

# CYCLICAL BULLETIN 14 RELEASE

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

Theme: 정유와 건설의 Pair Trading Call, 따라오고 계시죠?

2018-10-01

WORST



정유



화학



유틸

BEST



건설



철강



자동차



조선

## IMPLICATION

SK 증권 소재/산업재 파트는 지난 연말에 건설 long - 정유 short의 pair trading 의견을 드린 바 있었는데요. 결국 글로벌 정유업체의 대규모 capex 및 신증설 계획은 국내 건설업체의 해외수주 증대로 연결될 것이라는 논리였었죠. 실제 올 해 들어 두 업종간의 주가 spread는 축소되었고, 연말에는 건설의 해외수주가 대규모 밀집된 만큼 건설의 추가적인 outperform이 기대됩니다. 반대로 정유업종은 차후 2021년까지 진입하는 정유설비의 규모가 약 40년래 최대에 해당할 정도이니 점점 공급과잉 우려가 높아질 것입니다. 특히 늘 이익/주가 흐름이 같았던 순수화학의 주가가 먼저 급락했다는 것은 정유업종에도 함의하는 바가 꽤 큼니다

건설과 정유의 주가과리 현상을 정상화 시켜 줄 요인은 임박한 “해외 정유설비 발주”



자료: FnGuide, SK 증권

주: 건설은 현대건설+대우건설+대림산업+GS 건설+삼성엔지니어링+HDC+HDC 현대산업개발 / 정유는 SK 이노베이션+S-Oil+GS 기준임

- \* 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 기관투자자가 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

“

대형 건설주의 리레이팅이 임박한 것으로 판단합니다. 개선된 ROE 를 바탕으로 PBR 은 저점에서 반등하여 0.88X 까지 상승한 모습입니다. 다가올 수주 모멘텀을 감안할 때, 현 시점에서 비중 확대를 추천드립니다

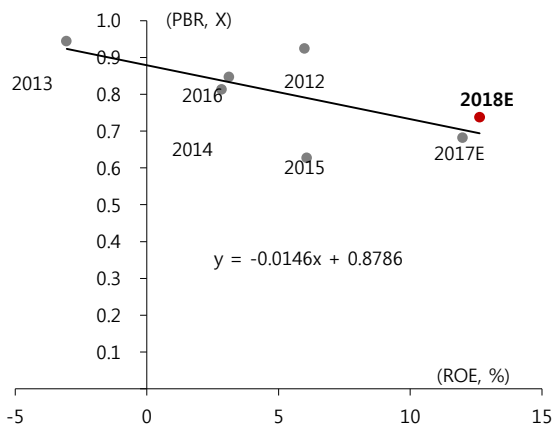
-SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

## 건설, 더 추워지기 전에 사자

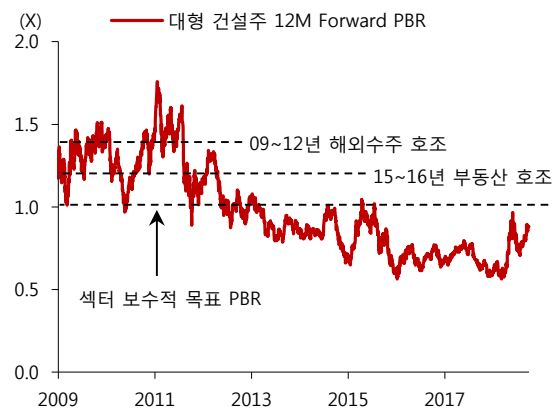
건설주의 ROE 는 해외 부문의 안정화, 주택 부문의 상승을 통해 그 어느때 보다 견조한 레벨을 보여주고 있습니다. 탄탄한 이익 레벨을 바탕으로 건설주는 바닥에서 다소 반등하여 PBR 0.88X 수준까지 상승한 상황입니다. 지난해 저점인 0.6X와 지금 달라진 것이 있다면, 1) 부동산 정책 기조의 실효성 및 이에 따른 건설주 학습효과, 2) 빠르게 개선되는 각 사별 이익 추이, 그리고 3) 더욱 강력한 해외 수주 모멘텀이 아닐까요? 대형 건설주가 2015~2016 년 부동산 호조기 당시 멀티플이 1.2X, 2009~2012 년 해외 수주 호조기 당시 1.4X 이상을 받았던 점을 감안할 때, 현 밸류에이션에서 얼마든지 상승할 잠재력이 높다는 판단입니다. 밀려올 수주 사이클 앞에, 더 추워지기 전에 건설주에 대한 비중확대 의견을 드립니다

건설주 ROE-PBR Matrix



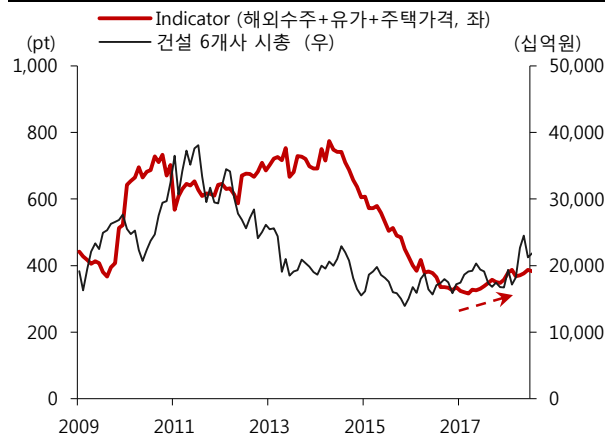
자료: FnGuide, SK 증권

건설주 12M Forward PBR 추이



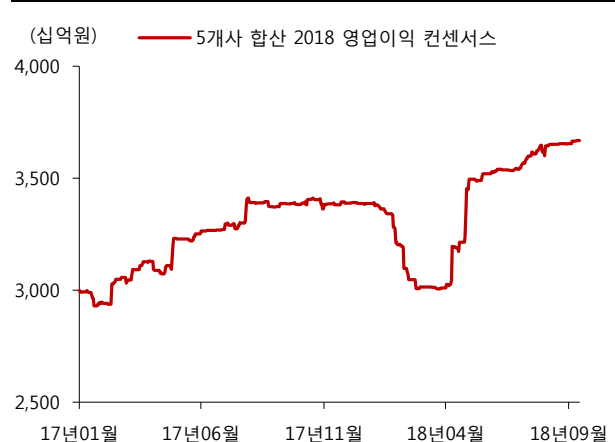
자료: FnGuide, SK 증권

해외수주, 유가, 주택가격으로 만든 Indicator와 시가총액 비교



자료: Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

2018년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권



“

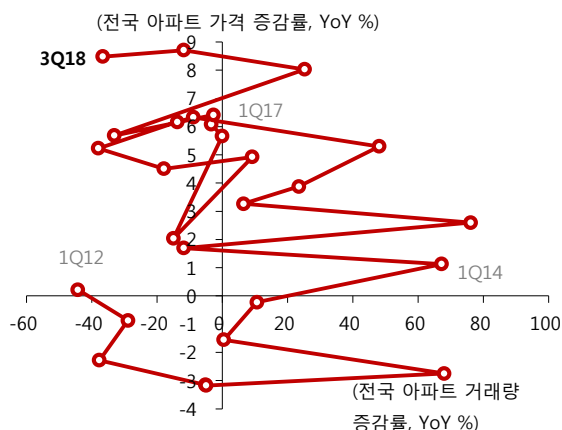
건설주는 더 이상 부동산 규제에 주가가 반응하지 않는 상황입니다. 주택 가격은 침체된 거래량에도 불구하고, 높아진 호가로 인해 가격 상승이 나타나는 모습입니다. 오히려 매매공급 부족에 따른 서울지역 재건축 수요 확대가 기대됩니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

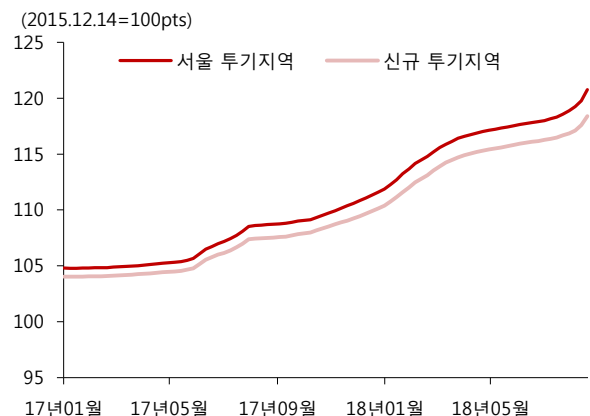
지난해 8/2 대책 등의 융단폭격 같은 규제가 발표되었을 때는 외국인들 필두로 한 건설주 매도가 강했습니다. 최초로 투기지역, 투기과열지역을 선정하고 대출 규제를 확대, 양도세 중과 및 분양권 전매 제한 등의 동시다발적 규제가 확대되었기 때문입니다. 그러나, 매매 물량의 축소로 인한 공급 부족으로 주택 가격은 크게 반응하지 않거나 오히려 상승하는 추세가 나타나면서, 어느 정도 시장에 학습 효과가 생긴 모습입니다. 금년의 경우 보유세 개편안 발표 및 부동산 추가 규제 발표 전후로 대형 건설주는 오히려 반등하는 모습까지 나타났습니다. 축소된 기존 주택 매매 공급에 따라 신규 주택 공급에 대한 니즈가 확대되면서, 오히려 서울 지역의 재건축 수요가 다시금 각광받는 것 같습니다. 지방 부동산 경기와는 사뭇 다른 이야기이지만, 대형 건설사들은 2018년 공급 물량 대비 2019년 물량을 크게 축소할 것 같지는 않네요

큰 폭의 거래량 감소에도 불구하고, 가격 상승률은 지속 되는 모습



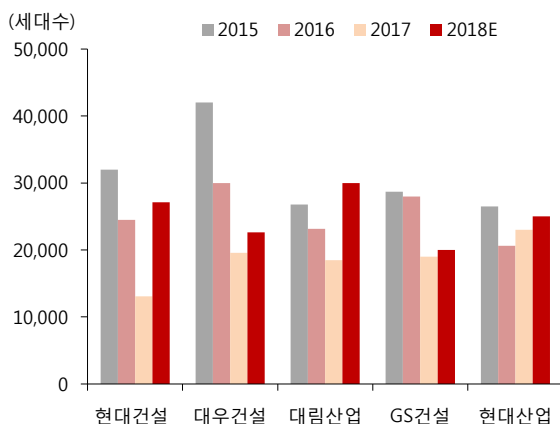
자료: KB 부동산, 국토교통부, SK 증권  
주: 3Q18 거래량은 7,8월 2개월 기준

높아진 호가, 매도 물량 부족으로 가파른 가격 상승세



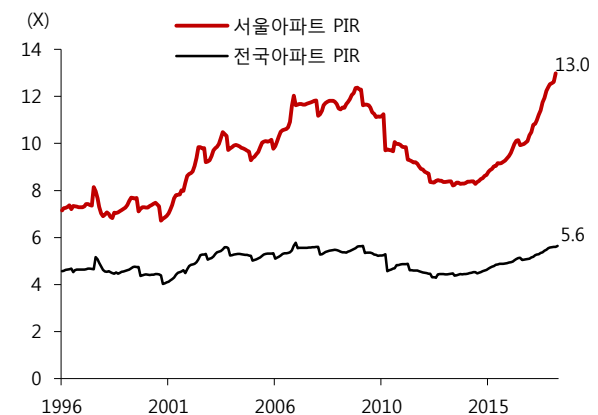
자료: KB 부동산, SK 증권

건설사의 무난한 신규 분양세, 내년도 이어질 것



자료: 각 사, SK 증권

전국 PIR 대비 월등히 높은 서울 아파트 PIR



자료: 통계청, KB 부동산, SK 증권  
주: 도시근로자 소득 기준 Trailing, 가격은 중위매매 가격 기준

“

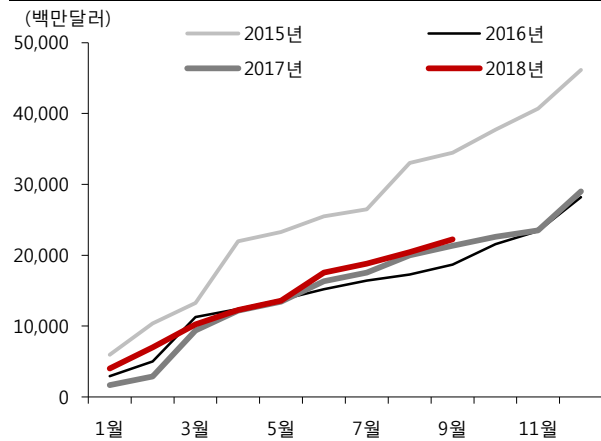
이미 건설사의 해외 수주는 지난해부터 양호한 흐름이 이어지고 있습니다. 지난해 5 년만의 해외 수주 턴어라운드를 필두로, 중동 및 아시아 지역의 활발한 발주 모멘텀을 통해 올 해도 수주 증가세가 지속될 것으로 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

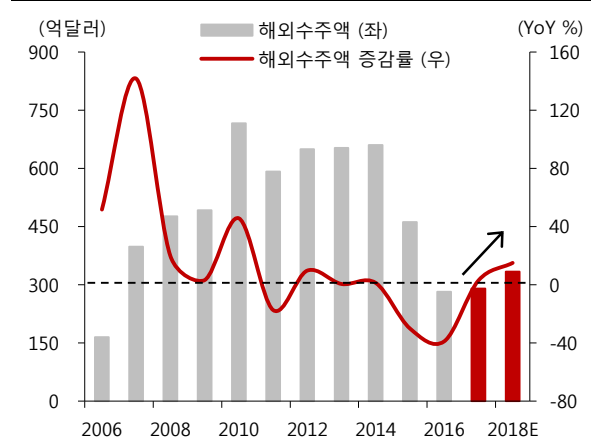
해외 수주는 어떨까요? 연초에 지난해보다 좋은 수주 흐름을 기대하며 건설주가 상승했던 모습을 기억하신다면, 아직 기대감을 접기는 이룰 것 같네요. 건설사 해외 수주 누계는 전년 동기 대비 4.3% 증가한 상황입니다. 연말로 갈수록 낙찰 소식이 활발한 특성을 감안할 때, 조만간 다양한 수주 소식이 들려올 것으로 기대됩니다. 수주가 나오는 이유는 여러 가지로 설명할 수 있으나, 그 중 주요 발주처인 사우디, UAE의 정유, 화학 설비 투자가 큰 모멘텀을 만들고 있습니다. UAE는 정유, 가스, 화학 등 다양한 분야에서 건설 투자 확대 기조를 발표한 바 있고, 사우디의 경우는 아람코-사빅 합작 법인 설립을 통해 22 조원 규모의 석유화학 단지 건립을 공표했습니다. 더불어 최근의 안정적 유가 상승세는 우호적 발주 여건을 기대하게 하는 중요한 포인트가 될 수 있겠습니다

해외수주는 9월 누계기준 4.3% YoY 증가



자료: 해외건설협회, SK 증권

5년만에 찾아온 해외 수주 턴어라운드 기조



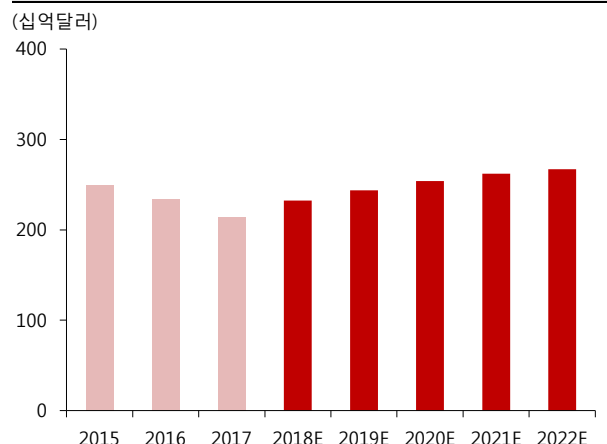
자료: 해외건설협회, SK 증권

유가, 플랜트 발주 추이



자료: Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

사우디 정부 지출 확대 기조 지속



자료: MEED Project, SK 증권



“

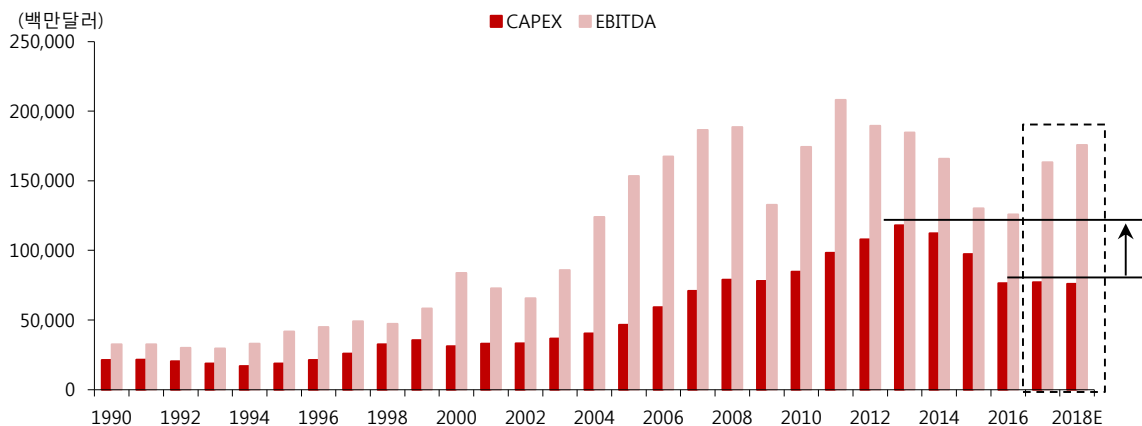
건설의 주요 발주처인 에너지 기업들의 이익이 커졌습니다. 이에, 놀려있던 CAPEX 추정치가 드디어 상향 리비전이 일어난 모습입니다. 지난해부터 꾸준히 말씀 드렸듯이, CAPEX 추정치 상향 리비전은 글로벌, 국내 EPC 업체의 밸류에이션 리레이팅의 출발이 될 것으로 기대됩니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련 -

”

