



스몰캡 김재운
jy.kim@ktb.co.kr



스몰캡 김영준
yjkim311@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가
월덱스 (101160)	BUY	1만원
제이에스코퍼레이션 (194370)	BUY	2.2만원
알엔투테크놀로지 (148250)	N/R	-
씨유메디칼 (115480)	N/R	-
태평양물산 (007980)	N/R	-
인바디 (041830)	N/R	-

3가지 관점으로 찾은 미중 무역분쟁 중소형 수혜주

Issue

미중 무역분쟁이 코스닥 시장 및 중소형주 주가에 미치는 영향 분석. 특히, 미중 무역분쟁 및 관세 부과가 반사수혜로 작용 가능한 종목 탐색

Pitch

KTB투자증권 리서치센터는 본 자료를 통해, 미중 무역분쟁에 의한 코스닥 종목장 현상 분석과 동시에, 무역분쟁에 따른 수혜주를 탐색하고자 함. ①미국의 대중 관세 수혜, ②중국의 대미 관세 수혜, ③무역분쟁에 따른 환율 변동의 수혜의 관점에서 6종목을 제시

Rationale

5월 들어서며 미·중 무역분쟁 재점화로 글로벌 증시가 약세로 돌아선 가운데, 코스닥 지수는 5개월간의 상승폭을 반납하며 변동성을 키우는 중. 외인 매도세에 따른 코스닥 지수 부진은 피하기 힘든 시점이나, 풍부한 개인 유동성에 따른 종목장세는 펀더멘탈 양호한 기업들에 대한 매수 기회. 지수 하락의 주범인 미·중 무역분쟁도 몇몇 기업은 반사 수혜로 작용. KTB투자증권 스몰캡팀은 미·중 무역분쟁의 반사수혜에 대해 3가지 관점으로 접근

- 1) 미국의 對중 관세부과:** 미국의 對 중국 관세 부과에 따른 국내 기업들의 반사 수혜는 관세에 직접적인 영향을 받는 ①미국에서 중국 기업과 경쟁하는 국내 수출 기업의 수혜, 간접적으로는 ②중국 수출기업의 미국산 부품/원재료를 대체할 수 있는 국내 기업의 수혜가 가능할 것. 위 2가지 수혜가 전망되는 종목으로 월덱스(101160), 알엔투테크놀로지(148250), 제이에스코퍼레이션(194370) 제시
- 2) 중국의 對미 관세부과:** 중국의 對 미국 무역분쟁 정책의 수혜는 관세 부과의 직접적인 수혜로 ①중국 내 미국 제품과 경쟁하는 기업이 예상, 간접적인 수혜로는 ②미국에 대항하는 중국의 기술 굴기의 수혜가 가능한 기업이 전망. 해당 종목으로 씨유메디칼(115480)의 수혜 기대
- 3) 환율 변동:** 원화는 주요국 통화 중 달러화 대비 가치가 가장 많이 하락, 환율 변동의 영향은 단기적이며 즉각적인 수혜로 작용할 가능성이 높음. 관세부과에 따른 영향은 기업들에게 장기적이고 지속적인 수혜인 반면, 환율 변동은 해당 기업의 분기 실적에 즉각적으로 반영. 달러 수출비중이 높은 동시에 원재료 달러 결제 비중이 낮은 기업들의 수혜 전망. 수혜 종목으로는 태평양물산(007980), 인바디(041830)를 추천

CONTENTS

03	I. Summary & Focus Charts
06	II. 미·중 무역분쟁의 나비효과 - II-1. 5월 코스닥 지수 하락전환 - II-2. 미·중 무역분쟁 충격은 코스닥 종목장으로 귀결
11	III. 미·중 무역분쟁의 반사 수혜주 탐색 - III-1. 미국의 對 중국 관세 부과 - III-2. 중국의 對 미국 관세 부과 - III-3. 무역분쟁에 따른 환율 변동
17	IV. 결론 미·중 관세부과 영향는 무역분쟁 마무리 시에도 유지
19	V. 종목별 투자의견
20	월덱스 (101160) _ Top Picks
23	제이에스코퍼레이션 (194370) _ Top Picks
34	알엔투테크놀로지 (148250)
37	씨유메디칼 (115480)
40	태평양물산 (007980)
43	인바디 (041830)

I. Summary & Focus Charts

연초 형성되었던 미·중 무역분쟁 타결 분위기는 지난 5월 5일 트럼프 대통령이 트위터로 2,000억달러에 대한 관세 인상(25%)을 언급하며 급랭되었다. 또한 미국의 대중 관세 인상이 결정되자, 5월 12일 중국도 미국 수출품 600억 달러에 대한 관세인상(25%)으로 대응하며 무역분쟁 갈등은 최고조에 달하고 있다. 다만, 트럼프 대통령은 3,250억달러의 추가 관세부과에 대해서는 아직 결정되지 않았으며, 6월 말 G20에서의 타결가능성을 열어두는 모습이다.

5월 들어서며 미·중 무역분쟁 재점화로 글로벌 증시가 약세로 돌아선 가운데, 한국 증시 또한 직격탄을 맞고 있다. 특히, 코스닥 지수는 5개월간의 상승폭을 반납하며 변동성을 키우고 있다. 외인의 순매도 전환도 부진한 수급상황을 대변한다. 불안한 점은 외인의 코스닥 시장 이탈이 시작 단계라는 점이다. 코스닥 시장에서의 외인 이탈은 5월 미중 무역분쟁 재점화를 기점으로 시작되었으며, 원-달러 환율은 미중 무역분쟁이 격화된 5월 1,190원대로 치솟으며 외인 이탈을 부추겼다.

또한 코스닥 지수는 역사적으로 상승/하락의 폭보다 상승/하락 기간에 따른 영향이 컸다. 2010년 이후, 코스닥 지수의 연속 상승 기간은 5~7개월 수준이었으며, 이후 2~3개월의 단기 조정이 이어졌다. 해당 기간 동안 코스닥 지수 상승이 최대 7개월을 초과한 경우는 없었으며, 평균적으로 6개월 가량의 상승기간을 유지한 뒤 하락전환 하였다. 비록 트럼프 대통령의 트위터 발언이 코스닥 지수 하락을 촉발시킨 것임은, 상승기간이 길었던 만큼 하락추세로의 전환이 대단히 이례적인 상황은 아닌 것이다.

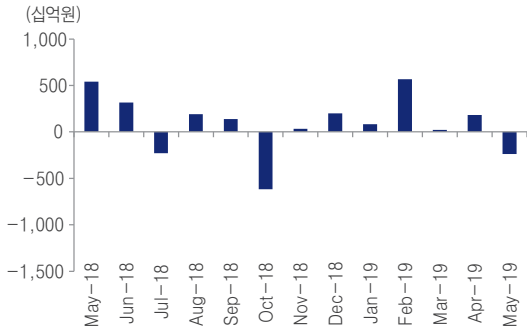
외인 매도세에 따른 지수 부진은 피하기 힘든 시점이나, 풍부한 개인 유동성에 따른 종목장세는 개별 종목에 대한 기회가 될 수 있다. 현 시점은 미·중 무역분쟁의 반사수혜 종목에 대한 탐색이 필요한 시기가 될 것이다. KTB투자증권 스몰캡팀은 미·중 무역분쟁이란 거대한 파도에 맞설 종목으로 미·중 무역분쟁 반사 수혜주를 탐색하고자 하며, 반사 수혜가 가능한 기업을 탐색함에 있어서 1)미국의 대중 관세부과, 2)중국의 대미 관세부과, 3)환율 변동의 수혜주 6종목을 제시한다.

약 1년간의 미·중 무역분쟁의 결과, 양 측의 4차례에 걸친 관세부과 카드가 발동되었다. 이제 미국은 3,000억 달러에 달하는 중국 제품에 대해 25% 관세부과 카드가 남았으며, 중국은 남은 관세부과 카드가 없는 상황이다. 즉, 미·중 양 측의 관세부과 영향은 이미 시작되었으며, 마지막 카드가 사용되지 않은 채 무역분쟁이 마무리되더라도 기부과된 관세의 영향은 유지된다. 따라서 본론에 언급한 미·중 양 측의 관세부과는 해당 기업들에게 장기적이며 지속적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 반면, 무역분쟁에 따른 환율변동의 영향을 받는 기업들은 단기적이며 즉각적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

In-Depth ◆ 3가지 관점으로 찾은 미중 무역분쟁 증소형 수혜주

Focus

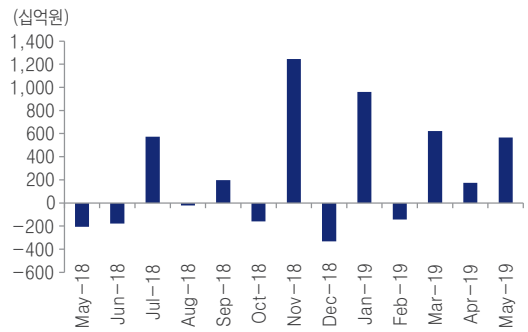
Chart 01 코스닥 외국인 순매수



Source: Dataguide, KTB투자증권

Focus

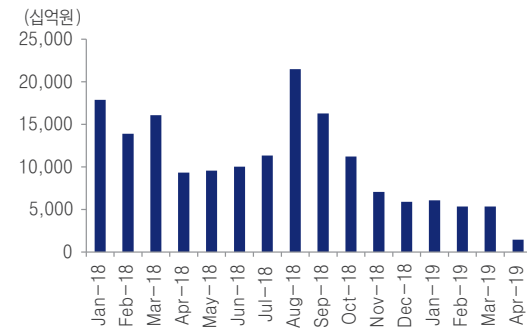
Chart 02 코스닥 개인 순매수



Source: Dataguide, KTB투자증권

Focus

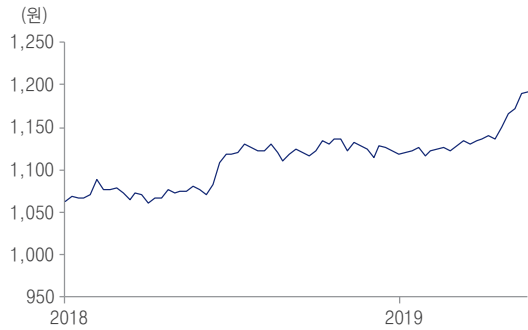
Chart 03 부동산 거래량



Source: 부동산114, KTB투자증권

Focus

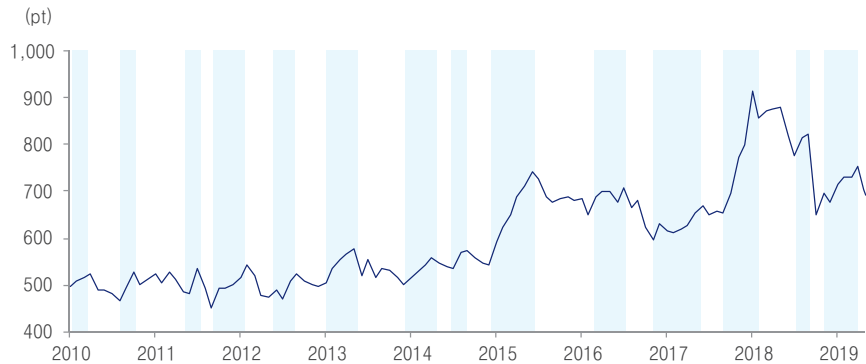
Chart 04 원/달러 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Focus

Chart 05 코스닥 지수 + 상승/하락 기간



Source: Dataguide, KTB투자증권

Focus

Chart 06 미중 무역분쟁에 의한, 3가지 반사 수혜 포인트



Source: KTB투자증권

Focus

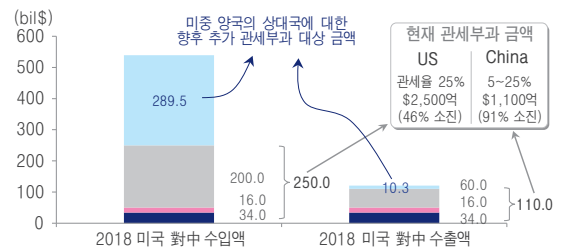
Chart 07 미중 무역분쟁 일지와 현재 상황

2018

- 3/22 US, 트럼프 행정명령 서명: 대중 관세부과(500억 달러), WTO 제소, 중국 대미투자 제한
- 4/2 China, 미국산 돈육 등 8개 품목 25%, 120개 품목 15% 관세 부과
- 4/3 US, 중국 통신장비 등 25% 관세 부과 대상 500억 달러 품목 발표
- 4/4 China, 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목 25% 관세부과 방침 발표
- 5/3~4 美-中 협상(베이징) / 5/17~18 美-中 협상(워싱턴)
- 5/28 US, 대중 25% 관세 부과(첨단기술 품목) 강행 방침 발표 / 6/2~3일 美-中 협상(베이징)
- 7/2 China, 미국 마이크로테크놀러지 제품 중국 내 판매 금지
- 7/6 US & China, 상호 340억 달러에 대한 25% 관세 부과 / 8/22~23 美-中 협상(워싱턴)
- 7/10 US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과 계획 발표 (9월 발표 예정)
- 8/23 US & China, 상호 160억 달러에 대한 25% 관세 부과
- 9/24 US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과 / China, 600억 달러에 대한 5~10% 관세 부과
- 12/1 G20 회담(아르헨티나)에서 美-中 정상 90일간 추가 관세 부과 유예 및 협상 재개 합의 (미국은 2,000억 달러에 대한 관세를 인상(10%→25%) 유예)

2019

- 1/7~4/30 美-中 릴레이 고위급 협상(워싱턴 & 베이징)
2/24 US, 2월말 유예기간 완료 앞두고 2,000억 달러에 대한 관세를 인상 일정 보류)
- 5/5 US, 대중 관세 부과 가능성 경고(2,000억 달러 10%→25% & 3,250억 달러 25%)
- 5/9~10 美-中 협상(워싱턴) / 5/10 0시 기준(중국 출발 시간) 관세율 인상 방침 발표
- 5/10 협상 결렬(No Deal) / US, 2,000억 달러 5,700억 품목 관세율 10%→25%로 인상
지적재산권 보호, 기술이전, 산업보조금 등에 대한 美 입법 요구 vs. 中 행정명령 방식 고수
- 5/13 China, 600억 달러에 대한 관세율 5~10%→5~25%로 인상 발표(6/1부터 적용)
US, 3,000억 달러에 대한 25% 관세 목록 공개(6/17 공청회 후 7일간 업계 의견 수렴)
- 5/16 화웨이(& 67개 계열사)와의 거래, 미국 정부 허가제 도입 발표(공공기관은 '18.8월 시행)
- 6/28~29 G20 회담(일본) 예정, 美-中 정상회담 가능성



Source: KTB투자증권 매크로팀

II. 미·중 무역분쟁의 나비효과

II-1. 5월 코스닥 지수 하락전환

5월 미·중 무역분쟁 재점화로 글로벌 증시가 약세로 돌아선 가운데, 한국 증시 또한 직격탄을 얻어맞고 있다. 특히, 코스닥 지수는 지난 5개월간의 상승폭을 반납하며 변동성을 키우고 있다. 2018년 12월 중 659pt에서 시작한 코스닥 지수는 2019년 4월 말 기준 755pt까지 상승하였으나, 5월 한달 간 50pt가 넘는 하락폭을 기록하며 700선 밑으로 돌아왔다.

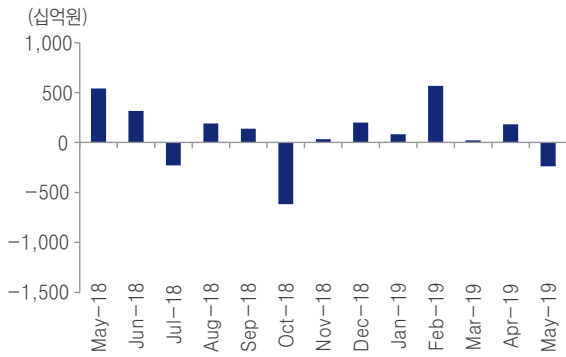
외인의 순매도 전환도 부진한 수급상황을 대변한다. 불안한 점은 외인의 코스닥 시장 이탈이 시작 단계라는 점이다. 코스닥 시장에 대한 외인 순매수는 2018년 12월 이후, 2019년 4월까지 +1조551억원을 기록 중이며 2018년 11월부터 2019년 4월까지 6개월 연속 순매수 이후, 5월달 들어 -5,949억원으로 순매도 전환했다. 코스닥 시장에서의 외인 이탈은 5월 미중 무역분쟁 재점화를 기점으로 시작되었으며, 같은 기간의 원-달러 환율은 1,122원~1,140원 구간에서 미중 무역분쟁이 격화된 5월 1,190원대로 치솟으며 외인 이탈을 부추겼다.

반면, 개인 순매수는 2018년 12월 이후, 2019년 4월까지 +1조2,778억원을 기록했으며 5월에도 +8,685억원을 기록하고 있다. 즉, 코스닥 개별주에 대한 개인 유동성이 풍부한 상황으로, 개인 유동성이 개별 종목으로 몰리며 종목장세가 진행되고 있다.

