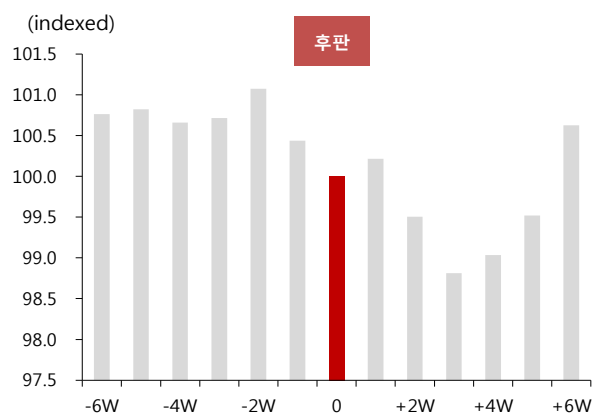
자료: Bloomberg, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 냉연의 가격 움직임



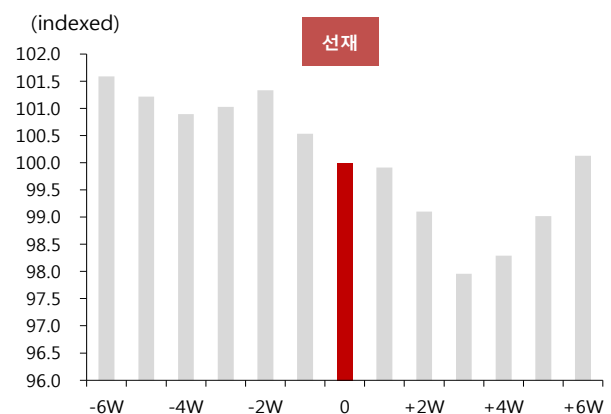
자료: Bloomberg, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 후판의 가격 움직임



자료: Bloomberg, SK 증권

춘절/국경절 이전과 이후에서 선재의 가격 움직임



자료: Bloomberg, SK 증권

“

하지만 이보다 중요한 건 16, 17 년 국경절 때는 이벤트 직후 가격이 급상승했다는 것입니다. 정부의 동절기 감산 계획 때문입니다. 이번엔 더 길고 크게 진행되기에 상승폭이 더 클 수도 있겠네요

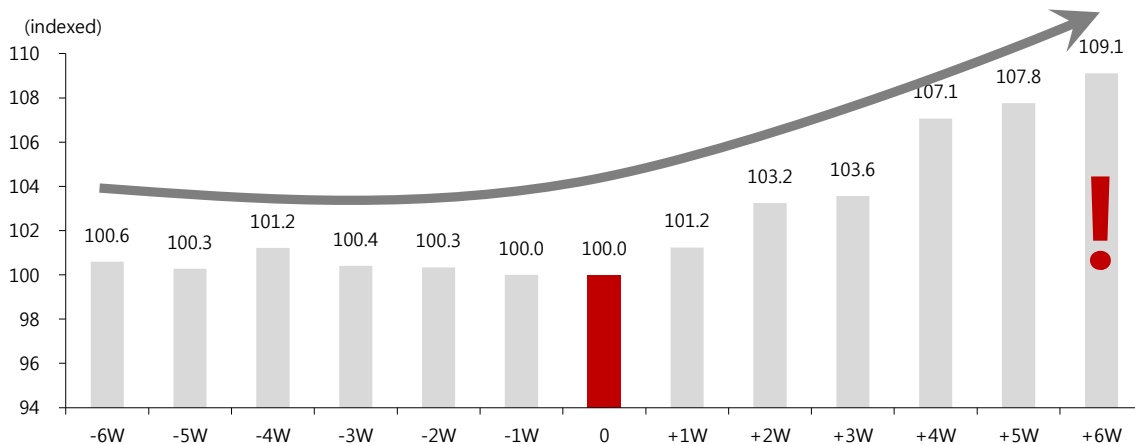
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

하지만 이보다 더 중요하게 체크해야 할 부분이 한 가지 더 있습니다. 2016 년과 2017 년 당시 ‘춘절을 제외’하고 국경절 직후에 발생했던 가격 흐름에 대한 부분인데요. 이벤트 직후부터는 오히려 가파른 가격 상승세가 발생하게 됩니다. 거의 국경절 이후 6 주 만에 평균가격이 10% 가까이 상승하는 것으로 산출되는데, 이 부분에는 또 어떤 이유가 내포되어 있는 것일까요?

원인은 단순합니다. 2016 년부터 시행된 중국 정부의 철강 감산정책 때문입니다. 연말이 되면 ‘동절기 감산 계획’이라는 명목으로 업체의 생산량을 통제 해왔는데요. 때문에 미리 물량을 생산해두려는 움직임이 발생하면서 가격이 빠르게 상승하는 모습이 나타나왔습니다. 이번에도 다르지 않겠죠. 게다가 올해는 과거대비 기간과 규모가 더욱 강해졌다고 발표되었습니다. 그렇다면 기폭이나 시황도 회복된 상황에서 가격반등은 더 강할 수 있겠네요.

2016, 17 년 국경절 직후에는 흥미롭게도 가격의 급등현상이 발생함: 정부의 감산정책 영향



자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 춘절과 국경절 당일을 D-day 로 하여 100 으로 index 화 한 뒤 이전 6 주와 이후 6 주의 제품가격 움직임을 평균하였음

주 2: 대상 제품군은 열연, 냉연, 후판, 선재 이상 총 4 개임

#### 국경절 이후 동절기 감산이 실행되었던 17 년

### 中 철강 감산, 더욱 엄격하게 시행한다

중국 공업정보화부(工业和信息化部)가 지난 1 일자로 다시 한번 철강 감산 관련 공문을 기업들에게 하달했다. 동절기 감산은 예정대로 시행하되, 정부의 관리감독은 더욱 엄격하게 추진될 예정이다. 동절기 감산은 11 월 15 일부터 내년 3 월 15 일까지다. 이때까지 베이징+톈진+허베이성 26 개 도시 (2+26 도시)에 대한 감산이 본격적으로 실시된다. 한파가 일찍 찾아온 일부 지역은 조기 시행 중이기도 하다. 이 기간 동안 철강사들은 고로의 생산능력 기준으로 50%의 감산을 실시한다. (후략)

자료: 스틸데일리(2017 년 11 월 7 일), SK 증권

#### 올해에도 동일하게 진행, 기간도 작년보다 늘어나며 공급량 조절은 클 전망

### 中 늘어가는 환경 규제, 이번엔 ‘동절기 감산’

(전략) 여기에 중국 정부는 올해 동절기(난방기) 감산 계획을 발표했다. 올해 동절기 감산 정책은 작년보다 한층 강화된 모습이다. 우선 기간적으로만 보더라도 작년보다 길어진 것을 확인할 수 있다. 작년의 경우 감산 기간은 11 월 15 일부터 3 월 15 일 까지 약 4 개월 정도였지만 올해 감산 기간은 10 월 1 일부터 3 월 31 일까지 꼭 채운 6 개월로 전년도보다 2 개월 가량 감산 일자가 늘어났다. 감산 지역도 지난 해에 비해 한 군데가 더 추가됐다. (후략)

자료: 스틸데일리(2018 년 8 월 16 일), SK 증권



“

주가 움직임도 춘절/국경절 당시 시황과 크게 다르지 않게 움직였습니다. 시황이 명백히 이전 상승 / 이후 하락을 보였던 화학은 주가도 거의 동일한 양상이 나타났었습니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

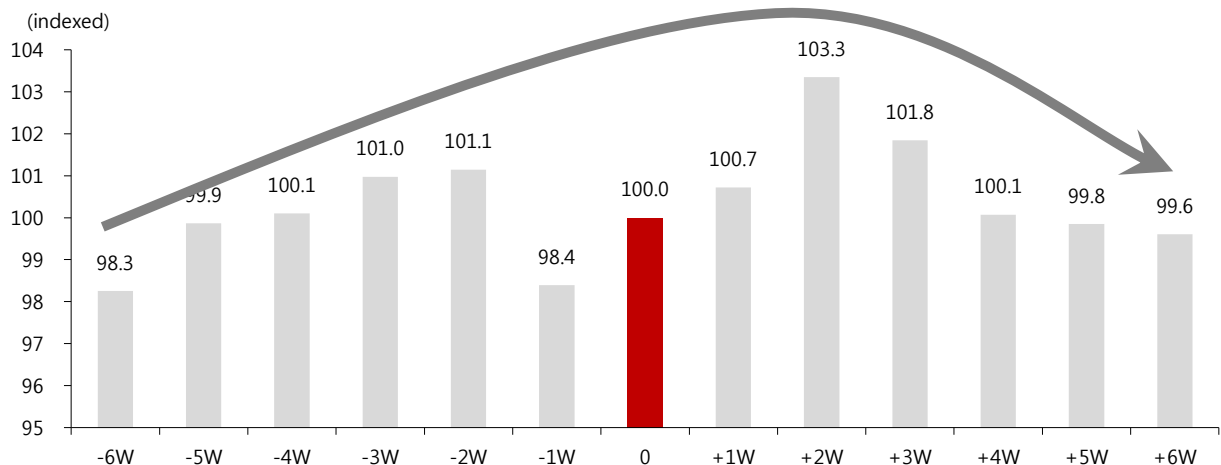
## 소재에겐 늘 반가웠던 춘절/국경절: 주가

그렇다면 주가도 이와 동행을 했을까요? 결론부터 말씀드리면 ‘그렇다’라고 할 수 있습니다. 화학부터 살펴보겠습니다. 화학은 꽤나 명확하게 춘절/국경절 이전 제품가격의 상승 및 이후 하락이 발생했음을 앞서서 확인했습니다. 그리고 주가 움직임도 이와 크게 다르지 않게 발생합니다.

이번에도 주가 분석에 있어서 LG 화학은 제외를 했습니다. 최근에는 배터리의 가치가 더욱 부각이 되면서 워낙 업종 내에서 다른 움직임이 크게 발생했었으니까요. 따라서 대상기업은 앞서 밝힌 바와 같이 롯데케미칼, 대한유화, 한화케미칼, 금호석유, OCI, SKC, 코오롱인더, 롯데정밀화학, 휴켄스로 한정 지었습니다. 그리고 조사결과 2011 년 이후 지금까지 총 15 차례의 춘절/국경절에서 평균적으로 역시나 ‘이전 주가 상승 / 이후 주가하락’이 발생함을 확인할 수 있습니다.

물론 시황과 달리 주가는 다양한 요인이 반영되기 때문에 춘절/국경절 하나만으로 설명하는 데에는 애매함이 있습니다. 하지만 이 정도로 당시 제품가격과 유사한 행태를 보인다는 것은, 반대로 얘기하자면 이 춘절/국경절이라는 이벤트가 화학한테는 어느 정도로 중요한 모멘텀이 되는지를 확인할 수 있는 부분이기도 합니다.

LG 화학을 제외한 주요 화학업종의 2011 년 이후 총 15 번의 춘절/국경절에서 주가 움직임: 시황과 유사함



자료: Quantiverse, SK 증권

주: 주요화학업종은 롯데케미칼, 대한유화, 한화케미칼, 금호석유, OCI, SKC, 코오롱인더, 롯데정밀화학, 휴켄스로서 임의적 구분



“

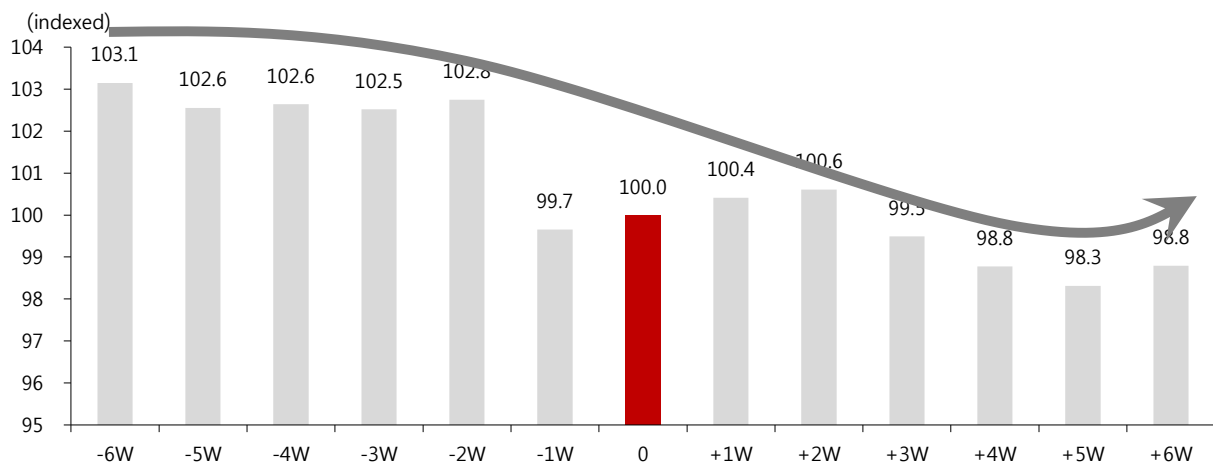
철강 역시 춘절/국경절 당시와 시황과 주가가 연동되었고, 특히 최근 국경절 강세도 있었습니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

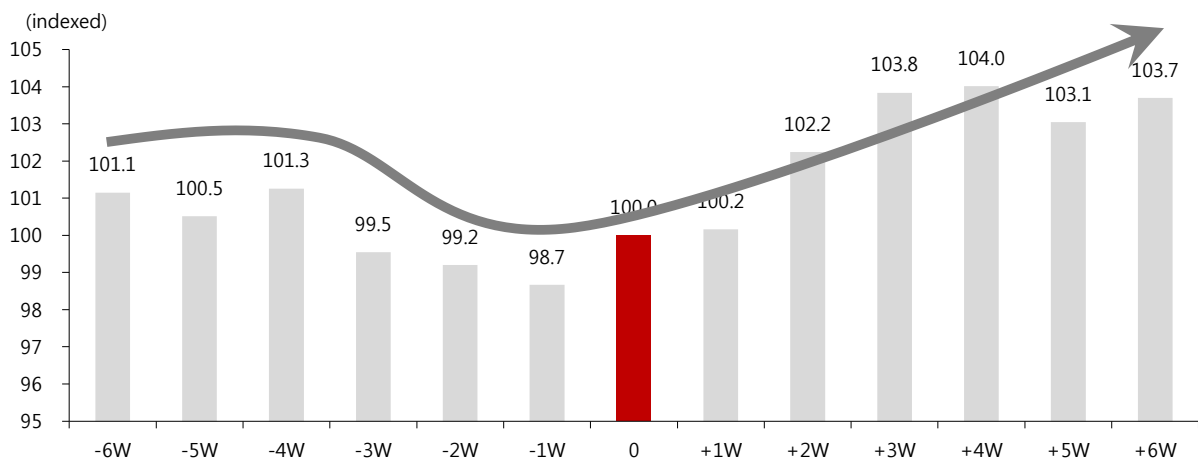
철강도 역시 춘절/국경절 당시의 시황과 매우 유사한 주가 움직임이 나타납니다. 이벤트 이전 가격 강보합 상황에서는 주가도 이와 동일하다가, 이벤트 직후에 하락이, 하지만 6 주 이내에 반등이 발생함을 알 수 있습니다. 그리고 정부의 연말 감산정책 때문에 2016, 17 년 국경절 전후에서의 주가 움직임도 역시 당시의 시황과 유사합니다. 국경절 이후로 빠른 상승세가 나타나고 있습니다. 역시 화학/철강에게 있어서 시황과 제품가격은 주가에 매우 중요한 요인으로 작용하고 있음이 확인되네요.

주요 철강업종의 2009~13 년 5 년 간 춘절/국경절에서 주가 움직임: 시황과 유사함



자료: Quantwise, SK 증권

주요 철강업종의 2016, 17 년 국경절에서의 주가 움직임: 역시 시황과 유사함



자료: Quantwise, SK 증권



“

이번 국경절에도 역시 화학/철강에게는 기회가 있으리라 봅니다. 굳이 전략을 짜자면 각각의 시장 패턴에 따라 '선 화학반등 / 후 철강상승'을 예상할 수 있지만, 현재 철강의 감산 전 강세를 감안하면 두 섹터 모두 베팅을 걸어도 무리 없어 보입니다

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

이번 국경절에도 과거와 다르지 않은 움직임이 예상됩니다. 이미 화학업종에서는 MEG, butadiene, PX 중심의 가격 상승세가 나타나고 있습니다. 주가에 있어서는 또 한 번의 기회가 되겠지요.

철강도 역시 가격 강세입니다. 특징이 있다면 과거처럼 강보합 수준이 아니라 아예 상승세가 나오고 있다는 부분입니다. 국경절 이후 감산에 대한 부분과, 이제 과거와 달리 대세 상승에 접어든 부분이 동시에 작용한 결과물이 되겠지요.

굳이 전략을 짜보자면 과거 패턴을 동일하게 따른다고 가정할 때 '선 화학반등 / 후 철강상승'이 기대됩니다. 하지만 철강 제품가격이 이런저런 이유로 벌써부터 상승세에 진입을 한 상황이니, 지금이라면 굳이 가리지 않고 두 업종 모두에 베팅을 걸기에 나쁘지 않다는 결론을 드리고 싶습니다. 그리고 단순히 이러한 국경절 모멘텀을 포함하여 두 섹터 모두에서 추가로 드릴 말씀이 있는데요. 먼저 화학부터 설명 드려보겠습니다.