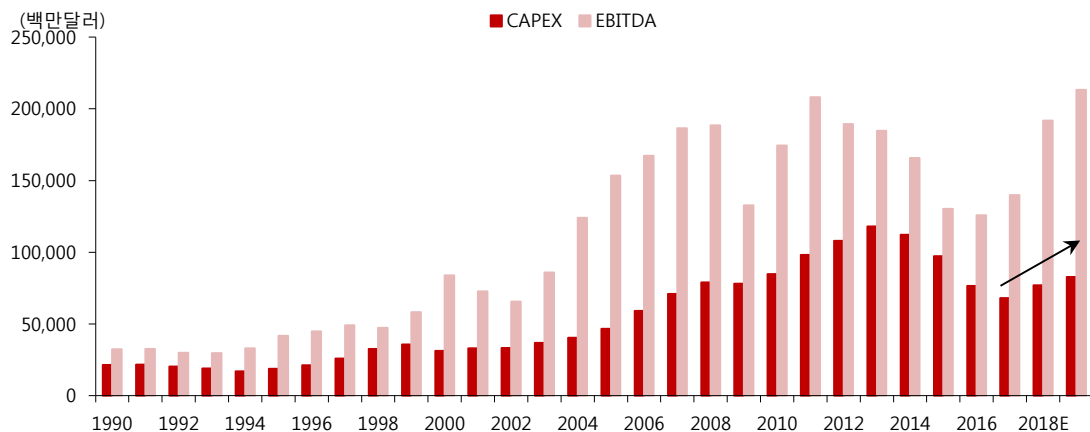
해외수주가 활발할 것으로 보이는 두 번째 단서는 전방 산업의 CAPEX 집행에 있습니다. 지난해부터 말씀드렸듯이, 기업은 커진 EBITDA를 누리고 난 이후 CAPEX를 쓰곤 합니다. 연초만 해도 글로벌 에너지 업체의 EBITDA는 계속 커지고 있던 반면 CAPEX 추정치는 계속 놀려있었죠. 기업이 선제적으로 투자 계획 발표를 하지 않았으니 추정치의 변동이 없었던 것인데요. 드디어 CAPEX 추정치의 상향 리비전이 나타나기 시작했습니다. 결국 CAPEX가 건설 수주이니, 직관적으로 추정치의 상향 리비전이 일어났다는 뜻은 글로벌 및 국내 EPC 업체들의 발주 시장 확대가 기대된다는 것으로 해석할 수 있겠습니다. 이에 따라 국내외 EPC 업체의 밸류에이션 리레이팅에 시동이 걸릴 것으로 기대됩니다. 이는 최근 GS칼텍스, LG화학, 현대오일뱅크, S-Oil 등과 같은 국내 에너지 업체들의 신규 투자 소식과도 일맥상통합니다. 해외 수주뿐만 아니라 국내 플랜트 발주 소식이 국내 건설주의 알파 모멘텀으로 작용할 것으로 기대됩니다

연초 기준 글로벌 에너지 10개 기업 EBITDA, CAPEX 추이: CAPEX 추정치의 상향 리비전이 일어나는 순간, 건설 리레이팅 시작될 것으로 추정



자료: Bloomberg, SK 증권

현재 기준 글로벌 에너지 10개 기업 EBITDA, CAPEX 추이: CAPEX 추정치의 상향이 드디어 나타나기 시작



자료: Bloomberg, SK 증권

“

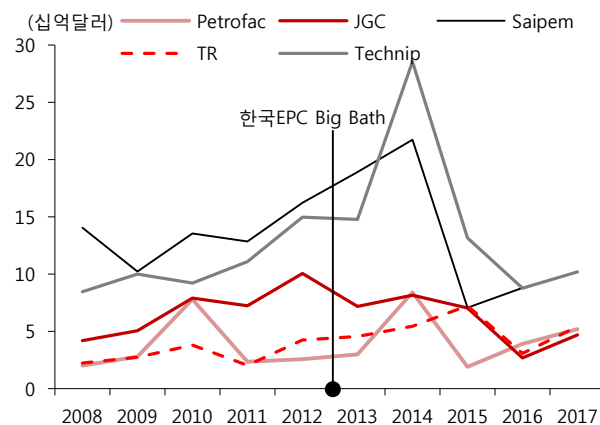
발주가 하락하는 시기에 수주가 늘었다면 이는 마진이 높지 않을 것으로 예상하는 것이 합리적일 것입니다. 과거 국내 EPC 업체와 유사하게, 해외 EPC 업체들 역시 발주 하락기의 수주로 인한 손실에서 자유롭지 못했습니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

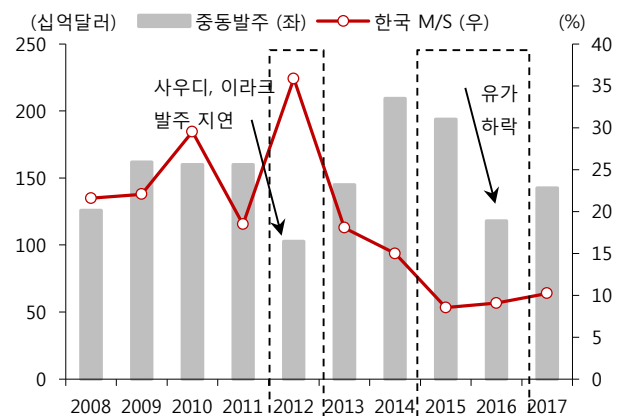
수주가 돌아서는 사이클 앞에서, 잠시 해외 경쟁 EPC 업체들의 현황을 살펴 보겠습니다. 발주 하락기의 수주는 결국 가격 경쟁이 치열할 수밖에 없고 이는 결국 손실로 이어진다는 것은 해외 EPC 에도 적용되는 자명한 논리라는 것이 최근 입증되고 있습니다. Petrofac, Saipem, TR 등의 업체는 발주 하락 기에도 공격적으로 수주전에 뛰어들었습니다. 그 결과 2016, 2017 년에 걸쳐 해외 EPC 는 마진율이 큰 폭으로 감소하거나, 일부 업체는 한국과 마찬가지로 Big Bath 가 나타나게 되었습니다. 유럽 EPC, 선진 EPC 로 대변되는 해외 업체들 역시 발주 하락기에서의 가격 경쟁이 불가피했음이 반증된 것입니다. 한국 EPC 의 경쟁력 제고가 필요하다는 전문가들의 여러 분석 앞에, 해외 EPC 의 마진 감소는 결국 '수주 산업의 사이클'에는 장사 없다는 것을 확인 시킬 따름입니다. 국내 EPC 사들은 주택 덕분에 현금이라도 쥔 반면, 해외 EPC 업체들의 FCF 흐름은 여전히 좋지 않은 모습입니다

한국 건설사 Big Bath 이후 수주가 늘어난 해외 EPC



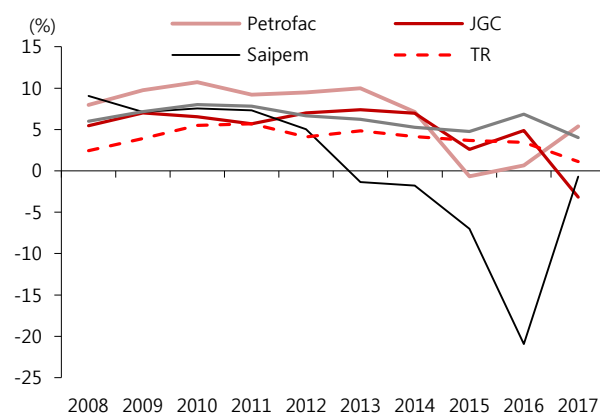
자료: 해외건설협회, SK 증권

발주 하락기의 수주는 저가수주일 가능성이 높음



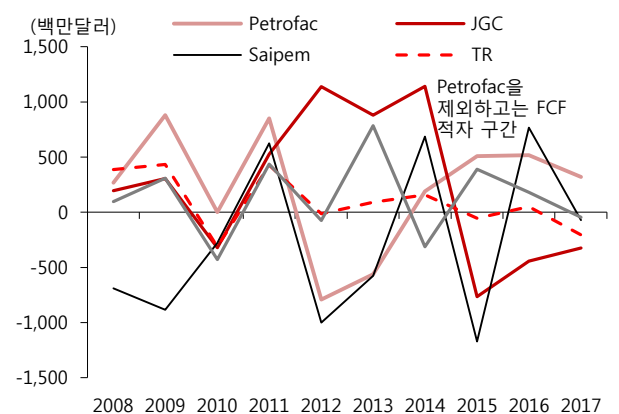
자료: MEED, SK 증권

해외 EPC 순이익률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

해외 EPC FCF 추이



자료: Bloomberg, SK 증권



“

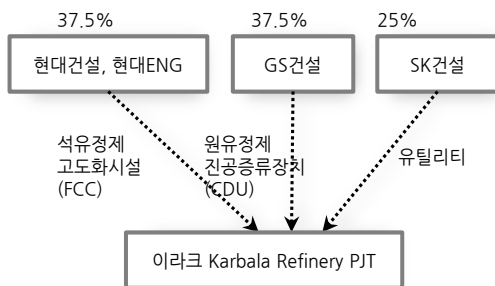
컨소시엄 입찰의 확대, 무조건 Lowest 로만 낙찰을 주지 않는 발주처의 DNA 변화 등은 발주 호조기인 현재 수주 마진율을 어느 정도 방어해줄 것으로 기대됩니다. 한국 EPC 의 강점 공종인 Refinery의 발주 모멘텀 확대 역시도 긍정적인 요소입니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련 -

”

앞서 해외 EPC 사례에서 보았듯이, 반대로 발주가 확대되는 최근의 사이클에서는 프로젝트 마진율이 상대적으로 높을 것으로 기대하는 것이 합리적일 것입니다. 뿐만 아니라 1) 2 년전부터 확대된 발주 시장의 컨소시엄 트렌드, 2) 가격만이 유일한 낙찰 요소가 아니게 된 발주 시장의 학습효과 등을 고려할 때, 현 시점에서의 수주들은 과거와 같은 터무니없는 마진의 수주가 아닐 것으로 예상합니다. 여전히 중국 EPC 들이 가격 경쟁을 하려고 하지만 이미 발주처 역시 저가 발주로 인한 생산 차질의 문제를 겪었기 때문에, 'Not only price' 시장에서는 중국 업체의 진입이 쉽지 않아 보입니다. 또한, 지난해 오만 두쿰, 바레인 밥코 정유 입찰 리스트에서 확인할 수 있듯이 한국 건설사는 전반적으로 Refinery 에서 강점을 보이고 있습니다. 최근 중동 및 아시아 지역 정유 Capa 증설 기조가 나타나기 시작한 것은 한국 건설사에게 기회 요인이 아닐 수 없겠습니다

#### 발주 시장 컨소시엄 트렌드 확대



자료: SK 증권

#### 한국 건설사의 강점 공종인 Refinery 부문의 활발한 발주 모멘텀 기대

Oman Duqm Refinery		
	EPC1: Process Unit	EPC2: Utilities & Off-sites
Bidders	CB&I (Netherlands-based)-CTCI (Taiwan)	CB&I-CTCI
	JGC (Japan)-GS건설-Saipem (Italy)	대림산업-현대건설-현대엔지니어링
	Petrofac (UK)-삼성엔지니어링-Chiyoda (Japan)	JGC-GS건설-Saipem
	TR (Spain)-대우건설	Petrofac-삼성엔지니어링
		TR-대우건설
Bahrain Babco Refinery		
Bidders	JGC-GS건설	
	Fluor (US)-현대건설-대우건설	
	Technip (France)-TR-삼성엔지니어링	
	CB&I-Petrofac-Mitsui	

자료: MEED, SK 증권

#### 3rd Lowest 인 현대건설이 수주했던 사례

사우디 우쓰마니아 가스처리플랜트 건설공사 (발주처 아람코)		
Lowest	TR	6억달러
Second Lowest	Petrofac	7억달러
Third Lowest	현대건설	8억달러



자료: 각종 언론, SK 증권

#### 여전히 기술력이 발목을 잡는 중국 EPC

〈보츠와나 모루푸레 발전 프로젝트 5, 6 호기 GS 건설과 MOU (6,600 억원)〉



... (중략) The coal-fired power station was originally built by the China National Electric Equipment Corporation (CNEEC) at a cost of \$970 million but has often broken down, leading to a reliance on diesel generators and imports from South Africa.

- Energy World 발췌

자료: Energy World, SK 증권



“

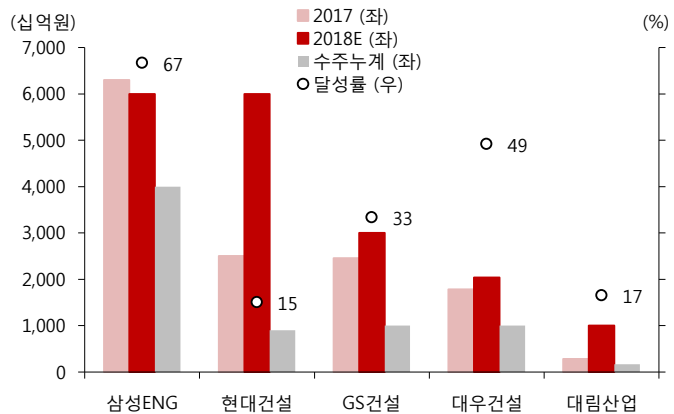
건설의 주요 발주처인 에너지 기업들의 이익이 커지고 있습니다. 아직은 CAPEX 추정치가 높았지만, 내년에는 높은 확률로 추정치 상향 리비전 이 일어나면서 건설주 역시 리레이팅이 될 것으로 기대합니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련 -

”

올해로 국한된 이야기로 돌아오자면, 현재까지 각 사별 해외 수주 달성률은 높은 편이 아닙니다. 이는 해외 수주 낙찰 결과가 오래 극 연말에 집중되어 있는 특성 때문입니다. 이제 벌써 10 월이니, 조만간 다양한 수주 소식이 들려올 때가 되었네요. 현대건설의 이라크 유정 물공급 시설, GS 건설과 삼성엔지니어링이 각각 입찰한 알제리 Hassi Refinery, 삼성엔지니어링의 태국 타이오일 정유, 대림산업의 사우디 마덴 암모니아 플랜트 등의 수주가 기다려집니다. 10 월말 경 3 분기 실적이 발표되면서 주가의 하방을 지지함과 동시에, 앞서 말한 다양한 수주 소식들이 주가를 끌어올리는 재료가 될 것으로 보입니다. 더 추워지기 전에, 건설의 비중 확대를 추천 드립니다

각 사별 가이드스 대비 달성률



자료: 각 사, SK 증권

주: 삼성엔지니어링의 경우 수주 가이드스가 없으며, 대림산업은 플랜트 기준임

각 사별 연내 수주 파이프라인

프로젝트명	(십억원)	비고
<b>현대건설</b>		
이라크 유정 물공급시설	2,500	
사우디 송변전	300	
인도네시아 복합화력	300	
알제리 복합화력	700	지분투자, 수익계약
기타	500	
<b>GS건설</b>		
사우디 Rabigh Turnaround	300	수익계약
투르크메니스탄 디확성	300	수익계약
우즈베키스탄 Methanol to Olefin	300	지분투자
싱가폴 토목	500	
태국 타이오일 CFP	1,800	w/JGC, TR
알제리 Hassi Refinery	1,200	w/Petrofac
인도네시아 Balikpapan Refinery	900	w/Saipem, 현지업체
<b>삼성엔지니어링</b>		
태국 타이오일 CFP	1,200	w/Saipem, Petrofac
알제리 Hassi Refinery	1,000	w/TR
인도네시아 Balikpapan Refinery	900	w/Fluor, Chiyoda, 현지업체

자료: 각 사, SK 증권

주: 인도네시아 Balikpapan Refinery의 경우 연내 Lowest 발표 가능성 (계약체결은 내년)





“

우리가 일상적으로 부르는 원유(crude oil)는 실질적으로 아무 쓸모가 없습니다. 정유설비에 투입되어 제품으로 변해야 사용 가능하죠. 즉 원유생산이 증대되면 정유설비도 증대될 수밖에 없습니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

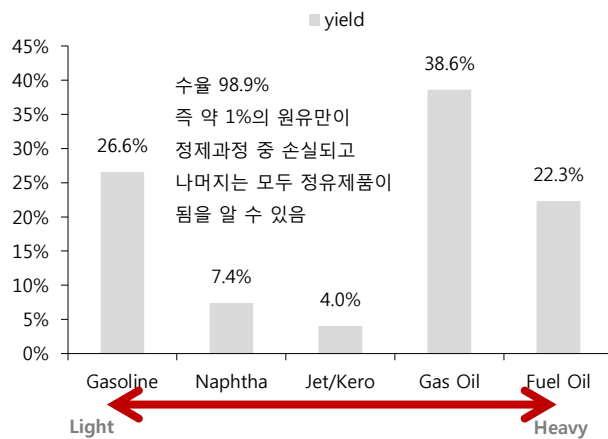
”

## 건설 해외수주 = 정유 설비 신증설(공급증대)

일단 정유에 대한 본격적인 이야기를 풀기 전에 먼저 알아두셔야 할 부분이 한 가지 있습니다. 우리에게 매우 익숙한 단어인 원유(crude oil)이지만, 사실 원유 그 자체만으로는 쓸 수 있는 것이 아무 것도 없습니다. 수송용이 되든, 난방용이 되든, 전기/산업용이 되든 결국 어떤 과정을 거쳐서 특수한 용도를 지닌 제품으로 바뀌어야지만 사용이 가능한데요, 우리가 그 과정을 바로 정제(refining)라고 부르는 것입니다. 반드시 모든 원유는 정제과정을 거쳐야만 하고, 이 과정 중에 단 1% 정도 만이 손실되어 쓸 수 없게 됩니다. 즉 결국 생산되는 모든 원유는 수요자의 손에 거치기 이전에 모두 정유설비(CDU, Central Distillation Unit)로 투입된다는 것이지요.

돈금없이 이 얘기를 왜 먼저 꺼냈는지 궁금하신가요? 이유가 있습니다. 결국 원유가 생산이 늘어나게 된다면, ExxonMobil 이나 Chevron 같은 E&P 업체들은 정유 설비 또한 늘릴 수밖에 없다는 얘기를 하기 위해서입니다. 즉 장기적으로 “산유량과 정유설비 생산능력”은 동행할 수밖에 없습니다. 실제로 이는 수치 상으로 그려봐도 어렵지 않게 입증이 되는 부분입니다.

