

# CYCLICAL BULLETIN 20

## RELEASE

에너지/화학: **손지우** 자동차/철강: **권순우** 조선/운송: **유승우**

Theme: 아시아나항공은 누구의 품으로?

2019-05-03



정유



화학



유틸



철강



자동차



조선



운송

### IMPLICATION

아시아나항공이 매물로 나왔다는 뉴스가 보도된 이후 예상 인수후보군으로 여러 그룹들이 지목되고 있습니다. 이에 저희 SK 증권 리서치센터 소재/산업재는 금호산업의 아시아나항공 지분 인수 시 적정소요금액이 얼마일지를 추정하고, 해당 금액을 감당할 수 있는 기업들을 선별해 봤습니다. EV/EBITDA 6.5 배에, 부채비율을 400%까지 개선할 경우 추가로 투입될 유상증자 규모를 합산한 적정소요금액은 약 2.5 조원 수준으로 추정됩니다. 그리고 2.5 조원을 조달할 수 있는 기업들을 토대로 아시아나항공 인수 시 사업적인 시너지가 무엇일지도 정리해 봤습니다.

아시아나항공 인수 시 적정소요금액 추정 약 2.5 조원

EV/EBITDA	5.5 배에 인수	6 배에 인수	6.5 배에 인수	7 배에 인수	7.5 배에 인수
예상 인수대금 (억원)	9,390	12,731	16,073	19,414	22,756
부채비율 목표	500% 수준	450% 수준	400% 수준	350% 수준	300% 수준
자본총계 (억원)	20,092	22,325	25,115	28,703	33,487
증자 규모 (억원)	4,160	6,393	9,183	12,771	17,555
단위: 억원	5.5 배에 인수	6 배에 인수	6.5 배에 인수	7 배에 인수	7.5 배에 인수
부채비율 500% 수준	13,550	16,892	20,233	23,574	26,916
부채비율 450% 수준	15,783	19,124	22,465	25,807	29,148
부채비율 400% 수준	18,573	21,915	25,256	28,597	31,939
부채비율 350% 수준	22,161	25,502	28,844	32,185	35,527
부채비율 300% 수준	26,945	30,286	33,628	36,969	40,311

자료: Dart, DataGuide, 아시아나항공, SK 증권

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

# “

아시아나항공 인수 후보군을 가늠하기에 앞서 인수 가격을 추정해봤습니다. 우선, 아시아나항공 최대주인 금호산업의 지분 33.47%의 가치를 산정하기 위해 EV를 계산했습니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

# ”

## 인수 시 적정소요금액: 약 2.5 조원

아시아나항공을 누가 인수할 것인지에 대해서 수많은 추측이 난무하고 있습니다. 저희 SK 증권 소재/산업재도 정답을 알 수는 없지만 대략 누구의 손으로 들어갈 가능성이 있을지 가능해 보고자 합니다.

먼저 아시아나항공을 인수하는데 소요되는 자금이 얼마인지 추정해봤습니다. 총 인수 자금을 ① 아시아나항공 최대주인 금호산업의 지분 33.47% 인수 가격 ② 경영권 프리미엄 ③ 부채비율 안정화를 위한 유상증자 금액을 각각 추정해 합산하는 방식으로 계산해봤습니다.

금호산업의 아시아나항공 지분 인수 가격을 추정하기 위해 EV를 계산해 봤습니다.  $EV = \text{총차입금} - \text{현금 및 현금성 자산} + \text{시기총액}$ 이기 때문에 총차입금을 먼저 계산했습니다. 2018년 사업보고서 기준으로 장기차입금, 사채, ABS, 금융리스를 합하면 3조 2,922 억원이고, 당장 올해 만기가 도래하는 물량은 1조 1,610 억원에 달합니다.

아시아나항공의 연결 기준 차입금 현황

(단위: 억원)	2018년 말	2019년 만기	2020년 만기	2020년 이후 만기	조기지급사유 또는 기한이익상실 조항
장기차입금	3,198	2,883	279	36	조기지급사유 1. 회사채 신용등급 BBB- 미만 2. EBITDA/이자비용 2.0 미만
사채(CB 포함)	3,095	6,024	3,910	5,635	기한이익상실 조항 1. 부채비율 1000% 초과 2. 한 회계연도에 총액 1조원 이상 자산 차분 시 3. 각 사채 발행 이후 지급보증 또는 담보권이 설정되는 채무합계액이 직전 회계연도 자기자본의 500% 초과 시 4. 사채 이외의 차입에서 기한이익 상실 사유 발생 시
CB	1,815				기한이익상실 조항 1. 자산 및 영업의 전부 또는 직전사업연도 매출의 50% 이상을 차지하는 주요한 사업부문을 양도, 분리하는 거래의 승인시 2. 연간 누적 총액이 총 자산의 30%를 초과하는 자금의 차입 3. 자본금의 30%를 초과하는 자본금의 증감 4. 외부감사인이 회사에 대한 분반기 또는 정기감사 결과 "적정"의견 이외의 의견을 제시하는 경우
ABS	12,474				조기지급사유 1. 회사채 신용등급 BBB- 미만 2. DSCR 일정 기준에 미달 3. 해당 채무 외 차입에서 채무불이행 발생시
합계	18,768	8,908	4,189	5,671	-
구분	2018년 말	1년 내	1~5년 내	5년 초과	조기지급사유 또는 기한이익상실 조항
금융리스	14,154	2,702	7,631	3,821	조기지급사유 금융리스부채 이외 특정 차입에서의 채무불이행
총합계	32,922	11,610			-

자료: Dart, SK 증권



“

그런데 2019년부터 회계기준 변경으로 운용리스까지 부채로 인식하게 됩니다. 따라서 아시아나항공의 부채비율이 919%까지 치솟습니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

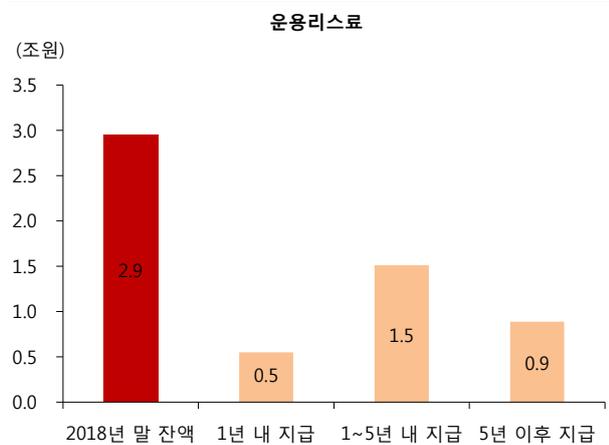
여기서 한가지 깊고 넘어가야 할 부분은, 회계기준 변경입니다. 국제회계기준인 IFRS16에 따르면 2019년 1월 1일부터 항공사가 운용리스로 도입한 기재들을 자산부채로 인식해야 합니다. 기존에는 리스 계약 만료 후 리스이용자가 자산을 소유하는 금융리스만 부채로 인식했지만, 2019년부터는 단순 대여로 취급하던 운용리스까지 부채로 보는 것입니다.

이때 아시아나항공의 부채비율이 문제시 됩니다. 약 3조원에 달하는 아시아나항공의 운용리스를 부채로 인식시키게 되면 2019년 연결 기준 아시아나항공의 부채비율은 919%까지 치솟습니다. 당장 사채 중에서 부채비율이 1000%를 넘을 경우 기한이익상실 조항이 발동되며, 2019년에 상환해야 하는 차입금은 기준 1조 1,610억원에 운용리스 5,499억을 더해 1조 7,109억원까지 치솟아 자칫하면 채무불이행 사태가 벌어질 수도 있습니다.

구분	특징
금융리스	1. 리스자산을 리스이용자 회사가 구입한 것과 마찬가지로, 재무상태표에 유형고정자산으로 분류 2. 구입한 것이 아니고, 대여한 것이지만 구입한 것으로 취급 3. B/S에는 리스자산과 리스부채를 동시에 인식 4. 리스자산에 관련된 감가상각비와 이자비용을 손익계산서에 인식함 5. 리스 계약 만료 후 리스이용자가 자산 소유
운용리스	1. 단순 대여로 취급 2. 매년 지불하는 리스료를 손익계산서에 비용으로 처리 3. 사업보고서 주석에 운용리스로 인해 지불해야 할 리스료를 공시 4. 리스이용자가 책임부담을 덜 수 있기에 회계처리방법도 비교적 간단 5. 재무상태에 직접 반영되지 않기에 기업들이 선호 6. 리스 계약 만료 후 리스사가 자산 소유

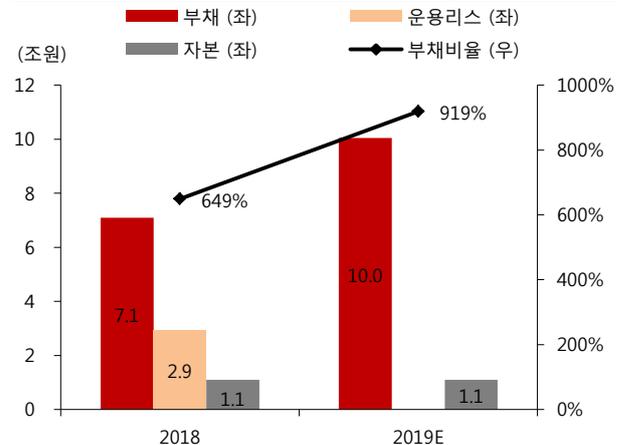
자료: 언론자료 취합, SK 증권

아시아나항공의 운용리스료는 약 3조원에 달함



자료: Dart, SK 증권

아시아나항공의 연결 기준 부채비율은 회계기준 변경으로 1000%에 다가섬



자료: Dart, SK 증권



“

운용리스 기제가 많은 아시아나항공에 대해 채권단인 산업은행과 수출입은행이 5,000 억원의 영구채 매입을 결정했습니다. 따라서 아시아나항공의 부채비율은 631% 수준까지 낮아지게 됩니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

특히 아시아나항공은 운용리스 기제가 많습니다. 전체 82 개의 기제 중 금융리스가 21 기, 직접 소유가 11 기, 운용리스가 50 기나 됩니다. 다른 항공사들 대비해서 부채 증가 폭이 클 수 밖에 없는 것이죠.

이에 채권단 중 국책은행인 산업은행과 수출입은행이 아시아나항공의 영구채 5,000 억원을 사들이는 결정을 내렸습니다. 더불어 한도대출(신용한도) 8,000 억원과 보증한도 3,000 억원 등 마이너스 통장 성격의 자금 지원까지 총 1.6 조원을 지원하겠다고 나섰습니다. 실제로 투입되는 현금은 영구채 인수 대금인 5,000 억원 정도입니다. 영구채를 채권단이 매입할 경우 아시아나항공의 자본이 5,000 억원 늘어나는 효과가 있기 때문에 운용리스의 부채화에도 불구하고 부채비율을 631% 수준까지 낮출 수 있게 됩니다.

아시아나항공 기제 현황					
구분	2017		4Q18		
	운영대수	운영대수	금융리스	소유기	운용리스
<b>여객</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>18</b>	<b>6</b>	<b>46</b>
A320/321	26	25			25
A321NEO					
B767	7	7	4	3	
A330	15	15			15
B747	2	2		2	
B777	10	9	8	1	
A350	4	6			6
A380	6	6	6		
<b>화물</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
B767F	1	1	1		
B747F	11	11	2	5	4
<b>총계</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>21</b>	<b>11</b>	<b>50</b>

자료: 아시아나항공, SK 증권

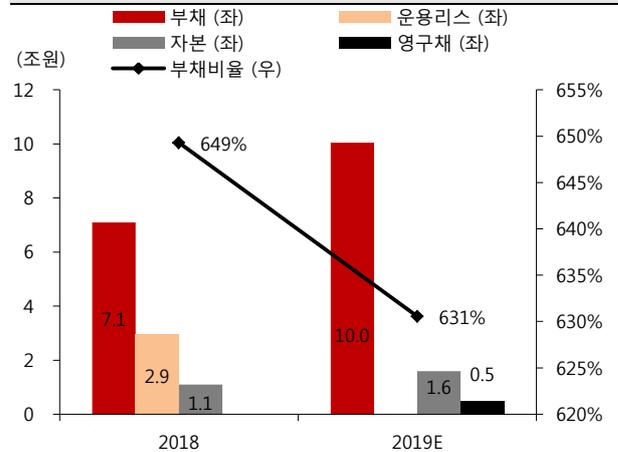
채권단은 따라서 아시아나항공에 대해 영구채 5,000 억원을 인수하기로 함

### 채권단 "아시아나 1.6 조 지원은 유사시 고려...연내 매각"

산업은행 등 아시아나항공 채권단은 아시아나항공에 영구채 인수 5000 억원, 한도대출(크레딧 라인) 8000 억원, 보증한도(Stand-by L/C) 3000 억원 등 총 1 조 6000 억원을 지원하기로 결정했다. 채권단은 아시아나항공 매각이 진행되는 상황에서 신용경색이 발생하는 최악의 상황을 가정해 자금 지원규모를 산정했다고 설명했다...**(중략)**...이번 자금 지원에는 채권단 중 시중은행을 제외하고 국책은행인 산업은행과 수출입은행만 참여한다. **(하략)**

자료: 조선비즈(2019-04-23), SK 증권

그러면 아시아나항공의 연결 기준 부채비율은 631%까지 하락함



자료: Dart, SK 증권



“

그러면 아시아나항공의 총차입금은 6.7 조원입니다. 현금을 빼서 EV 를 구한 뒤, 운용리스 기재들에서 발생할 추가적인 감가상각비를 더한 EBITDA 를 새롭게 추정해보니 EV/EBITDA 는 5 배 수준입니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

그러면 아시아나항공의 총차입금은 운용리스와 영구채까지 합쳐서 6.7 조원이 됩니다. 2018 년 말 기준 현금 및 현금성자산이 4,508 억원이므로 순차입금은 6.3 조원이고 여기에 5 월 3 일 기준 아시아나항공의 시가총액을 합산하게 되면 아시아나항공의 EV 는 약 7.7 조원 수준입니다.

EBITDA 는 운용리스 기재들을 2019 년부터 부채자산으로 인식하고 새롭게 감가상각비가 발생할 것이기 때문에 새롭게 추정했습니다. 기존 소유기 11 기와 금융리스 기재 21 기에서 발생하던 감가상각비 5,048 억원이 운용리스 기재인 50 기에서도 비례해 발생할 것으로 가정하면 운용리스 기재 감가상각비가 7,887 억원으로 추정됩니다. 따라서 EBITDA 도 5 월 3 일 기준 2019 년 EBITDA 컨센서스인 7,472 억원에서 1.5 조원 수준으로 증가하게 됩니다. 결국 2019 년 아시아나항공의 EV/EBITDA 는 5 배 수준이라고 볼 수 있습니다.

금호산업의 아시아나항공 지분 인수대금 추정

(단위: 억원)	2019E	5.5 배에 인수	6 배에 인수	6.5 배에 인수	7 배에 인수	7.5 배에 인수
EV/EBITDA	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
EV	77,043	84,475	92,155	99,834	107,514	115,194
총차입금	67,403	67,403	67,403	67,403	67,403	67,403
장기차입금	3,198	3,198	3,198	3,198	3,198	3,198
사채(전환사채 포함)	3,095	3,095	3,095	3,095	3,095	3,095
ABS	12,474	12,474	12,474	12,474	12,474	12,474
금융리스	14,154	14,154	14,154	14,154	14,154	14,154
운용리스	29,481	29,481	29,481	29,481	29,481	29,481
영구채	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
현금 및 현금성자산	4,508	4,508	4,508	4,508	4,508	4,508
순차입금	62,895	62,895	62,895	62,895	62,895	62,895
시가총액(4/30 기준)	14,148	21,580	29,260	36,940	44,619	52,299
회계 기준 변경 전 EBITDA (4/30 기준 컨센서스)	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472
기존 감가상각비	-5,343	-5,343	-5,343	-5,343	-5,343	-5,343
기존 항공운수 감가상각비	-5,048	-5,048	-5,048	-5,048	-5,048	-5,048
운용리스 기재 감가상각비	-7,887	-7,887	-7,887	-7,887	-7,887	-7,887
회계 기준 변경 후 EBITDA (4/30 기준 컨센서스)	15,359	15,359	15,359	15,359	15,359	15,359
금호산업 구주매출	4,735	7,223	9,793	12,364	14,934	17,504
경영권 프리미엄 30%		2,167	2,938	3,709	4,480	5,251
예상 인수대금		9,390	12,731	16,073	19,414	22,756

자료: Dart, DataGuide, 아시아나항공, SK 증권

주: 금호산업의 아시아나항공 지분율은 33.47%임



“

최근 5년간 항공사가 피인수된 사례에서 딜이 성사된 경우의 EV/EBITDA 는 평균 6.5 배 수준을 보였습니다. 따라서 아시아나항공도 6~7 배 수준에서 거래되리라 봅니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

통상적인 경영권 프리미엄 수준인 30%를 포함하면 EV/EBITDA 기준 5.5 배에 인수할 경우에 약 9,390 억원, 7.5 배에 인수할 경우 2.28 조원까지 금호산업의 지분 인수대금은 증가하는데요, 몇 배 수준에서 인수할 지 가능해보기 위해 최근 5년간 글로벌리 항공사가 피인수된 사례를 조사해봤습니다.

