

CYCLICAL BULLETIN 17

RELEASE

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

Theme: 유가가 약세여도 건설/조선은 갑니다

2019-02-07

WORST



정유



화학



유틸

BEST



건설



철강



자동차

BEST



조선

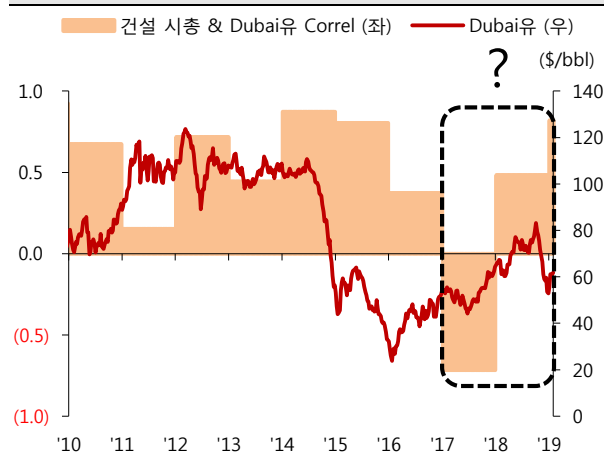


운송

IMPLICATION

19년 유가는 \$45~50/bbl의 약세 예상합니다. 지정학적 이슈가 마무리되며 fundamental로 회귀할 가능성이 높기 때문입니다. 그 근거로 2025년까지 지속될 신규공급 압박 / 세계 GDP 대비 원유소비금액비중 상 적정유가 / 높아질 재고부담을 제시합니다. 동시에 오일 메이저의 bottom pricing은 여전히 \$27.6인 만큼 저점을 논할 때도 아니라는 판단입니다. 저희는 그럼에도 불구하고 유가 민감 섹터로 알려진 건설/조선을 추천 드리는데요. 최근 각각 글로벌 에너지 기업의 capex cycle 진입, 양호한 수주 및 이익 턴어라운드 등의 이유로 이미 유가와 관련성 적은 주가 움직임(상승)을 보였다는 사실에 주목해야 합니다

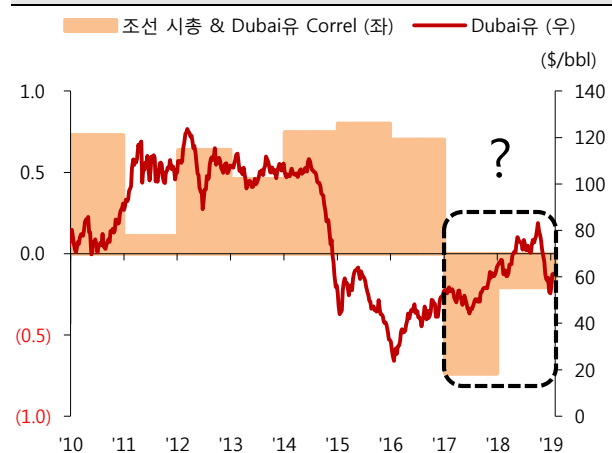
건설사 시가총액 합산과



자료: DataGuide, SK 증권

주: 건설 시총은 현대건설, 삼성엔지니어링, GS 건설, 대우건설, 대림산업 합산

조선사 시가총액 합산의 유가와 상관관계는 깨지기 시작함



자료: DataGuide, SK 증권

주: 조선 시총은 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 합산

- * 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

“

2018년 유가 예측은 쉽지 않았습니다. 결국 지정학적 요인이 가장 컸다고 결론 내릴 수 있는데, 그만큼 단기 유가에서 지정학적 요인은 중요합니다. Fundamental로만 분석하려다간 큰 코 다치죠

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

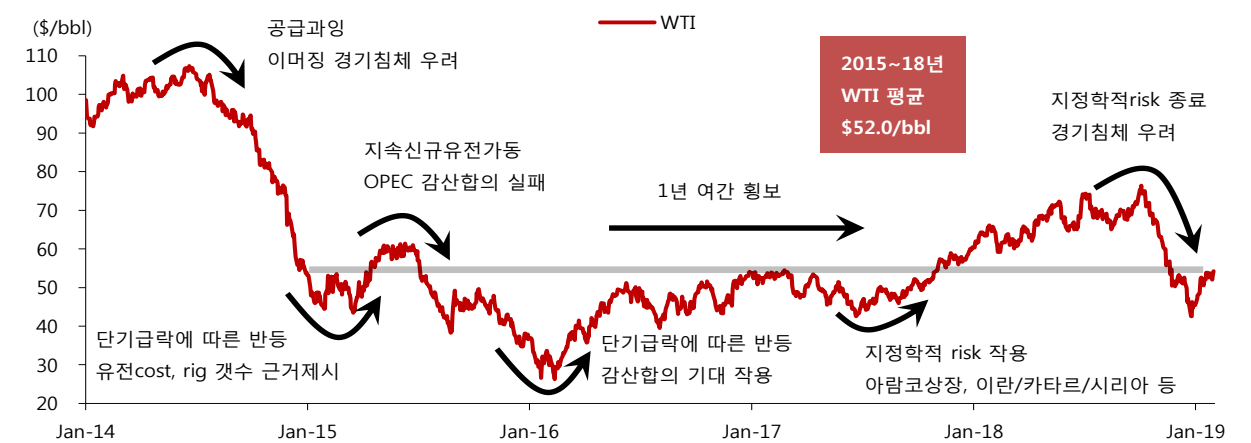
2019 년은 다시 저유가

한동안 유가에 무심했던 우리들에게 지난 2018 년은 참으로 피곤한 한 해였습니다. 상반기만 하더라도 계속되는 상승세를 보이며 다시 100 달러 시대를 열 것이라는 기대가 나올 정도였다가, 하반기에는 누구도 쉬이 예상치 못한 급락세가 발생하면서 그런 기대감은 허황된 것이라는 사실을 재차 확인시켜줬으니까요. 사실 이런 일이 발생한 배경은 매우 명확했습니다. 바로 '지정학적 리스크'였습니다. 상반기에는 사우디의 아람코 상장 및 카타르 단교 사태, 그리고 미국의 시리아 폭격과 이란 제재 등으로 인해 시장 내 공급우려감을 지속 증폭시키며 유가 상승을 조장했는데, 하반기 들어서는 이런 이슈들이 놀라울 정도로 모조리 소멸되면서 반대급부의 하락세가 발생했죠.

그만큼 2018 년은 그 어느 때보다 지정학적 요인, 즉 fundamental '외적' 요인이 중요한 해였다고 정리할 수 있습니다. 일각에서는 언제나 이를 비정량적요인, 혹은 '음모론'으로 치부하며 애써 폄하하려고 합니다. 그러나 19세기 막판 J. D. Rockefeller를 필두로 100년 넘게 누적된 석유시장의 역사와, 동시에 현재 전 세계 경제에서 석유라는 에너지원이 지닌 경제적/정치적 파급력을 제대로 공부한다면, 최소한 석유에 대해서 만큼은 이와 같은 단순 수학적 해석이 얼마나 무책임한 태도인지 알 수 있습니다. 어렵게 볼 것도 없이 2018년이 바로 그러했으니 말이지요.

늘 보고서 및 외부활동을 통해서 말씀 드리듯이, 석유를 분석함에 있어서 fundamental은 장기적 가격 판단에서 핵심적인 요인이 되는 반면, 단기적 가격 판단에서는 지정학적 요인이 더욱 중요하게 작용합니다. 이를 수치화한다는 것이 의미 없는 일이라는 하지만 굳이 중요도를 따진다면 fundamental 7, 지정학적요인 3 정도가 된다는 느낌입니다.

상반기 급등 이후 하반기 제자리까지 급락한 2018년 유가



자료: Petronet SK 증권



“

19년에는 지정학 요인 발발 가능성이 낮아 보이네요. Fundamentally 장기 저유가로 회귀할 것 입니다. 한 가지 감안할 건, 현재 \$50 초반 대는 장기 평균 수준으로 그리 낮지 않다는 것입니다

- SK 증권 에너지/화학 손자우

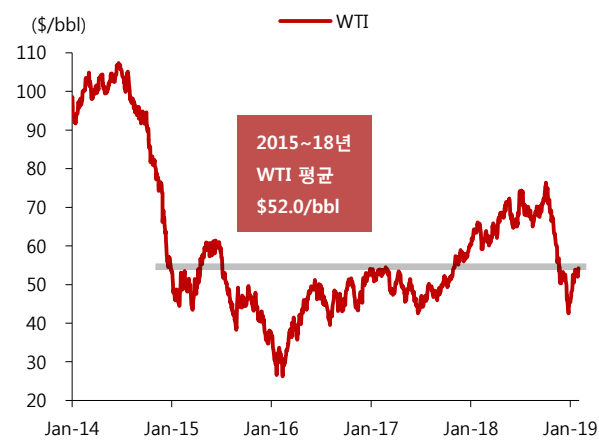
”

그렇다면 2019년 유가는 어떤 방향성을 보일까요? 늘 단기적인 유가 예측이라는 것은 쉬운 일이 아니지만, 굳이 하나의 방향성을 짚어보자면 '장기 저유가' 수준의 유가로 정리할 수 있을 것 같습니다. 일단 당장에 지정학적 요인으로서 주목할 만한 것은 보이지 않습니다. 단일 국가로서 지정학적 요인을 조장할 수 있다면 1,000만 b/d가 넘는 산유량을 보이는 미국 / 사우디 / 러시아가 될 텐데, 3개 국가 모두에서 지정학적 요인을 만들만한 조짐 내지 필요성은 딱히 없어 보입니다. 2018년 상반기만 하더라도 사우디는 아람코의 상장, 미국은 rust belt 표심몰기 등으로 인해 그래야 할 동인들이 있었던 것과는 대비 되는 양상이죠

그렇기 때문에 올 해는 단기판단에 있어서도 fundamental에 조금 더 중점을 두어야 할 것 같습니다. 이런 관점에서 바라봤을 때 딱히 SK증권 리서치센터의 기존 전망인 '장기 저유가'를 바꿀 만한 특별한 요인은 보이지 않는다는 것이 결론이네요. 이에 대한 몇 가지 근거사항을 다음 페이지에서부터 제시드릴 텐데, 하지만 그 전에 먼저 반드시 감안하셔야 할 것은 현재의 50달러 초반 유가(2/4 기준 \$54.6/bbl)는 장기적인 관점에서 봤을 때 평균 정도라는 것입니다. 장기 저유가 국면이 시작된 2015년(벌써 4년이나 되었네요) 이후 2018년까지 평균치가 \$52.0/bbl 이었고, 1970년 이후 약 50년 간의 실질유가(real price) 기준의 평균 역시 \$55.9/bbl 였으니까요.

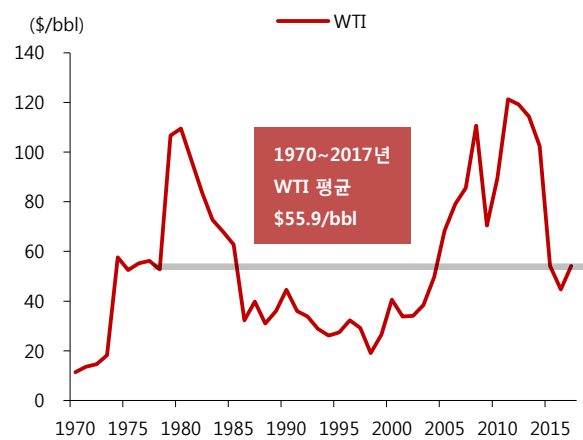
이런 이야기를 먼저 드리는 이유는, 아직도 5년 전 100달러 시대에서 익숙해진 나머지 현재 유가가 '낮은 수준이다'라고 느끼는 분위기가 다수 상존해 있기 때문입니다. 통계에서 알 수 있듯이 일단 그 통념에서부터 빨리 벗어난 뒤에 석유시장을 바라봐야 할 것 같습니다.

2015년 이후 2018년까지 4년간 평균 WTI: \$52.0/bbl



자료: Petronet, SK 증권

1970년 이후 2017년까지 4년간 평균 WTI: \$55.9/bbl(real price 기준)



자료: BP, SK 증권

“

장기적인 관점에서 가장 중요한 것은, 주요 메이저 E&P 투자가 2015년에 정점을 형성했다는 것입니다. 유전 개발기간이 7~8년임을 감안한다면 공급증대압박도 2025년 가량까진 지속되겠죠

- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

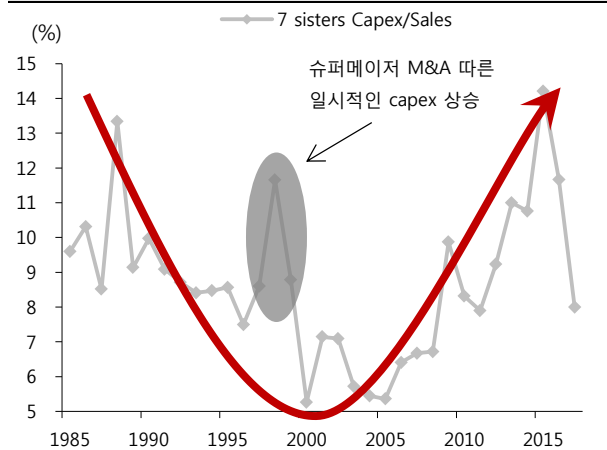
① 2015년의 사상최대투자는 아직 생산으로 연결되지 않았다

SK 증권 리서치센터가 '장기 저유가와 관련한 페이퍼를 작성한 것은 2014년 하반기부터입니다. 당시 "중국판 탈석유시대의 개막: Gas Revolution(2014년 6월)"이라는 보고서를 시작으로 "Repeating History: 장기 저유가 cycle의 시작(2014년 11월)", "오일의 공포: Petrobras, 그리고 브라질의 위기에 관하여(2015년 4월)", "\$28.4: 유가의 바닥을 논하다(2015년 9월)"를 차례로 발간한 바 있었는데요. 그 당시 보고서들의 근간을 이루는 핵심 차트는 바로 7 sisters의 capex to sales ratio였습니다. 즉 메이저 석유기업들이 어느 정도의 투자를 이어갔는지를 밝히는 것이었죠.

투자가 왜 cycle의 방향성을 결정함에 있어서 핵심변수가 되는지는 지금까지 석유, 화학, 정유라는 cyclical 업종을 분석하면서 수 차례 입증했으니 금번 보고서에서는 따로 적지 않겠습니다. 결론이 되는 capex to sales ratio만을 살펴볼 텐데, 역시 2015년에 사상최대급이었다는 부분이 다시 한 번 확인이 됩니다. 7 sisters는 현재의 5대 오일메이저인 ExxonMobil, Chevron, Shell, BP, Total을 의미하는데, 이를 브라질의 Petrobras, 러시아의 Gazprom, 베네수엘라의 PDVSA 등등의 new 7 sisters까지 확장하면 당연히 수치는 더욱 올라가게 되죠.

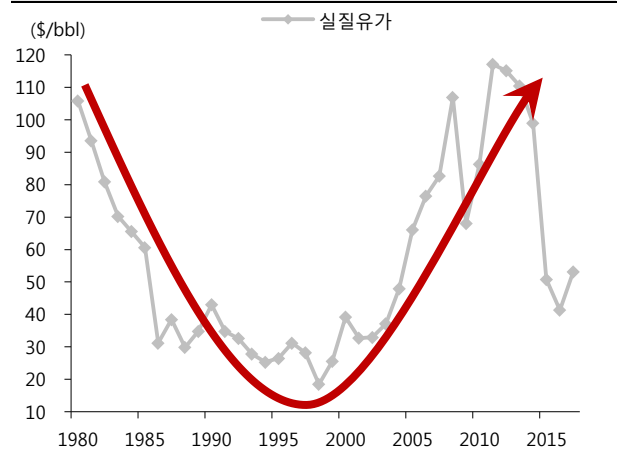
핵심은 2015년에 투자가 사상 최대로 집행된 만큼, 유전개발기간이 통산 7~8년인 것을 감안한다면 차후 2025년 정도까지는 지속적으로 진입할 대규모 물량이 잔존한다는 것을 추론할 수 있습니다. 과거에도 투자가 사상 최대가 된 이후 저유가 국면이 발생하는 흐름이 나타나곤(반대로 투자가 최저점을 지난 이후로는 유가가 상승하는) 했었는데요. 이를 통해서 볼 때 아직 2015년 이후 시작된 장기 저유가 흐름은 끝나지 않았음을 알 수 있습니다.

메이저 E&P의 투자수준은 2015년 사상 최대 수준 도달



자료: Bloomberg, SK 증권

이는 2015년 이후 10여년 간 물량압박 지속 의미하며, 장기유가로도 잘 설명



자료: Oil Drum, IMF, Worldbank, SK 증권



“

실제로 확인매장량 대비 생산량은 투자 정점 형성 후 10년 뒤에서 정점이 이뤄짐이 확인됩니다. 그렇기에 개발기간을 고려하지 않고 지금 투자가 줄었기에 당장 생산량이 준다는 건 어불성설입니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

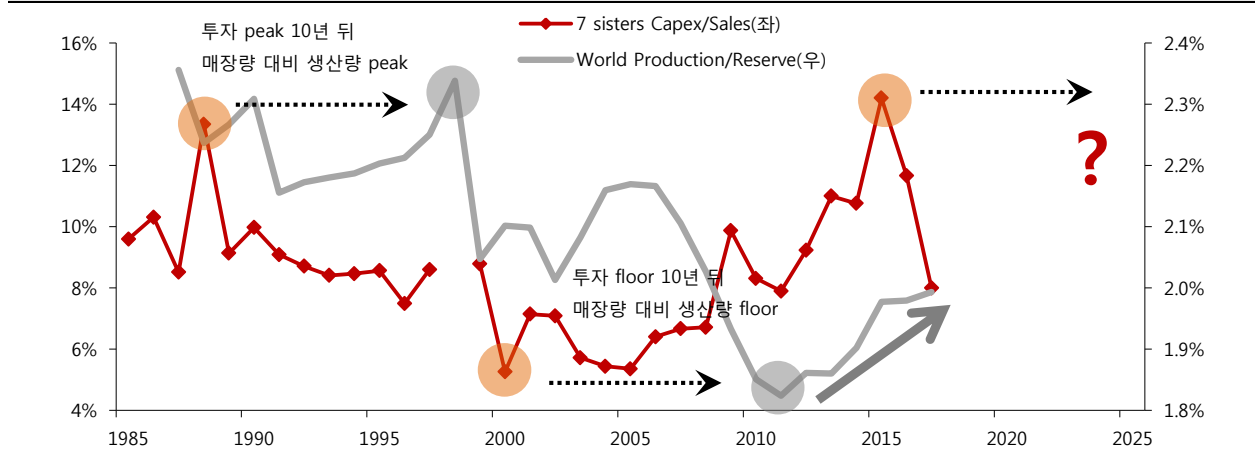
일각에서는 capex 가 최근 떨어진 것이 결국 산유량의 감소로 연결되어 유가가 재차 상승할 것이라는 근거로 제시하곤 합니다. 논리적으로는 그럴싸하지만 이는 앞에서 언급한 바와 같이 “유전개발 기간”이라는 중요한 요인을 감안하지 않고 분석했기 때문에 나온 결과라고 할 수 있습니다. 아주 단순하게 과거 1985년 이후 2000년까지 약 15년간 capex 수준이 떨어지는 구간 동안 유가가 상승했는지를 확인해보면, 생각과 달리 그 기간 오히려 장기 저유가라는 상황이 10년 넘게 지속되었음을 확인할 수 있죠.

데이터로도 이는 쉽게 입증되는 부분입니다. 통상 capex 가 증대되었다는 것은 확인매장량(proved reserve)의 상승으로 연관 지어 해석할 수 있습니다. 실제 생산량(production)의 증대는 말씀 드린 바와 같이 유전개발이 마무리 되는 7~8년, 통상적으로 이야기하는 10년 뒤의 이야기라고 보시면 됩니다. 그렇다면 전 세계의 생산량(production) / 확인매장량(proved reserve)이라는 비율과 capex to sales ratio 를 그려볼 때, 2개의 수치는 약 10년 여의 지연효과(lagging effect)가 나타난다면 논리가 얼추 맞는다는 것을 알 수 있습니다. 그리고 실제 그렇게 나타납니다.

7 sisters 투자가 1988년 최대를 이룬 뒤 확인매장량 대비 생산량이 정점을 찍은 것은 1998년, 정확히 10년 뒤였습니다. 반대로 투자가 바닥을 이룬 2000년 이후 생산량이 바닥을 찍은 것 또한 2011년, 거의 10년 뒤였죠.

2011년 이후 지금까지 확인매장량 대비 생산량은 지속 상승세입니다. 결국 10년 전 투자되었던 유전들이 속속 가동되고 있음을 의미하는데요. 결국 투자의 정점이 이번에는 2015년에 형성되었다는 것은 생산량 증대 추세가 2025년까지 이어질 수 있음을 말해줍니다. 당연히 석유수요는 1% 내외 성장에서 크게 늘어날 것이 없기에, 공급부담은 점점 증대하게 되겠지요.

최대투자가 형성된 후 10년 뒤에 생산량도 정점에 도달하게 됨



자료: BP, Bloomberg, SK 증권

“

이는 뉴스로도 확인되죠. 이미 18년 사우디 / 러시아 대규모 신규유전 가동이 있었는데요. 19년에는 브라질 / 멕시코도 대기 중입니다. 특히 미국은 22년까지 증산신기록을 계속할 전망이라네요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

혹시 “최근에 실제 가동된 대규모 신규유전이 있었나?”라고 물으신다면 당연히 그렇습니다. 최근에 유가가 상승한 만큼 그 이유를 찾으려는 여론이 수급 불안에 대한 뉴스들만 많이 찾아 올려서 그렇지, 대규모 유전들은 이미 속속들이 가동되고 있습니다. 2018년만 해도 세계 3대 산유국 중 사우디와 러시아가 대규모 유전을 가동했고, 2019년에는 중남미 신흥석유부국으로 유명한 멕시코와 브라질, 그리고 역시 3대 산유국 중 하나인 미국이 또한 대규모 유전을 가동합니다. EIA는 이미 사상 최대에 도달한 미국 산유량이 2022년에는 무려 1,500만 b/d까지 갈 것으로 전망했죠. 주요지역은 페르미안(Permian), 즉 여전히 셰일오일 붐은 끝나지 않은 셈입니다.

우리가 몰랐다고 해서 사실이 아닐 수는 없듯이, 신규유전 가동 뉴스가 많이 나오지 않았다고 해서 그런 일이 적은 것은 분명 아닙니다. 공급에 대한 압박은 앞으로도 계속 커질 것입니다.

지난 해 이미 Khurais 유전에서 30만 b/d 신규가동을 시작한 사우디

러시아도 신규유전 가동, 기존유전 정기보수로 사상 최대 산유량 기록

How Much Oil Can Saudi Arabia Really Pump? We're About to Find Out

(전략) Moreover, Riyadh is taking measures to reinforce its production machine, bringing onstream 300,000 barrels a day of new production from the Khurais oil field. (중략) The United Arab Emirates is bringing forward the expansion of the offshore Umm Lulu and SARB fields, which will pump 129,000 barrels a day by the end of the year, up from 50,000 barrels a day now. Iraq is bringing on stream the expansion of its Halfaya oilfield, doubling output to 400,000 barrels a day. (후략)

자료: Bloomberg(2018-09-28), SK 증권

러시아, 신규 유전·규모의 경제 노린다

(전략) 러시아는 이미 산유량을 늘린 상태다. 러시아 에너지부에 따르면 5월 산유량이 하루 1097만 배럴로 2016년에 정한 쿼터를 이미 하루 60만 배럴 가까이 넘어섰다. (중략) 주로 동시베리아 같은 신규 유전지대 굴착을 강화하고, 기존 유전지대는 유지보수를 통해 산유량을 유지하면 3개월 안에는 산유량을 늘릴 수 있다고 이들은 보고 있다. 러시아 2위 석유업체 루크오일 최고경영자(CEO)는 지난달 인테르팍스 통신에 이전 산유량을 회복하는데 60~90일이면 된다고 밝힌 바 있고, 3위 석유업체인 국영 가스프롬 회장도 한 두달 안에 지난해 산유량의 약 3% 수준인 하루 37만 배럴 증산이 가능하다고 밝혔다. (후략)

자료: 파이낸셜뉴스(2018-07-04), SK 증권

멕시코는 2019년 이후 잇따라 신규유전 가동 시작됨

美 산유량 2022년 1,500만 b/d를 넘어설 것으로 추정, 핵심은 페르미안 지역

Can Mexico Stop Its Oil Production Decline?

