

목차

I. 에너지, 소재 업종 경로분석 투자전략 ..... 1

1. 에너지
  - 1) SK이노베이션
  - 2) S-Oil
  - 3) GS
2. 화학
  - 4) LG화학
  - 5) 롯데케미칼
  - 6) 한화케미칼
  - 7) 효성
  - 8) 한화
  - 9) 금호석유
  - 10) 코오롱인더
  - 11) 대한유화
  - 12) SKC
  - 13) 롯데정밀화학
  - 14) 휴켄스
3. 철강
  - 15) POSCO
  - 16) 현대제철
  - 17) 세아베스틸
4. 비철금속/기타
  - 18) 포스코켄텍
  - 19) 풍산
  - 20) 락앤락

II. 경로분석의 모든 것 ..... 23

1. PBR-trailing ROE 경로분석 (기존 모델)
2. PBR-forward ROE 경로분석
3. E/P-Growth 경로분석

안혁, CFA  
ray.ahn@truefriend.com

김영민  
ymkim@truefriend.com

경로분석의 모든 것 (2) - 에너지, 소재 업종

매수 신호 - SK이노베이션, GS, 한화 등 8 종목

첫 번째 시리즈 보고서에서 소개한 3가지 경로분석 모델(PBR-trailing ROE, PBR-forward ROE, E/P-Growth)을 통해 에너지, 소재 업종의 주요 종목을 분석했다. 매수에 적합한 종목은 <성장기대>, <멀티플 확장 국면 진입>, <저평가> 특성을 갖는다. 기업 이익 상승과 멀티플 상승이 동시에 이루어지는 영역에 놓인 성장기대 종목은 SK이노베이션, SKC, 풍산이다. 멀티플 확장 국면 진입 종목은 주가 상승 여력은 높은 반면 하락 위험이 낮아 투자 매력이 높다. GS, 롯데정밀화학, 락앤락이 해당된다. 한화, 휴켄스는 현재 이익과 성장성이 과거 평균보다 낮게 평가되고 있는 저평가 종목으로 판단된다.

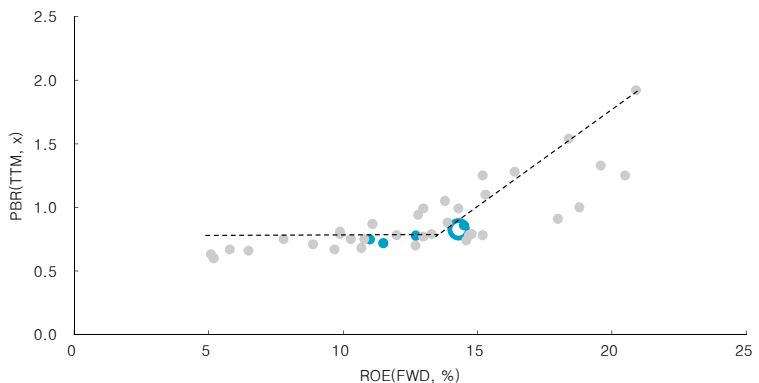
중립 신호 - LG화학, 한화케미칼, 금호석유 등 10 종목

<주가 상승속도 둔화>, <업사이드 포텐셜 감소>, <실적회복 확인 후 투자> 카테고리 에 포함된 종목은 중립 신호를 나타낸다. 멀티플 확장 민감도가 감소해 이익이 증가해도 주가 상승속도가 둔화되는 종목은 LG화학, POSCO이다. 이익과 주가가 충분히 상승해 업사이드 포텐셜이 감소될 것으로 판단되는 종목은 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화, 효성이다. 한편, 금호석유, 코오롱인더, 현대제철, 세아베스틸은 실적회복을 확인하기 전까지 충분히 기다릴 시간이 필요하다.

매도 신호 - S-Oil, 포스코켄텍

<고평가> 카테고리에 포함된 종목은 현재 이익과 성장성이 과거 평균보다 높게 평가 받는 종목으로 매도 전략이 적합하다. S-Oil과 포스코켄텍이 여기에 포함된다.

GS의 PBR-forward ROE 경로패턴 모델



자료: WISEfn, 한국투자증권

## I. 에너지, 소재 업종 경로분석 투자전략

우리는 지난달 <경로분석의 모든 것 (1)>을 통해 주가 변곡점 예측에 효과적인 경로분석 모델 3가지를 소개한 후, 이를 바탕으로 시가총액 상위 20종목을 분석했다. 지난 보고서의 목적이 경로분석 모델의 개념 소개였다면, 이번 보고서부터는 에너지, 소재 업종을 시작으로 업종별 주요 종목들을 심도 있게 분석해 세부적인 종목 투자전략을 수립하는 것을 목표로 한다.

### <경로분석의 모든 것> 시리즈

- (1) 대형주 상위 20종목 (2017.9.14)
- (2) **에너지, 소재 업종 (2017.10.13, 현 보고서)**
- (3) 산업재 업종 (예정)
- (4) 경기소비재 업종 (예정)
- (5) 건강관리, 금융, 통신서비스, 유틸리티 업종(예정)
- (6) IT 업종 (예정)
- (7) 중소형주 (예정)

**매수 신호 - SK이노베이션, 롯데정밀화학, 한화 등 8 종목**

3가지 경로분석을 통해 해당 에너지, 소재 업종의 주요 종목을 분석해 본 결과, 매수에 적합한 종목은 <성장기대>, <멀티플 확장 국면 진입>, <저평가> 카테고리에 선정된 종목이다. <성장기대> 종목은 기업 이익 상승과 멀티플 상승이 동시에 이루어지는 영역에 놓인 종목으로 SK이노베이션, SKC, 풍산이 해당된다. <멀티플 확장 국면 진입> 종목은 본격적인 멀티플 확장 국면에 도달하는 종목으로 주가 상승 여력은 높은 반면 하락 위험이 낮아 투자에 적합하다. GS, 롯데정밀화학, 락앤락이 해당된다. 마지막으로 <저평가> 종목은 과거 평균보다 현재의 이익과 성장성이 낮은 밸류에이션을 받고 있는 종목으로 한화, 휴켄스가 포함된다.

- ▶ **성장기대: SK이노베이션, SKC, 풍산**
- ▶ **멀티플 확장 국면 진입: GS, 롯데정밀화학, 락앤락**
- ▶ **저평가: 한화, 휴켄스**

**중립 신호 - LG화학, 한화케미칼, 금호석유 등 10 종목**

반면 <주가 상승속도 둔화>, <업사이드 포텐셜 감소>, <실적회복 확인 후 투자> 카테고리에 포함된 종목은 중립 신호를 보여준다. 멀티플 확장 민감도가 감소해 이익이 증가해도 주가 상승속도가 둔화될 것으로 보이는 종목은 LG화학, POSCO이다. 이익과 주가가 충분히 상승해 업사이드 포텐셜이 감소될 것으로 판단되는 종목은 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화, 효성이다. 한편, 금호석유, 코오롱인더, 현대제철, 세아베스틸은 실적회복을 확인하기 전까지 투자매력이 낮아 기다릴 필요가 있는 종목이다.

- ▶ **주가 상승속도 둔화: LG화학, POSCO**
- ▶ **업사이드 포텐셜 감소: 롯데케미칼, 한화케미칼, 대한유화, 효성**
- ▶ **실적회복 확인 후 투자: 금호석유, 코오롱인더, 현대제철, 세아베스틸**

**매도 신호 - S-Oil, 포스코켄텍**

마지막으로 <고평가>에 포함된 종목은 과거 평균보다 현재의 이익과 성장성이 높은 밸류에이션을 받고 있는 종목으로 매도 전략이 적합하다. S-Oil, 포스코켄텍이 여기에 포함된다.

- ▶ **고평가: S-Oil, 포스코켄텍**

<표 1> 에너지, 소재 업종 주요 종목 모델 신뢰도

	종목코드	종목명	모델 신뢰도			모델기반 투자 의견	참고 페이지
			PBR-trailing ROE	PBR-forward ROE	E/P-Growth		
에너지	A096770	SK이노베이션	★★	★★★	★★★	성장기대	3
	A010950	S-Oil	★	★★★	★	고평가	4
	A078930	GS	★★	★★	★★★	멀티플 확장 국면 진입	5
화학	A051910	LG화학		★★		주가 상승속도 둔화	6
	A011170	롯데케미칼		★★	★★	업사이드 포텐셜 감소	7
	A009830	한화케미칼	★★★	★★★	★★	업사이드 포텐셜 감소	8
	A004800	효성		★★	★★	업사이드 포텐셜 감소	9
	A000880	한화	★	★★★	★★	저평가	10
	A010060	OCI				판단불가(무작위패턴)	
	A011780	금호석유		★★	★★	실적회복 확인 후 투자	11
	A120110	코오롱인더	★★		★★	실적회복 확인 후 투자	12
	A006650	대한유화	★★★	★★	★★	업사이드 포텐셜 감소	13
	A011790	SKC	★★	★★★	★★	성장기대	14
	A006120	SK케미칼				판단불가(무작위패턴)	
	A003240	태광산업				판단불가(무작위패턴)	
	A004000	롯데정밀화학		★★	★★	멀티플 확장 국면 진입	15
	A178920	SK코오롱PI				판단불가(시계열 짧음)	
	A069260	휴켄스	★★★	★★		저평가	16
	A093370	후성				판단불가(시계열 짧음)	
	A008000	도레이케미칼				판단불가(무작위패턴)	
	A006840	AK홀딩스				판단불가(무작위패턴)	
	A014680	한솔케미칼				판단불가(무작위패턴)	
	A002020	코오롱				판단불가(무작위패턴)	
A086520	에코프로				판단불가(무작위패턴)		
철강	A005490	POSCO	★★★	★★★	★★★	주가 상승속도 둔화	17
	A004020	현대제철	★	★★★	★★	실적회복 확인 후 투자	18
	A001430	세아베스틸	★★★	★★	★★	실적회복 확인 후 투자	19
	A001230	동국제강				판단불가(무작위패턴)	
	A002240	고려제강				판단불가(무작위패턴)	
	A058650	세아홀딩스				판단불가(무작위패턴)	
	A003030	세아제강				판단불가(무작위패턴)	
비철금속/기타	A010130	고려아연				판단불가(무작위패턴)	
	A000670	영풍				판단불가(무작위패턴)	
	A003670	포스코켄텍	★★	★★		고평가	20
	A103140	풍산	★	★★★	★★	성장기대	21
	A065620	제낙스				판단불가(무작위패턴)	
	A014820	동원시스템즈				판단불가(무작위패턴)	
	A115390	락앤락	★★★	★★		멀티플 확장 국면 진입	22

자료: 한국투자증권

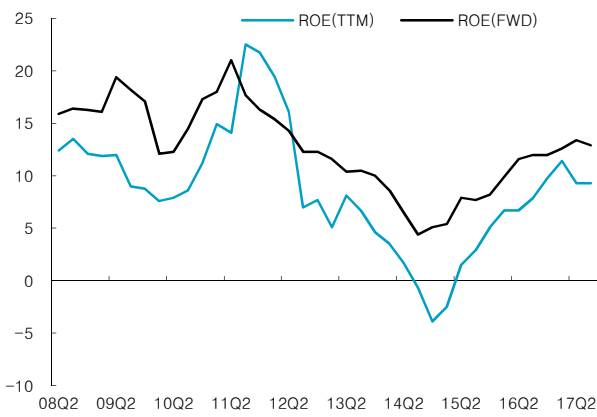
## 1. 에너지

### SK이노베이션

성장에 대한 기대감이 주가 상승으로 이어질 가능성 높음

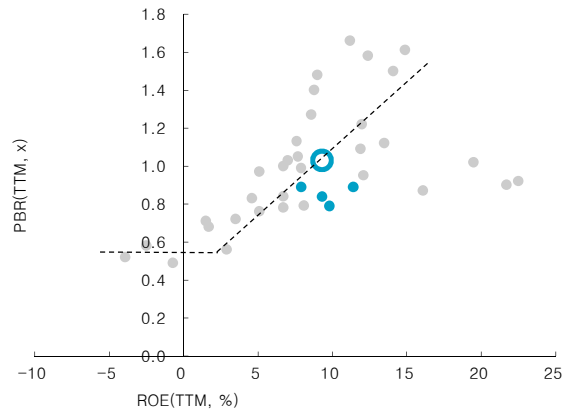
SK이노베이션의 PBR-trailing ROE 경로는 콜옵션 매수 패턴을 보여주는 반면, PBR-forward ROE 경로는 선형으로 나타난다. SK이노베이션이 적자를 기록한 시기에도 애널리스트들은 흑자를 전망해 나타난 현상이다. ROE 10% 이상에서는 PBR-forward ROE 경로패턴이, ROE 10% 이하에서는 PBR-trailing ROE 경로패턴의 신뢰성이 높은 것으로 나타난다. 세가지 모델 모두 SK 이노베이션이 현재 적정 밸류에이션에 거래되고 있음을 보여준다. 단, ROE 상승이 이어지면 성장기대감이 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다.