EV/EBITDA 가 공개된 사례들로만 추려보니 모든 딜의 평균 EV/EBITDA 는 5.7 배였습니다. 그리고 딜이 성사(complete)된 경우들만 평균해보면 6.5 배 수준입니다. 따라서 이번 아시아나항공 인수도 6~7 배 사이에서 논의될 것으로 보입니다. 즉, 경영권 프리미엄을 포함하면 금호산업 지분 인수대금만 1.27 조원에서 1.94 조원 사이로 추정됩니다.

항공사 인수 사례						
공시일	인수대상기업명	인수기업명	공시된 총가치(백만불)	지불유형	EV/EBITDA	거래현황
02/14/2013	US 에어웨이즈 그룹	아메리칸 에어라인스 그룹	3,080	Stock	2.72	Completed
04/04/2016	버진 아메리카	알래스카 에어 그룹	2,170	Cash	10.04	Completed
01/03/2013	Pinnacle Airlines Corp	Multiple acquirers	397	Debt	4.54	Completed
11/06/2015	타이거 에어웨이즈 홀딩스	싱가포르 항공	350	Cash	31.35	Completed
04/01/2016	에어아시아	Tune Live Sdn Bhd	259	Cash	2.33	Completed
11/08/2012	Vueling Airlines SA	인터내셔널 컨솔리데이티드 에어라인스 그룹	191	Cash	6.58	Completed
10/29/2012	Skywest Airlines Pte Ltd	버진 오스트레일리아 홀딩스	98	Cash, Stock	3.88	Completed
11/07/2011	Icelandair Group HF	Private Investor	24	Cash	2.25	Completed
01/11/2019	플라이비 그룹	Multiple acquirers	3	Cash	0.08	Completed
03/08/2017	디스커버리 에어	Multiple acquirers	2	Cash	0.78	Completed
06/11/2015	TAP-Transportes Aereos Portugueses SGPS SA	Multiple acquirers	11	Cash	0.1	Pending
06/19/2012	에어 링구스 그룹	라이언에어	612	Cash	5.2	Terminated
06/14/2016	아시아 에이비에이션	Private Investor	347	Cash	3.76	Terminated

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 모든 딜의 평균 EV/EBITDA 는 5.7 배이고, 딜이 성사된 경우들만의 평균 EV/EBITDA 는 6.5 배임



“

그리고 채권단은 구주 매각과 제 3 자 배정 유상 증자도 추진하고 있습니다. 따라서 대한항공의 목표치와 유사한 400%까지 부채비율을 개선한다고 가정하면 9,183 억원이 더 필요합니다

- SK 증권 조선/운송 유승우

”

그런데 이번 아시아나항공 매각은 인수자가 단순히 금호산업의 아시아나항공 지분만 떠나는 것이 아닙니다. 채권단은 금호산업 구주 매각과 함께 인수자에게 제 3 자 배정 유상증자도 추진하고 있습니다.

따라서 아시아나항공의 연결 기준 부채비율을 현재 631%에서 300%수준까지 50%씩 목표치를 낮추며 각 단계별 증자 규모를 계산해 보았습니다. 결론적으로 300% 수준까지 개선시키려면 1.76 조원 수준의 자금이 추가로 수혈되어야 합니다.

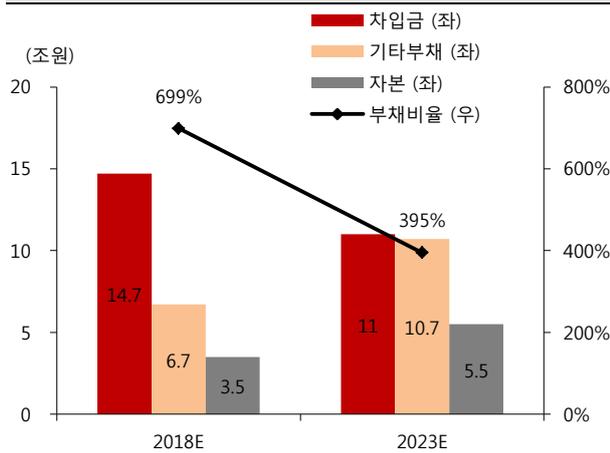
그런데 지난 2 월 아시아나항공의 경쟁사인 대한항공이 비전 2023 을 통해 부채비율 목표를 제시한 바 있는데, 그 수준이 395%입니다. 따라서 아시아나항공도 명분상 400% 수준까지는 개선한다고 가정하면 인수자는 약 9,183 억 원 가량의 추가 자금이 필요합니다.

부채비율 목표에 따른 증자 규모

부채비율 목표	2019E	500% 수준	450% 수준	400% 수준	350% 수준	300% 수준
부채비율	631%	500%	450%	400%	350%	300%
부채총계	100,461	100,461	100,461	100,461	100,461	100,461
자본총계	15,932	20,092	22,325	25,115	28,703	33,487
증자 규모		4,160	6,393	9,183	12,771	17,555

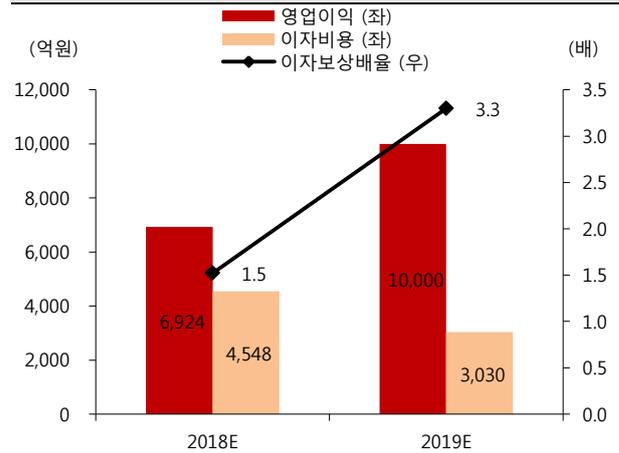
자료: Dart, DateGuide, 아시아나항공, SK 증권  
주: 단위는 억원

대한항공의 비전 2023 에 따른 부채비율 목표,



자료: 대한항공, SK 증권

이자보상배율도 3.3 배까지 높여 이자비용 3,030 억원 달성 목표 제시



자료: 대한항공, SK 증권



“

EV/EBITDA 6.5 배, 부채비율 목표 400% 기준 필요 자금은 약 2.5조원입니다. 저희는 유동성 지표로 2.5조원 조달 가능 기업들을 구분하는 것을 시작으로 예상 인수 후보군을 제시하려 합니다

- SK 증권 조선훈승 유승우

”

EV/EBITDA 5.5~7.5 배 수준과 부채비율 목표 500~300%을 매트릭스로 정리한 결과는 아래와 같습니다. 금호산업 구주 매각 대금과 경영권 프리미엄 30%, 부채비율 목표달성을 위한 증자 규모를 모두 더하면 EV/EBITDA 6.5 배, 부채비율 목표 400% 기준 필요 자금은 2 조 5,256 억원입니다.

연론상 보도로는 1.5 조원에서 최대 2 조원 정도가 거론되고 있는데, SK 증권 리서치센터 소재산업재는 그것보다는 더 발생하는 것으로 추정합니다. 그리고 가시화되지 않았지만, 만약에 아시아나항공의 2 대 주주인 금호석유화학이 보유하고 있는 11.98%의 지분도 함께 구주 매각 대상이 된다면 금액은 더 올라갈 수도 있습니다.

그러면 2.5 조원 가량이 소요되는 아시아나항공 인수전에 뛰어들 여력이 있는 기업은 어디일까요? 저희는 먼저 정량적인 유동성 지표로 2.5 조원을 조달할 능력이 되는 기업군을 구분해 낸 뒤에 정성적인 시너지와 기타 법리적인 제약 조건들을 통해 예상 인수 후보군을 제시드리고자 합니다.

부채비율 목표에 따른 증자 규모

(단위: 억원)	5.5 배에 인수	6 배에 인수	6.5 배에 인수	7 배에 인수	7.5 배에 인수
부채비율 500% 수준	13,550	16,892	20,233	23,574	26,916
부채비율 450% 수준	15,783	19,124	22,465	25,807	29,148
부채비율 400% 수준	18,573	21,915	25,256	28,597	31,939
부채비율 350% 수준	22,161	25,502	28,844	32,185	35,527
부채비율 300% 수준	26,945	30,286	33,628	36,969	40,311

자료: Dart, DataGuide, 아시아나항공, SK 증권  
 주: 경영권 프리미엄은 30%로 가정함



“

앞서 언급한 바와 같이 아시아나항공 인수대금은 약 2.5 조원으로 예상되는데, 시간도 촉박하기에 인수자의 재무여력에 대한 판단이 선행되어야 합니다. 현재 몇몇 그룹들이 후보로 거론 중에 있죠

- SK 증권 소재 / 산업재

”

## 누가 인수할 수 있을까? ① 재무분석

앞서 분석한 바와 같이 아시아나항공을 인수하려는 주체는 약 2.5 조원의 인수 대금을 마련해두어야 할 것으로 판단됩니다. 매각 측인 금호산업은 6월 입찰 공고를 내고 7~8월 예비입찰과 우선협상대상자를 선정한 뒤, 10월에는 인수 대상자를 확정 짓고 연말 즈음 인수자와 본 계약을 체결하겠다는 목표를 세우고 있는 것으로 알려지고 있는데요. 가뜰이나 인수 금액이 적지 않은 편인데 시간마저도 꽤나 촉박한 편입니다. 따라서 기본적으로 “아시아나항공을 누가 인수할 수 있을까?”라는 질문에 답을 하기 위해서는 선행적으로 인수 후보군에 대한 재무분석이 필요합니다.

아직 구체적으로 아시아나항공 인수전에 뛰어들겠다고 선언한 그룹은 없는 상황입니다. 다만 언론에서는 한화, SK, 롯데, CJ, 신세계 등을 거론하고 있군요.

7~8월 우선협상대상자 선정 이후 10월 인수대상확정, 연말 본계약 계획 중

### 아시아나항공 매각 주간사, CS 증권 선정...다음주 실사 전망

(전략) 이르면 다음주 채권단이 자체실사에 들어갈 것으로 예상됩니다. 이 실사를 통해 자체적으로 매각금액을 책정합니다. 6월쯤에는 인수 합병 공고를 내고 본격적인 인수 대상자를 선정하는 작업을 진행할 것으로 예상됩니다. 7~8월 중 예비입찰 후 우선협상대상자의 실사 등 과정을 거치면 10월쯤에는 인수대상자가 정해지고 이르면 올해 연말 본계약이 체결될 것으로 예상됩니다. (하락)

자료: SBS CNBC(2019-04-25), SK 증권

언론에서 언급되고 있는 유력 인수후보 그룹: 한화

### "김승연 의지 크다"...한화, 아시아나 인수 후보로 급부상

한화그룹이 아시아나항공 인수 후보로 급부상하고 있다. 재계에선 한화그룹이 아시아나항공 인수 참여로 기뻐했다는 얘기가 나온다. 재계 관계자는 "김승연 한화그룹 회장의 인수 의지가 크다"고 말했다. 여기에 인수 경쟁자로 꼽히던 SK와 CJ 그룹이 인수에 미온적이어서 한화그룹의 인수설이 힘을 받고 있다. 이에 따라 아시아나항공 대주주인 금호그룹의 발걸음도 빨라지고 있다. (하락)

자료: 중앙일보(2019-04-29), SK 증권

언론에서 언급되고 있는 유력 인수후보 그룹: SK

### 아시아나 항공 인수전에.. SK㈜·SK 이노베이션 나설까?

SK 그룹이 아시아나항공의 유력 인수 후보군에 손꼽힘에 따라 SK 그룹 내 어느 계열사가 인수에 나설 지 여부에도 관심이 쏠리고 있다. 투자 결정은 SK 그룹 내 최고경영자(CEO) 혐이규인 SK 수펙스추구협의회가 담당하지만 인수 주체는 투자형 지주사인 SK㈜를 필두로 국내 최대 정유사인 SK 이노베이션이 될 가능성이 높다. (하락)

자료: 서울경제(2019-04-20), SK 증권

언론에서 언급되고 있는 유력 인수후보 그룹: 롯데, 신세계, CJ

### 롯데 CJ 신세계, 아시아나항공 인수 놓고 계산기 두드릴까

아시아나항공 인수전에 롯데그룹과 신세계그룹, CJ 그룹 등 유통기업들도 참여할까? 항공사업과 유통사업의 시너지가 발생할 것으로 분석되기 때문인데 자금여력을 놓고 계산기를 두드려볼 것으로 예상된다. 17일 유통업계에 따르면 롯데그룹과 신세계그룹, CJ 그룹이 아시아나항공 인수를 놓고 저울질을 하고 있다는 말이 나온다. (하락)

자료: 비즈니스포스트(2019-04-17), SK 증권



“ “

최종인수 예상대금 2.5 조원 감안 시 자본규모 3~4조원 이상, 현금등가물 1조원 정도가 갖춰져야 할 텐데, 이런 여력이 되는 후보는 우리가 잘 아는 SK, LG, 롯데, 한화 같은 대그룹뿐입니다

- SK 증권 소재 / 산업재

” ”

현재 시점에서 어느 그룹이 유력하다고 언급하기는 매우 모호하면서도 조심스럽습니다. 따라서 SK 증권 리서치센터 소재/산업재 파트는 인수 후보군으로서 주관적인 의견을 위주로 구성하기 보다는, 언론에서 조금이라도 언급된 그룹들 모두를 포함시켜 일단 재무분석을 해보는 방향으로 가닥을 잡았습니다.

정말 이들이 인수대상으로서 거론될 만한 재무구조를 갖추고 있는 지 판단하기 위해서는 기본적으로 기업규모와 현금부터 체크해봐야 합니다. 저희가 제시 드리는 최종 인수대금 약 2.5 조원을 감안한다면 최소한 자본규모는 그 이상(3~4 조원)을 보유하고 있어야 합리적이라고 할 수 있겠죠. 더불어서 현금(및 현금등가물) 보유규모도 중요한 기준이 될 수밖에 없을 텐데, 어림잡아 1조원 수준은 있어야 재무적 안정성을 확보했다는 평가가 가능할 것으로 보입니다.

이렇게 1 차적으로 걸러내 볼 경우 역시 우리가 어렵פות이 생각하는 대로 굴지의 대그룹들, 즉 SK, LG, 롯데, 한화가 가능한 후보군으로 평가 됩니다. 각 그룹의 핵심계열사들은 사실상 모두 포함되는데, SK의 텔레콤 / 이노베이션 / 하이닉스, LG의 화학 / 전자, 롯데의 케미칼 / 쇼핑, 한화케미칼이 대상입니다.