(전략) Some foreign firms are making progress with their development plans at newly discovered oil fields. (중략) Italy's Eni had its phased development plan for Area 1 in the shallow waters of the Campeche Bay approved by Mexico in the summer of 2018, with an early production phase startup planned in mid-2019. Full field production will start in early 2021. (중략) Talos Energy, one of the companies in the consortium which discovered the huge Zama field, said this week that "We are staying focused on working with urgency to meet the project timeline to achieve first oil by the second half of 2022." (후략)

자료: Oilprice(2019-01-24), SK 증권

The Permian Basin Continues To Drive Record U.S. Energy Growth

(전략) In its new Annual Energy Outlook released on January 24, the U.S. Energy Information Administration (EIA) now projects in its reference case that domestic crude oil production will rise to more than 15 million bopd by 2022, years before previous projections, and will remain above 14 million bopd through the year 2040. The main driver of this record production? The Permian Basin. (중략) Meanwhile, the EIA's "High Resource and Technology" case projects U.S. domestic production to grow to an even more impressive 20 million bopd by the year 2040. (하략)

자료: Forbes(2019-02-04), SK 증권



“

원유 valuation은 사실상 불가능하지만, 직관적으로 “글로벌 GDP 대비 원유소비금액 비중”을 통해 파악해볼 수 있습니다. 과거 장기 저유가 구간을 본다면 현재는 \$50/bbl 이하가 적절하겠군요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

② 현재 세계 경제수준에서의 적정유가: \$45~50/bbl

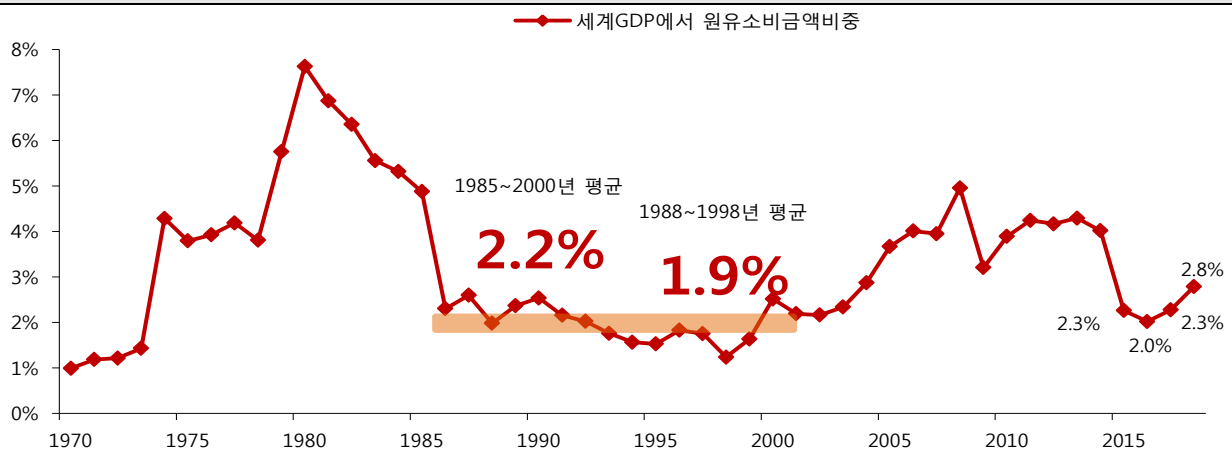
적정유가를 짚어내는 방법은 어느 하나로 단정지어 설명할 수 없을 만큼 다양하고, 반대로 이야기하자면 그렇기 때문에 절대적인 유가 valuation tool은 없다고 보는 것이 오히려 가장 합리적인 논리일 지도 모릅니다. 다만 직관적으로 인지할 수 있는 대표적인 방식은 ‘글로벌 GDP에서 원유소비금액이 차지하는 비중을 산출하는 것입니다. 즉 현재 글로벌 경제수준에서 원유를 어느 정도 소비하는 것이 가장 적절한 지를 역사적으로 파악한 뒤, 이에 상응하는 유가를 짚어내는 방법이죠.

앞서서 분석했지만 현재 석유시장은 과도한 capex 이후 장기 저유가에 진입한 구간입니다. 과거로 친다면 1985~2000년에 해당하는데, 당시 글로벌 GDP에서 원유소비금액이 차지하는 비중은 2.2%였습니다. 이를 2019년 IMF가 추정하고 있는 세계 GDP에 대입한다면, 유가는 약 \$51.4/bbl이 적정수준으로 산출됨을 알 수 있습니다. 즉 2019년 초에 형성된 유가레벨과 거의 유사하다는 것이지요. 기간을 1988~1998년간 10년으로 축약한다면 평균 1.9%가 산출되고, 이에 의거할 경우 적정유가수준은 \$44.6/bbl로 산출됩니다. 결국 fundamentally 본다면 적정유가는 \$50/bbl 이하에서 형성되는 것이 합리적이라는 판단입니다.

과거 2014~15년에 장기 저유가 기획 보고서들을 발간할 당시 제시 드렸던 유가레벨이 \$40~50/bbl이었는데, 그와 여전히 크게 달라진 것은 없네요

참고로 2018년은 세계 GDP 대비 원유소비금액비중이 2.8%로서 조금 높게 형성된 편이었습니다. 추가로 살펴보자면 2015년 2.3% / 2016년 2.0% / 2017년 2.3%였습니다.

과거 장기 저유가 구간에서 세계 GDP 대비 원유소비 금액 비중은 2% 내외로 형성되었음



자료: BP, IMF, Bloomberg, SK 증권

“

98 년과 같은 큰 경제위기를 감안한다면 \$30/bbl 붕괴도 가능합니다. 물론 쉽지 않은 가정이지만, 이미 2015 년에 목격했었고 또한 현재 세계 경기 침체 국면이기에 완전히 배제할 수는 없을 겁니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

한편 사상 최저점은 1998 년에 형성되었던 1.2%였습니다. 이 수치를 2019 년에 대입하면 \$29.6/bbl 의 유가가 산출됩니다. 물론 1998 년은 아 시아 금융위기, 혹은 한국의 IMF 로 대변되는 전 세계적인 경기침체 구간이 었기 때문에, 이 때를 대입한다는 것은 무리한 가정이라 할 수 있을 겁니다.

다만 우리는 이미 2015 년 순간적으로 유가가 \$20/bbl 초반까지 급락하는 것을 경험했습니다. 즉 심리적으로 매도국면에 들어갈 만한 금융여건이 조성 된다면 저 정도 유가수준이 발생하지 말라는 법 또한 없다는 것이지요. 또한 현재 우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로도 경기침체의 signal 들이 발생하 고 있기 때문에 아예 동 수치를 배제해서는 안 될 것으로 판단됩니다.

GDP 대비 원유소비금액비중에 대한 sensitivity analysis

년도	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
글로벌GDP(십억\$)	84,835	88,081	93,085	98,017	103,263	108,712
원유소비량(백만bbl)	36,555	37,103	37,659	38,224	38,798	39,380
GDP대비 원유소비비중 분석						
1.0%	232	23.7	24.7	25.6	26.6	27.6
1.5%	348	35.6	37.1	38.5	39.9	41.4
1.9%	436	44.6	46.5	48.2	50.0	51.9
2.0%	464	47.5	49.4	51.3	53.2	55.2
2.2%	503	51.4	53.5	55.5	57.6	59.8
2.5%	580	59.3	61.8	64.1	66.5	69.0
3.0%	696	71.2	74.2	76.9	79.8	82.8
3.5%	812	83.1	86.5	89.7	93.2	96.6
4.0%	928	95.0	98.9	102.6	106.5	110.4
4.5%	1044	106.8	111.2	115.4	119.8	124.2
5.0%	1160	118.7	123.6	128.2	133.1	138.0
5.5%	1276	130.6	135.9	141.0	146.4	151.8
6.0%	1392	142.4	148.3	153.9	159.7	165.6

자료: BP, IMF, Bloomberg, SK 증권

주 1) 글로벌 GDP 추정치는 IMF 에 근거함

주 2) 원유소비량은 2018 년 수치 이후 연간 1.5% 상승을 가정하였음

“

석유시장을 분석하면서 의외로 놀라운 것은, 장기적으로 볼 때 수요-공급이 가격을 그렇게 잘 설명하지 못한다는 데 있습니다. 사실 그보다는 생산 능력과 수요의 차이, 즉 잉여공급이 더 중요하죠

- SK 증권 에너지/화학 손지우

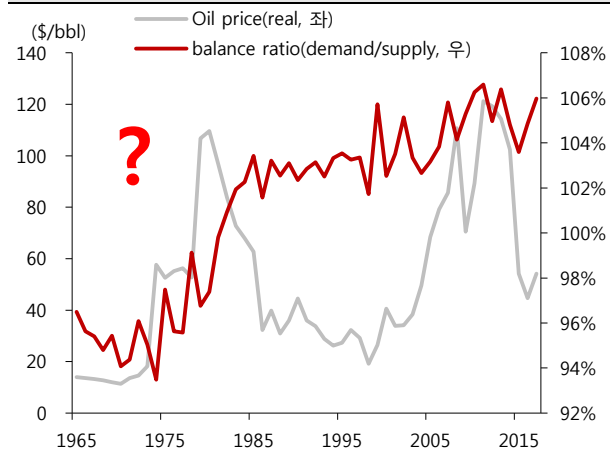
”

③ 단기적으로 재고압박이 높아질 시점

사실 장기적으로 유가를 분석할 때 가장 의외인 것은 가격의 절대 변수라고 늘 생각하는 '수요-공급' 데이터가 유가를 잘 설명하지 못한다는 것에 있습니다. 가장 공신력 있는 데이터라는 BP와 EIA 것 모두를 사용한다고 하더라도 큰 연관성이 산출되지는 않습니다.

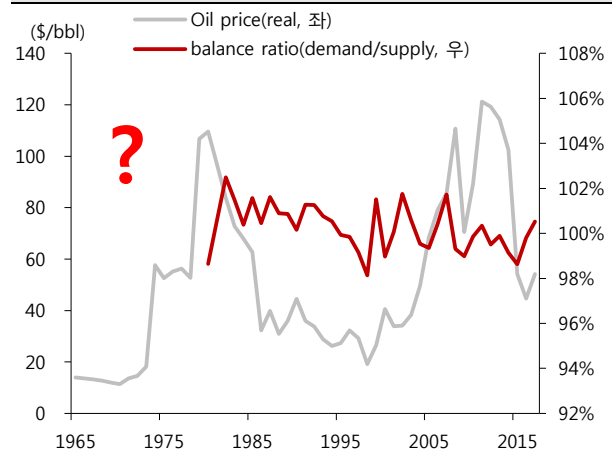
그 이유는 수요-공급이라는 데이터는 '잉여공급'이라는 변수를 반영하지 못하기 때문이라고 해석할 수 있을 것 같습니다. 사실 중후장비 산업에서 투자(capex)의 결과물로 생성되는 것은 정확하게 언급하자면 생산능력(capacity)입니다. 생산(production)과는 엄연히 다른 개념이죠. 이는 가격 결정에서 매우 중요한 개념입니다. 만약 생산능력이 3 인데 수요가 2 라면, 눈으로 보는 공급은 2 로 산출이 됩니다. 수요-공급은 얼추 비슷하죠. 다만 가격이라는 변수는 잉여공급물량 1 에 의해서 하락하게 될 것입니다.

BP의 수요/공급 데이터와 실질유가와와의 흐름비교: 큰 연관성 안 보임



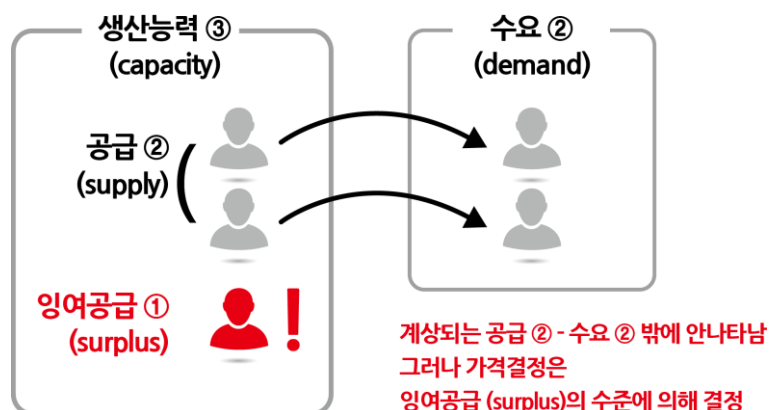
자료: BP, Oildrum, Worldbank, IMF, SK 증권

EIA의 수요/공급 데이터와 실질유가와와의 흐름비교: 역시 큰 연관성 안 보임



자료: EIA, Oildrum, Worldbank, IMF, SK 증권

가격 결정의 핵심요인은 공급(supply)이 아닌 생산능력(capacity), 즉 잉여공급(surplus)의 정도임



자료: SK 증권

“

세계 석유시장의 재고/공급 비율은 2018 년 매우 낮았습니다. 그만큼 재고부담이 적었다는 것인데, 이는 반대로 차후에는 커질 수 있음을 의미합니다. 유가는 이에 늘 민감하게 반응해왔었구요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

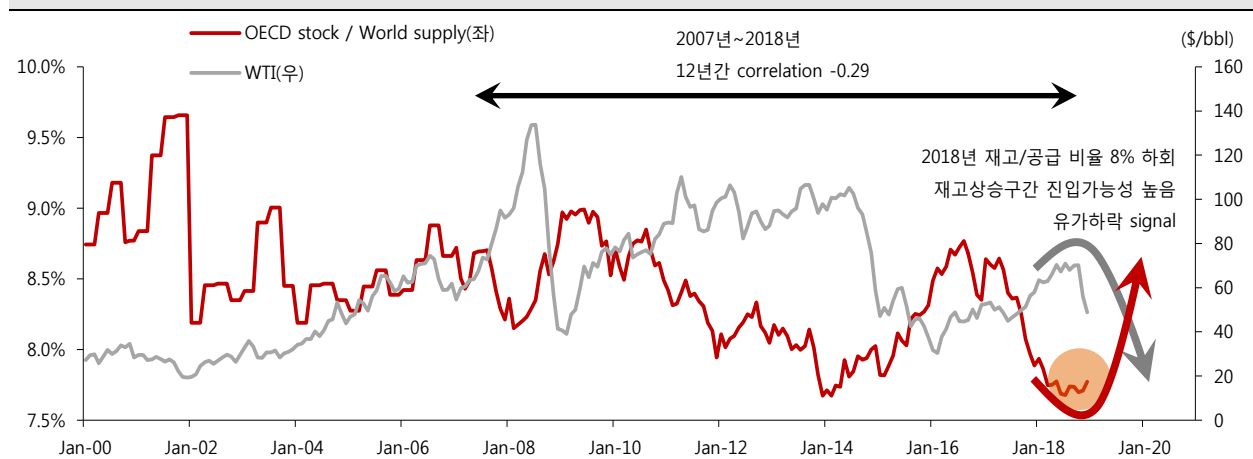
”

이 잉여공급이라는 데이터는 눈으로 확인이 불가능합니다. 공장을 아예 가동 중지 시키는 상황이 발생할 수도 있고, 혹은 파악되지 않는 곳에 적재를 해 둘 수도 있으니까요. 특히 석유시장의 경우에는 감산 내지는 제재 같은 이슈가 워낙 많기 때문에 더욱더 파악이 힘듭니다. 그래도 그나마 이를 확인할 수 있는 데이터가 있으니, 그것이 바로 '재고'입니다.

전 세계의 원유재고는 파악이 불가능합니다. 다만 EIA 는 STEO(Short-Term Energy Outlook)를 통해서 OECD 의 재고수준만큼은 공개를 하는데요. 이 OECD 의 재고수준을 전 세계 공급물량 대비로 보면 현재 재고 수준을 어느 정도 파악할 수 있습니다. 그리고 이 데이터에 추가적으로 신뢰감을 줄 수 있는 건, 단기 유가의 방향성을 꽤나 잘 설명한다는 데 있습니다. 두 개의 데이터를 2007 년부터 지난 2018 년까지 correlation 시켜보면 -0.29 로서 꽤나 역의 상관관계를 나타냅니다.

상기 재고/공급 비율은 2017 년 말부터 하락해서 2018 년에는 역사상 저점 수준인 8% 이하까지 하락했었습니다. 그만큼 재고부담이 덜한 상황이었기 때문에 유가반등에도 좋은 여건이 조성되었다고 할 수 있죠. 하지만 재고레벨이라는 것은 결국 band play 입니다. 2016~17 년에는 8% 후반에 이를 정도까지 재고가 축적되었는데, 이번에 공급물량이 증대된다면 재고축적으로 이어질 개연성이 꽤나 높아 보입니다. 이는 반대로 유가하락 압박요인이 될 겁니다.

재고/공급 비율과 유가는 역의 상관관계: 차후 재고에 대한 부담은 커질 가능성 높은 만큼 유가 하락압박으로 이어질 것임



자료: EIA, Petronet, SK 증권



“

이번에는 bottom pricing에 대해 논해보죠. 현재 원가 개념으로 많은 수치들이 제시되는데, 먼저 98년 \$9까지 하락했던 유가에서 E&P들이 어떻게 이익을 냈는지에 대한 답부터 찾아야 합니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

④ Cost Valuation: 메이저업체들이 버틸 수 있는 유가수준은?

유가에 관한 이야기할 때 빠지지 않고 거론되는 부분이 바로 원가구조, 즉 bottom price valuation입니다. 개념 상으로는 ‘석유업체들이 어느 정도 유가 수준까지 감내할 수 있을까?’에 대한 답이라고도 할 수 있죠. 과거 “\$28.4/bbl: 유가의 바닥을 논하다” 보고서에서 분석한 부분이기도 한데요. 이 보고서를 통해 당시의 논리의 간략한 부분만 점검함과 동시에 최근까지 업데이트 된 수치들을 제공해보고자 합니다.

이 이야기를 풀어나가기 전에 제가 늘 먼저 보여드리는 차트가 있습니다. 1998년은 석유 역사에 있어서도 암흑의 한 해로 불릴만한 해였습니다. 당시 명목유가로 한 해 평균이 WTI \$14/bbl, Dubai로는 \$12/bbl에 불과했었고, 특히 일시적으로는 Dubai 기준 \$9/bbl 대에 진입할 정도로 경악스러운 유가수준이 형성되었습니다. 지금 우리가 흔히 이야기하는 cost 관점으로는 무조건 적자가 발생해야지만 맞는 상황이었죠. 그런데 놀랍게도 당시 메이저 업체들을 보면 ExxonMobil, Chevron, BP의 경우 각각 +18.1%, +17.0%, +10.5%라는 순이익률을 기록했었습니다. 도대체 어떻게 이런 일이 가능했을까요?

원인은 우리가 애초에 석유기업의 cost라는 것에 대해 잘못 이해하고 있기 때문입니다. 일단 그들의 cost는 primary cost(1차 비용)와 secondary cost(2차 비용)으로 나눠서 해석을 해봐야 합니다.

유가가 한 자리 수까지도 갔었던 1998년, 그 때에도 순이익을 냈었던 7sisters



자료: 각 사, SK 증권



“

E&P 회계에 대한 이해가 우선입니다. 총비용은 채굴 + 탐사 + 감가상각비인 1 차 비용과 세금 + 기타의 2 차 비용으로 나뉘지는데, 통상 1 차가 더 클 것이라 생각하지만 의외로 둘은 유사합니다

- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

1 차 비용은 채굴비용(lifting cost) + 탐사비용(exploration cost) + 감가상각비(D&A)로 이뤄집니다. 쉽게 이야기해서 유전을 실제 탐사하고 생산할 때(E&P) 들어가는 비용이라 할 수 있죠. 거의 감가상각비라고 생각하시면 쉽게 이해가 가능합니다. 그에 반해 2 차 비용은 세금(taxation)과 기타비용(인건비, 마케팅비, 연구개발비, 금융비 등)으로 구성이 됩니다. 이는 우리가 흔히 알고 있는 변동비용 정도로 생각하면 됩니다.

일반적으로는 당연히 1 차 비용이 클 것이라 생각하실 겁니다. E&P 기업이니까 당연히 그럴 수 있죠. 하지만 생각과 달리 실제 수치를 살펴보면 1 차 비용과 2 차 비용은 거의 유사하게 나타납니다. 특히 고유가 시대로 갈수록 2 차 비용의 비중이 점점 커지는데, 이는 당연한 것이 고유가 시대가 되면서 이익을 많이 남길수록 세금 및 그 외 부대비용 역시 많이 발생할 수밖에 없기 때문입니다. 2 차 비용과 유가의 높은 연관관계는 눈으로도 확인됩니다.

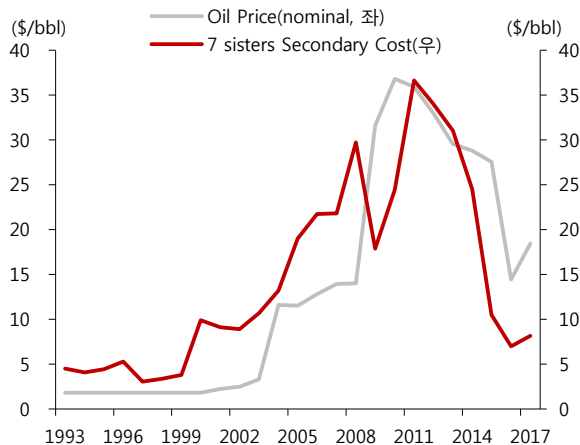
일반적인 손익계산서와 E&P 손익계산서의 구분

Income Statement (손익계산서)

Sales (매출액)		Sales (매출액)	
COGS (매출원가)	D&A (감가상각비)	Lifting cost (채굴비용)	1차 비용 (Primary Cost)
SG&A (판매비)		Exploration cost (탐사비용)	
OP (영업이익)		D&A (감가상각비)	
Non-operating expense (영업외비용)		Other expense (기타비용)	2차 비용 (Secondary Cost)
Tax (세금)		Tax (세금)	
NP (순이익)		NP (순이익)	

자료: SK 증권

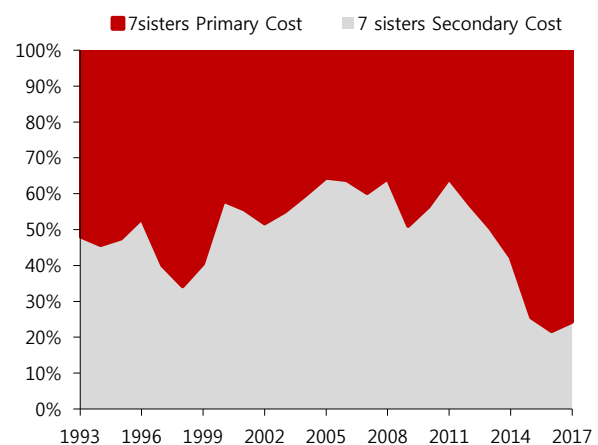
2 차비용과 유가는 매우 높은 연관성을 보임



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

주: 7 sisters 는 ExxonMobil, Chevron, Shell, BP, Total 을 의미함

2 차 비용과 1 차비용의 비중은 거의 유사함



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

주: 7 sisters 는 ExxonMobil, Chevron, Shell, BP, Total 을 의미함



“

그런데 2 차 비용은 세금, 마케팅비, 인건비, 등이
기 때문에 유가와 연관됩니다. 때문에 유가가 하
락 시 전체 cost도 하락하죠. 이런 관점에서 원가
를 고정된 비용으로 제시하는 건 nonsense입니다

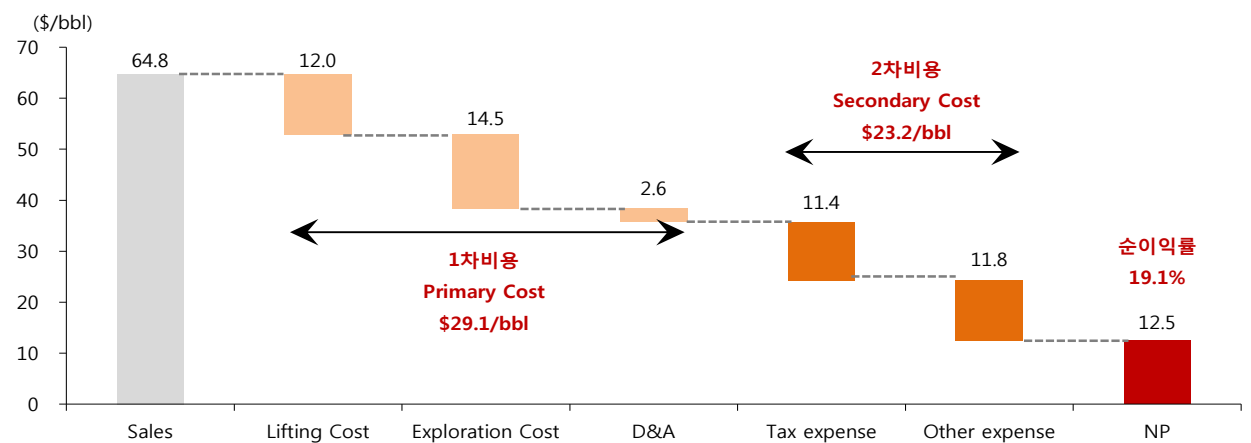
- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

연관 지어 계속 이야기를 전개하겠습니다. 앞서 확인한 바와 같이 전체 cost
의 절반 가까이를 차지하는 2 차비용은 유가와 명백하게 연관이 되는 구조입
니다. 이 이야기인즉슨 석유업체의 cost 라는 것도 유가와 이익 수준에 따라
서 탄력적으로 변할 수밖에 없다는 것이지요. 그렇기 때문에 천연일물적으로
유가 상황에 관계없이 모든 E&P 기업 내지는 유전의 cost 를 어떤 한 수치
로서 제공한다는 것 자체가 비합리적이라고 할 수 있습니다.