[그림 1] ROE 추세



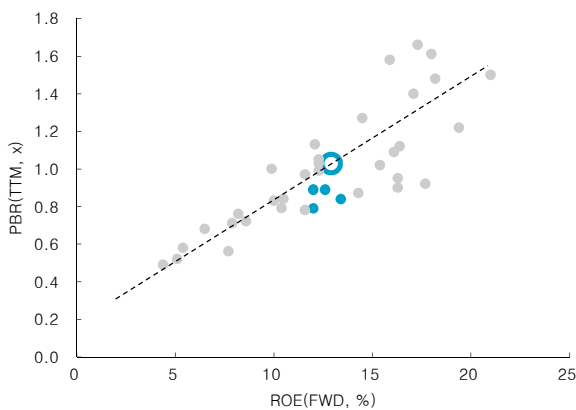
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR-trailing ROE 경로



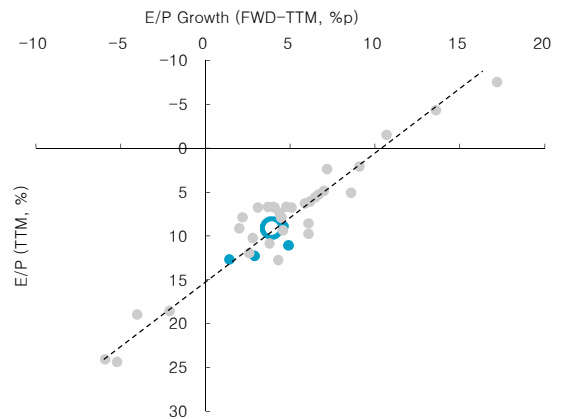
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 3] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 4] E/P-Growth 경로



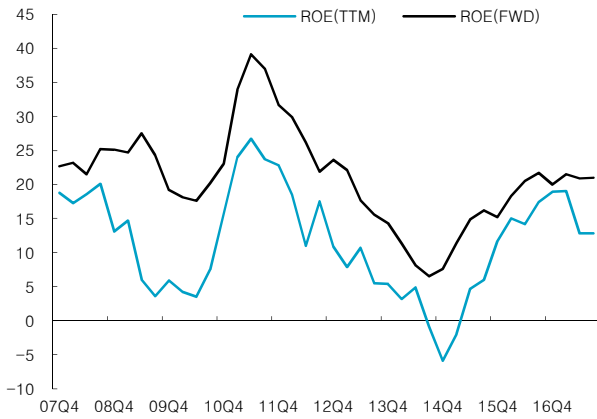
자료: WISEfn, 한국투자증권

S-Oil

고평가

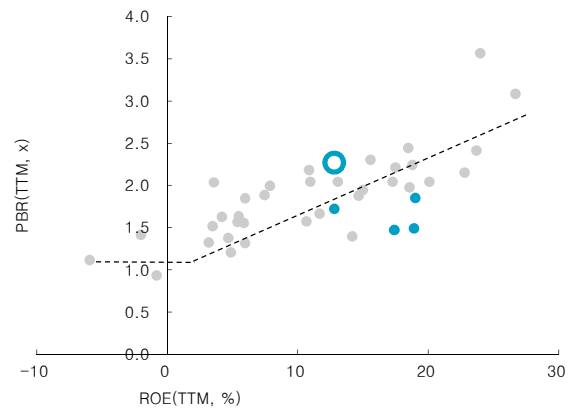
S-Oil의 밸류에이션을 설명하는 모델은 PBR-forward ROE 경로와 E/P-Growth 경로 모델이다. 세가지 경로패턴 모두 현재 ROE 수준에서 거래되는 PBR은 높은 수준으로 나타내고 있다. 특히 15년부터 이어진 이익 회복 추세가 둔화되는 모습을 보이고 있으므로 추가적인 ROE 개선 없이는 향후 주가 상승은 제한적일 것으로 판단된다.

[그림 5] ROE 추세



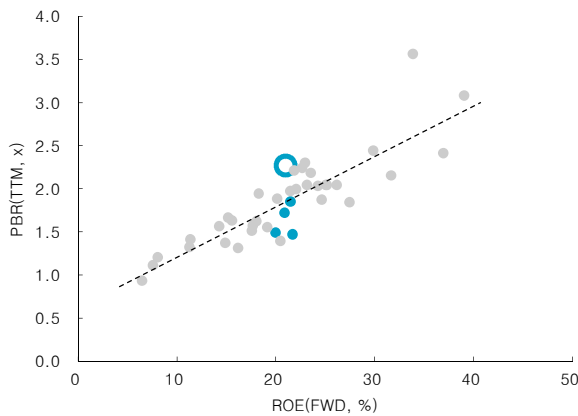
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 6] PBR-trailing ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 7] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 8] E/P-Growth 경로



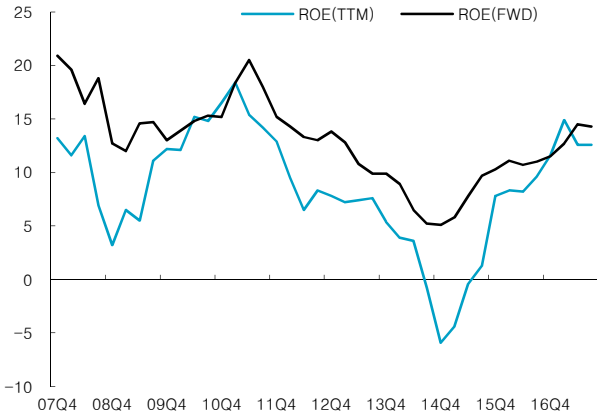
자료: WISEfn, 한국투자증권

GS

멀티플 확장 국면에 진입

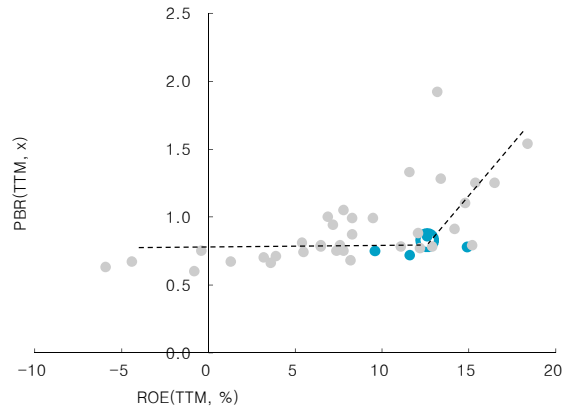
전형적인 콜옵션 매수 패턴을 보여주는 GS는 두 종류의 PBR-ROE 경로패턴 모델의 신뢰도가 높다. ROE 13%를 기준으로 멀티플 확장 변곡점이 형성되어 있다. 현재 GS는 Forward ROE 기준 14.3%로, 멀티플 확장 국면에 진입했다. 향후 ROE 상승이 지속된다면 멀티플 확장이 기대된다.

[그림 9] ROE 추세



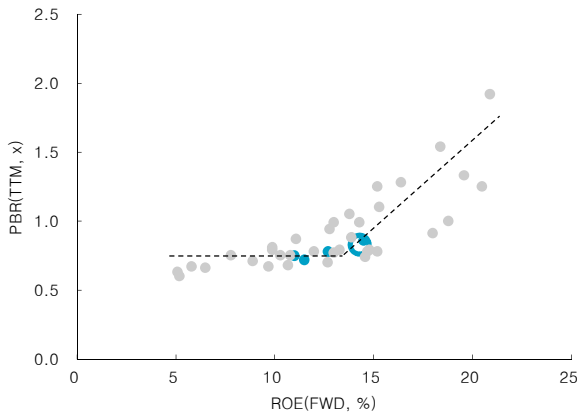
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 10] PBR-trailing ROE 경로



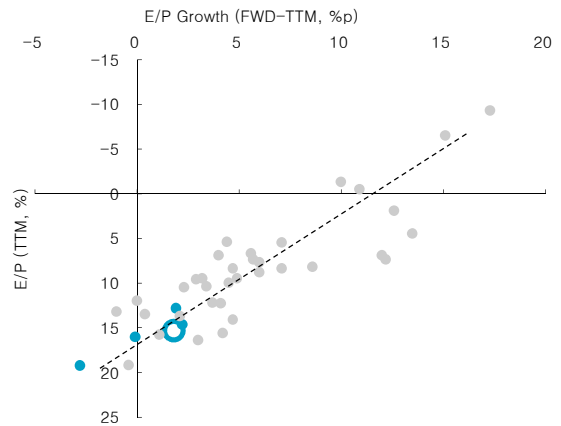
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 11] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 12] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

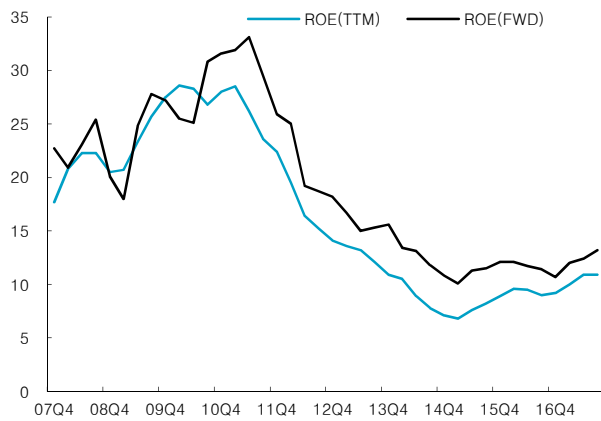
## 2. 화학

### LG화학

#### 주가 상승속도 둔화 전망

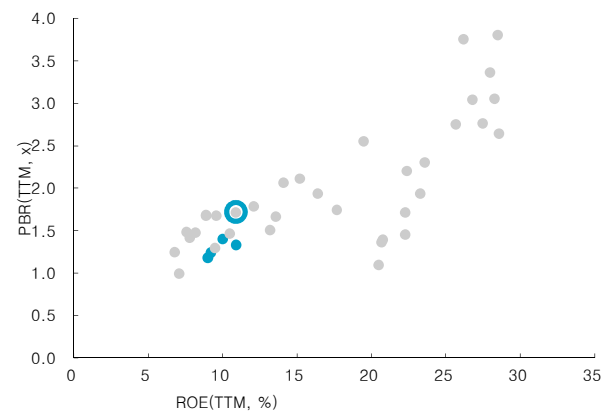
이익이 바닥을 찍고 회복하고 있는 LG화학은 상대적으로 PBR-forward ROE 경로패턴의 신뢰도가 PBR-trailing ROE 경로패턴에 비해 높다. 단, ROE 15% 이상 구간에서는 멀티플의 변동폭이 큰 편이다. ROE가 회복되고 있다는 것은 긍정적이거나 forward ROE 15~20% 구간에서는 PBR 상승폭이 크지 않아 높은 주가 상승을 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

[그림 13] ROE 추세



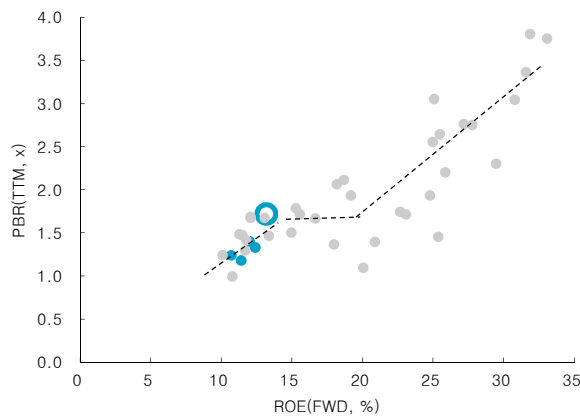
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 14] PBR-trailing ROE 경로



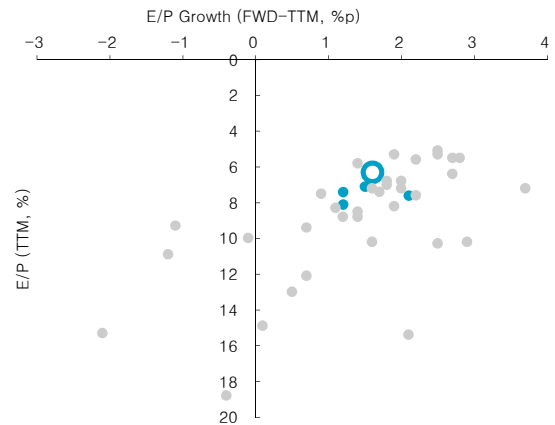
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 15] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 16] E/P-Growth 경로



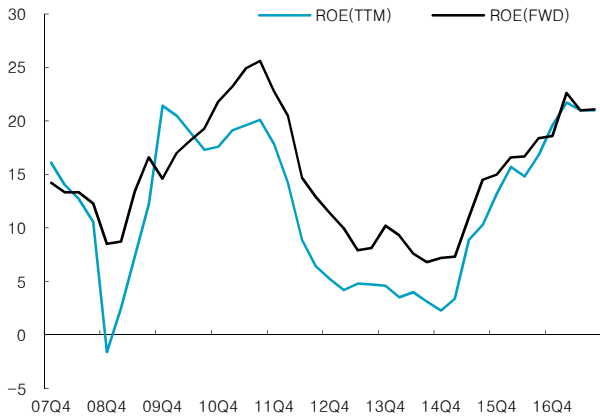
자료: WISEfn, 한국투자증권

롯데케미칼

ROE 상승한계 도달해  
업사이드 포텐셜 감소

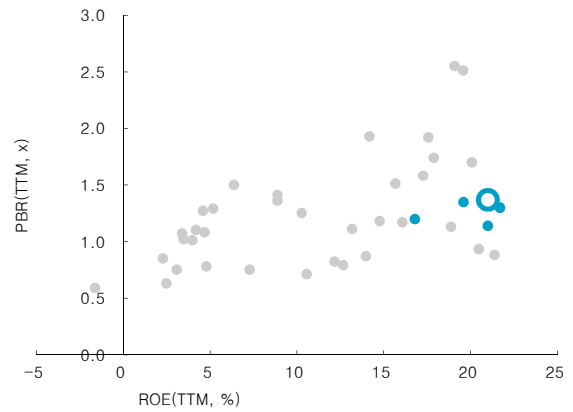
2015년 이후 ROE 상승 추세를 지속하며 주가 상승을 이어간 롯데케미칼은 PBR-forward ROE 경로 모델이 가장 높은 설명력을 보인다. 17년 3분기 Forward ROE는 21.1%로 멀티플 확장 국면에 위치하고 있다. 다만 forward 기준 ROE는 역사적 최고치인 25%에 근접해 가고 있으므로 업사이드 포텐셜이 높지 않다.