또한 코스닥 지수는 역사적으로 상승/하락의 폭보다 상승/하락 기간에 따른 영향이 컸다. 2010년 이후, 코스닥 지수의 연속 상승 기간은 5~7개월 수준이었으며, 이후 2~3개월의 단기 조정이 이어졌다. 해당 기간 동안의 상승폭과 하락폭에 무관하게 코스닥 지수 상승이 최대 7개월을 초과한 경우는 없었으며, 평균적으로 6개월 가량의 상승기간을 유지한 뒤 하락전환 하였다. 코스닥 지수는 2018년 12월 18일 659.7pt를 시작으로 2019년 5월 3일 761.8pt까지 상승세가 이어지며 약 5개월간의 상승기간을 거친 후, 하락전환 하였다. 비록 트럼프 대통령의 트위터 발언이 코스닥 지수 하락을 촉발시킨 것이나, 상승기간이 길었던 만큼 하락추세로의 전환이 대단히 이례적인 상황은 아닌 것이다.

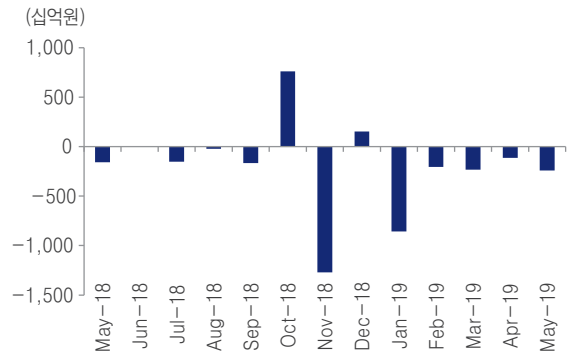
그러나 희망은 있다. 1)코스닥 지수의 조정기간(평균 2.5개월)은 상승기간보다 짧았다는 점, 2)주요국 통화 대비 원화 약세폭이 과도했다는 점, 3)무역분쟁의 장기화 이슈가 지수에 어느 정도 반영되었다는 점은 조정기간 이후의 반등을 기대할 수 있는 요소이다.

Figure 01 코스닥 외국인 순매수



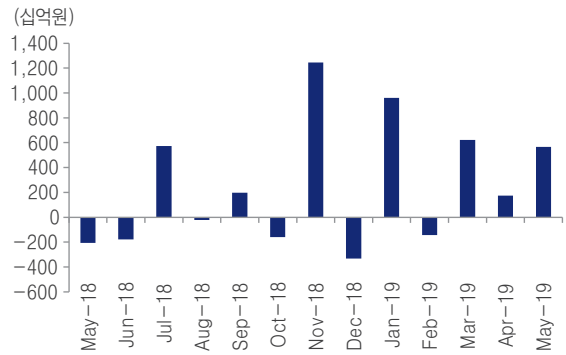
Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 02 코스닥 기관 순매수



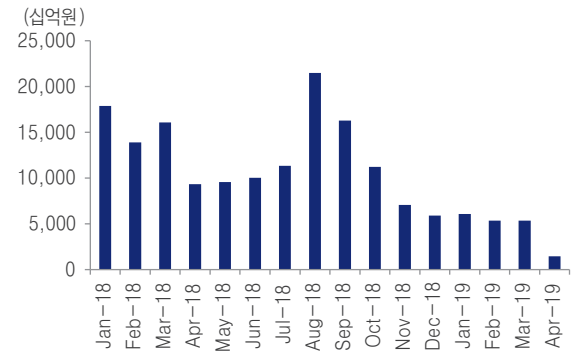
Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 03 코스닥 개인 순매수



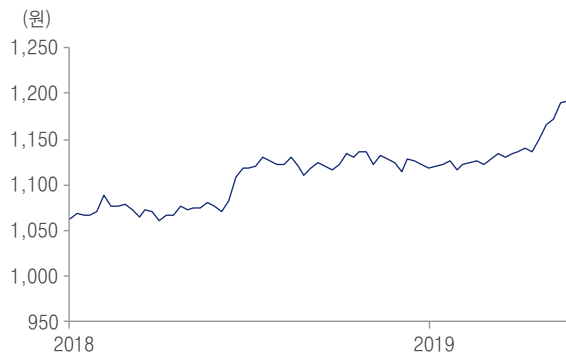
Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 04 전국 부동산 거래량



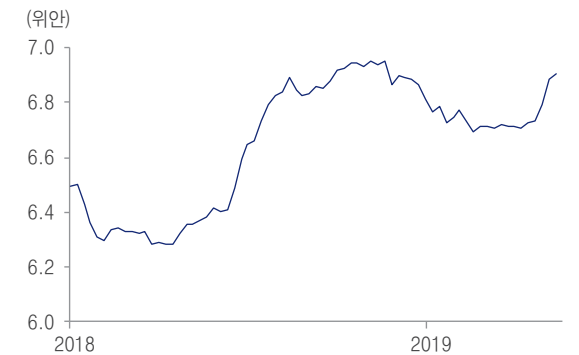
Source: 부동산114, KTB투자증권

Figure 05 원/달러 환율



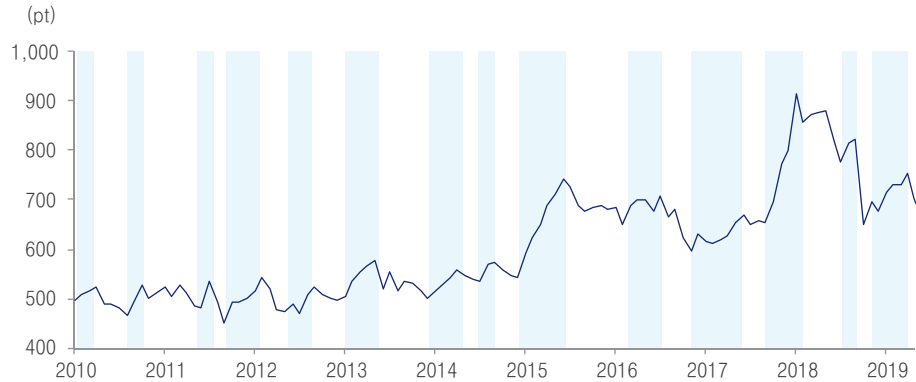
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 06 위안/달러 환율



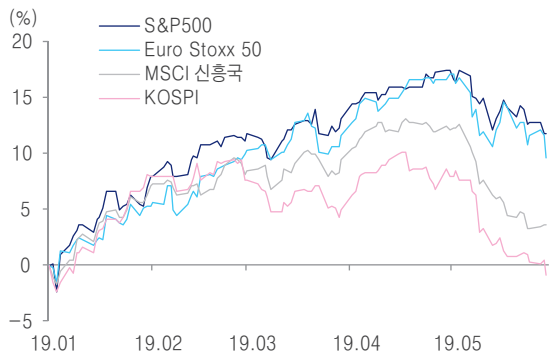
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 07 코스닥 지수 + 상승/하락 기간



Source: Dataguide, KTB투자증권

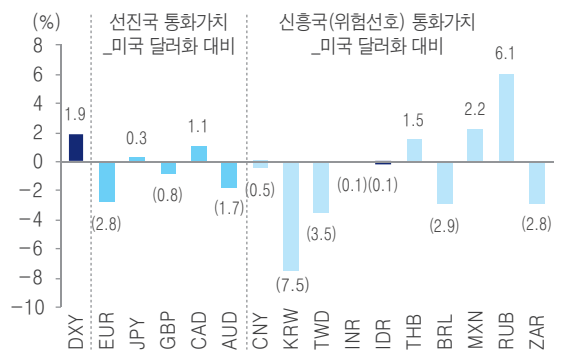
Figure 08 2019년 글로벌 증시 누적 수익률



Source: Bloomberg, KTB투자증권 매크로팀

Note: MSCI 신흥국지수는 지역통화기준

Figure 09 2019년 주요국 통화가치 등락률



Source: Bloomberg, KTB투자증권 매크로팀

Note: 5/29일 기준

II-2. 미·중 무역분쟁 충격은 코스닥 종목장으로 귀결

외인 매도세에 따른 지수 부진은 피하기 힘든 시점이나, 풍부한 개인 유동성에 따른 종목장세는 개별 종목에 대한 기회가 될 수 있다. 세상에서 일어나는 대부분의 사건은 피해자도 있지만, 수혜자도 있기 마련이다. 지수 하락을 촉발시킨 주범인 미·중 무역분쟁도 몇몇 기업에게는 반사 수혜로 작용한다. 즉, 현 시점은 미·중 무역분쟁의 반사수혜 종목에 대한 탐색이 필요한 시기가 될 것이다.

KTB투자증권 스몰캡팀은 미·중 무역분쟁이란 거대한 파도에 맞설 종목으로 미·중 무역분쟁 반사 수혜주를 탐색하고자 하며, 반사 수혜가 가능한 기업을 탐색함에 있어서 다음 3가지 측면을 고려하였다.

1) 미국의 對 中 관세부과: 2018년 3월, 500억달러 규모의 중국산 수입품에 대한 관세부과(25%)를 시발점으로 미·중 무역분쟁이 발발. 미국의 對 중국 관세 부과에 따른 국내 기업들의 반사 수혜는 관세에 직접적인 영향을 받는 1)미국에서 중국 기업과 경쟁하는 국내 수출 기업의 수혜, 간접적으로는 2)중국 수출기업의 미국산 부품/원재료를 대체할 수 있는 국내 기업의 수혜가 가능할 것

2) 중국의 對 미 관세부과: 미국의 對 중국 관세부과를 시작으로 중국 또한 對 미국 관세부과를 통한 맞불 전략을 시행. 이러한 중국의 對 미국 무역분쟁 정책의 수혜는 관세 부과와 직접적인 수혜로 1)중국 내 미국 제품과 경쟁하는 기업이 예상, 간접적인 수혜로는 2)미국에 대항하는 중국의 기술 굴기의 수혜가 가능한 기업이 전망됨

3) 환율 변동: 원화는 주요국 통화 중 달러화 대비 가치가 가장 많이 하락하였으며 이러한 환율 변동의 영향은 단기적이며 즉각적인 수혜로 작용할 가능성이 높음. 관세부과에 따른 영향은 기업들에게 장기적이고 지속적인 수혜인 반면, 환율 변동은 해당 기업의 분기 실적에 즉각적으로 반영. 달러 수출비중이 높은 동시에 원재료 달러 결제 비중이 낮은 기업들의 수혜가 가능할 것

Figure 10 미중 무역분쟁에 의한, 3가지 반사 수혜 포인트



Source: KTB투자증권

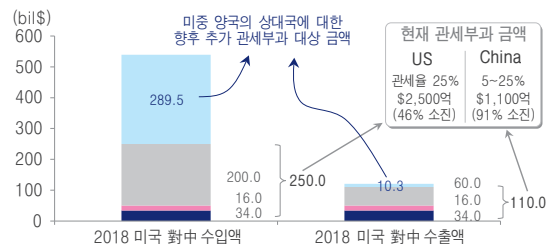
Figure 11 미중 무역분쟁 일지와 현재 상황

2018

- 3/22 US, 트럼프 행정명령 서명: 대중 관세부과(500억 달러), WTO 제소, 중국 대미투자 제한
- 4/2 China, 미국산 돈육 등 8개 품목 25%, 120개 품목 15% 관세 부과
- 4/3 US, 중국 통신장비 등 25% 관세 부과 대상 500억 달러 품목 발표
- 4/4 China, 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목 25% 관세부과 방침 발표
- 5/3~4 美-中 협상(베이징) / 5/17~18 美-中 협상(워싱턴)
- 5/28 US, 대중 25% 관세 부과(첨단기술 품목) 강행 방침 발표 / 6/2~3일 美-中 협상(베이징)
- 7/2 China, 미국 마이크론테크놀로지 제품 중국 내 판매 금지
- 7/6 US & China, 상호 340억 달러에 대한 25% 관세 부과 / 8/22~23 美-中 협상(워싱턴)
- 7/10 US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과 계획 발표 (9월 발표 예정)
- 8/23 US & China, 상호 160억 달러에 대한 25% 관세 부과
- 9/24 US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과 / China, 600억 달러에 대한 5~10% 관세 부과
- 12/1 G20 회담(아르헨티나)에서 美-中 정상 90일간 추가 관세 부과 유예 및 협상 재개 합의 (미국은 2,000억 달러에 대한 관세를 인상(10%→25%) 유예)

2019

- 1/7~4/30 美-中 릴레이 고위급 협상(워싱턴 & 베이징)
2/24 US, 2월말 유예기간 완료 앞두고 2,000억 달러에 대한 관세를 인상 일정 보류
- 5/5 US, 대중 관세 부과 가능성 경고(2,000억 달러 10%→25% & 3,250억 달러 25%)
- 5/9~10 美-中 협상(워싱턴) / 5/10 0시 기준(중국 출발 시간) 관세를 인상 방침 발표
- 5/10 협상 결렬(No Deal) / US, 2,000억 달러 5,700여 품목 관세를 10%→25%로 인상 지적재산권 보호, 기술이전, 산업보조금 등에 대한 미 입법 요구 vs. 中 행정명령 방식 고수
- 5/13 China, 600억 달러에 대한 관세를 5~10%→5~25%로 인상 발표(6/1부터 적용)
US, 3,000억 달러에 대한 25% 관세 목록 공개(6/17 공청회 후 7일간 업계 의견 수렴)
- 5/16 화웨이(& 67개 계열사)와의 거래, 미국 정부 허가제 도입 발표(공공기관은 '18.8월 시행)
- 6/28~29 G20 회담(일본) 예정, 美-中 정상회담 가능성



Source: KTB투자증권 매크로팀

III. 미·중 무역분쟁의 반사 수혜주 탐색

III-1. 미국의 對 중국 관세 부과

트럼프 대통령은 미국에 대한 중국의 기술이전 요구 및 지적재산권 침해를 이유로 2018년 3월, 500억 달러 규모의 중국산 수입품에 대한 관세부과(25%)를 결정하였다. 이는 본격적인 미·중 무역분쟁의 시발점이 되었으며 미국의 對 중국 관세 부과의 시작이었다. 이후, 2018년 4월 3일 미국은 중국 통신 장비 등 25% 관세 부과 대상 품목(500억 달러)에 대해 발표하였으며, 5월 28일에는 중국 첨단기술 품목에 대한 관세 25% 부과 강행 방침을 발표하였다. 9월 24일에는 중국 수출품 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과를 발표하였으나, 12월 1일 10%→25% 관세율 인상은 유예하며 무역분쟁의 타결 분위기를 조성하였다. 그러나 2019년 5월 10일 미중 협상 결렬에 따라 미국은 2,000억 달러 5,700여 품목에 대한 관세율을 25%로 인상하였다. 5월 13일에는 3,000억 달러에 대한 25% 관세 목록이 공개되며 무역분쟁은 더욱 심화되었고 5월 16일 ‘화웨이’와의 거래에 대한 미국 정부 허가제 도입을 발표하며 무역분쟁은 단순 관세부과를 넘어서게 되었다.

이러한 미국의 對 중국 관세 부과에 따른 국내 기업들의 반사 수혜는 크게 2가지로 나눌 수 있다. 우선 관세에 직접적인 영향을 받는 1)미국에서 중국 기업과 경쟁하는 국내 수출 기업의 수혜가 가능하며, 간접적으로는 2)중국 수출기업의 미국산 부품/원재료를 대체할 수 있는 국내 기업의 수혜가 가능할 것이다. 직접적인 관세부과의 영향은 당장 해당 시점부터 영향을 받을 것이며, 관세 피해를 받는 중국 기업들은 빠른 대처가 필요한 만큼 간접적 영향에 따른 수혜도 빠르게 진행될 것으로 전망한다.

KTB투자증권은 위 2가지 수혜가 가능한 종목으로 월텍스(101160), 알엔투테크놀로지(148250), 제이 에스코퍼레이션(194370)을 제시한다.