“

화학에는 “저 PER 에 매도해서 고 PER 에 매수해라”란 오랜 격언이 있습니다. 따라서 valuation 이 싸다고 buy call 을 하는 것은 위험합니다. 하지만 해도해도 너무 많이 빠진 건 또 사실이네요

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

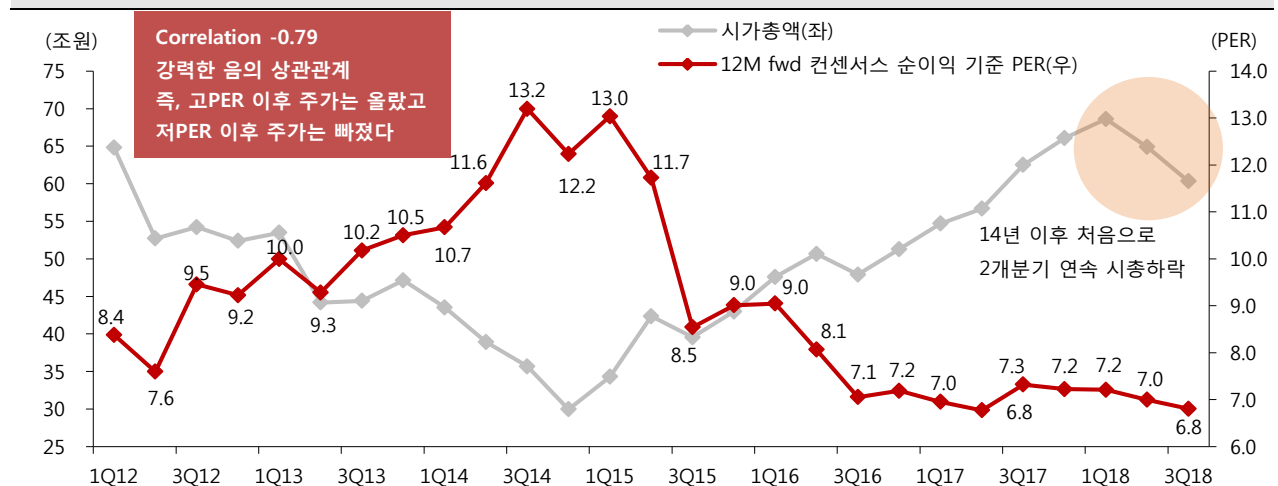
## 화학: 이렇게까지 빠질 필요가 있을까?

지속적으로 말씀 드리지만 SK 증권 리서치센터는 화학, 그 중에서도 순수화학의 중장기적인 down-turn 의견을 제시 드리는 중입니다. 2017 년 이후 주가가 많이 하락하긴 했지만 이 의견은 아직 변치 않았고, 그렇기 때문에 이번 국경절 모멘텀도 trading buy 이상으로 말씀을 드리지는 않습니다. 하지만 이번에는 단기적으로 베팅을 걸어보기에는 그 어느 때보다 좋은 구간에 진입했다는 판단을 하고 있는데요. 그 이유는 실적과 valuation 의 괴리, 즉 지나치게 주가 수준이 많이 하락했기 때문입니다.

원래 화학에는 오랜 격언이 있습니다. “저 PER 에 매도해서 고 PER 에 매수해라”라는 것입니다. 이는 실제 숫자로도 확인되는 부분인데요. 2012 년 이후 주요화학업종(아래 그림의 주석 참조)의 시가총액과 12 개월 fwd PER 을 그려보면 correlation 이 -0.79 로 산출됩니다. 강력한 음의 상관관계죠. 2018 년 3 분기 누적기준의 12 개월 fwd PER 은 현재 6.8x 로 산출되어 7 년 래 가장 낮은 수치를 시현 중인데요. 이 상황에서 2014 년 이후 처음으로 시가총액이 2 개 분기 연속 하락했다는 것은 또 의미가 있어 보입니다.

때문에 화학주가는 원래 하락국면에서 valuation 이 저렴하다는 buy call 은 그다지 신빙성이 없는 주장이 되기 쉽습니다. 그럼에도 불구하고 현재 실적-valuation call 을 추천 드리는 보고서를 작성하는 이유는 ‘해도해도 너무 빠졌다’ 때문이라고 할 수 있습니다.

화학의 오랜 격언 “저PER에 매도해서 고PER에 매입해라”는 입증되는 사실



자료: DataGuide, SK 증권

주: 대상기업은 롯데케미칼, 금호석유, 한화케미칼, SK 이노베이션, S-Oil, GS, SKC, 대한유화





“

역사적으로 그라봐도 화학업종은 ROE-PBR 이 강한 선형관계를 보입니다. 이익이 최대 결정변수이기 때문이죠. 그런데 역사적으로 봐도, 특히 현재 순수화학의 PBR 이 이익 대비 많이 저평가입니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

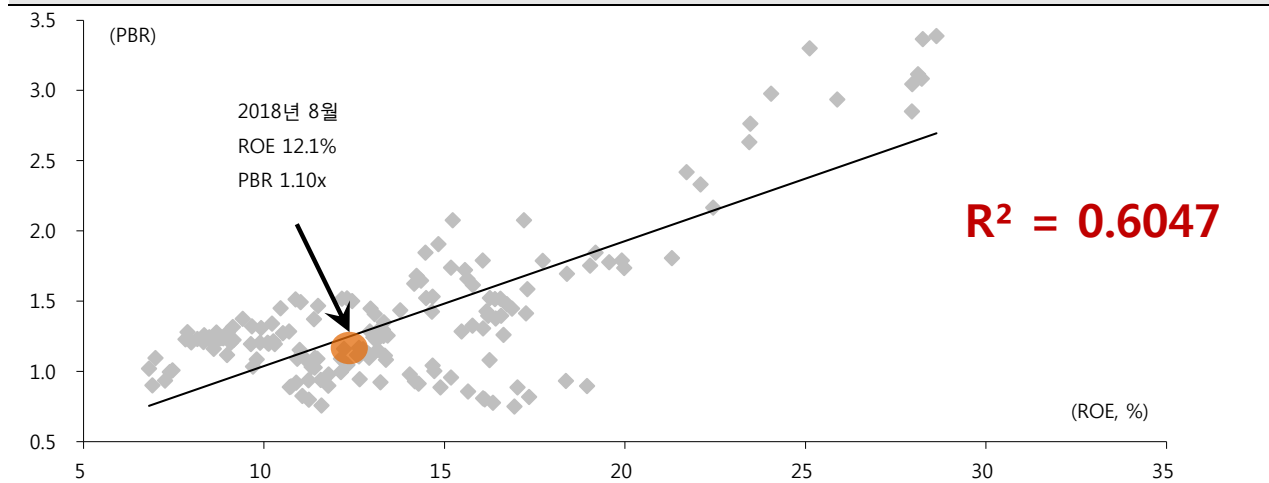
”

화학업종에게 있어 실적은 매우 중요한 변수입니다. 물론 다른 업종도 이는 마찬가지이겠지만, 그 중 화학은 장기성장요인이라는 변수가 극히 제한적이기 때문에 더더욱 실적에 대한 의존도가 높은 편이지요. 실제로 주요화학업종의 2005년 이후 분기별 12M fwd ROE와 12M fwd PBR(모두 컨센서스 기준)을 두고 선형분석을 해보면  $R^2$  값이 무려 0.6으로 산출됩니다. 매우 강한 선형관계라는 것이지요. 그만큼 ROE가 높아지면 PBR이 높아지고, ROE가 낮아지면 PBR이 낮아지는 현상이 명백하게 나타나는 섹터입니다.

그렇다면 지금은 어떤 상황일까요? 2018년 8월 기준 ROE는 12.1%이고 PBR은 1.1x입니다. 분명 회귀선 아래에 위치하는 수치들입니다. 역사적으로 봐도 이익 대비 valuation이 저렴한 것은 사실입니다. 다만 생각보다는 그렇게 아래 쪽에, 즉 극도의 저 valuation이라는 생각이 들 정도의 자리에 위치하고 있는 것은 아니죠? LG 화학이라는 존재가 일단 크고, 그 외에 아직까지는 견조한 수준에 놓여 있는 정유업종도 있기 때문입니다.

문제는 어디냐? 심플하게 순수화학 부분입니다. 이를 확인하기 위해 개별기업별로 따로 떼어서 한 번 보도록 하겠습니다.

2005년 이후 주요화학업종의 분기별 12M fwd ROE와 12M fwd PBR의 선형회귀분석 결과는 매우 높게 산출됨



자료: DataGuide, SK 증권

주: 주요화학업종은 LG 화학, 롯데케미칼, 대한유화, 한화케미칼, 금호석유, OCI, SKC, 코오롱인더, 롯데정밀화학, 휴켄스로서 임의적 구분



“

PBR/ROE ratio는 이론 상 10 정도일 때 무난하다고 할 수 있는데, LG 화학은 역사적 고점에 도달한 반면 순수화학업종은 모두 저점 수준입니다. 특히 한화케미칼은 최저점 근접입니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

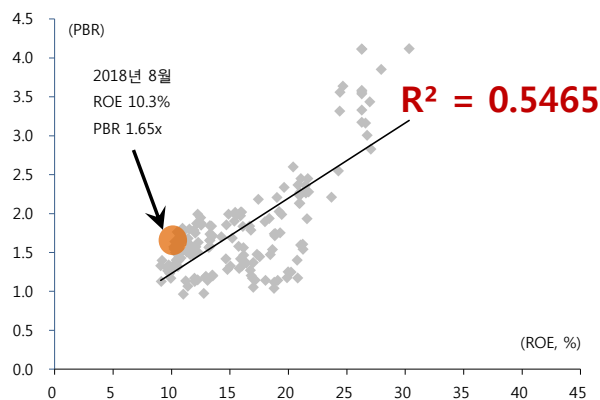
”

먼저 LG 화학부터 살펴보겠습니다. 최근 배터리 프리미엄이 제대로 적용되고 있는 성장형 기업답게 그들의 PBR-ROE dotting은 화귀선의 상단에 위치하고 있습니다. 그렇다면 역사적으로 볼 때 어느 정도로 고 valuation이 되고 있는 것일까요?

이를 해석하기 위해 SK 증권 리서치센터는 PBR/ROE ratio를 적용시켜봤습니다. 통상적으로 cost of equity를 10%라고 감안했을 때, ROE가 10%라면 PBR이 1배인 것이 통상적인 valuation입니다. 즉 PBR/ROE ratio는 10일 때 무리가 없다고 일반적인 판단을 내릴 수 있는 것이지요. 현재 LG 화학의 수치는 역사적으로도 고점 수준에 이르러 있습니다. 게다가 2017년 이후로는 지속적으로 상승하고 있는 상황이지요. 시장이 현재 이익수준보다 valuation을 점점 더 주는 방향으로 가고 있다는 해석이 가능합니다.

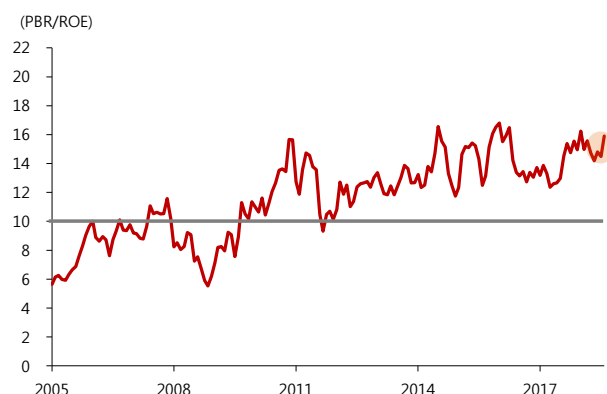
물론 LG 화학은 이 때문에 '위험하다'라는 말을 할 수 없습니다. 그들의 pouch 배터리의 위력과 점점 쌓여가는 전기차 배터리 수주금액을 감안한다면 이는 단순히 비싸다고 판단할 만한 영역이 아니니까요. 다만 현재 시점에서 더 높은 valuation을 쉽게 부여할 수는 없겠다는 정도는 감을 잡을 수 있겠네요.

2005년 이후 LG 화학의 PBR-ROE 화귀분석 결과



자료: DataGuide, SK 증권

2005년 이후 LG 화학의 PBR/ROE ratio

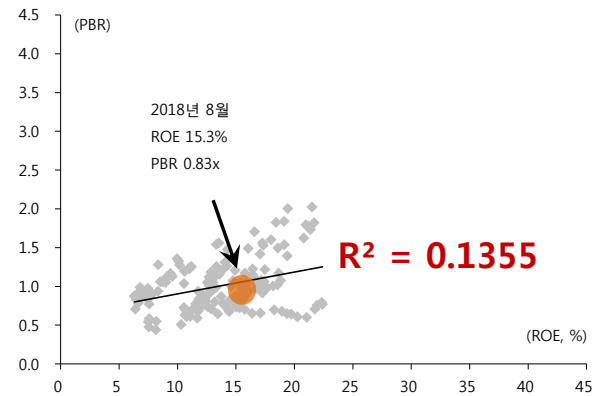


자료: DataGuide, SK 증권



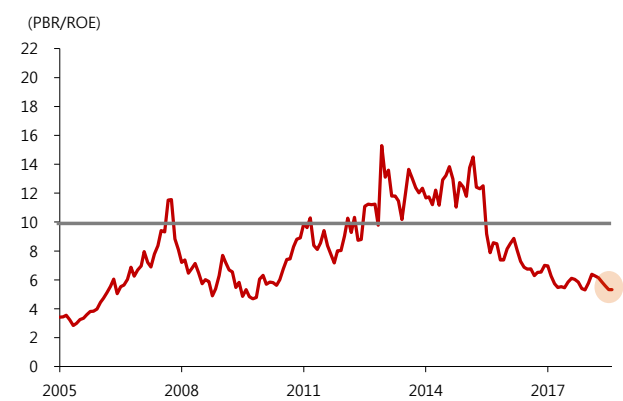
하지만 순수화학업종은 정 반대입니다. 국내 NCC(Naphtha Cracking Center) 대표주자들인 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화를 살펴보면, 이들은 역사적으로 저점의 PBR/ROE ratio 임을 알 수 있습니다.

2005 년 이후 롯데케미칼의 PBR-ROE 회귀분석 결과



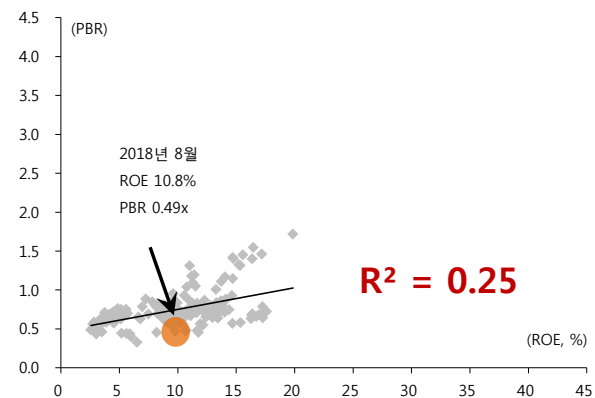
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 롯데케미칼의 PBR/ROE ratio



자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 한화케미칼의 PBR-ROE 회귀분석 결과



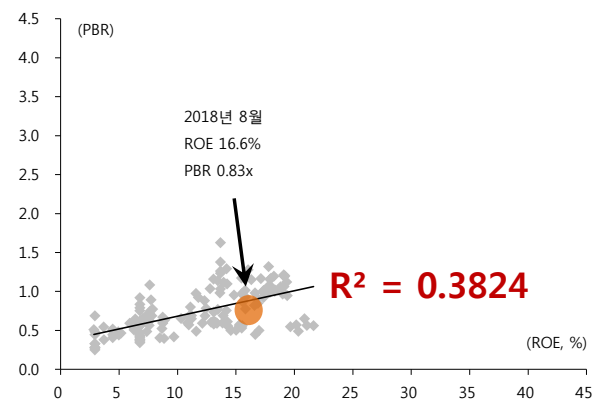
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 한화케미칼의 PBR/ROE ratio



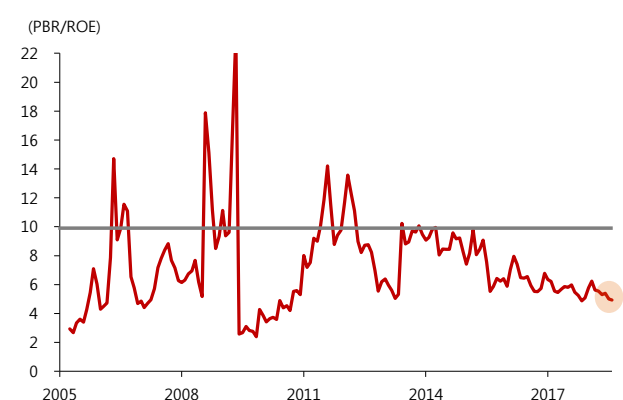
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 대한유화의 PBR-ROE 회귀분석 결과



자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 대한유화의 PBR/ROE ratio



자료: DataGuide, SK 증권

“

아무리 down-turn 이라고 하더라도 dead-cat bounce 는 있는 법입니다. 이익대비 과도하게 하락을 했고 국경절 모멘텀도 있는 순수화학이라면 주가반등 기대감은 충분히 가져볼 만 합니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

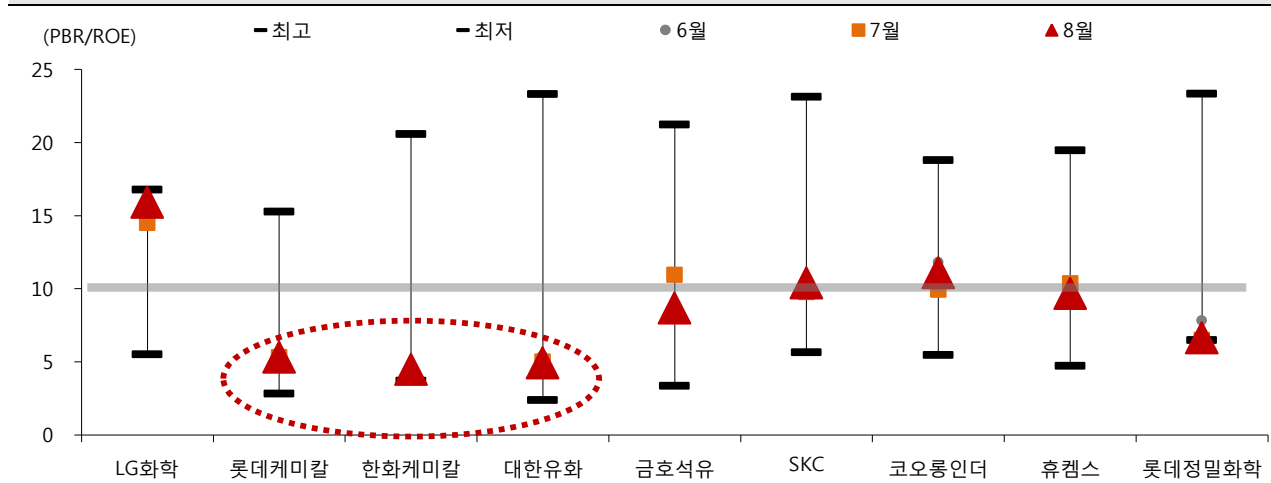
”

현재 PBR/ROE ratio 가 어느 정도 수준인지를 한 눈에 살펴보기 위해서, 주요 화학업종의 2005 년 이후 동 수치의 사상 최대/최저 값을 구하고, 8 월 현재 수치와 비교를 해보았습니다. 이를 보면 명백히 확인이 되는 것이 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화는 화학업종 내에서도 대단히 낮은 수준에 위치함을 알 수 있습니다.