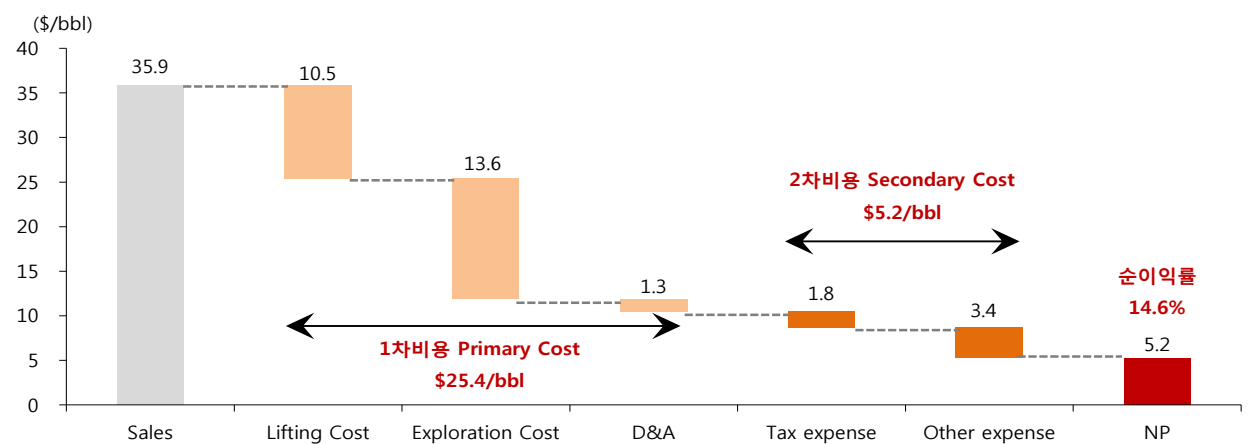
실제 7 sisters(ExxonMobil + Chevron + Shell + BP + Total, 5 대 오일메이
저)의 1 차 비용과 2 차 비용을 살펴볼까요? 2014 년만 고유가시대만 하더
라도 그들의 평균 1 차비용은 \$29.1/bbl, 2 차 비용은 \$23.2/bbl로서 거의
유사했습니다만, 저유가가 고착화된 2017 년에는 각각 \$25.4/bbl 과
\$5.2/bbl 로 산출됩니다. 1 차 비용은 거의 변화가 없는 반면, 2 차 비용만
dramatic 하게 하락한 것이 확인됩니다. 이로 인해서 7 sister 의 평균 순이
익률도 19.1% → 14.6%로서 어느 정도 유지가 되는 셈입니다.

2014 년 7 sisters 의 평균 1 차 비용(\$29.1/bbl)과 2 차 비용(\$23.2/bbl)



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

2017 년 7 sisters 의 평균 1 차 비용(\$25.4/bbl)과 2 차 비용(\$5.2/bbl): 2 차 비용만 유가와 함께 dramatic 하게 하락한 것이 확인됨



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

“

이에 반해 1 차 비용은 감가상각비라는 고정비용으로 이해하시면 됩니다. E&P 회계에서는 채굴비용(lifting cost) 명목으로 COGS 로서 이 비용을 반영한다는 것이 독특합니다

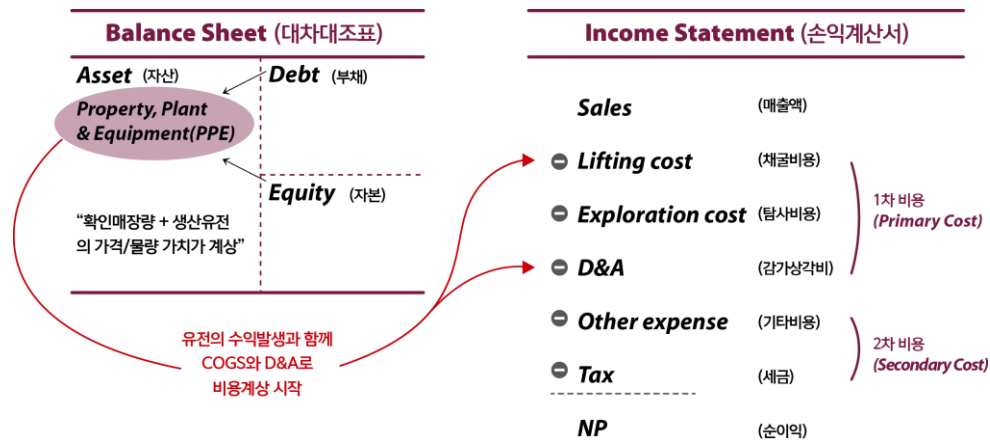
- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

이에 반해 감가상각비에 해당하는 1 차 비용은 유가 수준에 따라 탄력적으로 변하는 구조는 당연히 아닙니다. 한 가지 독특한 것은 유전에서 수익이 발생함과 동시에 일정한 금액으로서 손익계산서(Income Statement)에 훌뿌려지는 금액은 E&P 회계의 경우 감가상각비(D&A)로 반영되지 않습니다. 채굴비용(lifting cost)로 반영되어 매출원가(COGS) 내에 포함이 됩니다. 그렇기 때문에 SK 증권 리서치센터는 채굴비용 + 탐사비용 + 감가상각비를 모두 포함해서 1 차 비용이라 부르는 것입니다.

통상적으로 E&P 기업의 사업부는 E&P(석유개발), 정유(refinery, 혹은 upstream), 그리고 화학(chemical)으로 분류됩니다. 하지만 대차대조표 상에 유형자산(PPE = Property, Plant & Equipment) 항목 중 E&P 관련자산이 차지하는 비중은 통상 90%에 육박합니다. 따라서 E&P 기업의 손익계산서를 볼 때 딱히 정유와 화학은 신경 쓰지 않고, 채굴비용 및 감가상각비의 대다수가 E&P 관련이라고 봐도 무방합니다.

대차대조표상의 PPE(Property, Plant & Equipment) 항목과 손익계산서 상의 1 차비용(primary cost)과의 관계



자료: SK 증권



“

때문에 1 차 비용은 E&P 기업이 임의적으로 조정
할 수 있습니다. 상각처리(impairment)를 통해
한 번 크게 떨어지면 cost가 자체가 툭 떨어지죠.
다만 이를 지속할 경우 재무부담이 문제가 됩니다

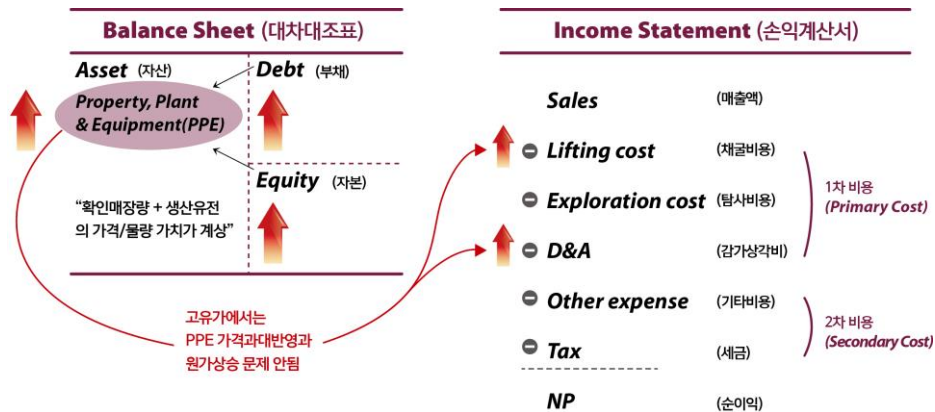
- SK 증권 에너지/화학 손지우

”

이제부터가 중요한데요. 이번 chapter의 질문이었던 E&P 기업들이 감내할 수 있는 최저유가 수준을 산출해낼 때 바로 이 1 차 비용에 대한 해석이 결정적입니다. 고유가 시대에서는 대차대조표와 손익계산서 상 문제가 발생하지는 않습니다. 아무리 1 차 비용 부담이 상승했다고 하더라도 워낙 매출액 자체가 유가와 동반급등을 했기 때문에 충분히 만회가 가능하기 때문입니다.

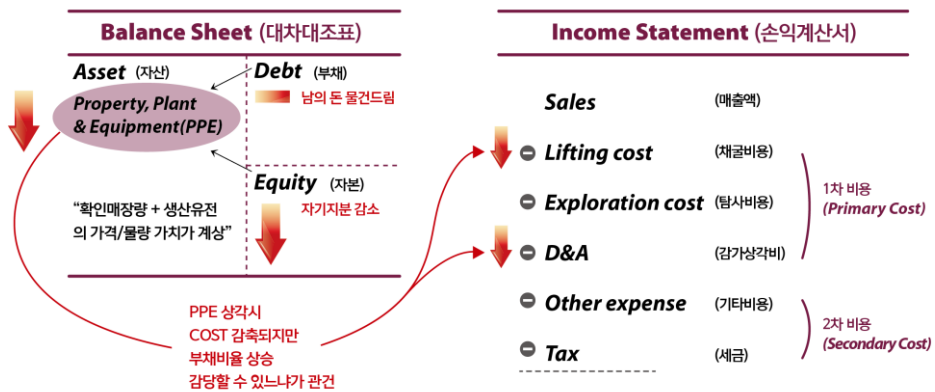
하지만 저유가 시대에서는 이야기가 달라집니다. 매출액이 반대급부로 급락을 하기 때문에 결국 1 차 비용을 건드리지 않고는 손익계산서 상 손실이 발생할 수밖에 없습니다. 이 때 E&P 기업들이 손쉽게 선택하는 것이 채굴비용을 한 번에 줄여내는 것입니다. 어차피 이는 감가상각비 개념으로서 현금과는 관련이 없기에, 1 회성 비용으로 한 번 크게 떨어지면 그 이후부터 채굴비용이 떨어지며 이익을 낼 수 있게 됩니다. 다만 이를 지속할 수는 없습니다. 대차대조표 상 문제가 생기기 때문인데, PPE를 낮추는 만큼 자본(Equity)을 같이 낮춰야 합니다만, 빌려온 돈인 부채(Debt)는 건들 수 없기 때문에 지속적으로 부채비율이 상승하는, 즉 재무부담이 발생하게 되는 것입니다.

고유가 시대에서 PPE의 가치와 primary cost를 높게 끌어올려도 부담이 없었던 E&P 기업



자료: SK 증권

저유가 시대에서 cost 감축을 위해 PPE를 상각할 때에는 필연적으로 부채의 부담이 따르게 된다



자료: SK 증권

“

Bottom pricing의 논리는 이렇습니다. E&P 기업들이 버틸 수 있는 재무수준까지 상각하여 비용을 떨어뜨리면 어느 정도 유가까지 버틸 수 있을까? 결론적으로 엑손모빌은 \$20/bbl 후반이 나오네요

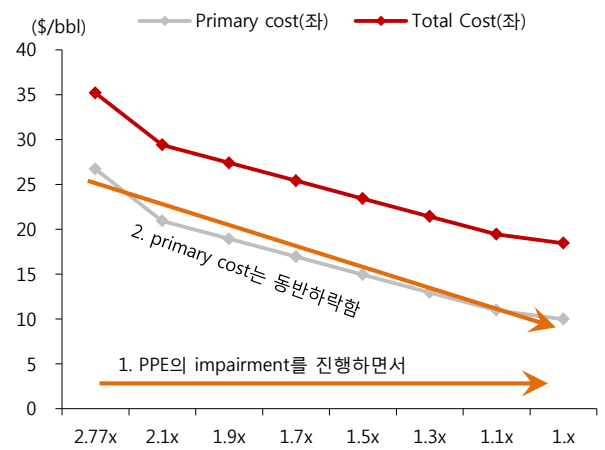
- SK 증권 에너지/화학 손자우

”

그렇다면 E&P 기업들이 최악의 유가 상황에서 어느 정도까지의 부채비율을 감내하면서 이런 대규모 상각을 통한 이익발생구조를 유지할 수 있을까요? SK 증권 리서치센터는 ① 과거 저유가 시대(1995~2000 년) 때 이들의 평균 부채비율, 그리고 ② 사상 최악의 부채비율까지 7 sisters들이 버틸 수 있다고 했을 때 어디까지 감내할 수 있는지를 simulation 해봤습니다.

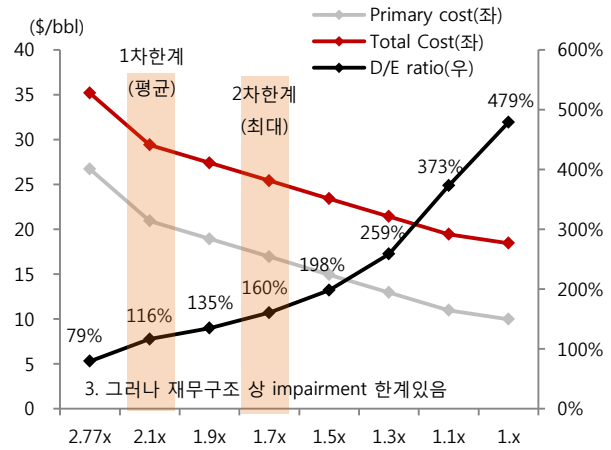
지면 상 5 대 메이저를 다 보여드릴 수는 없으니 ExxonMobil 만 공개하자면, 임의로 1 회성 상각(impairment)를 진행하면 PPE 의 하락과 동반해 1 차 비용도 하락합니다. 하지만 앞서 말씀 드린 바와 같이 부채 비율 상 한계를 2 가지로 지정을 해두었으니, 그 정도 부채비율까지만 상각을 simulation 해보았습니다. 결론적으로 110.3%의 부채비율까지 버틸 수 있는 유가는 \$29.4/bbl, 151.4%까지 버틸 수 있는 유가는 \$25.4/bbl 이 산출되는군요

PPE 손상처분 시 E&P cost는 동반 하락함



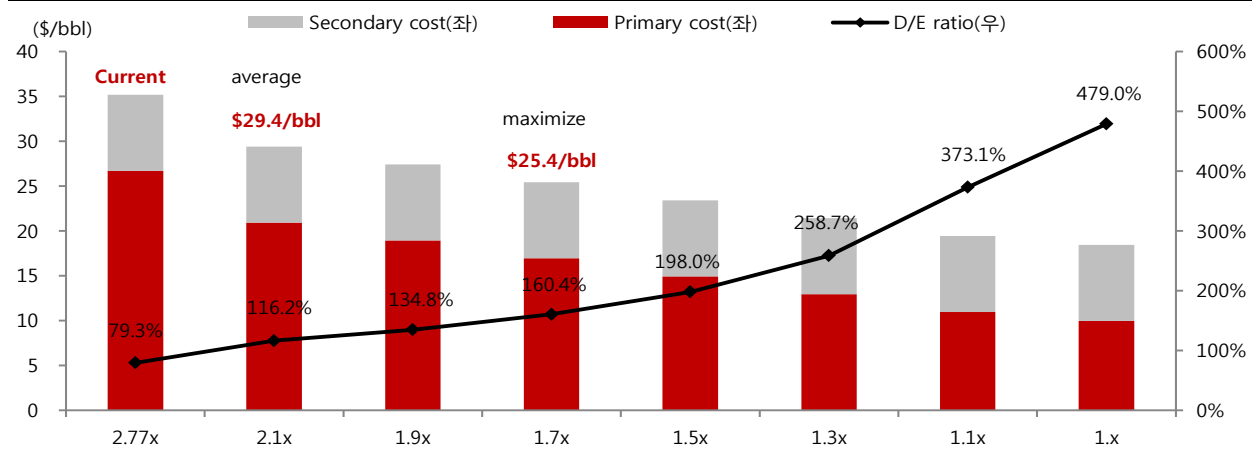
자료: ExxonMobil, Bloomberg, SK 증권

그러나 부채비율 상 한계가 있음



자료: ExxonMobil, Bloomberg, SK 증권

결론: 평균수준 상각 시 cost \$29.4/bbl & 최대수준 상각 시 cost \$25.4/bbl



자료: ExxonMobil, Bloomberg, SK 증권

주 1) ExxonMobil 의 1995~00 년간 평균 부채비율은 110.3% / 최악의 부채비율은 1989 년의 151.4%

주 2) Exploration cost 의 최저점은 1994 년의 \$0.47/bbl 임(2017 년 \$1.84/bbl)

주 3) 분기 데이터는 세부적으로 공개되지 않는 항목이 있어 2017 년의 비중, 혹은 연관항목의 비중으로 적용하여 산출



“

이를 똑같이 5대 메이저에 적용한 결과 산출되는 bottom pricing 은 \$27.6/bbl 입니다. 흥미로운 것은 GDP 대비 원유소비금액에서 최악의 경제국면을 가정했을 때의 \$29.6/bbl 과 유사하군요

- SK 증권 에너지/화학 손지우

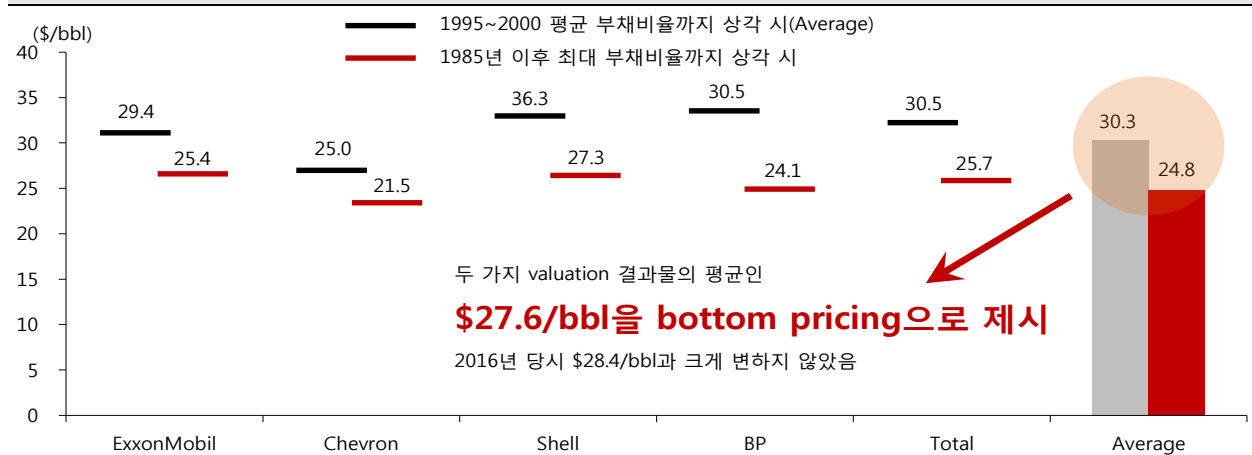
”

이렇게 7 sisters 를 모두 진행해보면 1995~2000 년 당시 부채비율까지 버틸 수 있는 유가레벨은 \$30.3/bbl 로서, 그리고 사상 최악의 부채비율까지 버틸 수 있는 유가레벨은 \$24.8/bbl 로서 산출이 됩니다. Bottom pricing valuation 의 결과물은 이 둘의 평균치인 \$27.6/bbl 로 제시하고자 합니다.

참고로 2 차 비용은 2017 년때의 평균치를 그대로 적용했는데요. 당시 유가가 \$54.19/bbl 이기 때문에 추가적으로 하락할 여지 또한 분명히 있습니다. 다만 어차피 2 차 비용이 최근에 많이 떨어진 상황이기 때문에 valuation 의 결과에 큰 영향을 미치지는 않으리라는 생각입니다.

오히려 흥미로운 것은 앞서서 제시되었던 '세계 GDP 에서 원유소비금액이 차지하는 비중'이라는 단순한 틀에서, 1998 년과 같은 최악의 경기국면이 발생했을 때 유가가 \$29.6/bbl 까지 하락할 수 있다는 언급을 했었는데요. 현재 5대 메이저가 감내할 수 있는 bottom pricing 과 매우 유사합니다. 결국 이를 종합해서 보자면 현재의 유가 수준에서 cost 를 운운하면서 유가가 올라갈 수밖에 없다는 주장은 터무니 없다는 것이 재차 입증되는 셈입니다.

결론: 7sisters 가 감내할 수 있는 bottom valuation 의 결과는 \$27.6/bbl (2016 년 당시 제시했던 \$28.4/bbl 과 크게 다르지 않음)



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

“

환율은 올 해 달러약세가 의외로 나타날 경우 upside risk로 작용 가능합니다. SK증권 리서치센터 경제분석은 여전히 달러강세 의견을 견지 중입니다만 최근 미묘한 흐름 변화는 체크요인입니다

- SK증권 에너지/화학 손지우

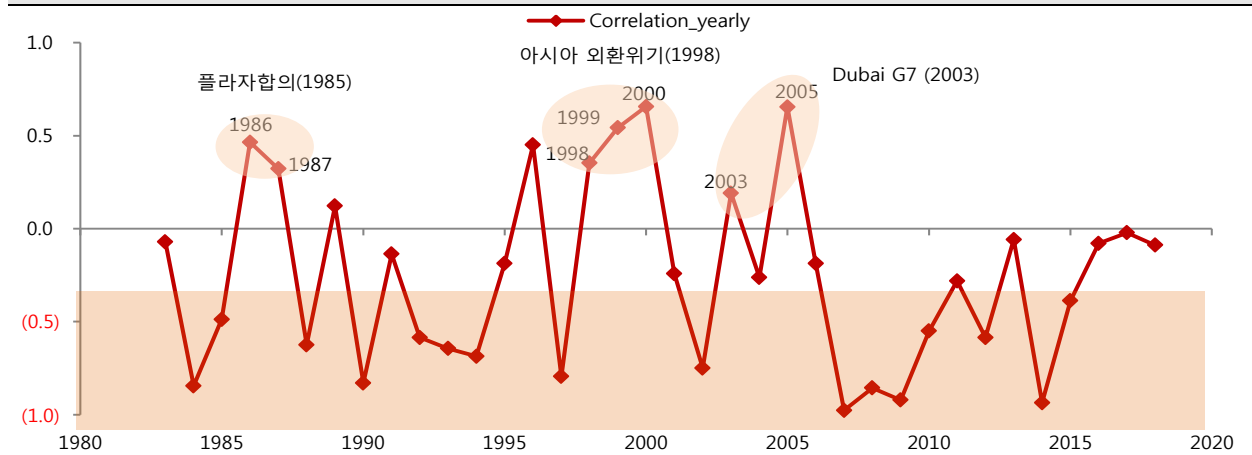
”

⑤ Upside risk는 환율

환율(달러인덱스)은 아마도 이와 같은 정보 내지는 하락 전망에서 upside risk가 되리라 봅니다. 전통적으로 달러는 '환율전쟁'이라는 특수한 기간을 제외하고는 당연히 유가와 역의 상관관계를 잘 보입니다. 2017년과 2018년 역시 마찬가지였죠. 때문에 달러가 약세로 전환한다면 이는 유가 상승을 견인할 수 있는 원동력이 될 것입니다.

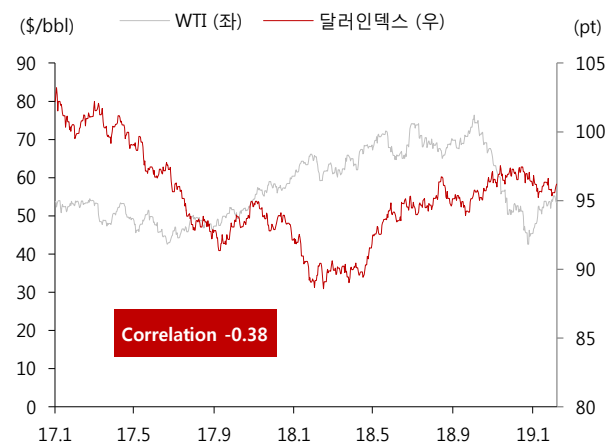
SK증권 리서치센터 경제분석에서는 올 해 달러를 여전히 강세로 보고 있습니다. 이에 의거한다면 upside risk로서 작용할 가능성은 높지 않습니다. 다만 최근 개발도상국 등 위험자산에 대한 선호가 높아지고 있고, Fed의 정책 변화에 의해 글로벌 금융기관들이 최근 조심스럽게 달러약세 의견을 내놓고 있는 것을 감안한다면, 주목할 필요는 충분히 있어 보입니다

당연히 달러와 유가의 역의 상관관계는 환율전쟁 구간을 제외하고 역사적으로 높게 나타남(1983년~2018년 correlation -0.50 / R2 = 0.25)



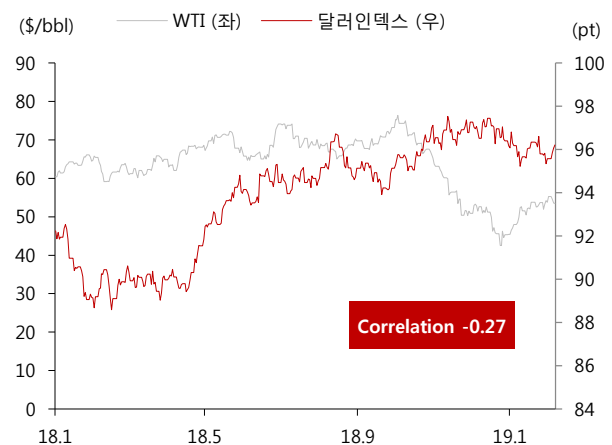
자료: Bloomberg, SK증권

2017년 이후 달러와 유가: correlation -0.38



자료: Bloomberg, SK증권

2018년 이후 달러와 유가: correlation -0.27



자료: Bloomberg, SK증권



“

드디어 주식시장에서 건설주의 어닝, 수주 두 가지에 대한 신뢰성이 회복된 모습입니다. 2019 년 다가오는 해외 수주 모멘텀 앞에, 적정 유가 레벨 및 주가 추이에 대해 고민해볼 필요가 있겠습니다

- SK 증권 건설/기자재 김세련 -

”

유가 레벨과 무관하게 건설은 간다

과거 해외 저가 수주로 인한 big bath 이후 이익, 수주에 대한 시장 신뢰가 무너지면서 꽤 몇년간 주가 퍼포먼스가 상반기가 좋고, 하반기가 나쁜 상고 하저를 보여주었습니다. 상고하저의 의미는 올해는 건설이 다르겠지 하는 기대감이 상반기 작용하다가 이내 실망스러운 실적과 수주를 확인한 후 기대감을 반납하며 주가 하락이 나타났기 때문으로 해석합니다. 그러나 2018 년의 건설주 주가는 의미있는 상승을 보여주었습니다. 꽤 몇 년간 상고하저 하던 주가가 비로소 상저하고로 마무리 되었기 때문이죠. 연말에는 외국인 수급까지 강하게 들어오면서 건설주를 끌어올리는 모습을 보여주었습니다. 상저하고는 2018 년 기준으로는 수주 퍼포먼스를 따라서 주가가 움직였다는 것을 의미합니다. 연말에 가시적인 해외 수주 낙찰 결과가 많이 몰려있었기 때문이죠. 건설주가 비로소 상저하고, 즉, 수주 모멘텀을 따라 움직인다는 긍정적인 해석이 가능합니다. 시장에서 드디어 건설주의 견고한 실적, 해외 수주 모멘텀을 믿어주고 있다는 뜻이니까요.