자본과 현금성자산으로 평가해 본 인수후보군

(단위: 조원)	자본	현금 및 현금성자산
AK홀딩스	15	05
SK(별도)	132	01
SK텔레콤	223	15
SK이노베이션	193	19
SK하이닉스	469	23
LG(별도)	91	01
LG화학	173	25
LG생활건강	36	04
LG전자	163	43
롯데(별도)	53	01
롯데케미칼	135	13
호텔롯데	88	05
롯데쇼핑	124	18
GS(별도)	53	01
GS리테일	25	01
한화	34	04
한화케미칼	62	10
호텔신라	08	03
신세계	50	04
CJ(별도)	27	00
CJENM	34	05
CJ제일제당	73	05
CJ대한통운	31	02

자료: 각 사, SK 증권



“

추가적으로 유동비율과 부채비율이 훌륭하다면 차입 내지는 금융권을 통한 인수를 생각해볼 수도 있겠죠. 하지만 다른 후보군들은 여기까지 생각해 도 그렇게 많은 여력이 있지는 않습니다

- SK 증권 소재 / 산업재

”

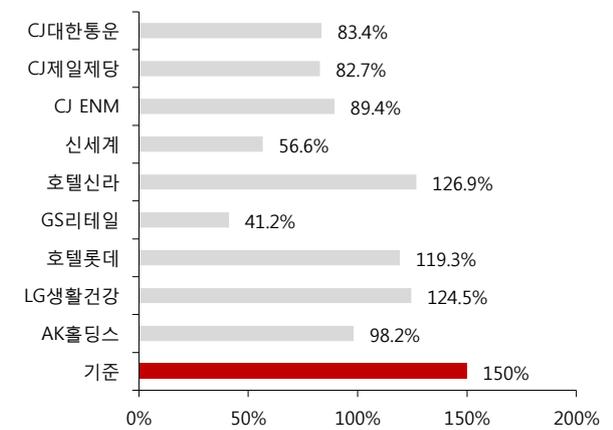
하지만 단순히 저 수치 만으로만 평가하기는 애매한 부분이 없잖아 있습니다. M&A 과정에서는 최고경영자가 반드시 필요하다 생각될 경우 과감한 차입 내지는 금융계열과의 협력을 통해서 현금을 마련하는 경우도 충분히 많았었으니까요. 그렇기 때문에 최소한 현금 및 현금등가물이 5 천억원 이상 되는 기업들 중에서 재무수준이 매우 양호한, 즉 추가적인 차입을 가져갈 여력이 충분한 기업들을 재차 살펴볼 필요가 있습니다.

이를 위해 사용한 추가적인 재무갯대가 유동비율과 부채비율입니다. 일반적으로 양호한 기업이라 한다면 유동비율 150% 이상, 부채비율 100% 이하라는 기준치를 적용할 수 있을 텐데요. 그렇다면 SK, LG, 롯데, 한화 외에 이 기준에 적용될 수 있는 기업들이 있을까요? 아쉽게도 딱히 눈에 들어오지는 않습니다. 호텔롯데, LG 생활건강이 포함될 수 있지만 이들은 이미 그룹차원에서 다른 계열사들도 우량한 재무를 보였기에 따로 언급할 필요는 없어 보입니다.

CJ 대한통운과 제일제당은 모두 유동비율이 낮고 부채비율도 높은 편입니다. 일반적인 재무기준으로 본다면 양호하다 할 수 있겠지만 대규모 차입을 통해 M&A 를 노릴 만한 수준은 아니라는 판단이구요. 그나마 계열사 중에선 부채비율이 낮은 ENM 이 부각되지만 그렇다고 대단히 양호하게 볼 수준까지는 아닙니다. 신세계와 GS 리테일도 각각 유동비율 56.6%, 41.2%에서 알 수 있듯이 재무적 여력이 많지 않아 보입니다.

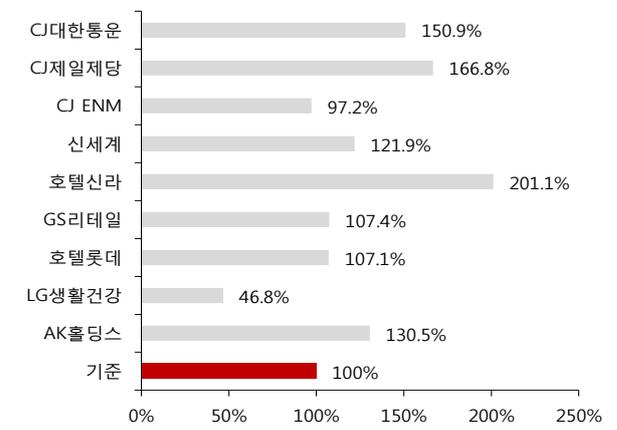
특이하게 중견그룹 중 언론 상으로 수 차례 유의미하게 언급되는 기업이 제주항공을 보유한 AK 홀딩스입니다. 그들은 어떨까요? 일단 유동비율 98.2% / 부채비율 130.5%가 안정적이라 할 수 있겠지만 차입을 대규모로 일으킬 수 있을 만큼 대단한 수준이라 평가할 정도는 아닙니다. 게다가 자본 1.5 조원, 현금등가물 0.5 조원도 역시 아시아나항공을 노리기에 적합한 구조는 아니기 때문에, 총합적으로 봤을 때 그렇게 재무여력을 높게 평가하기는 어렵겠네요.

SK, LG, 롯데, 한화 외 다른 유력인수후보들의 유동비율 평가



자료: 각 사, SK 증권

SK, LG, 롯데, 한화 외 다른 유력인수후보들의 부채비율 평가



자료: 각 사, SK 증권



“

다만 재무만으로 판단해선 안됩니다. 사업적 시너지가 크다면 다양한 방법을 검토해볼 수 있으니까요. 게다가 일반적으로 본다면 재무가 다들 튼튼하기에 그럴 가능성이 아예 없지는 않습니다

- SK 증권 소재 / 산업재

”

물론 이런 재무적인 평가만으로 인수후보를 가리기에는 무리가 있습니다. 앞서 언급한 바와 같이 차입과 금융계열은 이용한 인수 방법들도 많이 있고, 그 외에 연합을 형성하여 인수하는 방법 등 다양한 논의들이 가능할 수 있습니다.

그리고 무엇보다 SK, LG, 롯데, 한화 외에 CJ, 신세계, GS, 호텔신라, 그리고 AK 홀딩스의 현재 재무여력은 충분히 '양호'하다고 분석할 수 있는 수준이라는 것을 간과해서는 안 됩니다. 워낙 아시아나항공의 인수대금이 대규모로 책정되고 있는 만큼 이 정도 규모를 감당할 수 있느냐를 판가름하기 위해서 위와 같은 잣대들을 적용해서 그렇지, 일반적인 국내 신용평가만 본다고 하더라도 대다수 더블 A 이상의 grade 를 보유하고 있을 정도로 나쁘지 않은 기업들입니다. (싱글 A는 한화지주뿐임)

따라서 재무적 분석뿐만 아니라 경영적 분석, 즉 아시아나항공을 인수했을 때 시너지 효과까지 같이 감안해 볼 필요가 있다는 판단입니다. 상황에 따라서 그 시너지가 매우 커 보인다면 공격적인 선택을 할 여지도 있을 테니까요.

아시아나항공 주요 인수후보들의 핵심재무지표

(단위: 십억원 배)	자본	현금성자산	유동비율	부채비율	ND/EBITDA	한국신용평가	한국기업평가	NICE
AK홀딩스	1,474	511	98.2%	130.5%	0.4			
SK (별도)	13,168	124	30.6%	62.3%	6.1	AA+	AA+	AA+
SK텔레콤	22,349	1,507	116.2%	89.6%	1.6	AAA	AAA	AAA
SK이노베이션	19,328	1,856	187.4%	86.7%	1.1	AA+	AA+	AA+
SK하이닉스	46,852	2,349	152.7%	35.9%	(0.1)	AA	AA	AA
LG(별도)	9,099	133	273.0%	2.5%	(0.7)			
LG화학	17,322	2,514	166.2%	67.1%	0.7	AA+	AA+	AA+
LG생활건강	3,594	397	124.5%	46.8%	0.1	AA+	AA+	AA+
LG전자	16,307	4,270	113.0%	171.8%	1.4	AA	AA	AA
롯데지주(별도)	5,267	91	44.5%	73.8%	24.0	AA+	AA+	
롯데케미칼	13,544	1,330	205.6%	53.6%	0.0	AA+	AA+	
호텔롯데	8,755	508	119.3%	107.1%	10.8	AA		
롯데쇼핑	12,427	1,818	86.4%	111.3%	3.6	AA+	AA+	AA+
GS(별도)	5,318	64	15.5%	17.3%	1.5	AA		AA
GS리테일	2,458	62	41.2%	107.4%	1.9	AA	AA	
한화 (별도)	3,393	355	78.9%	129.3%	4.7		A+	A+
한화케미칼	6,227	1,024	97.7%	144.6%	5.6		AA-	AA-
호텔신라	765	282	126.9%	201.1%	1.2	AA	AA	AA
신세계	5,002	352	56.6%	121.9%	4.1	AA		AA
CJ (별도)	2,654	31	108.0%	6.0%	0.8		AA-	AA-
CJ ENM	3,426	453	89.4%	97.2%	1.8	AA-		
C제일제당	7,308	548	82.7%	166.8%	4.9	AA	AA	AA
C대한통운	3,139	163	83.4%	150.9%	5.9	AA-	AA-	AA-

자료: 각 사, SK 증권



“

앞서 언급한 바와 같이 아시아나항공 인수대금은 약 2.5 조원으로 예상되는데, 시간도 촉박하기에 인수자의 재무여력에 대한 판단이 선행되어야 합니다. 현재 몇몇 그룹들이 후보로 거론 중에 있죠

- SK 증권 소재 / 산업재

”

## 누가 인수할 수 있을까? ② 사업 시너지 분석

일단 대그룹들의 시너지부터 평가해보겠습니다. 가나다와 영문 순으로 해서 롯데그룹부터 이야기를 하자면, 내수와 소비 사업에 특화되어 있는 그룹이기 때문에 당연히 시너지는 기대해볼 수 있습니다. 호텔과 백화점, 면세점 외에 각종 물류사업도 있죠. 재무적인 여력까지도 롯데케미칼과 롯데쇼핑 중심으로 충분하구요. 다만 외국인의 항공사 경영을 제한하는 항공법과 관련한 논란이 발생할 수 있다는 것이 의문사항입니다. 이미 언론 상에 몇 차례 공개되었지만, 과거 2015년 금호산업이 CS(크레딧 스위스) 주간으로 매각이 진행되었을 당시 “외국인이 아시아나를 사실상 지배하는 것은 항공법 등 관련 법령에 따라 제한된다.”라고 명시한 바 있습니다. 호텔롯데는 공시에도 나와있듯이 일본롯데가 대주주지분을 보유하고 있고, 때문에 데일리안이 2019년 4월 15일 “일본계 기업이라는 이미지가 강한 탓에 국적항공사의 인수시 부정적 여론에 대한 부담이 작용할 수 있는 상황이다.”라고 보도한 바도 있죠. 쉽게 간과할 부분은 아닙니다.

호텔신라와 신세계의 경우 역시 롯데와 마찬가지로 다양한 내수/소비/물류 산업을 보유하고 있기 때문에 사업적 시너지는 충분히 고려할 수 있습니다. 하지만 이들은 롯데와 크게 다른 점이 재무적인 여력입니다. 호텔신라는 자본규모 자체가 약 7,600 억원으로서 아시아나항공을 노리기에 무리가 되고, 신세계는 자본규모는 될 지언정(5조원) 56.6%의 유동비율, 4.1 배의 ND/EBITDA를 감안할 때 추가적인 차입 내지 금융권을 활용하기에는 부담이 존재합니다.

### 국적항공기 인수 시 까다로운 외국인 관련 법률

#### 아시아나 인수전, '항공법 법률의견서'는 필수

(전략) 관련 업계에 따르면 산은은 2015년 금호산업 매각 당시 (중략) 매각주간을 맡았던 CS(크레딧 스위스)는 입찰안내서에 “외국인이 아시아나를 사실상 지배하는 것은 ‘항공법’ 등 관련 법령에 따라 제한된다”고 밝혔다. 사실상 지배 여부는 △외국인 등이 보유하고 있는 지분 현황 △회사 자산의 사용 △이사회 등 회사의 구성 △경영의사 결정에 참여 여부 등을 관계 당국에서 종합적으로 심사해 판단한다. (하략)

자료: 머니투데이(2019년 4월 22일), SK 증권

### 아시아나항공 분할 매각 현실화 시 AK 홀딩스의 입장 주목 필요함

#### 분할매각 기대 ↑...주판알 튕기는 기업들

인수합병(M&A)시장에 나온 아시아나항공은 자회사 분할매각 가능성을 완전히 배제할 수 없는 상황이다. 주채권은행인 산업은행 등 채권단은 아시아나항공과 자회사를 함께 매각하는 이른바 ‘통매각’을 원칙으로 내세웠지만, 매각 과정에서 필요성이 제기되면 분할 매각도 언제든지 시도할 수 있다는 여지를 남겼다. (중략) 아시아나항공의 주요 자회사인 에어서울(지분율 100%), 에어부산(지분율 44.2%), 아시아나 IDT(지분율 76.2%) 등을 선별해 인수에 나설 수 있다는 점을 시사한다. (하략)

자료: 팩스넷뉴스(2019년 4월 22일), SK 증권



언론 상에 많이 이름이 오르내리는 AK 홀딩스(애경)의 경우도 마찬가지로 재무가 문제입니다. 저가항공도 보유하고 있고 면세점/백화점도 보유한 만큼 시너지가 분명하지만, 이들의 자본규모 1.5 조원과 현금등가물 0.5 조원으로 인수에 나서기에는 부담이 분명히 있어 보입니다. 하지만 일부 언론에서 이야기 하는 아시아나항공의 분할매각, 즉 에어서울/에어부산의 분할매각이 현실화 된다면 이야기가 조금 달라질 수 있습니다. 물론 원칙적으로 매각 측이 아직 전체 매각이라는 방침을 고수하고 있기 때문에 지켜 봐야 할 부분입니다.

한화그룹은 롯데그룹과 마찬가지로 재무와 사업시너지 모두가 충족됩니다. 언젠가 그렇듯 그룹 내 한화케미칼이라는 든든한 cash cow 가 자리잡고 있고, 삼성과의 화학 '빅딜' 이후 약 3년 간의 기가 막힌 호황을 경험하면서 마침 현금도 축적해 둔 상황이죠. 게다가 항공기엔진부품(한화에어로스페이스), 플라자호텔 및 갤러리아 백화점과의 내수/소비 시너지도 보유하고 있다는 부분을 간과할 수도 없습니다. 마침 최근 언론에서도 롯데카드 인수 포기, 적자의 면세점 사업부 정리 등을 감안할 때 아시아나항공 인수에 공격적으로 뛰어든 가능성이 높다고 평가하고 있죠. 다만 그룹 내 인수를 위해 재무적으로 활용할 수 있는 카드가 한화케미칼 밖에 없다는 것은 부담요인입니다.

CJ 그룹도 가능성이 없지는 않습니다. 많이 이야기가 나오는 것은 대한통운과의 물류 시너지 효과고, E&M 역시 한류열풍을 활용하여 콘텐츠를 전면 배치할 경우 해외소비 측면에서 나쁘지 않은 효과를 기대할 수 있기 때문이죠. 하지만 내수/소비에 치중한 다른 그룹들 대비 그 연결고리가 강하지는 않고, 무엇보다 재무적 여력이 풍부하지 못하다는 것이 부담입니다. 그나마 가능성이 있다면 ENM(자본 3.4 조원 / 현금등가물 0.5 조원 / 부채비율 97.2% / ND to EBITDA 1.8배)인데 이들도 단독 인수를 추진하기에는 부담이 있습니다.