특히 한화케미칼은 역사적 저점에 거의 도달한 수준인데요. 8 월 현재 12M fwd ROE 컨센서스가 10.8%인데 PBR 은 0.48x 입니다. 역사적 저점의 PBR 에도 거의 근접을 했고, 현재 발생시키는 이익 대비로는 매우 낮다는 것을 알 수 있죠. 참고로 롯데케미칼은 15.3% / 0.81x, 대한유화는 16.6% / 0.82x 로 산출되고 있습니다.

앞서 언급한대로 화학이 down-turn 인 것도 맞고 down-turn 에서는 원래 valuation call 이 통하지 않는 법입니다. 그렇지만 반대로 보자면 대세 하락이라고 하더라도 일명 “dead-cat bounce”, 즉 반등구간은 언제나 존재하는 법입니다. 빠져도 너무 빠진 현재 주가에다가 국경절 가격상승 모멘텀까지 들고 있는 순수화학이라면 반등 기대감은 충분히 가져볼 만 합니다.

주요화학업종의 2005 년 이후 최고/최저 PBR/ROE ratio 수치와 현재 수치 간의 비교



자료: DataGuide, SK 증권



“

최근 제품가격도 PX, PTA, MEG 등이 강세 구간  
이기에 순수화학업종에 유리합니다. 반면 PE,  
ABS, 페놀계열은 약세전환이라 기존 강세였던  
LG 화학과 금호석유는 힘이 약해진 모습인데요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

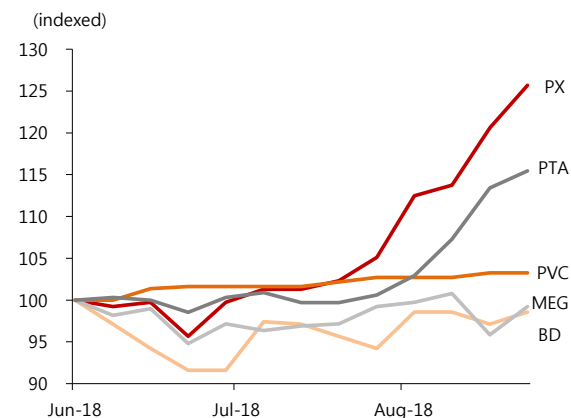
마침 국경절이 다가오면서 최근 제품가격이 가장 많이 오른 쪽은 PX 와 PTA 입니다. 물론 최근 pygas 계열의 전체적인 강세에 힘입어 제품가격이 오른 측면도 큼니다. 하지만 때마침 MEG 가격도 최근 덩달아 강세라는 것을 감안한다면 여러모로 순수화학의 대표업종인 롯데케미칼에게는 우호적인 환경이라 할 수 있습니다. 대한유화도 마찬가지고요.

또한 최근 급락하던 가성소다도 8 월부터는 가격이 반등한 상황이고, PVC 도 소폭반등세를 보이고 있어 한화케미칼에게도 나쁘지 않은 국면입니다. 전체적으로 순수화학업종에게 기회가 올 만한 가격 상승세이기도 합니다.

반면 수년 간 강세를 이어오고 있던 PE/PP 계열은 지속적인 하락세입니다. 국경절 효과보다 확실히 미국신규물량에 대한 부담이 반영되는 분위기죠. 뿐만 아니라 상반기 이익강세의 대표적인 역할을 했던 페놀계열(BPA 등)과 ABS 도 최근까지 약세를 면치 못하고 있는데요. 이렇게 된다면 상대적으로 주가가 강세였던 LG 화학과 금호석유화학은 이번 국경절 모멘텀에서는 앞에서 언급된 업체들 대비 discount가 발생할 수도 있겠습니다.

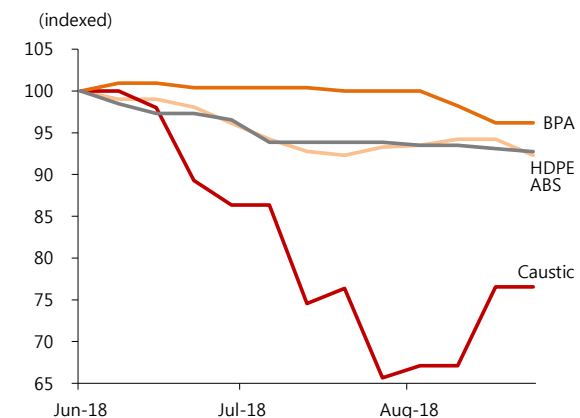
한 가지 마지막으로 강조 드리고 싶은 것은 이번 trading buy가 절대 중장기적인 down-tum 의 view 를 변화시키는 내용이 아니라는 부분입니다. 어디까지나 한가위에 기댄 모멘텀으로 해석하셔야 합니다.

국경절 이전에 강세를 보이고 있는 화학제품들: PX, PTA 등



자료: Cischem, SK 증권

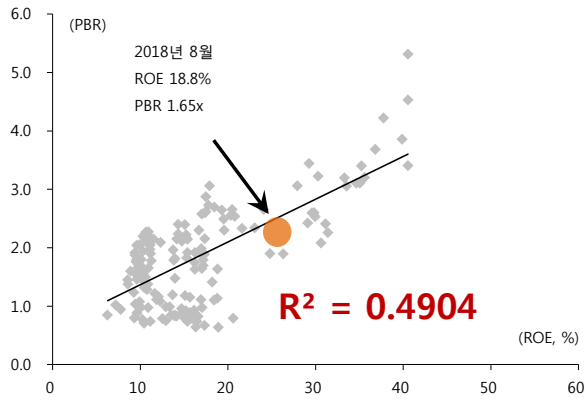
국경절 이전에 약세를 보이고 있는 화학제품들: HDPE, ABS 등



자료: Cischem, SK 증권

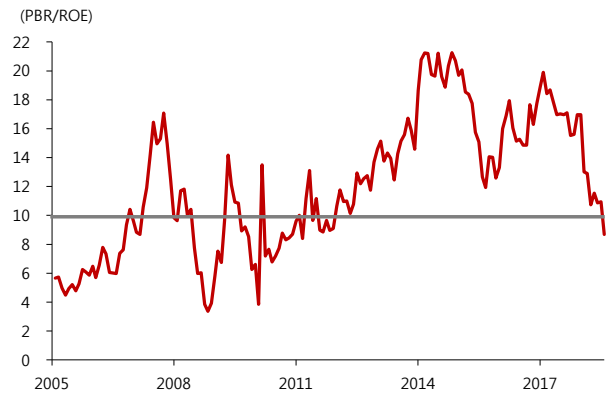


#### 2005 년 이후 금호석유의 PBR-ROE 회귀분석 결과



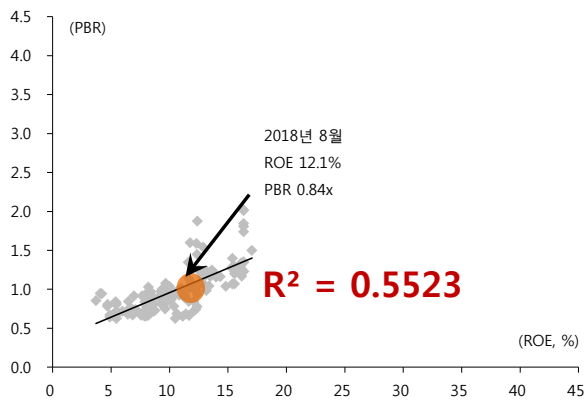
자료: DataGuide, SK 증권

#### 2005 년 이후 금호석유의 PBR/ROE ratio



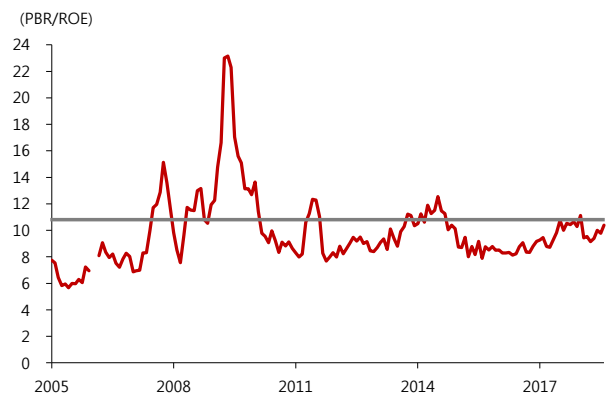
자료: DataGuide, SK 증권

#### 2005 년 이후 SKC 의 PBR-ROE 회귀분석 결과



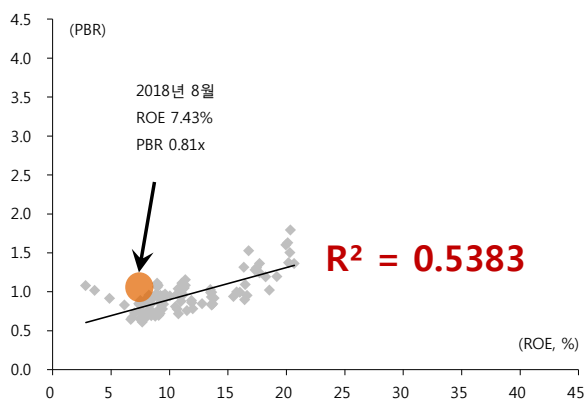
자료: DataGuide, SK 증권

#### 2005 년 이후 SKC 의 PBR/ROE ratio



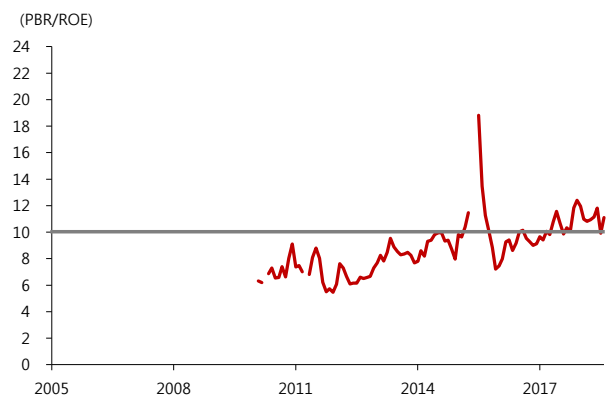
자료: DataGuide, SK 증권

#### 2005 년 이후 코오롱인더의 PBR-ROE 회귀분석 결과



자료: DataGuide, SK 증권

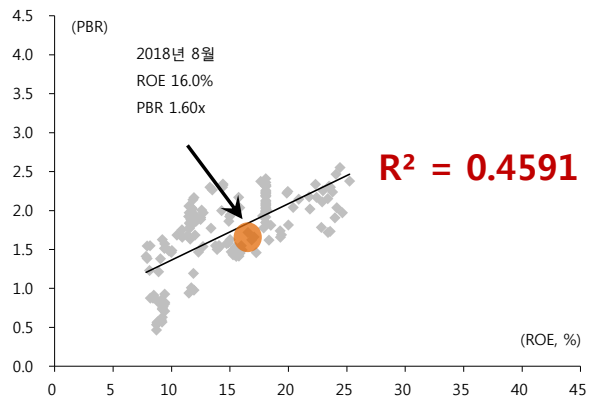
#### 2005 년 이후 코오롱인더의 PBR/ROE ratio



자료: DataGuide, SK 증권

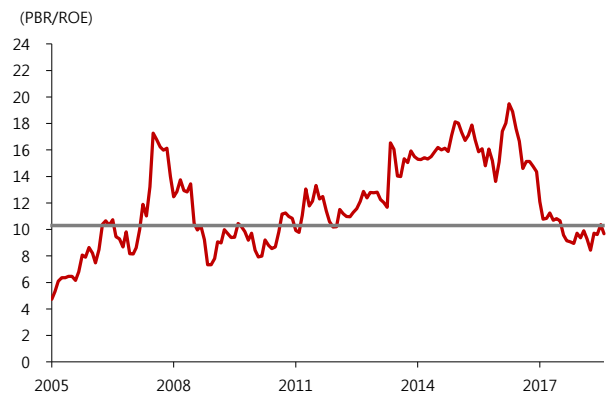


2005 년 이후 휴켄스의 PBR-ROE 회귀분석 결과



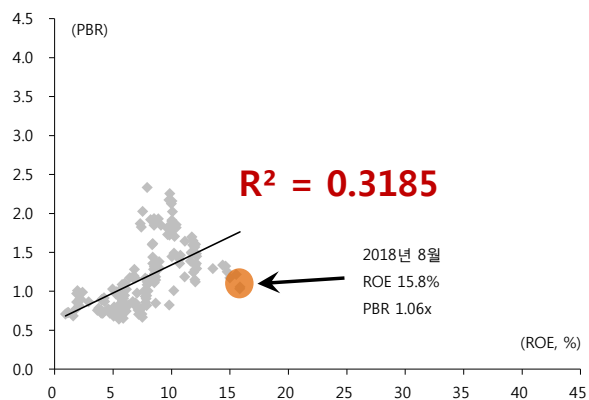
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 휴켄스의 PBR/ROE ratio



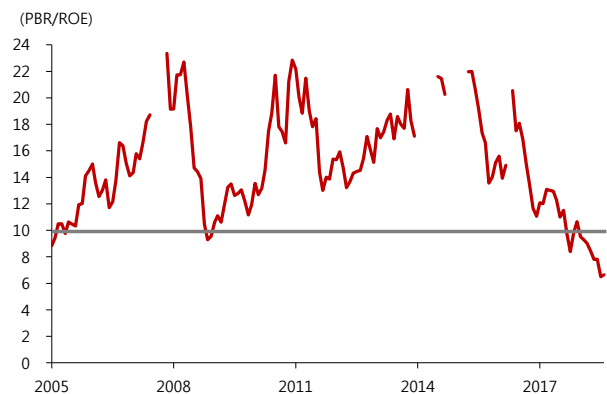
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 롯데정밀화학의 PBR-ROE 회귀분석 결과



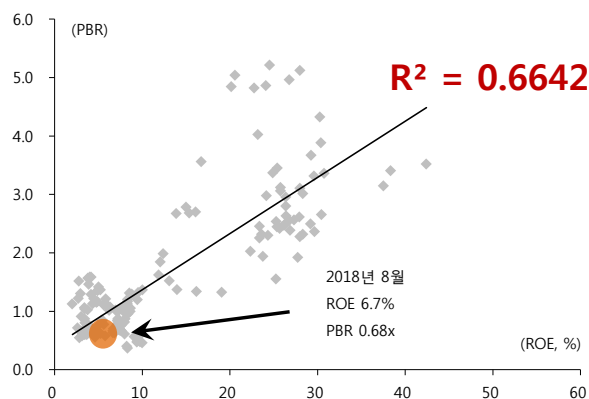
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 롯데정밀화학의 PBR/ROE ratio



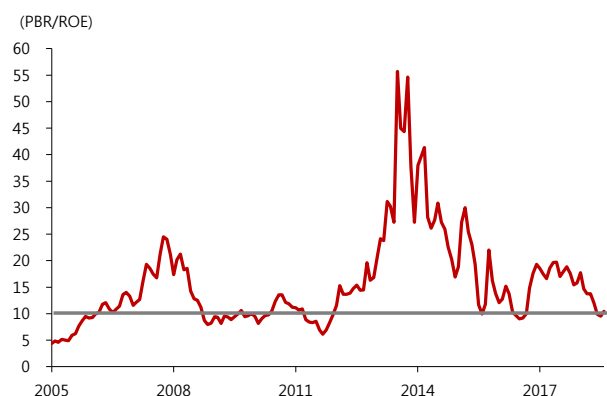
자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 OCI의 PBR-ROE 회귀분석 결과



자료: DataGuide, SK 증권

2005 년 이후 OCI의 PBR/ROE ratio



자료: DataGuide, SK 증권

“

현재 철강섹터의 PBR은 최근 3년 내 평균 정도에 위치합니다. 소재업종 내에서 상대적인 저평가 매력은 떨어지죠. 하지만 국경철 이후로 이익 개선에 대한 기대감이 있다는 점은 중요합니다

- SK 증권 자동차/철강 권순우

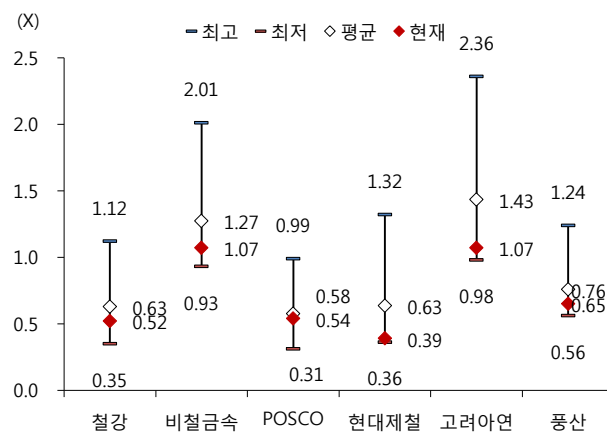
”

## 철강: 부담(공급)이 줄어든다

먼저 철강섹터를 valuation 관점에서 본다면 2011년 이후 현 시점의 PBR은 과거 고점과 평균 대비 저평가라고 말씀드릴 수 있겠습니다. 하지만 업황이 부진했던 시기를 지나 반등이 나왔던 최근 3년으로 시계열을 제한하게 되면 평균치 인근에 위치하고 있죠. 2018년 ROE 전망치를 보더라도 화학 대비 낮은 수익성이 예상됩니다. 저평가라는 측면으로 접근하기에는 소재업종 내에서 상대적 매력은 다소 떨어지는 것이 사실입니다.