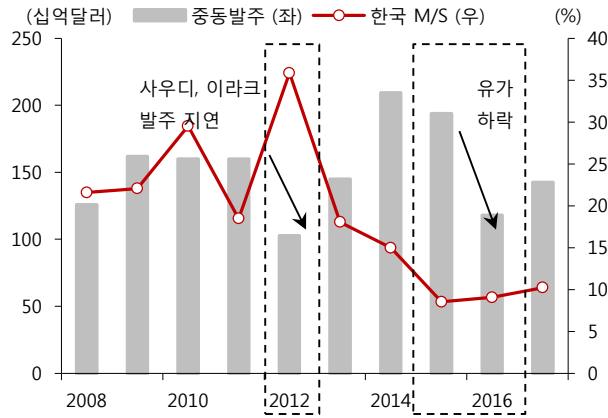
그렇다면 2019 년은 어떻게 될까요? 건설의 지난해를 움직였던 가장 큰 모멘텀인 해외 수주는 올해 여전히 많이 나올까요? 이를 점검하기에 앞서 유가 레벨에 대한 고민이 필요한 시점이라는 판단입니다. 과거 건설의 주요 발주처인 중동이 유가가 고꾸라지면서 플랜트 발주를 취소한 사례가 있었기 때문이죠. 유가가 건설주에 미치는 함의는, 발주처 중 하나인 중동의 예산 건전성 때문입니다. 유가 레벨이 건조하면 발주처 예산에 문제가 없으니 계획된 발주가 나오겠지만, 유가가 2015 년처럼 아래로 곤두박질 친다면 발주처의 재정 악화로 계획된 프로젝트를 취소할 수 있기 때문이죠. 유가 하락에 따른 발주 시장 위축은 저가 수주로 이어질 개연성이 높기 때문에 반드시 점검해야 하는 요소입니다.

두바이유와 국내 건설사 플랜트 수주 추이 비교



자료: Bloomberg, 해외건설협회, SK 증권

MENA 지역 전체 발주 금액과 한국 M/S 비교



자료: MEED, 해외건설협회, SK 증권

“

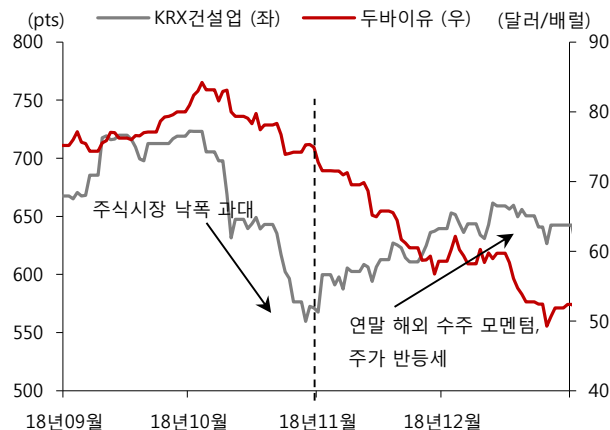
육안으로 보기에 상관관계가 높던 건설주와 유가 추이는 2013년 건설주의 big bath 이후 방향성이 크게 흩어져 버렸습니다. 지난해 연말 유가 하락세가 지속될 때 건설주 주가가 상승했던 것만 봐도 그렇죠. 더 이상 유가 하나로 건설주를 설명하는 데는 무리가 있어 보입니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

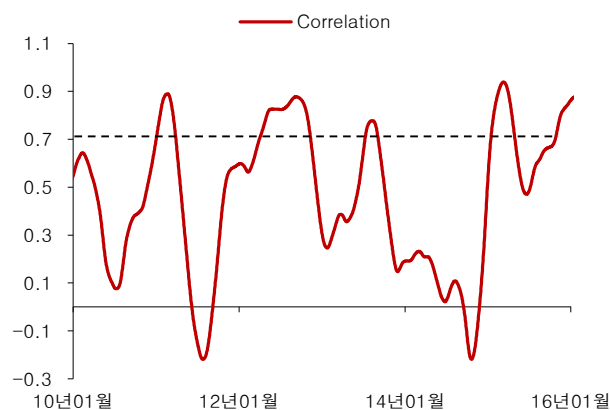
그런데 의외로 2018년말 건설주 주가와 유가의 흐름을 기억해본다면, 방향성이 전혀 다르게 움직였음을 알 수 있습니다. 10월부터 연말까지 유가는 슬금슬금 레벨 다운이 된 반면, 건설주는 11월부터 외국인 수급 확대에 따른 주가 반등세를 나타냈기 때문입니다. 장기 시계열로 먼저 비교해 보면, 사실상 유가가 고꾸라진 2016년보다 앞서 국내 건설주는 2013년 해외 저가 수주에 따른 big bath를 반영하면서 선제적으로 주가가 하락했습니다. 해외 수주 중흥기라 불리우던 2009~2012년의 경우는 건설주 주가가 육안으로도 유가와 상관관계가 상당히 높았습니다. 그러나 이후에는 실적 신뢰도 하락에 따라 유가와 상관관계가 다소 약해진 상황입니다. 2010~2015년 당시는 상관계수가 0.7로 높지만, 여전히 변동성이 높은 모습입니다. 2016년 이후에는 상관관계가 마이너스까지 확대되다가, 최근 들어 플러스로 전환되는 등 평균 0.3이 못미치는 상관계수를 보여주며 방향성이 크게 흩어졌습니다. 더 이상 유가 하나만으로 건설주를 설명하기는 무리가 있어 보입니다.

지난해 하반기 유가 및 건설주 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2010~2015년 유가, 건설주 Correlation



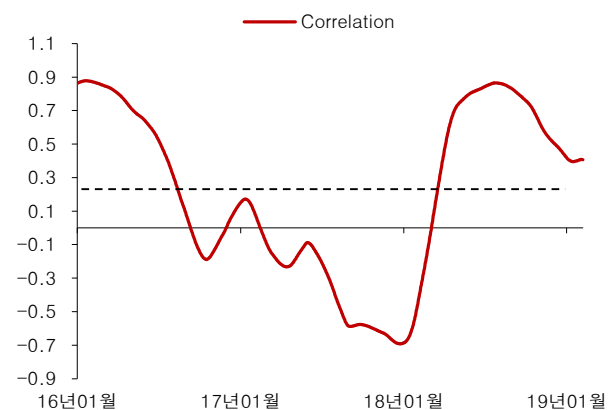
자료: Bloomberg, SK 증권

장기 시계열로 본 유가 및 건설주 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2016년~현재 유가, 건설주 Correlation



자료: Bloomberg, SK 증권



“

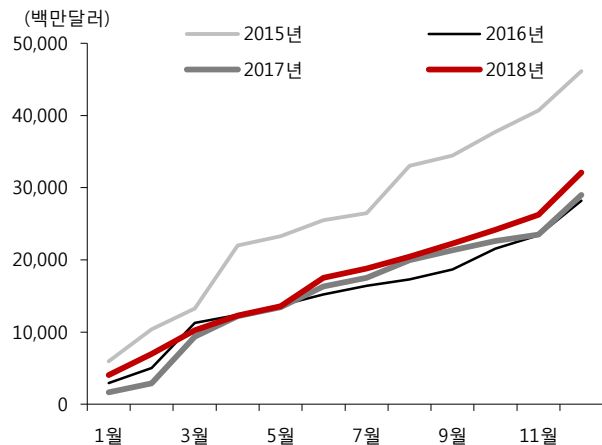
유가가 건설주의 밸류에이션 상방을 결정한다면,
그 뿐 아니라 실제 해외 수주를 얼마나 많이 했는
지, 이익 기초가 긍정적인지, 주택 공급을 얼마나
할 예정인지, 보유하고 있는 현금이 어느 정도인
지 등에 따라 주가가 설명력을 가지게 되었습니다

- SK 증권 건설/건자재 김세련 -

”

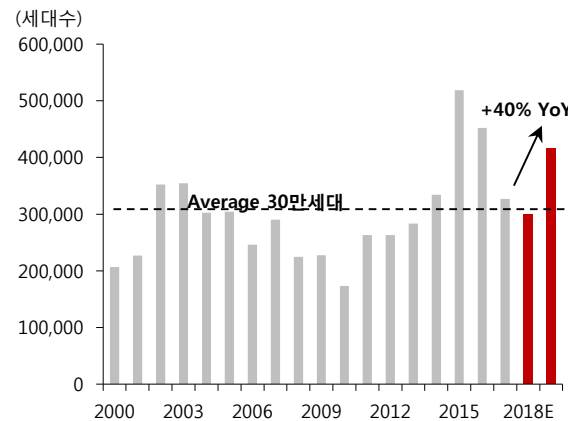
유가가 오르지만 하면 주가가 오르던 과거와는 달리, 최근에는 업황이 돌아
선게 맞는지, 업황이 돌아섰더라도 건설사가 수주를 실제 받을 수 있는지,
받은 수주에서 이익이 남는지 등에 대한 챌린지로 인해 주가가 쉽게 움직이
지 않습니다. 유가가 건설주 밸류에이션의 상방을 결정할 수는 있어도, 결국
건설주 주가에 영향을 미치는 것은 유가만으로는 더 이상 설명하기 어려운
구간에 접어들었다는 판단입니다. 유가 레벨과 무관하게 연말 대형 건설주들
의 해외 수주 낙찰 소식이 확대되고, 주택 시장 불황에도 불구하고 재건축을
필두로 분양 공급이 2019 년 40% 이상 증가할 것으로 기대되는 바, 대형
건설주의 주가 퍼포먼스가 상당히 양호한 모습이 지속되고 있습니다. 건설주
업황을 알 수 있는 해외 수주, 유가, 주택 가격을 섞어 만든 Indicator 역시
2017 년초를 저점으로 안정적인 레벨로 유지되고 있어, 건설 전반의 업황이
상당히 개선되었음을 알 수 있습니다. 주택 덕분에 레버리지업인 건설이 역
대급으로 현금을 많이 보유하게 된 것 역시 밸류에이션 하방을 지지하는 요
인으로 작용하고 있어 긍정적입니다.

지난해 해외 수주, 전년 대비 10% 이상 증가하며 큰 폭의 성장을 보여줌



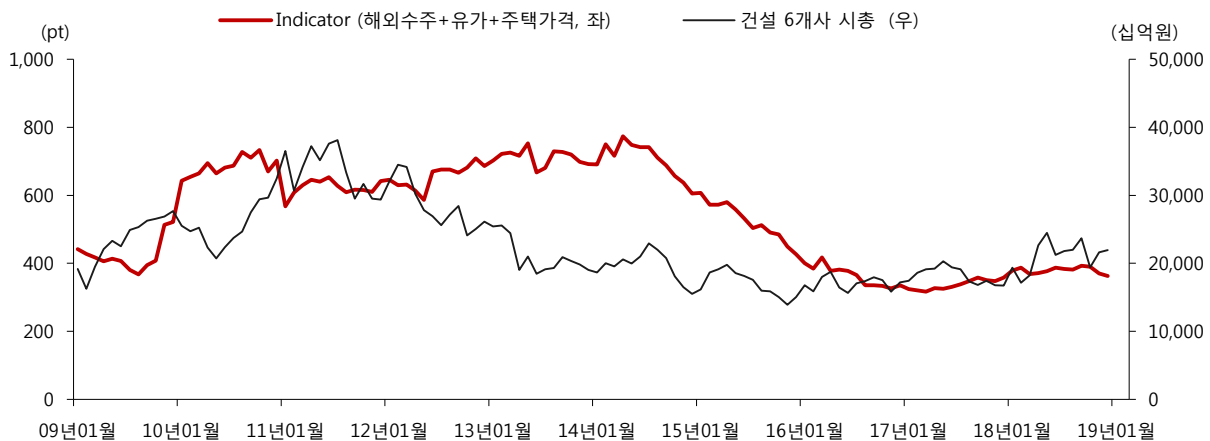
자료: 해외건설협회, SK 증권

전국 분양 공급 추이 및 전망: 재건축을 필두로 증가



자료: 부동산 114, 각 사, SK 증권

건설업종 Indicator: 유가, 해외 수주, 부동산 가격



자료: Bloomberg, SK 증권

“

글로벌 에너지 기업의 CAPEX 사이클이 확대되고, 중동의 공격적인 화학 플랜트 투자 계획이 발표되면서 해외 수주는 견조한 증가세가 나타날 것으로 기대됩니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련 -

”

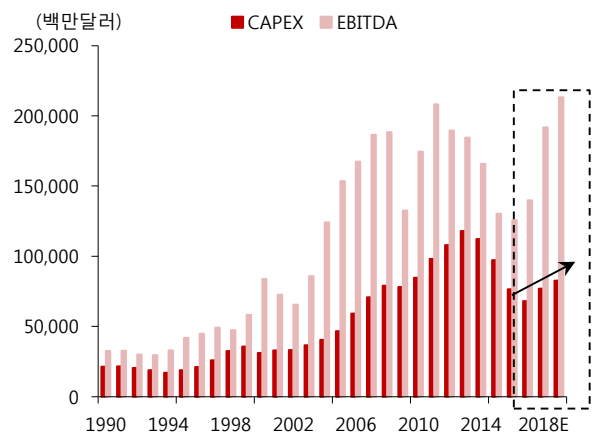
2019년 건설주 주가의 모멘텀이 될 가장 큰 재료는 해외 수주라는 판단입니다. 근거는 우리 나라 EPC의 주요 발주처인 UAE, 사우디에서 공격적인 건설 투자 기조가 확대되고 있다는 점입니다. UAE의 경우는 가스, 화학, 전력 등 다양한 부문에서의 프로젝트 투자를 진행하겠다고 밝힌 바 있습니다. 사우디 역시 2025년 생산을 목표로 22조원을 투자하여 석유화학 단지 건립을 발표했습니다. 두 국가에서 화학 공종에서의 발주가 확대되는 점에 주목합니다. 과거 저유가 국면을 혹독히 겪은 중동에서는 유가 하락 헷지 측면에서 화학 공종의 발주를 서두르는 모습입니다. 만약 매크로 이슈로 유가가 서서히 빠질 것으로 전망된다면, 중동의 화학 플랜트 발주는 되려 시기가 앞당겨질 개연성도 있습니다. 또한, 전방 산업인 글로벌 에너지 업체들의 CAPEX 추정치가 상향 리비전이 일어나면서 플랜트 발주 사이클이 턴어라운드 했다는 판단입니다. 알파 모멘텀으로 국내 에너지 업체들의 CAPEX 소식 역시 가시화 되면서, 플랜트 수주를 알차게 채워 나가는 한 해가 될 것으로 기대됩니다.

UAE 주요 프로젝트 투자 계획

구분	프로젝트명	사업규모
탐사광구	UAE 신규 탐사 광구	투자자 모집중
석유가스	New Refinery Project	150억달러
	가솔린 및 아로마틱스	50억달러
	Shah 가스 패키지2	20억달러
	Bu Hasa 통합개발	9억달러
	통합가스개발확장-2	8억달러
석유화학	Borouge 석유화학4	100억달러
	루와이스 폴리프로필렌5	5억달러
석탄화력	연방수전력청 민자발전	12억달러
담수	타월라 민자 담수플랜트	10억달러
인프라	지하하수터널공사	20억달러
	하리&가샤 인공섬	20억달러
	칼리파 항만 공사	4억달러
	아즈만 항만 공사	2억달러
	후자이라 항만 공사	1억달러
합계		약 400억달러

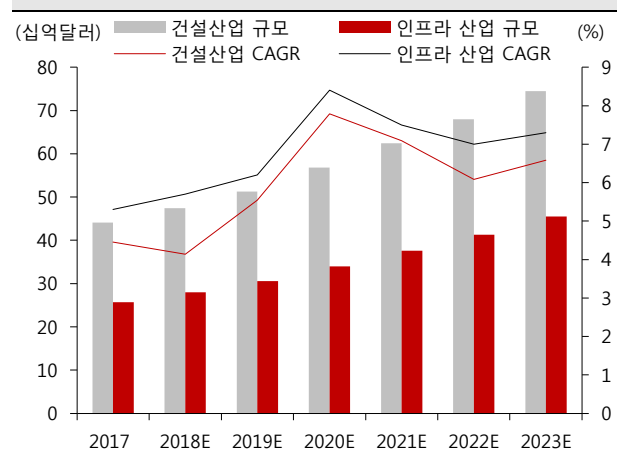
자료: 각종 언론, SK 증권

글로벌 에너지 기업 CAPEX 추정치 상향 리비전



자료: Bloomberg, SK 증권

사우디 건설 투자 확대 기조 지속



자료: BMI, SK 증권

국내 에너지 기업 CAPEX 집행 발표

회사	투자내용	투자비
GS 칼텍스	올레핀 생산시설 등	2.6 조원
LG 화학	올레핀 생산시설 등	2.6 조원
현대오일뱅크, 롯데케미칼	올레핀 생산시설 등	2.7 조원
S-Oil	올레핀 생산시설 등	5 조원
롯데케미칼	인도네시아 NCC	3.7 조원
대림 계열	여수 산단 증설	7,500 억원

자료: 각 사, SK 증권



“

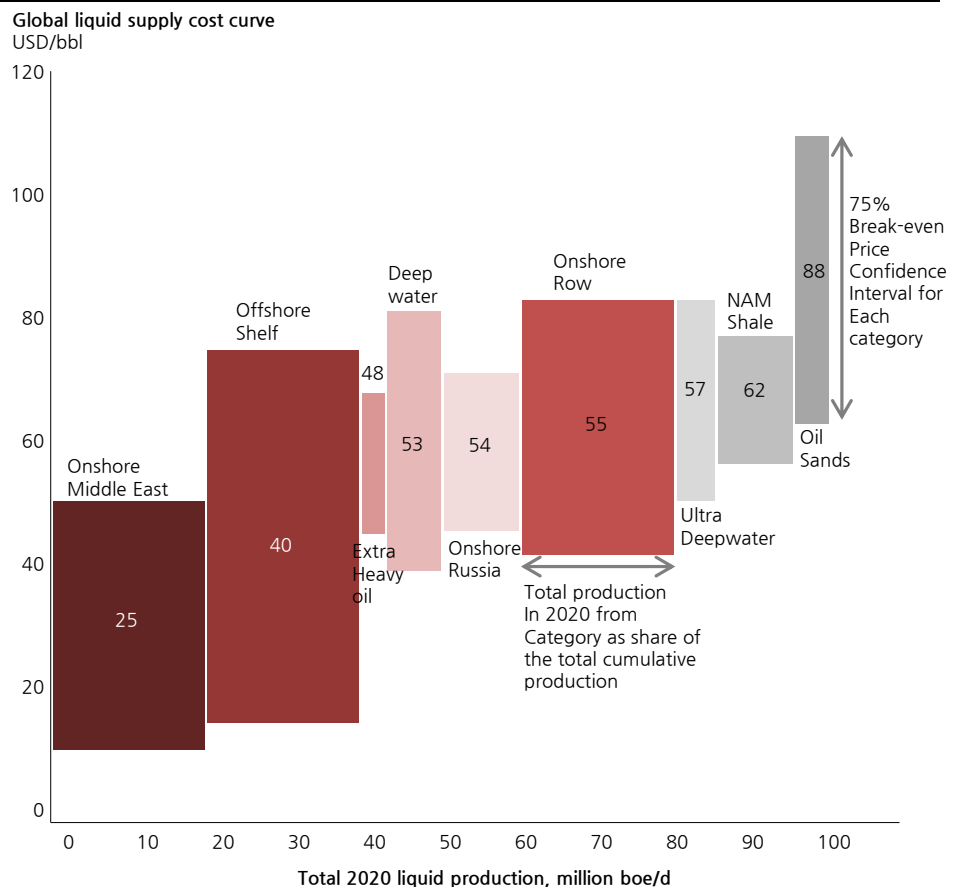
원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨을
감안할 때, SK 증권 하우스 추정치 기준 배럴당
40~50 달러 수준의 유가에서는 플랜트 발주가 취
소, 이연될 가능성이 제한적이라는 판단입니다

- SK 증권 건설/전자재 김세련 -

”

그렇다면, 어느 정도의 유가 레벨이어야 플랜트 발주가 취소되거나 이연될 가능성이 적어질지에 대한 고민이 필요합니다. 아래 그림은 원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨을 표시한 것입니다. 가운데 박스의 레이블이 생산 방식 상, 하단의 평균값입니다. 맨 앞의 붉은 박스, 즉, 발주처의 예산과 직결되는 중동 육상 원유의 경우는 배럴당 25 달러만 넘기면 채산성이 생긴다는 뜻입니다. 만약 2019 년 유가가 30 불로 급락한다면 실제 중동발 발주가 취소되거나 이연될 가능성이 높습니다. 물론, 유가 헷지 측면에서 발주를 서두를 가능성이 높은 화학 플랜트 공중의 경우는 예외일 수 있습니다. 따라서 SK 증권 하우스 추정 유가 밴드가 시장 컨센서스 대비 다소 보수적인 배럴당 40~50 달러 수준임에도 불구하고, 이 정도 수준에서는 중동발 플랜트 발주가 취소되거나 이연될 가능성은 상당히 제한적이라는 판단입니다. 유가라는 단순한 지표 하나로 건설주를 바라볼 것이 아니라 1) 고개를 들기 시작한 국내외 에너지 업체들의 CAPEX, 이에 따른 건설주의 플랜트 수주 확대, 2) 주택 경기 둔화에도 불구하고 꺼지지 않는 재건축 붐 등을 고려할 필요가 있습니다. 2019 년 역시 건설 섹터에 대해 비중 확대 (OVERWEIGHT) 의견을 유지하겠습니다.

원유 생산방식별 손익분기점이 되는 유가 레벨



자료: Rystad Energy, SK 증권

주: 그림의 레이블은 Average Breakeven 을 의미

유가 레벨과 무관하게 조선도 간다

① 저유가일 때 유가와 조선 주가의 상관관계는 없음

“

조선 쪽에서의 문제는 해양플랜트인데요, 저희는 2019 년 유가 하락을 전망하지만 \$70/bbl 미만에서는 유가와 무관하게 상선 수주만으로도 주가가 오를 수 있음을 2018 년 초 확인한 바 있어 걱정은 내려놓으셔도 될 듯 합니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

그렇다면 문제는 조선업의 해양플랜트입니다. 일단 작년 유가가 우호적이었기 때문에 현재 거론되는 수주 pool은 꽤나 많습디만 저희는 올해 유가가 장기 저유가 레벨로 회귀한다는 판단에, 주요 수주 pool들의 발주가 확실하다고 말씀드릴 수 없는 상황입니다.

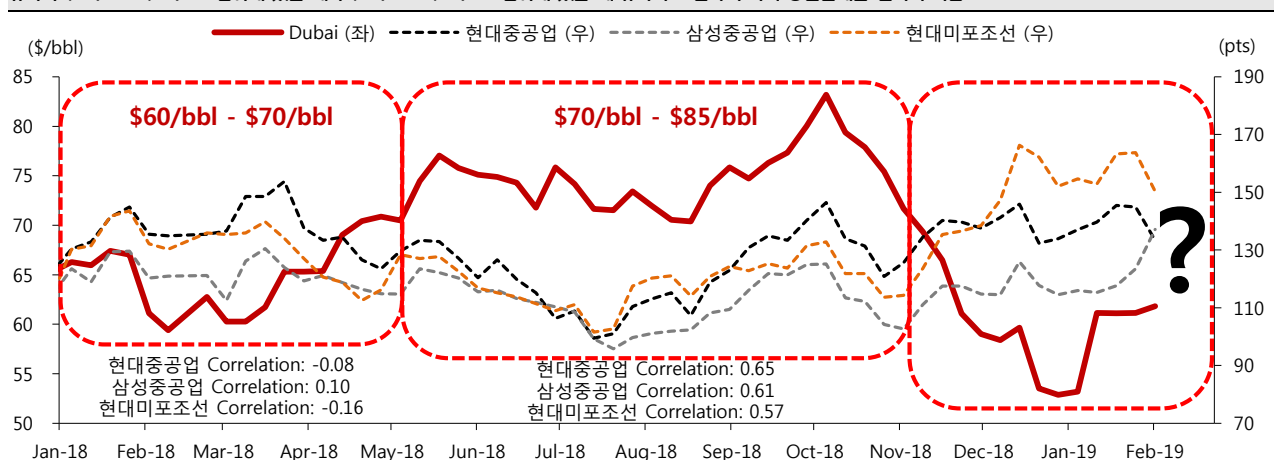
그런데 재미있는 것은 2017 년 말부터 유가와 조선사들 주가지수를 그려보면, Dubai유 기준 \$60/bbl - \$70/bbl에서는 상관관계가 없고, \$70/bbl을 넘어서면 상관관계가 높다는 점입니다. 즉, \$70/bbl 밑에서는 해양플랜트 수주가 없어도 2018 년 초에 그랬듯이 LNG 캐리어를 비롯한 상선 수주만으로 주가는 오를 수 있는 것이고, \$70/bbl을 넘어서면 해양플랜트에 대한 기대감으로 전통적인 유가 플레이가 가능한 것입니다. 결국 올해가 저유가 국면이어도 상선 시황이 좋다면 주가는 충분히 오를 수 있다는 판단입니다.