월 텍스(101160): 월 텍스는 반도체 전 공정 중 에칭(Etching)공정에 사용되는 Silicon-Parts(Cathode/Ring), Quartz-Parts(Ring, Bell jar 등), Ceramics(SiC, Al₂O₃ 등) 소재를 전문적으로 생산하는 반도체 소재 전문 기업. 미국소재 자회사 WCQ는 미국 내 팹업체(Intel, Micron, Texas Industry)가 주요 고객. 따라서 Peer Group 대비 미중 무역관세 리스크에 노출되지 않음

알엔투테크놀로지(148250): 알엔투테크놀로지는 LTCC(저온 동시소성 세라믹) 소재 전문제조 업체로 무선통신 중계기용 부품(MLC & MCP), 2차 전지 보호회로(MCP), LTCC Powder등이 주력 제품. 동사 매출의 대부분이 무선통신 중계기용 부품에서 발생하고 있으며 주요 고객사는 삼성, ZTE 등 무선통신 기기 제조업체. 또한 노키아 및 화웨이를 신규고객으로 확보, 화웨이의 경우 해당 부품을 미국의 아나 렌으로부터 전량 구매하고 있어 무역분쟁 격화에 따른 부품처 다변화 진행 중

제이에스코퍼레이션(194370): 핸드백 OEM/ODM 전문 제조 기업. 매출의 94%가 해외 OEM향(달러 결제)으로 글로벌 핸드백 업체들을 고객사로 확보 중. 2018년 주요 고객사인 Kate Spade의 물량 이탈, 중국 공장 철수에 따른 비용 및 가동률 저하로 실적이 부진했으나 Kate Spade의 복귀 및 동남아 공장의 가동률 안정화에 따라 2019년 1분기 실적은 매출액 505억원(YoY +14.3%), 영업이익 32억원(YoY +324%), 당기순이익 33억원(YoY +757%)을 기록하며 턴어라운드 시작. 무역분쟁 격화에 따라 아직 제조 공장을 중국에 보유하고 있는 경쟁사인 Sitoy, The well leatherware, Superl, Fashion Focus 대비 경쟁 우위를 가져갈 것으로 전망됨에 따라 수혜 가능할 것

Figure 12 미국의 對 중국 관세 부과

일자	내용
2018-03-22	US, 트럼프 행정명령 서명: 대중 관세부과(500억 달러), WTO 제소, 중국 대미투자 제한
2018-04-03	US, 중국 통신장비 등 25% 관세 부과 대상 500억 달러 품목 발표
2018-05-28	US, 대중 25% 관세 부과(첨단기술 품목) 강행 방침 발표
2018-07-06	US & China, 상호 340억 달러에 대한 25% 관세 부과
2018-07-10	US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과 계획 발표
2018-08-23	US & China, 상호 160억 달러에 대한 25% 관세 부과
2018-09-24	US, 2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과
2019-05-05	US, 대중 관세 부과 가능성 경고(2,000억 달러 10%→25% & 3,250억 달러 25%)
2019-05-10	US, 2,000억 달러 5,700여 품목 관세율 10%→25%로 인상 지적재산권 보호, 기술이전, 산업보조금 등에 대한 미 입법 요구 vs. 中 행정명령 방식 고수
2019-05-13	US, 3,000억 달러에 대한 25% 관세 목록 공개(6/17 공청회 후 7일간 업계 의견 수렴)
2019-05-16	화웨이(& 67개 계열사)와의 거래, 미국 정부 허가제 도입 발표

Source: KTB투자증권 매크로팀

Figure 13 관련 기업 요약

(단위: 십억원)

기업	시가총액	Performance (%)					간략 코멘트
		1W	1M	3M	6M	YTD	
월덱스	119.0	2.9	22.6	22.2	35.8	47.1	반도체 소재, 수출 비중 79%
알엔투테크놀로지	85.3	-9.2	4.1	24.8	41.2	42.8	통신장비, 수출 비중 36%
제이에스코퍼레이션	246.7	-2.6	15.6	41.2	49.2	68.2	핸드백 OEM/ODM, 수출 비중 94%
파트론	918.0	-2.0	22.8	71.2	103.7	107.2	휴대폰 부품, 수출 비중 74%
엠씨넥스	379.9	-0.7	1.7	36.4	70.4	66.4	휴대폰 부품, 수출 비중 93%
인탑스	293.3	-0.6	4.0	37.0	48.3	48.3	휴대폰 부품, 수출 비중 65%
옵트론텍	170.6	1.2	15.6	26.0	68.8	71.8	휴대폰 부품, 수출 비중 77%
에이치엔티	139.2	6.2	44.1	102.7	183.2	225.0	휴대폰 부품, 수출 비중 99%
나무가	110.8	-6.0	-7.1	46.8	71.8	69.6	휴대폰 부품, 수출 비중 99%
케이엠더블유	1,489.8	39.0	95.6	234.2	233.5	259.2	통신장비, 수출 비중 93%
서진시스템	484.2	-2.4	12.4	46.2	65.6	54.2	통신장비, 수출 비중 55%
에이스테크	438.3	32.3	62.7	98.3	180.2	127.5	통신장비, 수출 비중 91%
영원무역	1,783.5	-1.1	7.9	14.7	2.4	5.0	의류 OEM, 수출 비중 99%
한세실업	958.0	2.1	-17.6	-0.8	22.2	20.7	의류 OEM, 수출 비중 77%
화승엔터프라이즈	902.0	6.8	12.0	30.7	39.3	39.9	신발 OEM/ODM, 수출 비중 97%
제이에스코퍼레이션	246.7	-2.6	15.6	41.2	49.2	68.2	핸드백 OEM/ODM, 수출 비중 94%
태평양물산	154.2	-4.9	4.9	13.8	18.2	20.5	의류 OEM, 수출 비중 75%
국동	47.1	-5.0	-23.6	-26.7	-15.2	-25.3	의류 OEM, 수출 비중 89%
제이브이엠	263.7	8.2	10.3	14.4	31.0	24.0	조제 자동차 제품, 수출 비중 40%

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 5/29일 기준

III-2. 중국의 對 미국 관세 부과

미국의 對 중국 관세부과를 시작으로 중국 또한 對 미국 관세부과를 통한 맞불 전략을 시행하였다. 2018년 4월 2일 미국산 돈육 등 8개 품목에 대해 25%, 120개 품목에 대해 15%의 관세를 부과하였으며 4월 4일에는 미국산 대두 및 자동차 등 106개 품목에 대해 25% 관세부과 방침을 발표하였다. 이어 7월에는 미국 마이크론의 중국 내 판매금지 조치를 내렸다. 또한 7~9월 3개월간 25% 관세 부과 항목을 지속적으로 발표하였으며, 무역분쟁이 재점화된 2019년 5월, 600억 달러에 대한 관세율 5~10%를 5~25%로 인상할 것을 발표하였다.

이러한 중국의 對 미국 무역분쟁 정책의 수혜는 관세 부과와 직접적인 수혜로 1)중국 내 미국 제품과 경쟁하는 기업이 예상되며, 간접적인 수혜로는 2)미국에 대항하는 중국의 기술 굴기의 수혜가 가능한 기업도 전망된다.

KTB투자증권은 對 미 관세부과의 수혜 종목으로 씨유메디칼(115480)을 제시한다.

씨유메디칼(115480): AED 전문제조 및 MSO/CRO 전문기업이며 애플 VAR 사업도 영위 중 사업부 별 매출비중은 AED 38 %, 애플 VAR 55 %, MSO/CRO 7% 로 구성. 동사는 AED 아시아 최초 개발 업체이며 미국기업을 제외하고 FDA 인증을 획득한 유일한 기업. 신규 사업으로 2019년 3월 중국 쯔보커 쯔싱로봇 지분 10%를 취득하며 중국 수술용 로봇 시장 진출. 쯔보커쯔싱로봇은 중국의 제조 2025에 포함되며, 미국의 다빈치에 대항하기 위한 수술로봇 개발 업체로 중국 커쯔싱 시의 지원을 받는 회사. 씨유메디칼은 쯔보커쯔싱로봇에 핵심 시스템과 소모품을 공급할 예정

Figure 14 중국의 對 미국 관세 부과

일자	내용
2018-04-02	China, 미국산 돈육 등 8개 품목 25%, 120개 품목 15% 관세 부과
2018-04-04	China, 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목 25% 관세부과 방침 발표
2018-07-02	China, 미국 마이크론테크놀로지 제품 중국 내 판매 금지
2018-07-06	US & China, 상호 340억 달러에 대한 25% 관세 부과
2018-08-23	US & China, 상호 160억 달러에 대한 25% 관세 부과
2018-09-24	China, 600억 달러에 대한 5~10% 관세 부과
2019-05-13	China, 600억 달러에 대한 관세율 5~10%→5~25%로 인상 발표(6/1부터 적용)

Source: KTB투자증권 매크로팀

Figure 15 관련 기업 요약

(단위: 십억원)

기업	시가총액	Performance (%)					간략 코멘트
		1W	1M	3M	6M	YTD	
씨유메디칼	39.8	1.2	-12.6	-6.9	-5.5	11.8	중국에서 의료용 수술 로봇 사업 진행
고영	1,240.1	-1.5	-5.6	12.4	10.6	9.8	반도체 검사 장비, 수출 비중 93%
리노공업	900.8	0.0	3.0	11.9	20.4	25.6	반도체 검사 부품, 수출 비중 57%
티씨케이	672.5	-3.5	-8.9	-10.6	16.1	42.6	반도체 부품, 수출 비중 50%
DB하이텍	641.6	-6.5	-5.6	16.1	22.5	33.2	Foundry, 수출 비중 80%
엘비세미콘	440.0	2.5	27.1	95.2	173.8	146.0	반도체 부품, 수출 비중 41%
케이씨텍	247.0	-10.1	-30.8	-16.2	11.7	31.2	반도체 부품, 수출 비중 40%
유진테크	255.5	-6.7	-19.5	-8.2	-6.7	4.2	반도체 장비, 수출 비중 38%
에스티아이	219.2	8.2	-8.0	27.7	37.8	51.2	반도체 장비, 수출 비중 52%
오스템임플란트	1,000.0	-1.4	23.2	32.8	32.1	30.8	임플란트 제품, 수출 비중 53%
덴티움	763.7	-3.5	-0.3	10.8	-2.8	20.0	임플란트 제품, 수출 비중 77%
디오	561.3	-0.5	-7.6	20.7	24.4	28.7	임플란트 제품, 수출 비중 68%
뷰웍스	306.6	-3.0	-4.7	-10.6	-18.1	-7.1	이미징 솔루션, 수출 비중 72%
레이언스	232.3	-7.0	-15.2	-12.2	-4.1	-14.4	의료용 디텍터, 수출 비중 40%
디알텍	91.9	-3.9	19.1	21.6	44.9	55.0	의료용 디텍터, 수출 비중 77%

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 5/29일 기준

III-3. 무역분쟁에 따른 환율 변동

무역분쟁에 따라 환율이 요동치고 있다. 특히, 원화는 주요국 통화 중 달러화 대비 가치가 가장 많이 하락하였으며 이러한 환율 변동의 영향은 단기적이며 즉각적인 수혜로 작용할 가능성이 높다. III-1, 2에서 언급한 관세부과에 따른 영향은 기업들에게 장기적이고 지속적인 수혜인 반면, 환율 변동은 해당 기업의 분기 실적에 즉각적으로 반영된다.

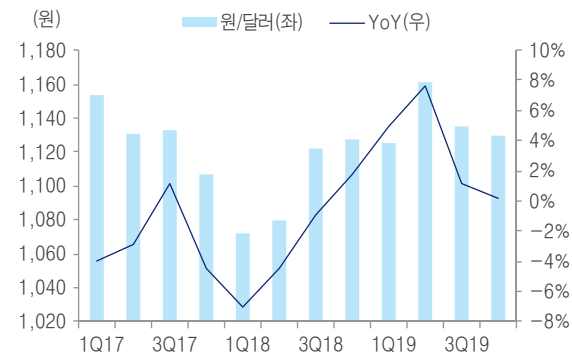
5월 29일 현재 원달러 환율은 1,180원대에서 움직이고 있으며 이는 1Q19 대비 +4.89% 수준, 작년 2Q 평균환율 대비 +9.26% 수준이다. KTB투자증권 리서치센터에서 제시하는 하반기 원/달러 환율 range는 1,120~1,150원(하반기 평균 1,135원 / 연평균 1,140원)으로, 2018년 연간 원/달러 환율 평균이 1,100원임을 감안한다면 수출비중이 높은 중소기업의 환율변동에 따른 실적 성장을 기대할 수 있다. 특히, 2분기 환율 변동폭을 감안한다면, 해당 업체들의 2분기 실적 시즌을 대비한 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다.

KTB투자증권 스몰캡팀은 달러 수출비중이 높은 동시에 원재료 달러 결제 비중이 낮은 기업의 수혜가 가능할 것으로 판단하며 의류 OEM 기업 태평양물산(007980)과 체성분 분석기 전문 제조 업체 인바디(041830)를 추천한다.

태평양물산(007980): 의류 OEM 및 우모 전문 제조 기업. 매출의 85%가 해외OEM향(달러결제)으로 글로벌 의류 브랜드를 고객사로 확보 중. 특히, GAP, Columbia, ASCENA, Under Armour 등 상위 5개 업체의 매출비중이 전사매출의 60% 이상을 차지. 2018년 실적은 매출액 9,721억원(YoY +5.0%), 영업이익 325억원(YoY +37.0%) 기록. 대규모 증설에 따른 2016~2017년 부진 이후, 증설 효과로 2018년 턴어라운드

인바디(041830): 체성분 분석기 전문 제조 기업. 매출의 74%가 수출로 주요 수출 국가는 미국(23%), 중국(16%), 일본(14%). 2018년 중국에서의 매출 부진 및 제품 믹스 변화에 따른 마진률 감소로 전년 대비 실적이 소폭 감소. 그러나 2019년 1분기 실적은 매출액 285억원(YoY +31.3%), 영업이익 65억원(YoY +41%), 당기순이익 54억원(YoY +50%)을 기록하며 회복되는 모습을 보임. 신제품 출시, 유럽 시장의 성장을 바탕으로 턴어라운드 기대

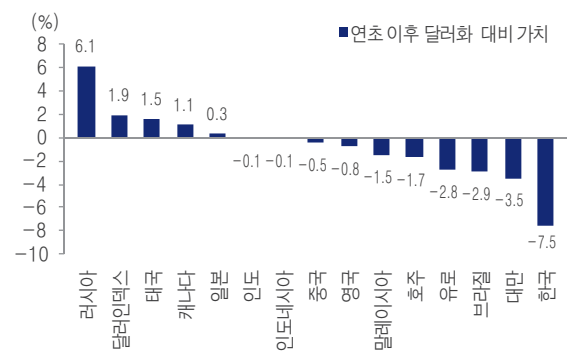
Figure 16 분기 평균 원/달러 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: 3Q19, 4Q19는 KTB투자증권 매크로팀 추정치

Figure 17 연초 이후 달러화 대비 통화 가치 변화



Source: Bloomberg, KTB투자증권 매크로팀

Note: 5/29일 기준

Figure 18 관련 기업 요약

(단위: 십억원)

기업	시가총액	Performance (%)					간략 코멘트
		1W	1M	3M	6M	YTD	
인바디	318.1	-2.3	5.2	-1.9	3.6	7.1	체성분 분석기 제조업체, 수출 비중 65%
태평양물산	154.2	-4.9	4.9	13.8	18.2	20.5	의류 OEM, 수출 비중 75%
파트론	918.0	-2.0	22.8	71.2	103.7	107.2	휴대폰 부품, 수출 비중 74%
엠씨넥스	379.9	-0.7	1.7	36.4	70.4	66.4	휴대폰 부품, 수출 비중 93%
옵트론텍	170.6	1.2	15.6	26.0	68.8	71.8	휴대폰 부품, 수출 비중 77%
에이치엔티	139.2	6.2	44.1	102.7	183.2	225.0	휴대폰 부품, 수출 비중 99%
나무가	110.8	-6.0	-7.1	46.8	71.8	69.6	휴대폰 부품, 수출 비중 99%
케이엠더블유	1,489.8	39.0	95.6	234.2	233.5	259.2	통신장비, 수출 비중 93%
에이스테크	438.3	32.3	62.7	98.3	180.2	127.5	통신장비, 수출 비중 91%
고영	1,240.1	-1.5	-5.6	12.4	10.6	9.8	반도체 검사 장비, 수출 비중 93%
DB하이텍	641.6	-6.5	-5.6	16.1	22.5	33.2	Foundry, 수출 비중 80%
월덱스	119.0	2.9	22.6	22.2	35.8	47.1	반도체 소재, 수출 비중 79%
영원무역	1,783.5	-1.1	7.9	14.7	2.4	5.0	의류 OEM, 수출 비중 99%
한세실업	958.0	2.1	-17.6	-0.8	22.2	20.7	의류 OEM, 수출 비중 77%
화승엔터프라이즈	902.0	6.8	12.0	30.7	39.3	39.9	신발 OEM/ODM, 수출 비중 97%
제이에스코퍼레이션	246.7	-2.6	15.6	41.2	49.2	68.2	핸드백 OEM/ODM, 수출 비중 94%
국동	47.1	-5.0	-23.6	-26.7	-15.2	-25.3	의류 OEM, 수출 비중 89%
덴티움	763.7	-3.5	-0.3	10.8	-2.8	20.0	임플란트 제품, 수출 비중 77%
디오	561.3	-0.5	-7.6	20.7	24.4	28.7	임플란트 제품, 수출 비중 68%
바텍	383.2	-3.2	-2.5	8.6	12.9	19.4	치과용 의료기기, 수출 비중 86%
뷰웍스	306.6	-3.0	-4.7	-10.6	-18.1	-7.1	이미징 솔루션, 수출 비중 72%
인터로조	294.4	-2.4	-1.3	7.5	26.6	5.3	콘택트 렌즈 제조업체, 수출 비중 64%
제노레이	91.5	-2.1	-9.5	-7.7	5.0	7.7	치과용 의료기기, 수출 비중 63%
디알텍	91.9	-3.9	19.1	21.6	44.9	55.0	의료용 디텍터, 수출 비중 77%

Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 5/29일 기준

IV. 결론

미·중 관세부과 영향는 무역분쟁 마무리 시에도 유지

2018년 이후 미·중 무역분쟁의 결과, 양 측의 4차례에 걸친 관세부과 카드가 발동되었다. 이제 미국은 3,000억 달러에 달하는 중국 제품에 대해 25% 관세부과 카드가 남았으며, 중국은 남은 관세부과 카드가 없는 상황이다. 즉, 미·중 양 측의 관세부과 영향은 이미 시작되었으며, 마지막 카드가 사용되지 않은 채 무역분쟁이 마무리되더라도 기부과된 관세의 영향은 유지된다.