[그림 17] ROE 추세



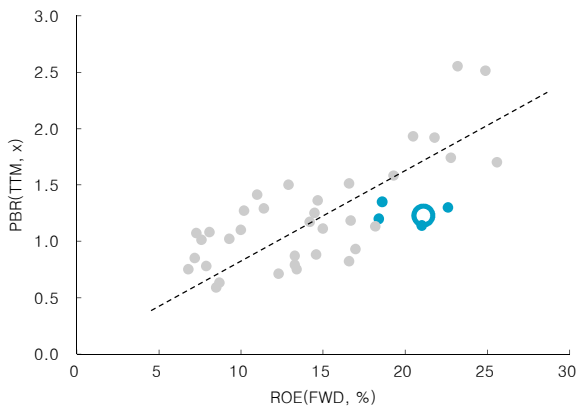
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 18] PBR-trailing ROE 경로



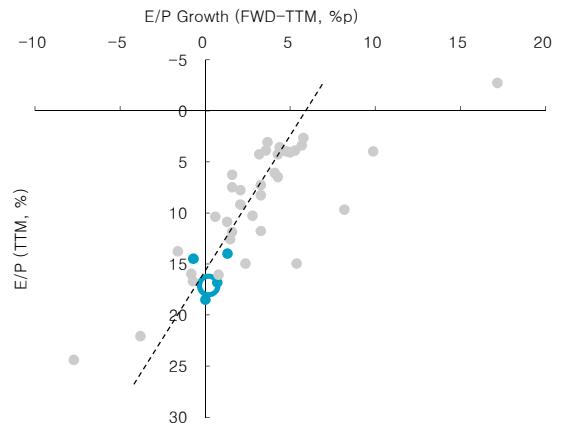
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 19] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 20] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

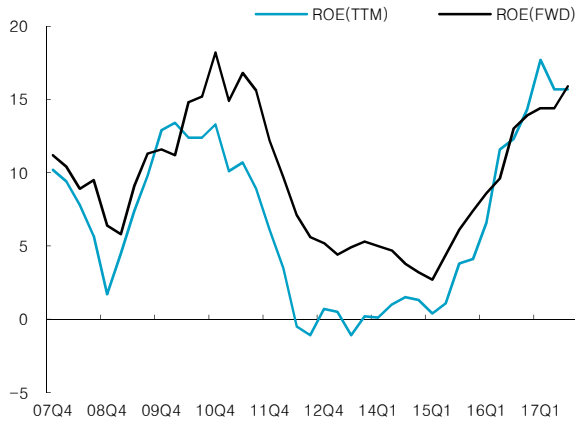


### 한화케미칼

ROE 상승한계 도달해  
업사이드 포텐셜 감소

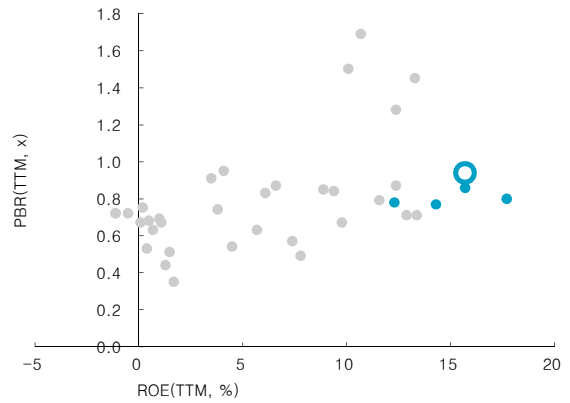
2015년 이익이 바닥을 찍고 회복 추세를 이어가고 있는 한화케미칼은 PBR-forward ROE 경로패턴의 신뢰도가 높다. 선형 ROE 민감도 패턴을 보유한 한화케미칼은 이익 회복 추세에 기반하여 주가 상승을 이어갔다, 향후 한화케미칼의 주가 상승은 둔화될 것으로 전망된다. 17년 1분기 ROE는 최고치를 기록한 이후 하락하고 있고 PBR 멀티플 또한 최고점에 근접했다는 점에서 업사이드 포텐셜은 감소한 것으로 판단된다.

[그림 21] ROE 추세



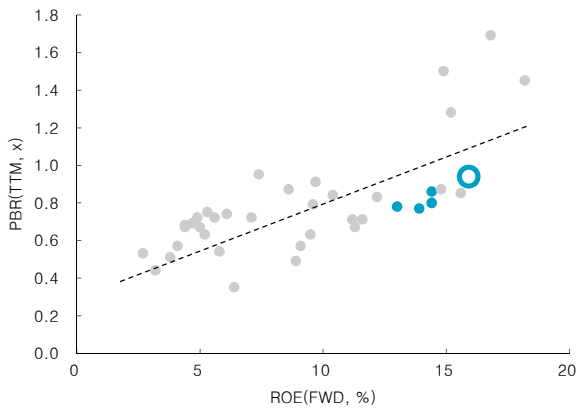
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 22] PBR-trailing ROE 경로



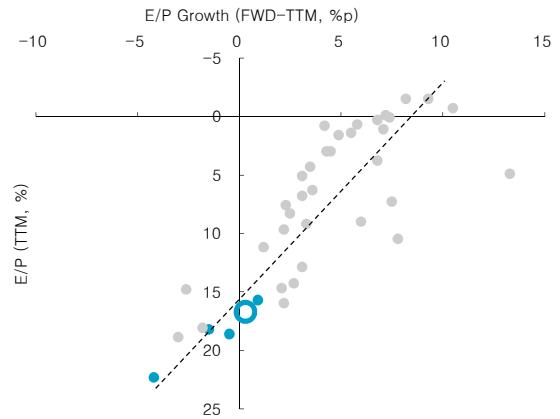
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 23] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 24] E/P-Growth 경로



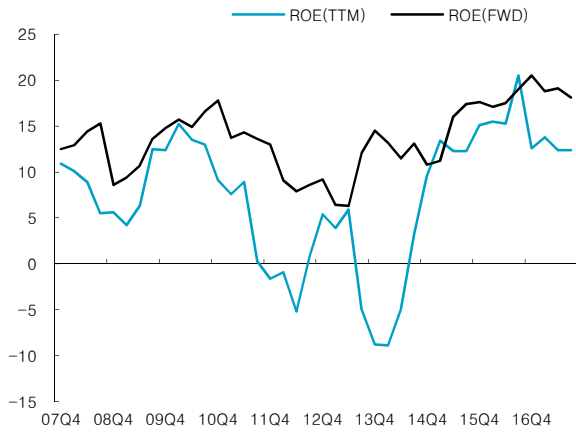
자료: WISEfn, 한국투자증권

효성

업사이드 포텐셜 감소

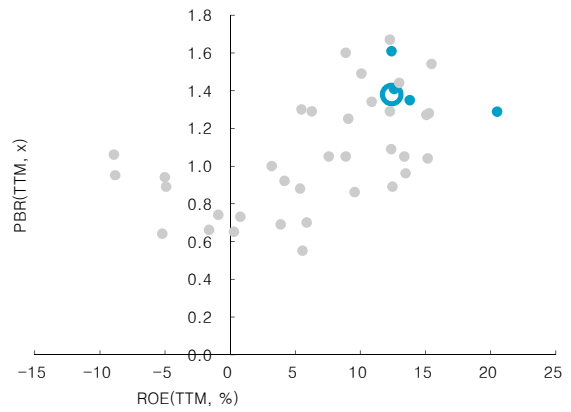
효성은 PBR-forward ROE와 E/P-Growth 경로패턴 모델의 설명력이 높다. 2016년 사상 최고치인 ROE 20.5%를 기록한 효성은 수익성 하향 추세를 지속하고 있다. 성장에 대한 기대감이 이전보다 감소한 현 상황에서 추가 상승 여력은 다소 낮아진 상태로 판단된다.

[그림 25] ROE 추세



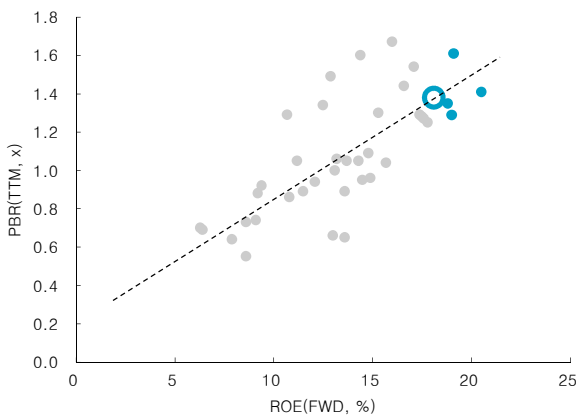
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 26] PBR-trailing ROE 경로



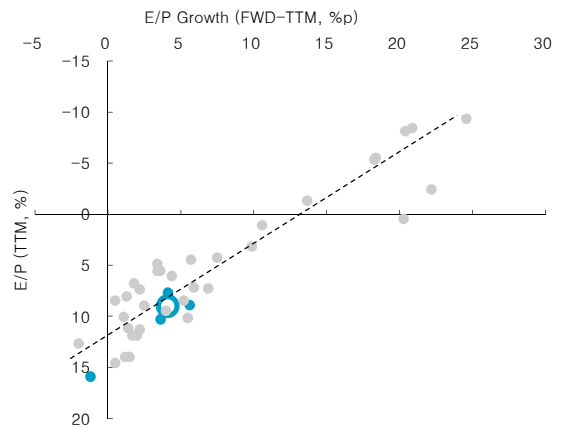
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 27] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 28] E/P-Growth 경로



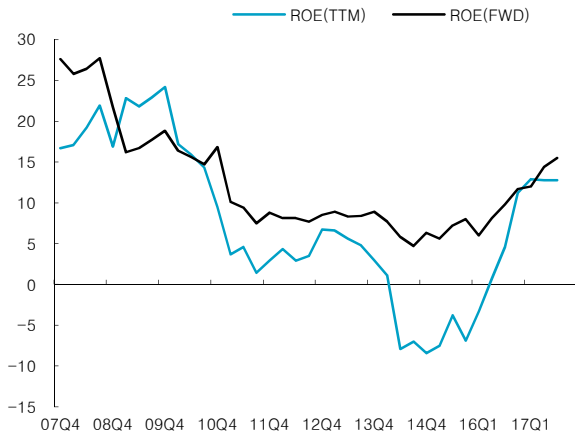
자료: WISEfn, 한국투자증권

한화

저평가

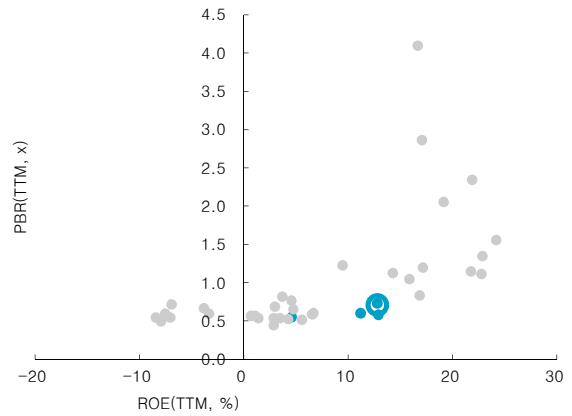
2016년 흑자 전환에 성공한 후 빠른 이익 회복세를 보이고 있는 한화는 PBR-forward ROE와 E/P-Growth 경로패턴의 신뢰도가 높다. 두 가지 패턴 모두 저평가를 나타내고 있다. PBR-forward ROE 경로패턴 모델 상 한화는 멀티플 확장 국면에 진입하였지만 PBR은 이전 수준인 0.70에 머물고 있다. 경로패턴 모델에 따라 현재 forward ROE 15.5%에선 PBR 1.0배 수준인 52,900원까지 상승할 수 있다.

[그림 29] ROE 추세



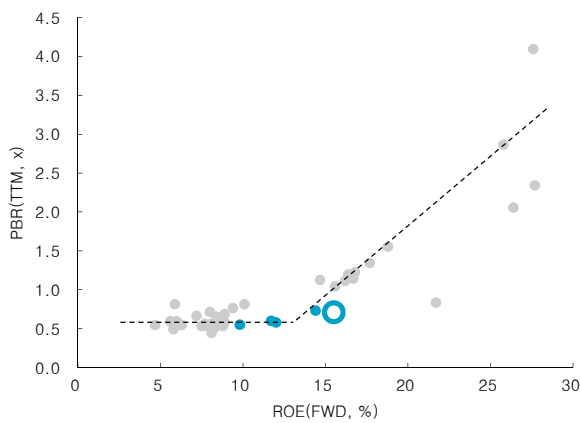
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 30] PBR-trailing ROE 경로



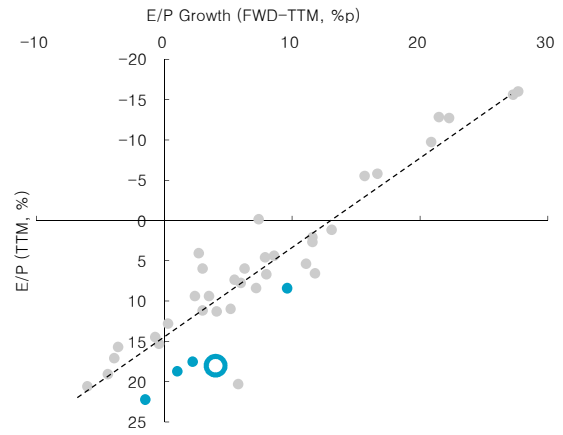
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 31] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 32] E/P-Growth 경로



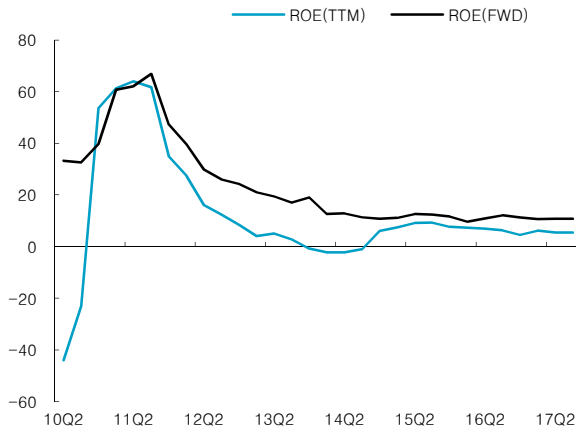
자료: WISEfn, 한국투자증권

금호석유

실적회복 확인 후 투자

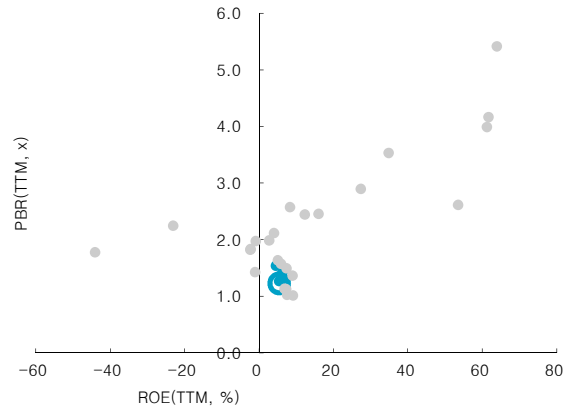
지속적인 이익 하락세를 겪어온 금호석유는 PBR-forward ROE와 E/P-Growth 경로패턴 모델의 설명력이 높다. 선형 민감도의 PBR-forward ROE 경로패턴을 보유한 금호석유는 현 ROE 수준 대비 적정 밸류에이션에 거래되고 있는 것으로 판단된다. 다만 몇 년간 횡보하고 있는 이익의 회복세를 확인한 후 투자해도 늦지 않다.