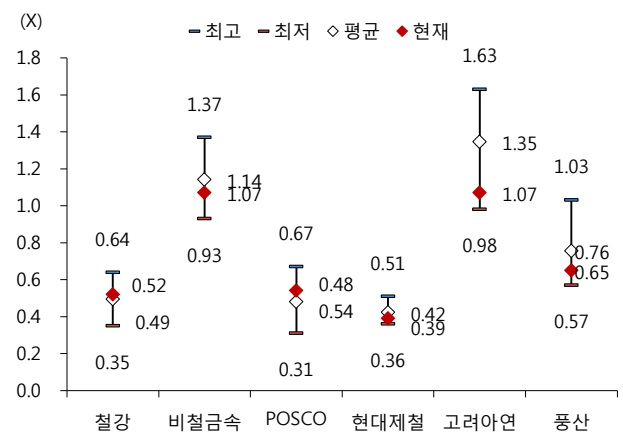
하지만 역설적으로 현재 valuation이 고점 근처에 위치하고 있지 않다는 점도 중요합니다. 올라갈 룬이 있다는 얘기니까요. 주식의 특성상 업황의 개선과 기업의 이익 증가에 대한 기대감이 발생할 때, 주가와 valuation의 상향이 이루어집니다. 결국 업황과 이익이 개선될 수 있느냐가 중요하죠. 저희는 금번 국경철을 기점으로 중국발 공급에 대한 부담이 줄며 업황이 개선됨에 따라 valuation의 상향이 이루어질 것으로 예상합니다.

2011년 이후 PBR 최고/최저/평균과 현재 - 상대적으로 낮아 보이지만



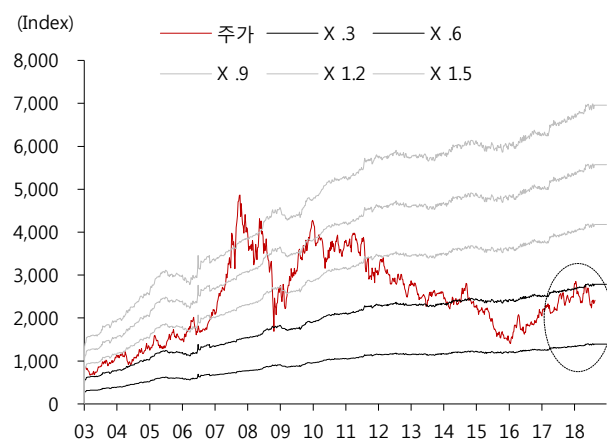
자료: Quantwise, SK 증권 주: 섹터분류는 WICS 기준

최근 3년으로 기한을 제한하면, 평균 수준에 위치



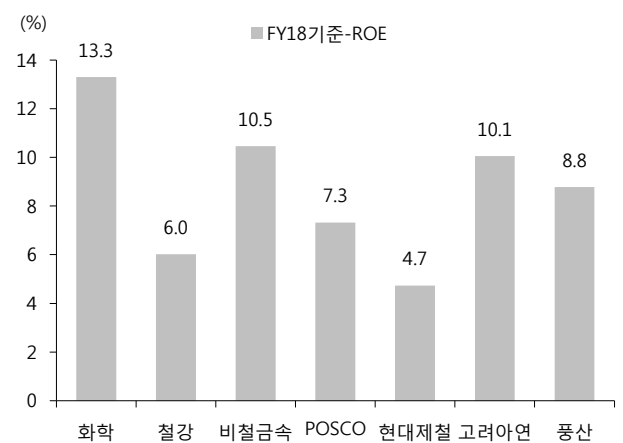
자료: Quantwise, SK 증권 주: 섹터분류는 WICS 기준

철강섹터 PBR 밴드차트 추이 - 16년 이후로 지속적으로 상승



자료: Quantwise, SK 증권

ROE - 과거 대비 높아졌으나 화학과 비교하면 낮은 상황



자료: Quantwise, SK 증권 주: 섹터분류는 WICS 기준





“

예견된 이슈가 정말로 업황과 주가에 반영될 수 있는가라는 생각을 할 수 있습니다. 하지만 감산 규모, 유통재고 수준은 분명 긍정적입니다. 실제로 중국 철강업종의 SPS/EPS 모두 개선 중입니다

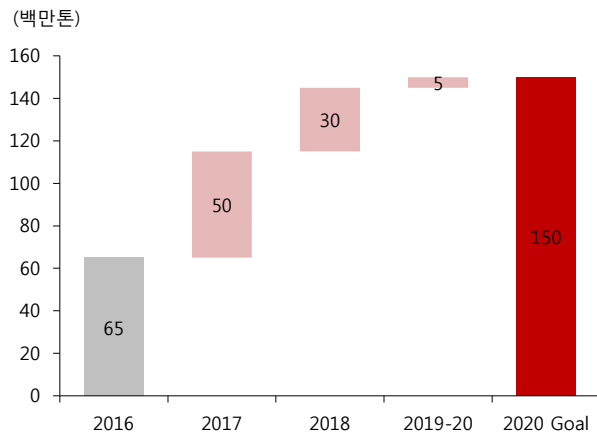
- SK 증권 자동차/철강 권순우

”

동절기 감산이 시행되는 건 이미 예견되었던 이슈인데 정말 업황과 실적이 개선될 수 있을까라는 생각이 드실 수 있습니다. CAPA 감축 규모도 과거보다 낮아지기도 했으니까요. 하지만 중요한 점은 앞서 언급했듯이 과거 동절기 감산보다 시기와 규모가 커졌다는 점입니다.

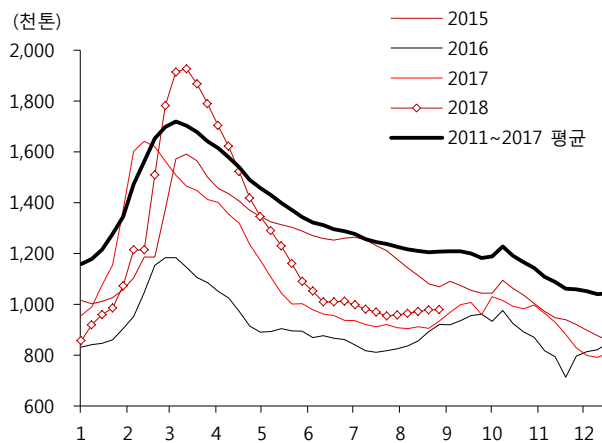
그리고 시장의 유통재고 수준이 그리 높지 않습니다. 연초에 크게 상승하며 우려로 작용했지만, 지금은 과거 '11~'17 년 평균 대비 아래에 위치하고 있죠. '16, '17 년 대비는 높지 않으나 반문할 수 있지만, 작년보다 국경절 시점이 앞당겨지면서 재고 축적이 미리 진행되고 있다는 점과 감산 폭이 작년보다 크다는 점을 감안했을 때, 가격에는 분명 긍정적인 것으로 판단합니다. 공급이 줄어들더라도 중국 수요가 더 크게 감소할 수도 있지 않겠는가라는 걱정도 있습니다. 각종 지표와 유통성 확대, 내수부양 가능성을 예로 들 수 있겠지만, 기대감과 우려의 결론인 추정치 변화로 이를 확인할 필요가 있습니다. 중국 철강업종에 대한 추정치는 스프레드 확대에 의한 EPS 증가뿐만 아니라 가격인상으로 인한 SPS의 증가가 지속적으로 이루어지고 있죠.

CAPA 감축과 감산을 통한 생산 축소가 병행되고 있는 중국



자료: Bloomberg, SK 증권

유통재고 - 과거 평균 대비 낮은 수준, 가격상승에 긍정적인 상황



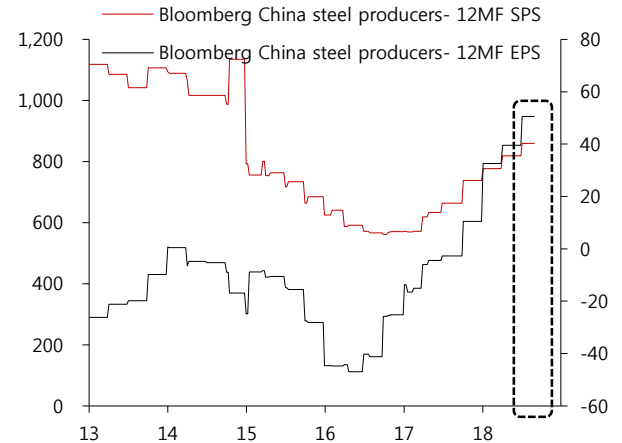
자료: Bloomberg, SK 증권

탕산고로 가동률 - 국경절 이후 감산은 재차 진행



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 업체 추정치 - 12MF SPS/EPS 모두 상향 중



자료: Bloomberg, SK 증권

“

하반기 국내수요가 부진할 가능성은 물론 있습니다. 하지만 중국의 수출물량 감소와 가격상승이 국내업체의 valuation 과 실적에 보다 크게 기여할 전망입니다. 부담(공급)이 줄며 맞이할 변화에 주목할 필요가 있습니다

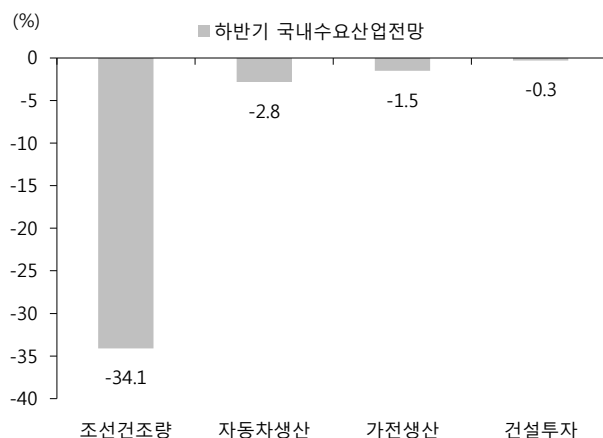
- SK 증권 자동차/철강 권순우

”

그렇다면 중국의 개선이 과연 국내철강업에도 영향을 줄까요? 국내수요로만 놓고 본다면 하반기는 분명 녹록한 상황은 아닙니다. POSRI의 전망에 따르면, 주요 전방산업인 조선, 자동차, 건설투자, 가전생산이 하반기는 전년 동기 대비 감소할 것으로 보입니다. 하지만 철강섹터는 그 동안 중국의 영향을 더 크게 받아왔다는 점이 중요하죠.

감산을 통한 중국의 생산량 축소는 결국 1)수출물량의 감소와 2)수출가격의 인상으로 전개될 전망입니다. 중국의 수출물량은 철강섹터의 PBR 과 역의 관계였다는 점을 생각하면, 하반기 특별한 이익의 증가가 없어도 valuation 이 높아질 수 있는 기대요인으로 작용할 수 있습니다. 또한 높아지는 중국의 수출가격은 국내 수요처에는 다소 부정적이겠지만, 철강업체에게는 호재입니다. 최근의 후판가격의 상승이 가능했던 요인도 대체재인 중국가격의 상승의 영향이 크죠. 열연의 경우도 가격의 하방을 수입재가 만들어주는 상황입니다. 중국발 부담(공급)이 줄어들며 맞이할 수 있는 변화를 생각하면, 한가위를 맞이하여 철강섹터는 지금부터 답아갈 필요가 있다는 판단입니다.

하반기 국내 주요 전방산업 전망 - 녹록한 국내수요라고 말하기는 어려움



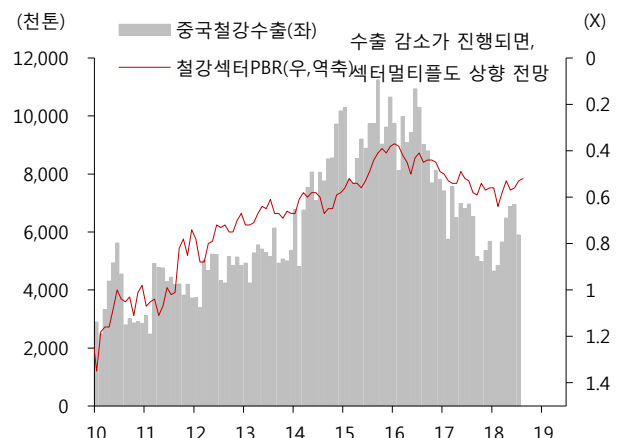
자료: POSRI, SK 증권

국내유통/수입가격 - 열연, 가격의 하방을 지지하고 있는 수입가격



자료: Steeldaily, SK 증권

중국철강 수출과 철강섹터PBR - 수출감소는 valuation 상향으로 이어질 전망



자료: Bloomberg, Quantwise, SK 증권

국내유통/수입가격 - 후판, 대체재였던 수입가격의 상승



자료: Steeldaily, SK 증권



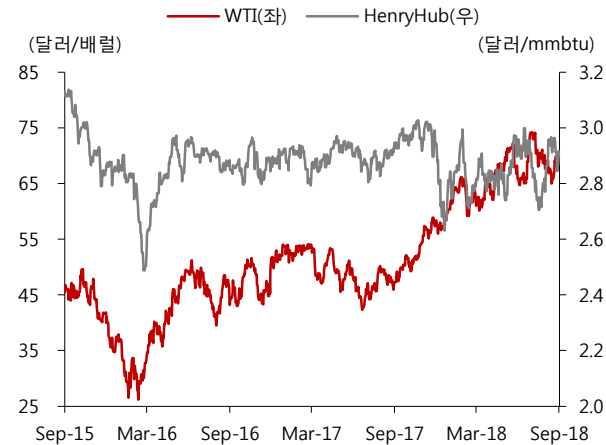
## 소재·산업재 섹터별 선호도

	섹터	1M 수익률	6M 수익률	Comment	
	KOSPI	+1.2%	-4.3%		
GOOD ↑	1 정유/ 화학 (▲4)	-1.4%	-8.4%	전월리뷰	정유: 유가의 횡보국면과 3Q 실적 우려감으로 추가하락 화학: PE 및 기타제품가격의 하락세로 인해 추가약세
				금월전망	정유: 3Q 실적에 대한 부담감은 점점 커질 것으로 판단됨 화학: 국경절과 과매도 모멘텀으로 순수화학 반등 기대
				투자포인트	낙폭이 컸던 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화 등에 관심
	2 조선 (▼1)	+15.5%	+8.5%	전월리뷰	양호한 상선 수주 flow를 보여주었고, 현대중공업 그룹의 지 배구조 개편도 긍정적인 방향으로 이루어지며 강세 보였음
				금월전망	Feeder급 컨테이너선에 대한 추가적인 발주 예정 물량이 남 아있고 현대상선 발주물량도 9월에 본격적 맺을 예정임
				투자포인트	우호적인 Feeder급 컨테이너선 발주 환경과 실질적인 수주 모멘텀 감안시 현대미포조선의 상승 여력이 가장 크다는 판단
	3 철강/ 금속 (▲1)	+0.7%	-9.0%	전월리뷰	무역분쟁과 터키를 중심으로 한 신흥국 우려가 부담으로 작용 월말 미국 쿼터적용 면제 발표되며 선포먼트 개선
				금월전망	국경절을 앞두고 재고축적이 진행되었으나 중국 동절기 감산 을 감안하면 지속적인 제품가격 상승 기대
				투자포인트	중국 국경절을 전후로 섹터 전반적인 비중 확대 권고 외부요인으로는 위안화 환율에 주목
	4 건설 (▼1)	+0.8%	+14.6%	전월리뷰	부동산 추가 규제 발표에도 불구하고, 주택 가격 상승으로 추가 영향 미미. 대북 슈팅 이전 밸류에이션 수준의 추가 유지
				금월전망	주택이 만들어주는 호실적에 따른 밸류에이션 하방은 충분히 다져짐. 하반기 해외 수주를 앞두고 비중확대 의견은 유지하 나, 금월 가시적 수주 부재로 단기 모멘텀은 약한 상황
				투자포인트	국내외 플랜트 발주 호황을 감안, 대형 건설사 위주로 투자 추천. Top-pick GS건설, 현대건설, 차선휘 HDC현대산업개발
	5 유틸/ 상사 (▼3)	-7.1%	-5.2%	전월리뷰	유틸: 정부의 비우호적 정책과 모멘텀 부재로 하락 상사: 미중 무역분쟁 부담과 글로벌 경기 둔화로 하락
				금월전망	유틸: valuation 상 추가하락 쉽지 않지만 상승모멘텀도 부재 상사: valuation 상 추가하락 쉽지 않지만 상승모멘텀도 부재
				투자포인트	한국전력의 현 주가는 추가하락 여지가 적다는 장점은 있음
BAD ↓	6 자동차 (-)	-1.2%	-13.7%	전월리뷰	판매데이터 부진과 함께 신흥국 리스크 재부각되며 하락 신흥국 환율과 함께 원/달러와 원/엔도 불리하게 작용
				금월전망	본업보다는 글로벌 자동차 수요와 환율을 비롯한 외부요인이 주기에 크게 작용할 전망. 지배구조 개편안 진행 여부에 주목
				투자포인트	낮은 PBR을 감안하면 추가 하락가능성은 제한적으로 판단 하지만 뚜렷한 상승요인도 제한적. 여전히 보수적 접근 유효