사실상 모든 원유는 정유설비로 투입될 수밖에 없음

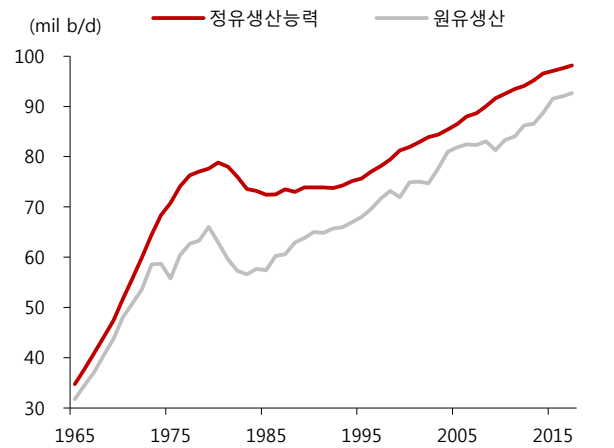


자료: Industry data, SK 증권

주 1) Dubai 원유 기준임

주 2) 수율은 고도화설비를 포함한 이론 상의 수치임

정유생산능력과 실제 원유생산량은 일정 수준의 gap 만 유지한 채 동행함



자료: BP, SK 증권

“

그런데 문제는 지난 13~17 년 간 원유증산량 대비 정유설비 신증설이 터무니없이 부족했다는 것입니다. 결국 이러면 역사적 추이를 보더라도 조만간 정유설비가 진입할 수밖에 없는 환경입니다

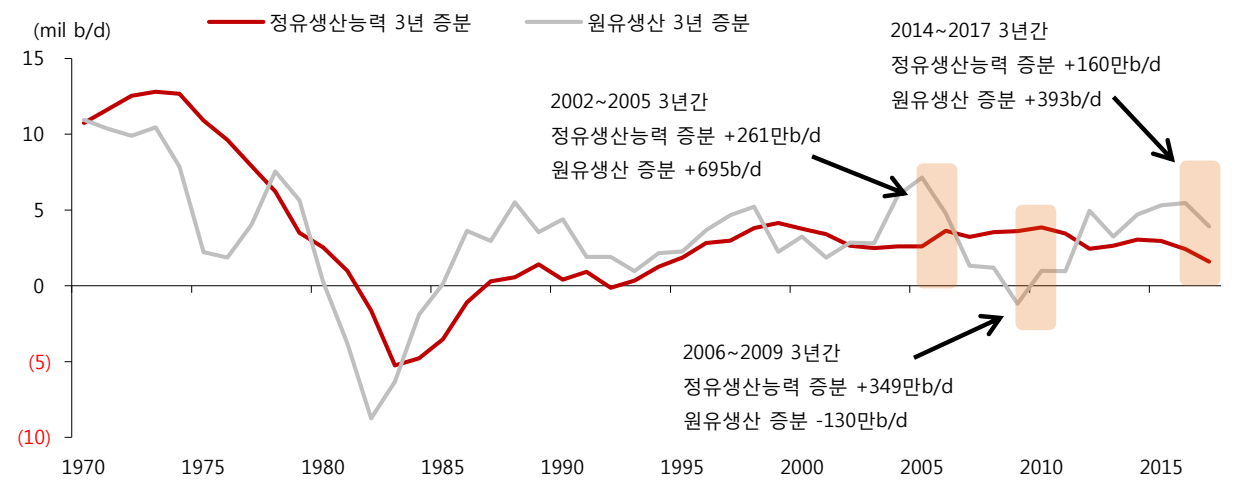
- SK 증권 에너지/화학 손자우 -

”

그런데 이와 같은 장기 추세를 살펴볼 때 2014~17 년 간 원유 증산량 대비 정유 증설 분이 터무니없게 적었던 건 주목할 일입니다. 동 기간 산유량은 +393 만 b/d 로 증대되었던 반면 정유설비의 증분은 +160 만 b/d 에 불과했습니다. 기간을 4 년으로 늘려봐도 마찬가지인데요. 2013~17 년 간 산유량은 +608 만 b/d 가 늘었는데 정유설비의 증분은 +299 만 b/d 였습니다. 확실히 지난 몇 년 간은 정유설비의 shortage 국면이었고, 이로 인해서 정유사들은 상대적으로 높은 정제마진을 향유하면서 많은 이익을 챙길 수 있었던 것이지요.

중요한 것은 과거에도 이랬던 적이 있었다는 사실일 겁니다. 가장 최근으로 보자면 2002~05 년에서 산유량 +695 만 b/d 대비 정유설비 +261 만 b/d 였습니다. 이 때도 정유설비의 shortage 가 두드러졌었죠. 단 그렇기에 06~09 년에서는 반대로 산유량이 -130 만 b/d 였음에도 불구하고 정유설비가 +349 만 b/d 로 증대되며 balance 를 잡았다는 것이 요점입니다. 즉 현 상황이라면 과거에도 그랬듯이 balance 를 맞추기 위해서 앞으로 늘어나는 산유량보다 정유설비가 더 진입해야만 합니다.

2014~17 년 3 년 간 산유량 증분 대비 정유설비의 진입은 부족하였음



자료: BP, SK 증권



“

원유생산량을 정유생산능력으로 나눈 비율을 보더라도 95%에 근접해 20년래 최대 수준입니다. Shortage가 꽤 심각함을 알 수 있죠. 3년간 정유설비 증분 역시 거의 25년래 최저수준입니다

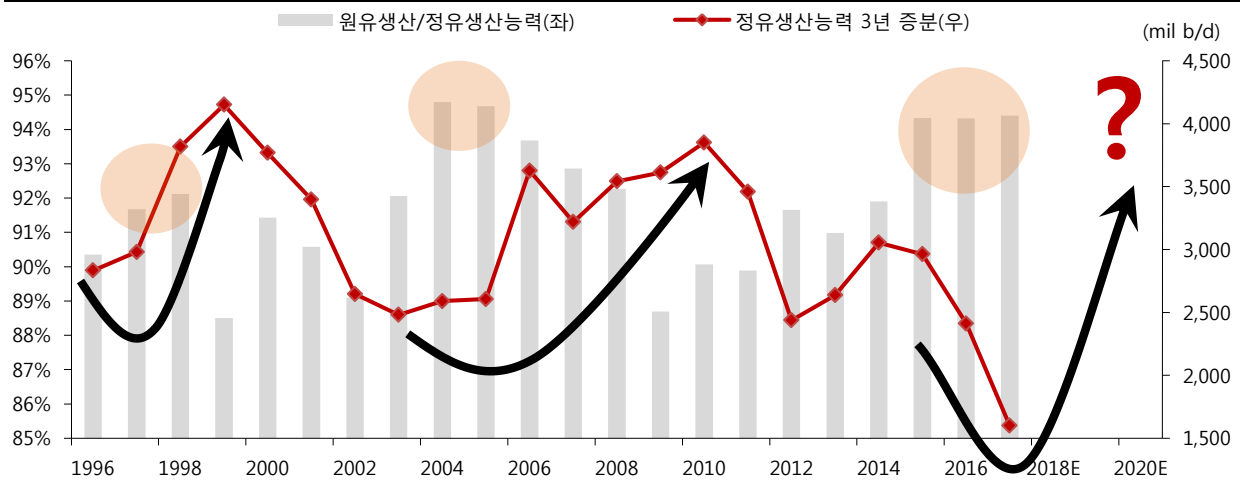
- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

사실 절대규모가 아니라 비율로 보더라도 지금의 shortage는 심각한 국면이라고 할 수 있습니다. 원유생산량을 정유생산능력으로 나눈 ratio를 보면 이 부분이 확인됩니다. 2015~17년에서 동 수치는 95%에 근접해 20년래 최대 수준입니다. 그만큼 정유설비가 원유생산량 대비 부족하다는 것이지요. 그럴 만도 한 것이 지난 3년간 정유설비의 증분은 앞서 말했듯이 +160만 b/d에 불과한데, 이는 1991~94년 이후 거의 25년래 최저수준입니다.

공교롭게도 과거에 이 수치의 정점 직후로는 정유 capacity 3년간 CAGR이 급증하는 양상이 나타났었습니다. 앞서 언급했듯이 설비의 shortage가 발생하면 직후 공급증대로 연결되는 것이 수치 상으로도 확인되는 셈입니다. 이 것이 당연히 cyclical 산업의 본질이기도 하구요. 논리 상으로 본다면 이번에도 다르지는 않겠죠. 지금이 정유설비가 들어와야 할 때인 것은 맞습니다.

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



자료: BP, SK 증권

“

정유설비는 실제 대규모 진입이 예정되어 있습니다. GlobalData는 17년과 18년 연속으로 대규모 정유 신증설을 경고했는데, 차후 4년 간 진입하는 설비증설수준은 1980년 이후 최대입니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

그리고 실제로 정유설비는 대규모 진입이 예상되고 있습니다. 2017년에 GlobalData는 분석결과를 발표하면서 2017~21년, 즉 4년간 정유 설비의 증설은 16%에 이를 것이라고 발표했었는데요. 2018년에 update된 수치는 이보다도 조금 더 올라왔습니다. 20%에 육박하는 수준(+19.4%)에까지 이르렀네요. 연간으로 본다면 대략적으로 2018년 약 +590만 b/d, 2019년 +290만 b/d, 그리고 2020년에는 약 +800만 b/d로서 꾸준히 설비들이 대규모 진입하는 것으로 계획되어 있습니다.

한 가지 첨언하자면 대략 3년 간 +1,500만 b/d 이상이 진입한다는 것인데, 역사적으로도 이런 적이 있었나 싶습니다. 최근에서 3개년 단위로 가장 많은 설비진입이 이루어졌던 때는 2006~09년이었는데, 그 규모는 전 세계적으로 +349만 b/d로서 현재보다 터무니없이 적었으니까요. 정유업계의 호황이 컸던 만큼 신규진입의 수요 역시 대단히 높았다는 해석으로 연결할 수 있어 보입니다.

일단 GlobalData의 수치에 의거한다면 2018년 이후 2021년까지 글로벌 정유설비 3yrs CAGR은 3~5% 수준까지 급증합니다. 2020년에는 5.1%까지 도달하는데, 통상 원유 수요가 1% 내외의 성장을 보인다는 것을 감안한다면 정말 공격적인 증설 수치인 셈입니다. 역사적으로 본다면 하더라도, 3% 이상의 생산능력 성장이 지속되는 것은 1980년 이후 처음 있는 일입니다. 물론 추정기관마다 이 수치가 달라지는 것은 당연한 일이기도 하지만, 여찌되었든 지금처럼 shortage 국면에 계속 머무르지 않을 것이라는 것만큼은 확실해 보입니다.

2021년까지 정유설비 신증설이 공격적으로 진행된다는 2017년 3월 GlobalData의 분석결과

## New refinery project announcements gain momentum

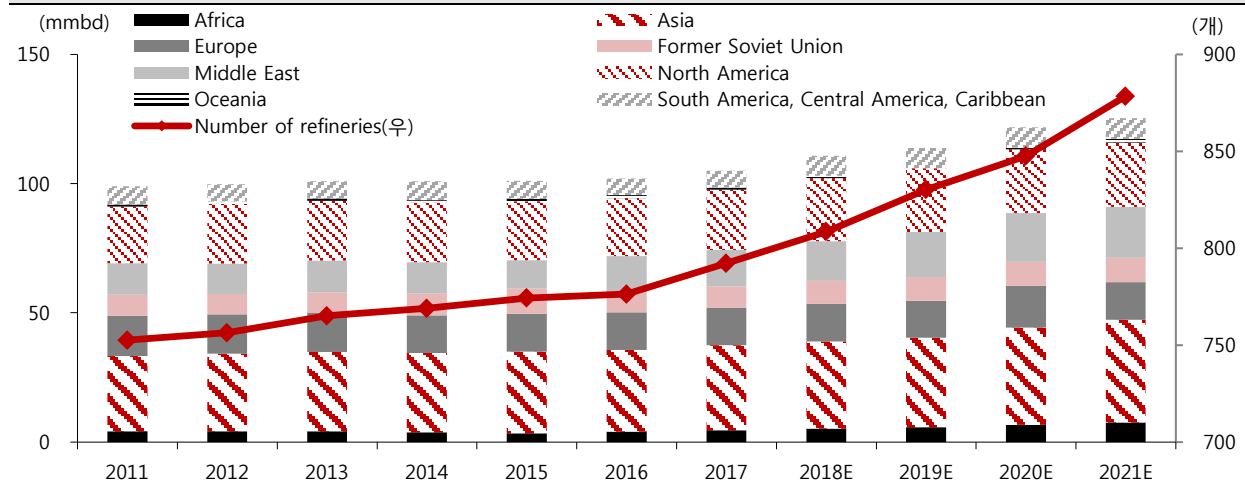
GlobalData's latest report, H1 2017 Global Capacity and Capital Expenditure Outlook for Refineries - New Project Announcements Gain Momentum, suggests that the global refinery industry is expected to witness a growth of around 16 percent during the 2017-2021 period. The total crude distillation unit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

- hydrocarbons-technology, 2017.03.14

자료: SK 증권

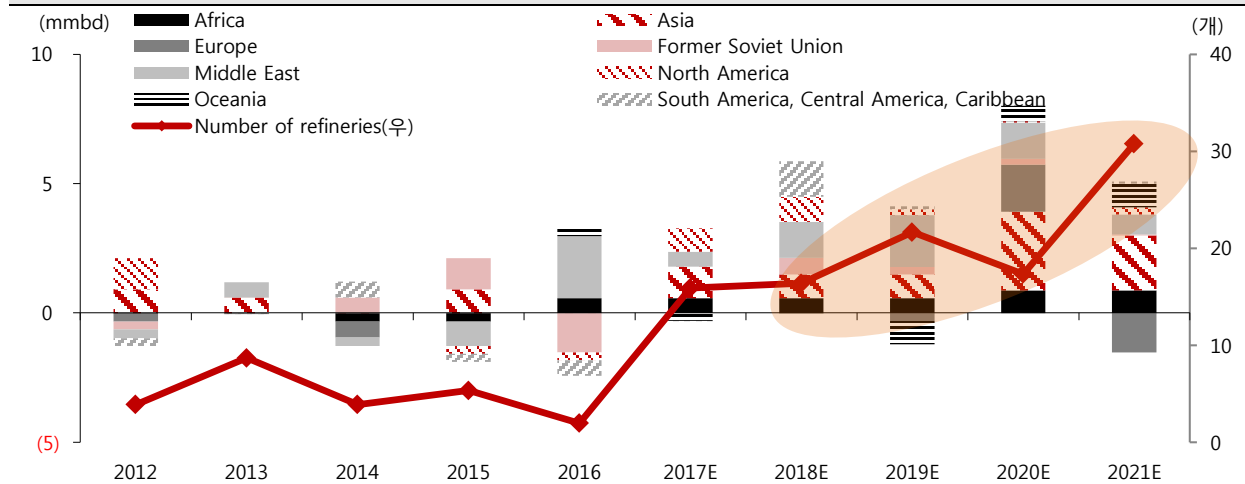


## GlobalData가 발표한 전 세계 정유설비 신증설 예상



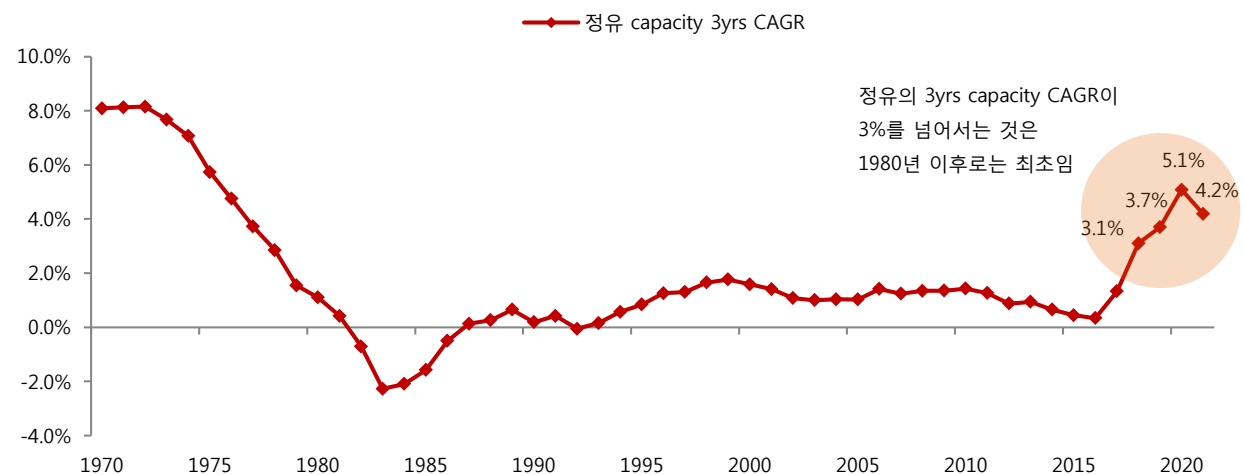
자료: GlobalData, SK 증권

## 연간 증분으로 보더라도 2020년 이후까지 꾸준히 물량은 큰 폭 증대됨



자료: GlobalData, SK 증권

## 2021년까지 정유설비 3yrs CAGR은 3~5% 수준임: 1980년 이후로는 처음 있는 일임



자료: BP, GlobalData, SK 증권

“

특히 설비 신증설이 집중되는 국가는 중국, 나이지리아, 쿠웨이트라고 하는데요. 차후 4년 간 증분 중 절반 가까이를 차지합니다. 신흥국 수주를 기대하는 건설로서는 반가운 소식이에요

- SK 증권 에너지/화학 손자우 -

”

특히 설비증설이 집중된 지역은 중국, 나이지리아, 쿠웨이트라고 합니다. 2018~22년 4년 동안 설비 증분의 절반 가량이 이 3 국가에 집중되어 있는데, 구체적으로 보자면 3 개국의 2018~22년 증설규모는 중국 +246만 b/d, 나이지리아 +89만 b/d, 쿠웨이트 +62만 b/d 라는군요. 해당 기간 전 세계 설비 증분에서 차지하는 비중은 각각 29%, 11%, 7%라고 하구요.

3 개국 뒤로 배치된 국가는 이란, 이라크, 터키, 사우디, 인도네시아, 말레이시아, 오만 등입니다. 대체적으로 주요 산유국들에 집중 포진되어 있는 셈이고, 하나의 특징을 더 꼽자면 아시아와 중동, 즉 신흥국들로 몰려있다는 점입니다. 앞서 건설의 해외수주 설명에서 산유국, 특히 중동에서의 발주/수주를 기대한다는 논조를 보였는데, 이는 데이터로도 충분히 입증되는 예측일 듯 싶습니다.