[그림 33] ROE 추세



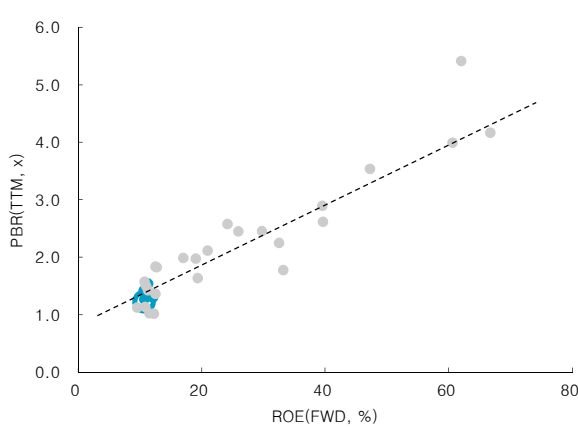
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 34] PBR-trailing ROE 경로



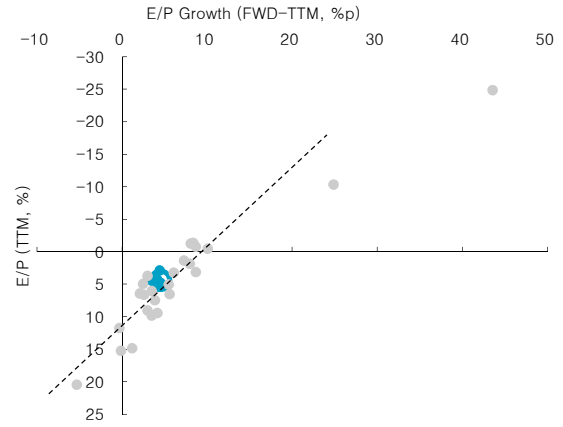
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 35] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 36] E/P-Growth 경로



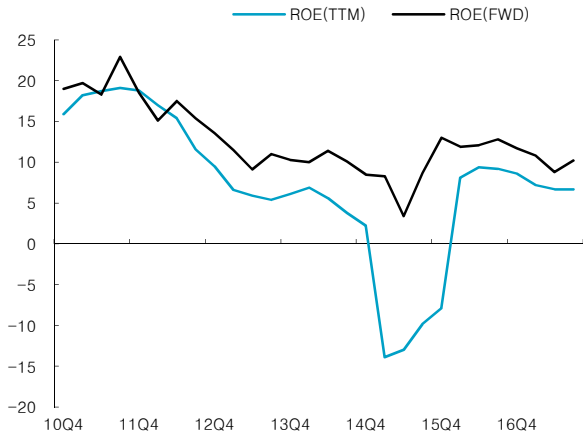
자료: WISEfn, 한국투자증권

코오롱인더

ROE 회복추세 확인 후  
투자 결정

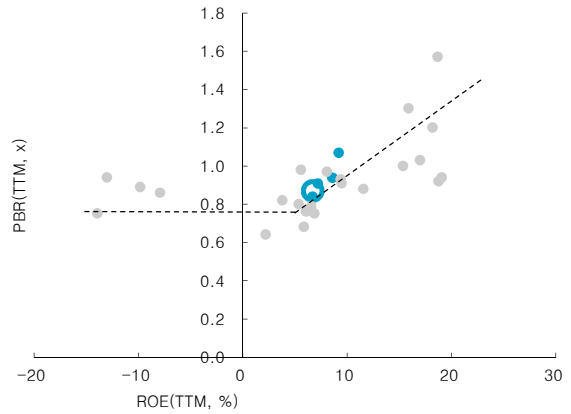
코오롱인더는 PBR-trailing ROE와 E/P-Growth 경로패턴 모델의 신뢰성이 높다. 콜옵션 매수 패턴을 보유한 코오롱인더의 PBR-trailing ROE 경로는 현재 멀티플 확장 국면에 위치해 있다. ROE가 하락한 만큼 멀티플이 축소되는 구간이기 때문에 ROE 회복추세를 확인한 후 투자 여부를 고민해도 늦지 않다.

[그림 37] ROE 추세



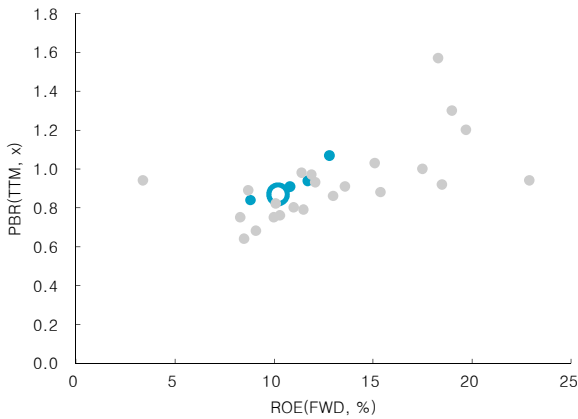
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 38] PBR-trailing ROE 경로



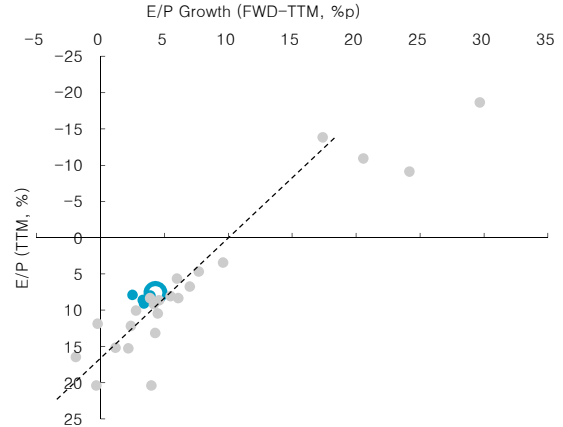
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 39] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 40] E/P-Growth 경로



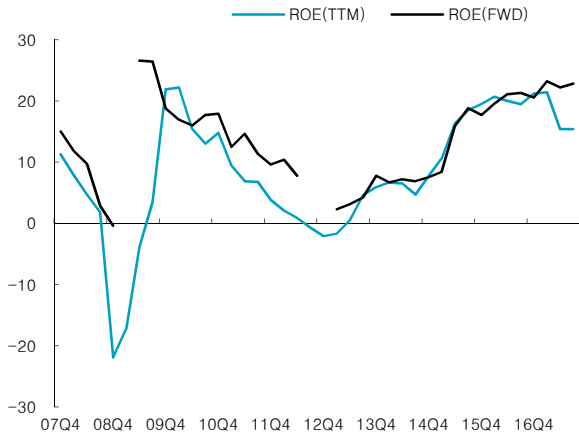
자료: WISEfn, 한국투자증권

대한유화

ROE 상승한계에 도달해  
업사이드 포텐셜 감소

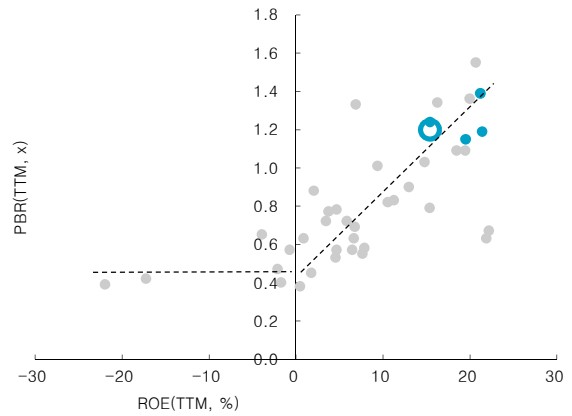
2013년 흑자 전환 후 꾸준히 주가가 상승한 대한유화는 2017년 1분기 trailing 기준 ROE 21.1%를 기록한 이후 하락추세에 있다. 전 고점인 22%에 도달 후 하락하고 있다는 점에서 추가 상승 여력이 낮아진 상태다.

[그림 41] ROE 추세



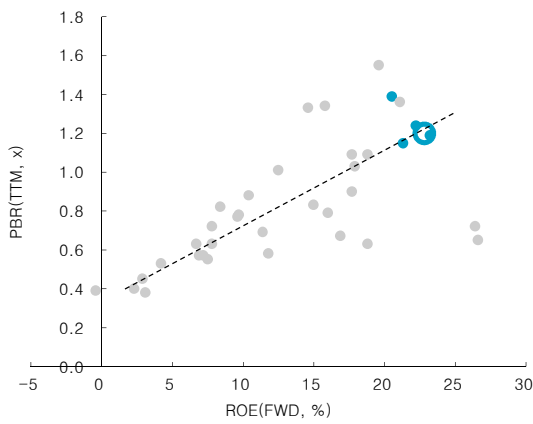
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 42] PBR-trailing ROE 경로



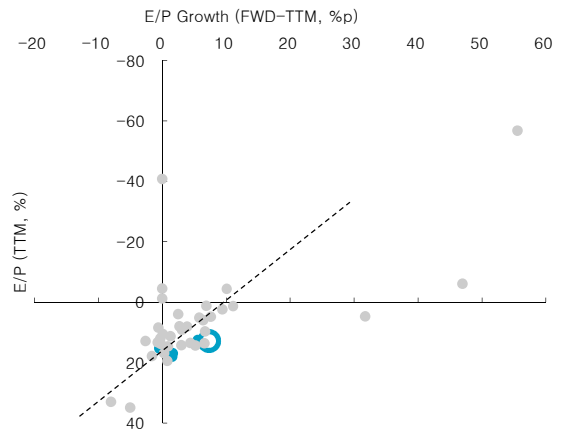
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 43] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 44] E/P-Growth 경로



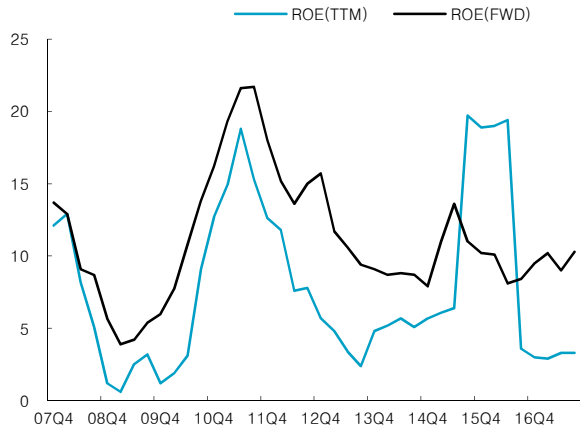
자료: WISEfn, 한국투자증권

SKC

성장에 대한 기대감이 주가 상승으로 이어질 가능성 높음

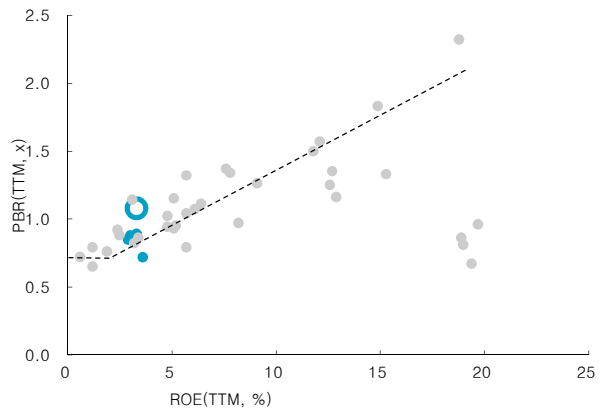
SKC는 PBR-forward ROE 경로패턴의 설명력이 높다. Trailing ROE는 큰 변동폭을 보이는 반면 forward ROE는 완만한 추세를 보이고 있기 때문이다. 2016년 이후 반등에 성공한 SKC는 최근 분기들어 멀티플 확장이 지속되고 있다. 향후 이익 모멘텀이 지속된다면 성장에 대한 기대감이 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다.