따라서 본론에 언급한 미·중 양 측의 관세부과는 해당 기업들에게 장기적이며 지속적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 반면, 무역분쟁에 따른 환율변동의 영향을 받는 기업들은 단기적이며 즉각적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 당장 2분기 및 연간 실적 수혜가 예상되나 무역분쟁 마무리에 따른 환율 정상화 시, 환율 수혜의 기간은 짧아질 것이다.

Figure 19 미·중 양 국의 기시행된 관세부과

일자	미국	중국
2018-04-02		미국산 돈육 등 8개 품목 25%, 120개 품목 15% 관세 부과
2018-07-06	US & China, 상호 340억 달러에 대한 25% 관세 부과	
2018-08-23	US & China, 상호 160억 달러에 대한 25% 관세 부과	
2018-09-24	2,000억 달러에 대한 10% 관세 부과	600억 달러에 대한 5~10% 관세 부과
2019-05-10	2,000억 달러 5,700여 품목 관세를 10%→25%로 인상	
2019-05-13		600억 달러에 대한 관세를 5~10%→5~25%로 인상 발표

Source: KTB투자증권 매크로팀

V. 종목별 투자의견

월덱스 (101160) _ Top Picks

제이에스코퍼레이션 (194370) _ Top Picks

알엔투테크놀로지 (148250)

씨유메디칼 (115480)

태평양물산 (007980)

인바디 (041830)



월덱스

(101160)

BUY

미중 무역분쟁 반사수혜 기대

Issue

미중 무역분쟁에 따른 월덱스의 수혜 분석

Pitch

해외 주요 반도체를 고객사로 확보하고 있어 비메모리 시장 성장 수혜가 가능하며, 고객 다변화에 따른 실적 안정성 부각

Rationale

- 월덱스는 반도체 전공정에 사용되는 파츠 전문 제조 업체로 주요 고객사는 비메모리/메모리 반도체 제조업체. 2018년말 기준, 팹공정을 보유한 글로벌 250개 이상 팹업체를 고객으로 확보 중
- 이는 삼성전자 및 SK하이닉스를 최대 고객으로 보유하고 있는 국내 Peer와의 차별점. 글로벌 비메모리 반도체 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 250개 이상의 팹업체를 고객으로 확보하고 있는 월덱스의 수혜가 전망
- 또한 월덱스는 본사 및 미국 자회사 WQC의 매출 약 75%가 해외 고객사로 구성. 특히, 비메모리향 매출 비중이 약 60%로 높아 미-중 무역분쟁 안전지대에 놓여있다는 판단
- 급등하고 있는 원달러 환율 또한 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망. 동사는 해외 주요 고객사에 대해 달러결제를 진행하고 있어, 2019년은 환율 효과에 의한 실적 개선 효과도 기대. 이는 1Q19 실적에 반영되며 매출액 282억원(YoY +18.3%), 영업이익 58억원(YoY +75.3%)의 호실적에 일부 기여한 것으로 파악
- 2019년 실적은 매출액 1,150억원(YoY +9.0%), 영업이익 231억(YoY +5.0%) 전망. 2019년 예상 EPS를 적용한 동사의 PER은 6.3배 수준으로 Peer 대비 저평가 매력 부각

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	10,000		유지
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	6,930원
예상 증가상승률	44.3%
시가총액	1,144억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	16,511천주
52주 최저가/최고가	4,335 - 7,620원
3개월 일평균거래대금	22억원
외국인 자본율	4.6%
주요주주지분율(%)	
배종식 (외 5인)	37.4
타이거투자자문	10.5

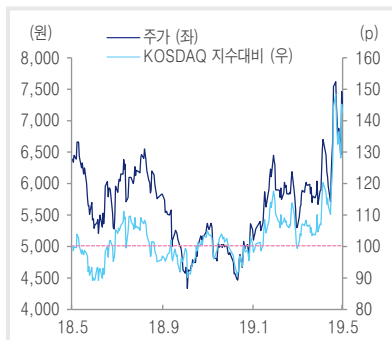
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.6	6.3	5.5
PBR(배)	1.3	1.4	1.1
EV/EBITDA(배)	4.2	5.0	4.2
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.7

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
증가상승률	17.5	31.5	8.5	41.4
KOSDAQ대비 상대수익률	26.1	32.4	29.6	39.4

Price Trend

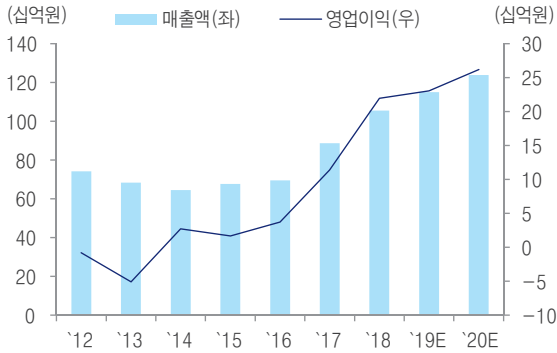


Earnings Forecasts

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	68	69	89	106	115	124	134
영업이익	2	4	11	22	23	26	30
EBITDA	8	10	17	27	28	32	36
순이익	(4)	0	7	18	18	21	24
순차입금	53	45	31	30	26	21	13
매출증가율	4.8	2.7	27.8	18.9	9.0	7.8	8.5
영업이익률	2.5	5.4	12.8	20.8	20.1	21.1	22.3
순이익률	(5.2)	0.7	7.8	16.6	15.9	16.9	18.0
EPS증가율	적지	흑전	1,022.7	148.7	4.2	14.7	15.4
ROE	(8.4)	1.1	13.9	28.2	22.9	21.2	20.1

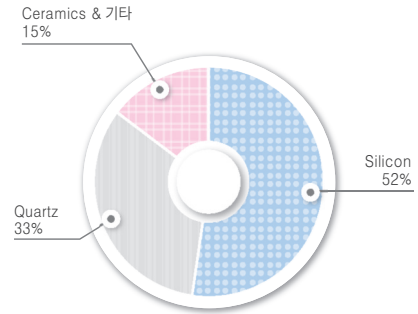
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 월덱스 매출액 및 영업이익 전망



Source: 월덱스, KTB투자증권

Figure 02 월덱스 제품별 매출 비중



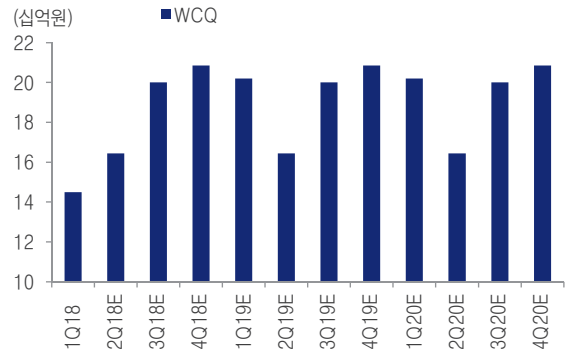
Source: 월덱스, KTB투자증권

Figure 03 월덱스 지분구조



Source: 월덱스, KTB투자증권

Figure 04 WCQ 매출액 추이



Source: 월덱스, KTB투자증권

Figure 05 분기 실적 전망 요약

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	23.8	24.7	28.0	29.1	28.2	27.6	31.7	27.5	30.4	29.7	34.2	29.7
실리콘	12.0	12.5	15.4	17.8	15.6	14.4	17.9	16.6	17.1	15.9	19.7	18.2
쿼츠	7.8	8.8	8.7	9.4	9.3	9.6	9.8	8.9	9.7	10.1	10.3	9.4
기타(AiO2, SiC 등)	4.0	3.4	3.9	1.9	3.3	3.5	4.1	2.0	3.5	3.7	4.3	2.1
영업이익	3.3	5.8	6.8	6.0	5.8	5.5	7.6	4.1	6.5	6.1	8.4	5.2
OPM(%)	13.9	23.5	24.4	20.7	20.6	20.0	24.0	15.0	21.3	20.5	24.5	17.6

Source: KTB투자증권

재무제표 (월덱스)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	52.3	70.8	83.8	96.8	114.1
현금성자산	13.4	17.2	20.0	21.5	27.9
매출채권	13.4	24.1	30.2	37.0	43.2
재고자산	24.3	28.1	32.1	36.8	41.5
비유동자산	57.6	61.0	66.1	70.2	75.4
투자자산	4.7	4.4	4.6	4.8	5.0
유형자산	44.1	48.3	53.7	58.1	63.5
무형자산	8.8	8.3	7.8	7.3	6.9
자산총계	109.8	131.8	149.9	167.0	189.5
유동부채	50.7	46.5	46.5	43.8	43.4
매입채무	7.0	6.5	8.0	8.6	9.4
유동성이자부채	41.5	36.4	34.9	31.5	30.4
비유동부채	5.9	14.3	14.9	14.6	14.0
비유동이자부채	3.0	10.8	11.3	10.8	10.1
부채총계	56.6	60.8	61.4	58.3	57.5
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	32.4	32.4	32.4	32.4	32.4
이익잉여금	16.0	32.9	50.4	70.5	93.9
자본조정	(3.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.2	71.0	88.5	108.6	132.0
투자자본	84.3	100.3	113.9	128.7	143.8
순차입금	31.1	30.0	26.2	20.8	12.6
ROA	6.1	14.5	13.0	13.2	13.6
ROE	13.9	28.2	22.9	21.2	20.1
ROIC	10.7	20.0	18.1	18.1	18.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	13.4	12.2	15.1	16.0	20.4
당기순이익	8.4	20.9	18.3	20.9	24.2
자산상각비	6.1	4.6	5.3	5.7	6.2
운전자본증감	(3.4)	(12.8)	(8.7)	(10.8)	(10.2)
매출채권감소(증가)	(3.7)	(9.9)	(6.1)	(6.8)	(6.2)
재고자산감소(증가)	(1.3)	(2.6)	(4.0)	(4.7)	(4.7)
매입채무증가(감소)	2.1	0.9	1.5	0.6	0.7
투자현금	(0.3)	(3.9)	(10.5)	(10.3)	(11.5)
단기투자자산감소	3.0	2.6	(0.1)	(0.5)	(0.1)
장기투자증권감소	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(3.4)	(6.3)	(10.2)	(9.6)	(11.1)
유무형자산감소	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(8.6)	(2.3)	(1.8)	(4.7)	(2.6)
차입금증가	(8.6)	(1.7)	(1.0)	(3.9)	(1.8)
자본증가	0.0	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
배당금지급	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
현금 증감	4.1	6.1	2.7	0.9	6.3
총현금흐름(Gross CF)	19.2	28.1	23.8	26.8	30.5
(-) 운전자본증가(감소)	0.0	13.9	8.7	10.8	10.2
(-) 설비투자	3.4	6.3	10.2	9.6	11.1
(+) 자산매각	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	15.6	11.5	4.6	5.7	8.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	15.6	11.5	4.5	5.6	8.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	88.8	105.5	115.0	124.0	134.5
증가율 (Y-Y, %)	27.8	18.9	9.0	7.8	8.5
영업이익	11.4	22.0	23.1	26.2	29.9
증가율 (Y-Y, %)	205.2	93.3	5.0	13.6	14.3
EBITDA	17.4	26.6	28.4	31.9	36.1
영업외손익	(3.0)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.1)
순이자수익	(1.8)	(1.5)	(1.4)	(1.3)	(1.2)
외화관련손익	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.4	20.9	21.8	25.0	28.8
당기순이익	6.9	17.5	18.3	20.9	24.2
지배기업당기순이익	6.9	17.6	18.3	21.0	24.2
증가율 (Y-Y, %)	1,294.9	153.7	4.2	14.7	15.4
NOPLAT	9.4	18.4	19.3	22.0	25.1
(+) Dep	6.1	4.6	5.3	5.7	6.2
(-) 운전자본투자	0.0	13.9	8.7	10.8	10.2
(-) Capex	3.4	6.3	10.2	9.6	11.1
OpFCF	12.0	2.8	5.8	7.2	10.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.2	16.0	18.3	11.8	8.4
영업이익증가율(3Yr)	60.8	135.3	83.7	32.1	10.9
EBITDA증가율(3Yr)	19.1	48.7	40.3	22.4	10.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	232.8	44.8	11.3
영업이익률(%)	12.8	20.8	20.1	21.1	22.3
EBITDA마진(%)	19.6	25.2	24.7	25.7	26.8
순이익률(%)	7.8	16.6	15.9	16.9	18.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	428	1,064	1,108	1,271	1,467
BPS	2,697	3,808	4,895	6,144	7,587
DPS	40	50	50	50	50
Multiples(x, %)					
PER	14.9	4.6	6.3	5.5	4.7
PBR	2.4	1.3	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.8	4.2	5.0	4.2	3.5
배당수익률	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	5.4	2.9	4.8	4.3	3.7
PSR	1.2	0.8	1.0	0.9	0.9
재무건전성(%)					
부채비율	106.4	85.6	69.4	53.7	43.5
Net debt/Equity	58.4	42.3	29.6	19.2	9.5
Net debt/EBITDA	178.5	113.0	92.2	65.3	34.9
유동비율	103.1	152.3	180.3	221.1	262.7
이자보상배율	6.2	14.2	16.7	20.1	25.1
이자비용/매출액	2.2	1.6	1.3	1.2	1.0
자산구조					
투자자본(%)	82.3	82.3	82.2	83.1	81.4
현금+투자자산(%)	17.7	17.7	17.8	16.9	18.6
자본구조					
차입금(%)	45.6	39.9	34.3	28.0	23.5
자기자본(%)	54.4	60.1	65.7	72.0	76.5

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

제이에스코퍼레이션 (194370)

BUY

미중 무역 분쟁으로 재조명될 수 있는 기업

Issue

제이에스코퍼레이션 신규 커버리지 개시

Pitch

• 투자자의견 BUY, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2020년 EPS에 Target PER 14배(국내외 Peer 20E PER 평균) 적용. 국내 의류 OEM/ODM 업체들 평균 20E PER 9.3x 대비 50% 할증률 부여된 것이나 높은 EPS 성장률(20년 43% vs 국내 Peer 22%) 감안시 타당한 수준

• 미중 무역 분쟁 수혜 기대. 관세 효과로 중국 생산 업체들 대비 가격 경쟁 우위 요인이 있고, 높은 수출 비중으로 원화약세 또한 실적에 긍정적 요인

Rationale

• 동사의 주요 수출처인 미국 핸드백 시장 업황 회복 중. 2018년 미국의 핸드백 수입액은 176억 달러(YoY +11%), 2019년 3월까지 누계 수입액 41억 달러(YoY +5%)로 완만한 회복세 진행 중. 동사 핸드백 바이어들의 실적 전망도 긍정적

• 2018년 이탈했던 주요 고객사 Kate Spade의 물량 수주 재개. Kate Spade의 이탈은 Coach와의 합병 과정에서 밴더 단일화 이슈로 발생. 그러나 신규 밴더의 제조 능력 부족으로 동사와 거래를 재개. 1Q19 Kate Spade항 매출액은 133억원으로 2018년 연간 매출액의 90% 내외를 달성하며 회복됐음

• 2018년 실적 부진 요인 중 하나였던 중국 공장 철수 과정 마무리

• 미중 무역 분쟁으로 수혜 기대. 1) 동남아 공장 이전 마무리 단계로 중국내 공장 보유 경쟁사 대비 관세효과로 가격 경쟁 우위 요인 존재. 2) 미국과 유럽향 수출 비중 90%, 100% 달러 결제로 원화 약세에 따른 실적 호조 기대

• 2019년 실적은 매출액 2,584억원(YoY +25.7%), 영업이익 198억원(YoY +342%, OPM 7.7%), 당기순이익 162억원(YoY +176%) 기록 전망. 2020년에도 실적 호조 지속될 전망

	현재	직전	변동
투자자의견	BUY		신규
목표주가	22,000		신규
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	16,700원
예상 주가상승률	31.7%
시가총액	2,227억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	13,336천주
52주 최저가/최고가	9,940 - 19,000원
3개월 일평균거래대금	10억원
외국인 지분율	1.1%
주요주주지분율(%)	
홍재성 (외 4인)	60.2
일련투트자산운용	10.1
제이에스코퍼레이션 자사주	4.5

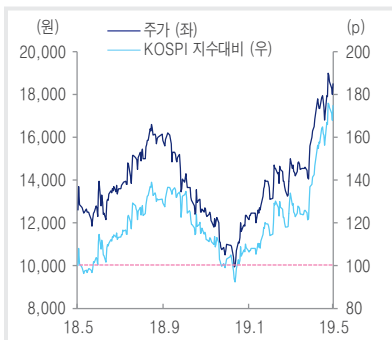
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	25.0	14.9	10.6
PBR(배)	1.0	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	13.2	7.7	5.3
배당수익률(%)	4.1	2.7	2.7

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.5	35.8	32.5	51.8
KOSPI 대비 상대수익률	9.9	38.5	47.9	51.9

Price Trend



Earnings Forecasts

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	162	240	189	236	206	258	285
영업이익	21	22	12	15	4	20	30
EBITDA	23	24	15	18	8	25	36
순이익	19	20	11	6	6	16	23
순차입금	14	(16)	(54)	(47)	(39)	(28)	(33)
매출증가율	54.4	48.4	(21.5)	25.3	(13.0)	25.7	10.4
영업이익률	13.2	9.0	6.6	6.4	2.2	7.7	10.5
순이익률	11.8	8.2	5.6	2.4	2.9	6.3	8.1
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	(46.4)	0.7	155.2	40.4
ROE	41.7	25.5	8.3	3.7	3.8	10.1	13.4

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

I. Valuation

제이에스코퍼레이션의 커버리지를 개시하며 목표주가 22,000원, 투자 의견 Buy를 제시한다. 목표주가는 2020E EPS 1,574원에 Target PER 14x를 적용하여 산출하였다. Target PER 14x는 국내외 의류 OEM/ODM Peer 기업들의 2020E PER 평균인 14x를 적용하여 산정하였다. 현재 국내 동종 기업(영원무역, 한세실업, 태평양물산) 19E PER 평균 11.3x, 20E PER 9.3x와 비교했을 때 동사의 PER은 각각 14.9x, 10.6x로 밸류에이션 매력에 낮아 보일 수 있으나 EPS 성장률 차이를 고려할 필요가 있다(Fig2). 2020년 EPS 성장률 43%(국내 Peer 평균 22.4%)를 감안한다면 매력적이라는 판단이다. 또한 무역 분쟁의 수혜를 받으며 중국에 공장을 보유한 해외 핸드백 제조 업체 대비 경쟁 우위를 가질 수 있는 점은 밸류에이션 할증 요인이다.