2018년부터 22년까지 차후 4년 간 전 세계 설비증분의 절반이 중국, 나이지리아, 쿠웨이트임

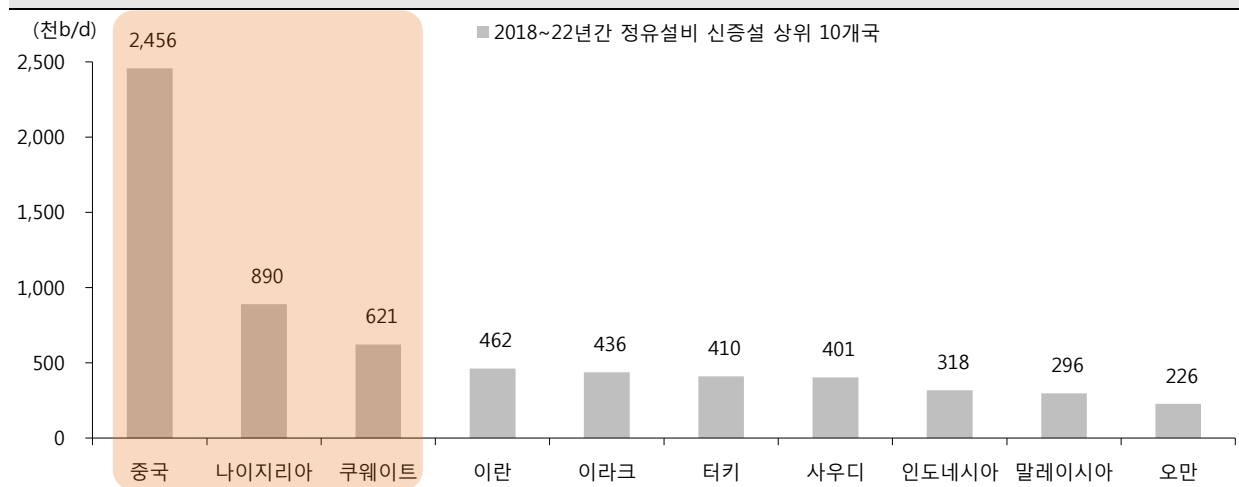
## China, Nigeria and Kuwait account for half of global planned CDU capacity additions

GlobalData's latest analysis of the global planned Crude Distillation Unit (CDU) capacity of refineries shows that China has the highest planned CDU capacity additions globally with 2,460 thousand barrels a day (mbd) during 2018 to 2022, followed by Nigeria and Kuwait with 889mbd and 615mbd respectively. Presently, China accounts for 29% of the total global CDU capacity in 2022. The country has seven planned refineries. The top refinery in terms of planned CDU capacity is Dayushan Island with 800mbd. Dalian III and Jieyang are jointly in second, each with a capacity of 400mbd. (하락)

- hydrocarbons-technology, 2018.01.04

자료: GlobalData, SK 증권

2018~22년 4년 동안 전 세계 정유설비 신증설 상위 10개국



자료: GlobalData, SK 증권



“

정유-건설 주가는 같이 가는데 무슨 소리냐고 반문하신다면, 먼저 2016년부터 지난 해까지 주가 괴리가 너무 컸다는 답부터 드리겠습니다. 즉, 건설의 underperform 이 두드러졌습니다

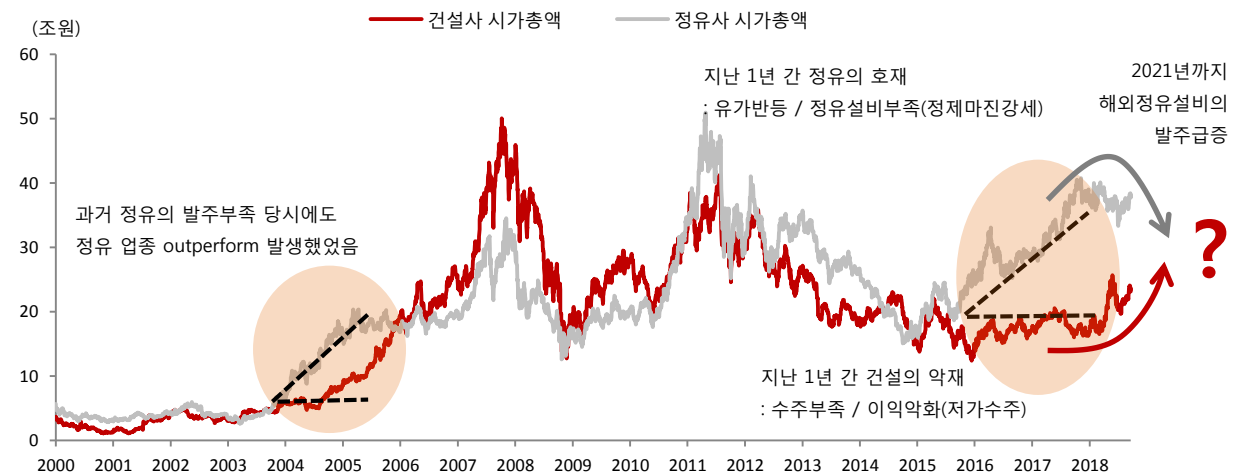
- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

아마도 지금까지의 이야기를 들으시면서 어렵듯이 다음과 같은 생각을 하시는 분도 있을 듯 합니다. “원래 정유/화학이랑 건설 주가는 같이 가는데 무슨 소리지?”라고 말입니다. 물론 긴 그림으로 보면 틀리지 않은 이야기입니다만, 저희가 그에 대한 답변으로 드리고 싶은 말씀으로 2 가지가 있습니다.

첫 번째, 16 년 이후 얼마 전까지만 하더라도 정유와 건설업종은 반대로 움직였습니다. 즉, 정유가 우상향이었던 반면 건설은 KOSPI 상승에도 불구하고 횡보했었죠. 물론 지난 해 9 월 건설-정유에 대한 pair trading 아이디어를 드린 이후 둘 간의 격차는 확실히 좁혀지기는 했습니다만, 역사적으로 본다면 여전히 건설의 주가가 정유대비 미진했던 것 또한 수치 상으로 확인이 됩니다. 그렇다면 여전히 장기 관점에서는 지금이 pair trading 을 잡기 나쁜 시 않은 때라 볼 수 있습니다.

#### 건설과 정유의 주가괴리 현상을 정상화 시켜 줄 요인은 임박한 “해외 정유설비 발주”



자료: FnGuide, SK 증권

주: 건설은 현대건설 + 대우건설 + 대림산업 + GS 건설 + 삼성엔지니어링 + HDC + HDC 현대산업개발 / 정유는 SK 이노베이션 + S-Oil + GS 기준임



“

두 번째로 드릴 말씀은 역사적으로 봐도 정유의 과잉발주 때는 주가 측면에서 건설 outperform 이 나타났다는 것입니다. 앞으로 정유설비가 대규모 진입한다면 건설주에게는 단연 호재입니다

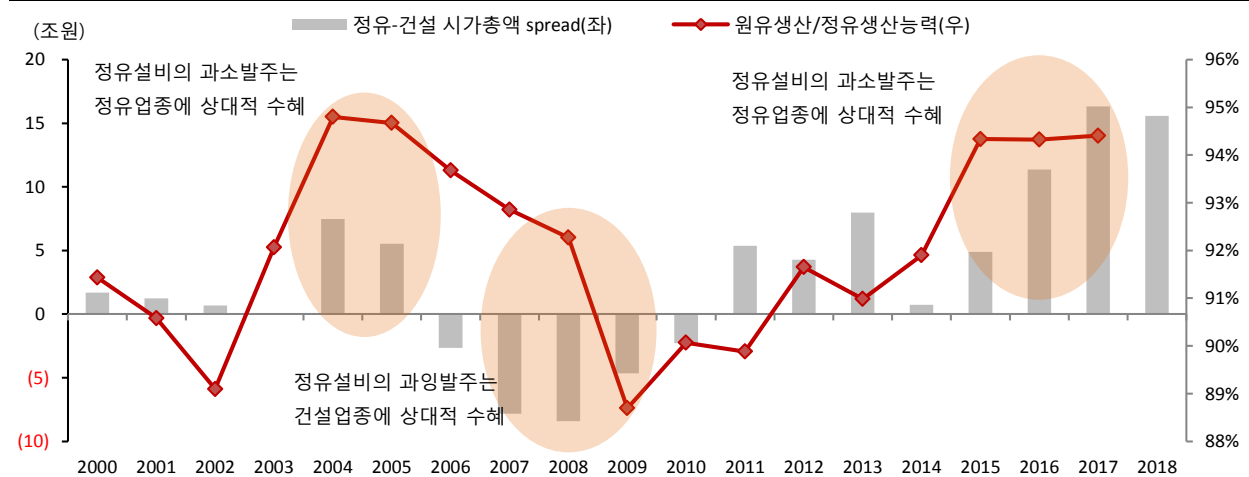
- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

두 번째, 역사적으로 그려보면 재미있는 그림이 하나 나옵니다. 앞서 설명 드린 원유생산량/정유생산능력 차트가 정유-건설 주가를 매우 잘 설명해주는 데요. 쉽게 얘기하자면 정유설비 과잉발주일 때는 건설의 outperform 이, 반대의 과소발주일 때는 정유의 outperform 이 나타납니다. 앞선 차트에서 건설과 정유의 시가총액이 역사적으로 같이 흘러가지만, 2004~05 년에 일시적으로 정유의 outperform 이 두드러졌던 구간이 있었다는 것을 보여드렸었죠. 그 이유가 이제는 설명이 됩니다. 그 때도 자금과 마찬가지로 정유설비의 shortage 가 부각되는 순간이었습니다. 2015 년부터 지난 해까지 지속적으로 그 당시에 맞먹는 정유설비 shortage 가 발생하고 있었으니, 이렇게 본다면 그 때 주가 흐름이 어느 정도 설명이 될 수 있을 겁니다.

여러 데이터를 통해 설명 드린 대로 이제는 신규 정유설비의 진입이 목전에 있는 상황입니다. 건설과 정유의 시가총액 격차가 줄어들 여지를 충분히 기대할 수 있는 구간입니다.

과거 정유설비의 발주증대 시기에서는 건설업종의 outperform 이 나타났음



자료: FnGuide, BP, SK 증권

주: 건설은 현대건설 + 대우건설 + 대림산업 + GS 건설 + 삼성엔지니어링 + HDC + 현대산업개발 / 정유는 SK 이노베이션 + S-Oil + GS 기준임



“

정유의 주가에 추가적인 부담요인이 있다면 2018년의 화두인 '순수화학'의 폭락입니다. 두 업종은 늘 유사한 주가흐름을 보여왔었는데, 이렇게 본다면 정유의 outperform은 부담이 되죠

- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

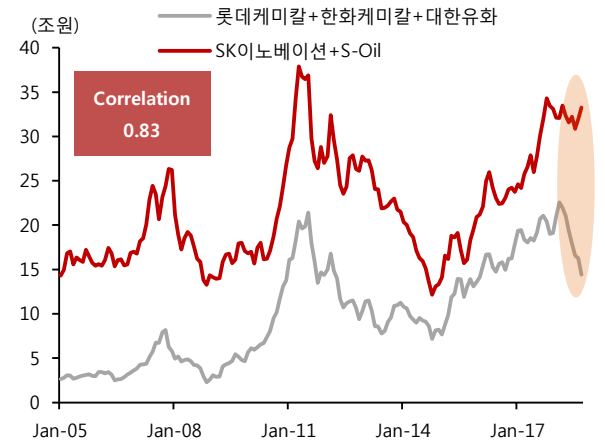
## 폭락의 순수화학, 정유는 괜찮을까?

정유의 주가를 건설과 빗대어 볼 수도 있지만, 또 한 가지 같이 봐야 할 섹터가 있다면 바로 화학, 그 중에서도 순수화학이겠죠. 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화로 대변될 수 있는 순수화학 업종은 올 해, 특히 하반기 들어서면서부터는 무서울 정도의 폭락세를 보였습니다. KOSPI 중에서도 손에 꼽힐 정도로 안 좋은 performance 였는데요. 반면에 정유는 그것 대비 매우 안정적인 모습이 나타났었습니다. 심지어 9 월에는 주가가 상승까지 하면서 둘 간의 주가괴리는 더욱 벌어지는 양상이었죠.

그런데 아실 지 모르겠지만, 순수화학(롯데케미칼 + 한화케미칼 + 대한유화)과 정유(SK 이노베이션 + S-Oil)의 주가흐름은 2005 년 이후 correlation 이 무려 +0.83 입니다. 사실 상 같이 간다고 봐도 무방하다는 것인데, 둘 간의 시가총액 격차는 9 월을 기점으로 이제 18.9 조원까지 벌어졌습니다. 이는 2007 년 이후 무려 11 년 여 만에 최대 격차에 해당합니다.

모르긴 몰라도, 정유 업종 주가에 대해서 조금은 부담을 가질 만한 상황인 것만큼은 직감적으로 느끼실 수 있을 겁니다.

순수화학과 정유업종의 주가는 사실상 같은 주가 흐름임(Correlation +0.83)



자료: FnGuide, SK 증권

그런 두 업종 간의 시가총액 격차가 현재 11 년 만에 최대치로 벌어졌음



자료: FnGuide, SK 증권

“

PBR valuation 으로 봐도 최근의 이격은 2010 년 이후 최대 수준입니다. ROE 추정치가 크게 다르지 않은데 이렇게 벌어졌다는 것은 이상 신호로 받아들일 개연성이 충분합니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

Valuation 으로 본다 하더라도 그림은 다르지 않습니다. 2010 년 이후로 봤을 때 주가와 마찬가지로 순수화학과 정유업종의 12M fwd PBR 은 비슷한 수준에 형성되어 있었었습니다. 그러나 최근 들어서 현격한 괴리가 나타나기 시작했고, 이 때문에 2018 년 9 월 기준 두 업종 간의 PBR gap 은 0.6x 이상까지 벌어져서 2010 년 이래 최대치를 기록했습니다. ‘혹시 이익추정치가 달라진 것이 아니냐?’라고 물으실 수 있지만, 12M fwd ROE 컨센서스는 예나 지금이나 순수화학과 정유업종 모두 유사한 수준이 유지되고 있습니다.

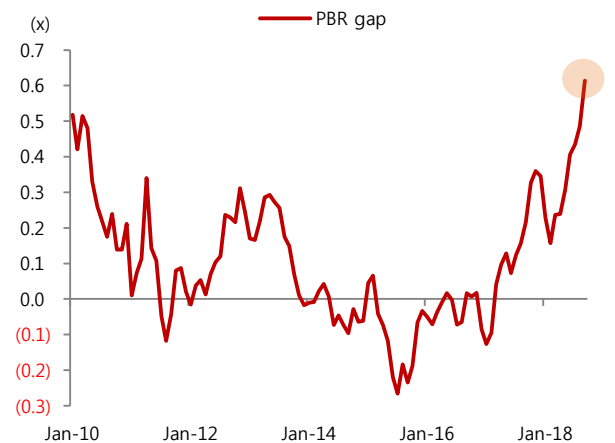
이렇게 이익(ROE)에 대한 기대치는 비슷한 데 valuation(PBR)에 대한 기대치가 현격하게 벌어지다 보니, 당연히 10 배 수준이 적정하다고 할 수 있는 PBR/ROE ratio 도 최근 두 업종이 꽤 벌어졌습니다. 정유는 여전히 적정 수준 10 배에 근접하여 정상적인 valuation 을 받고 있는데, 순수화학은 5 배 수준까지 폭락하여 2010 년 이래 최저 수치를 기록 중에 있으니까요.

순수화학과 정유업종의 PBR valuation 또한 유사하게 형성되어 왔음



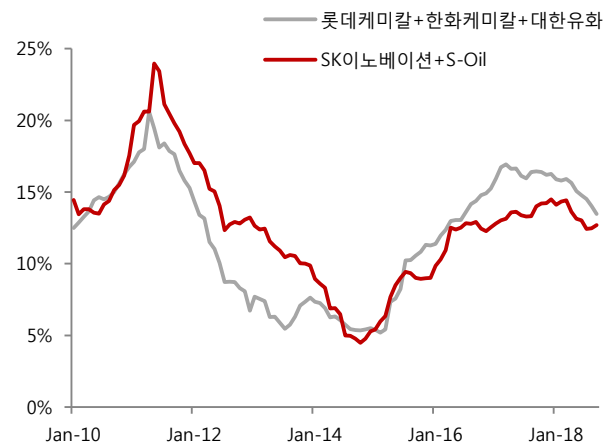
자료: FnGuide, SK 증권

다만 최근 괴리로 인하여 PBR gap 은 2010 년 이후 최대치까지 상승



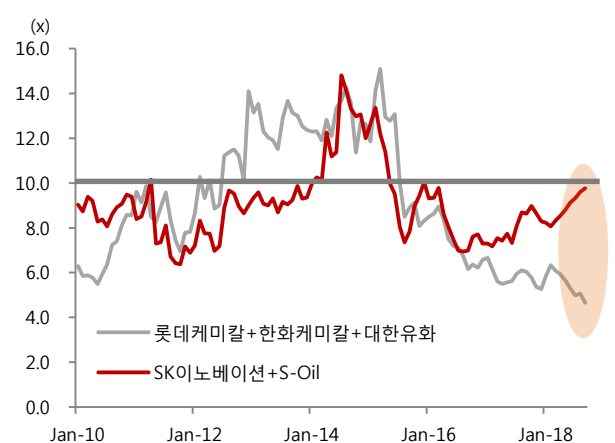
자료: FnGuide, SK 증권

그렇다고 12M fwd ROE 의 추이가, 즉 이익 기대치가 최근 달라진 것도 아님



자료: FnGuide, SK 증권

PBR/ROE ratio 역시 최근 들어 현격하게 벌어졌음



자료: FnGuide, SK 증권



“

정유-화학 주가가 동행하는 원인은 신증설 cycle 이 유사하기 때문입니다. 화학도 올 해 결국 신증설 부담으로 주가가 무너졌는데, 말씀 드린 대로 정유도 앞으로 쉽게 볼 상황은 아닙니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우 -

”

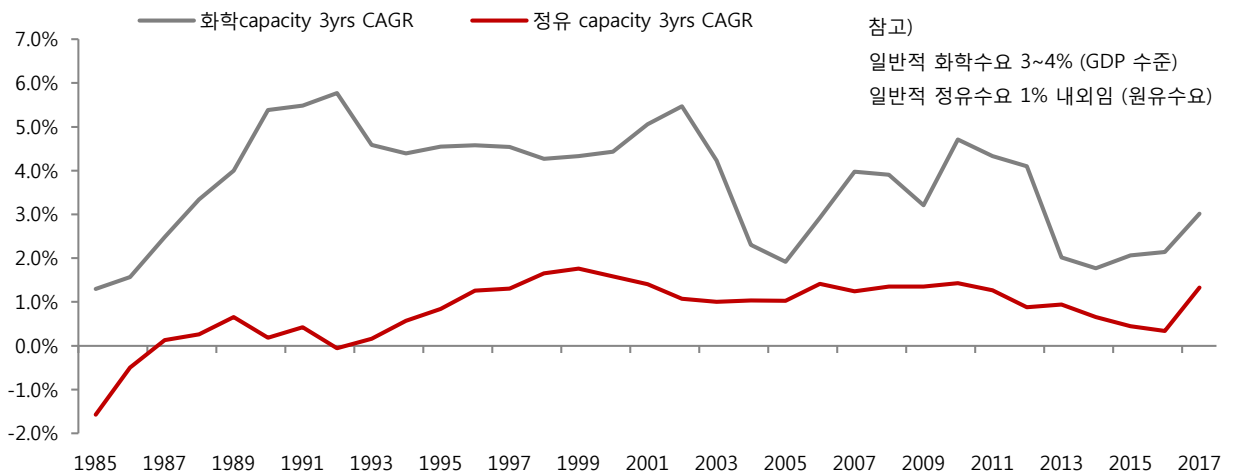
그렇다면 원천적인 질문으로 들어가 보겠습니다. 왜 순수화학과 정유업종의 주가, 이익, valuation 은 역사적으로 유사한 흐름을 보여왔을까요? 당연히 유가와 제품가격의 등락이 통상적으로 동행한다는 기본적인 해석이 나올 수도 있지만, 업종 특성 상 일단 capacity의 흐름이 유사할 수밖에 없다는 것도 빼놓을 수 없는 중요 요인입니다.