현재 국내 조선사들의 해양플랜트 수주 pool이 실제 발주로 이어질지는 미지수임

프로젝트명	입찰 국내 조선사	계약 규모	낙찰 발표 시기	기타
인도 Reliance	삼성	20 억달러 이상	2019 년 3 월 말 추정	2021 년 ~ 2022 년 초 인도
나이지리아 Bonga	삼성, 현대	20~30 억달러	2019 년 추정	2022 년 준공
베트남 Block B	삼성, 현대	10 억달러	2019 년 말 추정	-
호주 Barossa	삼성	15 억달러	2019 년 말 추정	삼성, MODEC 이 FEED 계약
사우디 Marjan	현대(Saipem 과 컨소시엄 구성)	30 억달러	2019 년 상반기 추정	인도 L&T-아부다비 NPCC 컨소시엄과 미국 McDermott-중국 COOEC 컨소시엄도 참여

자료: 언론 자료, SK 증권

유가가 \$60/bbl - \$70/bbl 범위에 있을 때와 \$70/bbl - \$85/bbl 범위에 있을 때 유가와 조선사 주가의 상관관계는 현저히 다름



자료: DataGuide, SK 증권

주: 각 사 주가는 조선사 유상증자 발표 전후인 2017 년 12 월 22 일 100 임



“

저번 겨울에도 확인했지만 일단 운임이 오르면 시차를 두고 발주로 이어집니다. 아니나 다를까 카타르는 한국 조선소에 LNG 60 척 발주 계획과 미국 LNG 플랜트 증설 계획을 발표했습니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

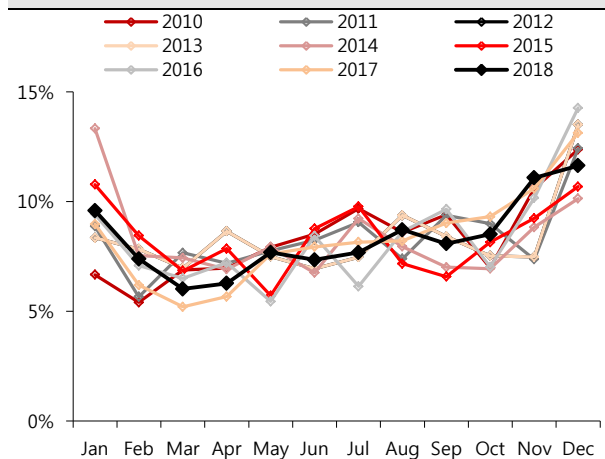
”

② 상선 발주 모멘텀이 받쳐준다

그럼 올해 상선 시황은 어떨까요? 작년 한국 조선사들에게 단비와도 같았던 LNG 캐리어 시황은 올해도 양호하리라고 봅니다. 아주 단순하게 세계에서 LNG 수입을 가장 급격히 늘리고 있는 중국의 월별 LNG 수입 패턴을 보면 여름 냉방 수요와 겨울 난방용 LNG 수입이 많아 운임이 급등합니다. 올해도 다르지 않을 것으로 보입니다. 그리고 LNG 캐리어 발주량을 1 개월 lagging 한 것과 LNG 캐리어 운임을 함께 그려보면 상관관계가 0.74 까지 산출됩니다. 운임 좋으면 곧 발주가 나온다고 보면 되는 것이죠.

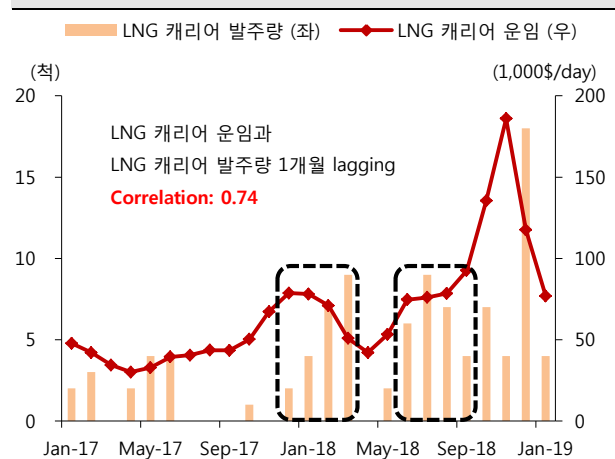
아니나 다를까 카타르는 지난 1 월 말 한국에 LNG 캐리어 60 척 가량을 발주하겠다고 나섰습니다. 카타르는 또한 미국 Texas 의 Golden Pass LNG Project 에도 투자 계획을 밝히며 발주 기대감을 높여주고 있습니다.

중국의 월별 LNG 수입 비중 추이



자료: KITA, China Customs, SK 증권

LNG 캐리어 운임 상승은 뒤이어 발주로 이어지기 마련임



자료: Clarksons Research, SK 증권

아니나 다를까 카타르에서 LNG 캐리어 발주 계획을 밝혔고

카타르 "LNG 선 60 척 발주 계획...한국 우선 검토"

카타르가 대규모 액화천연가스(LNG)선 발주를 계획하고 있으며, 한국을 우선 발주 국가로 검토하겠다는 입장을 밝혔다. 문재인 대통령과 정상회담을 위해 방한한 타미 빈 하마드 알사니 카타르 국왕을 수행한 사드 빈 세리다 알 카비 카타르 에너지 장관은 28 일 "60 척의 LNG 선 발주 계획이 있다"고 밝혔다. 그는 "최근 유조선 대표단을 한국에 파견해 LNG 선 도입을 조사했다"며 "현재 카타르는 50 척을 보유하고 있는데 앞으로 60 척가량을 새로 도입할 계획"이라고 말했다. (하락)

자료: Clarksons Research, SK 증권

미국 LNG 액화 플랜트 증설 계획도 밝힘

Qatar Petroleum, Exxon invest in \$10 billion Texas LNG project

Qatar Petroleum and Exxon Mobil Corp said on Tuesday they are investing in a \$10 billion project to expand a liquefied natural gas (LNG) export plant in Texas, as companies race to meet global demand for the fuel. Construction of the Golden Pass LNG project in Sabine Pass, Texas, is expected to begin early this year. The project will add production capacity of around 16 million tonnes of LNG per year after it starts up in 2024. (하락)

자료: Reuters(2019-02-06), SK 증권

“

Power of Siberia I의 가동은 올해 12월부터입니다. 처음부터 가동률 100%로 수입하는 것이 아니기 때문에 올해까지는 LNG 캐리어 운임 강세를 전망합니다. 그리고 화학 제품 운반선 시황은 올해도 양호하다고 봅니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

하지만 SK 증권 리서치센터는 지속적으로 중국의 러시아산 PNG 수입이 가져다 줄 LNG 업황에 대한 영향을 염두에 두어야 한다고 말씀드리고 있습니다. 이미 Power of Siberia I의 mail trunk는 지난 12월에 공사가 끝났고 현재 branch 작업을 마무리하고 있습니다. 이에 따라 올해 12월부터는 러시아산 PNG가 중국으로 유입됩니다. 12월부터 100% 가동률로 수입하는 것은 아니기 때문에 LNG 캐리어 운임은 올해 말~내년 초까지는 강세를 보일 것으로 전망되나 내년 말에는 분위기가 바뀔 수 있습니다.

LNG 캐리어 말고 MR 탱커와 Feeder 급 컨테이너선으로 대변되는 화학 제품 운반선 시황은 올해도 양호합니다. 거듭 말씀드리지만 순수화학업체들의 공급 과잉은 화학 제품 운반선을 주로 수주하는 현대미포조선에게는 호재입니다. 자세한 내용은 2018년 8월 6일 발간한 'Cyclical Bulletin Release 12: 순수화학의 위기는 곧 현대미포조선의 기회'를 참조하시기 바랍니다.

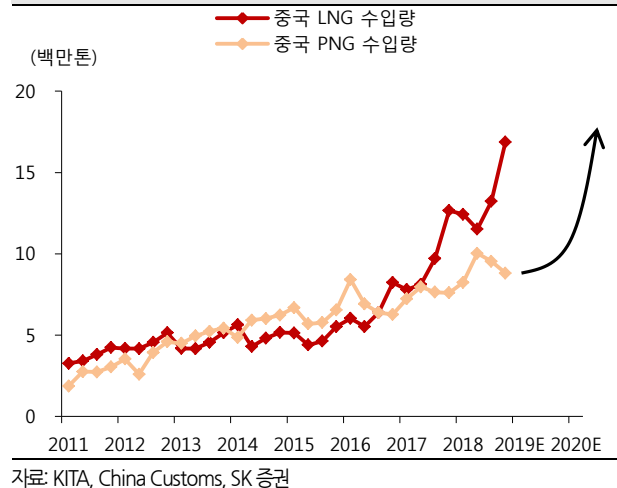
Power of Siberia는 2019년 말부터 중국으로 PNG 공급 시작

China turns to imports to meet gas demand

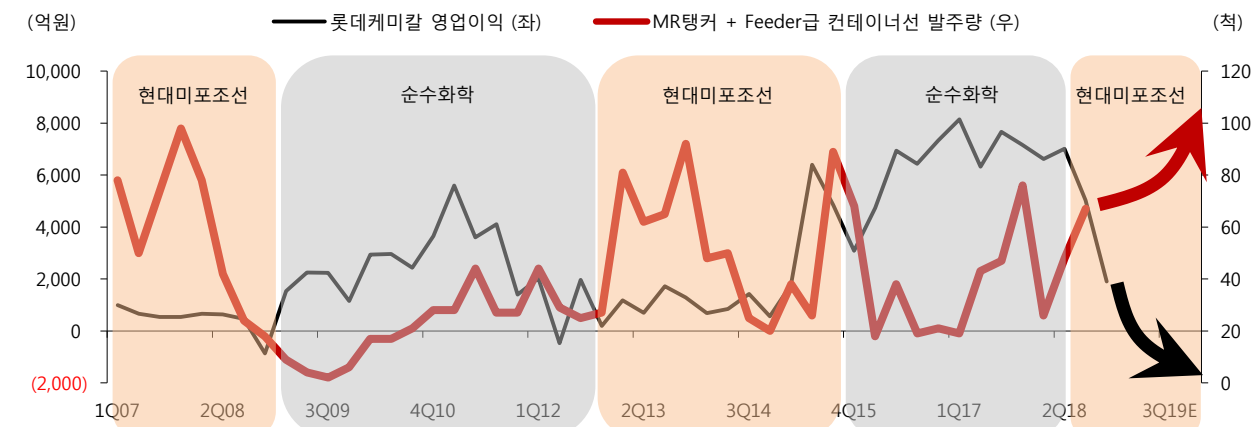
China this year will continue to rely on imports to meet a large portion of domestic natural gas demand... (중략) ...In north-east China, CNPC and Russian partner Gazprom have also completed 95% of the Sila Sibiri pipeline, linking the Chayanda gas field in East Siberia with a pumping terminal on the far east border between Russia and China. Completion is expected at the end of this year of the pipeline that will be able to send 38 Bcm per annum to China. (하략)

자료: Tass(2018-12-21), SK 증권

따라서 2020년부터 중국이 PNG 수입을 대폭 늘릴 전망



순수화학의 다운사이클 시작으로 현대미포조선의 화학 관련 선종 수주 지속 증가할 것





“

그리고 현대중공업의 대우조선해양 인수도 호재입니다. 대표 선종 중에서 유일하게 오르지 못한 LNG 캐리어의 선가를 높여갈 수 있는 여력이 생기기 때문이죠

- SK 증권 조선/운송 유승우

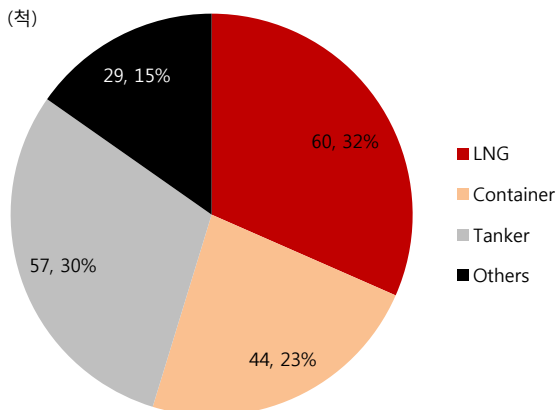
”

③ Big Deal 의 효과

그리고 뭐니뭐니해도 2019 년은 현대중공업의 대우조선해양 인수가 가져다 줄 파급효과가 중요한 재료가 될 듯 합니다. 현대중공업과 대우조선해양 양사 모두 유상증자로 인한 희석은 불가피하기에 추가는 조정을 받았습니다. 그러나 중장기적으로 이번 이벤트는 한국 조선업에 분명한 호재라고 봅니다. 왜냐하면 선가 인상 기조를 제대로 누릴 것이기 때문입니다.

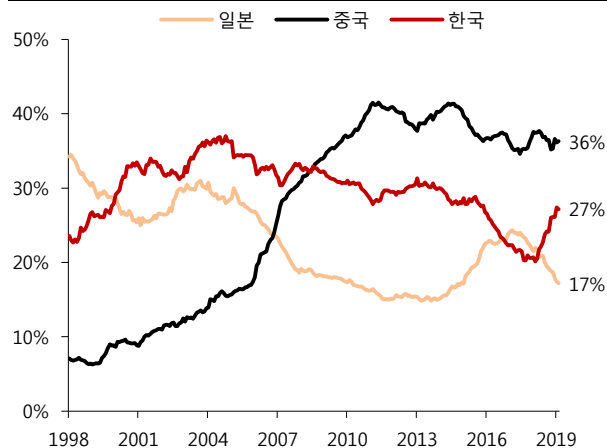
작년에 척수 기준으로 조선 3사 신규수주의 32%가 고부가선종인 LNG 캐리어였고 이를 기반으로 조선사들의 잔고가 돌아서며 잔고 기준 글로벌 M/S 가 27%까지 상승했습니다. 잔고의 턱어라운드로 수주 테이블에서 선가를 높여갈 수 있었기 때문에 대표 선종들의 선가는 작년에 모두 올랐습니다. 그런데 정작 효자 선종인 LNG 캐리어만이 선가가 부진했습니다.

2018 년 한국 조선 3사 신규 수주의 32%는 LNG 캐리어였음



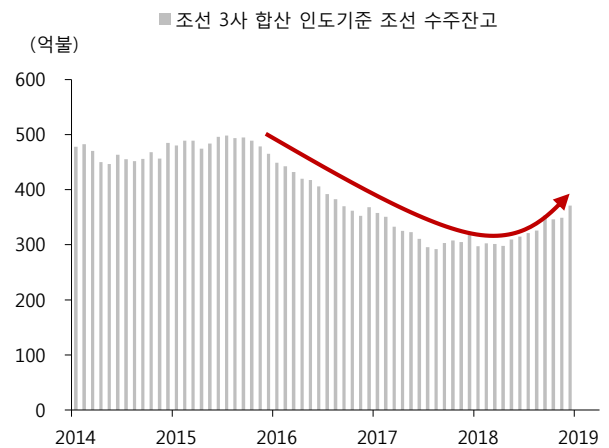
자료: 현대중공업그룹, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권
주: 현대중공업그룹은 중소형선을 수주하는 현대미포조선은 제외함

그리고 수주잔고(CG) 기준 글로벌 M/S 도 27%까지 급등함



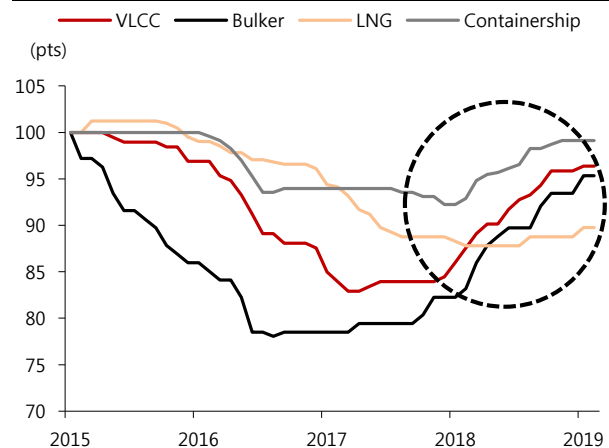
자료: Clarksons Research, SK 증권

이에 2018 년에 비로소 조선 3사의 수주잔고는 턱어라운드 할 수 있었음



자료: 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, SK 증권

그런데 정작 효자였던 LNG 캐리어의 선가는 부진했음



자료: Clarksons Research, SK 증권
주: 2015 년 1 월이 100 인 월간 지수

“

작년에는 대우조선해양의 수주잔고가 하방을 다져 LNG 캐리어 선가가 못 올랐지만 Big 2 체제로의 재편은 조선사간 경쟁을 완화시켜 선가 인상을 타진할 수 있게 되는 거죠

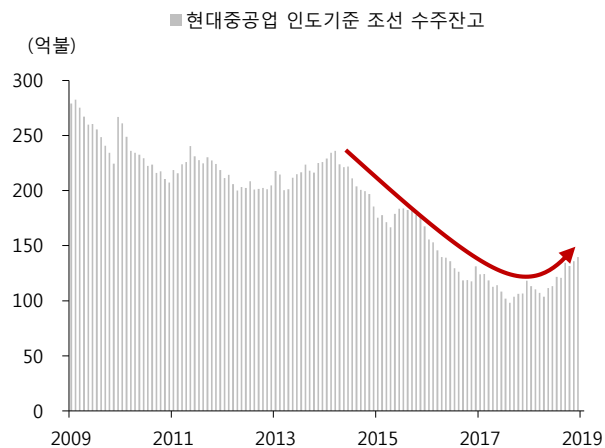
- SK 증권 조선/운송 유승우

”

그 원인은 대우조선해양에 있는 것으로 파악됩니다. 작년에 유일하게 한국 조선 3사 중 잔고가 하방을 다지는 구간이었기 때문에 주력 선종인 LNG 캐리어 수주전에서 저가 수주 경쟁을 이끌었던 것이죠. 결국 Big 3 체제에서 Big 2 체제로의 전환은 조선사간 수주 경쟁 강도를 완화시키고 대표 선종 중 유일하게 선가가 못 오른 LNG 캐리어의 선가도 올려줄 것으로 보입니다.

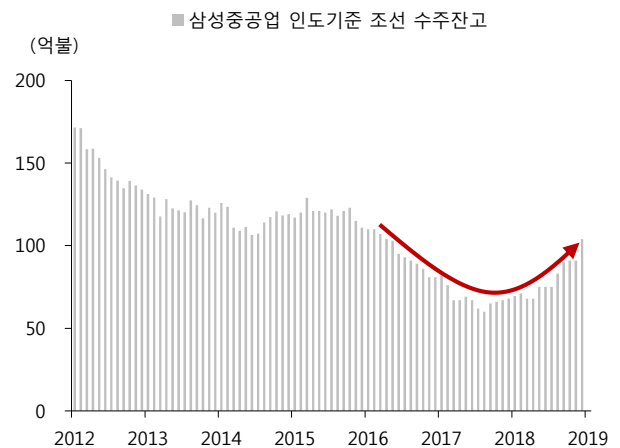
이는 조선사들의 흑자 전환 시기도 앞당겨 주겠지요. 작년에 이어진 선가 인상 기조로 이미 한국 조선사들의 신규수주호선들의 역마진 폭은 대단히 줄어들었습니다. 현대중공업그룹의 4Q18 공사손실충당금 비율도 1.5%까지 하락했죠. 탱커, 컨테이너선과 더불어 LNG 캐리어 선가도 올라준다면 향후 조선사들은 추가적인 공사손실충당금 설정을 하지 않아도 될 것입니다. 어쩌면 환입 효과도 기대해 볼 수 있겠네요.

현대중공업의 조선 부문 수주잔고는 2018년에 턱어라운드 함



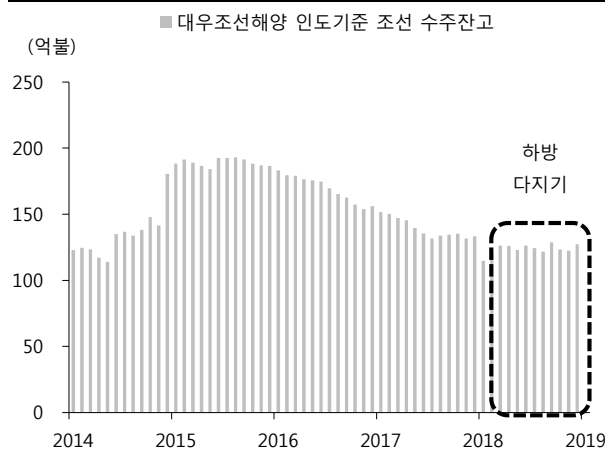
자료: 현대중공업, SK 증권

삼성중공업도 2018년에 턱어라운드 함



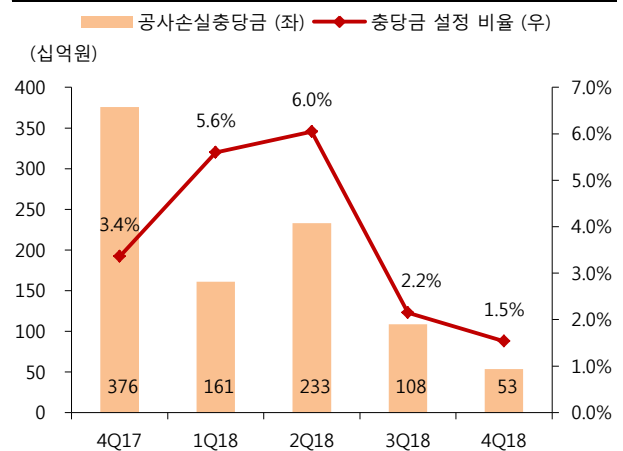
자료: 삼성중공업, SK 증권

그러나 대우조선해양은 하방을 다지고 있었기에 LNG 캐리어 선가 못 오른 것



자료: 대우조선해양, SK 증권

Big2 체제로 재편되며 경쟁강도 완화: 충당금 설정 비율 지속 하락할 것



자료: 현대중공업그룹, SK 증권

주1: 현대중공업그룹 조선 3사 합산 공손충 및 조선 부문 신규수주액 기준임
주2: 4Q17의 경우 2017년 전체 조선 신규수주량에 대해 한번에 공손충 설정

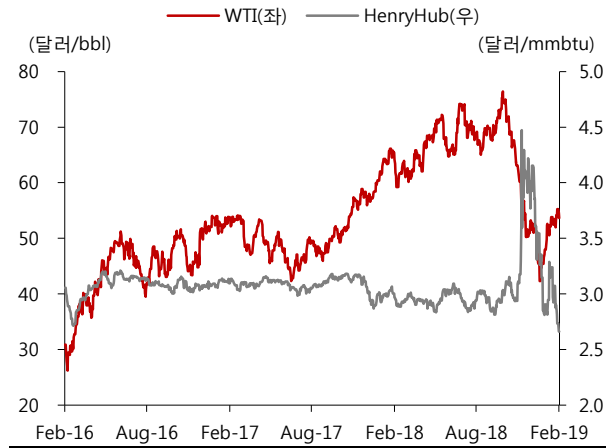


소재·산업재 섹터별 선호도

	섹터	1M 수익률	6M 수익률	Comment	
				KOSPI	
		+8.0%	-4.5%		
<div>GOOD</div> <div>↑</div> <div>↓</div> <div>BAD</div>	1	건설 (▲2)	+8.4%	+2.5%	전월리뷰 정부 SOC 예타 면제 등으로 인한 긍정적 정책 기조, 우호적 실적 확인으로 인해 추가 반등 금월전망 3월 해외 수주 기대감, 정부 정책 기조 및 2월말 복미 정상회담 등 긍정적 재료 확대 투자포인트 수주 모멘텀이 살아있으면서 동시에 밸류에이션 매력도가 높은 GS건설, 현대건설 추천
	2	운송 (▲2)	+4.1%	+4.5%	전월리뷰 대한항공은 4Q18 어닝쇼크로 추가 일부 조정 받음 CJ대한통운은 파업 영향으로 동절기 고마진 물량 수주 부진 금월전망 저유가 지속으로 대한항공 1Q19 실적 기대감이 높아질 것 비계열 PCC 확대로 현대글로비스 실적 기대감도 높아질 것 투자포인트 3월 주주총회를 앞두고 한진KAL 그룹 개편과 관련해 대한항공 매수 전략이 유효하다는 판단
	3	철강/ 금속 (▼1)	+11.0%	-9.0%	전월리뷰 환경규제에 따른 감소와 춘절 재고축적과 함께 양호를 앞두고 부양책 기대감이 동반되며 주가에 반영되며 상승 금월전망 2월 주요 수요산업과 가격협상. 중국 부양책 기대감은 전월 대비 낮아질 전망이나 미국 및 대북 기대감 재개 가능 투자포인트 반등한 원재료 가격 반영 여부 주목. 미국 인프라 투자와 대북 기대감을 고려하면 현대제철과 중수형주에 관심
	4	조선 (▼3)	+2.8%	+19.2%	전월리뷰 카타르의 LNG 캐리어 대규모 발주 소식은 호재였으나 현대중공업의 대우조선해양 인수 소식으로 추가 희석됨 금월전망 산업은행은 삼성중공업에게도 2월 말까지 인수 의향서 제출 기한을 부여함에 따라 당분간 뚜렷한 방향성 보이기 어려움 투자포인트 중장기적으로 Big2 체제로의 재편 과정에서 인수 후보인 현대중공업과 삼성중공업은 경쟁 완화 수혜 입을 것
	5	유틸/ 상사 (▲2)	+4.6%	+1.6%	전월리뷰 유틸: 유가반등으로 인한 한전 악세로 underperform 상사: 과매도로 반등했지만 폭은 크지 않았음 금월전망 유틸: 전기요금 상승 및 대북 기대감 작용 가능성 있음 상사: 상승 모멘텀 부재 상황은 지속될 듯 투자포인트 올 해 한전은 시장비중만큼은 채워야 할 주식
	6	정유/ 화학 (-)	+6.6%	-6.9%	전월리뷰 정유: 유가상승으로 반등했지만 폭은 미미했음 화학: 제품가격반등으로 상승했지만 실적 우려감 지속 금월전망 정유: 유가 추가상승 기대하기 어려움. 오히려 정제마진 부담 화학: 정유보다 상대적인 매력도는 부각 가능함 투자포인트 상대적 화학으로 선호하는 의견 유지함
	7	자동차 (▼2)	+11.3%	+0.2%	전월리뷰 유리한 원/엔 환율 및 상대적 매력 부각과 지배구조 개편 및 중국 부양 기대감으로 추가상승 금월전망 실적발표 이후 19년 추정치 소폭 하향. 2월부터 미국 자동차 관세 이슈 진행, 노조 파업 가능성 등 불확실성 존재 투자포인트 외부 이슈가 크게 부각되지 않는다면 기간조정 예상. Valuation이 낮은 2~3차 벤더에 관심