Figure 01 제이에스코퍼레이션 12M Fwd PER 밴드



Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 02 밸류에이션 요약

목표주가	22,000원
2020E EPS	1,574원
Target PER	14x
제이에스코퍼레이션 20E PER	10.6x
제이에스코퍼레이션 20E EPS Growth	43.3%
국내외 Peer 기업 20E 평균 PER	14x
국내외 Peer 기업 20E EPS Growth	18.4%
국내 Peer 20E 평균 PER	9.3x
국내 Peer 20E EPS Growth	22.4%

Source: KTB투자증권

Figure 03 글로벌 Peer Performance & Valuation

분류	기업명	국가	시가총액 (백만달러)	주가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)	
				1M	3M	6M	YTD	18	19E	20E	18	19E	20E	19E	20E	19E	20E
국내	제이에스코퍼레이션	한국	187.1	2.5	27.5	35.8	51.8	25.0	14.9	10.6	1.0	1.4	1.3	175.9	43.3	7.7	10.5
ODM	영원무역	한국	1,433.0	4.2	9.7	-2.2	0.4	14.9	12.2	11.0	1.1	1.0	0.9	22.3	11.2	9.3	9.9
OEM	한세실업	한국	739.2	-24.0	-8.9	18.3	10.8	n/a	13.1	10.6	1.9	1.9	1.7	n/a	24.6	4.7	5.3
	태평양물산	한국	120.3	-2.4	5.7	13.9	11.9	12.0	8.4	6.4	0.8	0.9	0.7	59.9	31.4	3.9	4.4
해외	Eclat	대만	3,519.2	-7.8	15.0	4.8	16.5	21.8	23.6	20.6	5.6	6.0	5.4	7.7	14.3	19.8	20.4
ODM	Makalot	대만	1,433.9	1.6	15.5	20.3	27.4	23.6	23.4	20.4	4.1	4.9	4.7	28.3	15.0	9.3	9.8
OEM	Quang Viet	대만	519.9	1.3	24.7	52.2	51.4	14.1	16.5	15.4	1.6	2.5	n/a	29.5	7.1	9.1	9.2
	Yue Yuen	홍콩	4,500.8	-13.8	-17.2	-4.0	-12.8	17.0	11.8	10.5	1.3	1.1	1.0	24.7	12.8	5.6	6.0
	Bosideng	홍콩	2,616.9	-11.1	27.2	40.1	29.7	10.6	21.7	16.7	0.7	1.8	1.7	34.0	29.5	12.0	12.6
	Li&Fung	홍콩	1,289.8	-8.5	-13.1	-25.6	-3.3	10.2	10.1	8.4	1.1	0.8	0.8	n/a	20.0	1.9	2.1
	Sitoy	홍콩	201.7	-10.4	-14.6	-26.1	-9.4	6.6	n/a	n/a	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	Shenzhou	중국	17,717.0	-12.2	-5.6	-2.6	4.2	25.8	22.7	19.1	5.3	4.8	4.2	19.0	18.3	24.8	25.1
바이어	Tapestry	미국	8,347.2	-10.8	-17.7	-26.1	-14.8	17.7	11.1	10.0	4.1	2.3	2.1	85.8	11.1	16.0	17.0
	Ralph Lauren	미국	8,213.3	-20.0	-16.0	-5.6	1.7	19.1	13.7	12.2	2.6	2.6	2.4	43.6	11.9	11.8	12.4
	GUESS	미국	1,208.8	-17.2	-24.7	-29.1	-18.8	20.6	14.3	11.4	1.3	1.7	1.7	595.9	24.7	4.9	5.7
	Capri Holdings	영국	5,141.7	-22.7	-25.3	-22.1	-10.2	13.7	6.9	6.3	4.6	1.5	1.2	36.4	10.1	15.5	16.0

Source: KTB투자증권

Figure 04 글로벌 Peer 실적 요약

항목	연도	JS Corp	영원무역	한세실업	태평양물산	Eclat	Makalot	Quang Viet	Yue Yuen	Bosideng	Li&Fung	Sitoy	Shenzhen	Tapestry	Ralph	GUESS	Capri
매출액 (백만달러)	FY14	153.9	1,184.2	1,247.7	759.0	687.6	689.1	280.0	8,013.4	1,346.6	19,288.5	497.3	1,806.8	4,806.2	7,450.0	2,569.8	3,310.8
	FY15	212.5	1,401.3	1,402.7	744.9	803.9	735.8	295.1	8,434.9	1,015.8	18,830.8	436.0	2,011.5	4,191.6	7,620.3	2,417.7	4,371.5
	FY16	162.6	1,726.0	1,334.6	745.6	761.2	686.7	280.5	8,480.6	910.4	14,751.2	365.6	2,273.7	4,491.8	7,405.2	2,184.5	4,712.1
	FY17	209.1	1,777.9	1,514.3	816.0	796.6	735.6	335.4	9,121.4	1,013.5	13,534.2	246.9	2,679.3	4,488.3	6,652.8	2,190.5	4,493.7
	FY18	187.0	1,910.4	1,557.1	883.8	915.3	794.2	440.8	9,695.3	1,342.2	12,700.7	294.7	3,169.6	5,880.0	6,182.3	2,363.8	4,718.6
영업이익 (백만달러)	FY14	20.4	176.2	88.5	22.2	115.7	68.9	33.6	306.2	141.5	728.2	78.7	400.5	1,120.1	1,130.0	222.6	1,008.2
	FY15	19.1	174.0	125.9	16.2	152.4	83.5	32.4	406.3	32.1	600.1	60.2	453.8	618.0	1,035.4	125.9	1,257.0
	FY16	10.7	154.7	70.4	-41.9	145.9	60.5	22.8	598.5	53.1	298.0	55.8	560.4	653.5	581.9	121.4	1,175.1
	FY17	13.4	160.3	50.0	21.2	138.0	58.1	21.5	570.2	98.1	330.1	28.9	636.2	787.4	-92.3	22.7	689.9
	FY18	4.1	182.9	35.1	29.6	176.1	65.6	36.7	482.6	139.6	246.9	35.7	690.7	670.8	498.2	67.4	749.1
당기순이익 (백만달러)	FY14	17.9	121.7	58.7	0.5	99.1	56.3	29.8	331.0	113.6	471.3	65.0	335.3	781.3	776.0	153.4	661.5
	FY15	17.3	114.8	91.4	-15.5	131.5	68.0	29.6	390.2	21.3	451.0	53.1	374.7	402.4	702.2	94.6	881.0
	FY16	9.1	94.8	40.5	-46.3	113.6	47.3	21.7	534.6	44.2	256.8	47.7	443.9	460.5	396.4	81.9	839.1
	FY17	5.1	96.2	38.3	8.5	100.3	42.3	17.2	519.2	58.3	-310.4	27.2	557.4	591.0	-99.3	22.8	552.5
	FY18	5.3	102.8	-46.1	9.2	145.4	50.0	25.5	307.1	93.0	35.1	32.8	686.9	397.5	162.8	-7.9	591.9
OPM	FY14	13.2%	14.9%	7.1%	2.9%	16.8%	10.0%	12.0%	3.8%	10.5%	3.8%	15.8%	22.2%	23.3%	15.2%	8.7%	30.5%
	FY15	9.0%	12.4%	9.0%	2.2%	19.0%	11.3%	11.0%	4.8%	3.2%	3.2%	13.8%	22.6%	14.7%	13.6%	5.2%	28.8%
	FY16	6.6%	9.0%	5.3%	-5.6%	19.2%	8.8%	8.1%	7.1%	5.8%	2.0%	15.3%	24.6%	14.5%	7.9%	5.6%	24.9%
	FY17	6.4%	9.0%	3.3%	2.6%	17.3%	7.9%	6.4%	6.3%	9.7%	2.4%	11.7%	23.7%	17.5%	-1.4%	1.0%	15.4%
	FY18	2.2%	9.6%	2.3%	3.3%	19.2%	8.3%	8.3%	5.0%	10.4%	1.9%	12.1%	21.8%	11.4%	8.1%	2.8%	15.9%
ROE	FY14	41.5	14.0	20.5	0.4	34.2	25.4	n/a	7.6	9.7	11.6	27.1	18.7	32.4	19.8	13.6	46.4
	FY15	25.6	12.1	27.3	-11.0	39.3	25.1	21.2	8.8	1.8	16.5	20.1	18.9	16.4	17.7	8.4	43.5
	FY16	8.3	9.1	10.7	-40.7	27.2	17.3	12.4	11.6	3.9	9.2	17.2	20.9	17.8	10.4	7.8	39.6
	FY17	3.7	8.8	9.3	7.9	20.2	15.1	8.1	11.5	4.8	-18.5	10.0	21.7	20.8	-2.8	2.2	30.8
	FY18	3.8	8.1	-11.4	7.1	27.4	17.6	11.9	7.3	6.6	-0.7	12.0	21.7	12.7	4.8	-0.9	32.8
PER(X)	FY14	n/a	18.3	25.7	364.4	27.9	18.2	n/a	17.9	10.7	14.5	9.4	13.8	11.1	19.0	14.7	28.6
	FY15	n/a	14.4	20.5	n/a	28.4	21.4	21.8	14.3	40.0	13.5	12.5	22.2	18.9	16.4	12.7	15.6
	FY16	19.9	12.3	21.8	n/a	24.0	16.8	19.4	11.2	14.6	23.0	8.5	20.8	20.6	16.5	18.9	12.7
	FY17	28.3	12.7	24.5	16.0	26.6	20.2	25.7	12.5	14.1	27.3	8.4	24.0	22.0	19.8	18.2	9.0
	FY18	24.1	14.9	n/a	12.0	21.8	23.6	14.1	17.0	10.6	10.2	6.6	25.8	17.7	19.1	20.6	13.7
PBR(X)	FY14	n/a	2.4	4.8	1.3	8.8	4.0	n/a	1.4	1.0	3.0	2.4	2.4	3.9	3.5	2.1	10.5
	FY15	n/a	1.6	5.0	1.0	10.1	5.1	4.4	1.2	0.7	2.3	2.4	4.0	4.0	2.9	1.5	6.0
	FY16	1.4	1.1	2.3	1.4	6.0	3.0	2.3	1.3	0.6	1.6	1.4	4.1	4.2	2.2	1.5	5.0
	FY17	1.1	1.1	2.2	1.2	5.4	3.1	2.1	1.5	0.7	2.7	0.9	4.7	4.4	2.0	1.1	3.7
	FY18	0.9	1.1	1.9	0.8	5.6	4.1	1.6	1.3	0.7	1.1	0.8	5.3	4.1	2.6	1.3	4.6

Source: Bloomberg, KTB투자증권

II. 기업개요

제이에스코퍼레이션은 1985년에 설립된 핸드백 OEM/ODM 제조업체이다. 1987년 법인으로 전환 이후 1993년 중국 엔타이를 시작으로 2000년 칭다오, 2005년 동관에 생산공장을 설립하며 사업을 확대하기 시작했다. 2010년부터는 중국의 임금 상승에 대응하기 위해 인도네시아 자카르타에 공장을 설립하며 인건비가 싼 곳으로 공장 확장을 시작하였다.

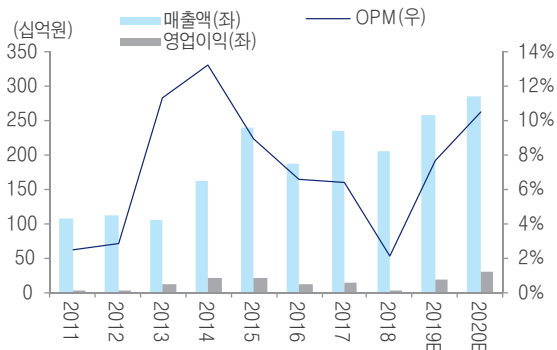
동사는 2014년 상반기 핸드백 제조업체 CHO리미티드를 인수하며 Michael Kors와 랄프 로렌 등의 신규고객을 확보했으며 2016년 2월 유가증권시장에 상장하였다. 이후 중국 공장 철수를 결정하고, 베트남과 캄보디아로 생산 기지 이전을 진행하였다. 현재는 중국 공장 철수를 완료하였으며 인도네시아와 캄보디아에 2공장을 설립하고 있다. 동사의 주요 고객사로는 Michael Kors, GUESS, Kate Spade 등이 있으며, 해당 상위 3개 고객사의 매출 비중이 1Q19 기준 76%로 소수 고객사에 집중되어 있다. 대부분의 매출은 수출에서 발생하며 미국과 유럽향 매출 비중이 90%로 수출 비중이 높고, 100% 달러 결제로 환율 민감도가 높은 기업이다.

Figure 05 제이에스코퍼레이션 주가 차트



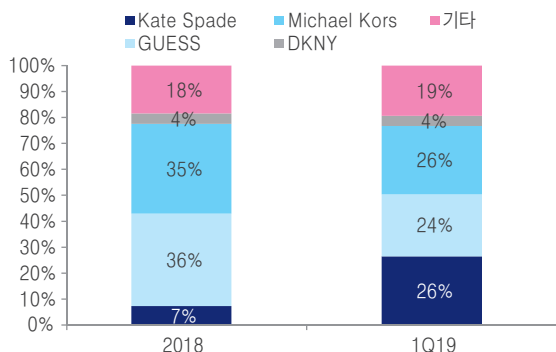
Source: Dataguide, KTB투자증권

Figure 06 제이에스코퍼레이션 실적 추이



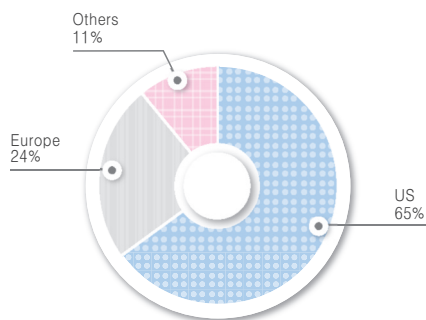
Source: KTB투자증권

Figure 07 고객사별 매출 비중: 다시 돌아온 Kate Spade



Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

Figure 08 대륙별 매출 비중(2018년 기준)



Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

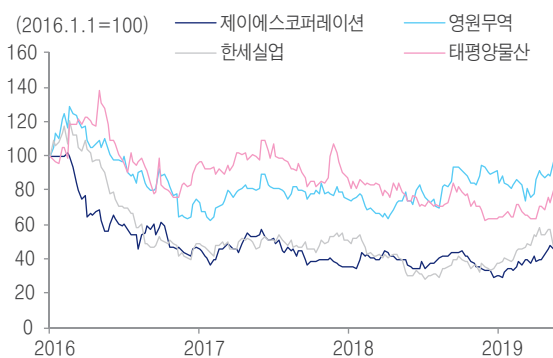
III. 투자포인트

III-1. 핸드백 업황 회복 지속 전망

국내외 의류/패션잡화 OEM/ODM 업체들의 주가 수익률은 2019년 YTD로 30% 내외 상승했으며 동사의 주가 수익률은 70% 내외로 Peer 기업들의 평균을 상회하였다. 이는 핸드백 시장 업황 개선에 대한 기대감 때문이다. 2018년 미국의 핸드백 수입액은 176억 달러로 전년 대비 11% 증가했으며, 2019년 3월까지 누계 수입액은 41억 달러로 전년 대비 5% 증가하며 회복세를 이어가고 있다. 핸드백 시장의 회복은 동사의 고객사를 통해서도 확인할 수 있다.

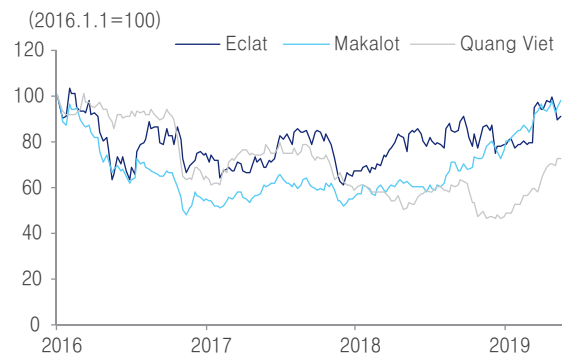
Tapestry(Kate Spade), GUESS, Capri(Michael Kors), Ralph Lauren의 매출액은 2017년과 2018년을 저점으로 회복이 예상된다. 4개 고객사의 매출액은 2017년 평균적으로 3.5% 감소했다. 그러나 2018년부터 2020년까지는 연평균 6.7% 증가할 것으로 전망되고 있다. 또한 Michael Kors는 2019년 3월 실적 발표에서 향후 실적 성장률 가이드를 제시했다. 2021년과 2022년에도 Low-Single 수준의 매출액 상승을 전망하였으며, 이는 핸드백 시장이 업황 둔화에서 벗어났음을 방증하고 있다.