한국은 산유국이 아닌 만큼 독특하게 석유개발(E&P)이라는 분야 없이 downstream인 정유(refinery)와 화학(chemical) 만이 발달한 산업 구조입니다. 그렇지만 세계적으로 일반적인 구조는 '석유개발-정유-화학'이 수직계열화 되어 있는 구조입니다. 즉 ExxonMobil 이나 Chevron, Shell 같은 민영 석유개발 기업 혹은 사우디 아라비아, 이란, UAE 같은 국영 석유개발 기업이 일괄적으로 사업을 보유하는 구조로 가져간다는 것이지요. 때문에 산유량이 증대된 이후로는 당연히 정유-화학 설비는 순차적으로 진입이 되는 형태로 지금까지 흘러왔습니다.

현재 화학이 먼저 미국을 중심으로 대규모 신증설 설비가 진입하면서 주가와 이익 상의 타격이 나타나고 있는데, 정유도 앞서 언급한 것과 마찬가지로 이제부터 신규설비의 진입이 만만치 않게 진행됩니다. 3yrs CAGR 로 본다면 2020년에는 5% 수준에 육박하는 것이 GlobalData의 분석이고, 이 정도 수치는 1980년 이후 처음 있는 일이라고도 분석을 했었죠.

그렇게 마음 편안하게 지금 정유의 상승세만을 즐길 때는 아닐 것 같네요. 기억하시겠지만, 순수화학의 2018년 폭락 역시 2017년 말까지만 하더라도 누구도 쉬이 예상하지 못했습니다. 당시 주가는 사상 최고가를 경신하는 수준들이었으니까요. Cyclical 산업에 new-normal은 없습니다.

화학과 정유의 capacity는 늘 같은 방향으로 진행되어 왔음



자료: Industry data, BP, GlobalData, SK 증권

주: 화학은 생산능력은 에틸렌 기준임

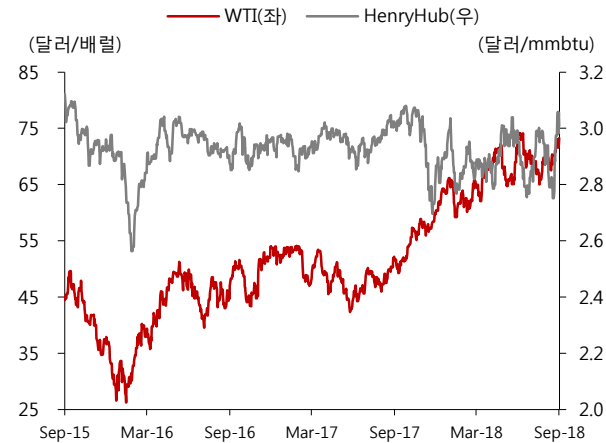
# 소재·산업재 섹터별 선호도

섹터		1M 수익률	6M 수익률	Comment	
KOSPI		+1.7%	-5.0%		
<div>GOOD</div> <div>↑</div> <div>↓</div> <div>BAD</div>	1	건설 (▲3)	+5.0%	+23.1%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>재건축 수요 확대 및 해외 수주 기대감에 대한 시동이 걸리면 서 저점 대비 다소 반등</p> <p>3분기 무난하고 우호적인 실적 확인 및 해외 수주 임박에 따 른 기대감으로 주가 강세가 예상됨</p> <p>국내+해외 익스포저가 모두 있으며 밸류에이션 매력도가 높 은 GS건설, 현대건설이 Top-picks</p>
	2	조선 (-)	+14.0%	+56.0%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>Rosebank 수주 기대감과 동절기 대비 LNG 재고축적 모멘 텀이 지속됨. Feeder 컨테이너선 수주 기대감도 지속 반영됨</p> <p>Rosebank 결과는 연말로 이연 됨. 한국, 중국이 평년대비 추 울 것으로 전망되어 LNG 재고축적 모멘텀 유효할 전망</p> <p>모든 선가가 오르는 가운데 단순 기대감이 아니라 실제로 선 종 별로 고루 수주하는 현대중공업이 Top-pick</p>
	3	정유/ 화학 (▼2)	+1.2%	-5.8%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>정유: 유가강세로 9월 호조, 실적기대감up 화학: 국경절 모멘텀 없이 3분기 약세로 마감</p> <p>정유: 화학 대비 지나친 outperform 부담될 것 화학: 순수화학 단기급락 따른 반등매력 타진</p> <p>믿을 건 역시 top pick LG화학</p>
	4	철강/ 금속 (▼1)	-1.4%	-5.1%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>미·중 무역분쟁의 확대로 중국 수요와 경기에 대한 우려발생 하며 철강주 하락. Spot T/C 개선으로 고려아연 반등</p> <p>중국 동절기 감산 진행과 내수부양 정책 시행여부에 초점 광산업체 생산확대 발표로 원가 및 제련/정련 비용 변화</p> <p>중국 변화와 전분기 대비 증익이 예상되는 실적을 감안하면 섹터 전반적인 비중 확대 권고</p>
	5	유틸/ 상사 (-)	-1.6%	-13.6%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>유틸: 한전의 비우호적 정책환경 여전히 부담 상사: 미·중 무역전쟁 및 사별단기약재 상존</p> <p>유틸: 4분기 영업환경에서 한전 배당우려 부각될 것 상사: 주가 과매도 국면으로 추가하락 제한될 것</p> <p>대장 KEPCO 주가는 위아래 막힌 양상</p>
	6	자동차 (-)	+2.2%	-12.3%	<div>전월리뷰</div> <div>금월전망</div> <div>투자포인트</div> <p>낮은 PBR과 기저효과, 수급여건 등에 힘입어 대형주 중심으 로 소폭의 반등 진행</p> <p>실적시즌 돌입. 2분기에 이어 불리했던 신형구 환율과 일회성 비용 등이 반영. 기저효과도 소멸되어간다는 점이 부담요인</p> <p>실적추정치의 추가적인 하향이 예상. 상대적으로 실적의 안정 성을 보유한 완성차와 타이어 중심의 대응을 권고</p>

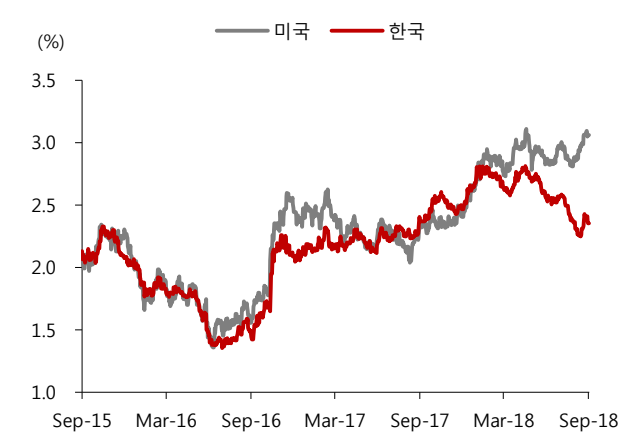


## 소재·산업재 Key Chart

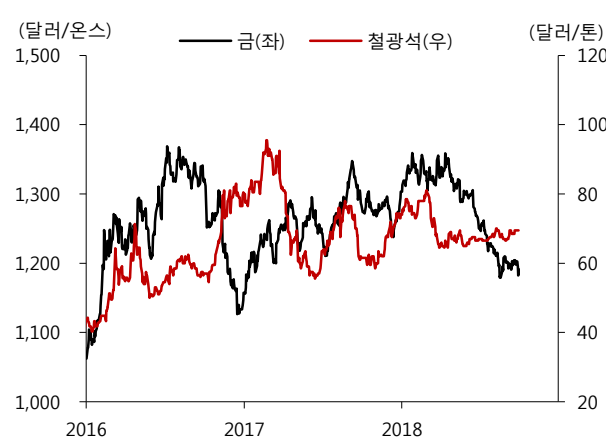
WTI, Henry Hub 가격 추이



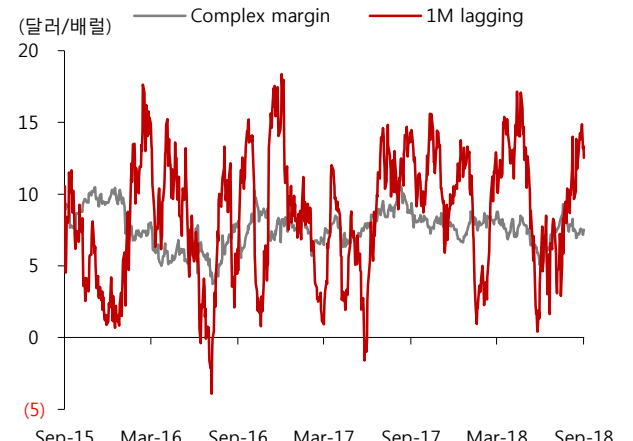
미국, 우리나라 국고채 10 년물 추이



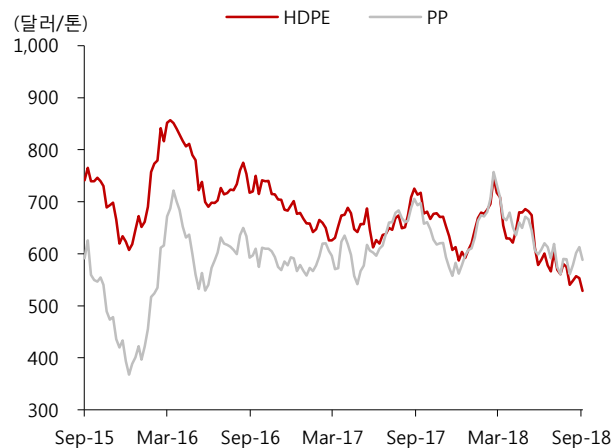
철광석, 금 가격 추이



정제마진 추이



PE, PP 스프레드

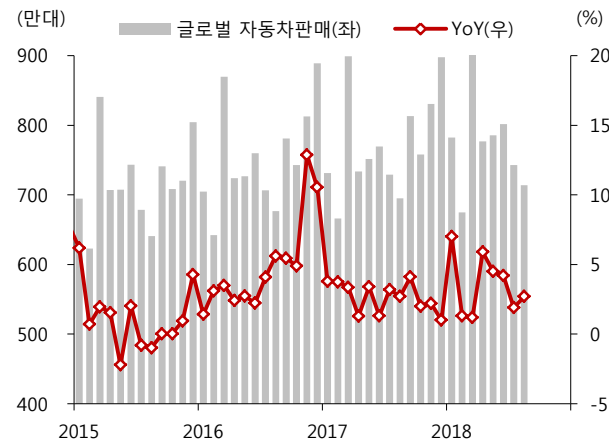


부타디엔 천연고무 가격 추이



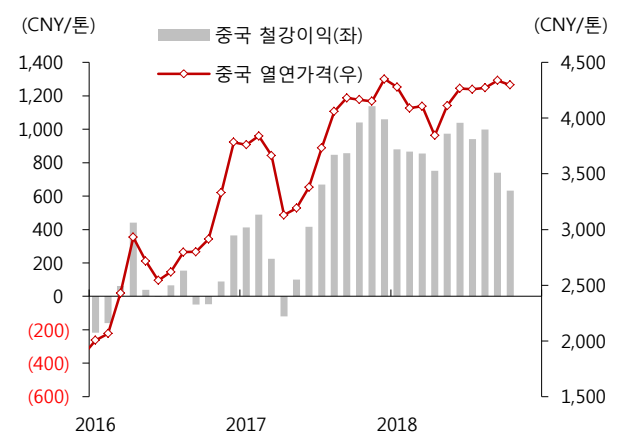


### 글로벌 자동차 판매대수 추이



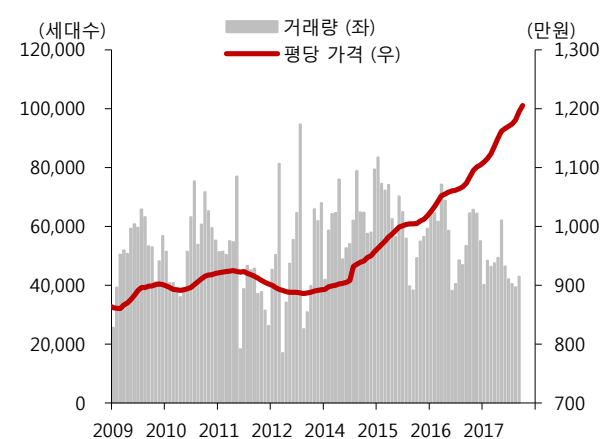
자료: 산업자료, SK 증권

### 중국 열연가격과 철강이익 추이



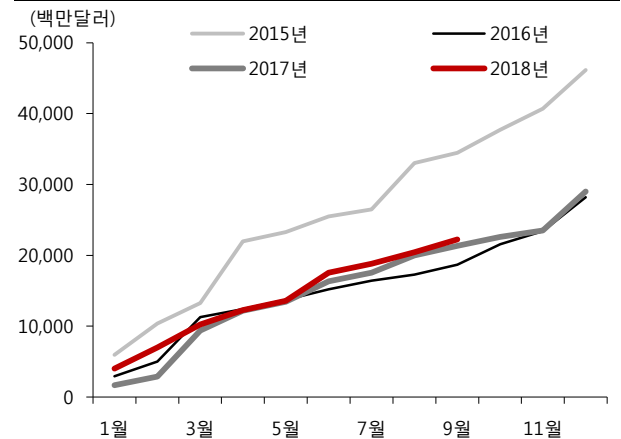
자료: Bloomberg, SK 증권

### 부동산 가격, 거래량 추이



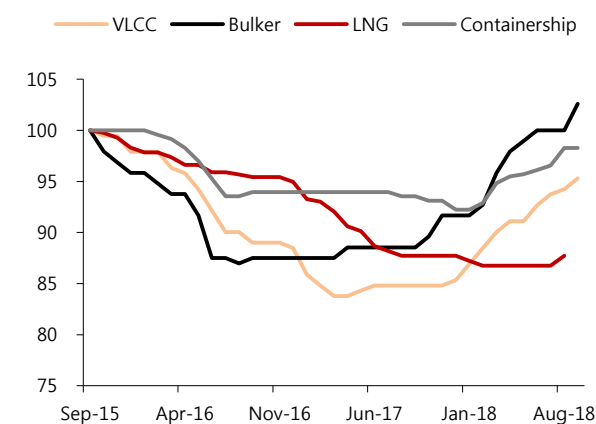
자료: 국토교통부, SK 증권

### 건설 월별 해외 수주 추이



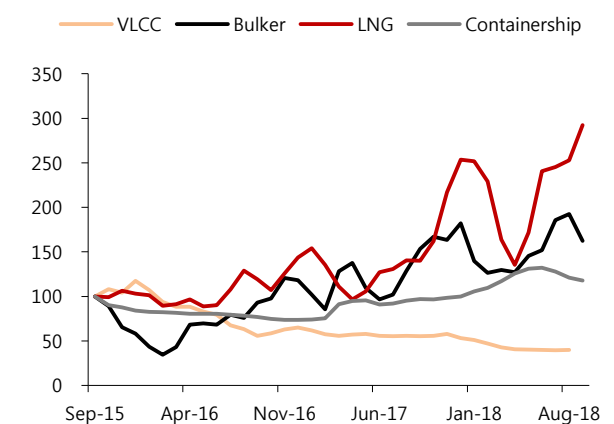
자료: 해외건설협회, SK 증권

### 선종별 신조선가 지수 추이(Sep-15=100)



자료: Clarkson Research, SK 증권

### 선종별 운임 지수 추이(Sep-15=100)



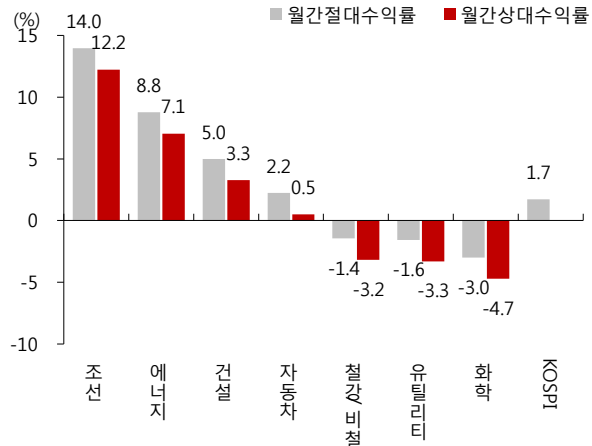
자료: Clarkson Research, SK 증권





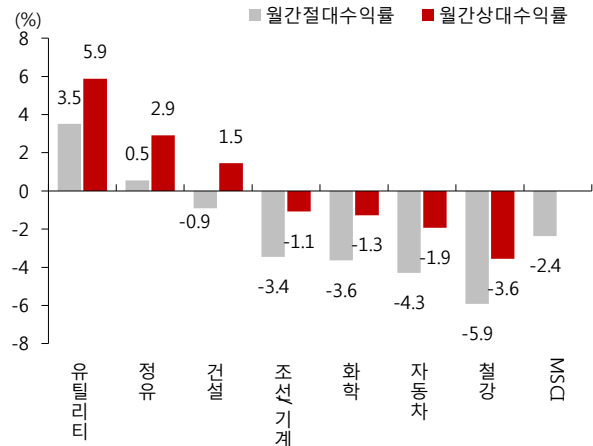
## 수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