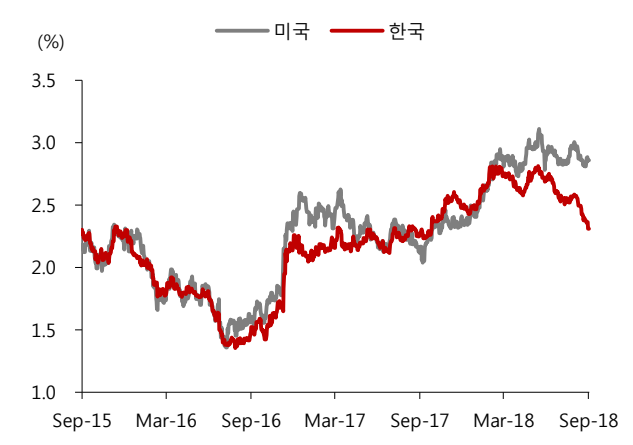


## 소재·산업재 Key Chart

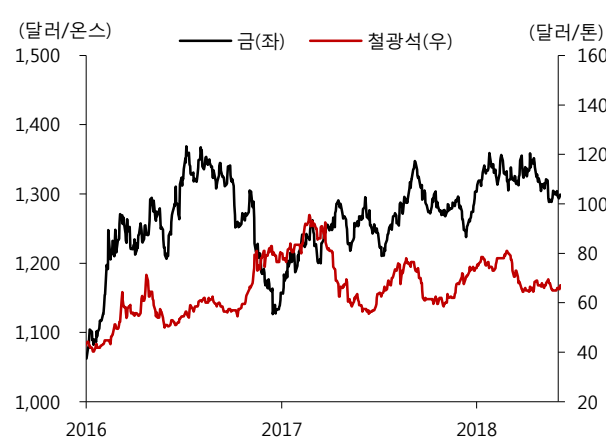
WTI, Henry Hub 가격 추이



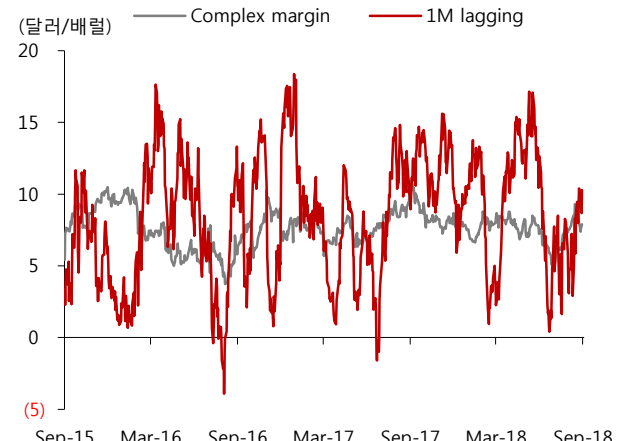
미국, 우리나라 국고채 10 년물 추이



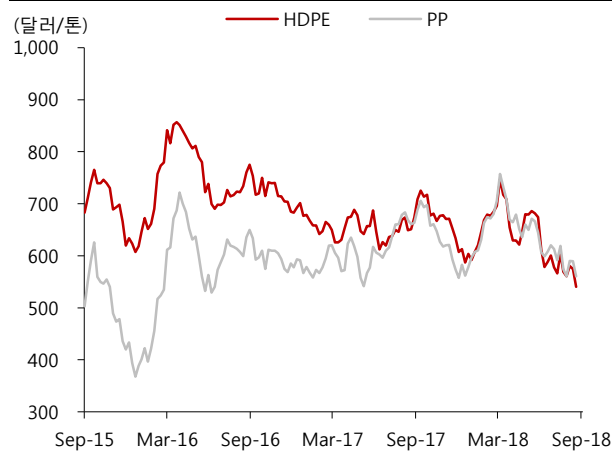
철광석, 금 가격 추이



정제마진 추이



PE, PP 스프레드

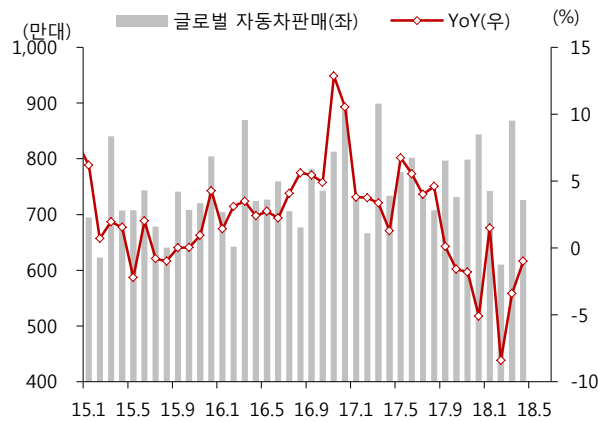


부타디엔 천연고무 가격 추이



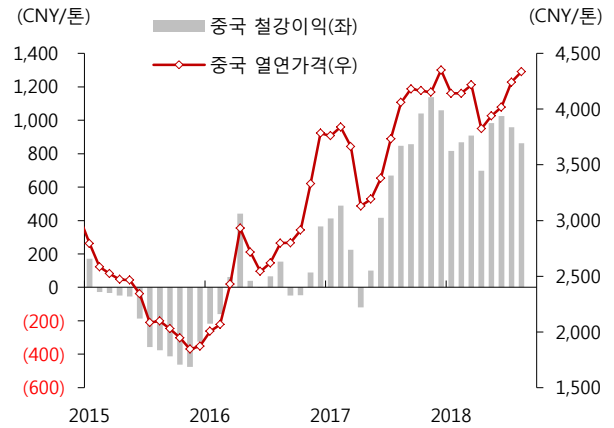


## 글로벌 자동차 판매대수 추이



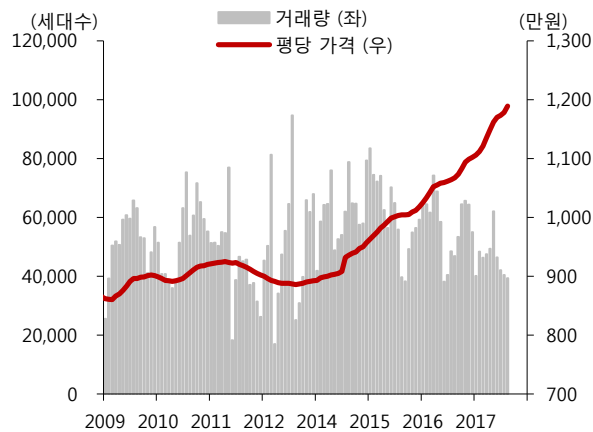
자료: 산업자료, SK 증권

## 중국 열연가격과 철강이익 추이



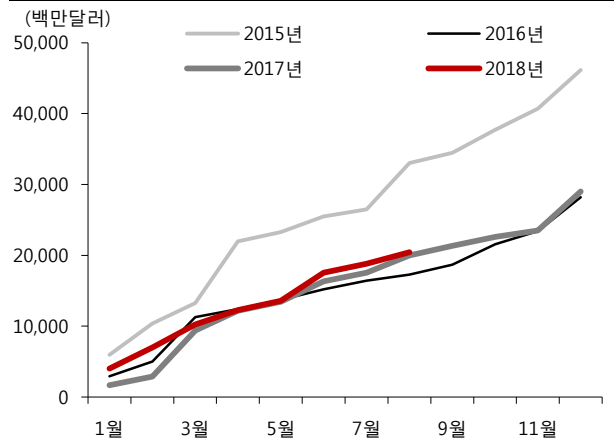
자료: Bloomberg, SK 증권

## 부동산 가격, 거래량 추이



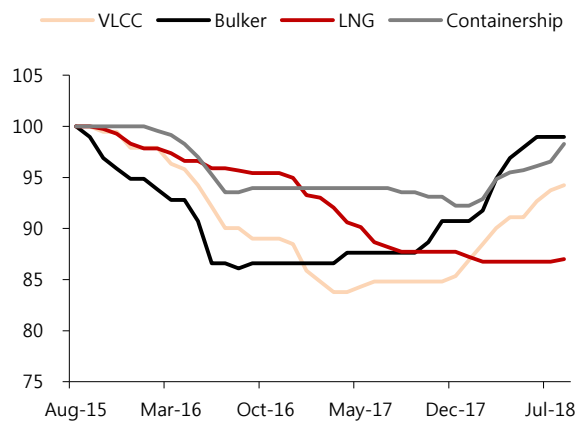
자료: 국토교통부, SK 증권

## 건설 월별 해외 수주 추이



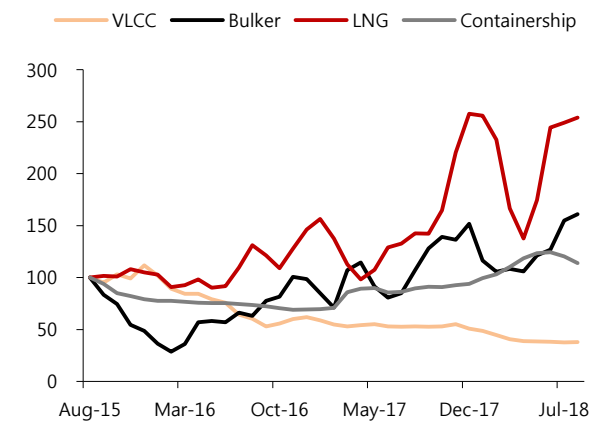
자료: 해외건설협회, SK 증권

## 선종별 신조선가 지수 추이(Aug-15=100)



자료: Clarkson Research, SK 증권

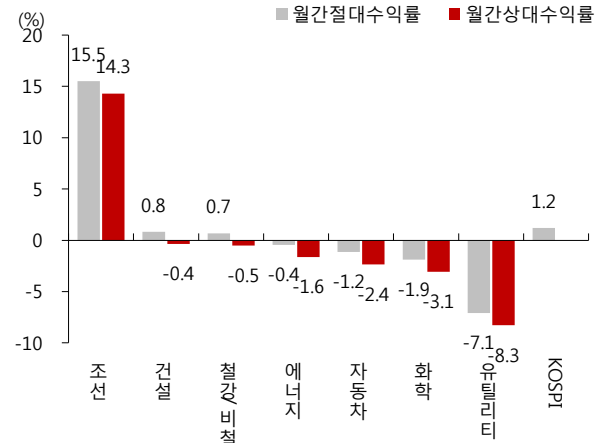
## 선종별 운임 지수 추이(Aug-15=100)



자료: Clarkson Research, SK 증권

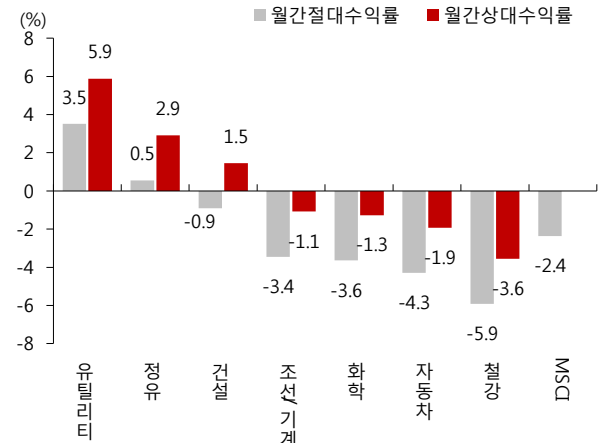
## 수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

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
절대수익률	종가	2,322.9	5,382.7	4,018.8	918.1	5,403.4	2,413.0	1,720.1	2,836.8
	52주최고	2,607.1	5,937.0	4,805.0	1,168.2	6,607.4	2,851.5	2,095.9	3,129.9
	52주최저	2,218.1	5,031.6	3,789.6	918.1	5,028.8	2,232.6	1,388.8	2,002.9
	시가총액	1,554.9	40.1	83.6	31.5	102.7	49.2	24.0	42.9
	비중%		2.6	5.4	2.0	6.6	3.2	1.5	2.8
상대수익률	1M	1.2	-0.4	-1.9	-7.1	-1.2	-0.4	0.8	15.5
	3M	-4.1	-3.0	-2.2	-9.5	-2.8	-6.9	-15.3	-7.6
	1Y	-1.7	-2.6	-4.9	-21.3	-10.8	-6.2	12.5	7.6
	YTD	-5.9	-3.5	-8.8	-13.1	-15.0	-2.8	16.7	36.7

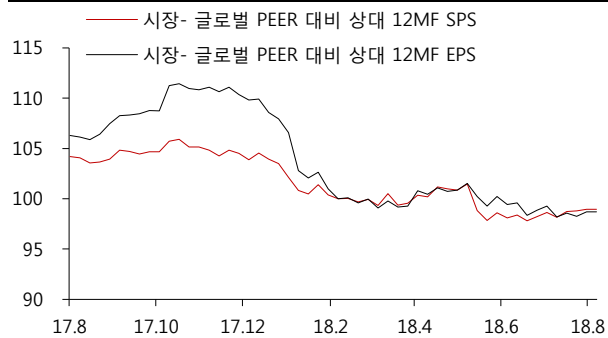
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	기계/조선
절대수익률	종가	522.9	242.7	355.8	128.1	185.1	271.2	289.1	369.6
	52주최고	550.3	254.7	382.6	136.3	230.0	335.5	327.8	438.9
	52주최저	477.2	204.8	323.9	120.4	182.8	266.0	280.4	350.0
상대수익률	1M	0.8	-2.5	-0.2	-0.5	-3.2	-7.7	-2.2	0.0
	3M	2.0	-1.0	1.6	2.5	-8.4	-11.9	-3.3	-2.1
	1Y	9.3	18.5	9.6	-4.3	-2.1	-6.2	0.4	5.6
	YTD	-1.6	2.3	-2.3	1.5	-16.7	-15.0	-8.6	-12.9

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

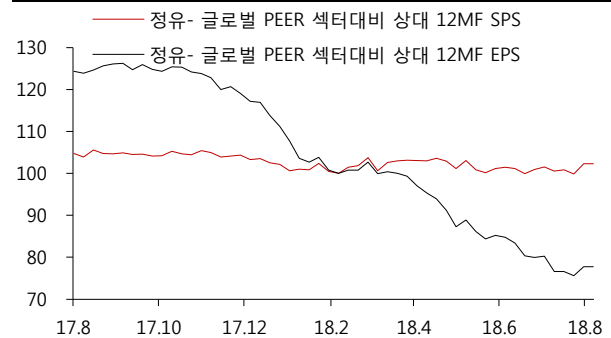
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권