Figure 09 국내 OEM/ODM 업체 주가 추이



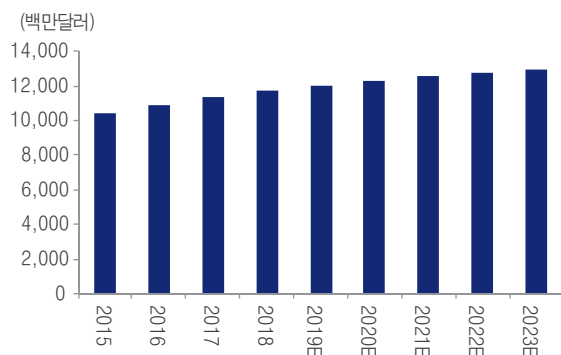
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 10 해외 OEM/ODM 업체 주가 추이



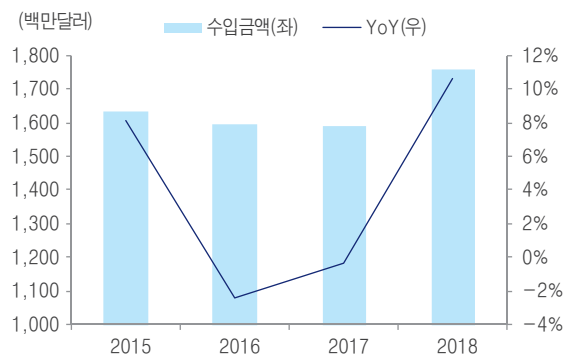
Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 11 미국 핸드백 시장 매출액 전망



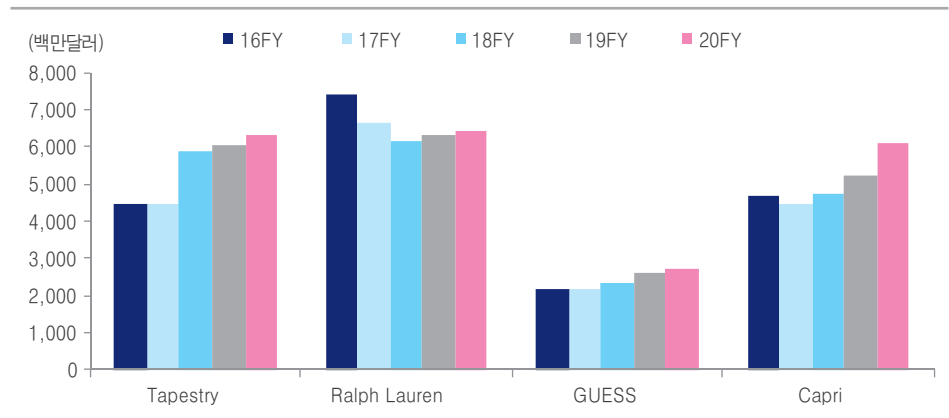
Source: Statista, KTB투자증권

Figure 12 미국 핸드백 수입 규모



Source: KITA, KTB투자증권

Figure 13 제이에스코퍼레이션 주요 바이어 매출액 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 14 Michael Kors 가이드선스

	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Revenue	Approx. \$6.1B	Mid Single GWTH	Mid Single GWTH
MK	Approx. \$4.55B	Low Single GWTH	Low Single GWTH
JC	Approx. \$650M	Double GWTH	Double GWTH
Versace	Approx. \$900M	Double GWTH	Double GWTH
OPM	15.5%	16.0%	17.0%
MK	Stable	Stable	Stable
JC	Improving	High Single	Mid Teens
Versace	Flat	Mid Single	Low Double s

Source: KAPRI Holdings, KTB투자증권

III-2. 우려는 2018년으로 끝

2018년은 동사에게 악재가 겹친 해였다. 동사는 2016년 업황 부진 시점부터 중국 공장의 인건비 상승에 대비하여 베트남, 인도네시아, 캄보디아로 공장 이전을 시작하였다. 신규 공장 설립 이후 중국 공장 첫다운 과정에서 물량 소화를 하지 못하였으며, 신규 공장의 가동률은 빠르게 올라오지 못했다. 뿐만 아니라, 주요 고객사인 Kate Spade의 이탈로 2017년 790억원이었던 Kate Spade향 매출은 2018년 150억원으로 감소했다. 그리고 중국 공장 철수에 57억원의 비용까지 소요하며 실적 악화에 종지부를 찍었다.

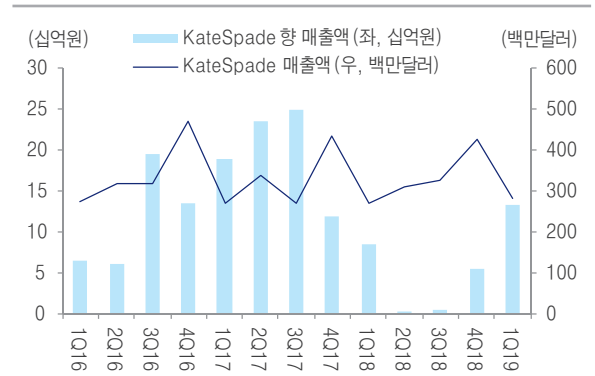
그러나 해당 이슈들은 모두 마무리 되었다. 2019년 1분기 Kate Spade향 매출액은 133억원으로 회복되었다. Kate Spade의 이탈은 Coach와의 합병 과정에서 밴더 단일화 때문에 발생했다. 그러나 신규 밴더의 제조 능력 부족으로 다시 동사와 거래를 시작했다. Fig16에서 확인할 수 있듯이 동사와 거래가 끊어졌을 때도 Kate Spade의 매출액은 계속 발생했다. 즉 Kate Spade의 복귀가 일시적 변동 또는 일회성 이슈가 아님을 알 수 있다. 또한 중국 공장 철수 비용은 2018년 모두 지출되었으며, 현재 베트남, 인도네시아, 캄보디아 공장의 가동은 문제 없이 진행되고 있다. 이제 더 이상의 악재는 없는 것으로 판단된다.

Figure 15 중국 공장 첫다운 History

공장	공장 청산 과정
Qingdao JS Limited	2017.9 생산라인 중단
	2018.12 청산완료
Qingdao JS Corp	2018.4 생산라인 중단
Qingdao JS Leather	2017.12 생산라인 중단
	2018.11 청산완료
Dongguan Eastrade	2019.2 생산라인 중단

Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

Figure 16 Kate Spade 매출액/납품 매출액



Source: Bloomberg, KTB투자증권

III-3. 무역 분쟁은 동사에게 기회로 작용할 것

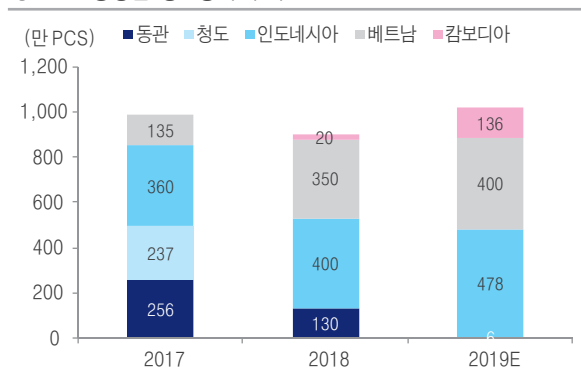
동사는 중국의 인건비 상승을 고려하여, 동남아에 생산공장 설립을 시작하였다. 현재 베트남, 캄보디아, 인도네시아 공장들은 원활하게 가동되고 있으며 추가로 증설 중인 인도네시아 2공장, 캄보디아 2공장 또한 올해 하반기 가동을 시작으로 2020년부터 실적에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 2018년을 끝으로 중국 공장 폐쇄는 완료되었으며, 인건비가 가장 비싼 중국 공장 폐쇄로 각 국가의 최저임금을 감안했을 때 2019년은 2017년 대비 인건비를 약 30% 이상 절감할 수 있을 것으로 예상된다.

인건비뿐만 아니라 관세 측면에서도 수혜를 받을 것으로 전망된다. 미국의 대중국 관세 부과 품목에는 핸드백도 포함되어 있다. 인도네시아와 캄보디아는 미국 GSP 수혜국으로 관세가 면제되며, 베트남의 경우 약 10% 수준의 관세만 부과된다. 현재 25%까지 부과될 수 있는 중국 공장들에 비해 수혜를 받을 수 있는 상황이다. 단순히 관세 수혜를 받는 것뿐만 아니라, 경쟁사 대비 가격 우위 요인이 발생할 것으로 예상된다. 동사와 같이 핸드백을 제조하는 기업들로는 Sitoy, The well leatherware, Superl, Fashion Focus 등이 있는데 모두 중국에 생산 공장을 보유하고 있다. 현재 해당 회사들 또한 공장 이전을 고려하고 있다고는 하나, 시간이 걸리는 일이다. 제조 원가에 민감한 고객사들의 특성상, 무역 분쟁에 따라 관세가 상승하면 비용이 증가하며 대안이 필요하다. 그 대안으로 동남아에 공장을 보유하고, 제품 경쟁력이 있는 동사가 선택될 것으로 예상된다.

이러한 흐름이 이미 시작되고 있음을 Fig 19. 에서 확인할 수 있다. 미국의 핸드백 수입 중 중국의 비중은 2015년 39.4%에서 2018년 21.4%까지 하락했으며, 2019년 3월에는 13.3%를 기록하며 급감하는 모습을 보인다. 중국에서의 수입은 감소하고 있으나, 베트남, 인도네시아, 캄보디아에서의 핸드백 수입은 증가하고 있다. 2019년 3월까지의 핸드백 중국 수입 금액은 5,500만 달러로 전년 동기 대비 41% 감소했다. 무역 분쟁의 심화는 중국으로부터의 수입 이탈을 더욱 가속화할 것으로 예상된다.

무역 분쟁에 따른 환율 상승 역시 동사에게 긍정적인 요인이다. 동사의 매출은 100% 달러 결제로 이루어지며, 2019년 2분기 평균 환율은 1,160원 수준으로 전년 동기 대비 7.5% 상승한 상황이다. 환율이 1% 상승할 때 동사의 영업이익률은 약 0.2%p 상승이 예상된다. 이에 따라 2분기 매출액은 656억원(YoY +35%), 영업이익은 51억원(YoY +188%, OPM 7.8%)으로 실적 호조가 전망된다.

Figure 17 공장별 생산능력 추이



Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

Figure 18 국가별 최저 임금

(달러/월)	중국	캄보디아	인도네시아	베트남
2014	295	100	206	127
2015	322	128	202	142
2016	330	140	233	156
2017	341	153	250	165
2018	366	170	253	173

Source: Tradingeconomics, KTB투자증권

Figure 19 제이에스코퍼레이션 공장별 생산 계획

구분	동관	인도네시아	인도네시아 2공장	베트남	캄보디아	캄보디아 2공장	합계
	생산수량 (인원)	생산수량 (인원)	생산수량 (인원)	생산수량 (인원)	생산수량 (인원)	생산수량 (인원)	
2018	130만 PCS (250명)	400만 PCS (5,500명)	—	350만 PCS (2,300명)	20만 PCS (1,500명)	—	900만 PCS (9,550명)
2019E	6만 PCS (190명)	460만 PCS (5,600명)	18만 PCS (1,000명)	400만 PCS (3,000명)	115만 PCS (2,500명)	21만 PCS (1,000명)	1,020만 PCS (13,290명)

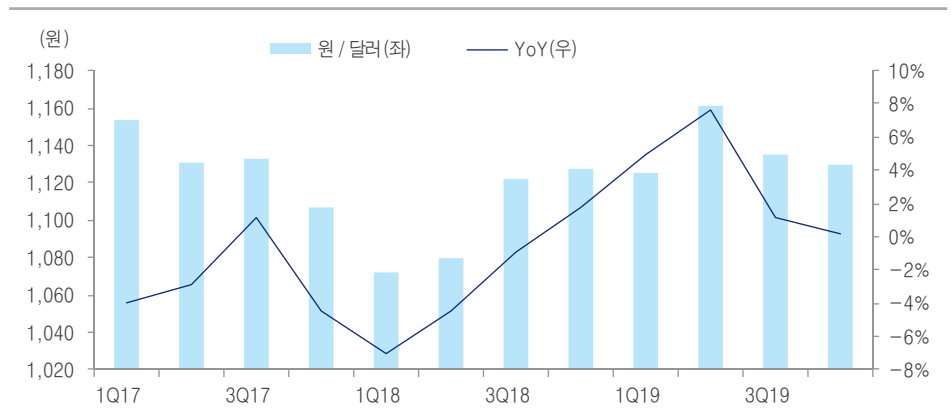
Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

Figure 20 미국 핸드백 지역별 수입

(백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019.3
수입액	1,634	1,594	1,588	1,758	412
중국	645	551	489	376	55
베트남	163	197	172	182	49
인도네시아	21	24	32	85	19
캄보디아	1	0	1	31	20
중국 비중	39.4%	34.5%	30.8%	21.4%	13.3%
YoY(%)	8.1%	-2.4%	-0.4%	10.6%	5.0%
중국	-15%	-15%	-11%	-23%	-41%
베트남	21%	21%	-13%	5%	19%
인도네시아	16%	16%	33%	167%	46%
캄보디아	-87%	-87%	341%	4881%	384%

Source: KITA, KTB투자증권

Figure 21 분기 평균 원/달러 환율



Source: Bloomberg, KTB투자증권

IV. 실적전망

동사는 2018년 매출액 2,056억원(YoY -13%), 영업이익 45억원(YoY -70.5%), 당기순이익 59억원(YoY +3%)으로 2017년 대비 부진한 실적을 기록했다. 이는 주요 고객사인 Kate Spade의 이탈, 중국 공장 철수에 따른 일회성 비용 발생 및 신규 공장 수율 부진에 기인한다. 2019년 1분기 실적은 매출액 504억원(YoY +14.2%), 영업이익 32억원(YoY +324%), 당기순이익 33억원(YoY +757%)을 기록하며 전년 대비 큰 폭으로 개선되었다. 이는 Kate Spade 물량의 회복, 공장 수율 개선, 환율 상승에 따른 외화 환산 손익에 기인한다. 무역 분쟁 지속에 따른 환율 상승 및 경쟁사 대비 우위로 실적 회복 지속할 것으로 예상하며, 2019년 실적은 매출액 2,584억원(YoY +25.7%), 영업이익 198억원(YoY +342%, OPM 7.7%), 당기순이익 162억원(YoY 176%)을 기록할 것으로 전망한다.

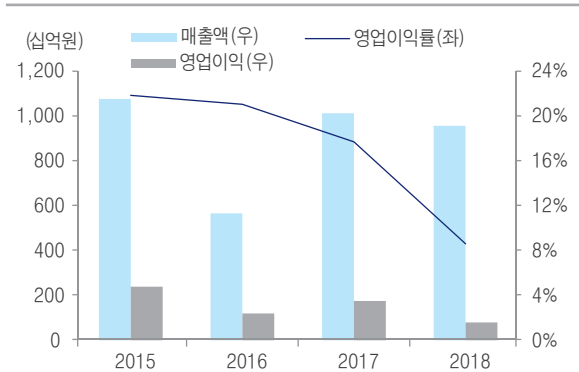
동사의 경쟁사로 국내에는 시몬느, 해외에는 Sitoy가 있다. 시몬느의 경우 2018년 신공장 건설 등으로 비용 지출이 많아 8.7%의 영업이익률을 기록했으나, 업황이 둔화되던 2016년, 2017년에도 영업이익률을 17% 이상 유지했다. 이는 규모의 경제에 의한 것이다. Sitoy 또한 업황이 둔화되던 기간에도 9% 수준의 영업이익률을 유지했다. 따라서 중장기적으로 동사 또한 향후 매출이 증가하고 수율이 개선되며 두 회사 수준의 영업이익률까지 보여줄 수 있을 것으로 전망한다. 따라서 2020년 매출액은 2,852억원(YoY +10.4%), 영업이익은 300억원(YoY +51.6%, OPM 10.5%)으로 추정한다.