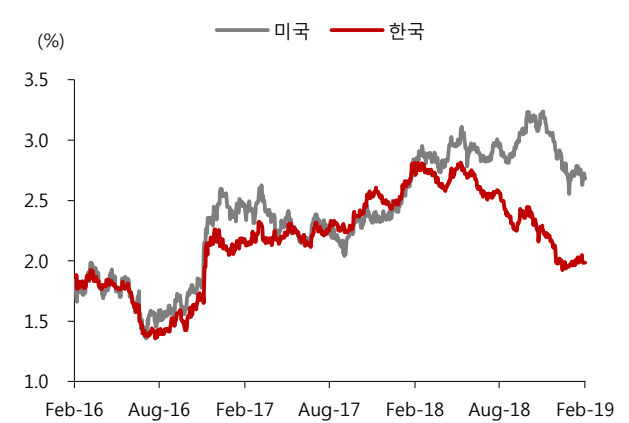
소재·산업재 Key Chart

WTI, Henry Hub 가격 추이



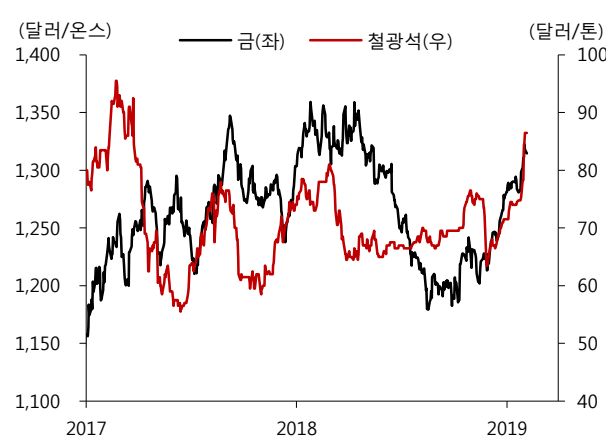
자료: Bloomberg, SK 증권

미국, 우리나라 국고채 10년물 추이



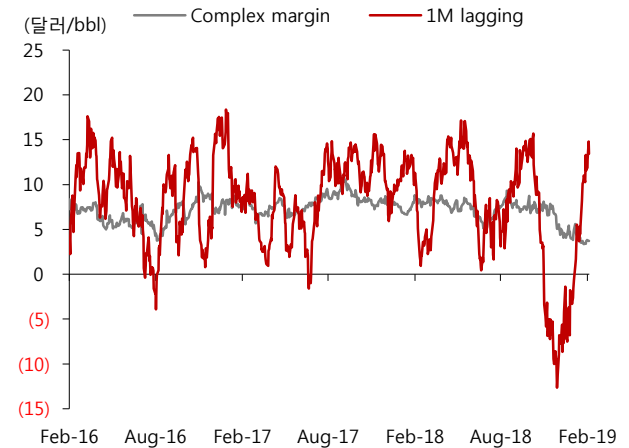
자료: Bloomberg, SK 증권

철광석, 금 가격 추이



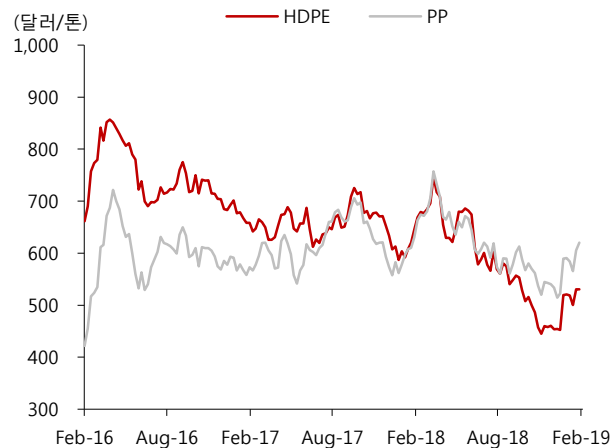
자료: Bloomberg, SK 증권

정제마진 추이



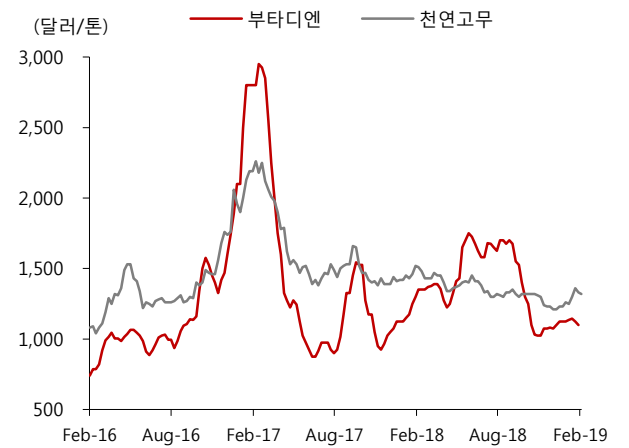
자료: Petronet, SK 증권

PE, PP 스프레드



자료: Cischem, SK 증권

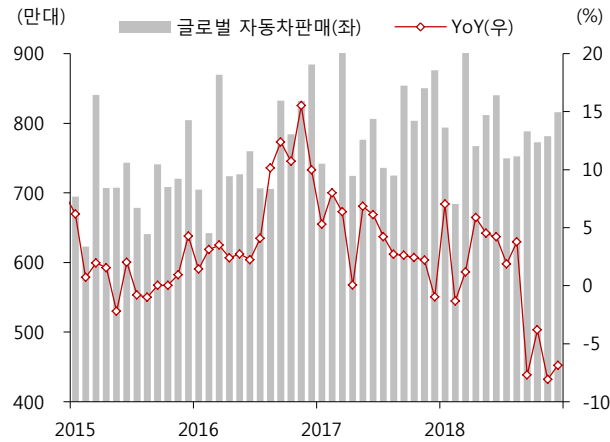
부타디엔, 천연고무 가격 추이



자료: Bloomberg, Platts, SK 증권

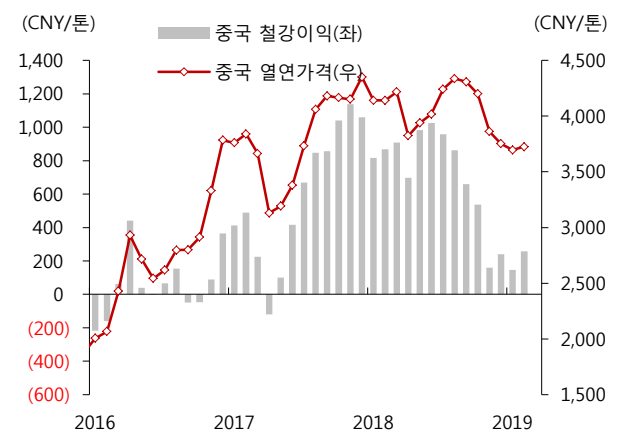


글로벌 자동차 판매대수 추이



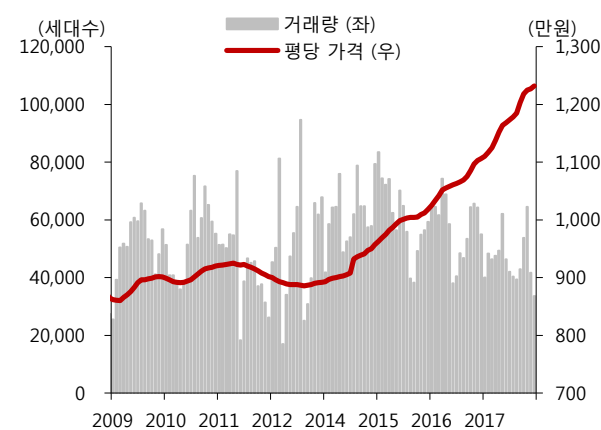
자료: 산업자료, SK 증권

중국 열연가격과 철강이익 추이



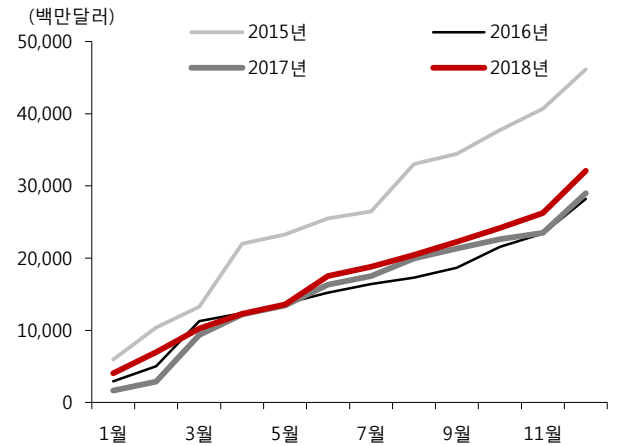
자료: Bloomberg, SK 증권

부동산 가격, 거래량 추이



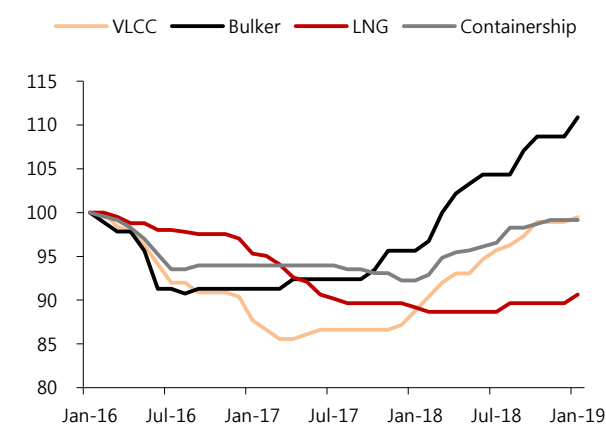
자료: 한국감정원, 부동산 114, SK 증권

건설 월별 해외 수주 추이



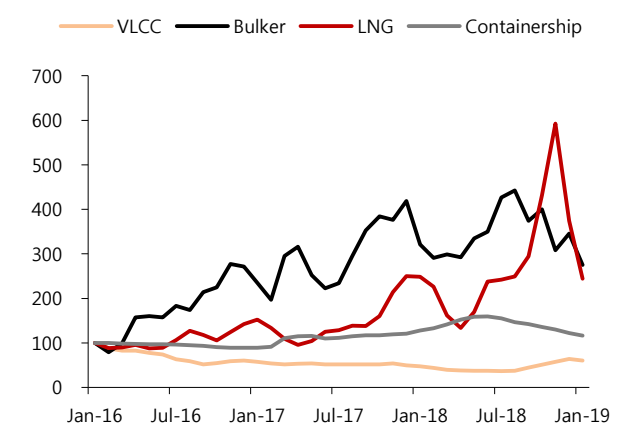
자료: 해외건설협회, SK 증권

선종별 신조선가 지수 추이(Jan-16=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

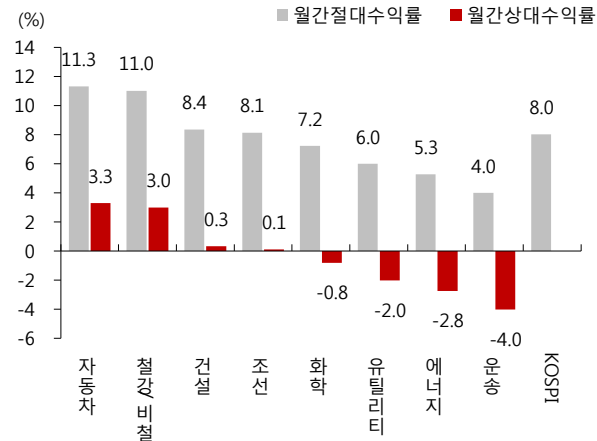
선종별 운임 지수 추이(Jan-16=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

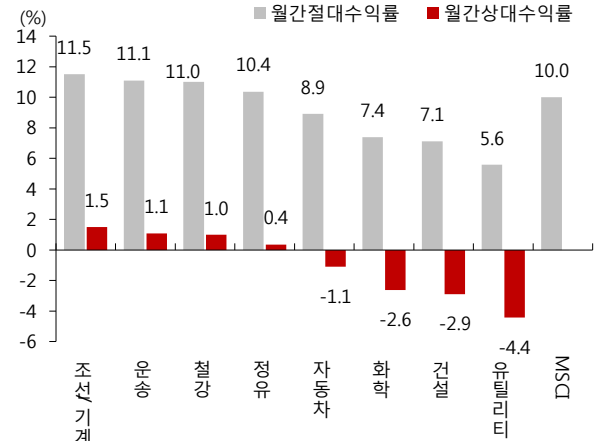
수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

국내 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Quantiwise, SK 증권

글로벌 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주요섹터수익률

		KOSPI	에너지	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	조선	운송
	증가	2,204.9	5,059.7	3,794.1	998.5	5,509.1	2,090.4	1,742.9	3,107.6	1,270.3
	52주최고	2,583.7	6,060.7	4,697.0	1,120.1	6,549.6	2,851.5	2,095.9	3,299.8	1,443.3
	52주최저	1,984.5	4,489.0	3,273.6	783.0	4,275.8	1,808.5	1,376.3	2,297.8	1,028.9
	시가총액 비중%	1,455.5	38.3	82.3	34.1	104.6	50.8	50.1	27.4	24.7
	비중%		2.6	5.7	2.3	7.2	3.5	3.4	1.9	1.7
절대수익률	1M	8.0	5.3	7.2	6.0	11.3	12.8	8.4	8.1	4.0
	3M	8.6	-8.8	11.4	21.5	19.8	9.9	22.7	12.9	17.3
	1Y	-14.1	-11.8	-20.0	-3.6	-14.4	-24.3	4.9	11.1	-6.2
	YTD	8.0	5.3	7.2	6.0	11.3	12.8	8.4	8.1	4.0
상대수익률	1M		-2.8	-0.8	-2.0	3.3	4.7	0.3	0.1	-4.0
	3M		-17.5	2.8	12.8	11.1	1.3	14.1	4.3	8.6
	1Y		2.3	-5.9	10.5	-0.3	-10.2	19.0	25.2	7.9
	YTD		-2.8	-0.8	-2.0	3.3	4.7	0.3	0.1	-4.0

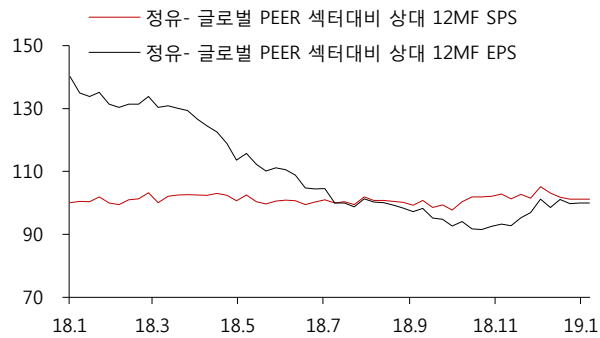
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	건설	기계/조선	운송
	증가	493.1	224.7	314.9	133.6	172.0	276.8	267.4	346.7	270.5
	52주최고	531.5	255.9	364.6	134.0	222.1	323.8	316.4	424.4	288.6
	52주최저	435.9	193.7	286.2	120.4	155.3	247.5	244.4	300.2	235.2
절대수익률	1M	10.0	10.4	7.4	5.6	8.9	11.0	7.1	11.5	11.1
	3M	0.5	-2.8	-2.7	5.0	1.2	2.0	0.1	1.9	2.3
	1Y	-7.2	-5.3	-13.6	5.8	-22.6	-13.3	-15.5	-18.3	-4.7
	YTD	-4.2	-10.0	-9.7	3.7	-10.5	-6.5	-7.9	-3.5	-0.6
상대수익률	1M		0.4	-2.6	-4.4	-1.1	1.0	-2.9	1.5	1.1
	3M		-3.3	-3.2	4.5	0.7	1.5	-0.4	1.4	1.8
	1Y		1.9	-6.3	13.0	-15.4	-6.1	-8.3	-11.1	2.5
	YTD		-5.8	-5.5	7.9	-6.3	-2.4	-3.8	0.7	3.6

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

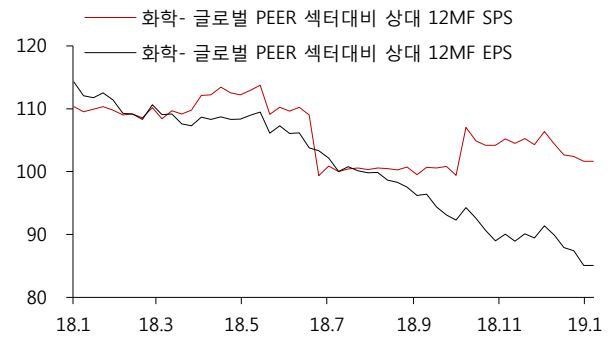
자료: Quantiwise, Bloomberg, SK 증권



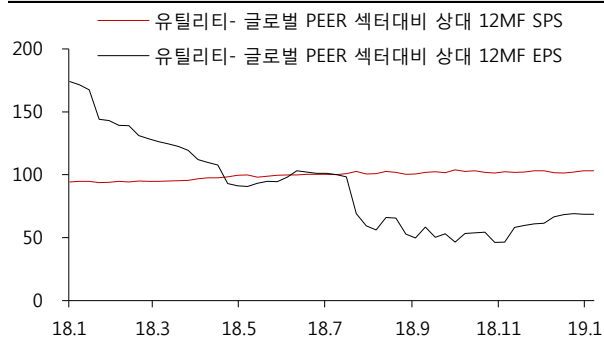
Earnings Revision: 정유



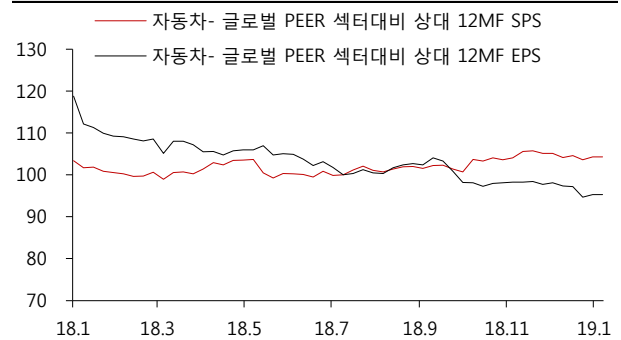
Earnings Revision: 화학



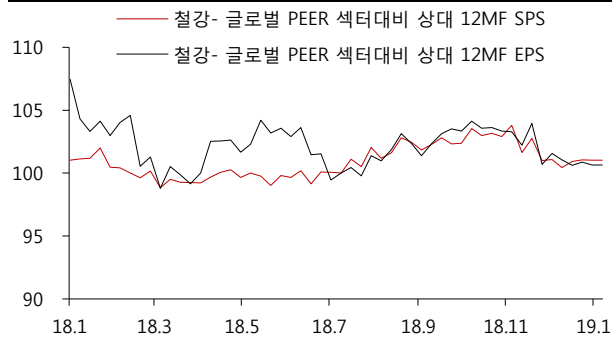
Earnings Revision: 유틸리티



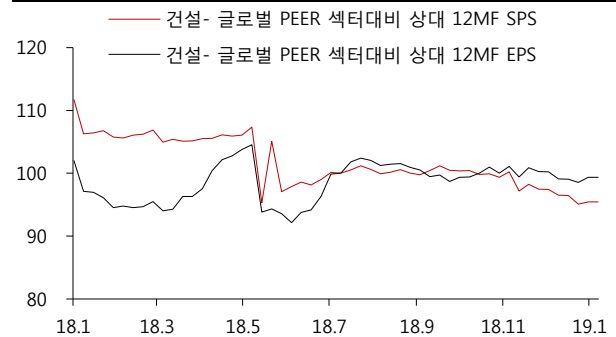
Earnings Revision: 자동차



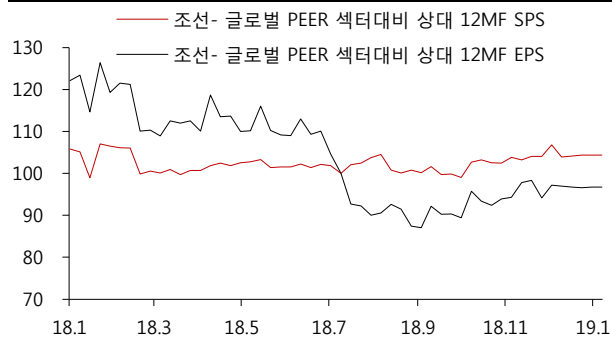
Earnings Revision: 철강



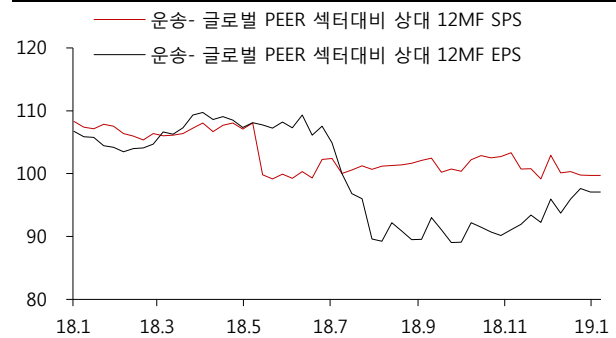
Earnings Revision: 건설



Earnings Revision: 조선



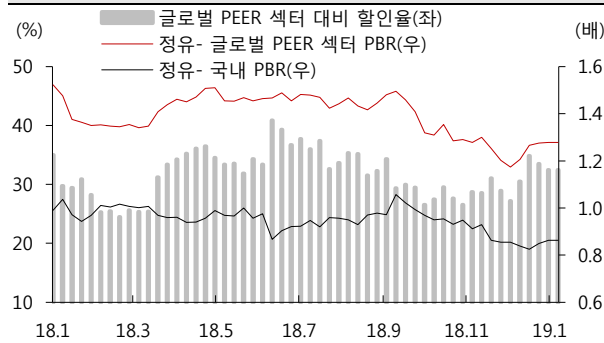
Earnings Revision: 운송



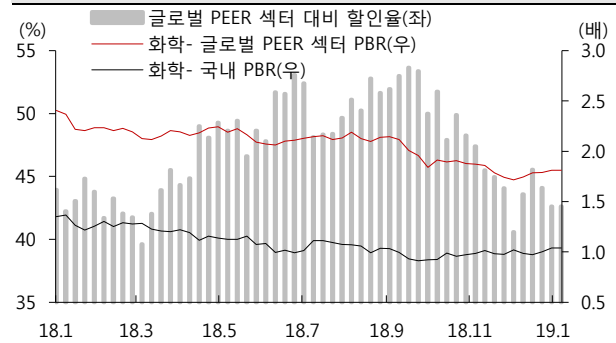
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출
자료: Datastream, SK 증권