최근 인수유력후보로 급부상하고 있는 한화그룹

**김승연 한화 회장 '승부수' 통할까... 카드·면세점 대신 아시아나항공**

한화그룹이 롯데카드 포기에 이어 면세점 철수까지 결정하면서 아시아나항공 인수에 대한 강한 의지를 드러내고 있다는 관측에 힘이 실린다. 승부사 기질이 강한 김승연 회장이 삼성과의 방산 및 화학 부문 빅딜에 이어 또 한번 파란을 일으킬지 재계의 이목이 집중되고 있다. (중략) 김 회장의 성향으로 봤을 때 몇년 적자를 기록했다고 사업을 포기했을거면 태양광은 이미 진작에 접었어야 하기 때문이다. (하략)

자료: 뉴데일리경제(2019년 4월 30일), SK 증권

CJ 그룹은 대한통운의 물류시너지로 인해 최근 인수후보로서 언급

**아시아나 인수후보에 CJ도 거론...왜?**

(전략) 이 가운데 CJ 그룹 또한 최근 자회사 매각으로 현금을 마련하고, CJ 대한통운과의 시너지가 관심을 모으며 유력 인수 후보로 거론되고 있다. 일각에서는 CJ 그룹이 아시아나항공을 인수한다면 CJ 대한통운의 물류산업과 시너지를 통해 국제 특송 운송업체 '페덱스(FedEx)'와 같은 모델로 거듭날 수 있단 관측을 내놓는다. 지난 2012년 CJ 대한통운이 금호그룹에서 CJ 그룹으로 매각됐는데, 당시의 딜 경험이 강점이 될 수 있다는 분석도 이어진다. (하략)

자료: 뉴시스(2019년 4월 24일), SK 증권



GS 그룹도 나름대로 시너지는 있습니다. 핵심계열사인 GS 칼텍스가 정유사인 만큼 일단 항공유가 연결될 수 있고, 리테일 / 홈쇼핑 등 유통 산업과의 연관 성도 당연히 있습니다. 허창수 GS 그룹 회장이 아시아나항공 인수 가능성을 묻는 기자들의 질문에 “돈만 있으면 사겠다.”라고 언급을 하기도 했었죠. 매우 직접적인 대답으로 판단됩니다. 다만 반대로 이야기하지만 정말 GS 그룹은 재무적인 여력이 안됩니다. 쉘브론(Chevron)과 합작회사인 GS 칼텍스의 현금을 이용하기에는 절차적 무리가 크고, GS 홀딩과 리테일은 각각 현금등기물이 약 600 억원 내외 밖에 되지 않습니다. 재무상황에 여유 있는 것도 아니구요(리 테일 유동비율 41.2%). 현실적인 어려움이 조금 있죠.

LG 그룹은 재무적이라 말할 것도 없이 문제가 안 되지만 시너지가 크지 않아 보입니다. LG 생활건강의 화장품 만을 연결하기에는 역지사러운 부분도 있구 요. 실제로 언급이 많이 되고 있지는 않습니다.

SK 그룹은 관심을 많이 받고 있습니다. 최근 M&A 시장에서 워낙 활발했던 데다가 성공사례도 다수고, 이전에 아시아나항공 매각설이 나왔을 당시에도 그 룩 내 항공관련인물까지 구체적으로 언급되면서 인수가능성이 타진되기도 했 었죠. 텔레콤 / 하이닉스 / 이노베이션이라는 막대한 자금력을 보유한 핵심계 열사들도 있고 호텔, 면세점, 그리고 하이닉스의 반도체 항공물량 등의 시너지 도 충분히 있습니다. 가능성이 높게 타진될 수밖에 없습니다. 하지만 현실적으 로 보자면 하이닉스는 손자회사이기 때문에 인수가 원천적으로 불가능하고, 텔 레콤은 하이닉스의 추가 지분매입을 공공연하게 밝히는 상황이기 때문에 이럴 경우 현금여력이 그다지 남지 않습니다. 가능성이 있다면 이노베이션인데, 역 사적으로 이들이 관련사업 외에 투자했던 전력이 없었던 지라 선불리 언급하 기 쉽지 않네요. 누가 주체가 될 수 있겠느냐에서 의문부호가 꽤 많이 붙기 때 문에 역시 불확실한 부분이 존재합니다.

GS 그룹 허창수 회장, “돈만 있으면 사겠다.”

### 아시아나항공 누가 살까?...SK vs GS 빅매치說

(전략) 이 가운데 정유·유통 부문과의 시너지 효과가 크게 기대되는 SK 와 GS 가 유력한 주자로 떠오른다. (중략) GS 역시 2011 년 대우조선 인수전에 뛰어들어 한화와 치열한 경합을 벌이는 외연확장 의지를 보여준 바 있다. 다만 당사자들은 이에 대해 긍정도 부정도 하지 않는 모습이다. 지난 15 일 고 조양호 대한항공 회장 빈소에서 최태원 SK 그룹 회장은 묵묵부답으로 일관했으며, 허창수 GS 그룹 회장도 "돈 만 주면 내가 사겠다. 돈이 없어 못 산다"는 농담을 던졌다. (하략)

자료: 이뉴스투데이(2019년 4월 16일), SK 증권

아시아나항공 인수에 대해서 긍정도 부정도 하지 않은 박정호 SK 텔레콤 사장

### 박정호 SK 텔레콤 사장 "5G 네트워크에 13 조원 투자"...아시아나 인수는 신중

(전략) 한편 박 사장은 아시아나 항공과 넥슨 인수와 관련, 엇갈리는 반응을 드러냈다. 아시아나 항공 인수와 관련 박 사장은 “(항공산업도) 국민생활에 기여할 수 있는 측면이 많지만 SK 텔레콤은 기술을 하는 기업”이라고 말했다. 이는 인수 가능성을 완전하게 부인한 건 아니라는 해석이다. 하지만 박 사장은 넥슨 인수설과 관련해서는 “아니다”라고 잘랐다. (하략)

자료: 전자신문(2019년 4월 23일), SK 증권



아시아나항공 인수 후보군들의 사업시너지 분석

그룹	대상계열사	재무분석결과	그룹시너지	비고
롯데그룹	롯데지주	중		별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자회사 활용 가능성 높음
	롯데케미칼	상	호텔과 면세점 등 기존 관광사업과의 시너지를 기대해볼 수 있음.	미국 에탄크래커 투자마무리로 현금여력 단 시황둔화 우려되며 과거 M&A 전략에서 순수화학만을 투자했던 것 감안 시 가능성 높지 않음
	호텔롯데	중	더불어 비상장 계열사 중 물류 관련 기업들과의 시너지도 기대됨	외국인의 항공사 경영을 제한하는 항공법 관련 논란 가능
	롯데쇼핑	상		보유 현금 풍부하나 유통 점포 리뉴얼과 온라인 플랫폼 신규 투자에 집중된 계획을 가지고 있음. 컨소시움 형태의 참여는 가능할 것임
삼성그룹	호텔신라	하	기존의 면세점 사업 호텔사업을 연계한 관광 상품 개발이 가능함	그룹 재무여력 매우 뛰어나지만 실질적합여부 의문. 자체 재무여력으로는 쉽지 않음
신세계그룹	신세계	중	기존 면세점 사업과 기내 면세점 간 사업확장성이 기대됨	사업적 시너지는 여러 가지를 생각할 수 있지만, 자체 재무여력으로는 쉽지 않음
애경그룹	AK홀딩스	하	LCC인 제주항공을 보유하고 있어 시너지가 큼	별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 시너지는 여러 가지 창출될 수 있지만 자체 재무여력으로는 쉽지 않음. 단 분할매각 시 주목필요
한화그룹	한화	중	항공기 엔진 부품을 생산하는 한화에어로스페이스와의	별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자 회사 활용 가능성 높음
	한화케미칼	상	시너지가 기대됨. 혹은 더 플라자 호텔, 갤러리아백화점과 연계된	갤러리아 면세점 63 영업이 오는 9월 종료됨. 실제로 면세점과 롯데카드 인수 포기 이후 아시아나항공 인수 가능성 높게 타진
	한화생명	상	관광 상품 개발도 가능함	최근 롯데카드 인수 의사를 철회했지만 금산분리 문제가 있음
CJ그룹	CJ	하		별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자 회사 활용 가능성 높음
	CJ E&M	중	CJ대한통운과의 물류업 시너지가 가장 기대되며, CJ E&M의 콘텐츠를	재무 및 영업적 여력 감안 시 그룹 계열사 중 그나마 가능성 높지만 지금까지의 투자 행태로 봤을 때 항공산업에 진출할 가능성 높지 않음
	CJ제일제당	중	활용한 한류 관광 상품 개발도 가능함	자체 사업 부진. 재무적인 여력 크지 않음
	CJ대한통운	중		자체 사업 부진. 재무적인 여력 크지 않음
GS그룹	GS	하	GS 칼텍스의 항공유를 저렴하게 조달할 수 있음. 혹은 GS 리테일	별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자 회사 활용 가능성 높음
	GS리테일	중	및 GS 홈쇼핑과 연계된 유통사업의 확장도 가능함	인터컨티넨탈 호텔과의 시너지가 가능함. 다만 내수판매에 주력하는 만큼 사업적 시너지가 높다고 판단되지는 않음
LG그룹	LG	중		별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자 회사 활용 가능성 높음
	LG화학	상	모바일 칩셋 디스플레이 등 그룹의 제조업 제품 항공 물량을 안정적으로 확보할 수 있음.	배터리 등 차세대 IT 소재에 대한 투자에 주력. 지금까지의 행태로 봤을 때 항공산업에 진출할 가능성 높지 않음
	LG생활건강	중	LG 유펙러스 멤버십과 연계된 항공권 할인도 가능함	중국 산업과의 연관성 감안 시 그룹 계열사 중 그나마 가능성 높지만, 지금까지의 투자 행태로 봤을 때 항공산업에 진출할 가능성 높지 않음
	LG전자	상		IT 세트 정상화 및 상품/기술 개발에 주력 중. 지금까지의 행태로 봤을 때 항공산업에 진출할 가능성 높지 않음
SK그룹	SK	중		별도 기준 부채비율이 200%를 넘으면 안됨. 자 회사 활용 가능성 높음. 참고로 전 제주항공 대표가 SUPEX추구협의회 총괄부사장으로 재직중
	SK하이닉스	상	SK에너지의 항공유를 저렴하게 조달하거나 SK하이닉스의 반도체 항공 물량을 안정적으로 확보할 수 있음. 혹은 SK네트웍스의 위커	지주사의 손자회사이기 때문에 100%가 아니면 인수 불가함.
	SK텔레콤	상	힐호텔과 연계된 관광 상품 구성도 가능함	박정호 사장이 직접적으로 SK하이닉스 지분 확대가 선결 과제라 발표 중. 단 넥스 인수설은 부인한 반면 아시아나항공에 대해서 신중히 표현
	SK이노베이션	상		재무여력 및 항공유 연관성 감안 시 그룹 계열사 중 그나마 가능성 높음. 다만 과거 보유산업에만 투자했던 이력에서 의문점 있음

자료: SK 증권



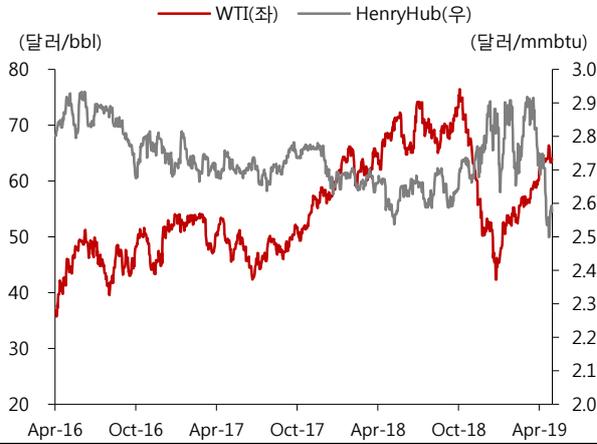
### 소재 · 산업재 섹터별 선호도

	섹터	1M 수익률	6M 수익률	Comment	
	KOSPI	+2.9%	+9.4%		
<p>GOOD</p> <p>BAD</p>	1	조선 (▲1)	+2.5%	+5.8%	전월리뷰 유가 반등이 삼성중공업의 해양플랜트 수주로 이어짐  금월전망 실적에 대해서도 컨센서스를 크게 하회할 만한 이슈 없으며 5월부터 LNG 캐리어 수주가 재차 증가할 것으로 전망됨  투자포인트 밸류에이션 부담이 덜한 현대중공업 Top pick
	2	유틸 /상사 (▲1)	-3.2%	+6.8%	전월리뷰 유틸: 고유가에 따른 실적 부담과 정책 부담으로 한전 약세 상사: 모멘텀 부재하지만 비담권 주가로 추가하락 저지  금월전망 유틸: 유가와 정책 모두 비우호적이지만 PBR 0.25x는 과도함 상사: 비담다지기 양상은 지속되지만 상승여력 부재  투자포인트 한전에 대한 매력 찾기 쉽지 않지만 명백한 bottom valuation이라는 판단
	3	정유/ 화학 (▲3)	-0.4%	+2.1%	전월리뷰 정유: 유가하락과 실적부진으로 추가 약세 화학: 지속적인 시황둔화와 실적부진으로 추가 약세  금월전망 정유: 유가하락 지속으로 인해 추가 탄력 받기 쉽지 않음 화학: 상대적 과매도 상황과 성수기 기대감으로 반등 가능  투자포인트 올해는 정유보다 화학의 상대적 매력 부각에 지속 주목
	4	자동차 (-)	+14.4%	+28.7%	전월리뷰 신차효과와 우호적 환율, 추정치 상황과 함께 시장 대비 상대적 매력도 부각되며 상승  금월전망 안정적인 판매와 실적개선 지속 전망. 미국 자동차관세와 엔진 이슈 등의 외부 리스크에 대한 관찰 필요  투자포인트 조정 시 매수관점 지속. 중국에서의 회복 시점은 이연될 것으로 예상됨에 따라 완성차 중심의 대응을 권고
	5	운송 (▼4)	+16.9%	+33.5%	전월리뷰 현대차 추가 퍼포먼스를 따라 현대글로벌비스도 아웃퍼폼 BDI 반등에 따라 팬오션도 소폭 상승  금월전망 1Q19 실적이 대부분 컨센서스를 하회할 것으로 전망됨  투자포인트 이미 실적에 대한 실망감이 반영된 대한항공 Top pick
	6	철강/ 금속 (▼1)	+0.6%	+5.8%	전월리뷰 중국 주요 지표개선 및 부양 기대감이 주가에 반영되었으나 이후 제품가격과 수요 불확실성, 실적둔화로 하락  금월전망 뚜렷한 수요처가 없다면 제품가격 상승을 기대하기는 무리. 스프레드 약화에 대한 우려  투자포인트 Valuation 매력은 존재하나 모멘텀은 제한적. 자동차업황 개선에 수혜를 입을 수 있는 현대제철 선호