Figure 22 글로벌 Peer 실적 요약

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	44.2	48.7	56.0	56.7	50.4	65.6	77.8	64.6	56.8	72.1	85.1	71.2	205.6	258.4	285.2
YoY	-0.7%	-16.8%	-26.7%	-0.1%	14.2%	34.6%	38.8%	14.0%	12.5%	10.0%	9.4%	10.2%	-13.0%	25.7%	10.4%
Kate Spade	8.5	0.4	0.5	5.6	13.3	20.8	22.1	9.0	17.1	23.5	24.9	11.1	15.0	65.2	76.6
GUESS	10.1	22.4	19.8	21.1	12.1	17.9	18.1	23.5	12.8	19.0	19.2	24.9	73.4	71.6	75.8
Michael Kors	12.7	13.0	25.0	20.4	13.3	13.5	25.5	20.9	14.1	14.3	27.0	22.1	71.1	73.2	77.6
DKNY	2.2	2.6	1.4	2.1	2.0	2.4	1.2	1.9	2.1	2.5	1.2	2.0	8.3	7.5	7.9
기타	10.6	10.4	9.4	7.5	9.8	11.0	10.9	9.3	10.7	12.8	12.7	11.2	37.9	40.9	47.3
영업이익	0.7	1.8	2.0	-0.1	3.2	5.1	6.8	4.8	6.6	7.4	8.9	7.1	4.5	19.8	30.0
YoY	-66.9%	-59.4%	-64.1%	-103.5%	324.2%	187.5%	230.4%	흑전	107.8%	45.2%	31.9%	49.1%	-70.5%	342.4%	51.6%
OPM	1.7%	3.7%	3.7%	-0.2%	6.3%	7.8%	8.7%	7.4%	11.6%	10.3%	10.5%	10.0%	2.2%	7.7%	10.5%

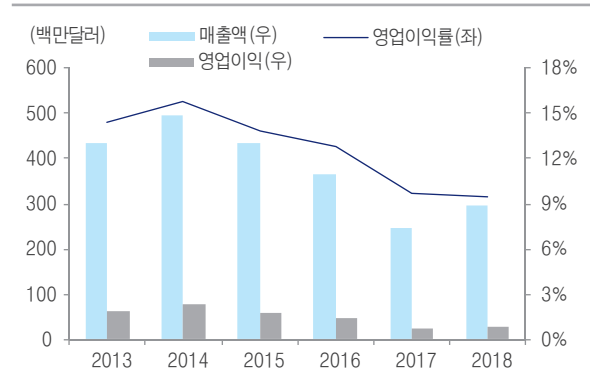
Source: 제이에스코퍼레이션, KTB투자증권

Figure 23 시몬느 실적 추이



Source: 시몬느, KTB투자증권

Figure 24 Sitoy 실적 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

재무제표 (제이에스코퍼레이션)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	140.7	129.6	124.3	129.1	143.6
현금성자산	67.1	54.8	45.9	42.2	48.2
매출채권	37.9	31.9	34.4	39.7	43.8
재고자산	32.8	38.6	39.3	42.5	46.8
비유동자산	58.1	60.8	65.2	80.7	83.7
투자자산	29.7	30.6	31.4	34.9	36.3
유형자산	24.6	26.8	30.1	42.3	44.1
무형자산	3.8	3.4	3.6	3.5	3.3
자산총계	198.8	190.5	189.5	209.8	227.3
유동부채	42.1	32.6	32.9	37.6	39.8
매입채무	16.6	16.4	18.0	20.5	22.6
유동성이자부채	12.9	8.3	7.1	9.2	9.2
비유동부채	1.4	1.5	1.3	6.7	6.8
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	5.3	5.3
부채총계	43.4	34.0	34.2	44.3	46.5
자본금	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
자본잉여금	76.9	78.9	78.9	78.8	78.8
이익잉여금	80.4	83.0	83.1	92.3	107.5
자본조정	(3.4)	(6.9)	(8.1)	(7.1)	(7.1)
자기주식	(6.0)	(7.9)	(9.3)	(8.9)	(8.9)
자본총계	155.4	156.4	155.3	165.5	180.8
투하자본	100.8	108.7	116.5	137.8	147.0
순차입금	(54.2)	(46.5)	(38.8)	(27.7)	(33.7)
ROA	5.9	3.0	3.1	8.1	10.6
ROE	8.3	3.7	3.8	10.1	13.4
ROIC	10.0	12.8	3.0	12.1	16.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금	(6.4)	(0.4)	6.6	9.7	20.4
당기순이익	10.5	5.8	5.9	16.2	23.2
자산상각비	2.8	3.1	3.7	5.5	5.6
운전자본증감	(12.0)	(6.2)	(4.2)	(10.7)	(6.3)
매출채권감소(증가)	(3.7)	1.8	(3.3)	(5.1)	(4.1)
재고자산감소(증가)	(8.2)	(6.2)	(1.8)	(3.1)	(4.4)
매입채무증가(감소)	5.8	(0.2)	1.5	2.5	2.1
투자현금	(55.9)	11.3	(11.9)	1.9	(9.4)
단기투자자산감소	(65.4)	22.9	(16.6)	10.5	(0.8)
장기투자증권감소	25.6	(7.7)	11.4	4.1	(0.0)
설비투자	(11.5)	(8.2)	(7.0)	(10.0)	(7.1)
유무형자산감소	(0.0)	0.4	(0.3)	0.2	(0.1)
재무현금	33.2	(4.4)	(9.0)	(1.6)	(5.7)
차입금증가	(17.5)	0.8	(0.3)	0.3	0.0
자본증가	56.4	(3.2)	(5.8)	(5.7)	(5.7)
배당금지급	2.7	3.2	5.8	5.7	5.7
현금 증감	(28.7)	6.4	(14.4)	10.4	5.2
총현금흐름(Gross CF)	17.2	13.0	14.0	20.3	26.7
(-) 운전자본증가(감소)	9.8	6.1	2.1	5.9	6.3
(-) 설비투자	11.5	8.2	7.0	10.0	7.1
(+) 자산매각	(0.0)	0.4	(0.3)	0.2	(0.1)
Free Cash Flow	(50.7)	18.1	(2.1)	11.6	11.0
(-) 기타투자	(25.6)	7.7	(11.4)	(4.1)	0.0
잉여현금	(25.1)	10.4	9.3	15.7	11.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	188.5	236.3	205.6	258.4	285.2
증가율 (Y-Y, %)	0.0	25.3	(13.0)	25.7	10.4
영업이익	12.4	15.2	4.5	19.8	30.0
증가율 (Y-Y, %)	0.0	22.2	(70.5)	342.4	51.6
EBITDA	15.2	18.3	8.2	25.3	35.7
영업외손익	1.8	(8.6)	3.4	1.0	0.5
순이자수익	0.9	0.5	1.0	0.8	0.9
외화관련손익	3.0	(9.3)	3.3	0.5	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	14.2	6.5	7.8	20.8	30.6
당기순이익	10.5	5.8	5.9	16.2	23.2
지배기업당기순이익	10.5	5.8	5.9	14.9	21.0
증가율 (Y-Y, %)	0.0	(45.2)	1.8	175.9	43.3
NOPLAT	9.2	13.4	3.3	15.4	22.8
(+) Dep	2.8	3.1	3.7	5.5	5.6
(-) 운전자본투자	9.8	6.1	2.1	5.9	6.3
(-) Capex	11.5	8.2	7.0	10.0	7.1
OpFCF	(9.4)	2.2	(2.1)	5.0	15.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	21.6	13.4	(5.1)	11.1	6.5
영업이익증가율(3Yr)	1.4	(10.9)	(40.8)	16.9	25.6
EBITDA증가율(3Yr)	6.2	(7.0)	(30.3)	18.3	24.9
순이익증가율(3Yr)	19.9	(32.9)	(33.1)	15.4	59.0
영업이익률(%)	6.6	6.4	2.2	7.7	10.5
EBITDA마진(%)	8.1	7.7	4.0	9.8	12.5
순이익률(%)	5.6	2.4	2.9	6.3	8.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	813	436	439	1,121	1,574
BPS	11,508	11,463	11,361	12,142	13,300
DPS	250	300	450	450	450
Multiples(x, %)					
PER	20.3	29.4	25.0	14.9	10.6
PBR	1.4	1.1	1.0	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.7	6.8	13.2	7.7	5.3
배당수익률	1.5	2.3	4.1	2.7	2.7
PCR	12.4	13.1	10.5	11.0	8.4
PSR	1.1	0.7	0.7	0.9	0.8
재무건전성(%)					
부채비율	28.0	21.8	22.0	26.7	25.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	334.5	398.2	378.2	343.7	361.3
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	51.0	56.0	60.1	64.1	63.5
현금+투자자산(%)	49.0	44.0	39.9	35.9	36.5
자본구조					
차입금(%)	7.7	5.0	4.4	8.1	7.4
자기자본(%)	92.3	95.0	95.6	91.9	92.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

알엔투테크놀로지
(148250)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가			신규
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	12,850원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	853억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	6,636천주
52주 최저가/최고가	8,250 - 14,400원
3개월 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	1.4%
주요주주지분율(%)	
이효중 (외 3인)	24.6
박찬후	5.6
안다자산운용	0.0

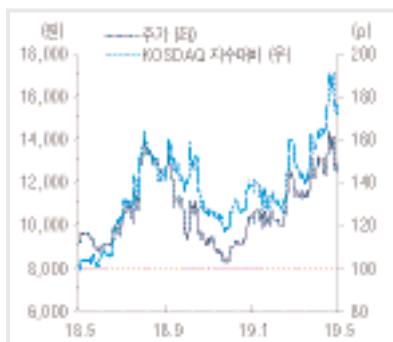
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	23.5	67.9	59.0
PBR(배)	1.9	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	10.0	19.5	16.1
배당수익률(%)	0.9	0.4	0.4

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(0.4)	38.5	39.5	42.8
KOSDAQ대비 상대수익률	8.3	39.4	60.7	40.8

Price Trend



미국의 화웨이 제제의 반사수혜 기대

Issue

미중 무역분쟁에 따른 알엔투테크놀로지의 수혜 분석

Pitch

미국의 화웨이 제제에 따른 수혜 전망. 화웨이 제품에 들어가는 미국산 부품(MLC&MCP)을 동사 부품으로 대체할 경우, 큰 폭의 실적 성장이 전망

Rationale

- LTCC(저온 동시소성 세라믹) 파우더를 기반으로 무선통신 부품 및 세라믹 PCB를 전문적으로 제조하는 업체
- 주요제품은 무선통신 중계기(MLC&MCP)와 2차전지 보호회로(MCP), X-ray detector, LTCC Powder
- 1Q19 기준, 동사 매출의 90% 이상이 무선통신 중계기향으로 발생하고 있으며, 주요 고객사는 삼성전자와 ZTE
- 전세계적으로 5G 투자가 시작되며 동사의 MLC&MCP 매출도 급증하는 중. YoY 급성장한 1분기 매출액 57억원(YoY +40.0%)과 영업이익 11.5억원(YoY +311.0%)은 고객사 5G 매출 증가에 따른 것
- 또한 신규 고객으로 화웨이와 노키아를 확보(화웨이는 2019년 초, 노키아는 2017년 업체 등록 완료)
- 현 매출처인 삼성전자와 ZTE 대비 신규 고객사인 화웨이와 노키아의 글로벌 5G 장비 M/S 가 압도적으로 높은 만큼 화웨이와 노키아로 제품 공급이 시작될 경우, 동사 실적의 볼륨업이 가능할 것으로 예상
- 특히, 화웨이는 동사 제품에 들어가는 MLC&MCP 대부분 물량을 미국업체로부터 수입 중. 미중 무역분쟁에 따라 화웨이가 받고 있는 강도높은 제제를 고려한다면, 해당 부품에 대한 번더다변화는 필수. 이에 대한 수혜를 알엔투테크놀로지가 받을 것으로 전망

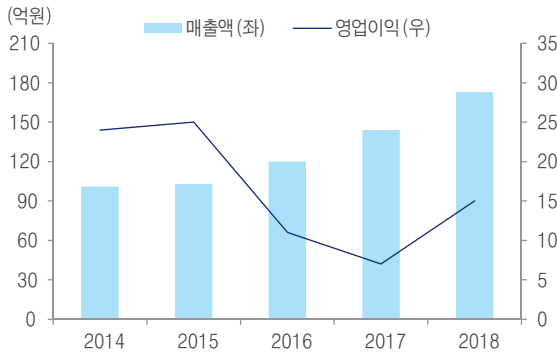
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	6	9	10	10	12	14	17
영업이익	1	2	2	2	1	1	2
EBITDA	2	3	4	4	3	3	4
순이익	1	2	2	2	1	1	1
순차입금	2	(2)	3	(1)	(5)	1	6
매출증가율	(50.1)	51.0	10.9	2.0	17.4	19.5	20.1
영업이익률	9.7	19.2	24.0	24.3	8.9	5.0	8.9
순이익률	12.8	21.3	15.9	16.5	10.2	5.4	5.6
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	8.3	(52.7)	(46.9)	24.2
ROE	11.6	20.5	14.1	12.4	6.6	3.7	4.4

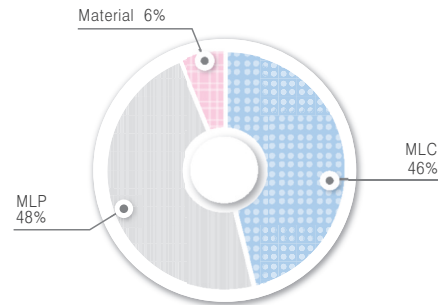
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 알엔투테크놀로지 매출액 및 영업이익 추이



Source: 알엔투테크놀로지, KTB투자증권

Figure 02 알엔투테크놀로지 제품별 매출 비중



Source: 알엔투테크놀로지, KTB투자증권

Figure 03 알엔투테크놀로지 제품별 사용처/고객사

RN2 Products			Applications		Customers
MLC	Coupler Quadrifilar Doherty Combiner Delay Line		무선통신 중계기	5G & 4G	
	Termination Attenuator			M-MIMO	
MCP	CMOS Sensor Packaging 기판 F/S		X-ray Detectors	• Dental/Surgical • Animals • Industrial	
	REP (Resistor Embedded Protector)		2차 전지 보호회로	• Mobile Device • Consumer Elec. • e-Mobility	
	LTCC Powder		무선통신 부품	RF BPF (Band Pass Filter)	

Source: 알엔투테크놀로지, KTB투자증권

재무제표 (알엔투테크놀로지)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	6.3	9.2	13.5	17.3	14.4
현금성자산	2.7	5.4	9.1	11.4	8.8
매출채권	2.1	2.0	2.6	2.9	2.2
재고자산	1.4	1.6	1.6	2.9	3.0
비유동자산	12.6	12.7	13.7	18.1	24.5
투자자산	0.6	0.2	0.4	0.4	0.6
유형자산	8.4	9.4	10.6	15.2	21.8
무형자산	3.6	3.1	2.7	2.5	2.1
자산총계	18.9	21.9	27.1	35.5	38.9
유동부채	1.8	2.1	3.1	3.3	3.3
매입채무	0.3	0.2	0.9	0.9	0.6
유동성이자부채	1.0	1.2	1.5	1.7	1.8
비유동부채	5.9	3.6	3.0	10.7	13.4
비유동이자부채	5.2	3.4	2.8	10.6	13.1
부채총계	7.8	5.7	6.1	14.0	16.8
자본금	1.2	2.8	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	2.1	3.8	7.3	7.3	7.3
이익잉여금	7.9	9.5	10.6	11.0	11.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	11.2	16.2	21.0	21.4	22.1
투하자본	14.7	15.3	16.2	22.3	28.3
순차입금	3.5	(0.9)	(4.8)	0.8	6.2
ROA	8.8	8.3	5.0	2.5	2.6
ROE	14.1	12.4	6.6	3.7	4.4
ROIC	16.6	14.2	4.9	2.7	4.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	2.8	3.5	2.9	0.8	4.3
당기순이익	1.9	2.0	1.2	0.8	1.0
자산상각비	1.2	1.6	1.9	2.0	2.4
운전자본증감	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(2.3)	(0.4)
매출채권감소(증가)	(1.0)	0.1	(0.6)	(0.3)	0.6
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	(1.3)	(0.1)
매입채무증가(감소)	(0.2)	(0.2)	0.6	(0.1)	(0.3)
투자현금	(1.7)	(5.1)	(5.6)	(5.7)	(10.4)
단기투자자산감소	3.3	(2.7)	(3.3)	0.2	(1.8)
장기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
설비투자	(4.7)	(1.7)	(1.9)	(5.5)	(9.3)
유무형자산감소	(0.3)	(0.4)	(0.7)	(0.8)	(0.3)
재무현금	(1.2)	1.3	3.4	7.7	1.7
차입금증가	(1.1)	1.4	(0.3)	8.0	1.9
자본증가	0.0	0.0	4.1	(0.3)	(0.2)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2
현금 증감	(0.1)	(0.3)	0.6	2.8	(4.5)
총현금흐름(Gross CF)	3.4	4.3	3.4	3.0	4.6
(-) 운전자본증가(감소)	0.6	0.0	(0.1)	1.5	(0.2)
(-) 설비투자	4.7	1.7	1.9	5.5	9.3
(+) 자산매각	(0.3)	(0.4)	(0.7)	(0.8)	(0.3)
Free Cash Flow	1.2	(1.5)	(2.7)	(5.0)	(6.2)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	(0.5)	0.0
잉여현금	1.2	(1.5)	(2.7)	(4.5)	(6.2)