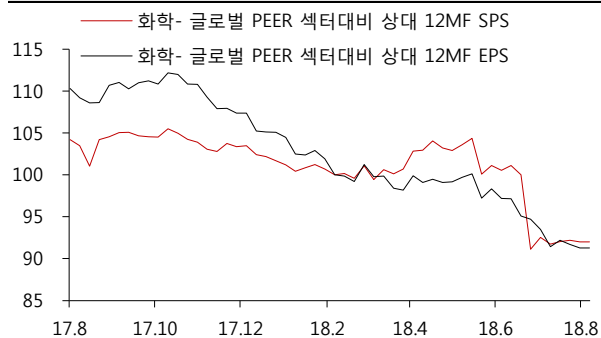
## Earnings Revision: KOSPI



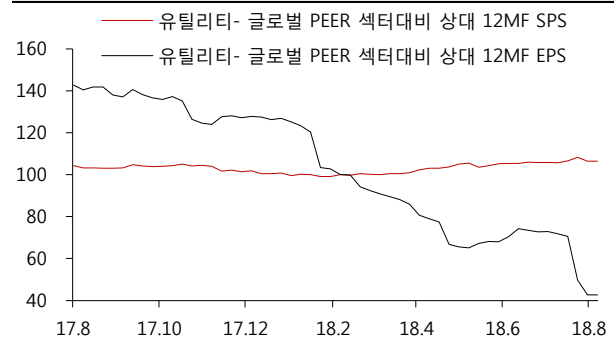
## Earnings Revision: 정유



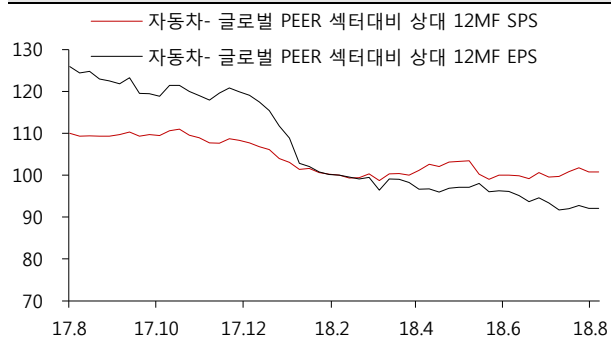
## Earnings Revision: 화학



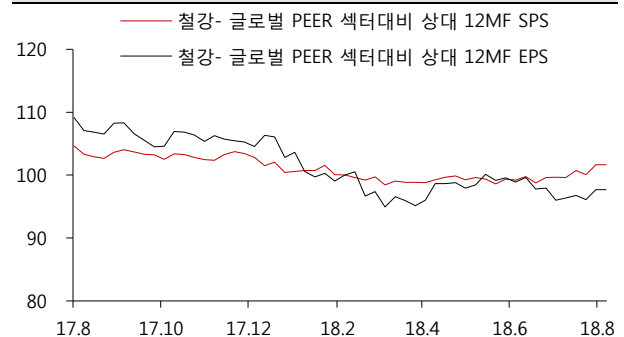
## Earnings Revision: 유틸리티



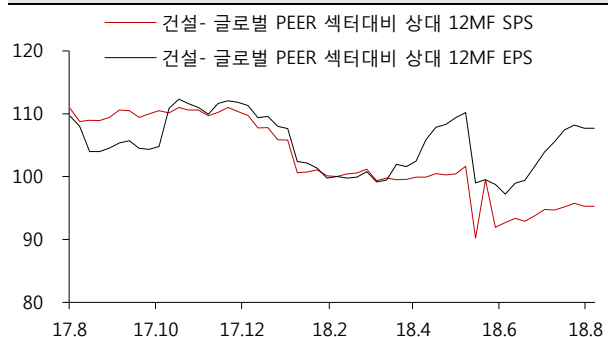
## Earnings Revision: 자동차



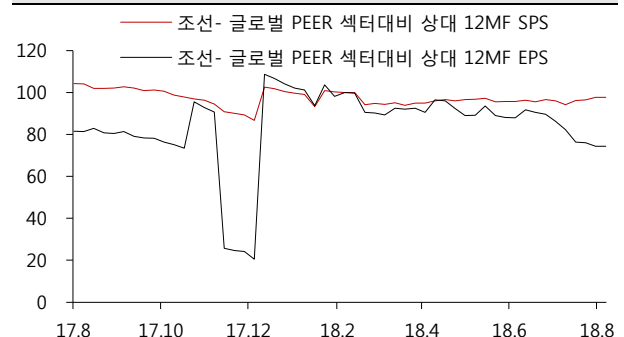
## Earnings Revision: 철강



## Earnings Revision: 건설



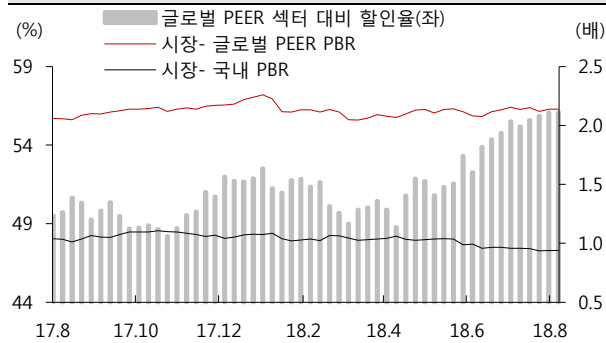
## Earnings Revision: 조선



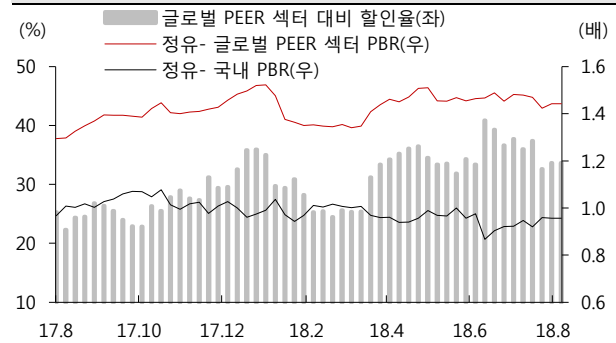
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출  
자료: Datastream, SK 증권



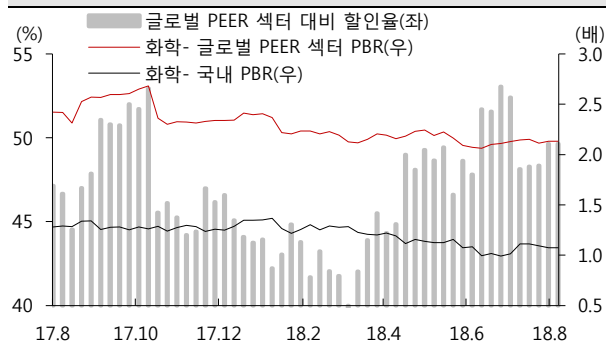
Relative Valuation: KOSPI



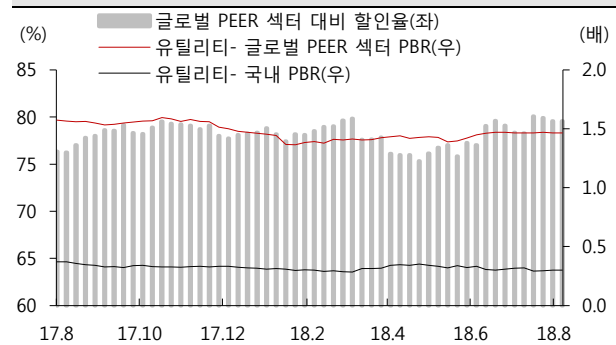
Relative Valuation: 정유



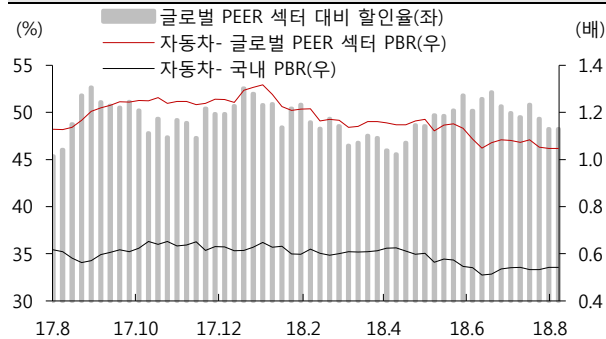
Relative Valuation: 화학



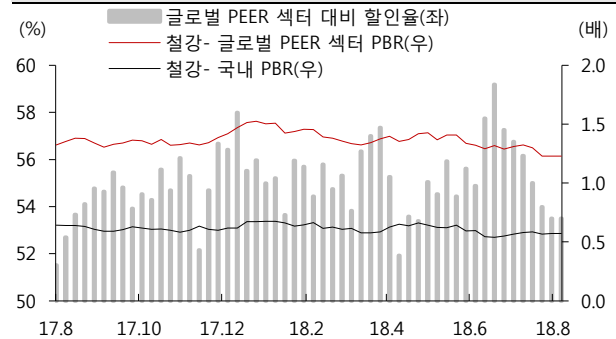
Relative Valuation: 유틸리티



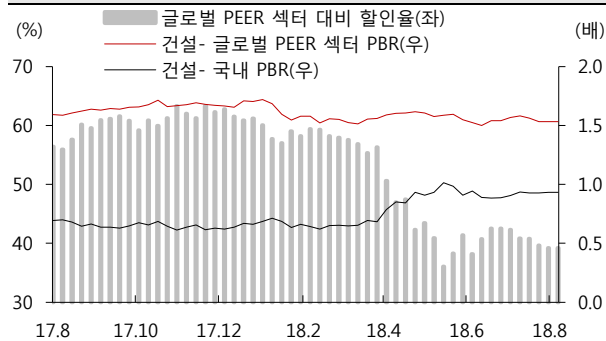
Relative Valuation: 자동차



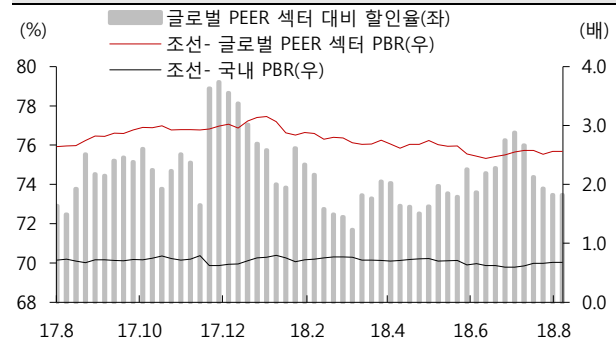
Relative Valuation: 철강



Relative Valuation: 건설



Relative Valuation: 조선



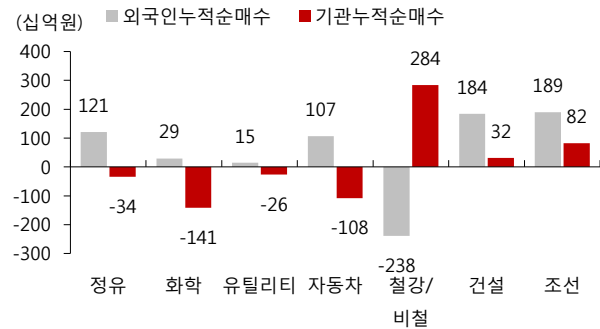
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