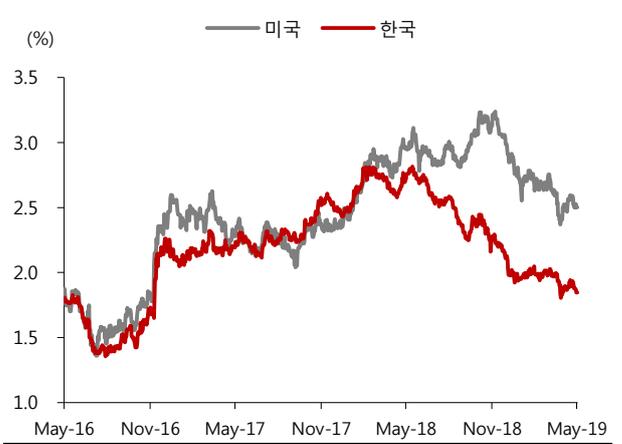
## 소재·산업재 Key Chart

WTI, Henry Hub 가격 추이



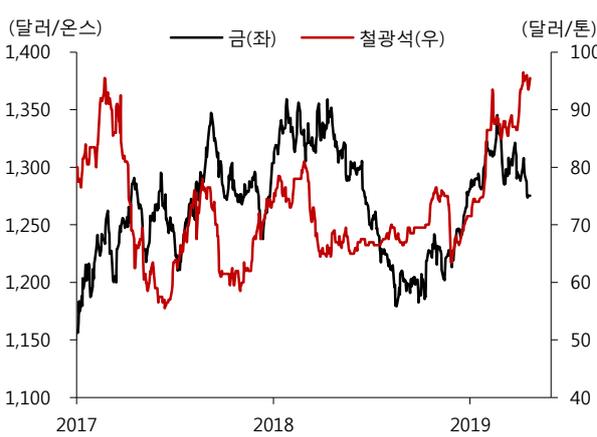
자료: Bloomberg, SK 증권

미국, 우리나라 국고채 10년물 추이



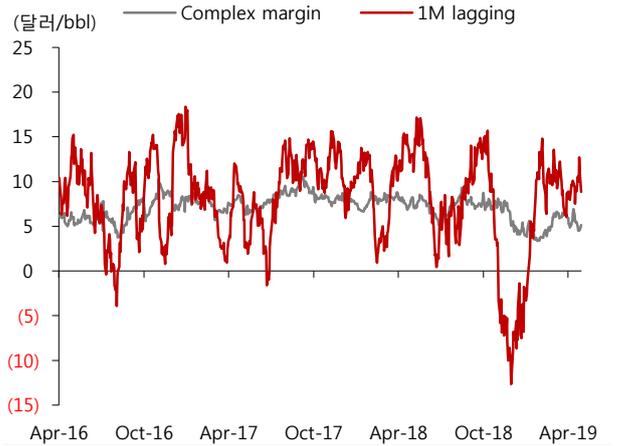
자료: Bloomberg, SK 증권

철광석, 금 가격 추이



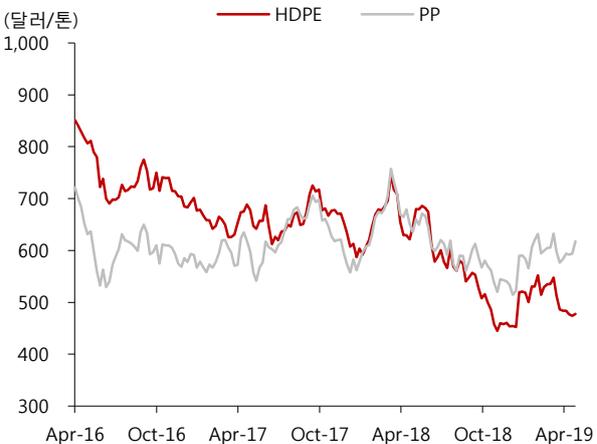
자료: Bloomberg, SK 증권

정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

PE, PP 스프레드



자료: Cischem, SK 증권

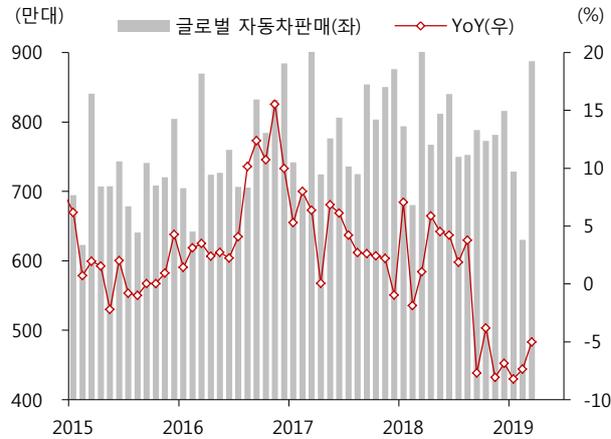
부타디엔, 천연고무 가격 추이



자료: Bloomberg, Platts, SK 증권

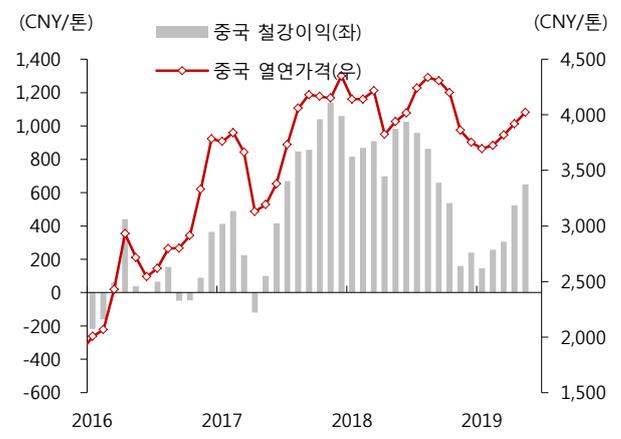


글로벌 자동차 판매대수 추이



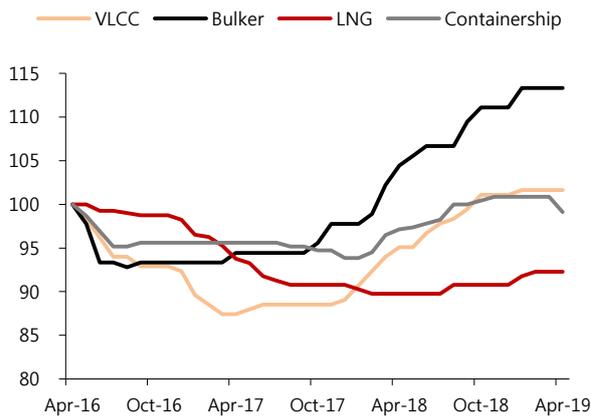
자료: 산업자료, SK 증권

중국 열연가격과 철강이익 추이



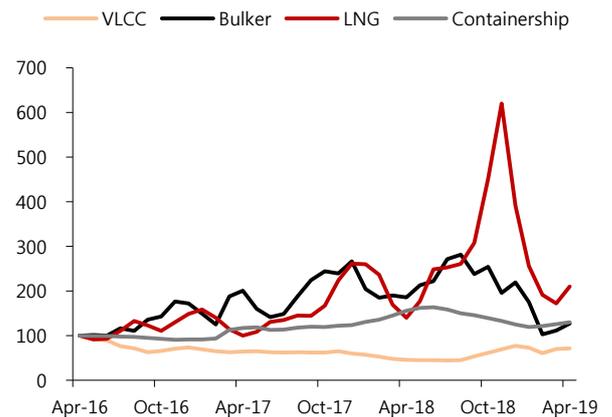
자료: Bloomberg, SK 증권

선종별 신조선가 지수 추이(Apr-16=100)



자료: Clarksons Research, SK 증권

선종별 운임 지수 추이(Apr-16=100)

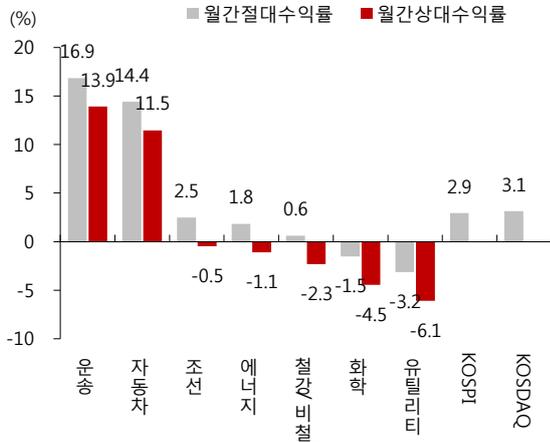


자료: Clarksons Research, SK 증권



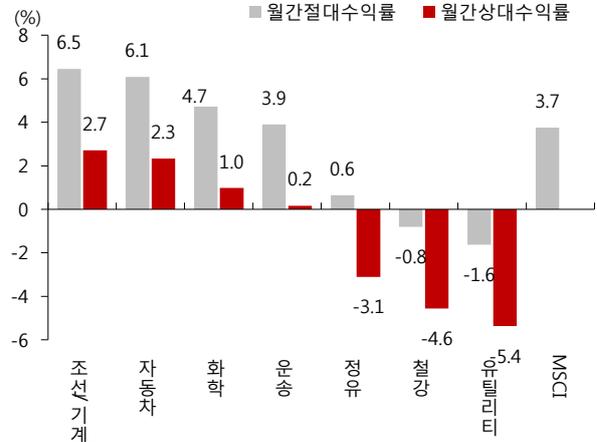
## 수익률, 수급 및 밸류에이션 점검

국내 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Quantwise, SK 증권

글로벌 섹터별 절대 및 상대 수익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주요 섹터 수익률

		KOSPI	에너지	화학	유틸리티	자동차	철강	조선	운송
절대수익률	종가	2,203.6	4,789.4	3,598.6	855.4	5,910.7	1,937.5	2,887.7	1,384.2
	52주최고	2,516.6	6,060.7	4,326.7	1,120.1	6,169.4	2,837.3	3,299.8	1,443.3
	52주최저	1,984.5	4,489.0	3,273.6	783.0	4,275.8	1,808.5	2,297.8	1,028.9
	시가총액	1,461.5	36.2	77.0	29.4	112.4	48.3	25.2	26.7
	비중%		2.5	5.3	2.0	7.7	3.3	1.7	1.8
절대수익률	1M	2.9	1.8	-1.5	-3.2	14.4	1.3	2.5	16.9
	3M	-0.1	-4.1	-6.2	-11.9	7.2	-9.9	-7.8	8.3
	1Y	-12.4	-12.5	-16.8	-22.4	-4.2	-29.7	-2.7	-3.4
	YTD	8.0	-0.3	1.7	-9.2	19.4	4.5	0.5	13.3
상대수익률	1M		-1.1	-4.5	-6.1	11.5	-1.7	-0.5	13.9
	3M		-4.0	-6.1	-11.8	7.4	-9.8	-7.7	8.5
	1Y		-0.1	-4.4	-10.0	8.2	-17.3	9.8	9.0
	YTD		-8.3	-6.3	-17.2	11.5	-3.4	-7.5	5.4

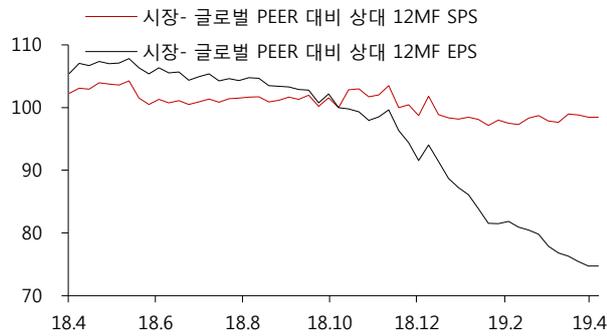
글로벌 PEER		MSCI	정유	화학	유틸리티	자동차	철강	기계/조선	운송
절대수익률	종가	523.7	229.3	333.4	137.4	174.9	281.1	374.2	287.3
	52주최고	527.9	255.9	361.5	140.6	210.0	319.2	392.9	289.9
	52주최저	435.9	193.7	286.2	122.9	155.3	247.5	300.2	235.2
절대수익률	1M	3.7	0.6	4.7	-1.6	6.1	-0.8	6.5	3.9
	3M	8.1	5.3	6.3	4.6	1.6	4.8	9.3	7.7
	1Y	2.7	-5.8	-4.4	6.3	-16.1	-7.7	-1.6	4.2
	YTD	-0.1	-8.8	-5.2	7.9	-4.2	-0.3	-1.5	0.5
상대수익률	1M		-3.1	1.0	-5.4	2.3	-4.6	2.7	0.2
	3M		-2.8	-1.8	-3.5	-6.5	-3.3	1.2	-0.4
	1Y		-8.6	-7.1	3.6	-18.8	-10.4	-4.3	1.4
	YTD		-8.7	-5.1	8.0	-4.1	-0.2	-1.4	0.6