[그림 45] ROE 추세



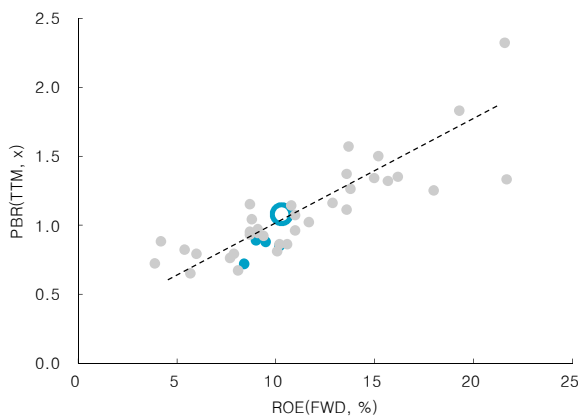
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 46] PBR-trailing ROE 경로



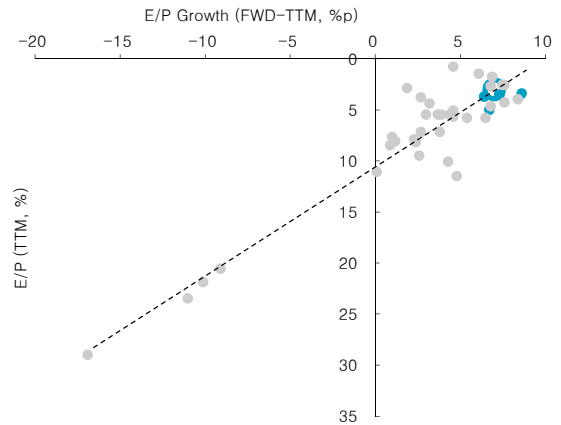
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 47] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 48] E/P-Growth 경로



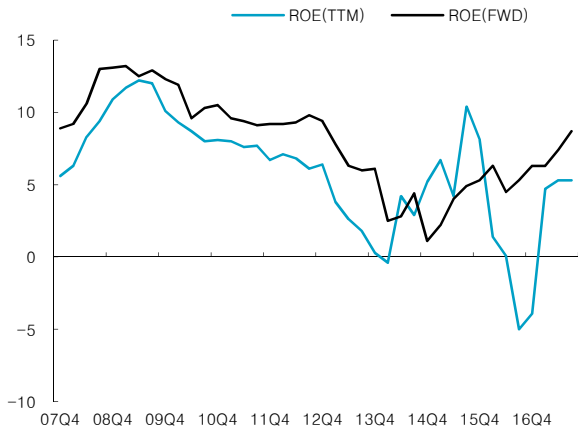
자료: WISEfn, 한국투자증권

롯데정밀화학

멀티플 확장 국면에 진입

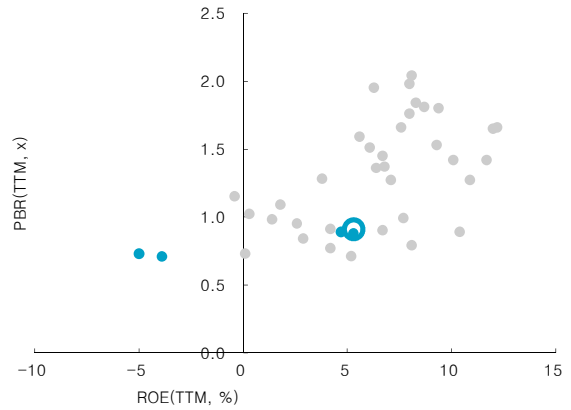
2017년 흑자전환에 성공 후 이익 성장추세를 이어가고 있는 롯데정밀화학은 PBR-forward ROE 모델의 신뢰성이 가장 높다. Forward ROE 8.5%에 멀티플 확장 변곡점이 형성되어 있다. 롯데정밀화학의 ROE는 현재 8.7%로, 멀티플 확장 국면에 진입했다. 향후 ROE 상승은 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다.

[그림 49] ROE 추세



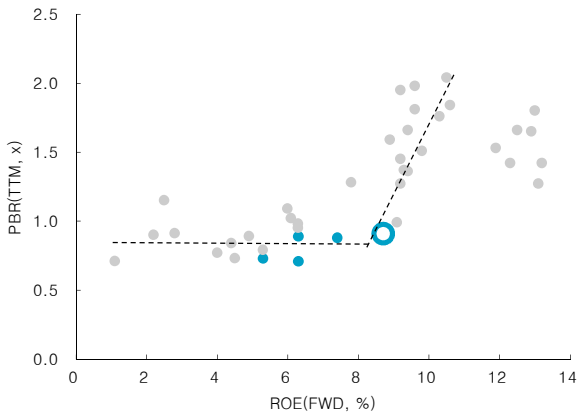
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 50] PBR-trailing ROE 경로



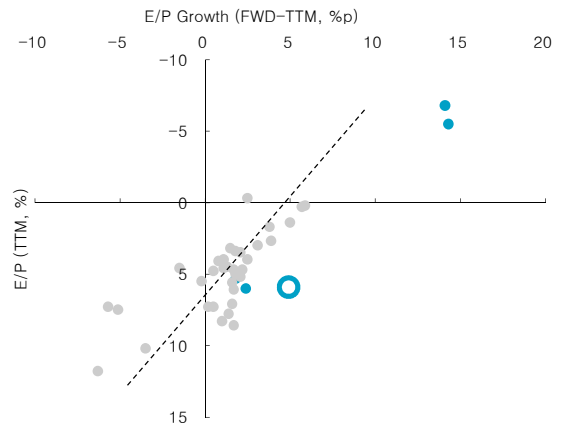
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 51] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 52] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

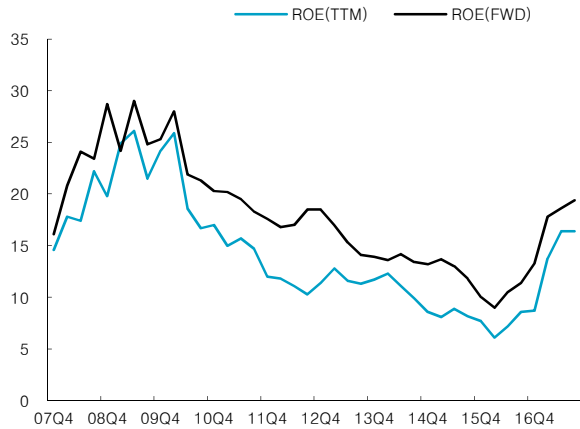


휴켄스

저평가

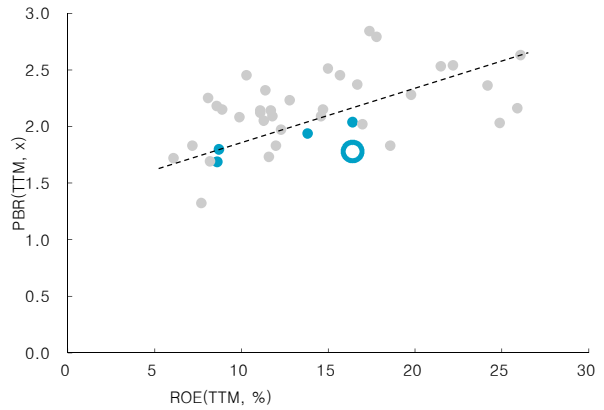
2016년 이후 빠른 이익 성장을 기록하고 있는 휴켄스는 두 PBR-ROE 모델의 신뢰성이 높다. 두 모델 다 선형 경로패턴을 보이고 있으므로 ROE 변화에 따른 PBR 변동이 일정하다. 현재 휴켄스는 현 ROE 수준 대비 저평가된 멀티플에 거래되고 있는 것으로 판단된다. Trailing ROE 16.4% 수준에서 PBR 2.0배까지 상승할 수 있다.

[그림 53] ROE 추세



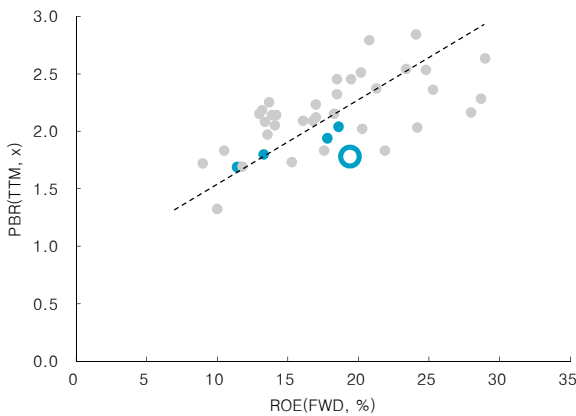
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 54] PBR-trailing ROE 경로



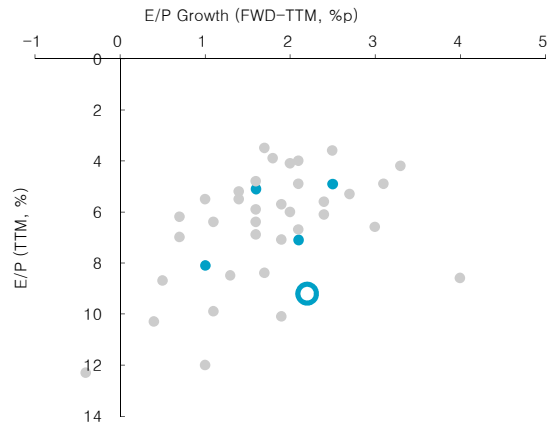
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 55] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 56] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

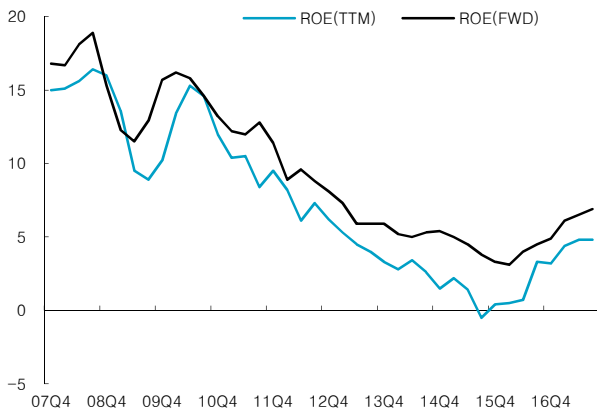
### 3. 철강

#### POSCO

#### 주가 상승속도 둔화 전망

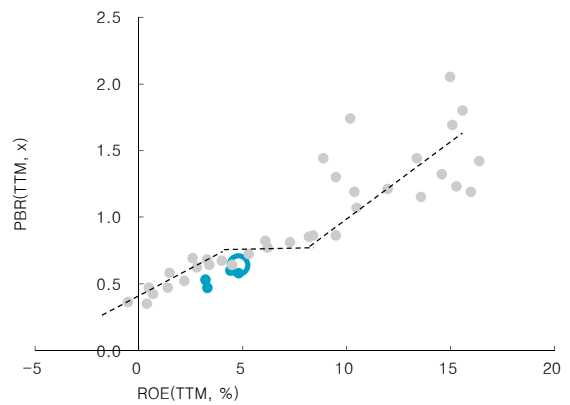
POSCO는 오랜 기간 수익성 하락을 겪은 후 2016년 이후 턴어라운드 성공하는 모습을 보여 주고 있다. 세가지 경로패턴의 신뢰성이 모두 높은 종목이다. 다만, PBR-ROE 경로패턴의 경우 ROE 5~10%의 구간에서는 멀티플이 크게 확장되지 않는 모습이고, E/P-Growth 경로패턴의 경우 적정 밸류에이션을 보여주고 있어 향후 큰 주가 상승을 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

[그림 57] ROE 추세



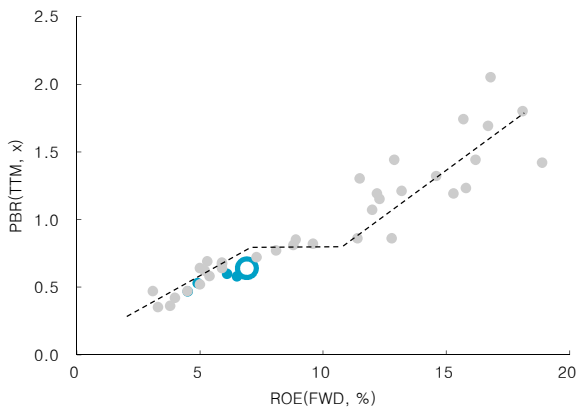
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 58] PBR-trailing ROE 경로



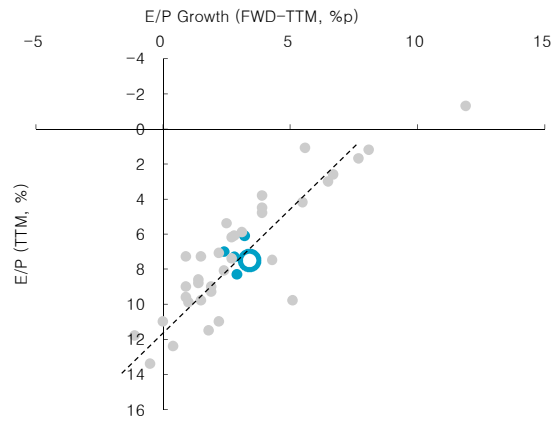
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 59] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 60] E/P-Growth 경로



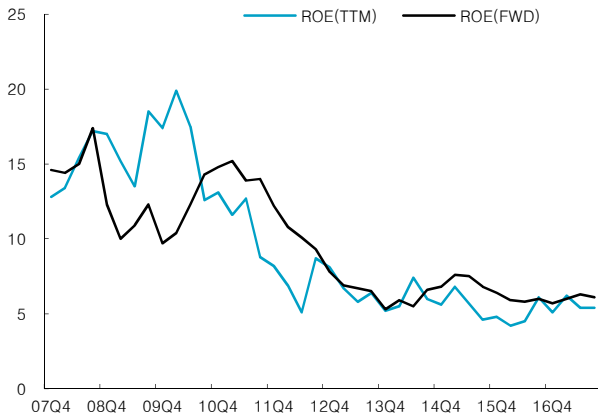
자료: WISEfn, 한국투자증권

현대제철

실적회복 확인 후 투자

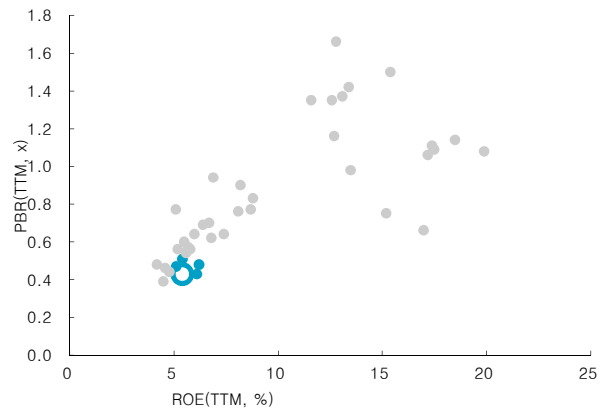
2010년 이후 지속적인 수익성 하락을 보이고 있는 현대제철은 PBR-forward ROE 모델의 신뢰도가 높다. 현재 적정 밸류에이션에 거래되고 있으나, 실적이 개선되지 않으면 의미 있는 주가상승은 기대하기 어렵다.