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	2,343.1	5,924.5	3,876.9	912.6	5,580.6	2,261.9	1,813.9	3,237.7
	52주최고	2,607.1	5,937.0	4,805.0	1,120.1	6,607.4	2,851.5	2,095.9	3,237.7
	52주최저	2,218.1	5,031.6	3,789.6	886.1	5,028.8	2,232.2	1,427.9	2,002.9
	시가총액	1,567.6	44.3	80.2	31.4	105.8	51.8	27.5	40.7
	비중%		2.8	5.1	2.0	6.8	3.3	1.8	2.6
상대수익률	1M	1.7	8.8	-3.0	-1.6	2.2	-6.5	5.0	14.0
	3M	1.3	8.8	-1.7	-7.6	5.5	-4.8	9.9	20.9
	1Y	-1.3	7.8	-5.3	-13.3	-6.8	-3.6	26.7	25.9
	YTD	-5.0	6.2	-12.0	-13.6	-12.3	-8.9	23.1	56.0
상대수익률	1M		7.1	-4.7	-3.3	0.5	-8.3	3.3	12.2
	3M		7.5	-3.0	-8.8	4.2	-6.1	8.6	19.7
	1Y		9.1	-4.1	-12.0	-5.6	-2.3	28.0	27.1
	YTD		11.3	-7.0	-8.5	-7.2	-3.8	28.1	61.0

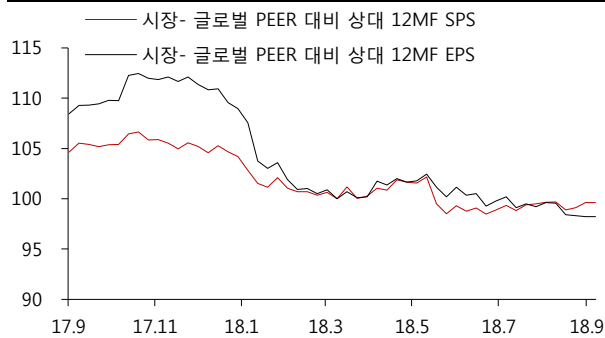
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	기계/조선
절대수익률	종가	524.3	251.4	351.7	127.3	182.6	281.8	292.5	379.9
	52주최고	550.3	254.7	382.6	135.3	230.0	335.5	327.8	438.9
	52주최저	484.6	219.3	337.8	120.4	177.6	256.0	280.4	350.8
상대수익률	1M	-0.5	2.3	-2.3	-1.3	-3.2	1.4	0.5	1.9
	3M	3.8	2.1	2.2	-0.1	-4.3	-4.6	1.8	6.5
	1Y	8.2	14.2	4.1	-2.3	-9.0	2.9	0.0	2.9
	YTD	2.5	13.8	0.8	4.4	-12.9	-6.7	0.1	-2.9
상대수익률	1M		2.8	-1.8	-0.8	-2.6	1.9	1.0	2.4
	3M		-1.7	-1.5	-3.8	-8.1	-8.3	-2.0	2.7
	1Y		6.1	-4.0	-10.5	-17.1	-5.2	-8.1	-5.3
	YTD		11.3	-1.7	1.9	-15.4	-9.2	-2.5	-5.5

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

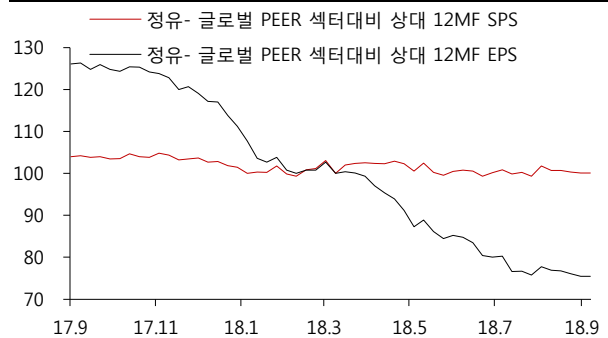
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권



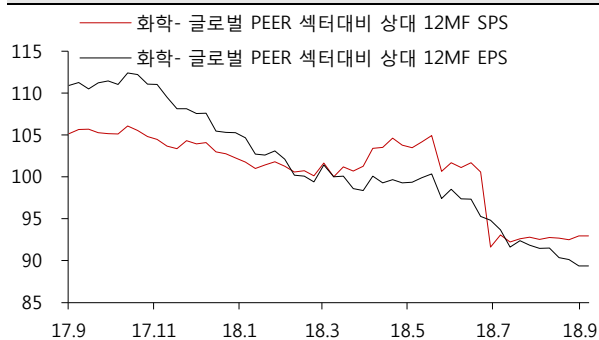
#### Earnings Revision: KOSPI



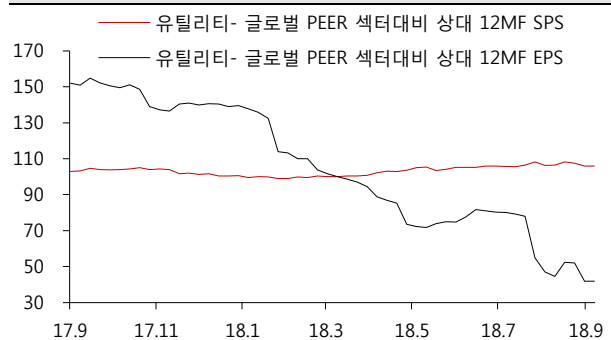
#### Earnings Revision: 정유



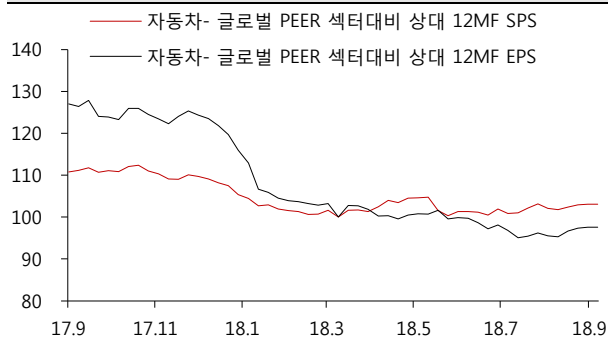
#### Earnings Revision: 화학



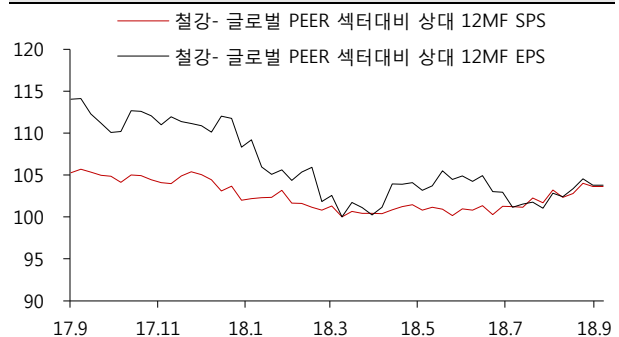
#### Earnings Revision: 유틸리티



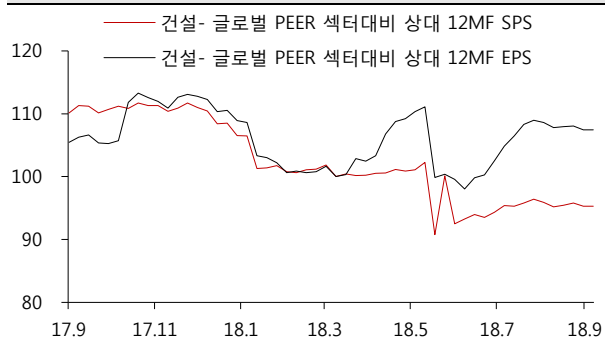
#### Earnings Revision: 자동차



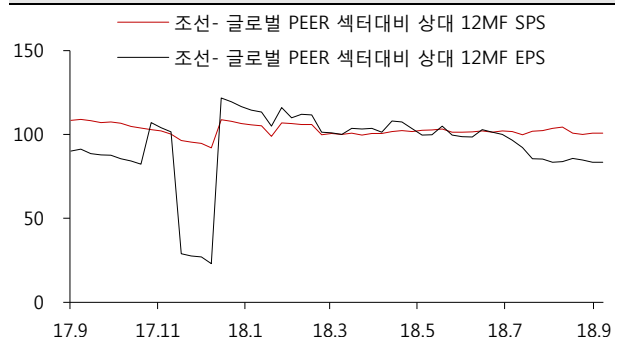
#### Earnings Revision: 철강



#### Earnings Revision: 건설



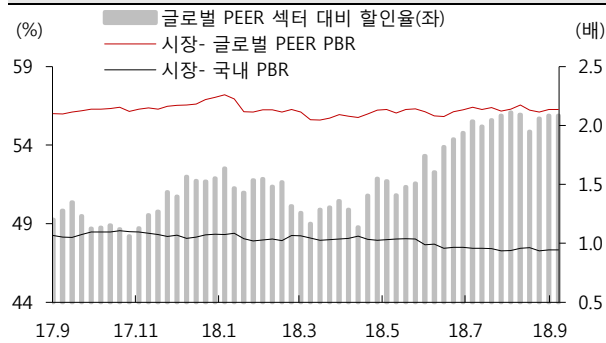
#### Earnings Revision: 조선



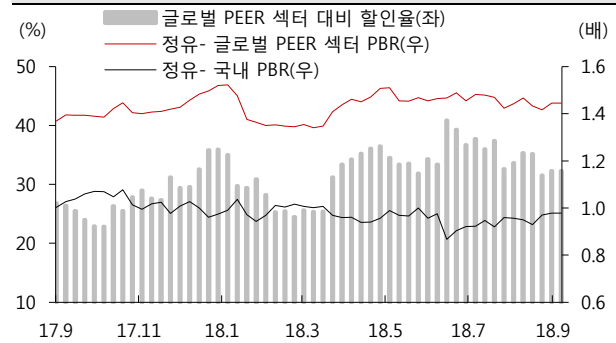
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출  
자료: Datastream, SK 증권



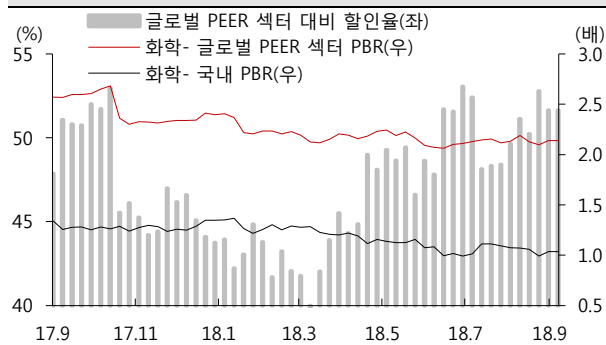
## Relative Valuation: KOSPI



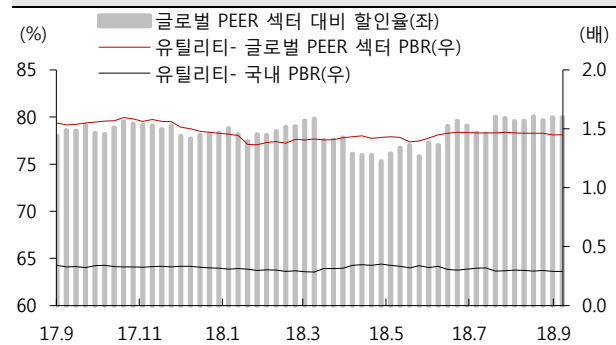
## Relative Valuation: 정유



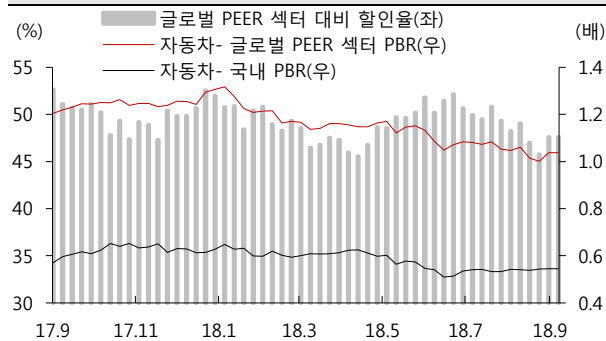
## Relative Valuation: 화학



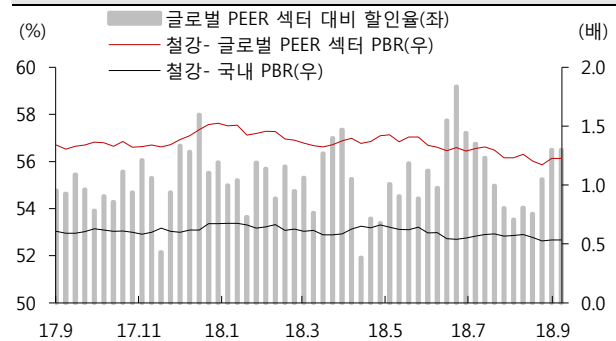
## Relative Valuation: 유틸리티



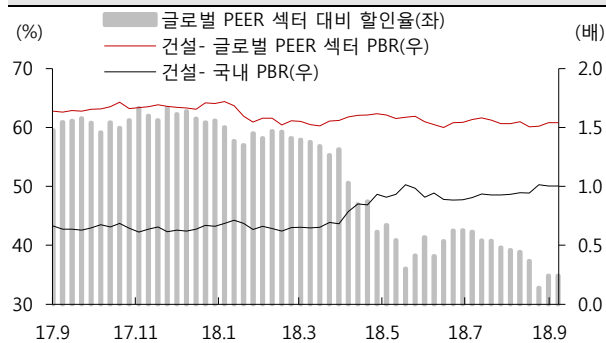
## Relative Valuation: 자동차



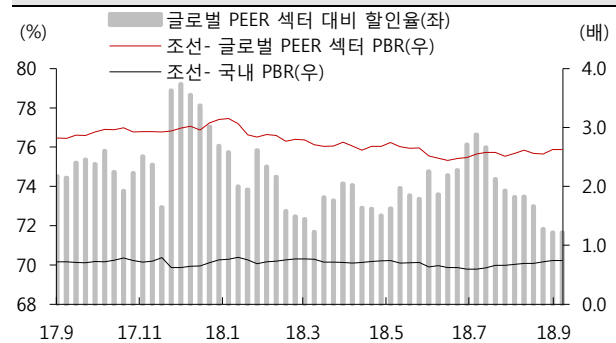
## Relative Valuation: 철강



## Relative Valuation: 건설



## Relative Valuation: 조선



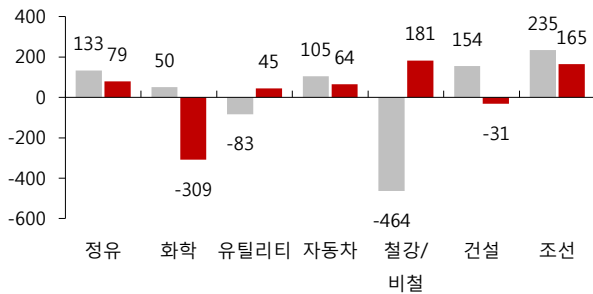
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

자료: Datastream, SK 증권



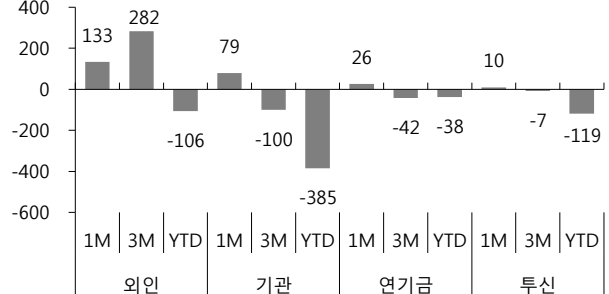
### 월간 누적 순매수

(십억원) ■ 외국인누적순매수 ■ 기관누적순매수



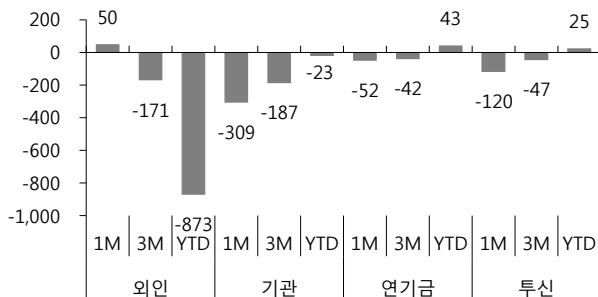
### 정유 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 정유



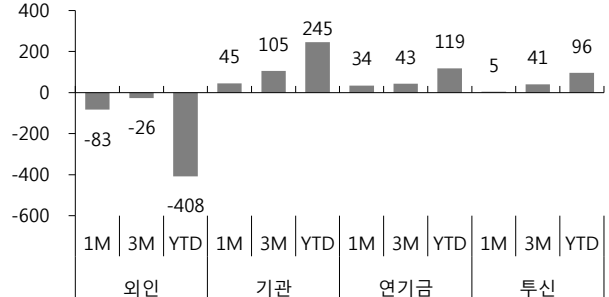
### 화학 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 화학



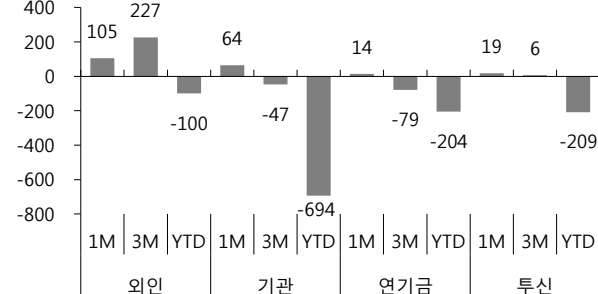
### 유틸리티 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 유틸리티



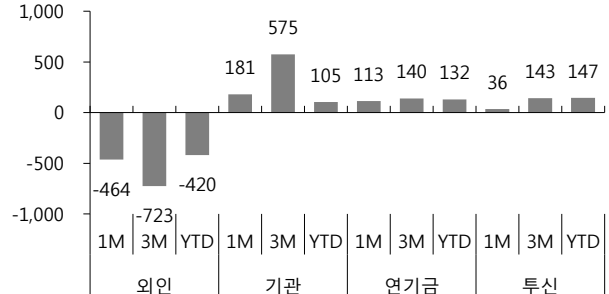
### 자동차 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 자동차



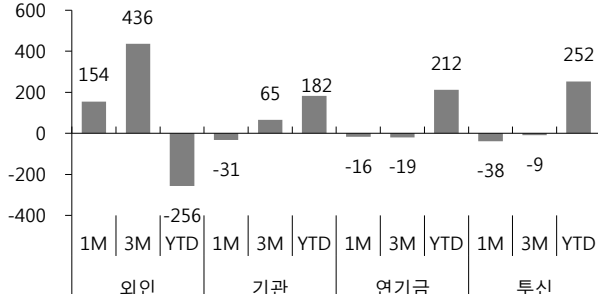
### 철강 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 철강/비철