자료: Datastream, SK 증권

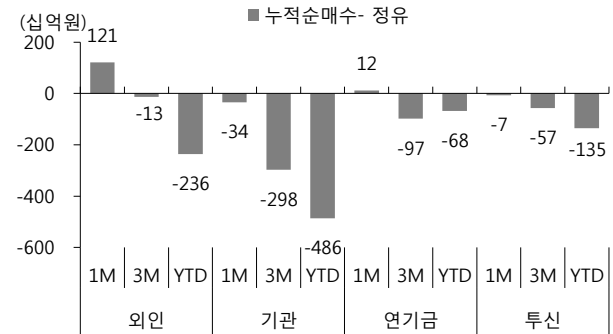




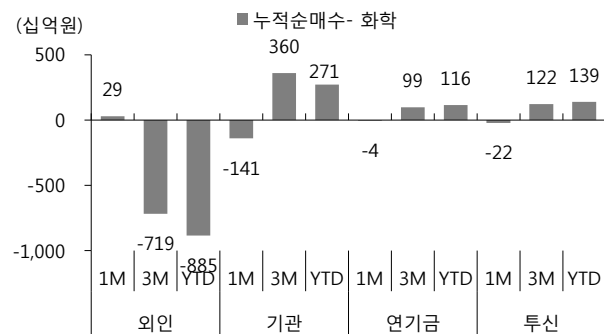
## 월간 누적 순매수



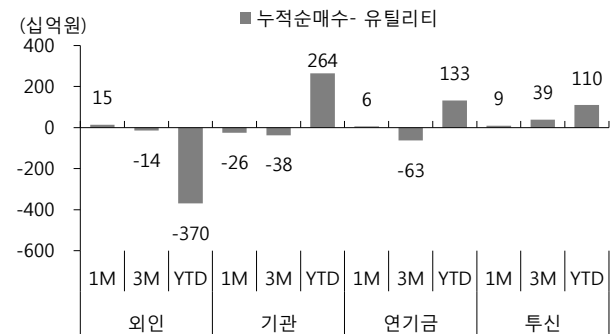
## 정유 업종 수급 비교



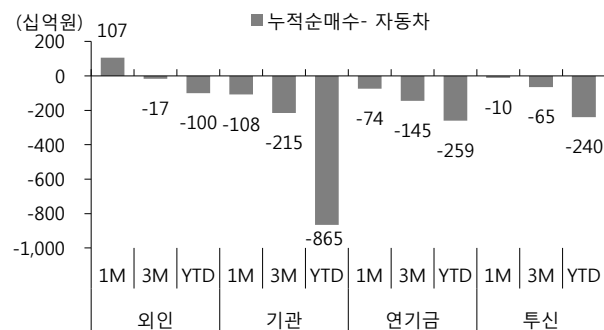
## 화학 업종 수급 비교



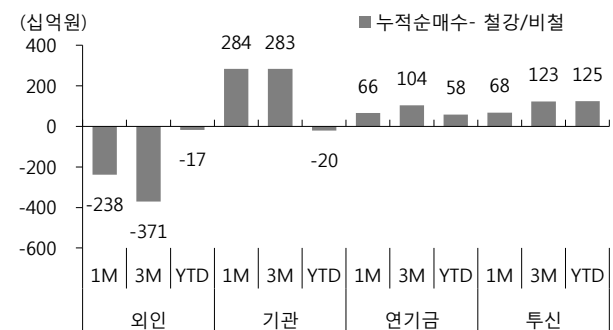
## 유틸리티 업종 수급 비교



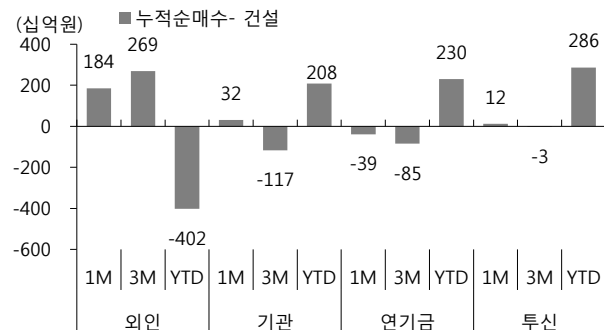
## 자동차 업종 수급 비교



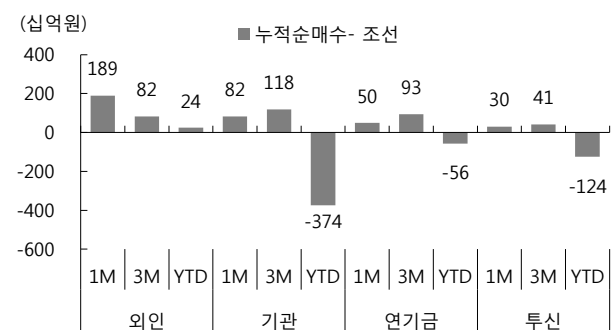
## 철강 업종 수급 비교



## 건설 업종 수급 비교



## 조선 업종 수급 비교



자료: Quantwise, SK 증권



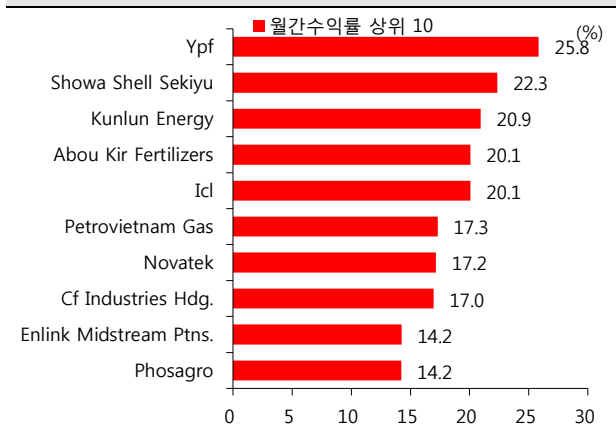
정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	16,032	193,000	217,500	184,500	8.2	0.88	-2.8	-4.5	2.4	-5.6	-4.0	-2.2	4.1	0.2
S-Oil	12,086	119,500	132,000	102,000	10.3	1.80	1.7	9.1	-4.8	2.1	0.5	15.3	-3.1	8.0
GS	4,432	53,100	70,700	50,700	5.1	0.56	-1.3	-2.4	-24.8	-14.6	-2.5	-4.8	-23.1	-8.8
LG화학	23,210	366,000	441,500	317,500	13.1	1.50	-2.4	9.8	-3.4	-9.6	-3.6	12.3	-1.7	-3.8
롯데케미칼	9,730	316,000	474,500	311,000	5.0	0.76	-12.1	-9.2	-20.9	-14.1	-13.3	-10.1	-19.2	-8.3
한화케미칼	2,967	20,250	38,000	19,500	4.3	0.46	-4.3	-7.3	-42.7	-35.9	-5.5	-17.5	-41.0	-30.1
금호석유화학	2,792	102,000	117,000	67,100	7.0	1.30	-9.7	-12.5	29.4	2.5	-10.9	1.3	31.2	8.4
SKC	1,586	47,050	49,000	35,600	10.1	1.07	9.7	9.0	27.5	0.1	8.5	25.9	29.2	6.0
OCI	2,475	115,500	186,500	93,600	12.0	0.75	16.9	12.1	17.5	-15.1	15.7	-8.7	19.2	-9.2
SK가스	693	85,200	110,891	83,100	4.6	0.45	-1.1	-9.3	-23.2	-9.6	-2.3	-10.7	-21.5	-3.7
Global Peers														
Valero	50,382	117.9	124.4	67.9	13.1	2.22	-0.4	6.4	73.1	28.3	-3.4	-10.0	55.7	19.7
CONOCOPHILLIPS	85,333	73.4	73.6	43.7	15.1	2.65	1.7	5.5	68.2	33.8	-1.3	1.7	50.8	25.3
Formosa Petrochemical	39,078	126.0	128.0	104.5	17.3	3.34	4.6	2.9	18.3	9.1	4.5	2.0	13.8	5.1
TESORO CORP	23,091	152.8	155.6	89.6	13.9	1.98	1.8	16.5	52.6	33.6	-1.2	-1.5	35.2	25.1
MARATHON Petroleum	37,113	82.3	83.9	51.8	12.7	2.64	1.8	17.3	56.9	24.7	-1.2	-3.1	39.5	16.2
DEVON ENERGY CORP	21,843	42.9	45.6	30.4	18.3	1.93	-4.6	-2.3	36.7	3.7	-7.6	-4.0	19.3	-4.8
HOLLYFRONTIER CORP	13,129	74.5	81.7	30.6	11.6	1.90	-0.1	8.9	138.0	45.5	-3.1	-10.7	120.6	37.0
Phillips 66	55,020	118.5	123.3	83.2	13.0	2.13	-3.9	5.5	41.4	17.2	-6.9	-5.5	24.0	8.6
MURPHY OIL CORP	5,335	30.8	35.1	22.7	16.2	1.08	-7.3	-8.7	36.1	-0.7	-10.3	-7.0	18.7	-9.2
DOWDUPONT	161,816	70.1	77.0	62.0	15.1	1.57	2.0	6.4		-1.5	-1.0	2.1		-10.1
Eastman	13,708	97.0	110.8	84.8	10.8	2.23	-6.4	-2.9	12.6	4.7	-9.4	-14.2	-4.8	-3.8
BASF	85,223	79.8	97.6	77.6	11.7	2.06	-3.2	-2.6	-2.1	-13.1	0.3	-3.6	-4.7	-8.8
Akzo Nobel	23,666	80.5	81.8	72.4	28.9	3.32	1.8	9.8	4.8	10.3	4.6	6.2	-3.4	7.7
Arkema	9,601	107.9	112.0	91.3	11.9	1.74	0.6	6.4	18.2	6.3	2.0	3.2	11.5	4.1
Lanxess	7,256	68.1	74.0	60.7	14.9	2.38	-3.2	2.3	8.9	2.7	0.3	2.8	6.3	6.9
Sumitomo Chemical	9,420	631	875	588	7.9	1.03	-1.6	0.5	-4.3	-22.1	-0.5	-3.6	-11.5	-17.6
Mitsubishi Chemical	13,530	996.0	1,305.5	897.0	7.0	1.01	2.2	7.4	-2.6	-19.5	3.2	-0.5	-9.9	-14.9
Shin-Etsu Chemical	40,202	10,425	13,090	9,559	15.0	1.66	-7.5	5.6	7.2	-9.0	-6.5	-3.6	-0.1	-4.4
Asahi Kasei	20,618	1,630.0	1,640.0	1,271.5	14.1	1.63	9.4	15.8	23.8	12.1	10.4	9.7	16.5	16.7
JSR	4,399	2,157	2,645	1,818	13.3	1.13	0.8	14.4	0.7	-2.8	1.8	2.3	-6.6	1.8
Nitto Denko	13,520	8,628	11,685	7,660	13.6	1.73	6.8	2.9	-11.0	-13.8	7.8	1.5	-18.3	-9.3
SABIC	100,787	126.0	130.4	97.6	15.6	2.05	-2.2	0.0	27.4	24.2	2.0	-0.8	17.9	13.8

자료: Datastream, SK 증권

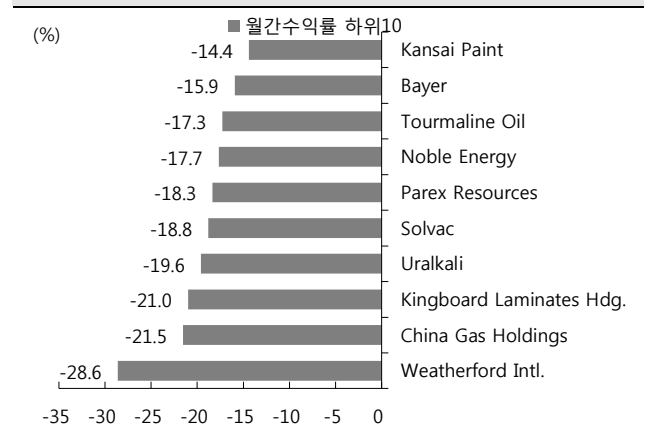
월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권



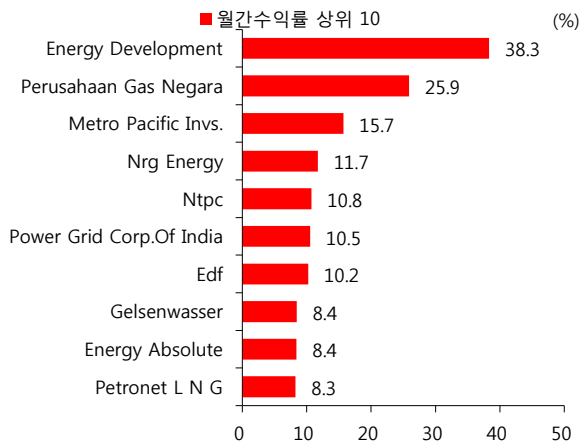
## 유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	17,590	30,500	43,100	30,350	19.6	0.27	-8.4	-4.7	-28.9	-20.1	-9.6	-3.9	-27.2	-14.2
한국가스공사	4,362	52,600	64,500	40,600	8.0	0.56	-9.8	-18.1	16.1	23.6	-11.0	-8.6	17.8	29.5
Global Peers														
EDF	49,418	14.1	14.2	8.9	20.8	1.00	10.2	19.8	58.5	35.4	11.6	23.5	51.9	33.3
GDF 수에즈	35,786	12.6	14.9	12.3	12.3	0.80	-8.6	-3.8	-9.9	-11.9	-7.2	-7.0	-16.6	-14.0
Enel	50,390	4.3	5.6	4.3	9.9	1.11	-10.7	-10.4	-16.2	-17.0	-2.5	-3.4	-10.2	-9.9
Duke Energy	57,872	81.2	91.1	72.1	16.7	1.31	-0.5	2.7	-6.9	-3.4	-3.5	-2.0	-24.3	-11.9
Iberdrola	47,802	6.4	6.8	5.6	13.4	1.03	-3.4	-0.3	-1.6	4.5	1.3	9.5	7.1	10.9
Dominion Resources	46,267	70.8	84.9	61.8	16.9	2.18	-1.3	3.8	-10.2	-12.7	-4.3	3.0	-27.5	-21.2
NextEra Energy	80,220	170.1	175.2	145.3	20.9	2.31	1.5	1.8	13.0	8.9	-1.5	-4.7	-4.4	0.4
Southern Co	44,399	43.8	53.3	42.7	14.7	1.63	-9.9	-5.5	-9.3	-9.0	-12.9	-9.7	-26.7	-17.5
E.ON	23,478	9.2	10.7	7.9	13.3	3.12	-5.2	0.4	-3.7	0.9	-1.8	3.1	-6.3	5.1
Exelon	42,220	43.7	44.5	36.0	14.2	1.25	2.8	2.6	15.4	10.9	-0.2	-1.6	-2.0	2.4
RWE Group	14,683	21.9	23.2	15.1	13.6	1.91	-2.2	12.5	4.7	28.9	1.2	14.8	2.2	33.2
American Electric	35,358	72	78	63	17.7	1.80	0.8	3.6	-2.6	-2.5	-2.2	-1.7	-20.0	-11.0
SSE	16,533	1,253	1,441	1,182	10.6	2.37	0.2	-7.5	-12.1	-5.1	3.7	-5.6	-12.9	-2.3
Tenaga Nasional	21,665	15.7	16.2	13.7	12.3	1.38	0.0	7.1	9.8	2.8	-2.0	4.3	7.2	1.5
PPL	20,805	29.7	39.8	25.6	12.4	1.78	3.4	4.2	-24.2	-3.9	0.3	1.6	-41.6	-12.4
Fortum	22,532	21.8	22.2	15.1	19.9	1.48	1.5	6.7	44.6	32.1	-0.6	6.6	35.9	23.4
PG&E	23,882	46.2	71.6	38.2	11.9	1.12	7.2	8.5	-34.4	3.0	4.2	-0.7	-51.8	-5.5
CLP Holdings	29,694	92.3	94.2	75.4	17.3	1.95	2.9	9.2	11.6	15.4	5.3	20.4	11.9	22.2
PSEG Public Service	26,454	52.4	54.2	45.2	16.2	1.76	1.5	-3.3	11.8	1.7	-1.5	-8.4	-5.6	-6.9

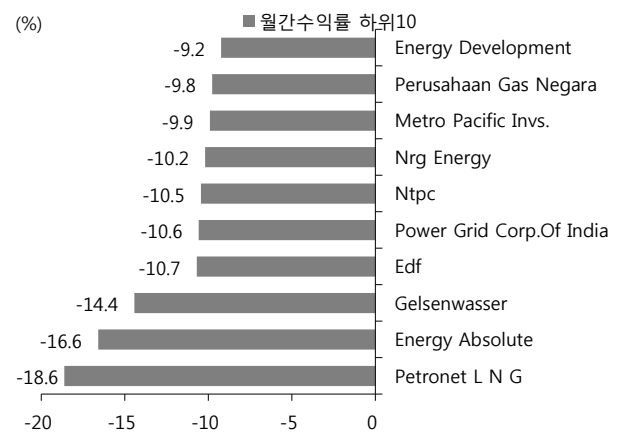
자료: Datastream, SK 증권

## 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



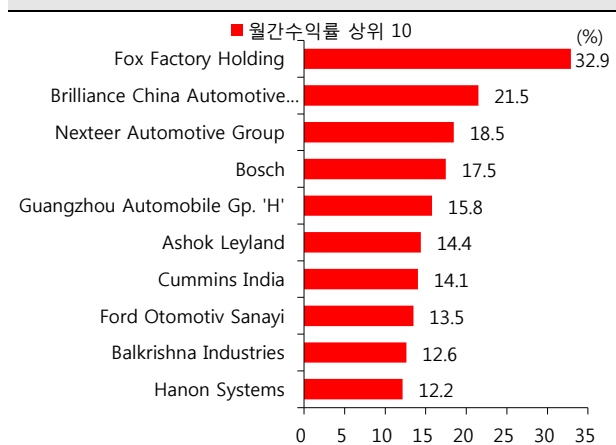
자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	23,994	125,000	164,500	119,500	7.8	0.46	-3.5	-0.4	-11.0	-19.9	-4.7	-5.9	-9.3	-14.0
기아차	11,671	32,050	35,800	29,550	6.5	0.45	1.1	3.9	-9.6	-4.3	-0.1	7.0	-7.9	1.5
현대모비스	19,589	224,000	273,500	198,500	8.8	0.67	-1.8	5.7	-5.1	-14.8	-3.0	6.9	-3.4	-9.0
현대위아	1,042	42,650	71,000	38,050	11.1	0.36	-9.5	4.7	-39.1	-34.4	-10.7	-11.4	-37.4	-28.5
한온시스템	5,754	12,000	14,550	9,760	18.3	2.85	12.2	13.2	3.9	-13.7	11.0	22.9	5.6	-7.8
만도	1,508	35,750	67,900	34,150	8.9	1.09	-14.7	-6.9	-25.4	-42.1	-15.9	-2.9	-23.7	-36.2
한국타이어	5,191	46,650	60,200	40,300	8.0	0.78	5.1	10.8	-20.9	-14.6	3.9	13.0	-19.2	-8.7
넥센타이어	868	9,890	13,400	9,850	7.5	0.66	-8.0	-3.5	-25.1	-16.2	-9.2	-8.0	-23.4	-10.3
한국타이어월드와이드	1,521	18,200	22,000	17,350	7.7	0.52	-1.6	4.0	-14.6	-3.7	-2.8	5.5	-12.9	2.2
한라홀딩스	407	41,950	69,500	41,800	6.6	0.43	-9.3	-4.8	-34.4	-33.1	-10.5	-2.3	-32.6	-27.2
쌍용자동차	557	4,520	5,990	4,415	6795.0	0.81	-3.5	-1.1	-18.1	-11.7	-4.7	2.6	-16.4	-5.9
에스엘	612	20,100	29,300	17,500	8.0	0.64	-1.7	10.7	2.8	-18.0	-2.9	11.9	4.5	-12.1
Global Peers														
Toyota Motor	203,928	6,930	7,782	6,165	8.8	0.96	-5.1	-3.4	12.1	-3.9	-4.1	0.8	4.8	0.6
Daimler	69,344	55.7	75.8	54.5	6.3	0.84	-6.2	0.7	-9.1	-21.2	-2.7	-7.7	-11.6	-16.9
BMW	58,365	83.3	96.1	77.5	7.3	0.90	0.3	7.1	7.0	-4.3	3.8	-0.4	4.4	0.0
General Motors	50,863	36.1	46.5	34.9	6.1	1.21	-4.9	-8.5	-1.3	-12.1	-7.9	-22.8	-18.7	-20.6
Tesla	51,461	301.7	385.0	252.5	2924.3	9.33	1.2	-12.0	-15.2	-3.1	-1.8	-1.3	-32.6	-11.6
Honda Motor	53,778	3,292	4,102	3,036	8.1	0.67	-1.9	1.2	6.9	-14.8	-0.9	-3.8	-0.4	-10.2
Volkswagen	47,482	138.3	190.0	129.6	5.1	0.56	-6.2	-2.3	6.7	-18.1	-2.7	-11.1	4.2	-13.8
Ford Motor	37,113	9.5	13.2	9.5	7.1	0.94	-5.6	-14.4	-14.1	-24.1	-8.6	-25.2	-31.4	-32.6
Continental	36,941	158.8	251.1	154.5	10.2	1.64	-19.6	-19.3	-16.3	-29.6	-16.2	-25.3	-18.8	-25.3
Nissan Motor	39,586	1,040	1,194	1,004	7.3	0.69	-1.5	-3.5	-4.9	-7.4	-0.5	-3.1	-12.1	-2.9
Bridgestone	28,110	4,093	5,598	4,045	10.0	1.16	-6.9	-5.5	-13.3	-21.9	-5.8	-5.5	-20.6	-17.3
Denso	38,348	5,355	7,176	5,153	13.1	1.08	-2.7	-1.1	0.4	-20.8	-1.7	1.9	-6.9	-16.3
Renault	25,530	74.2	98.8	70.7	4.7	0.58	-1.4	1.9	-0.2	-11.6	-0.1	-10.5	-6.9	-13.7
Michelin	21,217	102.0	130.2	102.0	9.5	1.40	-7.4	-2.3	-11.0	-14.7	-6.0	-8.2	-17.6	-16.8
Geely Automobile	19,080	16.7	29.2	15.2	7.9	2.37	-6.8	-18.0	-13.3	-38.5	-4.4	-16.6	-13.0	-31.7
Fiat Chrysler Autos.	26,251	14.6	19.8	12.7	4.6	0.80	-0.3	-10.9	15.1	-2.3	7.9	-18.9	21.1	4.7
Valeo	10,932	39.1	66.3	38.0	9.1	1.69	-6.9	-16.5	-30.4	-37.2	-5.5	-28.3	-37.0	-39.3
Aisin Seiki	13,659	5,140	6,680	4,825	9.5	0.95	-1.0	1.8	-7.1	-18.8	0.1	-5.5	-14.3	-14.3
Lear	10,626	162.2	205.3	149.5	8.1	2.07	-10.0	-12.7	8.5	-8.2	-13.0	-25.3	-8.9	-16.7
Borgwarner	9,142	43.8	57.9	43.2	9.5	2.17	-4.9	1.4	-5.7	-14.3	-7.9	-17.5	-23.1	-22.8