[그림 61] ROE 추세



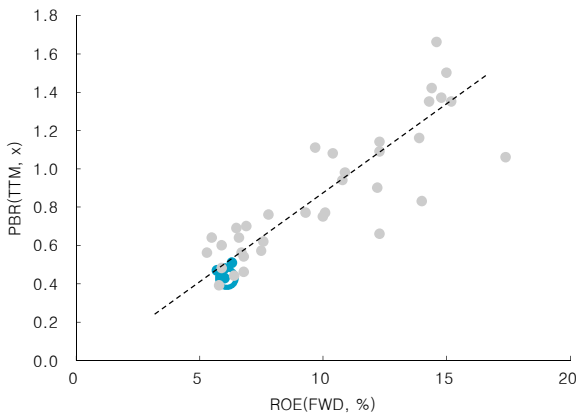
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 62] PBR-trailing ROE 경로



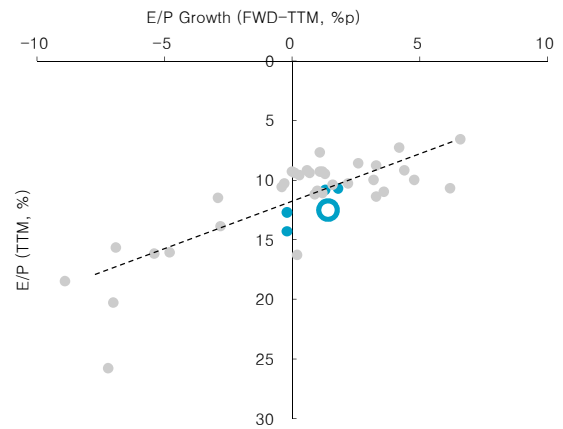
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 63] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 64] E/P-Growth 경로



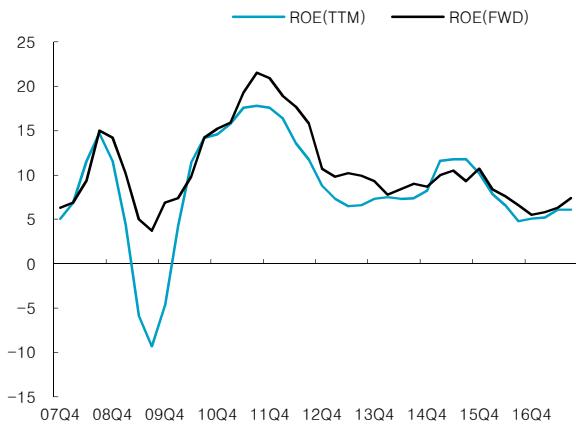
자료: WISEfn, 한국투자증권

세아베스틸

주가 하락폭이 크지 않아  
보수적인 장기투자자에게  
적합

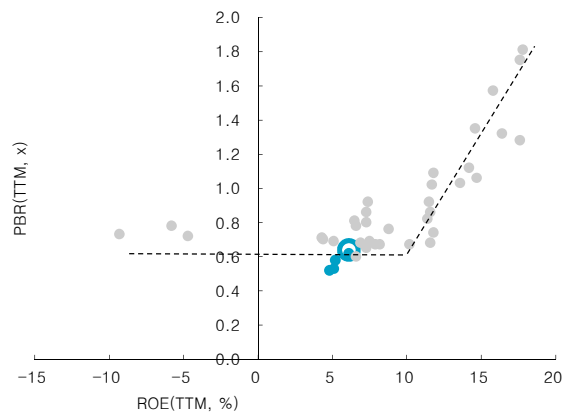
2011년 이후 지속적인 이익 하락추세를 보이다 최근 반등에 성공한 세아베스틸은 PBR-trailing ROE 경로패턴 모델이 가장 높은 설명력이 높이며, ROE 10%를 기준으로 멀티플 확장 변곡점이 형성되어 있다. 따라서 ROE 10%를 회복하기 전까지 의미 있는 멀티플 확장을 기대하긴 힘들지만 최근 이익 상승추세를 보이고 있다는 점에서 장기 투자자에게 매력적인 종목으로 판단된다.

[그림 65] ROE 추세



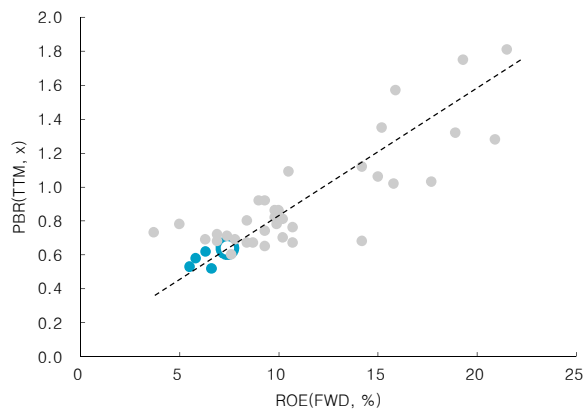
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 66] PBR-trailing ROE 경로



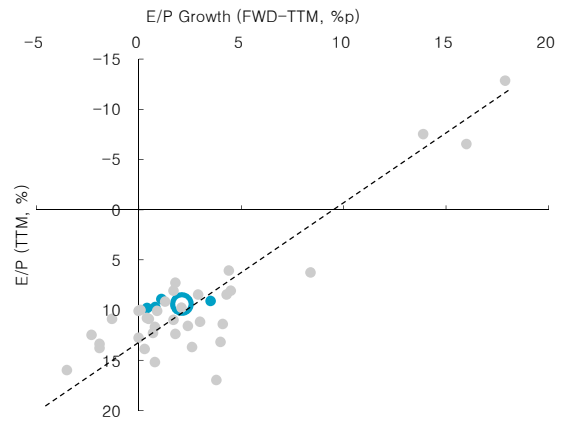
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 67] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 68] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

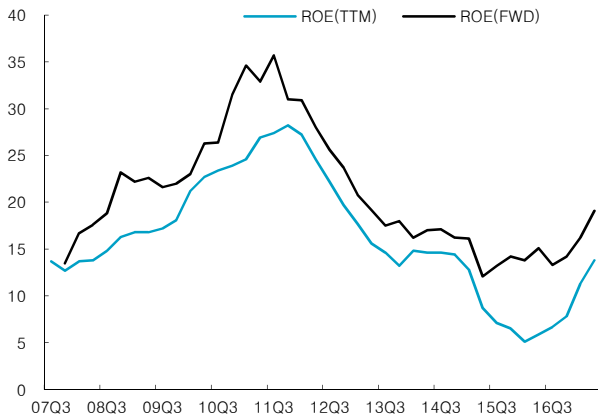
## 4. 비철금속/기타

### 포스코켄텍

#### 고평가

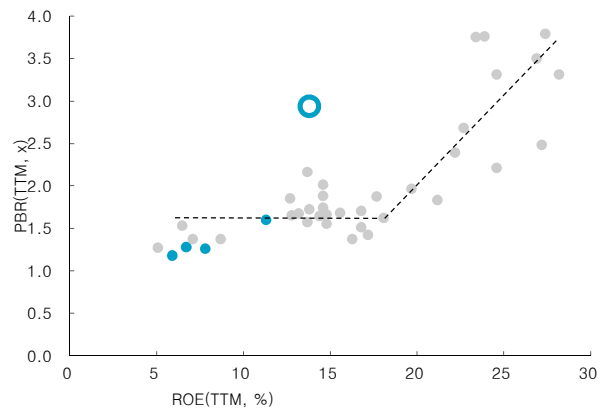
포스코켄텍은 PBR-trailing ROE와 PBR-forward ROE 경로모델이 높은 신뢰성을 보인다. 2012년 이후 홍보세를 보여온 포스코켄텍은 최근 거래량과 함께 주가 또한 급등하였다. 2016년부터 실적 회복추세에 들었지만 모델에 의하면 trailing ROE 기준 18% 이하에서는 멀티플 확장이 크지 않다. 따라서 현재 trailing ROE 13.8%, PBR 2.94배는 고평가되었다고 판단된다. 추가적인 ROE 상승을 확인한 후 투자하는 것이 적합하다.

[그림 69] ROE 추세



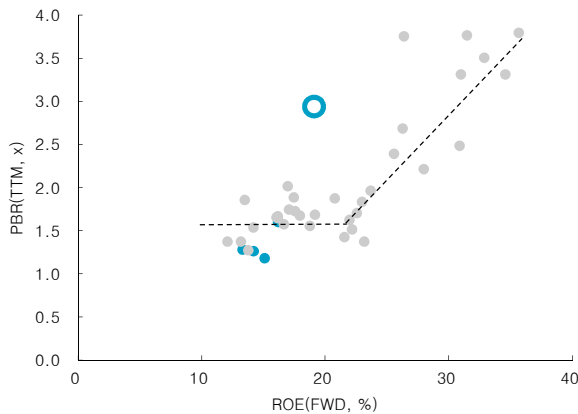
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 70] PBR-trailing ROE 경로



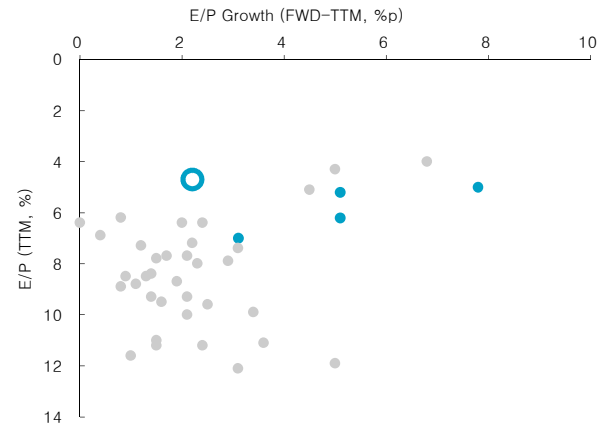
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 71] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 72] E/P-Growth 경로



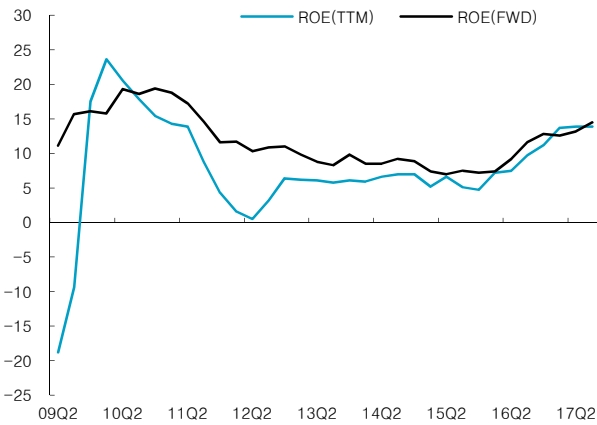
자료: WISEfn, 한국투자증권

풍산

성장에 대한 기대감이 주가 상승으로 이어질 가능성 높음

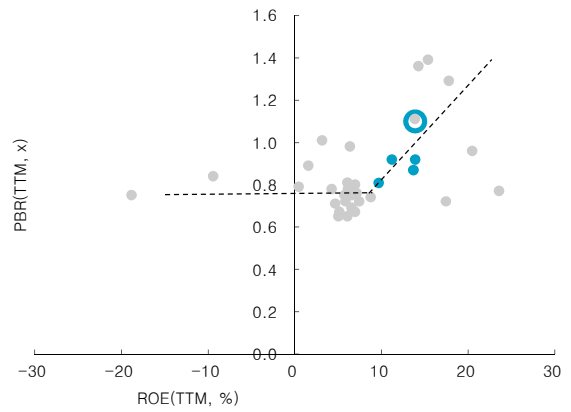
풍산은 포스코와 마찬가지로 2016년 이후 원자재 가격 상승에 힘입어 턴어라운드 성공했다. 세가지 경로패턴의 신뢰성이 모두 높은 종목이다. 전형적인 콜옵션 매수 패턴이 나타나는 풍산은 ROE 10% 구간에서 멀티플 확장 국면이 형성되어 있다. 현재 forward ROE 기준 14.5%를 기록하고 있으므로 성장에 대한 기대감이 추가적인 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다.