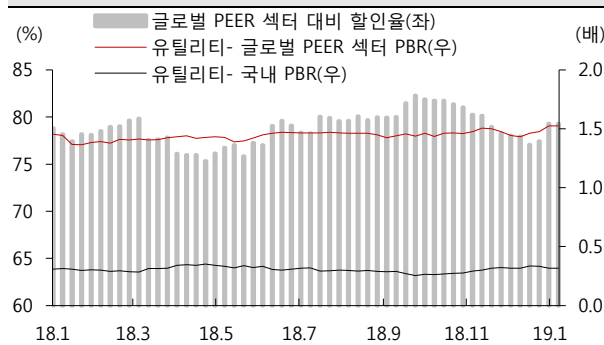
Relative Valuation: 정유



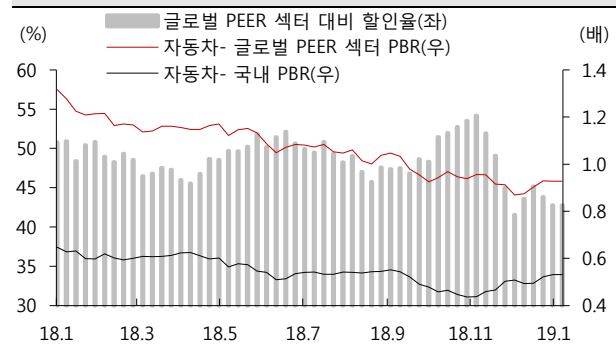
Relative Valuation: 화학



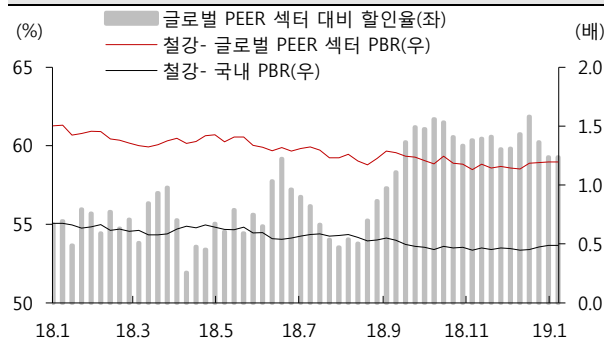
Relative Valuation: 유틸리티



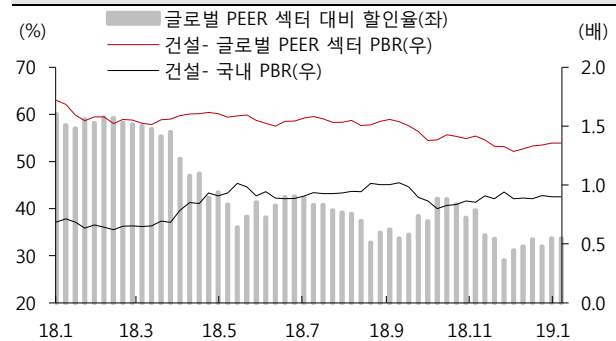
Relative Valuation: 자동차



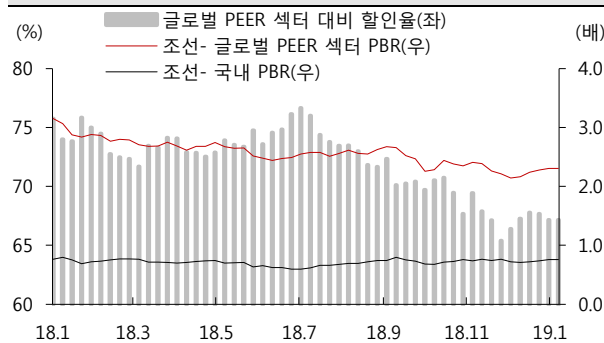
Relative Valuation: 철강



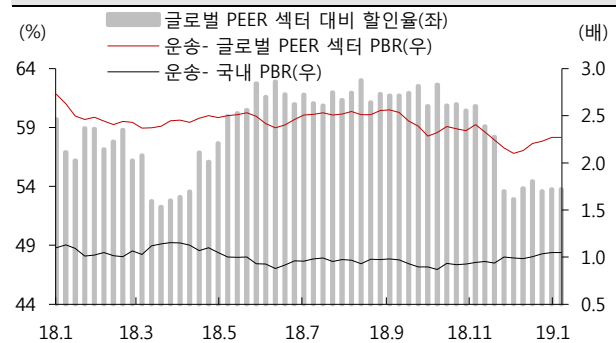
Relative Valuation: 건설



Relative Valuation: 조선



Relative Valuation: 운송

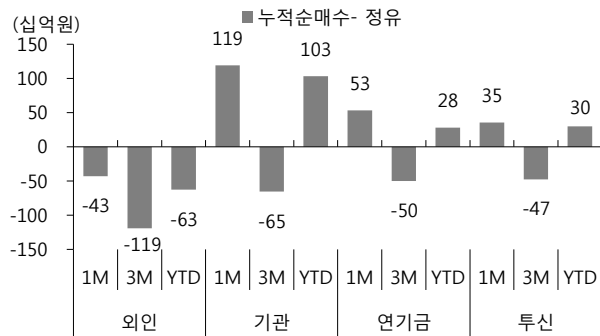


주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준

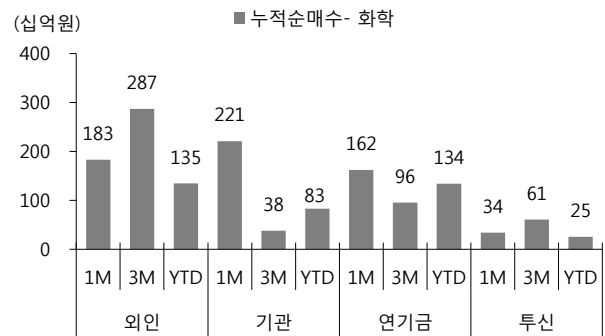
자료: Datastream, SK 증권



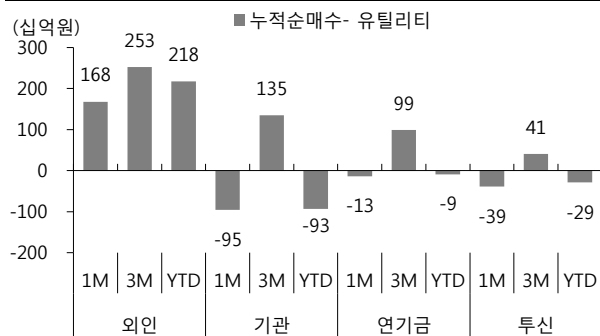
정유 업종 수급 비교



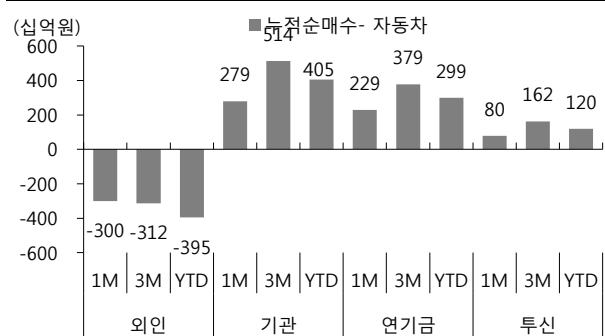
화학 업종 수급 비교



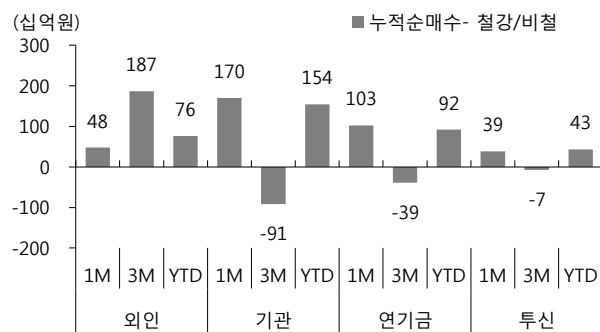
유틸리티 업종 수급 비교



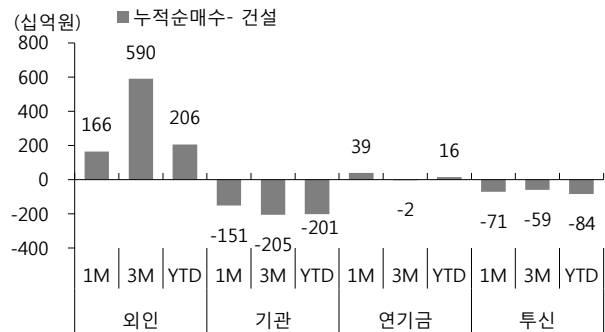
자동차 업종 수급 비교



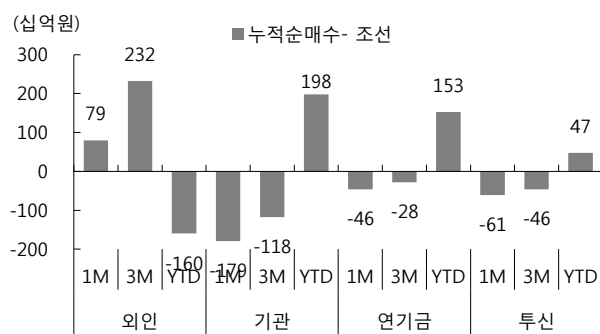
철강 업종 수급 비교



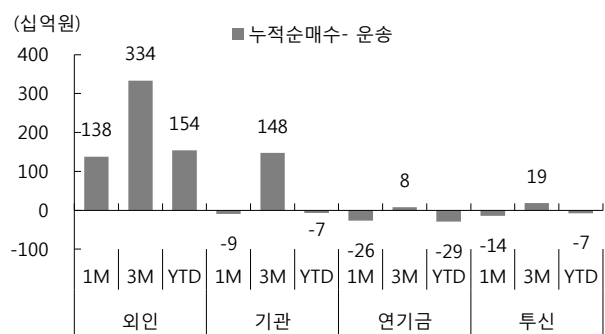
건설 업종 수급 비교



조선 업종 수급 비교



운송 업종 수급 비교



자료: Quantiwise, SK 증권



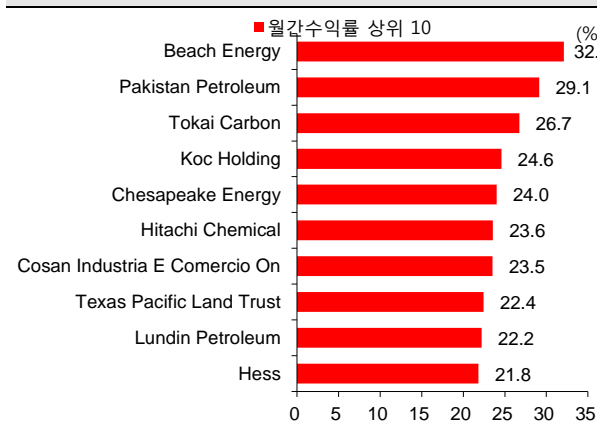
정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	종가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률(%)				상대수익률(%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
SK이노베이션	15,373	186,000	225,500	166,500	9.4	0.88	10.1	-10.1	-7.0	3.6	0.5	-15.3	5.8	-4.3
S-Oil	10,516	104,500	137,500	91,000	9.8	1.61	12.9	-13.3	-15.0	7.0	3.2	-18.4	-2.3	-1.0
GS	4,477	53,900	68,000	47,300	5.1	0.55	9.4	9.7	-20.7	4.5	-0.2	4.5	-8.0	-3.5
LG화학	23,220	368,000	419,000	307,000	15.7	1.52	11.4	2.8	-8.1	6.1	1.7	-2.3	4.6	-1.9
롯데케미칼	9,191	300,000	474,500	254,000	6.1	0.73	17.0	5.1	-28.1	8.3	7.4	-0.1	-15.4	0.3
한화케미칼	3,244	22,250	35,400	15,300	6.0	0.51	15.6	23.6	-37.2	10.2	6.0	18.5	-24.4	2.2
금호석유화학	2,459	90,300	117,000	80,100	6.9	1.07	10.5	-3.5	-14.8	3.4	0.9	-8.7	-2.1	-4.5
SKC	1,288	38,400	47,350	32,250	8.7	0.84	9.3	10.8	-11.6	7.3	-0.4	5.7	1.1	-0.7
OCI	2,302	108,000	169,000	81,200	14.3	0.72	19.7	14.2	-30.8	0.9	10.1	9.0	-18.0	-7.0
SK가스	675	82,600	103,465	68,700	7.6	0.46	18.3	10.2	-17.8	16.8	8.7	5.1	-5.1	8.9
Global Peers														
Valero Energy	35,977	84.8	124.4	68.9	10.5	1.62	10.1	-7.7	-9.0	13.1	2.5	-7.7	-7.7	4.4
Jxtg Holdings	18,319	595.4	900.9	537.1	5.9	0.67	2.7	-22.3	-19.6	3.2	-4.8	-17.6	-4.5	-2.6
Formosa Petrochemical	33,314	107.5	148.5	103.0	16.8	2.90	2.9	-10.8	-10.8	-1.4	-3.0	-11.1	-0.1	-3.5
Marathon Petroleum	45,534	65.9	86.4	54.3	9.8	1.80	6.9	-5.2	-2.2	11.7	-0.7	-5.2	-0.9	3.0
Devon Energy	12,716	27.2	45.6	21.0	17.7	1.46	10.5	-15.9	-32.2	20.5	2.9	-15.9	-30.8	11.8
Hollyfrontier	9,554	55.1	81.7	42.8	8.8	1.44	6.6	-17.1	18.8	7.9	-1.0	-17.1	20.2	-0.8
Idemitsu Kosan	7,409	3,920	6,380	3,285	6.0	0.78	7.5	-23.4	-6.4	8.6	0.1	-18.8	8.7	2.8
Lyondellbasell	33,643	87.7	118.5	78.5	8.1	2.45	1.1	-5.8	-21.8	5.4	-6.5	-5.9	-20.5	-3.3
Dowdupont	121,339	52.8	70.0	52.8	12.7	1.22	0.0	-0.2	-24.6	0.0	-4.7	-0.4	-22.3	-6.9
Eastman Chemical	11,535	82.4	110.8	67.7	9.2	1.86	10.1	-0.2	-17.0	12.7	2.5	-0.2	-15.7	4.0
Basf	68,136	64.9	90.7	58.9	11.3	1.70	2.1	-6.9	-28.4	7.6	-1.7	-4.0	-15.8	1.7
Akzo Nobel	19,805	76.1	83.3	69.3	22.7	2.34	7.1	0.3	1.2	7.3	0.2	-0.4	5.6	-0.4
Arkema	7,251	83.0	112.0	73.0	9.6	1.29	6.6	-13.2	-17.0	10.7	0.9	-10.4	-9.5	4.9
Lanxess	5,007	47.9	72.2	39.5	11.5	1.61	12.2	-16.9	-29.3	18.2	8.4	-13.9	-16.7	12.3
Mitsui Chemicals	5,053	2,719	3,400	2,325	6.5	0.87	12.3	-3.4	-20.0	9.5	4.8	1.3	-4.9	3.6
Mitsubishi Chemical	12,777	933.5	1,197.0	766.3	6.3	0.86	13.6	0.3	-22.0	12.1	6.1	5.0	-6.8	6.3
Shin-Etsu Chemical	35,755	9,202	12,155	8,056	12.3	1.41	11.0	-8.0	-24.3	7.8	3.5	-3.3	-9.1	2.0
Asahi Kasei	15,377	1,207	1,744	1,065	10.4	1.16	10.0	-7.4	-15.7	6.8	2.5	-2.7	-0.5	0.9
Sinopec	5,625	5.2	6.7	4.9	10.5	1.68	0.8	-2.8	-23.3	3.6	-3.3	-0.6	1.1	-1.4
Formosa Plastics	21,123	102.0	117.5	95.3	13.2	1.73	7.0	1.0	2.0	1.0	1.2	0.7	12.7	-1.1
Saudi Basic Industries	98,387	123.0	130.4	103.7	15.7	1.93	3.5	-2.4	16.1	5.9	-3.9	-11.0	4.1	-3.4
Yanbu Nat. Petroch.	10,349	69.0	77.0	58.6	14.5	2.17	6.8	0.0	4.6	9.5	-0.6	-8.6	-7.5	0.3

자료: Datastream, SK 증권

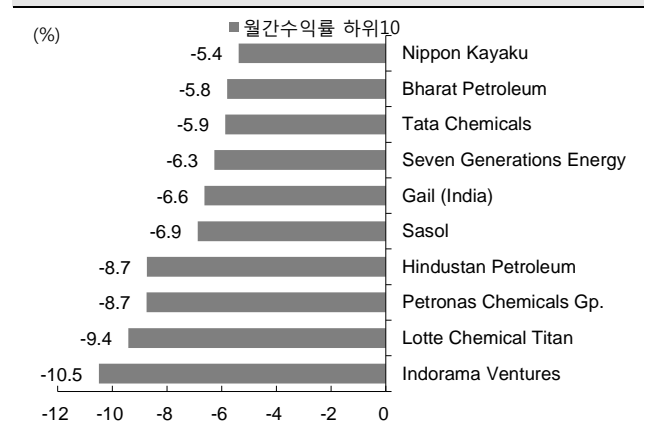
월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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



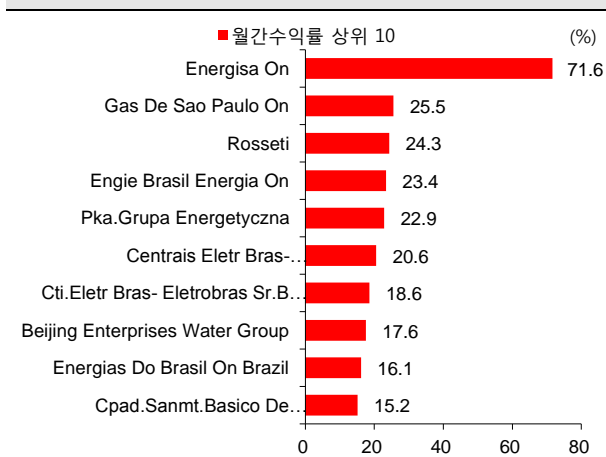
유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	19,453	33,900	37,750	23,850	16.6	0.31	-1.2	27.4	-4.9	2.4	-10.8	22.3	7.8	-5.5
한국가스공사	4,448	53,900	64,500	44,350	7.6	0.56	11.6	1.5	8.7	11.8	2.0	-3.6	21.4	3.9
Global Peers														
EDF	50,108	14.6	15.6	10.0	17.3	1.01	6.9	-1.0	34.2	5.5	1.3	1.9	41.8	-0.2
GDF 수에즈	38,784	13.9	14.8	11.4	12.9	0.88	9.6	17.0	2.7	11.3	4.0	19.8	10.2	5.5
Enel	60,234	5.2	5.4	4.2	11.3	1.34	0.5	17.6	4.3	2.8	-3.5	16.7	19.9	-4.2
Duke Energy	62,605	87.8	90.9	72.1	17.6	1.41	2.9	6.3	14.8	1.8	-4.8	6.3	16.1	-6.9
Iberdrola	53,595	7.2	7.2	5.5	14.6	1.19	4.1	16.9	18.1	4.8	1.4	17.1	30.2	-0.3
Dominion Resources	55,482	71.5	76.9	61.8	16.9	2.21	-1.1	2.2	-5.6	0.0	-8.7	2.2	-4.2	-8.7
NextEra Energy	85,122	178.1	183.0	145.3	21.1	2.22	3.2	5.9	14.2	2.5	-4.4	5.9	15.6	-6.2
Southern Co	50,014	48.6	49.1	42.7	16.1	1.82	8.7	8.7	10.1	10.7	1.1	8.6	11.4	2.0
E.ON	24,051	9.6	9.9	7.9	14.0	2.93	5.5	10.6	15.5	11.2	1.7	13.6	28.1	5.4
Exelon	45,778	47.3	47.8	36.0	14.9	1.34	6.1	9.1	25.5	5.0	-1.5	9.0	26.9	-3.7
RWE Group	14,193	21.6	22.4	15.1	13.8	1.62	8.1	21.9	38.6	14.9	4.3	24.8	51.2	9.0
American Electric	39,187	79	80	63	19.2	1.97	8.2	9.3	17.3	6.3	0.6	9.3	18.6	-2.4
SSE	15,868	1,182	1,441	1,033	12.5	2.52	10.4	2.3	-6.3	9.3	7.1	3.5	-0.8	4.2
Tenaga Nasional	17,977	12.9	16.2	12.7	11.6	1.15	-3.9	-12.0	-18.1	-4.9	-4.7	-10.2	-8.1	-4.4
PPL	22,369	31.1	32.2	25.6	12.7	1.84	7.6	0.7	-0.4	9.6	0.0	0.7	0.9	0.9
Fortum	20,345	20.0	22.8	16.9	15.7	1.38	4.2	7.2	13.2	4.9	-0.8	6.6	17.3	-3.8
PG&E	6,893	13.3	49.0	6.4	3.2	0.33	-45.5	-72.0	-67.9	-44.0	-53.2	-72.1	-66.6	-52.7
CLP Holdings	29,140	90.5	97.0	75.4	17.9	1.88	1.8	3.3	13.3	2.3	-7.4	-2.4	27.4	-6.0
PSEG Public Service	27,785	55.0	56.4	46.4	16.7	1.81	7.0	3.8	9.9	5.6	-0.6	3.7	11.2	-3.1

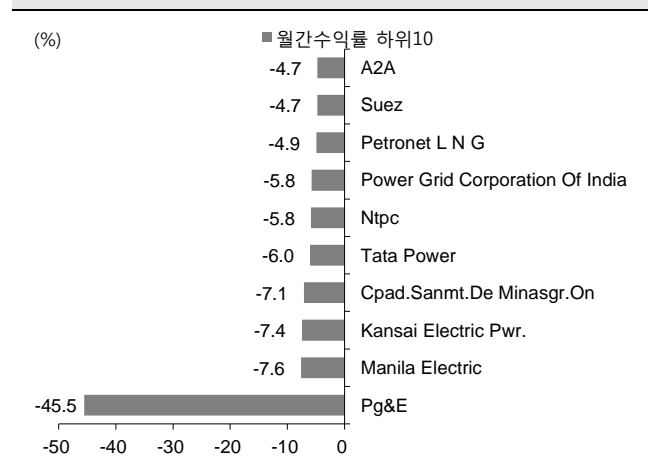
자료: Datastream, SK 증권

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



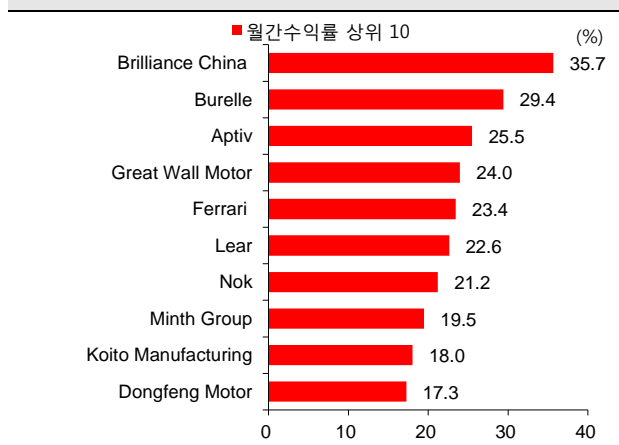
자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	24,733	129,500	164,000	92,800	9.3	0.48	8.4	17.7	-20.3	9.3	-1.2	12.6	-7.6	1.3
기아차	12,990	35,850	36,650	27,000	7.9	0.50	2.9	21.3	1.7	6.4	-6.7	16.2	14.5	-1.6
현대모비스	19,490	224,000	264,500	167,000	9.1	0.66	12.3	18.8	-12.2	17.9	2.7	13.7	0.6	9.9
현대위아	1,049	43,150	62,300	29,550	13.8	0.37	13.6	39.4	-30.7	19.0	3.9	34.3	-18.0	11.1
한온시스템	5,964	12,500	13,750	9,760	19.4	2.97	12.6	16.3	-9.1	15.7	3.0	11.2	3.7	7.8
만도	1,337	31,850	57,600	26,550	9.5	0.98	7.2	-2.3	-44.7	10.0	-2.4	-7.4	-32.0	2.1
한국타이어	4,662	42,100	60,100	37,000	8.2	0.70	4.5	5.8	-24.6	4.9	-5.1	0.7	-11.8	-3.1
넥센타이어	853	9,770	12,850	7,620	7.8	0.64	3.8	20.2	-21.5	6.5	-5.8	15.1	-8.8	-1.4
한국타이어월드와이드	1,330	16,000	20,150	15,400	7.2	0.46	-4.5	-4.2	-19.6	-3.6	-14.1	-9.3	-6.9	-11.6
한라홀딩스	400	42,750	60,900	37,500	8.0		-5.8	7.3	-29.8	-2.3	-15.5	2.2	-17.1	-10.3
쌍용자동차	611	4,985	5,920	3,560	314.1	0.96	16.3	31.4	-15.8	25.9	6.7	26.2	-3.1	17.9
에스엘	602	19,900	28,100	13,050	7.6	0.65	-1.7	36.8	-28.2	-0.3	-11.3	31.6	-15.4	-8.2
Global Peers														
Toyota Motor	199,426	6,726	7,626	6,079	8.0	0.89	6.0	2.6	-11.8	5.0	-1.5	7.3	3.4	-0.8
Daimler	64,019	52.4	72.5	45.0	6.4	0.77	11.2	-1.9	-26.6	14.4	7.4	1.1	-14.0	8.5
BMW	50,320	73.1	93.0	69.3	6.9	0.78	1.7	-6.5	-19.0	3.6	-2.1	-3.6	-6.4	-2.2
General Motors	54,946	38.9	44.9	30.6	6.1	1.18	16.8	8.0	-5.0	16.4	9.2	8.0	-3.7	7.7
Tesla	53,733	312.9	379.6	250.6	51.9	7.11	-1.5	-9.7	-9.0	-6.0	-9.1	-9.7	-7.6	-14.7
Honda Motor	51,553	3,132	3,972	2,756	7.4	0.62	8.7	-3.6	-19.5	8.2	1.2	1.1	-4.3	2.4
Volkswagen	50,688	150.3	174.5	131.6	5.1	0.59	6.7	-0.9	-12.6	9.2	2.9	2.1	0.0	3.3
Ford Motor	33,991	8.7	12.1	7.6	7.1	0.91	7.7	-7.2	-18.8	13.7	0.1	-7.3	-17.4	5.0
Continental	30,527	133.6	234.3	119.7	10.0	1.36	5.7	-10.8	-43.0	11.3	1.9	-7.8	-30.4	5.4
Nissan Motor	35,795	933	1,173	838	6.6	0.59	7.3	-9.2	-20.4	6.0	-0.2	-4.5	-5.3	0.2
Bridgestone	29,313	4,236	5,377	3,939	10.4	1.17	1.8	-1.9	-21.2	0.0	-5.7	2.8	-6.1	-5.8
Denso	34,496	4,818	6,923	4,507	11.4	0.95	0.2	-4.9	-30.4	-1.5	-7.3	-0.2	-15.2	-7.4
Renault	20,326	60.1	98.8	52.6	4.1	0.44	10.9	-9.3	-31.3	10.2	5.3	-6.4	-23.8	4.5
Michelin	19,317	94.0	127.7	83.2	8.7	1.26	7.6	2.5	-25.1	8.4	2.0	5.3	-17.6	2.6
Geely Automobile	15,182	13.3	27.5	10.2	7.0	1.80	11.6	-22.7	-46.4	-3.9	2.4	-28.4	-32.3	-12.2
Fiat Chrysler Autos.	26,247	14.8	19.7	12.4	4.6	0.80	13.0	4.6	-21.1	16.9	9.0	3.6	-5.5	9.9
Valeo	7,238	26.4	61.7	23.5	8.4	1.20	7.0	-8.3	-57.1	3.3	1.4	-5.5	-49.5	-2.5
Aisin Seiki	11,648	4,350	6,680	3,565	8.8	0.80	15.4	-0.6	-34.9	13.9	7.9	4.1	-19.7	8.0
Lear	9,950	155.0	205.3	117.0	8.5	1.97	22.6	11.6	-16.7	26.2	15.0	11.6	-15.3	17.5
Borgwarner	8,535	41.0	55.0	33.2	8.9	1.86	15.9	1.5	-24.8	18.0	8.3	1.4	-23.4	9.3