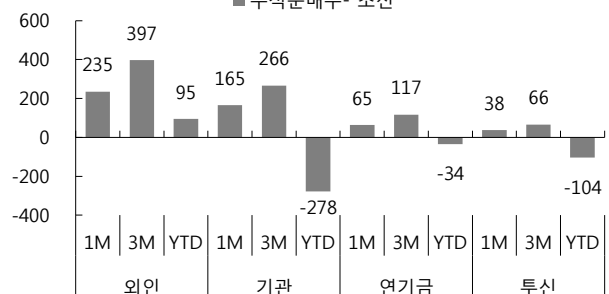
### 건설 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 건설



### 조선 업종 수급 비교

(십억원) ■ 누적순매수- 조선



자료: Quantiwise, SK 증권



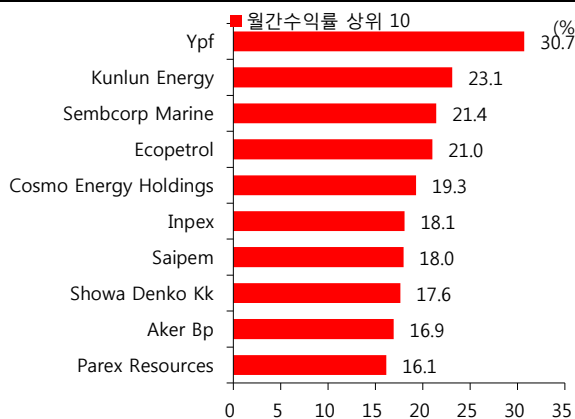
## 정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률(%)				상대수익률(%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
SK이노베이션	17,922	215,000	217,500	184,500	8.8	0.98	10.0	8.3	10.5	46.8	8.2	5.5	11.8	31.1
S-Oil	13,905	137,000	136,000	102,000	11.2	2.04	13.2	21.2	11.4	61.8	11.5	20.5	12.7	46.1
GS	4,615	55,100	70,700	50,700	5.2	0.57	1.3	4.6	-14.7	1.9	-0.5	0.6	-13.4	-13.8
LG화학	23,260	365,500	441,500	317,500	13.4	1.48	-0.1	-2.4	-5.3	40.0	-1.9	8.2	-4.0	24.4
롯데케미칼	8,590	278,000	474,500	277,000	4.5	0.67	-13.5	-21.1	-26.5	-24.7	-15.3	-18.9	-25.2	-40.3
한화케미칼	2,838	19,300	36,200	18,300	4.0	0.43	-4.0	-9.4	-40.7	-21.9	-5.7	-12.9	-39.4	-37.5
금호석유화학	2,705	98,500	117,000	67,100	7.0	1.24	-3.0	-9.2	37.4	20.1	-4.7	-17.1	38.7	4.5
SKC	1,443	42,650	49,000	35,600	9.0	0.96	-7.6	-3.3	2.2	29.2	-9.3	-4.0	3.4	13.6
OCI	2,365	110,000	186,500	93,600	11.5	0.71	-3.9	8.4	6.3	39.8	-5.7	1.1	7.6	24.2
SK가스	687	84,200	106,000	83,100	4.6	0.44	-0.5	-0.5	-10.5	-34.3	-2.2	-9.8	-9.2	-50.0
Global Peers														
Valero	48,616	113.8	124.4	76.3	12.2	2.13	-5.5	-2.2	48.2	66.5	-6.1	-3.0	32.1	36.3
CONOCOPHILLIPS	89,946	77.4	78.1	48.9	15.4	2.77	7.4	8.3	54.8	54.4	6.9	5.9	38.7	24.2
Formosa Petrochemical	46,174	148.0	148.0	104.5	20.0	3.89	15.6	23.3	41.6	32.1	15.5	19.0	34.7	13.2
TESORO CORP	23,198	153.5	158.9	89.6	13.7	1.97	-1.3	2.1	49.8	75.5	-1.9	10.5	33.7	45.4
MARATHON Petroleum	36,067	80.0	85.8	55.5	12.8	2.54	-4.7	-1.3	44.2	58.8	-5.3	7.8	28.1	28.7
DEVON ENERGY CORP	20,321	39.9	45.6	30.4	16.3	1.77	-6.0	-10.3	9.2	-12.5	-6.6	-15.6	-6.9	-42.7
HOLLYFRONTIER CORP	12,315	69.9	81.7	35.4	10.4	1.77	-5.5	-5.6	94.2	113.4	-6.1	-2.9	78.1	83.2
Phillips 66	52,332	112.7	123.3	89.6	12.0	2.02	-5.9	-5.1	22.8	30.4	-6.4	-6.4	6.7	0.3
MURPHY OIL CORP	5,769	33.3	35.1	24.7	14.7	1.17	9.3	3.3	23.5	7.1	8.8	-8.3	7.4	-23.1
DOWDUPONT	148,387	64.3	77.0	62.0	14.4	1.44	-9.1	-5.9	-6.9		-9.7	-10.1	-23.0	
Eastman	13,523	95.7	110.8	87.3	10.7	2.18	-3.2	-5.1	6.4	27.3	-3.8	-11.3	-9.7	-2.9
BASF	81,682	76.6	97.6	76.4	11.3	1.97	-5.2	-6.8	-14.4	-13.0	-3.0	-6.3	-10.8	-19.6
Akzo Nobel	23,631	80.5	82.7	72.4	27.3	3.18	-0.5	1.7	3.6	35.6	1.9	9.2	0.6	21.9
Arkema	9,478	106.7	112.0	96.9	11.9	1.71	-1.7	0.1	2.4	14.8	-1.5	3.2	-1.4	0.3
Lanxess	6,710	63.1	74.0	60.7	13.8	2.16	-10.1	-9.7	-5.7	2.1	-7.9	-3.9	-2.1	-4.5
Sumitomo Chemical	9,692	665	875	588	7.9	1.07	3.3	3.1	-5.9	19.6	-1.7	1.5	-14.4	-0.1
Mitsubishi Chemical	14,422	1,087.5	1,305.5	897.0	7.2	1.04	8.2	9.4	1.5	43.5	3.2	14.4	-6.9	23.8
Shin-Etsu Chemical	37,891	10,065	13,090	9,271	13.7	1.59	-6.6	-11.1	-1.1	11.0	-11.5	-4.1	-9.6	-8.7
Asahi Kasei	21,277	1,723.0	1,726.5	1,289.0	14.5	1.70	5.8	16.2	25.2	69.0	0.9	17.1	16.8	49.3
JSR	4,223	2,121	2,645	1,818	12.7	1.10	-3.3	3.9	-1.6	15.1	-8.3	8.4	-10.0	-4.6
Nitto Denko	13,027	8,516	11,685	7,660	12.9	1.69	0.6	5.1	-8.9	-5.1	-4.4	-3.1	-17.3	-24.7
SABIC	98,874	123.6	130.4	97.6	15.0	1.98	-2.5	-4.8	20.2	35.1	-0.8	2.9	11.8	26.0

자료: Datastream, SK 증권

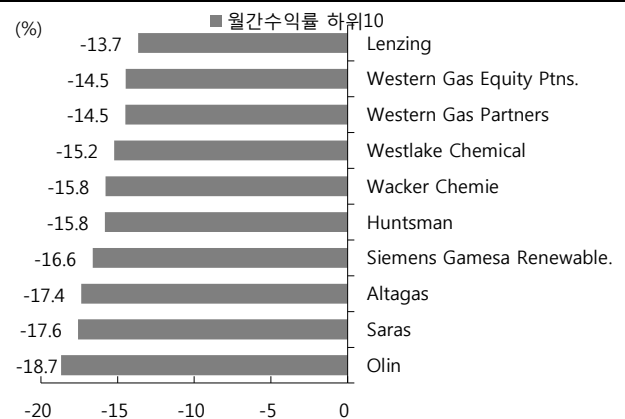
## 월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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



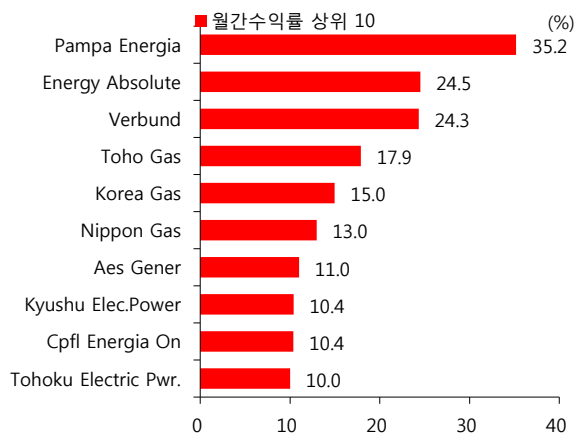
유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
한국전력	16,986	29,350	41,100	28,700	22.1	0.26	-5.0	-9.7	-23.5	-33.4	-6.8	-10.1	-22.2	-49.0
한국가스공사	5,052	60,700	64,500	40,600	9.1	0.65	15.0	5.9	44.5	25.3	13.2	-4.4	45.8	9.7
Global Peers														
EDF	52,881	15.1	15.6	10.0	21.2	1.07	6.4	22.8	42.4	68.5	6.6	23.1	38.7	54.0
GDF 수에즈	35,823	12.7	14.9	12.2	11.9	0.81	-2.4	-10.5	-11.1	4.5	-2.2	-7.4	-14.8	-10.0
Enel	52,097	4.4	5.6	4.2	10.3	1.14	1.3	-6.4	-12.5	5.3	1.0	-4.0	-4.5	-4.1
Duke Energy	57,003	80.0	91.1	72.1	15.9	1.29	-0.4	-1.3	-5.0	3.1	-1.0	-6.3	-21.1	-27.1
Iberdrola	47,095	6.3	6.8	5.6	13.2	1.02	-2.3	-4.5	2.3	11.5	0.0	0.0	11.4	11.1
Dominion Resources	45,947	70.3	84.9	61.8	16.3	2.16	-0.8	-1.4	-8.8	-8.2	-1.4	-4.6	-24.9	-38.4
NextEra Energy	79,041	167.6	175.2	145.3	20.0	2.25	-1.7	0.4	14.0	40.3	-2.3	-6.8	-2.1	10.1
Southern Co	44,216	43.6	53.3	42.7	14.2	1.64	-1.6	-9.1	-10.9	-11.4	-2.2	-13.2	-27.0	-41.5
E.ON	22,451	8.8	10.7	7.9	12.9	2.84	-6.0	-9.9	-6.0	31.1	-3.7	-4.0	-2.4	24.4
Exelon	42,171	43.7	44.6	36.0	13.6	1.25	0.6	3.5	16.7	23.0	0.0	-4.0	0.6	-7.1
RWE Group	14,217	21.3	23.2	15.1	13.1	1.75	-2.0	-4.8	10.2	80.2	0.3	9.6	13.9	73.5
American Electric	34,939	71	78	63	16.9	1.78	-0.3	-0.4	0.5	12.6	-0.9	-5.1	-15.6	-17.6
SSE	15,341	1,146	1,441	1,084	11.4	2.36	-9.2	-9.3	-17.3	-26.2	-7.6	-14.1	-20.0	-32.8
Tenaga Nasional	21,212	15.5	16.2	13.7	12.2	1.36	-1.7	2.4	8.0	11.2	0.2	5.5	6.0	2.0
PPL	20,469	29.3	38.4	25.6	11.8	1.75	-1.1	1.6	-23.4	-14.1	-1.7	-5.0	-39.5	-44.2
Fortum	22,276	21.6	22.8	16.4	19.3	1.47	-2.1	1.6	28.4	48.2	-0.4	2.4	22.5	33.5
PG&E	23,794	46.0	69.2	38.2	11.4	1.12	0.7	5.8	-32.4	-24.3	0.2	0.4	-48.5	-54.4
CLP Holdings	29,591	91.7	97.0	75.4	17.2	1.93	-0.6	4.1	14.7	28.6	1.4	10.9	13.4	2.3
PSEG Public Service	26,676	52.8	54.2	46.1	15.6	1.76	2.0	2.6	14.6	20.3	1.4	-9.9	-1.5	-9.9

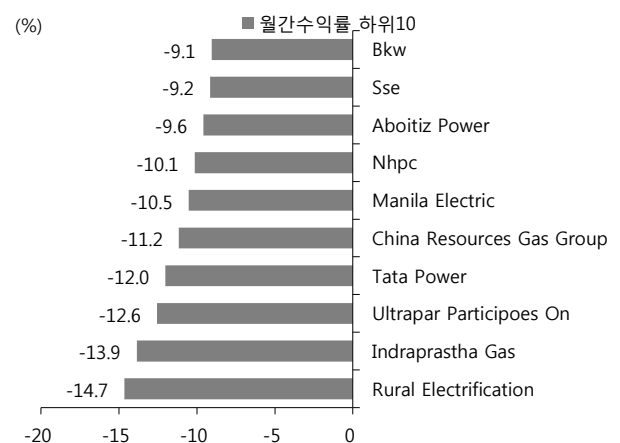
자료: Datastream, SK 증권

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



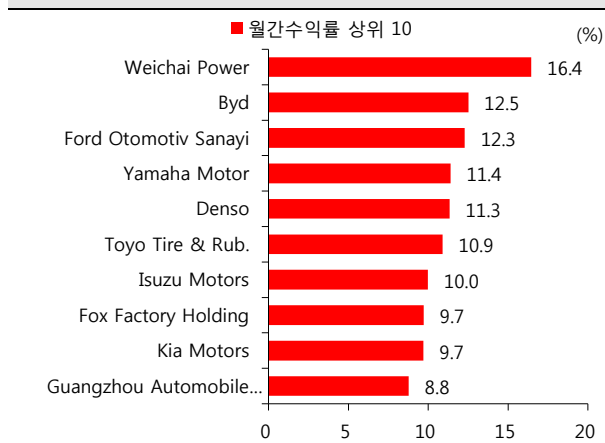
## 자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	24,945	129,500	164,500	119,500	8.1	0.48	3.6	0.0	-11.9	-11.3	1.9	2.4	-10.6	-26.9
기아차	12,827	35,100	35,800	29,550	7.0	0.49	9.7	9.9	13.8	-10.6	8.0	13.1	15.0	-26.2
현대모비스	20,008	228,000	273,500	198,500	8.9	0.67	-1.3	0.0	-1.9	-13.6	-3.0	5.3	-0.7	-29.3
현대위아	1,038	42,350	69,900	38,050	10.1	0.35	-6.8	0.6	-33.7	-42.0	-8.6	2.1	-32.5	-57.6
한온시스템	6,088	12,650	14,550	9,760	18.8	2.98	5.0	14.0	0.0	22.8	3.2	17.5	1.3	7.2
만도	1,460	34,500	67,900	33,350	8.7	1.04	-8.1	-17.3	-32.4	-26.4	-9.9	-9.5	-31.1	-42.1
한국타이어	5,595	50,100	60,200	40,300	8.6	0.83	7.1	12.2	-14.7	-13.6	5.3	15.8	-13.4	-29.2
넥센타이어	843	9,570	13,350	9,060	7.2	0.64	-5.7	-11.8	-27.2	-26.4	-7.5	-7.9	-26.0	-42.0
한국타이어월드와이드	1,509	18,000	21,850	17,250	7.7	0.52	-1.4	-3.2	-17.6	-13.3	-3.1	-0.1	-16.4	-28.9
한라홀딩스	395	40,550	69,500	40,100	6.2	0.42	-4.7	-14.2	-35.6	-33.1	-6.4	-9.2	-34.4	-48.7
쌍용자동차	565	4,565	5,990	4,415	119.9	0.82	-1.5	-1.8	-12.4	-42.1	-3.2	-2.0	-11.1	-57.8
에스엘	643	21,050	29,300	17,500	7.9	0.66	-2.1	7.4	14.1	-2.3	-3.8	15.4	15.4	-17.9
Global Peers														
Toyota Motor	203,820	7,095	7,782	6,594	8.7	0.98	1.0	-4.8	4.8	3.2	-4.0	-5.5	-3.6	-16.5
Daimler	67,608	54.4	75.8	54.2	6.2	0.81	-3.8	-8.0	-18.4	-23.1	-1.6	-2.3	-14.8	-29.7
BMW	54,257	77.6	96.1	77.5	7.2	0.85	-8.2	-6.3	-8.3	-12.6	-5.9	-0.5	-4.7	-19.3
General Motors	47,505	33.7	46.5	33.6	5.7	1.11	-9.8	-10.3	-17.0	-3.4	-10.3	-24.2	-33.1	-33.5
Tesla	45,168	264.8	379.6	252.5	414.7	8.19	-15.1	-10.9	-22.0	23.9	-15.7	-31.6	-38.1	-6.3
Honda Motor	54,844	3,439	4,102	3,117	8.2	0.70	1.8	2.2	2.3	0.7	-3.1	1.3	-6.1	-19.0
Volkswagen	50,896	148.5	190.0	132.9	5.5	0.60	3.8	0.4	3.4	8.0	6.1	3.2	7.1	1.4
Ford Motor	36,213	9.3	13.2	9.2	6.8	0.91	-7.6	-6.8	-22.7	-23.7	-8.2	-25.3	-38.8	-53.9
Continental	34,728	149.5	251.1	148.2	9.8	1.55	-6.9	-24.6	-30.1	-18.6	-4.7	-24.4	-26.5	-25.3
Nissan Motor	39,519	1,064	1,194	1,004	7.3	0.69	1.1	2.6	-4.7	-9.5	-3.9	-6.3	-13.1	-29.2
Bridgestone	28,783	4,293	5,598	3,939	10.6	1.22	3.7	0.4	-16.1	1.9	-1.3	-6.0	-24.5	-17.8
Denso	41,939	5,999	7,176	5,153	14.1	1.20	11.3	6.5	4.4	18.5	6.4	6.1	-4.0	-1.2
Renault	25,588	74.5	98.8	70.2	4.7	0.58	0.0	-0.1	-9.3	-11.8	0.1	-2.2	-13.0	-26.4
Michelin	21,388	103.0	130.2	99.0	9.3	1.40	-1.3	-6.8	-16.0	-2.6	-1.2	-4.8	-19.7	-17.1
Geely Automobile	17,900	15.6	29.2	13.9	7.3	2.21	-10.3	-15.3	-28.6	110.5	-8.4	-19.0	-29.9	84.2
Fiat Chrysler Autos.	27,257	15.1	19.8	13.7	4.7	0.82	1.1	4.9	2.0	75.5	0.8	-2.6	10.0	66.0
Valeo	10,436	37.4	66.3	35.3	8.8	1.62	-6.5	-13.9	-39.7	-31.5	-6.3	-24.3	-43.4	-46.0
Aisin Seiki	14,347	5,530	6,680	4,825	10.0	1.02	7.4	8.9	-8.0	9.1	2.4	5.2	-16.4	-10.6
Lear	9,499	145.0	205.3	146.7	7.4	1.83	-14.2	-17.6	-16.6	9.5	-14.8	-30.4	-32.7	-20.6
Borgwarner	8,935	42.8	57.9	42.8	9.3	2.09	-7.4	-6.6	-14.9	8.5	-8.0	-9.4	-31.0	-21.7