[그림 73] ROE 추세



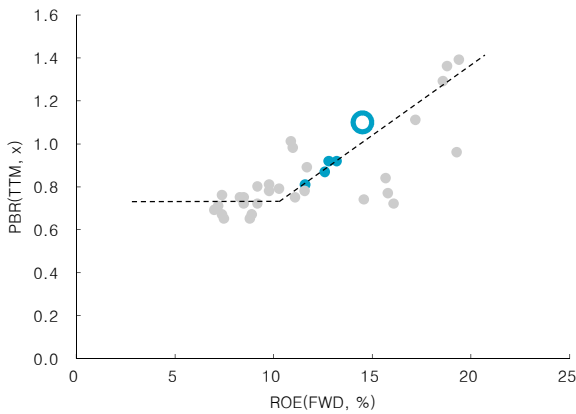
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 74] PBR-trailing ROE 경로



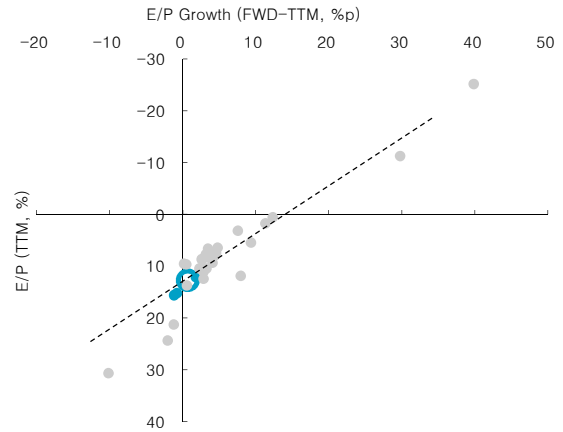
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 75] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 76] E/P-Growth 경로



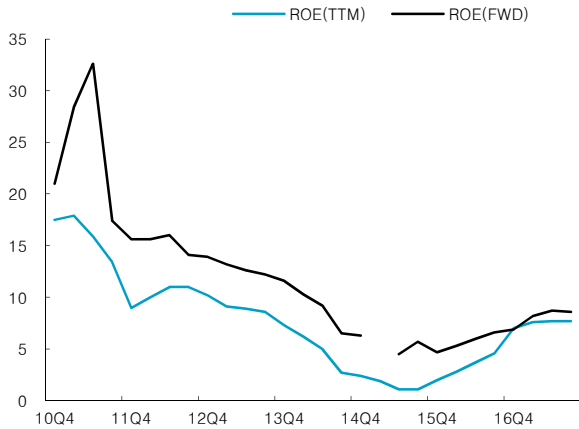
자료: WISEfn, 한국투자증권

락앤락

멀티플 확장 국면에 진입

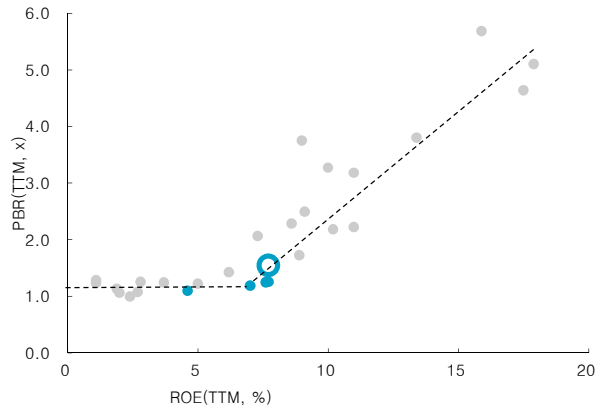
락앤락은 PBR-trailing ROE 경로패턴 모델의 신뢰성이 높다. 콜옵션 매수 패턴을 보이고 있는데, ROE 7%에서 멀티플 확장 변곡점이 형성되어 있다. 현재 ROE 7.7%로 멀티플 확장 국면에 진입했다. ROE 반등이 지속된다면 충분히 더 높은 밸류에이션에 거래될 수 있을 것으로 판단된다.

[그림 77] ROE 추세



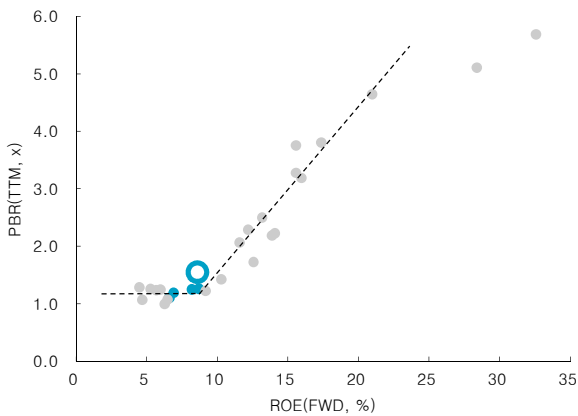
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 78] PBR-trailing ROE 경로



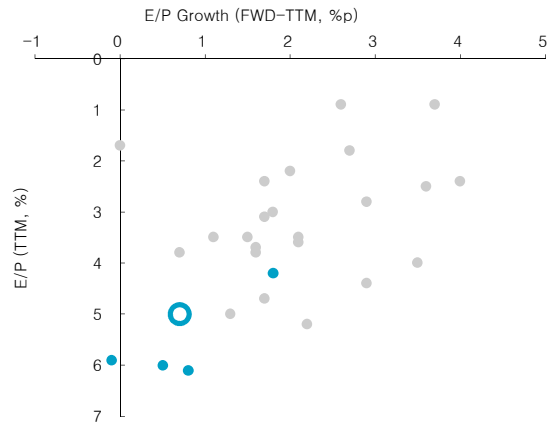
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 79] PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 80] E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

## II. Appendix: 경로분석의 모든 것<sup>1</sup>

### 예측력이 높았던 PBR-ROE 경로분석 모델

우리는 2015년 하반기에 PBR-ROE를 이용한 경로분석 모델을 소개한 후<sup>2</sup>, 이 모델을 이용한 시장, 업종, 종목 투자전략을 제시해왔다. 우리는 이를 통해 2016년 시클리컬 업종의 반등<sup>3</sup>과 삼성전자의 장기 상승국면 진입<sup>4</sup>, 그리고 2017년 코스피의 박스권 돌파<sup>5</sup> 등 주요 지수의 변곡점을 정확히 예측했다.

### 경로분석의 철학 - 종목 고유의 개성을 인정

경로분석 모델의 기본 철학은 종목마다 펀더멘탈의 변화가 주가에 미치는 영향이 다르다는 가정에서 출발한다. 이러한 가정은 투자자들에게 종목마다 서로 다른 경로패턴이 있다는 것을 인정하고 각 종목에 적합한 최적의 투자전략을 찾으려 하는 사고의 전환을 유도한다.

### 스타일 투자 - 불특정 다수를 대상으로 한 인터넷 강의 vs. 경로분석 투자 - 맞춤형 과외

각 종목의 개성을 인정하는 경로분석의 투자철학은 여러 종목들의 주가 움직임에 공통적인 영향을 주는 팩터를 찾아 투자하는 전통적인 스타일 투자철학과 대비 된다. 이 차이를 교육상품에 비유하면 스타일 투자는 불특정 다수의 학생을 위한 인터넷 강의, 경로분석 투자는 학생별 맞춤형 과외라고 할 수 있다.

### 스타일 투자의 알파는 꾸준히 감소할 것

스타일 투자는 과거 꾸준히 높은 성과를 보여줬으나 최근 4~5년간 성과는 좋지 못하다. 여러 이유가 있겠지만 우리는 스타일 투자자가 늘어나면서 이 방식으로 얻을 수 있는 알파가 작아진 것으로 판단하고 있다. 스타일 투자는 엑셀을 사용하는 사람이라면 비교적 쉽게 투자 종목을 선정할 수 있어 진입장벽이 낮다. 따라서 스타일 투자자는 꾸준히 늘어날 것이며, 동시에 스타일 투자로 얻을 수 있는 알파는 지속적으로 낮아질 것이다.

### 종목의 고유패턴을 분석하는 경로분석은 진입장벽이 높아 꾸준한 알파 기대

반면 경로분석 투자는 각 종목마다 고유의 경로패턴을 분석해야 하기 때문에 스타일 투자에 비해 많은 시간과 노력이 필요하다. 하지만 이런 높은 진입장벽은 경로분석 투자의 높은 알파를 유지해 주는 요인이기도 하다.

### 기존 경로분석 모델과 함께 사용할 수 있는 2종류의 경로 분석 모델을 추가 개발

우리는 지난 2년 동안 PBR-ROE 경로분석 모델을 통해 얻은 노하우를 바탕으로, 기존 모델의 부족한 점을 보완해 줄 수 있는 2가지 경로분석 모델을 추가로 개발, 소개하려 한다. 아무쪼록 한국투자증권의 경로분석 모델을 이용해 각 종목에 적합한 최적의 투자전략을 세우기를 기대한다.

#### 〈표 2〉 경로분석 모델 요약

경로분석 모델	Y축	X축	설명
PBR-ROE (trailing)	Trailing PBR	Trailing ROE	2015년에 소개한 기존 모델
PBR-ROE (forward)	Trailing PBR	Forward ROE	기존 모델의 trailing ROE를 forward ROE로 바꿈
E/P-Growth	E/P (PER의 역수)	Forward E/P - Trailing E/P	일반적인 PER-Growth 경로패턴을 PER의 역수인 E/P와 E/P의 개선폭(%p)으로 변환해 분석

자료: 한국투자증권

<sup>1</sup> 한국투자증권, <경로분석의 모든 것 (1): 대형주 상위 20종목>, 안혁, 2017. 9. 14

<sup>2</sup> 한국투자증권, <PBR-ROE 경로분석 (1): PBR-ROE 경로패턴>, 안혁, 2015. 10. 6

<sup>3</sup> 한국투자증권, <PBR-ROE 경로분석: 경로패턴 업데이트 - 시클리컬의 분기점>, 안혁, 2016. 4. 15

<sup>4</sup> 한국투자증권, <Korea Quant 삼성전자, 새로운 상승추세 진입>, 안혁, 2016. 7. 21

<sup>5</sup> 한국투자증권, <Korea Quant 2017년 전망 - 박스권 돌파 가능성 높음>, 안혁, 2016. 10. 26



추정치 없는 종목도  
분석 가능

일정 수준 이하 ROE에서는  
장부가치만 반영되는 패턴

ROE 상승기와 하락기의  
경로 민감도가 달라지는 패턴

ROE 상승기에 추가 상승  
효과가 큰 패턴

ROE 하락기에 추가 방어  
효과를 기대할 수 있는 패턴

밸류에이션 영역이 변하는  
패턴

ROE와 PBR 간 관계가  
뚜렷하지 않은 패턴

## 1. PBR-trailing ROE 경로분석 (기존 모델)

Trailing ROE를 이용한 기존 PBR-ROE 경로분석 모델은 2015년 10월에 처음 소개됐다<sup>6</sup>. 이모델의 장점은 최근 4분기 실적을 이용했기 때문에 추정치가 없는 종목에도 광범위하게 적용할 수 있다는 것이다. 총 6개 유형의 PBR-ROE 경로패턴이 관찰된다.

### 1) 콜옵션 매수 패턴

콜옵션 매수 페이오프(payoff)와 유사한 이 패턴은 PBR-ROE 경로에서 나타나는 가장 특징적인 패턴이다[그림 A-1]. 이 패턴은 ROE가 일정 수준보다 낮을 경우 ROE 변화에 따른 PBR 변화가 없지만(기울기=0), ROE가 일정 수준 이상일 경우 ROE 변화에 따라 PBR이 변하는 양(+)의 관계가 나타난다. 이 현상은 ROE가 낮은 불황 사이클에서는 기업의 실질 영업 가치를 0으로 판단해 장부가치 수준으로 거래되지만, ROE가 일정 수준 이상인 정상적인 상황에서는 ROE에 따라 PBR이 변하며 기업가치가 형성된다.

### 2) 가변 민감도 패턴(순환형 패턴)

가변 민감도 패턴은 ROE 상승기와 하락기에 따라 PBR의 ROE 민감도가 달라지는 패턴을 말한다[그림 A-2]. 이러한 패턴은 주로 조선 업종과 같이 장기 업황 사이클의 변화가 큰 업종에서 많이 발견된다. ROE 하락 초기에는 향후 더 하락할 것이라는 예측이 PBR 하락 속도를 가파르게 하고, ROE 상승 초기에는 향후 더 상승할 것이라는 예측이 PBR 상승 속도를 빠르게 하는 시장의 특성이 이 패턴을 형성하는 주요 원인이다. 단, 각 단계 후반에는 사이클이 더 이상 지속되지 않을 것이라는 전망이 강해지며 ROE 민감도가 낮아지는 경향이 나타난다.

### 3) 높은 ROE 민감도 패턴

높은 ROE 민감도 패턴은 ROE 변화에 따른 PBR 민감도가 시장 평균에 비해 매우 높은 특성이 있다[그림 A-3]. 이 패턴의 종목은 ROE 상승기에 PBR 상승에 따라 큰 시세차익을 기대할 수 있다.

### 4) 낮은 ROE 민감도 패턴

낮은 ROE 민감도 패턴은 ROE 변화에 따른 PBR 민감도가 시장 평균에 비해 낮은 특성이 있다[그림 A-4]. 이 패턴의 종목은 ROE 하락기에 PBR 하락 효과가 적어 하방경직성을 확보할 수 있다. 특정 업종에 대한 투자 비중을 일정 수준 이상으로 가져가야 하는 인덱스 펀드의 경우 업황 하락기에 이 패턴을 가진 종목으로 교체해 보유하는 전략이 적절하다.

### 5) 패러다임 변화 패턴

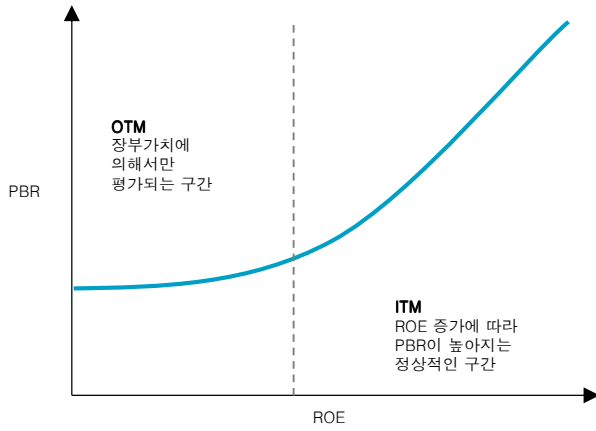
일정기간 동안 형성된 경로패턴 영역이 기업의 사업모델 또는 외부 요인에 의해 변할 때 관찰되는 패턴이다[그림 A-5]. 이 패턴의 경우 더 이상 유효하지 않은 과거 패턴을 예측에 사용하지 않는 투자자 판단이 매우 중요하다.