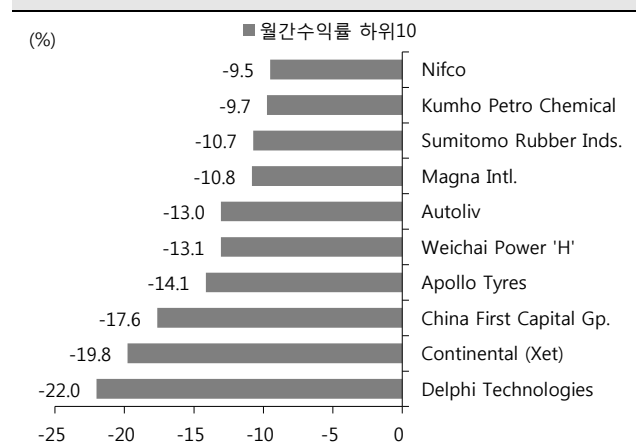
자료: Datastream, SK 증권

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



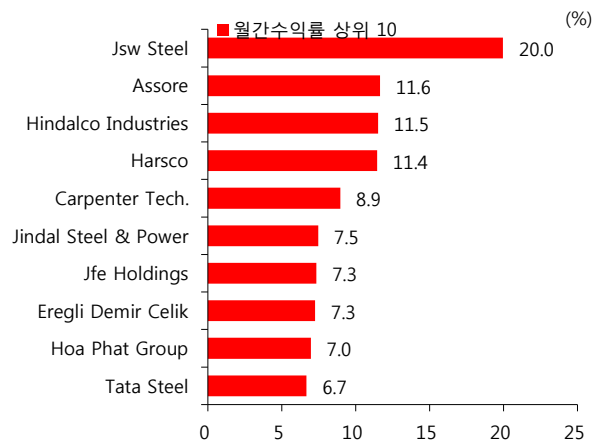
## 철강/비철 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	25,573	326,500	395,000	305,000	8.2	0.58	-1.2	-0.8	-5.0	-1.8	-2.4	0.3	-3.2	4.1
현대제철	6,390	53,300	68,700	47,400	7.9	0.39	-0.7	1.3	-7.6	-9.0	-2.0	-9.6	-5.9	-3.2
고려아연	6,874	405,500	546,000	367,500	11.5	1.13	-1.7	5.1	-21.4	-17.8	-2.9	4.1	-19.7	-11.9
풍산	847	33,650	58,600	31,050	7.2	0.65	2.9	-1.2	-41.0	-29.2	1.7	-2.3	-39.3	-23.3
Global Peers														
BHP BILLITON	77,135	33.2	35.1	25.6	14.8	2.19	-4.7	-2.1	21.3	12.3	-5.7	-3.7	10.0	8.1
RIO TINTO	62,011	3,659	4,492	3,417	10.7	1.70	-12.8	-12.9	-2.3	-7.2	-9.4	-11.0	-3.2	-4.4
VALE ON	68,773	53.6	56.1	31.1	8.4		-2.2	8.1	52.9	33.2	1.0	6.0	44.6	32.8
SOUTHERN COPPER	33,736	43.6	57.3	38.7	16.3	4.12	-11.6	-6.9	7.2	-8.0	-14.6	-18.0	-10.2	-16.5
ARCELORMITTAL	30,841	25.9	30.6	21.1	6.1	0.66	-5.7	3.3	15.6	-4.3	-3.0	-7.4	7.4	-6.9
GRUPO MEXICO 'B'	22,809	56.0	68.0	49.5	10.2	1.68	-4.4	-0.7	-5.0	-13.7	-4.1	2.2	-1.7	-14.1
NIPPON STL	19,159	2,236	3,074	2,070	8.4	0.60	0.5	2.8	-14.8	-22.7	1.6	-1.4	-22.1	-18.2
MMC NORILSK NICKEL	26,361	11,220	11,874	9,170	7.0	4.23	3.1	-1.6	14.6	3.4	2.0	-0.9	-1.4	-7.8
RIO TINTO	21,695	72.7	86.8	65.5	11.8	1.94	-10.4	-12.8	7.2	-4.0	-11.4	-17.3	-4.1	-8.3
ANGLO AMERICAN	28,147	1,541.6	1,926.4	1,286.0	8.7	0.99	-11.0	-9.0	9.9	-0.5	-7.6	-11.5	9.1	2.2
NUCOR	19,771	62.5	70.2	53.5	9.2	1.72	-6.6	0.0	13.4	-1.7	-9.6	-9.9	-4.0	-10.2
BARRICK GOLD	11,950	13.4	22.5	13.0	16.5	1.16	-8.4	-22.7	-40.6	-26.6	-7.4	-23.1	-47.6	-26.9
FREEPORT-MCMORAN	20,358	14.1	20.0	13.6	10.3	1.66	-14.8	-18.6	-4.9	-25.9	-17.9	-24.1	-22.3	-34.4
NEWMONT MINING	16,551	31.0	41.9	31.1	21.2	1.45	-15.4	-17.7	-19.1	-17.3	-18.4	-27.5	-36.5	-25.8
VALE PN	2,487	33.4	33.4	28.6	7.8		0.0	0.0	2.4	0.0	3.2	0.1	-5.8	-0.4
THYSSENKRUPP	14,421	19.9	26.7	19.3	12.2	2.82	-12.8	-4.4	-21.0	-17.8	-9.3	-9.9	-23.5	-13.5
VEDANTA	11,934	227.7	345.6	202.4	7.2	1.19	2.5	-3.6	-26.3	-30.0	-0.9	-17.1	-42.8	-39.7
FRESNILLO	8,593	897	1,672	897	17.2	2.51	-13.7	-21.5	-44.5	-37.2	-10.2	-29.7	-45.3	-34.5
NORSK HYDRO	11,457	46.3	64.2	44.7	11.0	1.04	-0.4	-5.1	-17.3	-25.7	-1.6	-14.0	-37.3	-35.4
FRANCO-NEVADA	11,911	83.4	109.0	85.0	50.1	2.50	-12.6	-13.1	-18.3	-17.0	-11.5	-10.0	-25.3	-17.3
CHINA STEEL	12,915	25.2	25.5	23.2	18.8	1.24	0.6	6.1	-0.6	1.6	0.5	4.8	-5.1	-2.3
FOSUN INTERNATIONAL	15,510	14.2	19.9	12.9	6.8	0.86	-1.0	-3.8	4.6	-18.0	1.5	-9.2	4.9	-11.2
NOVOLIPETSK STEEL	14,741	165.7	172.2	127.5	9.9	2.48	2.0	9.1	18.4	12.5	0.9	-0.3	2.4	1.3
FORTESCUE METALS	8,647	3.8	6.0	4.0	9.9	0.84	-12.1	-12.5	-36.1	-21.3	-13.1	-23.1	-47.4	-25.5
NEWCREST MINING	10,766	19.4	24.1	19.2	16.7	1.37	-10.4	-11.1	-15.1	-15.0	-11.3	-11.6	-26.4	-19.3
GOLDCORP	9,400	14.1	19.1	13.7	20.1	0.64	-13.3	-21.9	-17.8	-12.0	-12.2	-25.2	-24.7	-12.4
JFE HOLDINGS	13,473	2,432	2,828	2,017	7.5	0.66	7.3	16.0	12.0	-10.1	8.4	8.7	4.7	-5.6

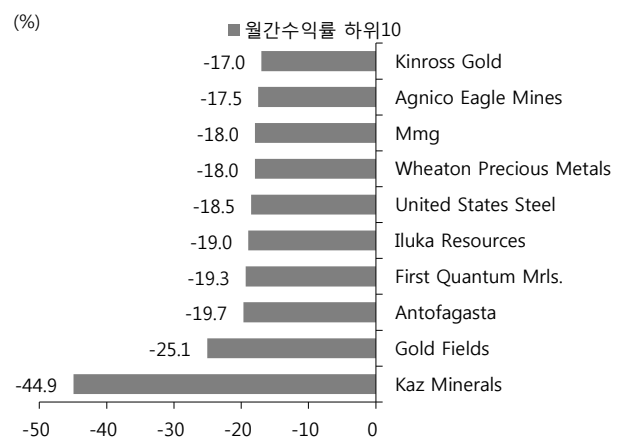
자료: Datastream, SK 증권

## 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



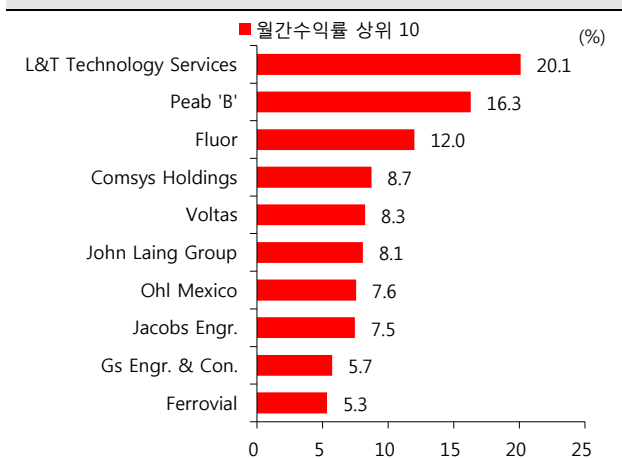
건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	6,002	60,000	79,100	34,250	11.7	0.93	2.6	4.4	47.6	65.3	1.4	-14.6	49.3	71.2
대우건설	1,956	5,240	7,580	4,900	5.3	0.76	-7.8	-10.7	-25.5	-11.5	-9.0	-14.6	-23.8	-5.6
대림산업	2,560	81,900	92,500	70,200	5.0	0.53	4.5	7.1	-2.3	-0.6	3.3	1.6	-0.6	5.3
GS건설	3,364	47,900	51,600	25,750	7.2	0.91	5.7	4.1	68.1	69.3	4.5	1.8	69.8	75.1
삼성엔지니어링	2,967	16,850	20,200	10,200	16.8	2.53	-0.9	7.7	57.5	35.9	-2.1	-4.5	59.2	41.8
현대산업	692	24,500	34,835	22,400	14.0	0.55	-7.9	-14.3	-12.5	-14.5	-9.1	-24.9	-10.8	-8.7
한샘	1,744	82,500	185,500	85,600	17.0	2.65	-14.4	-21.4	-51.5	-54.2	-15.6	-22.9	-49.8	-48.3
LG하우시스	541	67,100	99,200	66,200	10.3	0.65	-0.3	-3.3	-32.4	-30.9	-1.5	-1.8	-30.7	-25.0
에스원	2,926	85,700	107,000	84,800	19.0	2.26	-1.2	-11.5	-4.5	-19.9	-2.4	1.1	-2.8	-14.1
금호산업	345	10,700	15,650	8,260	5.3	0.79	2.4	2.4	15.9	12.5	1.2	-16.9	17.6	18.4
Domestic Peers														
동부건설	175	9,320	13,600	8,710	3.5		1.3	-2.8	-27.5	-7.7	0.1	-20.1	-25.8	-1.9
동원개발	341	4,185	5,810	3,820	4.3	0.53	5.8	7.3	-21.0	-16.0	0.5	0.0	-45.2	-18.3
화성산업	162	14,450	17,900	13,550	4.7		4.3	0.7	1.8	-4.6	3.1	-11.9	3.5	1.2
서한	194	2,140	2,840	1,920	4.1	0.56	0.7	3.6	-8.2	-5.7	-4.6	-7.3	-32.4	-8.1
아이에스동서	1,008	36,400	39,550	25,300	7.2	0.91	29.3	31.2	2.0	4.6	28.1	27.7	3.7	10.5
SK디앤디	459	31,650	34,700	25,750	10.8	1.65	-4.1	2.1	6.0	-5.9	-5.3	1.2	7.7	-0.1
서부T&D	475	10,200	13,455	8,390	36.9	1.12	19.7	6.1	1.6	-22.1	14.4	5.7	-22.6	-24.5
리바트	430	23,300	32,700	21,250	10.0	1.01	4.3	2.2	-1.1	-27.2	3.1	6.8	0.6	-21.3
Global Peers														
Linde	37,568	173.9	194.6	159.9	18.9	2.21	-2.4	-2.0	7.8	-3.8	1.0	-0.7	5.2	0.5
Fluor	8,073	57.4	61.6	38.4	18.6	2.22	12.0	17.7	48.8	11.2	9.0	10.5	31.5	2.6
TR	1,896	29.2	29.7	22.7	19.0	3.36	0.9	5.7	-0.1	10.2	5.6	15.9	8.7	16.6
Petrofac	2,949	656.0	660.0	397.3	10.4	3.05	6.9	12.3	56.8	28.6	10.4	15.4	56.0	31.4
Technip	13,921	30.6	34.8	25.0	21.1	1.06	-5.9	-3.5	18.6	-2.2	-8.9	-8.9	1.2	-10.7
JGC	5,228	2,238	2,717	1,699	30.2	1.36	3.5	0.2	26.7	2.7	4.5	-0.9	19.4	7.2
Saipem	5,414	4.6	4.6	3.1	37.1	1.03	3.0	16.7	47.6	20.9	11.1	32.1	53.6	28.0
KBR	2,952	21.0	21.6	15.0	13.7	1.70	5.0	17.1	28.9	5.8	2.0	6.6	11.6	-2.7
Chiyoda	1,913	815.0	1,138.0	569.0	40.9	1.33	-8.6	-15.4	42.5	-1.8	-7.6	-13.2	35.2	2.7
Toyo	334	961.0	1,454.0	693.0	16.5	1.32	32.9	26.6	-30.9	-26.1	33.9	16.5	-38.2	-21.6

자료: Datastream, SK 증권

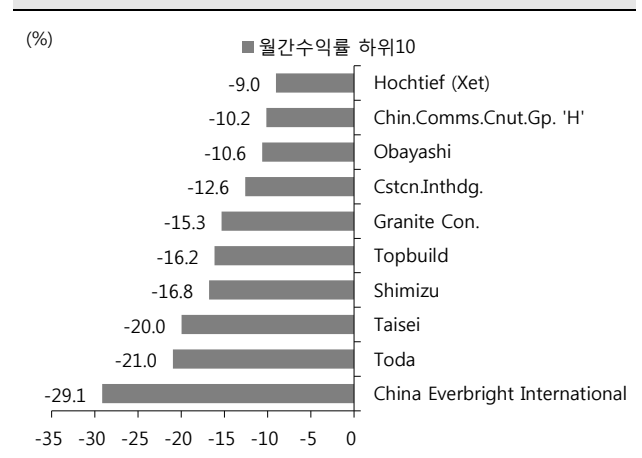
월간수익률 상위 10 - 건설/건자재



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



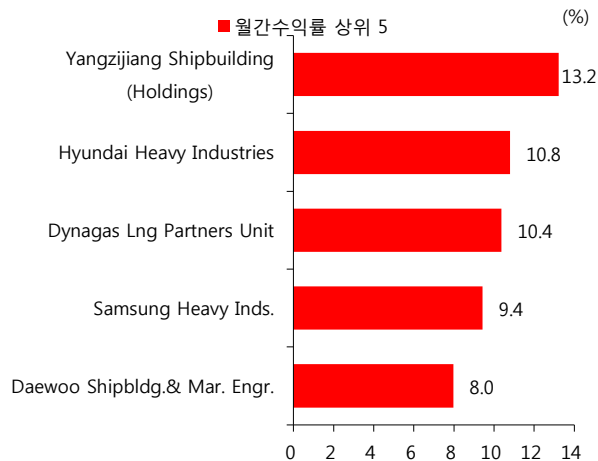
## 조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대중공업	7,332	118,000	156,330	92,368	2086.8	0.67	10.8	15.7	-16.6	23.2	9.6	7.2	-14.9	29.0
현대미포조선	1,757	97,800	114,000	77,700	16.9	0.82	4.6	14.0	-3.2	24.3	3.4	8.5	-1.5	30.1
삼성중공업	4,007	7,080	11,831	6,090	NA	0.63	9.4	-0.8	-25.9	8.2	8.2	-1.3	-24.2	14.0
대우조선해양	2,740	28,450	44,800	13,900	9.9	0.82	8.0	5.4	-36.5	104.7	6.8	8.9	-34.8	110.5
Global Peers														
Fincantieri SpA	2,512	1.3	1.5	0.9	17.3	1.59	-1.2	9.2	33.1	1.9	7.0	0.3	39.0	9.0
CSSC Offshore	1,318	11.0	27.9	11.0	36.0	1.41	-23.0	-17.8	-60.5	-58.9	-17.8	-22.7	-41.5	-41.3
CSSC Science & Tech	926	8.6	19.4	8.6	65.4	1.54	-13.7	-6.2	-55.7	-34.1	-8.4	-5.4	-36.8	-16.5
Dynagas LNG	317	8.9	14.3	7.7	18.4	1.47	10.4	9.3	-36.3	-17.7	7.3	8.4	-53.7	-26.2
MODEC	1,712	3,365	3,515	2,368	11.7	1.19	7.9	9.6	38.0	15.6	8.9	14.5	30.7	20.2
Reliance Def & Eng	175	17	65	12			23.4	40.4	-70.8	-74.2	20.1	-4.8	-87.3	-83.8
Sembcorp Marine	2,563	1.7	2.8	1.6	98.2	1.43	-8.2	-17.6	5.7	-8.7	-5.0	-15.2	7.6	-3.1
Yanzijiang Shipbuilding	3,104	1.1	1.7	0.9	8.8	0.73	13.2	18.2	-28.4	-27.2	16.4	17.1	-26.5	-21.6

자료: Datastream, SK 증권

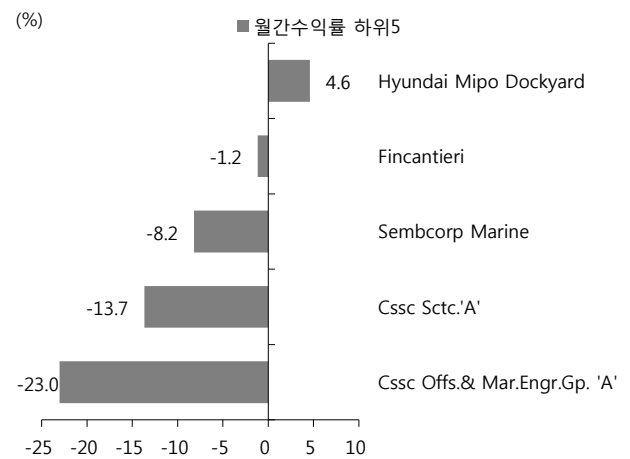
## 월간수익률 상위 5 - 조선



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