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

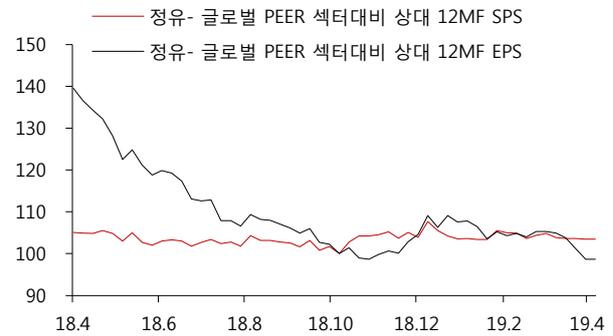
자료: Quantwise, Bloomberg, SK 증권



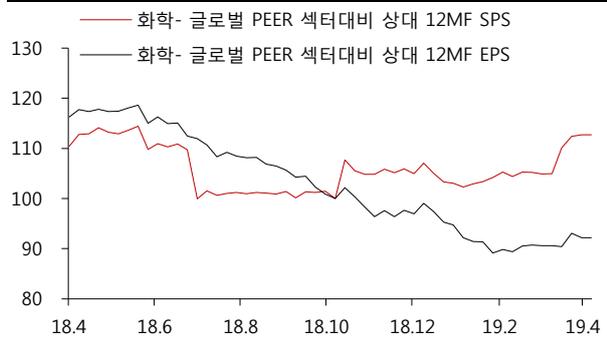
Earnings Revision: KOSPI



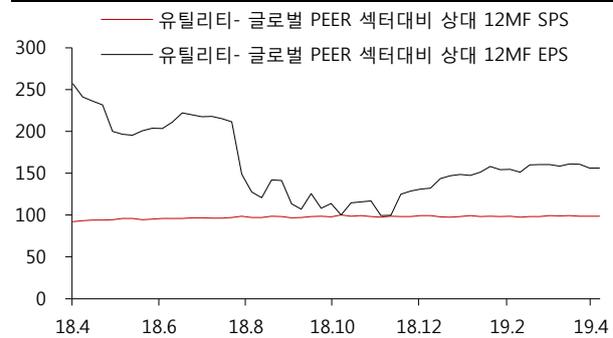
Earnings Revision: 경유



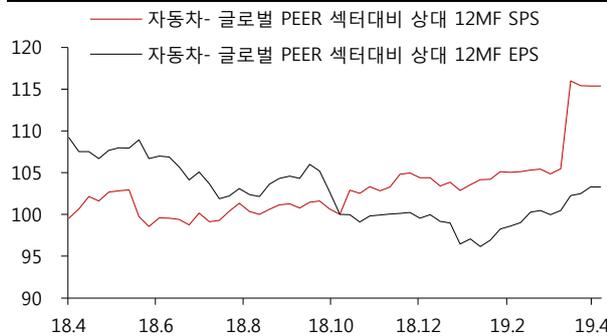
Earnings Revision: 화학



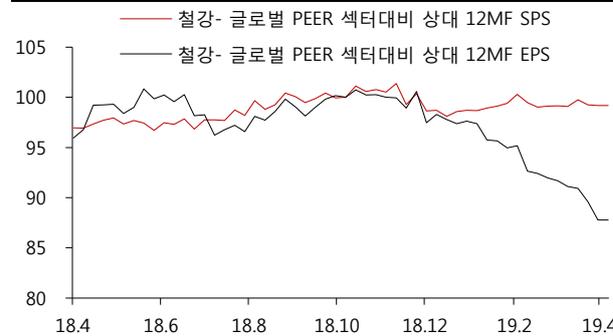
Earnings Revision: 유틸리티



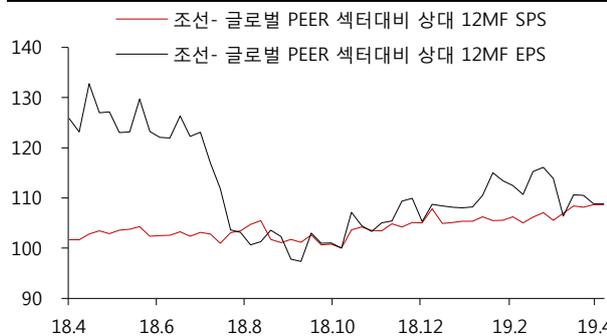
Earnings Revision: 자동차



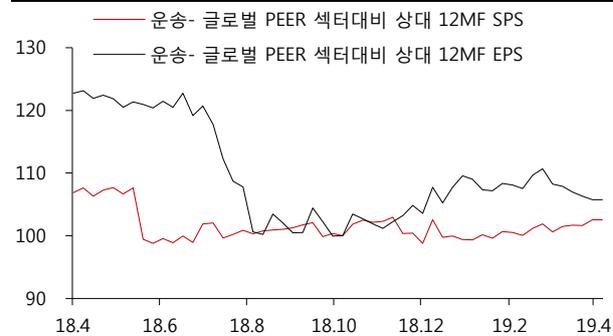
Earnings Revision: 철강



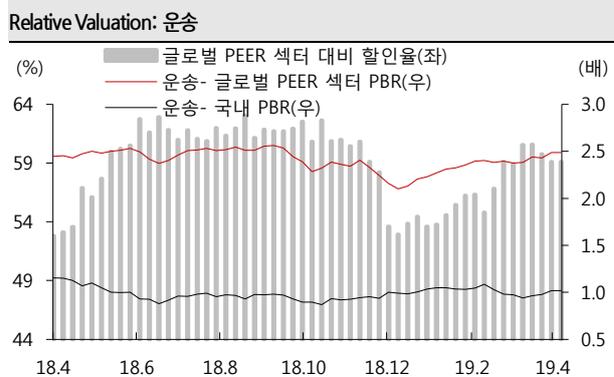
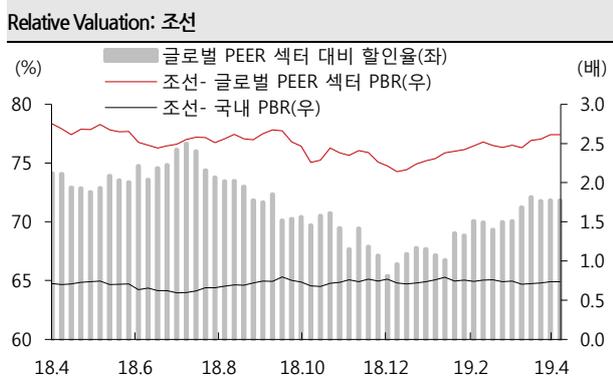
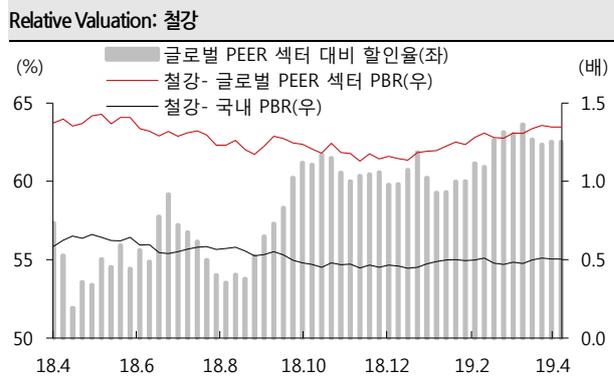
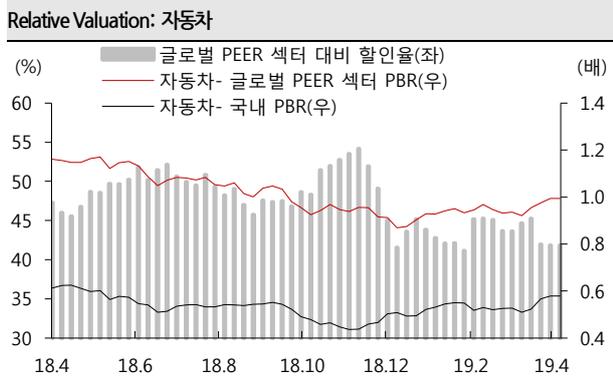
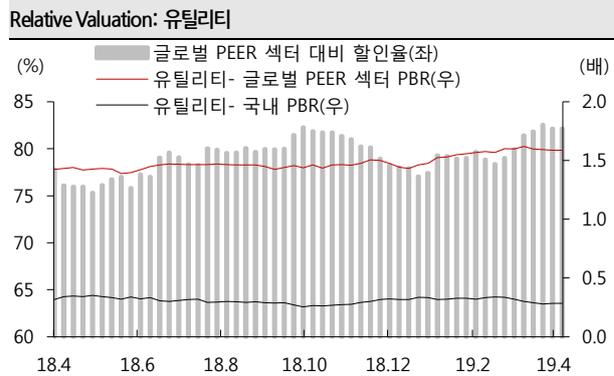
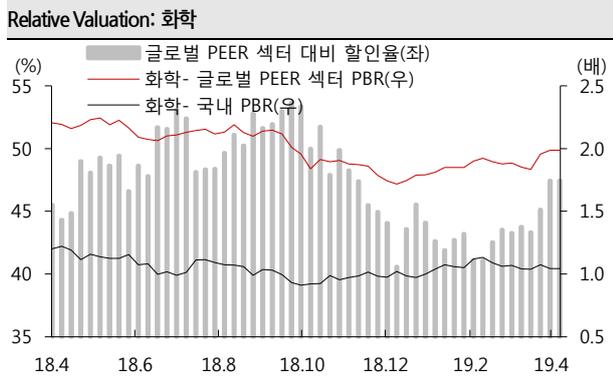
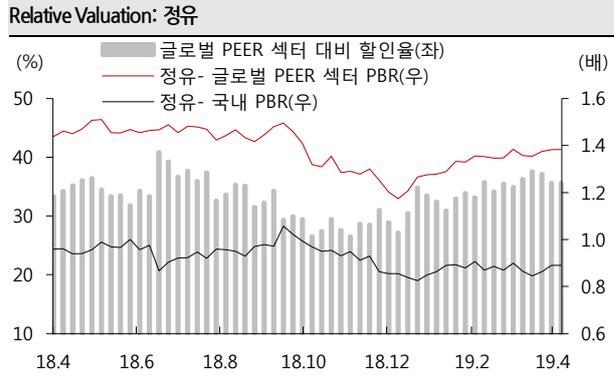
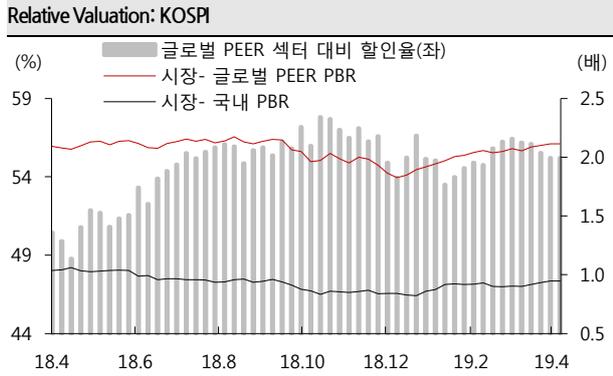
Earnings Revision: 조선



Earnings Revision: 운송



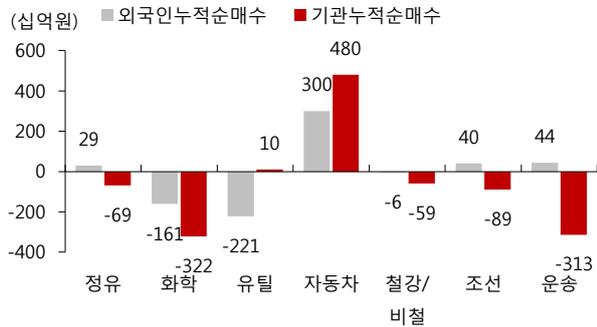
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준, 6개월 이전 지수를 100으로 산정하여 산출  
 자료: Datastream, SK 증권



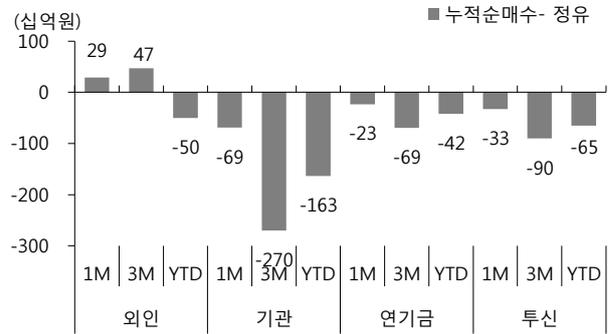
주: MSCI Global, Korea 섹터지수 기준  
 자료: Datastream, SK 증권



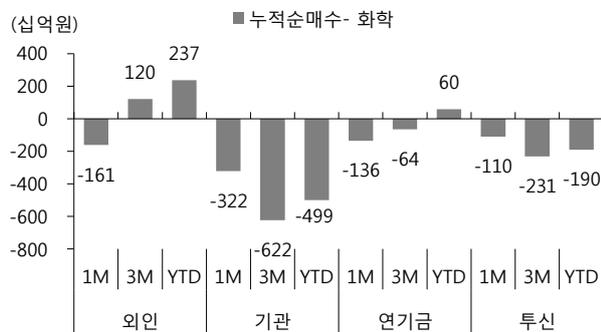
주요 주체별 1개월 순매수



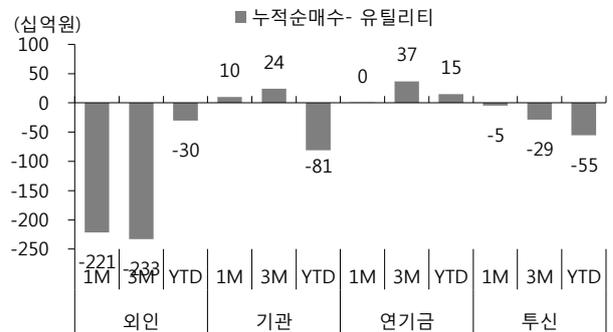
정유 업종 수급 비교



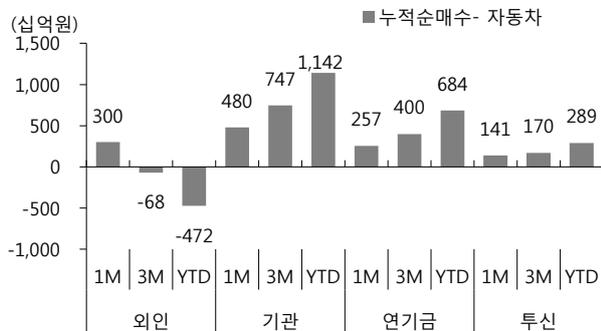
화학 업종 수급 비교



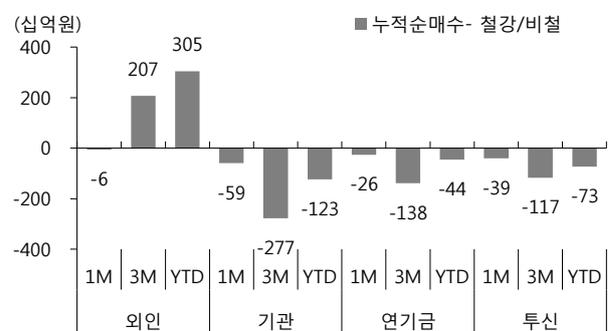
유틸리티 업종 수급 비교



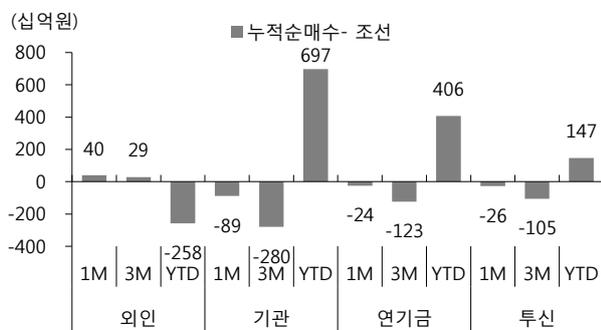
자동차 업종 수급 비교



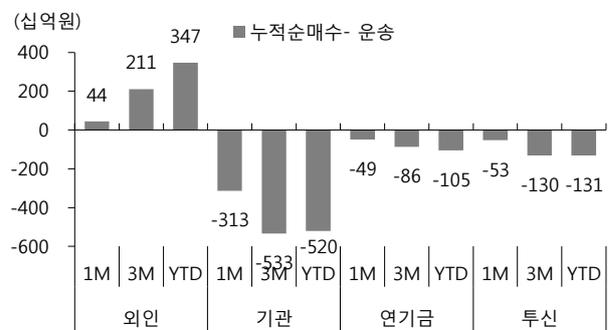
철강/비철 업종 수급 비교



조선 업종 수급 비교



운송 업종 수급 비교



자료: Quantiwise, SK 증권

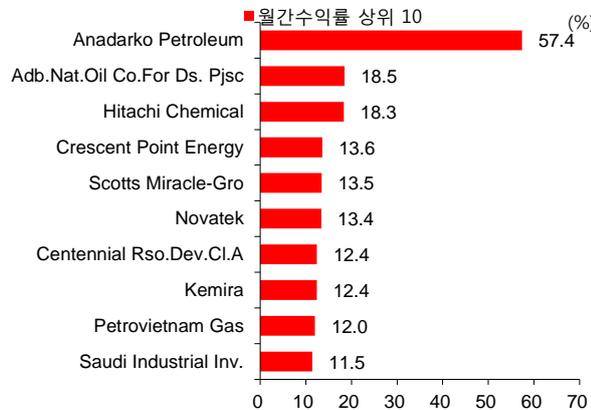


정유/화학 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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
SK이노베이션	14,446	182,500	225,500	166,500	9.7	0.86	0.6	-1.9	-7.1	1.7	-1.1	-1.9	5.3	-6.3
S-Oil	8,886	92,200	137,500	89,600	10.0	1.46	1.9	-11.8	-16.2	-5.6	0.3	-11.8	-3.8	-13.6
GS	4,136	52,000	62,700	47,300	5.0	0.52	-2.1	-3.5	-15.2	0.8	-3.7	-3.5	-2.8	-7.2
LG화학	21,816	361,000	394,500	307,000	16.8	1.49	-2.6	-1.9	0.3	4.0	-4.2	-1.9	12.7	-3.9
롯데케미칼	7,878	268,500	414,000	254,000	5.9	0.65	-10.8	-10.5	-35.1	-3.1	-12.4	-10.5	-22.8	-11.0
한화케미칼	2,876	20,600	29,600	15,300	5.8	0.49	-5.3	-7.4	-28.8	2.0	-6.9	-7.4	-16.5	-6.0
금호석유화학	2,394	91,800	117,000	80,100	7.5	1.05	-6.8	1.7	-14.6	5.2	-8.4	1.7	-2.2	-2.8
SKC	1,149	35,750	47,350	32,250	8.6	0.79	-2.3	-6.9	-6.2	-0.1	-4.0	-6.9	6.2	-8.1
OCI	1,901	93,100	164,500	81,200	20.2	0.64	-3.6	-13.8	-40.3	-13.0	-5.3	-13.8	-27.9	-21.0
SK가스	672	85,900	104,500	68,700	7.0	0.46	-5.0	4.0	-8.5	21.5	-6.6	4.0	3.9	13.5
Global Peers														
Valero Energy	37,489	89.8	124.4	68.9	11.0	1.70	3.9	5.3	-18.9	19.7	1.9	-2.7	-29.1	3.1
Jxrg Holdings	16,468	540.7	900.9	506.5	6.1	0.60	1.5	-7.4	-25.2	-6.2	1.4	-10.8	-16.4	-14.5
Formosa Petrochemical	35,297	114.5	148.5	103.0	18.3	3.08	0.9	6.5	-5.8	5.1	-2.2	-3.9	-8.7	-7.7
Marathon Petroleum	40,325	60.0	86.4	54.3	9.1	1.36	-1.8	-8.4	-17.8	1.6	-3.8	-16.5	-27.9	-15.0
Devon Energy	13,222	31.8	45.6	21.0	15.2	1.60	1.0	17.9	-12.0	41.3	-1.0	9.9	-22.2	24.6
Hollyfrontier	8,156	47.8	81.7	46.8	9.1	1.31	-2.8	-13.5	-21.0	-6.6	-4.7	-21.5	-31.1	-23.2
Idemitsu Kosan	9,790	3,605	6,380	3,285	6.3	0.75	-5.0	-4.4	-16.8	-0.1	-5.1	-7.8	-8.0	-8.4
Lyondellbasell	32,022	86.5	118.5	78.5	8.1	2.53	-0.8	-2.7	-16.7	4.0	-2.8	-10.7	-26.8	-12.6
Dowdupont	83,812	37.3	48.0	33.0	17.3	1.21	2.0	3.8	-12.0	3.8	0.0	-4.2	-22.1	-12.9
Eastman Chemical	10,902	78.6	110.0	67.7	8.9	1.72	0.0	-3.8	-23.1	7.4	-1.9	-11.8	-33.2	-9.2
Basf	74,788	72.4	89.6	58.9	13.2	1.85	8.4	12.3	-16.2	20.0	2.8	1.9	-14.0	3.1
Akzo Nobel	19,379	75.7	83.5	69.3	22.2	2.45	-5.2	0.6	0.3	6.8	-8.4	-8.6	-2.5	-10.4
Arkema	7,863	91.5	111.5	73.0	10.7	1.37	4.7	11.2	-15.7	22.0	1.3	0.3	-16.1	4.3
Lanxess	5,376	52.3	72.2	39.5	12.8	1.60	6.7	9.1	-15.5	29.0	1.0	-1.3	-13.3	12.1
Mitsui Chemicals	5,000	2,718	3,310	2,325	6.9	0.87	-2.1	1.3	-13.4	9.4	-2.2	-2.1	-4.6	1.1
Mitsubishi Chemical	10,691	789.1	1,102.5	766.3	6.0	0.73	-2.5	-14.3	-24.6	-5.2	-2.7	-17.7	-15.8	-13.5
Shin-Etsu Chemical	40,116	10,430	11,565	8,056	13.6	1.55	9.4	14.4	-5.1	22.2	9.2	11.0	3.7	13.9
Asahi Kasei	14,420	1,143	1,744	1,065	10.6	1.11	-2.1	-4.6	-25.3	1.2	-2.2	-8.0	-16.5	-7.1
Sinopec	5,581	5.1	6.2	4.9	12.1	1.71	-6.4	-0.8	-11.9	2.8	-3.5	-18.4	-11.7	-20.7
Formosa Plastics	23,072	112.0	117.5	95.3	14.2	1.90	4.2	9.8	7.2	10.9	1.1	-0.6	4.3	-1.9
Saudi Basic Industries	99,831	124.8	130.4	113.7	17.1	1.96	-0.2	2.1	9.5	7.4	-5.4	-7.7	-5.2	-12.7
Yanbu Nat.Petroch.	10,904	72.7	77.0	58.6	17.0	2.33	-2.6	5.2	3.8	15.4	-7.8	-4.6	-11.0	-4.7