### 6) 무작위 패턴

무작위 패턴은 ROE 변화가 PBR에 미치는 영향이 뚜렷하지 않은 패턴으로 경로패턴 추세선의 신뢰도를 나타내는 R<sup>2</sup>값이 낮은 특성을 보여준다[그림 A-6]. 이 패턴의 종목은 PBR-ROE 밸류에이션이 아닌 타 요인에 의해 주가가 결정된다고 볼 수 있다. 따라서 우리가 제시하는 경로패턴을 활용하지 않은 것이 오히려 투자판단에 도움이 된다.

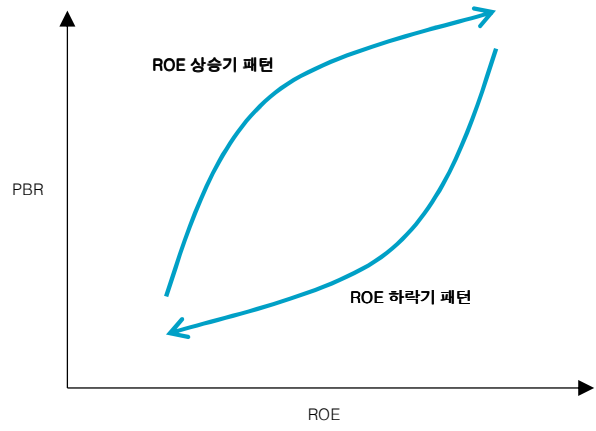
<sup>6</sup> 한국투자증권, <PBR-ROE 경로분석 (1): PBR-ROE 경로패턴>, 안혁, 2015. 10. 6

[그림 A-1] 콜옵션 매수 패턴



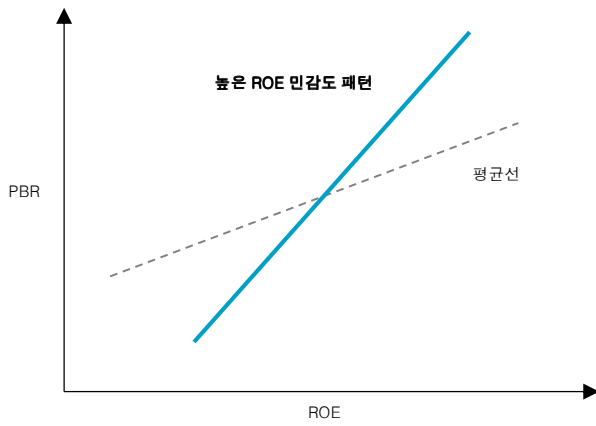
자료: 한국투자증권

[그림 A-2] 가변 민감도 패턴(순환형 패턴)



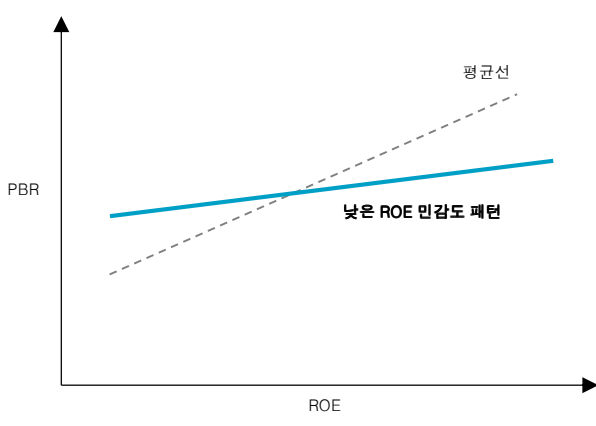
자료: 한국투자증권

[그림 A-3] 높은 ROE 민감도 패턴



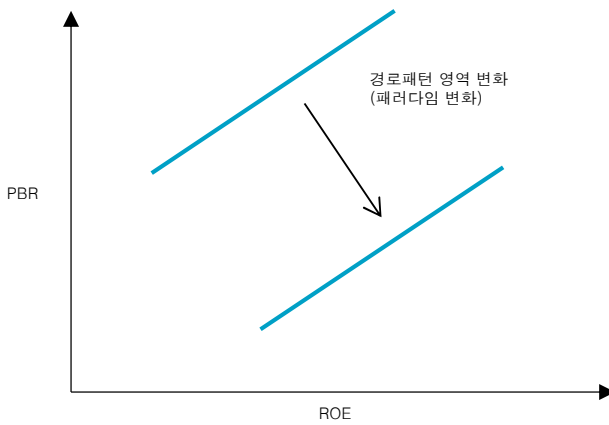
자료: 한국투자증권

[그림 A-4] 낮은 ROE 민감도 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-5] 패러다임 변화 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-6] 무작위 패턴



자료: 한국투자증권

## 2. PBR-forward ROE 경로분석

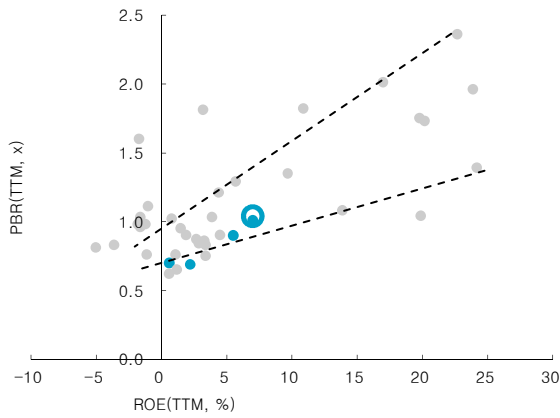
Forward ROE에 기반한 경로 패턴이 더 명확한 경우 사용

이 모델은 PBR-ROE 모델에서 애널리스트 추정치에 기반한 forward ROE로 바꾸었다. Forward ROE를 사용할 경우 추정치가 없는 중소형주에 적용하기 어려운 단점이 있다. 하지만 아래 LG전자와 SK이노베이션의 사례처럼 forward ROE에 기반한 경로패턴이 더 명확할 경우 PBR-forward ROE 경로분석 모델을 사용하는 것이 주가 예측에 유용하다[그림 A-8, A-10].

영업외손익의 변화가 크거나, 애널리스트 추정 신뢰도가 높은 종목에 유용

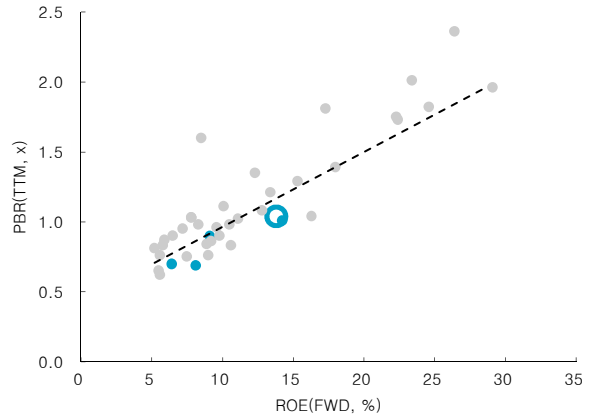
PBR-forward ROE 경로패턴이 PBR-trailing ROE 경로패턴에 비해 신뢰성이 높은 대상은 주로 영업외손익의 변화가 큰 종목이다. 이러한 종목들은 영업이익을 주로 예측하는 forward ROE가 상대적으로 밸류에이션을 잘 설명할 가능성이 높다. 또한 PBR-forward ROE 경로 패턴이 명확하게 나타나는 종목은 기본적으로 해당 종목을 분석하는 애널리스트의 추정치에 대한 신뢰도가 높다고 해석할 수 있다.

[그림 A-7] LG전자의 PBR-trailing ROE 경로



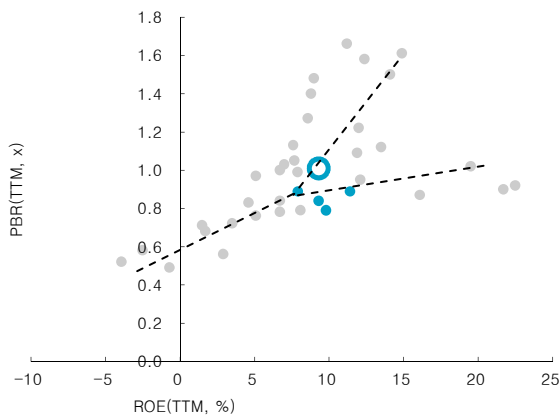
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 A-8] LG전자의 PBR-forward ROE 경로



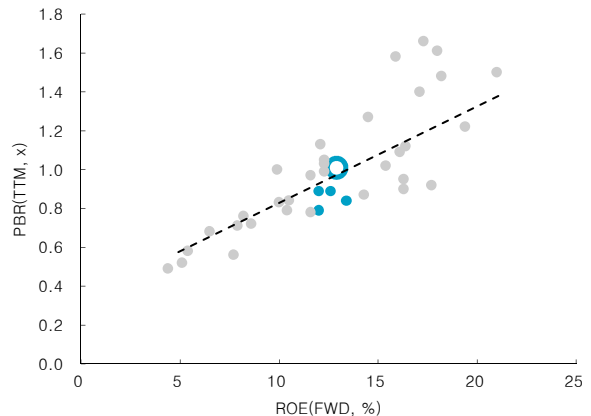
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 A-9] SK이노베이션의 PBR-trailing ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 A-10] SK이노베이션의 PBR-forward ROE 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

### 3. E/P-Growth 경로분석

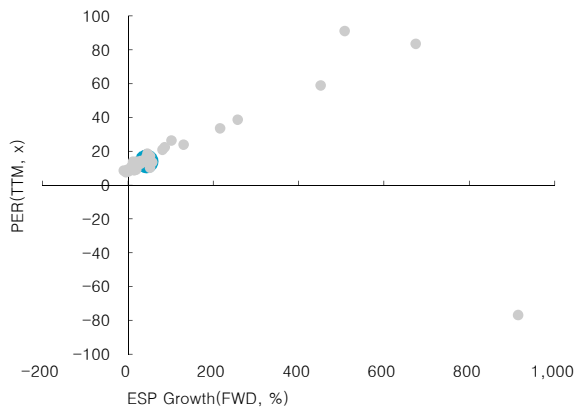
#### 기존 PER-Growth 경로분석 모델을 개선

E/P-Growth 경로분석 모델은 2012년에 개발한 PER-Growth 경로분석 모델<sup>7</sup>을 개선한 것이다. PER-Growth 모델은 2011년 이후 한국기업의 실적 감소로 성장성이 주가에 미치는 영향력이 줄어들며 신뢰성이 낮아졌으며, PER과 EPS 증가율이 가지는 왜곡현상에 취약한 단점이 있다.

#### 아웃라이어에 의한 왜곡현상 감소

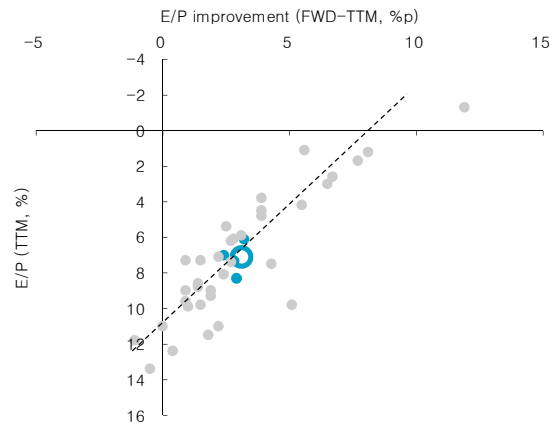
우리는 기존의 PER 대신 PER의 역수인 E/P를 사용하고, EPS 증가율 대신 E/P의 개선폭을 성장성 지표로 사용하는 E/P-Growth 모델을 통해 기존 모델의 왜곡현상을 크게 줄였다. 아래 POSCO의 경우를 보면 PER-Growth 경로패턴보다 E/P-Growth 경로패턴이 아웃라이어의 영향을 덜 받아 분석에 용이하다.

[그림 A-11] POSCO의 PER-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 A-12] POSCO의 E/P-Growth 경로



자료: WISEfn, 한국투자증권

#### 한국기업의 이익 증가로 E/P-Growth의 유용성 증가

특히 한국기업의 이익이 증가하면서 성장성이 주가에 미치는 영향력이 커지는 국면에 진입한 만큼 E/P-Growth를 이용한 경로분석 모델은 성장성과 밸류에이션의 관계를 파악하는데 크게 도움이 될 것으로 기대한다.

<표 3> 이익 성장성 판단을 위한 경로분석 모델 비교

경로분석 모델	Y축	X축	설명
PER-Growth (기존 모델, 2012년)	Trailing PER	EPS growth (=Forward EPS / Trailing EPS -1) (%)	PER과 EPS growth의 왜곡현상에 취약
E/P-Growth (개선 모델, 2017년)	Trailing E/P (=1/trailing PER)	E/P Growth (=Forward E/P - Trailing E/P) (%p)	기존 PER-Growth 모델과 방향성을 일치시키기 위해 PER의 역수인 E/P를 쓰는 Y축은 거꾸로 표시함

자료: 한국투자증권

<sup>7</sup> 한국투자증권, <How to Pick Smart? (2) 여기 KOSPI200 종목들의 이력서가 있습니다>, 안혁, 2012. 4. 18

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 증목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.