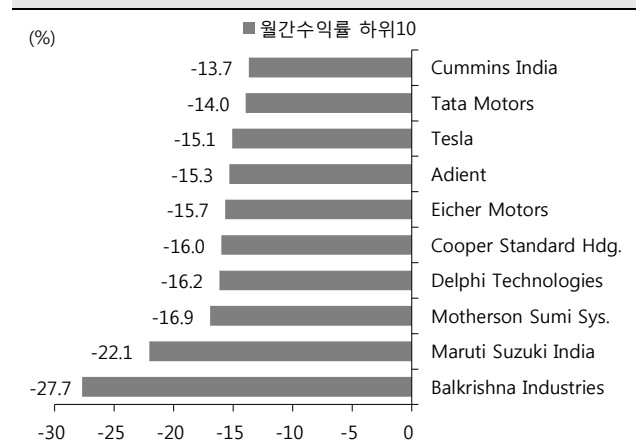
자료: Datastream, SK 증권

## 월간수익률 상위 10 - 자동차



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

## 월간수익률 하위 10 - 자동차



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





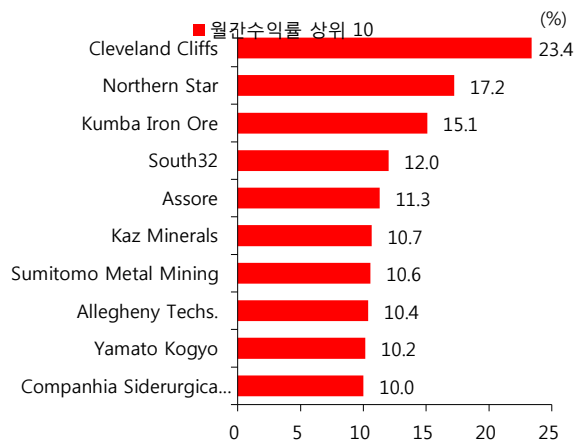
철강/비철 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
POSCO	23,148	294,500	395,000	291,500	7.5	0.52	-10.9	-10.5	-6.7	14.4	-12.6	-9.8	-5.4	-1.3
현대제철	6,797	56,500	68,700	47,400	8.4	0.42	7.4	10.1	8.0	-0.9	5.7	7.8	9.3	-16.5
고려아연	7,417	436,000	546,000	367,500	12.1	1.21	4.2	10.1	-11.1	-8.2	2.5	15.3	-9.8	-23.8
풍산	802	31,750	58,600	31,050	6.9	0.61	-7.4	-9.9	-37.9	-21.6	-9.2	-6.9	-36.6	-37.2
Global Peers														
BHP BILLITON	80,473	34.6	35.1	25.6	14.8	2.38	3.7	0.7	35.4	38.2	5.1	2.1	25.0	27.6
RIO TINTO	65,646	3,880	4,492	3,417	11.2	1.80	3.0	-6.8	13.6	22.8	4.6	-5.8	10.9	16.3
VALE ON	79,158	59.8	62.2	31.1	9.4		7.5	11.9	88.4	132.9	5.1	11.4	80.6	101.2
SOUTHERN COPPER	33,349	43.1	57.3	39.6	16.4	4.03	-5.6	-9.9	8.9	35.1	-6.2	-13.3	-7.2	4.9
ARCELORMITTAL	31,809	26.8	30.6	21.5	6.2	0.67	1.0	-0.7	24.6	27.3	3.4	5.6	21.6	13.6
GRUPO MEXICO 'B'	22,461	54.0	68.0	49.5	10.1	1.58	-3.3	-6.7	-3.7	-4.4	-2.2	-8.7	-2.4	-12.9
NIPPON STL	20,109	2,404	3,074	2,070	8.8	0.64	5.6	7.9	-6.9	-7.8	0.6	5.8	-15.4	-27.5
MMC NORILSK NICKEL	27,515	11,388	12,073	9,170	7.5	7.89	1.2	5.0	18.0	12.5	-5.6	-7.6	-1.5	1.6
RIO TINTO	23,502	78.8	86.8	65.5	12.7	2.09	7.2	-3.2	20.3	31.5	8.6	-5.5	9.9	20.9
ANGLO AMERICAN	31,564	1,723.0	1,926.4	1,305.0	9.6	1.11	5.9	1.9	32.0	48.5	7.5	6.8	29.4	42.0
NUCOR	20,072	63.5	70.2	54.8	9.3	1.74	-0.6	-6.2	14.3	6.6	-1.2	-6.1	-1.7	-23.6
BARRICK GOLD	12,903	14.3	20.9	12.8	18.1	1.26	4.1	-2.5	-29.1	-33.5	5.8	-14.7	-32.0	-38.6
FREEPORT-MCMORAN	20,170	13.9	20.0	13.0	11.2	1.65	-5.0	-12.9	-3.5	5.5	-5.6	-24.4	-19.6	-24.6
NEWMONT MINING	16,109	30.2	41.9	29.6	21.0	1.42	-5.2	-18.1	-19.7	-11.4	-5.7	-25.7	-35.8	-41.5
VALE PN	2,566	33.4	33.4	28.6	7.8		0.0	0.0	14.0	42.9	-2.4	-10.6	6.2	11.2
THYSSENKRUPP	15,719	21.7	26.4	18.9	13.5	3.19	7.6	-7.0	-13.8	-4.0	9.9	5.0	-10.2	-10.6
VEDANTA	11,912	232.3	345.6	202.4	7.5	1.21	0.9	5.7	-24.8	7.5	8.3	-1.7	-34.6	-25.4
FRESNILLO	7,893	821	1,467	785	17.0	2.31	-14.2	-18.7	-41.4	-32.7	-12.7	-26.6	-44.1	-39.3
NORSK HYDRO	12,414	48.9	64.2	44.7	11.2	1.10	2.4	4.0	-15.6	18.3	0.0	-6.7	-32.3	-11.9
FRANCO-NEVADA	11,638	80.8	109.0	77.2	47.3	2.44	-5.5	-15.0	-17.4	0.7	-3.8	-15.1	-20.3	-4.5
CHINA STEEL	13,173	25.5	25.5	23.2	18.0	1.25	0.0	3.5	4.7	3.5	-0.2	6.4	-2.2	-15.5
FOSUN INTERNATIONAL	15,103	13.8	19.9	12.9	6.5	0.83	-5.1	-4.4	-14.7	25.7	-3.1	-0.2	-16.0	-0.6
NOVOLIPETSK STEEL	16,279	177.9	179.0	129.0	10.3	2.75	7.7	8.7	35.6	54.7	0.8	9.7	16.2	43.9
FORTESCUE METALS	8,832	3.9	5.4	3.5	9.8	0.86	-3.2	-9.9	-22.5	-33.4	-1.8	-13.0	-32.9	-44.0
NEWCREST MINING	10,782	19.4	24.1	18.7	16.9	1.37	-2.6	-8.8	-8.1	-4.1	-1.2	-11.6	-18.5	-14.7
GOLDCORP	8,850	13.2	19.1	13.2	19.1	0.60	-8.5	-19.5	-17.1	-28.0	-6.8	-24.8	-20.0	-33.2
JFE HOLDINGS	14,103	2,607	2,828	2,017	7.8	0.71	5.7	15.2	20.0	46.5	0.7	19.9	11.6	26.8

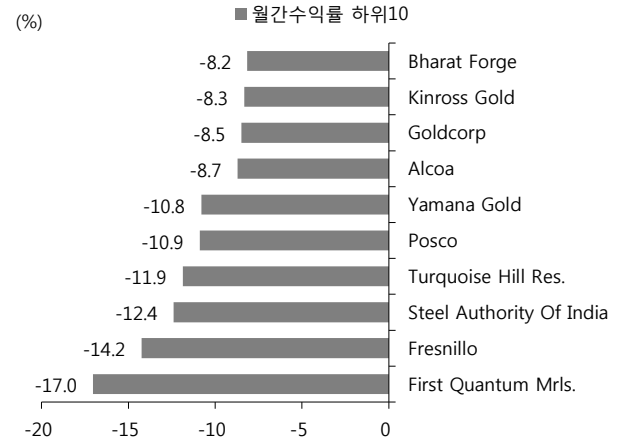
자료: Datastream, SK 증권

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



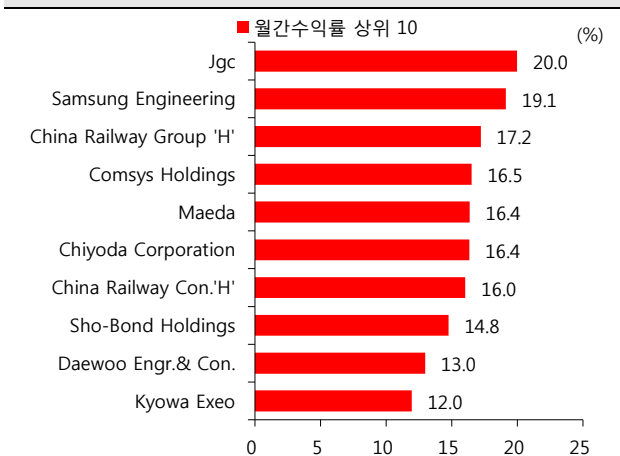
## 건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	6,776	67,500	79,100	34,250	13.1	1.05	11.2	20.5	78.1	57.7	9.5	22.2	79.4	42.1
대우건설	2,218	5,920	7,580	4,900	6.2	0.85	13.0	6.9	-16.6	16.5	11.2	2.3	-15.4	0.9
대림산업	2,591	82,600	92,500	70,200	5.2	0.53	0.7	8.5	3.4	-5.2	-1.0	7.3	4.7	-20.8
GS건설	3,688	52,300	53,000	25,750	7.7	0.98	7.4	21.2	97.4	97.4	5.7	14.3	98.6	81.7
삼성엔지니어링	3,410	19,300	20,200	10,650	17.8	2.87	19.1	19.9	81.2	87.4	17.4	21.7	82.5	71.8
현대산업	649	22,900	34,835	22,400	13.0	0.52	-8.6	-11.9	-13.7	-31.5	-10.3	-18.3	-12.5	-47.1
한샘	1,625	76,600	185,500	79,100	17.0	2.46	-11.2	-19.1	-49.1	-61.5	-13.0	-29.7	-47.8	-77.1
LG하우시스	568	70,300	97,600	66,200	11.3	0.68	4.5	4.9	-20.8	-26.5	2.7	-0.2	-19.6	-42.2
에스원	3,131	91,400	107,000	84,300	20.4	2.40	5.4	5.2	3.3	4.2	3.7	-8.4	4.5	-11.4
금호산업	387	11,900	15,650	8,800	5.7	0.87	8.7	15.5	27.4	22.9	6.9	15.4	28.7	7.3
Domestic Peers														
동부건설	172	9,140	13,600	8,710	3.5		-3.1	1.0	-27.5	-8.3	-4.8	-3.4	-26.2	-23.9
동원개발	337	4,120	5,810	3,820	4.3	0.52	-0.6	5.9	-24.0	-3.3	-3.6	4.3	-50.9	-33.5
화성산업	166	14,800	17,900	13,550	4.7		4.2	8.0	6.9	9.6	2.5	0.8	8.1	-6.0
서한	198	2,175	2,840	1,920	3.8		1.6	3.1	6.1	-4.8	-1.4	5.9	-20.8	-35.0
아이에스동서	1,071	38,550	39,550	25,300	8.1	0.95	6.1	37.9	19.9	-13.5	4.3	41.3	21.2	-29.1
SK디앤디	504	34,600	34,700	26,950	11.8	1.75	6.3	7.8	22.9	17.6	4.6	10.4	24.2	1.9
서부T&D	482	10,300	13,455	8,390	36.9	1.13	6.2	22.8	9.4	-21.4	3.2	6.6	-17.5	-51.6
리바트	452	24,400	32,700	21,250	10.2	1.05	0.0	10.9	8.9	3.0	-1.7	6.0	10.2	-12.7
Global Peers														
Linde	38,355	177.8	194.6	160.0	19.0	2.25	1.4	-0.3	1.8	13.6	3.6	-0.7	5.4	6.9
Fluor	8,170	58.1	61.6	42.1	18.2	2.22	-0.3	15.3	37.9	10.6	-0.9	13.3	21.8	-19.5
TR	1,721	26.5	29.7	22.7	16.3	3.04	-9.7	-10.7	-1.2	-32.0	-7.4	-1.4	7.8	-32.4
Petrofac	2,922	647.8	661.8	397.3	9.6	2.95	-1.9	7.2	41.1	-25.5	-0.3	16.1	38.5	-32.0
Technip	14,185	31.3	34.8	25.0	21.9	1.08	2.1	-3.8	12.2		1.5	-8.0	-3.8	
JGC	5,943	2,606	2,717	1,803	32.1	1.58	20.0	19.9	42.3	22.7	15.0	10.4	33.9	3.0
Saipem	6,233	5.3	5.3	3.1	38.8	1.18	18.0	18.7	45.3	-0.8	17.6	39.1	53.4	-10.2
KBR	2,973	21.1	21.6	15.0	13.2	1.69	-0.3	12.9	17.4	26.6	-0.9	11.0	1.3	-3.6
Chiyoda	2,120	925.0	1,138.0	626.0	44.0	1.50	16.4	2.9	42.8	14.2	11.4	-10.3	34.3	-5.5
Toyo	308	906.0	1,454.0	693.0	15.0	1.23	-2.7	21.5	-33.9	-41.9	-7.6	14.1	-42.3	-61.6

자료: Datastream, SK 증권

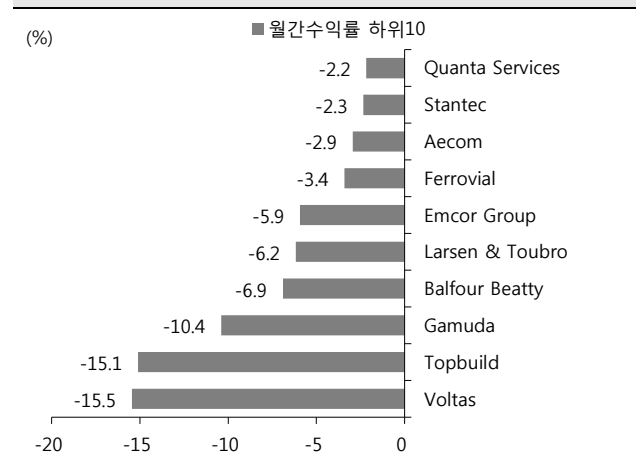
## 월간수익률 상위 10 - 건설/건자재



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



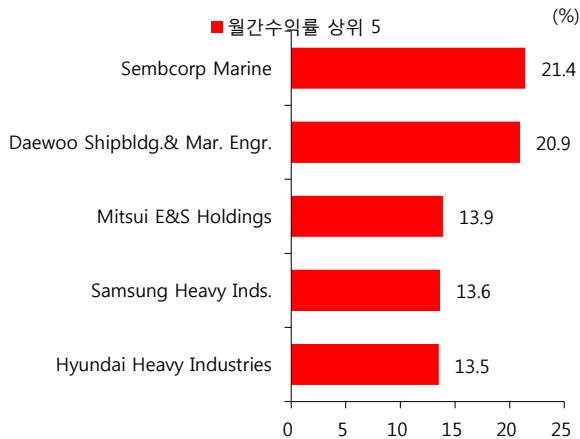
조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	8,387	134,500	156,330	92,368	281.1	0.76	13.5	26.9	-0.3	1.9	11.8	30.6	1.0	-13.7
현대미포조선	1,866	103,500	114,000	77,700	17.9	0.86	4.2	11.9	11.8	54.0	2.5	19.2	13.0	38.4
삼성중공업	4,589	8,080	11,831	6,090		0.71	13.6	25.3	-16.6	-2.2	11.9	9.7	-15.3	-17.8
대우조선해양	3,349	34,650.0	44,800.0	13,900.0	12.5	0.97	20.9	36.2	-22.7	-22.7	19.2	29.5	-21.4	-38.3
Global Peers														
Fincantieri SpA	2,748	1.4	1.5	0.9	18.7	1.73	6.6	10.1	34.4	195.6	6.2	25.1	42.4	186.2
CSSC Offshore	1,331	11.2	26.7	10.7	42.1	1.44	-0.1	-21.0	-58.2	-62.5	-1.7	-14.5	-42.7	-53.4
CSSC Science & Tech	893	8.4	19.2	8.2	60.6	1.55	-6.1	-15.7	-56.4	-51.9	-7.6	-7.7	-40.9	-42.8
Dynagas LNG	311	8.8	14.2	7.7	17.2	1.45	-3.3	12.7	-36.4	-45.1	-3.9	1.4	-52.5	-75.3
MODEC	1,845	3,715	3,725	2,469	12.0	1.30	9.6	20.6	35.5	98.9	4.6	17.0	27.1	79.2
Reliance Def & Eng	123	12.1	65.3	11.7			-17.1	-3.6	-76.9	-78.0	-9.7	-1.4	-86.7	-110.9
Sembcorp Marine	3,120	2.0	2.8	1.7	126.8	1.75	21.4	10.9	17.2	47.8	21.1	0.5	16.3	34.8
Yanzijiang Shipbuilding	3,607	1.2	1.7	0.9	9.2	0.84	10.7	37.0	-11.7	52.1	10.4	37.8	-12.7	39.1

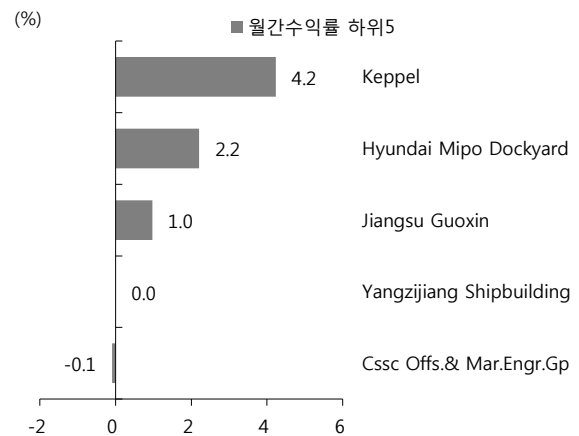
자료: Datastream, SK 증권

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