자료: Datastream, SK 증권

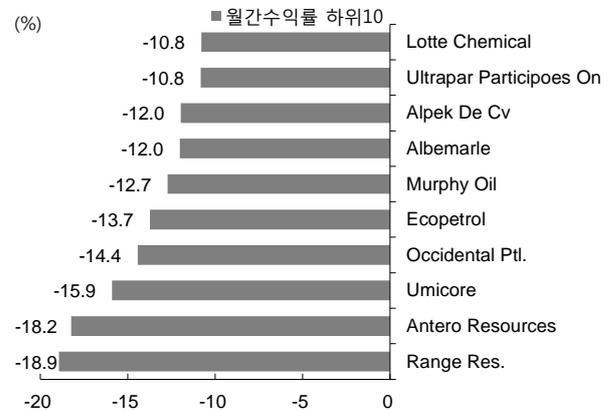
월간수익률 상위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 하위 10 - 정유/화학



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

자료: Datastream, SK 증권



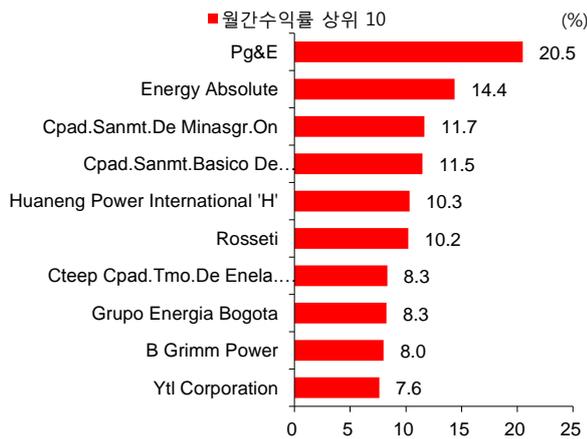
유틸리티 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
한국전력	15,552	28,300	37,750	23,850	12.1	0.26	-5.4	-18.0	-24.4	-14.5	-8.3	-17.9	-12.0	-22.5
한국가스공사	3,647	46,150	64,500	44,950	6.7	0.48	2.3	-14.7	-15.8	-4.3	-0.6	-14.6	-3.4	-12.2
Global Peers														
EDF	43,316	12.8	15.6	11.1	15.7	0.87	5.3	-11.0	10.2	-7.0	0.7	-22.5	9.8	-24.7
GDF 수에즈	36,039	13.2	14.8	11.4	12.0	0.86	-0.6	-5.6	-9.2	5.4	-5.2	-17.1	-9.7	-12.3
Enel	64,249	5.6	5.7	4.2	11.6	1.54	-1.1	7.1	7.0	11.8	-3.8	-3.3	15.9	-7.0
Duke Energy	66,303	91.1	91.5	72.1	17.8	1.46	1.2	3.8	13.7	5.6	-2.7	-5.1	2.4	-11.9
Iberdrola	59,175	8.1	8.1	5.8	15.5	1.30	3.5	12.5	32.7	18.0	-0.1	6.8	36.8	5.9
Dominion Resources	62,249	77.9	77.5	61.8	17.9	2.26	1.6	10.9	17.0	9.0	-2.4	1.9	5.7	-8.5
NextEra Energy	93,124	194.4	195.0	155.4	22.2	2.34	0.6	8.6	18.6	11.9	-3.4	-0.3	7.4	-5.6
Southern Co	55,393	53.2	52.7	42.7	17.3	1.96	3.0	9.5	15.4	21.2	-1.0	0.6	4.1	3.7
E.ON	23,587	9.6	10.1	8.3	13.6	2.57	-3.7	-1.1	5.3	11.2	-10.8	-11.6	7.4	-5.7
Exelon	49,419	51.0	50.7	39.4	16.0	1.44	1.6	6.7	28.4	13.0	-2.3	-2.3	17.2	-4.5
RWE Group	14,653	22.7	24.2	17.0	18.1	1.33	-4.6	5.0	14.5	20.9	-11.7	-5.4	16.6	4.0
American Electric	42,213	86	86	63	20.3	2.08	2.1	8.1	22.2	14.5	-1.8	-0.8	11.0	-3.0
SSE	15,439	1,145	1,441	1,033	11.6	2.45	-3.6	-2.2	-17.1	5.8	-5.8	-8.5	-15.7	-4.9
Tenaga Nasional	16,891	12.3	16.1	12.1	11.9	1.10	-3.0	-4.8	-22.5	-9.7	-2.9	-2.4	-10.3	-6.8
PPL	22,502	31.2	32.7	25.6	12.5	1.81	-1.7	-0.4	7.3	10.2	-5.6	-9.3	-4.0	-7.3
Fortum	18,755	18.8	22.8	18.2	14.2	1.35	3.3	-4.9	-1.4	-1.4	2.8	-5.7	3.7	-10.4
PG&E	11,918	22.5	49.0	6.4	5.8	0.72	26.5	73.2	-51.1	-5.2	22.6	64.3	-62.4	-22.7
CLP Holdings	28,645	89.0	97.0	80.1	17.5	1.86	-2.3	-2.1	9.1	0.5	-4.5	-8.4	12.7	-14.4
PSEG Public Service	30,123	59.7	60.0	49.6	17.7	1.95	0.4	9.3	14.4	14.6	-3.5	0.4	3.1	-2.9

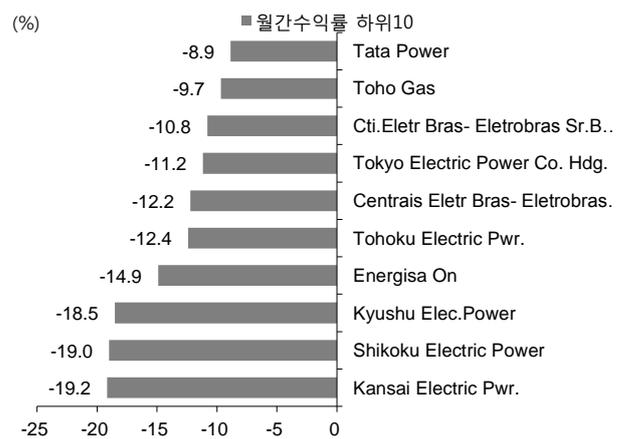
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 상위 10 - 유틸리티



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

월간수익률 하위 10 - 유틸리티



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

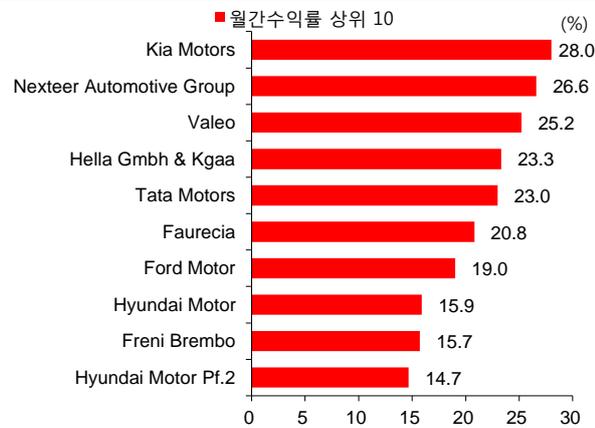


자동차 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)							절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대차	25,333	138,500	160,000	92,800	9.5	0.52	15.9	7.0	-13.4	16.9	13.0	7.0	-1.0	8.9
기아차	15,702	45,250	45,250	27,000	8.8	0.62	28.0	24.5	36.7	34.3	25.1	24.5	49.1	26.3
현대모비스	19,375	232,500	248,000	167,000	9.2	0.67	11.5	3.3	-6.3	22.4	8.6	3.4	6.2	14.4
현대위아	1,162	49,900	55,100	29,550	15.9	0.43	23.2	14.3	-7.1	37.7	20.3	14.4	5.3	29.7
한온시스템	5,735	12,550	13,250	9,760	17.6	2.92	10.6	-2.0	15.1	16.2	7.6	-1.9	27.5	8.2
만도	1,343	33,400	47,550	26,550	10.8	1.02	16.8	-1.6	-26.4	15.4	13.8	-1.6	-14.0	7.4
한국타이어	4,215	39,750	50,400	37,000	8.1	0.66	6.1	-4.9	-19.6	-1.0	3.2	-4.9	-7.2	-9.0
넥센타이어	840	10,050	12,850	7,620	8.0	0.65	1.3	1.8	-16.6	9.6	-1.6	1.9	-4.2	1.6
한국타이어월드와이드	1,358	17,050	18,950	15,400	7.4	0.47	9.7	5.9	-6.8	2.7	6.7	6.0	5.6	-5.3
한라홀딩스	397	44,300	53,200	37,500	9.5	0.49	8.9	1.4	-13.5	1.3	5.9	1.4	-1.1	-6.7
쌍용자동차	677	5,280	5,460	3,560	51.5	1.01	3.5	6.5	4.6	33.3	0.6	6.5	17.0	25.4
에스엘	1,003	24,300	25,950	13,050	8.8	0.82	10.5	20.3	9.5	21.8	7.5	20.4	21.9	13.8
Global Peers														
Toyota Motor	202,298	6,905	7,592	6,079	8.4	0.92	6.4	3.5	-3.8	7.8	4.8	0.2	5.1	-0.5
Daimler	70,066	58.4	68.5	45.0	7.8	0.88	12.0	12.6	-10.4	27.6	4.9	2.1	-8.3	10.7
BMW	51,253	76.0	93.0	68.1	8.0	0.82	10.0	3.1	-17.5	7.7	2.9	-7.4	-15.4	-9.3
General Motors	55,246	39.0	44.9	30.6	6.0	1.11	5.0	-0.2	6.0	16.4	1.1	-9.1	-5.2	-1.1
Tesla	41,465	238.7	379.6	235.1	129.9	6.09	-14.7	-22.3	-18.8	-28.3	-18.6	-31.2	-30.0	-45.8
Honda Motor	50,435	3,101	3,767	2,756	7.4	0.61	3.5	-4.6	-17.7	7.1	1.9	-7.8	-8.7	-1.2
Volkswagen	52,830	159.8	174.5	131.6	5.5	0.62	10.1	5.9	-5.6	16.0	3.0	-4.6	-3.5	-0.9
Ford Motor	40,950	10.5	12.1	7.6	7.7	1.10	19.0	18.8	-7.0	36.6	15.1	9.8	-18.3	19.1
Continental	32,971	147.1	228.4	119.7	11.0	1.47	9.9	6.6	-33.3	22.6	2.8	-3.9	-31.2	5.7
Nissan Motor	33,853	893	1,152	838	7.5	0.59	-1.6	-3.6	-22.4	1.5	-3.3	-6.8	-13.5	-6.8
Bridgestone	30,126	4,406	4,605	3,939	10.6	1.27	3.3	5.2	-4.0	4.0	1.6	2.0	5.0	-4.3
Denso	34,334	4,853	5,999	4,316	11.8	0.96	12.4	-2.7	-15.7	-0.8	10.8	-5.9	-6.7	-9.1
Renault	20,156	60.8	91.9	52.6	4.5	0.44	3.2	-1.7	-32.3	11.5	-1.3	-13.2	-32.7	-6.2
Michelin	23,209	115.2	122.0	83.2	10.0	1.50	9.3	21.4	-1.2	32.8	4.7	9.9	-1.6	15.1
Geely Automobile	18,215	15.7	24.4	10.2	9.0	2.08	4.9	18.7	-25.0	14.1	2.7	12.4	-21.4	-0.9
Fiat Chrysler Autos.	23,851	13.7	19.4	12.4	4.7	0.69	3.5	-7.9	-26.0	8.3	0.8	-18.3	-17.2	-10.5
Valeo	8,716	32.4	59.0	23.5	11.1	1.51	25.2	18.7	-41.6	26.9	20.6	7.2	-42.0	9.2
Aisin Seiki	11,390	4,305	6,300	3,565	9.6	0.81	8.9	0.4	-27.5	12.7	7.2	-2.9	-18.6	4.4
Lear	8,903	143.0	205.3	117.0	7.8	1.82	5.4	-7.1	-23.5	16.4	1.4	-16.0	-34.8	-1.1
Borgwarner	8,658	41.8	52.7	33.2	9.6	1.82	8.7	2.1	-14.7	20.2	4.8	-6.8	-25.9	2.7