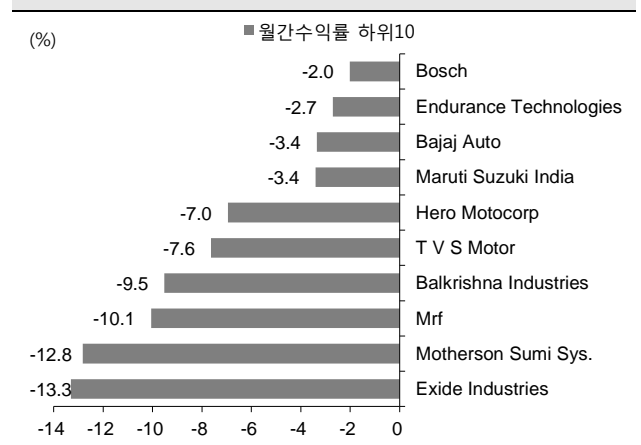
자료: Datastream, SK 증권

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



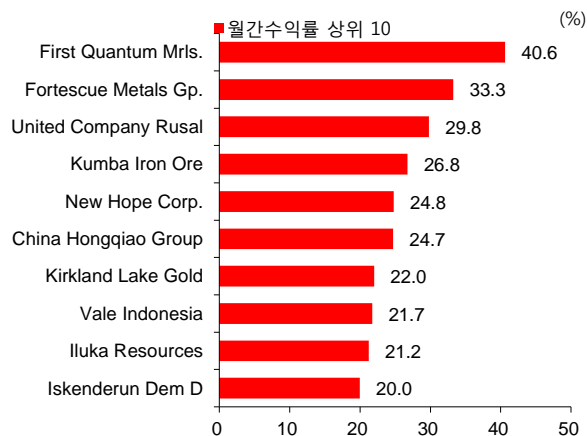
철강/비철 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	21,081	270,500	383,500	237,000	7.4	0.48	13.2	-1.3	-29.5	11.3	3.6	-6.4	-16.7	3.4
현대제철	6,083	51,000	68,700	41,550	8.7	0.38	13.2	17.1	-9.9	12.7	3.6	12.0	2.9	4.8
고려아연	7,396	438,500	525,000	367,500	12.5	1.19	-3.3	11.0	-11.3	1.4	-12.9	5.9	1.4	-6.6
풍산	775	30,950	45,750	23,550	9.0	0.61	17.2	19.5	-32.4	13.2	7.6	14.4	-19.6	5.2
Global Peers														
BHP BILLITON	74,438	35.0	35.5	28.2	14.7	2.51	4.9	4.5	13.6	2.2	-0.2	4.0	17.9	-2.2
RIO TINTO	70,952	4,267	4,492	3,486	11.9	2.05	12.5	10.7	9.4	14.4	9.1	11.9	14.9	9.4
VALE ON	64,431	44.7	62.2	40.4	8.3	1.47	-14.4	-22.3	9.5	-12.4	-21.7	-33.8	-7.8	-24.6
SOUTHERN COPPER	26,106	33.8	57.3	29.2	14.7	3.40	8.4	-16.8	-28.8	9.7	0.8	-16.9	-27.4	1.0
ARCELORMITTAL	24,123	20.7	30.6	17.3	5.2	0.51	11.9	-7.3	-25.7	13.9	5.0	-8.1	-21.3	6.1
GRUPO MEXICO 'B'	18,603	45.5	66.1	37.8	9.5	1.36	5.4	-5.2	-29.9	12.6	2.4	-1.5	-16.7	7.6
NIPPON STL	17,361	2,011	2,805	1,808	8.0	0.52	8.2	-5.7	-28.3	6.2	0.7	-1.1	-13.2	0.4
MMC NORILSK NICKEL	32,551	13,500	13,639	9,170	7.5	8.50	3.3	17.7	17.4	3.5	-1.6	11.6	6.8	-3.5
RIO TINTO	23,228	86.7	87.6	69.7	13.3	2.26	12.8	10.6	10.8	10.4	7.8	10.1	15.0	6.0
ANGLO AMERICAN	36,026	1,960.0	1,985.2	1,464.6	10.4	1.26	11.6	14.1	18.9	12.1	8.2	15.3	24.5	7.1
NUCOR	18,977	62.1	69.5	50.0	10.2	1.70	15.4	2.6	-3.3	19.9	7.7	2.5	-2.0	11.2
BARRICK GOLD	23,370	17.5	18.9	12.8	27.3	1.92	-0.2	1.3	2.8	-5.0	-8.4	-1.9	2.8	-13.9
FREEPORT-MCMORAN	17,186	11.9	19.6	9.8	21.7	1.59	9.6	-3.1	-34.0	15.0	2.0	-3.2	-32.7	6.3
NEWMONT MINING	18,196	34.2	41.9	29.6	28.2	1.67	-0.6	5.4	-12.3	-1.4	-8.3	5.3	-11.0	-10.1
VALE PN	2,796	33.4	33.4	33.4	7.8	NA	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.4	-11.5	-17.3	-12.2
THYSSENKRUPP	11,067	15.6	24.6	14.6	11.2	2.01	1.2	-18.8	-36.6	3.8	-2.6	-15.9	-24.0	-2.0
VEDANTA	8,325	161.4	343.2	162.2	6.1	0.90	-16.4	-28.6	-51.7	-20.2	-17.3	-31.3	-51.8	-19.5
FRESNILLO	9,363	971	1,400	746	22.8	2.82	11.0	10.1	-27.3	12.9	7.6	11.3	-21.7	7.9
NORSK HYDRO	9,501	38.9	57.6	37.8	12.2	0.90	0.6	-14.2	-29.8	-0.7	-0.5	-8.5	-30.8	-5.9
FRANCO-NEVADA	14,305	100.8	101.9	77.2	59.6	2.97	8.8	17.9	9.3	5.3	0.6	14.7	9.4	-3.6
CHINA STEEL	13,059	25.5	25.5	23.2	18.1	1.24	5.2	5.4	2.6	5.0	-0.7	5.1	13.4	2.8
FOSUN INTERNATIONAL	12,875	11.8	18.5	10.4	5.5	0.68	9.6	-4.6	-36.0	3.7	0.4	-10.2	-21.9	-4.6
NOVOLIPETSK STEEL	14,467	158.4	184.0	138.0	8.1	2.41	1.8	0.3	8.4	0.6	-3.1	-5.8	-2.2	-6.4
FORTESCUE METALS	12,737	5.7	5.8	3.5	10.7	1.21	33.3	39.4	14.8	36.8	28.2	39.0	19.1	32.3
NEWCREST MINING	13,678	24.7	24.8	18.7	22.5	1.72	4.8	18.0	6.9	13.1	-0.2	17.5	11.2	8.7
GOLDCORP	9,625	14.6	18.7	11.1	31.8	0.67	12.2	15.1	-14.5	8.9	4.0	11.9	-14.4	0.0
JFE HOLDINGS	10,832	1,940	2,664	1,679	6.9	0.52	12.6	-12.2	-27.2	10.4	5.1	-7.5	-12.0	4.6

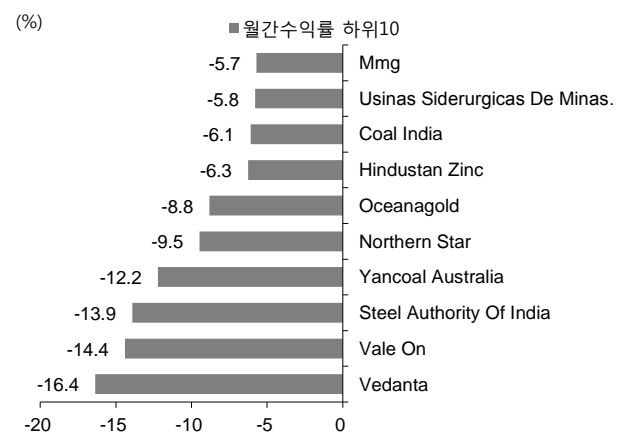
자료: Datastream, SK 증권

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

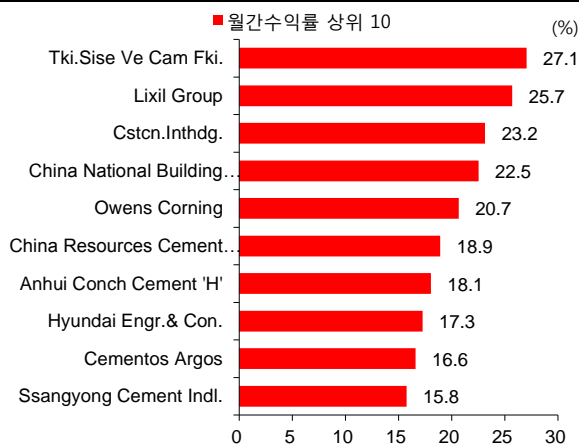


건설/건자재 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)							절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대건설	6,420	64,500	79,100	37,450	13.2	1.00	17.3	30.6	48.5	18.1	7.7	25.4	61.2	10.2
대우건설	1,913	5,150	7,080	4,355	6.3	0.75	-4.3	7.5	-16.1	-4.5	-13.9	2.4	-3.4	-12.4
대림산업	3,188	102,500	106,500	70,200	6.3	0.64	4.7	30.1	27.0	0.0	-4.9	25.0	39.8	-8.0
GS건설	3,319	46,750	54,700	27,800	7.3	0.87	10.5	8.7	43.9	6.9	0.9	3.6	56.6	-1.1
삼성엔지니어링	2,733	15,600	20,200	14,500	13.4	2.24	-11.1	-14.1	-10.3	-11.4	-20.7	-19.2	2.4	-19.3
현대산업	535	19,050	34,835	15,700	5.1	0.39	21.3	7.3	-42.1	10.4	11.7	2.2	-29.4	2.5
한샘	1,552	73,800	168,000	47,600	21.0	2.50	8.5	43.0	-55.8	9.5	-1.1	37.9	-43.1	1.5
LG하우시스	568	70,800	90,900	48,000	16.6	0.71	26.7	40.5	-22.1	25.1	17.0	35.4	-9.4	17.1
에스원	3,498	103,000	105,500	84,300	23.1	2.77	2.0	8.7	4.5	2.5	-7.6	3.5	17.2	-5.5
금호산업	433	13,450	15,650	9,300	6.0	0.87	17.5	29.3	31.9	14.0	7.9	24.2	44.6	6.0
Domestic Peers														
동부건설	164	8,810	13,600	6,850	3.5		21.5	19.4	-16.1	21.9	11.9	14.3	-3.4	13.9
동원개발	346	4,260	5,120	3,440	4.6	0.51	4.9	15.0	-16.8	6.5	-3.0	11.2	3.5	0.4
화성산업	171	15,350	17,900	12,850	4.7		8.9	15.0	-5.8	5.9	-0.8	9.9	6.9	-2.1
서한	189	2,095	2,840	1,625	3.2	0.51	11.7	15.8	-17.7	12.6	3.8	11.9	2.6	6.5
아이에스동서	830	30,100	38,600	25,300	9.6	0.75	6.0	-4.1	-22.0	-1.8	-3.6	-9.3	-9.3	-9.8
SK디앤디	502	29,550	37,400	23,950	10.4	1.35	12.8	-5.7	-11.9	10.5	3.2	-10.9	0.8	2.5
서부T&D	424	8,550	11,449	7,841	126.9	1.08	1.5	0.6	-24.7	-4.6	-6.4	-3.2	-4.4	-10.7
리바트	357	19,450	29,200	18,000	8.9	0.81	0.0	-11.0	-33.4	-3.0	-9.6	-16.1	-20.6	-11.0
Global Peers														
Linde	91,250	143.1	147.3	109.5	23.6	1.98	5.3	3.8	15.2	3.5	1.5	6.7	27.8	-2.4
Fluor	5,092	36.2	61.5	30.0	11.8	1.41	6.1	-21.3	-38.4	12.4	-1.5	-21.3	-37.1	3.7
TR	1,497	23.4	29.7	20.7	13.6	2.76	9.3	0.6	-14.2	9.8	6.6	0.8	-2.1	4.7
Petrofac	2,494	551.0	663.4	403.9	8.2	2.28	8.1	-2.1	4.8	15.5	4.7	-1.0	10.4	10.5
Technip	10,587	23.5	34.2	18.5	16.6	0.80	12.6	-11.2	-28.0	20.1	5.0	-11.3	-26.7	11.4
JGC	3,863	1,641	2,717	1,412	18.2	1.00	12.9	-22.9	-30.1	6.1	5.4	-18.2	-14.9	0.2
Saipem	4,761	4.1	5.5	3.1	26.4	0.92	16.0	-10.5	11.2	26.2	12.0	-11.5	26.8	19.2
KBR	2,456	17.4	21.9	14.0	10.6	1.34	5.3	-12.3	-10.9	14.8	-2.3	-12.3	-9.6	6.1
Chiyoda	816	345	1,138	268		1.21	13.9	-9.7	-67.8	11.3	6.4	-5.0	-52.6	5.5
Toyo	265	755	1,347	592	10.3	0.84	20.4	-9.3	-44.0	18.2	12.9	-4.6	-28.8	12.3

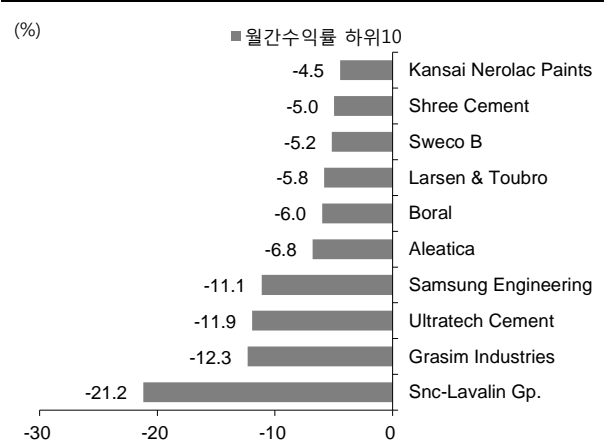
자료: Datastream, SK 증권

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



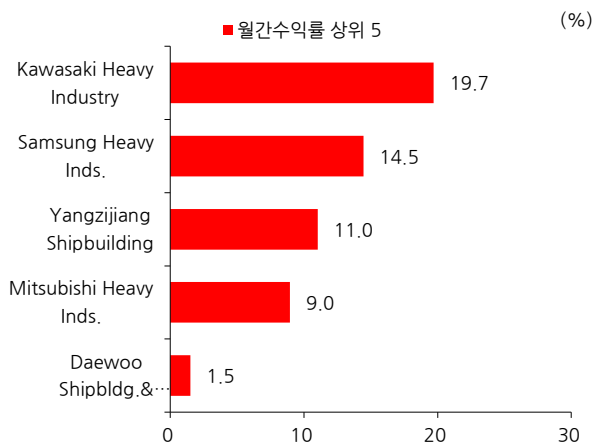
조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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	8,097	128,000	152,000	95,200	87.1	0.73	-7.6	6.2	-7.9	-0.4	-17.2	1.1	4.8	-8.4
현대미포조선	2,117	59,300	66,100	39,950	20.0	0.92	-6.0	31.8	5.0	-1.2	-15.6	26.7	17.7	-9.1
삼성중공업	4,995	8,870	9,100	6,090	541.6	0.82	14.5	33.6	4.6	19.7	4.8	28.5	17.3	11.7
대우조선해양	3,239	33,800	37,850	18,950	18.0	0.92	1.5	13.6	44.8	-1.0	-8.1	8.5	57.5	-9.0
Global Peers														
FINCANTIERI	1,895	1.0	1.5	0.9	13.2	1.18	-0.5	-26.1	-31.9	6.3	-4.5	-27.1	-16.3	-0.7
CHINA CSSC HDG	2,631	12.9	24.7	9.3	35.4	1.22	-4.2	14.6	-47.9	-2.1	-8.4	16.8	-23.5	-7.1
CSSC OFFS. & MAR. ENGR	1,173	9.6	26.7	9.1	38.7	1.37	-6.4	0.1	-63.9	0.6	-10.5	2.3	-39.5	-4.4
CSSC SCTC. 'A'	810	7.4	14.5	6.7	78.2	1.34	-1.2	-0.4	-36.6	6.3	-5.3	1.8	-12.2	1.3
DYNAGAS LNG	97	2.7	11.3	2.7	7.9	0.34	-34.6	-67.1	-75.7	-18.7	-42.2	-67.1	-74.3	-27.4
MODEC	1,297	2,530	3,725	2,063	7.5	0.86	21.1	-24.5	-16.0	11.3	13.6	-19.8	-0.8	5.5
RELIANCE NAVAL&Eng	103	10.1	43.3	11.2			-27.2	-29.0	-73.9	-28.2	-28.1	-31.7	-74.0	-27.5
SEMBICORP MARINE	2,441	1.6	2.8	1.5	124.7	1.41	0.6	-3.1	-43.4	2.6	-3.5	-5.3	-33.6	-1.2
YANGZIJANG SHIPBUILD	4,142	1.4	1.6	0.9	9.5	0.92	11.0	9.3	-10.2	12.8	6.9	7.1	-0.4	9.0
MITSUBISHI HEAVY INDS.	12,980	4,234	4,458	3,877	14.2	0.85	9.0	1.8	2.1	7.0	1.5	6.5	17.3	1.2
KAWASAKI HEAVY INDS	4,154	2,736	4,465	2,209	10.4	0.89	19.7	0.6	-38.7	16.3	12.2	5.2	-23.6	10.5
KEPPEL	8,078	6.0	8.7	5.7	10.7	0.88	1.2	-5.1	-31.0	1.7	-2.9	-7.2	-21.2	-2.1

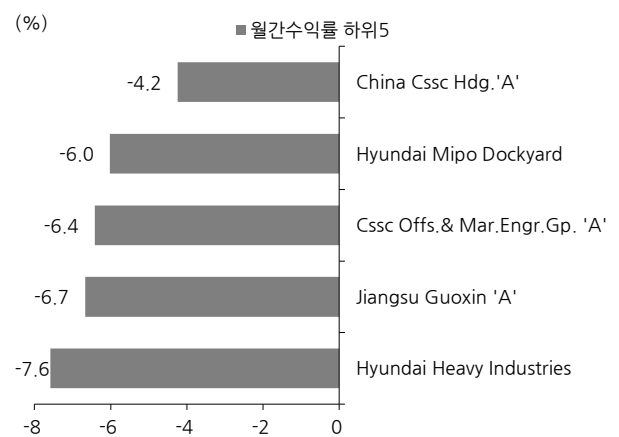
자료: Datastream, SK 증권

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



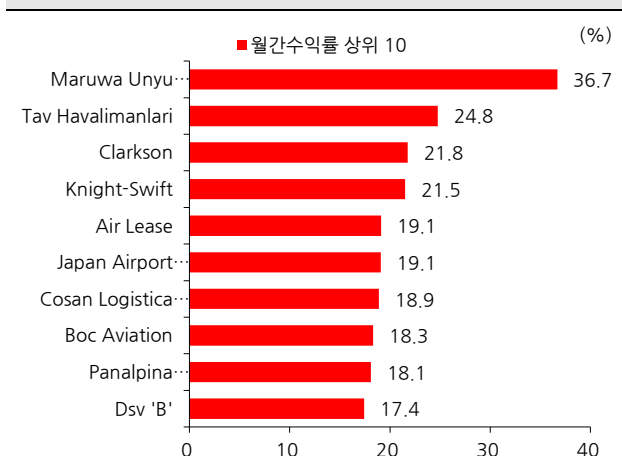
운송 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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
현대글로벌버스	4,726	141,000	188,000	105,500	9.5	1.11	2.2	22.6	-1.7	9.3	-7.4	17.5	11.0	1.3
CJ대한통운	3,354	164,500	175,000	122,000	32.3	1.34	0.6	3.1	13.8	-1.5	-9.0	-2.0	26.6	-9.5
대한항공	3,031	35,750	37,450	25,450	9.0	0.93	10.5	21.8	-4.5	8.2	0.9	16.7	8.2	0.2
팬오션	2,141	4,480	6,130	4,155	12.5	0.86	0.3	-7.4	-22.5	0.8	-9.3	-12.6	-9.7	-7.2
항공 Peers														
JETBLUE AIRWAYS	5,486	18.0	22.6	15.2	8.5	0.95	8.8	1.9	-11.5	12.1	1.1	1.9	-10.1	3.4
HAINAN AIRLINES	4,563	1.9	3.3	1.8	12.7		-2.1	-7.0	-42.5	-0.5	-6.2	-4.8	-18.1	-5.5
SPRING AIRLINES	4,390	32.3	40.2	29.8	14.4	2.06	2.3	-9.7	-9.5	1.4	-1.9	-7.5	14.9	-3.6
TURK HAVA YOLLARI	3,955	15.0	19.8	12.5	5.2	0.57	-1.1	-1.8	-10.1	-7.2	-16.2	-10.5	3.3	-19.2
SPIRIT AIRLINES	4,286	62.8	64.6	35.0	9.0	1.76	11.9	16.9	52.9	8.4	4.3	16.9	54.2	-0.3
WIZZ AIR HOLDINGS	2,959	3,109	3,797	2,329	12.7	2.01	7.0	14.5	-9.3	11.0	3.7	15.7	-3.7	5.9
ASIANA AIRLINES	804	4,380	5,350	3,350	8.3	0.72	6.4	14.1	-18.1	5.9	-3.2	8.9	-5.4	-2.0
제주항공	774	32,850	51,000	28,800	7.9	1.71	4.8	-1.9	-16.0	-2.1	-4.8	-7.1	-3.2	-10.1
진에어	550	20,500	33,800	17,000	7.7	1.65	12.6	5.4	-34.7	6.5	3.0	0.3	-22.0	-1.5
육운 Peers														
UNITED PARCEL SER.'B'	74,096	106.6	124.7	89.9	13.9	13.93	9.0	0.6	-8.5	9.3	1.4	0.5	-7.1	0.6
FEDEX	47,701	182.7	265.5	152.7	10.2	2.11	11.1	-17.6	-28.6	13.3	3.5	-17.6	-27.2	4.6
YAMATO HDG.	10,662	2,853	3,506	2,576	23.5	1.84	-4.7	-5.6	0.1	-5.7	-12.2	-1.0	15.2	-11.5
Technip	8,721	34.3	46.5	28.4	21.9	4.15	14.2	4.9	7.2	13.2	11.8	8.0	35.3	9.9
해운 Peers														
COSCO SHIP.DEV'	445	0.9	1.7	0.8	6.6	NA	17.7	6.9	-45.9	16.3	8.5	1.2	-31.8	8.0
NIPPON YUSEN KK	2,754	1,782	2,710	1,642	18.0	0.55	5.6	-4.6	-34.2	5.4	-1.9	0.1	-19.1	-0.5
MITSUI OSK LINES	2,844	2,595	3,880	2,243	9.4	0.55	12.0	-8.2	-33.1	8.2	4.5	-3.5	-17.9	2.3
DFDS	2,800	312.0	424.0	239.4	8.9	1.75	7.1	2.8	-12.7	19.0	4.7	1.1	-10.2	13.4
COSCO SHIP.EN.TRSP.	720	4.4	4.6	3.4	15.1	0.52	13.8	-2.7	-1.4	11.5	4.6	-8.4	12.8	3.2
QATAR NAVIGATION	2,202	70.0	75.0	51.7	10.4	0.56	4.8	1.5	7.7	6.0	1.2	-2.4	-12.0	1.9
EVERGREEN MARINE	1,754	12.0	16.0	11.1	14.5	0.79	3.0	5.3	-25.1	0.4	-2.8	5.0	-14.4	-1.7
SEASpan	1,542	8.7	10.7	5.5	10.2	0.75	2.2	-8.3	23.7	11.5	-5.4	-8.4	25.0	2.8

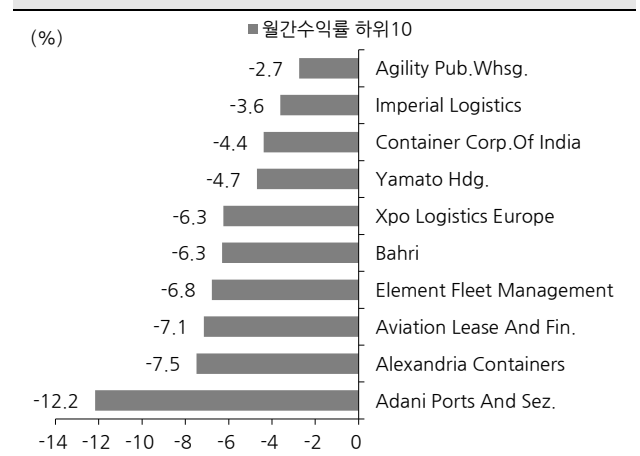
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 상위 10 - 운송



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

월간수익률 하위 10 - 운송



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