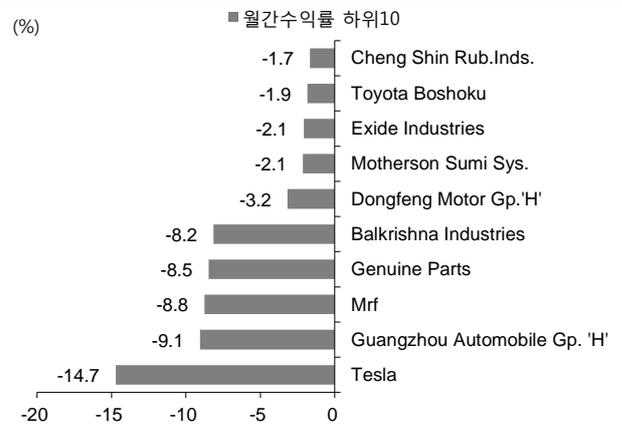
자료: Datastream, SK 증권

월간수익률 상위 10 - 자동차



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

월간수익률 하위 10 - 자동차



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

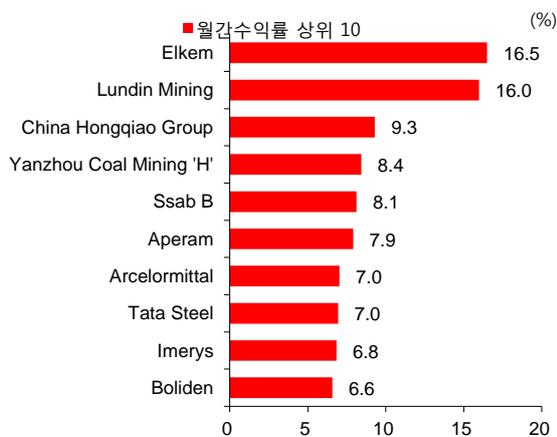


철강/비철 종목별 수익률 및 밸류에이션

(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
POSCO	19,032	255,000	372,500	237,000	7.3	0.47	0.8	-6.9	-31.5	4.9	-2.2	-6.9	-19.2	-3.0
현대제철	5,289	46,300	68,700	41,550	8.5	0.35	3.1	-9.6	-23.6	2.3	0.2	-9.5	-11.2	-5.6
고려아연	7,310	452,500	489,000	367,500	12.7	1.23	-2.7	2.7	4.4	4.6	-5.6	2.8	16.8	-3.3
풍산	667	27,800	41,950	23,550	8.1	0.54	-3.8	-8.9	-27.1	1.7	-6.8	-8.8	-14.7	-6.3
Global Peers														
BHP BILLITON	77,547	37.4	40.0	30.4	13.4	2.53	-2.8	7.4	20.8	9.3	-5.3	-0.7	15.1	-3.1
RIO TINTO	73,532	4,465	4,772	3,486	10.6	2.22	0.1	6.6	13.2	19.7	-2.2	0.3	14.6	9.0
VALE ON	67,021	50.1	62.2	41.6	7.2	1.22	-1.6	10.1	2.9	-1.8	-2.6	11.2	-9.0	-11.4
SOUTHERN COPPER	29,700	38.4	53.0	29.2	15.9	3.86	-3.2	14.3	-27.2	24.9	-7.1	5.3	-38.5	7.4
ARCELORMITTAL	22,135	19.3	30.6	17.3	6.0	0.48	7.0	-4.3	-31.2	6.5	2.9	-14.1	-34.1	-10.6
GRUPO MEXICO 'B'	22,750	55.6	62.2	37.8	11.5	1.69	4.2	21.4	-10.6	37.5	1.1	20.0	-2.8	30.4
NIPPON STL	16,899	1,981	2,517	1,808	8.2	0.52	1.4	-1.5	-17.0	4.7	-0.3	-4.7	-8.0	-3.6
MMC NORILSK NICKEL	35,145	14,342	14,720	10,255	7.0	9.41	4.5	5.5	32.6	10.0	2.0	4.0	21.7	1.5
RIO TINTO	24,919	95.4	101.8	69.7	11.6	2.37	-2.6	9.6	19.4	21.5	-5.1	1.5	13.7	9.1
ANGLO AMERICAN	36,294	1,981.4	2,226.0	1,464.6	9.3	1.22	-3.5	2.0	15.9	13.4	-5.8	-4.4	17.4	2.7
NUCOR	17,394	57.1	68.5	50.0	9.8	1.53	-2.2	-6.8	-7.4	10.2	-6.1	-15.7	-18.6	-7.4
BARRICK GOLD	22,179	17.0	19.4	12.8	30.4	1.77	-7.0	-3.2	-1.5	-7.6	-10.0	-9.9	-7.7	-23.4
FREEPORT-MCMORAN	17,857	12.3	18.2	9.8	21.2	1.70	-4.5	5.8	-19.1	19.4	-8.4	-3.2	-30.3	1.9
NEWMONT MINING	25,452	31.1	40.4	29.6	23.5	1.11	-13.2	-8.9	-20.9	-10.4	-17.1	-17.9	-32.2	-27.9
THYSSENKRUPP	2,594	33.4	33.4	33.4	7.8	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.0	1.1	-11.9	-9.6
VEDANTA	8,745	12.5	23.9	11.8	12.4	1.64	2.4	-19.0	-42.0	-16.3	-4.7	-29.5	-39.8	-33.2
FRESNILLO	8,881	166.9	298.4	147.3	6.5	0.94	-9.5	-15.5	-44.1	-17.4	-10.0	-22.8	-50.5	-23.4
NORSK HYDRO	7,193	749	1,340	741	19.7	2.19	-14.0	-25.5	-41.3	-12.9	-16.3	-31.8	-39.8	-23.6
FRANCO-NEVADA	8,843	37.0	54.3	33.5	14.3	0.85	5.8	-5.0	-26.2	-5.7	3.9	-8.8	-25.0	-14.5
CHINA STEEL	13,349	96.0	104.3	77.2	54.0	2.83	-4.2	-5.8	5.4	0.3	-7.2	-12.5	-0.8	-15.5
FOSUN INTERNATIONAL	12,735	25.0	25.5	23.2	19.2	1.21	-1.4	-2.0	6.2	2.9	-4.5	-12.4	3.3	-9.9
NOVOLIPETSK STEEL	13,247	12.2	17.3	10.4	5.9	0.60	-8.6	3.9	-26.6	6.7	-10.8	-2.4	-23.0	-8.2
FORTESCUE METALS	15,879	171.1	184.0	146.7	9.3	2.62	0.4	12.6	6.2	8.7	-2.1	11.0	-4.8	0.2
NEWCREST MINING	15,495	7.2	8.2	3.5	7.1	1.36	0.6	26.5	56.8	70.6	-1.9	18.4	51.1	58.2
GOLDCORP	13,528	25.0	26.2	18.7	19.5	1.64	-2.0	2.3	18.3	14.7	-4.5	-5.8	12.5	2.3
JFE HOLDINGS	9,170	14.2	18.7	11.1	24.7	0.74	-7.1	-3.4	-16.7	6.2	-10.1	-10.1	-22.9	-9.6

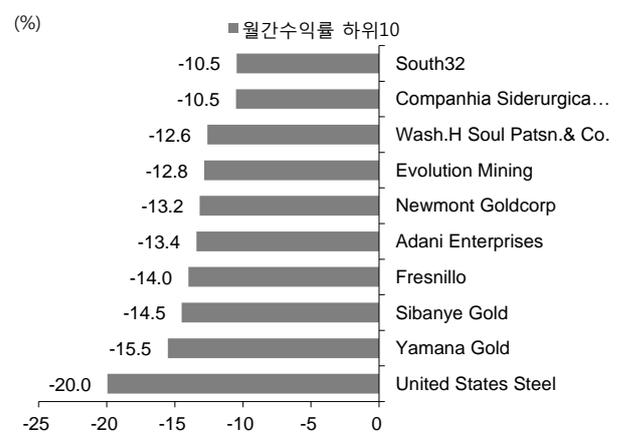
자료: Datastream, SK 증권

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



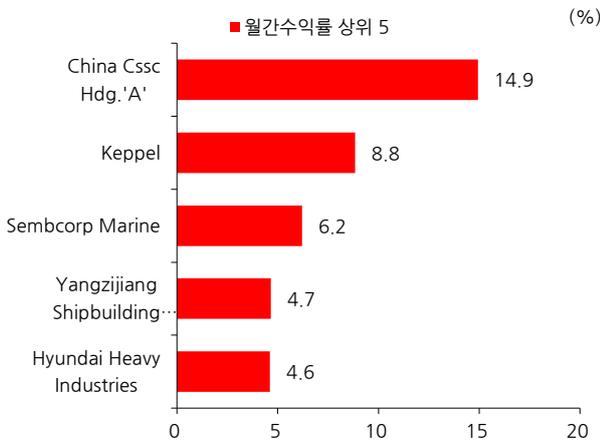
조선 종목별 수익률 및 밸류에이션

(단위: 백만달러, 현지통화)

SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
							1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대중공업	7,543	124,500	144,500	95,200	61.6	0.72	4.6	-10.1	4.2	-3.1	1.7	-10.1	16.6	-11.1
현대미포조선	1,922	56,200	66,100	39,950	18.6	0.88	-4.4	-10.5	25.6	-6.3	-7.4	-10.5	38.0	-14.3
삼성중공업	4,433	8,220	9,450	6,090	154.3	0.72	-0.5	-9.7	11.8	10.9	-3.4	-9.6	24.2	3.0
대우조선해양	2,666	29,050	37,850	23,100	15.3	0.78	3.9	-21.5	21.0	-14.9	1.0	-21.4	33.4	-22.9
Global Peers														
FINCANTIERI	2,067	1.1	1.5	0.9	11.4	1.35	-0.5	7.9	-16.6	18.2	-3.2	-2.5	-7.8	-0.6
CHINA CSSC HDG	4,773	23.3	31.5	9.3	61.4	2.11	14.9	88.3	67.4	77.7	15.3	69.2	67.5	54.2
CSSC OFFS. & MAR. ENGR	1,851	15.2	20.3	9.1	67.3	2.15	-6.2	60.0	-23.0	58.8	-5.8	40.8	-22.9	35.3
CSSC SCTC. 'A'	1,499	13.7	18.4	6.7	208.4	2.35	-8.4	89.8	14.6	96.8	-7.9	70.6	14.7	73.4
DYNAGAS LNG	86	2.4	9.2	2.2	18.5	0.33	7.1	-10.7	-70.0	-28.5	3.2	-19.7	-81.2	-46.0
MODEC	1,725	3,405	3,725	2,063	11.2	1.14	8.1	39.8	17.1	49.8	6.4	36.6	26.1	41.5
RELIANCE NAVAL&Eng	86	8.2	20.0	7.7	0.0	0.00	-24.5	-31.2	-55.6	-41.8	-25.0	-38.6	-62.0	-47.8
SEMBCORP MARINE	2,625	1.7	2.3	1.5	105.6	1.53	6.2	6.9	-20.1	11.0	0.4	0.3	-14.2	0.2
YANGZIJANG SHIPBUILD	4,584	1.6	1.6	0.9	9.9	0.97	4.7	12.1	34.2	25.6	-1.2	5.6	40.1	14.8
mitsubishi heavy inds.	13,997	4,621	4,744	3,877	14.5	0.95	0.5	10.0	6.8	16.8	-1.2	6.7	15.8	8.5
KAWASAKI HEAVY INDS	3,879	2,586	3,670	2,209	9.8	0.83	-5.3	-5.5	-29.5	10.0	-6.9	-8.7	-20.6	1.7
KEPPEL	9,044	6.8	8.3	5.7	12.1	1.00	8.8	11.0	-17.3	14.6	3.0	4.4	-11.4	3.8

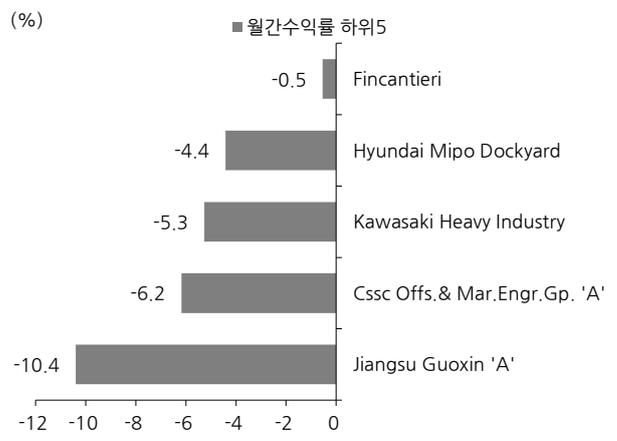
자료: Datastream, SK 증권

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)							절대수익률 (%)				상대수익률 (%)			
SK Coverages	시가총액	증가	52주 최고	52주 최저	PER (X)	PBR (X)	1M	3M	1Y	YTD	1M	3M	1Y	YTD
현대글로벌버스	5,120	159,500	170,000	105,500	10.4	1.23	24.1	12.3	-5.3	23.6	21.2	12.4	7.1	15.7
CJ대한통운	3,076	157,500	190,500	140,000	29.8	1.13	-4.8	-6.3	0.6	-5.7	-7.8	-6.2	13.0	-13.7
대한항공	2,692	33,150	37,750	25,450	9.1	0.87	4.1	-8.9	-2.9	0.3	1.1	-8.9	9.5	-7.7
팬오션	2,181	4,765	5,740	4,030	14.2	0.89	15.9	5.3	-13.4	7.2	13.0	5.4	-1.0	-0.8
<b>항공 Peers</b>														
JETBLUE AIRWAYS	5,583	18.6	20.0	15.2	9.4	1.00	13.4	3.1	-3.3	15.5	9.5	-5.8	-14.6	-2.0
HAINAN AIRLINES	5,343	2.2	3.3	1.8			0.5	18.4	-32.6	16.5	0.9	-0.7	-32.5	-7.0
SPRING AIRLINES	5,718	42.0	44.0	30.0	18.5	2.53	3.5	30.8	26.6	32.1	3.9	11.7	26.7	8.6
TURK HAVA YOLLARI	3,308	14.3	19.2	12.5	3.9	0.46	10.7	-7.2	-14.4	-11.2	8.9	1.1	-5.9	-15.7
SPIRIT AIRLINES	3,722	54.4	64.6	35.0	9.2	1.53	2.9	-7.5	52.2	-6.1	-1.1	-16.5	41.0	-23.6
WIZZ AIR HOLDINGS	3,226	3,400	3,797	2,329	13.9	2.24	13.0	12.2	6.5	21.3	10.7	5.8	7.9	10.7
ASIANA AIRLINES	1,211	6,610	8,450	3,350	13.6	1.14	88.3	51.4	24.7	59.9	85.4	51.5	37.1	51.9
제주항공	922	40,850	51,000	28,800	9.3	2.10	3.3	24.7	-16.6	21.8	0.4	24.8	-4.2	13.8
진에어	634	24,700	32,950	17,000	9.3	2.00	6.9	18.2	-22.5	28.3	4.0	18.2	-10.1	20.4
<b>육운 Peers</b>														
UNITED PARCEL SER.'B'	74,091	106.2	124.7	89.9	13.6	12.75	-4.9	0.8	-6.4	8.9	-8.9	-8.2	-17.7	-8.6
FEDEX	49,368	189.5	265.5	152.7	11.1	2.14	4.4	6.7	-23.4	17.4	0.5	-2.2	-34.6	-0.1
YAMATO HDG.	8,910	2,413	3,506	2,391	19.4	1.57	-15.6	-16.7	-14.4	-20.2	-17.3	-19.9	-5.4	-28.5
Technip	9,595	37.7	46.5	28.4	23.5	4.80	-2.4	14.0	-1.6	24.6	1.1	-14.4	6.3	-4.6
<b>해운 Peers</b>														
COSCO SHIP.DEV'	507	1.1	1.6	0.8	6.6		2.9	17.8	-27.4	32.5	0.7	11.5	-23.8	17.6
NIPPON YUSEN KK	2,895	1,896	2,483	1,617	14.4	0.59	16.9	4.3	-18.8	12.1	15.2	1.1	-9.8	3.8
MITSUI OSK LINES	3,054	2,820	3,335	2,243	9.6	0.60	18.4	4.0	-13.1	17.6	16.8	0.8	-4.1	9.3
DFDS	2,779	315.8	424.0	239.4	9.7	1.69	14.7	2.7	-18.1	20.4	14.4	-6.9	-22.4	6.8
COSCO SHIP.EN.TRSP.	838	5.1	5.3	3.4	11.6	0.60	12.7	14.2	30.3	29.7	10.4	7.9	33.9	14.8
QATAR NAVIGATION	2,126	67.6	75.0	54.5	10.0	0.51	3.2	-2.0	20.3	2.4	0.5	1.2	6.4	1.7
EVERGREEN MARINE	1,979	13.6	14.6	11.1	21.9	0.86	13.4	13.4	-5.5	13.9	10.3	3.0	-8.4	1.1
SEASPAN	2,186	10.1	10.7	7.2	10.6	0.71	16.6	9.0	31.9	29.5	12.6	0.1	20.6	12.0

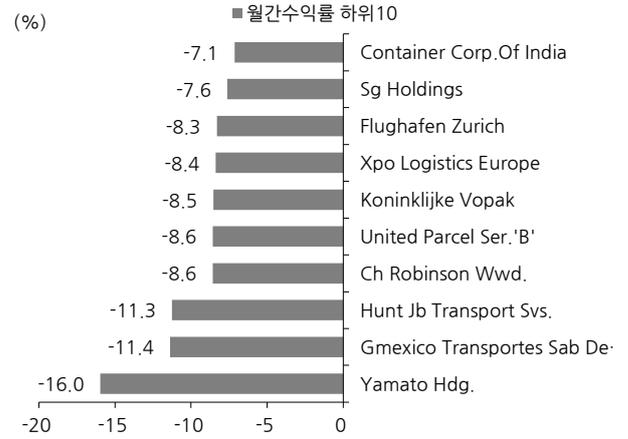
자료: Datastream, SK 증권

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