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	10.1	10.3	12.0	14.4	17.3
증가율 (Y-Y, %)	(16.5)	2.0	17.4	19.5	20.1
영업이익	2.4	2.5	1.1	0.7	1.5
증가율 (Y-Y, %)	124.7	3.0	(56.8)	(33.7)	116.2
EBITDA	3.6	4.1	3.0	2.7	3.9
영업외손익	(0.5)	(0.5)	0.1	(0.1)	(0.7)
순이자수익	(0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.4)
외화관련손익	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.2)	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	1.9	2.0	1.2	0.6	0.9
당기순이익	1.6	1.7	1.2	0.8	1.0
지배기업당기순이익	1.6	1.7	1.2	0.8	1.0
증가율 (Y-Y, %)	29.9	6.0	(27.3)	(37.0)	24.2
NOPLAT	2.0	2.1	0.8	0.5	1.1
(+) Dep	1.2	1.6	1.9	2.0	2.4
(-) 운전자본투자	0.6	0.0	(0.1)	1.5	(0.2)
(-) Capex	4.7	1.7	1.9	5.5	9.3
OpFCF	(2.0)	2.0	0.8	(4.5)	(5.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.8	19.5	9.9	12.7	19.0
영업이익증가율(3Yr)	43.7	62.1	(14.8)	(33.4)	(14.7)
EBITDA증가율(3Yr)	31.3	38.0	0.5	(8.9)	(1.7)
순이익증가율(3Yr)	21.4	30.3	(13.8)	(21.4)	(17.2)
영업이익률(%)	24.0	24.3	8.9	5.0	8.9
EBITDA마진(%)	36.0	40.1	24.6	19.1	22.6
순이익률(%)	15.9	16.5	10.2	5.4	5.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	451	488	231	123	152
BPS	2,124	3,132	2,891	2,986	3,160
DPS	0	0	50	30	40
Multiples(x, %)					
PER	9.7	21.6	23.5	67.9	59.0
PBR	2.1	3.4	1.9	2.8	2.8
EV/EBITDA	5.3	10.5	10.0	19.5	16.1
배당수익률	0.0	0.0	0.9	0.4	0.4
PCR	4.5	8.5	8.5	17.5	12.4
PSR	1.5	3.6	2.4	3.7	3.3
재무건전성(%)					
부채비율	69.5	35.3	29.2	65.4	75.8
Net debt/Equity	31.3	n/a	n/a	3.9	27.9
Net debt/EBITDA	96.5	n/a	n/a	30.2	157.7
유동비율	343.6	433.3	434.4	530.2	431.6
이자보상배율	7.5	8.0	79.5	9.2	3.6
이자비용/매출액	4.1	3.7	0.9	1.2	3.3
자산구조					
투하자본(%)	82.0	73.1	63.2	65.2	75.1
현금+투자자산(%)	18.0	26.9	36.8	34.8	24.9
자본구조					
차입금(%)	35.6	22.1	17.0	36.4	40.3
자기자본(%)	64.4	77.9	83.0	63.6	59.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

씨유메디칼

(115480)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	2,470원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	393억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	15,891천주
52주 최저가/최고가	2,110 - 4,015원
3개월 일평균거래대금	3억원
외국인 지분율	1.9%
주요주주지분율(%)	
나학록 (외 5인)	19.3
씨유메디칼 자사주	0.6
이상기	0.1

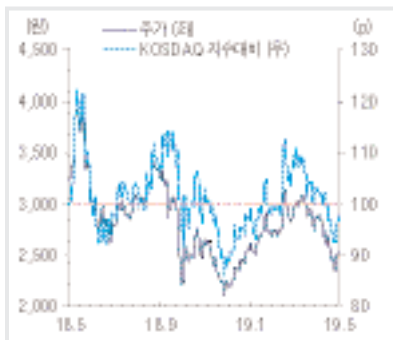
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	n/a	n/a	20.1
PBR(배)	1.5	1.3	0.9
EV/EBITDA(배)	27.0	179.7	12.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(13.6)	(4.4)	(23.6)	10.3
KOSDAQ대비 상대수익률	(5.0)	(3.5)	(2.5)	8.2

Price Trend



중국 수술용 로봇시장 진출

Issue

미중 무역분쟁에 따른 씨유메디칼의 수혜 분석

Pitch

본업 AED는 시장확대 및 경쟁사 퇴출에 따른 턴어라운드. 신규 사업인 중국향 수술용 로봇 시스템&소모품은 중국 제조 굴기의 수혜 기대

Rationale

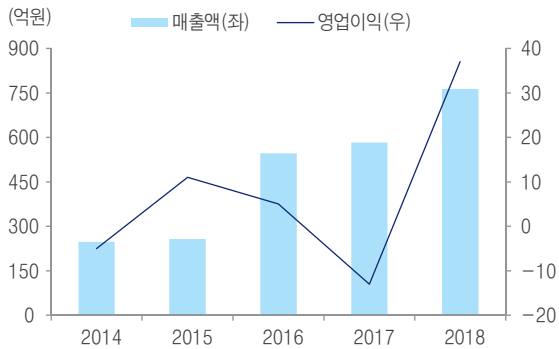
- 씨유메디칼은 AED(제세동기) 개발 및 제조 전문 기업으로 AED 아시아 최초 개발사이며 국내 기업 중 유일하게 FDA 승인을 받은 업체
- AED 시장은 2009년, 2016년 의료법 개정에 따른 의무설치 대상 확대로 시장 성장이 이루어졌으나, 경쟁사들의 저가제품 난입으로 약 5년간의 치킨게임이 진행됨
- 경쟁심화에 따라 동사 실적도 부진했으나, 몇몇 경쟁사 퇴출로 경쟁강도가 약화됨. 2019년 또한 AED 의무설치 확대가 진행되는 만큼, 본업 턴어라운드도 기대되는 상황
- 동사는 신규 사업으로 중국 수술용 로봇 시장에 진출. 2019년 3월 12일 중국 쑤보커쯔싱로봇의 지분 10%를 34억원에 인수하며, 향후 쑤보커쯔싱이 생산하게 될 복강경수술 로봇의 핵심 시스템 및 소모품을 납품할 계획
- 쑤보커쯔싱로봇은 미국 다빈치가 독점하고 있는 복강경 수술로봇 시장에 신규 진출한 중국 기업으로, 북경 소재 인민해방군 총병원(301병원)과 임상 진행 예정
- 중국 정부는 제조 2025의 일환으로 자국 수술용 로봇 업체를 육성 중이며, 최근 격화된 미중 무역분쟁 또한 첨단 제조업 육성방향으로 이어질 것.
- 향후 동사의 쑤보커쯔싱 로봇 향 수술 로봇용 시스템과 소모품이 성공적으로 공급될 경우, 미중 무역분쟁에 따른 중국 제조 굴기의 수혜 전망

Earnings Forecasts

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	22	24	25	26	55	58	76
영업이익	3	0	(0)	1	1	(1)	4
EBITDA	4	1	2	3	2	0	6
순이익	2	0	(4)	1	(2)	(3)	2
순차입금	3	11	17	14	10	5	37
매출증가율	(6.0)	9.4	4.3	4.0	112.5	6.9	30.8
영업이익률	12.0	0.2	(1.9)	4.3	1.0	(2.3)	4.8
순이익률	10.1	0.8	(15.7)	4.5	(3.2)	(5.4)	2.3
EPS증가율	(71.0)	(98.3)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE	6.2	0.5	(10.8)	3.2	(4.4)	(7.5)	3.9

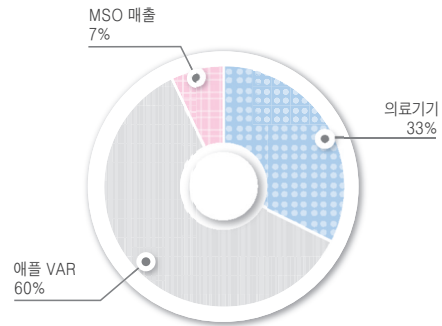
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 씨유메디칼 매출액 및 영업이익 추이



Source: 씨유메디칼, KTB투자증권

Figure 02 씨유메디칼 사업부별 매출 비중



Source: 씨유메디칼, KTB투자증권

Figure 03 씨유메디칼 공시 사항

1. 발행회사	회사명(국적)	프보커프싱로봇 유한공사	대표이사	란상
	자본금(원)	2,422,585,960	회사와 관계	—
	발행주식총수(주)	—	주요사업	의료용 수술로봇 개발 및 제조, 판매
2. 취득내역	취득주식수(주)	—		
	취득금액(원)	3,391,600,000		
	지배회사의 연결자산총액(원)	61,664,992,298		
	지배회사의 연결자산총액대비(%)	5.5		
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	—		
	지분비율(%)	10		
4. 취득방법	현금취득(제3자배정 유상증자 참여)			
5. 취득목적	의료용 수술로봇 제조 및 판매를 통한 사업영역 확대			
6. 취득예정일자	2019-03-12			
7. 이사회결의일(결정일)	2019-03-12			

Source: 씨유메디칼, KTB투자증권

재무제표 (씨유메디칼)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	36.1	42.1	39.6	34.6	40.1
현금성자산	3.3	9.0	7.9	8.1	7.0
매출채권	21.7	19.0	18.2	12.5	18.0
재고자산	10.6	13.4	11.9	13.2	13.2
비유동자산	25.0	24.6	23.9	27.1	64.7
투자자산	3.0	3.7	8.3	11.8	14.6
유형자산	9.2	8.1	7.5	7.1	42.9
무형자산	12.8	12.8	8.1	8.2	7.2
자산총계	61.0	66.7	63.5	61.7	104.9
유동부채	20.3	16.1	20.0	17.1	36.3
매입채무	1.5	1.4	1.5	3.7	5.3
유동성이자부채	18.3	14.1	18.0	12.8	29.1
비유동부채	4.6	10.5	2.0	2.5	20.1
비유동이자부채	2.5	8.8	0.3	0.5	15.3
부채총계	24.9	26.6	22.0	19.6	56.4
자본금	3.3	3.3	7.2	7.8	7.9
자본잉여금	19.4	21.1	20.9	23.9	27.2
이익잉여금	12.7	14.9	13.6	10.4	12.2
자본조정	(1.5)	(1.5)	(0.1)	0.0	0.1
자기주식	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
자본총계	36.2	40.1	41.6	42.1	48.5
투하자본	52.9	52.6	47.9	43.0	85.9
순차입금	17.5	13.9	10.4	5.3	37.4
ROA	(6.2)	1.8	(2.7)	(5.0)	2.1
ROE	(10.8)	3.2	(4.4)	(7.5)	3.9
ROIC	(0.6)	1.5	0.8	(2.1)	3.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	0.6	3.5	(0.2)	7.0	3.1
당기순이익	(3.9)	1.2	(1.8)	(3.2)	1.7
자산상각비	2.0	2.2	1.7	1.6	2.3
운전자본증감	(2.0)	(1.2)	(3.4)	4.4	(3.1)
매출채권감소(증가)	0.4	3.9	1.9	5.1	(2.6)
재고자산감소(증가)	(2.2)	(3.0)	(1.1)	(1.8)	(0.1)
매입채무증가(감소)	(0.5)	(1.5)	(2.9)	0.3	(0.7)
투자현금	(5.0)	(2.0)	(3.8)	(3.0)	(41.2)
단기투자자산감소	(0.6)	(0.2)	(2.1)	2.0	(2.2)
장기투자증권감소	(0.4)	(0.7)	(0.3)	0.0	0.0
설비투자	(1.0)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	(36.6)
유무형자산감소	(2.9)	(1.0)	(1.2)	(2.2)	(0.5)
재무현금	(2.6)	4.2	0.4	(1.5)	36.3
차입금증가	(2.6)	3.1	0.4	(1.9)	34.4
자본증가	0.0	0.4	0.0	0.5	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(7.3)	5.7	(3.9)	2.3	(1.6)
총현금흐름(Gross CF)	2.8	5.0	3.8	3.1	6.8
(-) 운전자본증가(감소)	1.7	0.4	(1.5)	(7.4)	3.7
(-) 설비투자	1.0	0.1	0.4	0.0	36.6
(+) 자산매각	(2.9)	(1.0)	(1.2)	(2.2)	(0.5)
Free Cash Flow	(4.2)	1.8	(3.4)	4.5	(37.5)
(-) 기타투자	0.4	0.7	0.3	(0.0)	0.0
잉여현금	(4.6)	1.1	(3.7)	4.5	(37.5)

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	24.7	25.7	54.6	58.3	76.3
증가율 (Y-Y, %)	(54.7)	4.0	112.5	6.9	30.8
영업이익	(0.5)	1.1	0.5	(1.3)	3.7
증가율 (Y-Y, %)	적전	흑전	(50.3)	적전	흑전
EBITDA	1.6	3.3	2.2	0.3	5.9
영업외손익	(3.1)	(0.3)	(2.5)	(2.6)	(0.7)
순이자수익	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.2)	(1.0)
외화관련손익	(0.1)	0.1	0.2	(0.9)	0.2
지분법손익	0.0	0.0	(1.6)	0.0	0.0
세전계속사업손익	(3.6)	0.8	(1.9)	(4.0)	3.0
당기순이익	(3.9)	1.2	(1.8)	(3.2)	1.7
지배기업당기순이익	(3.5)	1.7	(1.6)	(3.2)	1.8
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	적전	적지	흑전
NOPLAT	(0.3)	0.8	0.4	(1.0)	2.1
(+) Dep	2.0	2.2	1.7	1.6	2.3
(-) 운전자본투자	1.7	0.4	(1.5)	(7.4)	3.7
(-) Capex	1.0	0.1	0.4	0.0	36.6
OpFCF	(1.0)	2.5	3.2	8.0	(35.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.4	5.9	32.1	33.2	43.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(24.8)	110.9	n/a	49.2
EBITDA증가율(3Yr)	(41.9)	(3.3)	15.3	(44.0)	21.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	(19.1)	n/a	n/a	14.5
영업이익률(%)	(1.9)	4.3	1.0	(2.3)	4.8
EBITDA마진(%)	6.3	13.0	4.0	0.5	7.8
순이익률(%)	(15.7)	4.5	(3.2)	(5.4)	2.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	(269)	128	(114)	(210)	111
BPS	1,610	1,898	2,321	2,176	2,532
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	23.4	n/a	n/a	20.1
PBR	2.1	1.6	1.5	1.3	0.9
EV/EBITDA	40.4	16.0	27.0	179.7	12.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	16.4	7.8	12.4	13.7	5.2
PSR	1.8	1.5	0.9	0.7	0.5
재무건전성(%)					
부채비율	68.9	66.4	52.9	46.6	116.4
Net debt/Equity	48.3	34.7	25.1	12.5	77.2
Net debt/EBITDA	1,126.0	417.9	471.7	1,933.7	629.2
유동비율	177.9	261.8	197.7	202.5	110.5
이자보상배율	n/a	1.7	0.8	n/a	3.7
이자비용/매출액	3.1	2.7	1.7	1.0	2.0
자산구조					
투하자본(%)	89.3	80.5	74.7	68.4	80.0
현금+투자자산(%)	10.7	19.5	25.3	31.6	20.0
자본구조					
차입금(%)	36.5	36.4	30.6	24.1	47.8
자기자본(%)	63.5	63.6	69.4	75.9	52.2

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

태평양물산
(007980)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	2,870원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	1,432억원
비중(KOSPI내)	0.01%
발행주식수	49,912천주
52주 최저가/최고가	2,425 - 3,520원
3개월 일평균거래대금	6억원
외국인 지분율	4.3%
주요주주지분율(%)	
임석원 (외 13인)	31.5
태평양물산우리스주조합	10.0
미래에셋자산운용(외 1인)	6.5

Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	n/a	16.7	12.7
PBR(배)	1.7	1.4	0.9
EV/EBITDA(배)	n/a	11.3	8.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.8

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
증가상승률	(2.4)	13.9	(4.3)	11.9
KOSPI 대비 상대수익률	5.1	16.7	11.0	12.0

Price Trend



업황개선과 환율효과로 이익률 개선 기대

Issue

미중 무역분쟁에 따른 태평양물산의 수혜 분석

Pitch

① 의류 OEM 업황 개선과 ② 미중 무역분쟁에 따른 달러강세로 동사 이익률 개선에 청신호

Rationale

- 동사는 의류 OEM 및 우모 전문 제조 기업. 사업부별 매출비중은 의류사업 85%, 우모 10%, 기타 5%로 구성. 또한 매출의 약 85%가 해외 OEM 향으로 글로벌 의류 브랜드를 고객사로 확보 중. 특히, GAP, Columbia, ASCENA, Under Armour 등 상위 5개 업체 의 매출비중이 전사매출의 60% 이상을 차지
- Fast Fasion 및 OEM 업체 경쟁심화에 따른 경쟁사 퇴출의 수혜로 고객사(GAP, Columbia, ASCENA) 내 M/S 확대 진행 중. 특히, 동사의 강점인 중저가 아웃도어 OEM 물량 증가가 기대됨
- 2016년 우모가격 급락에 따라 마진이 급격히 하락한 우모사업도 최근 우모가격 안정화에 따라 마진회복 추세 진입
- 원달러 환율도 동사 이익에 긍정적 요소. 전사매출의 약 80%가 달러결제로 진행되며, 달러로 결제되는 원부자재는 매출의 55% 수준
- 5월 29일 현재 원달러 환율은 1,180원대에서 움직이고 있으며 이는 1Q19 대비 +4.89%, 작년 2Q 평균환율 대비 +9.26%. 2Q19 환율 변동폭을 감안한다면, 환율 효과에 따른 실적 개선은 2Q19 실적에 드러날 것으로 예상
- 또한 2020년은 고객사 요청에 따른 신규 라인 증설도 진행될 것으로 전망. 이는 향후 동사의 성장성을 확보하는 토대가 될 것으로 판단
- 약 1조원에 달하는 매출을 고려한다면, ①업황 회복과 ②환율 수혜에 따른 이익률 개선은 동사 Valuation 매력을 돋보이게 할 것

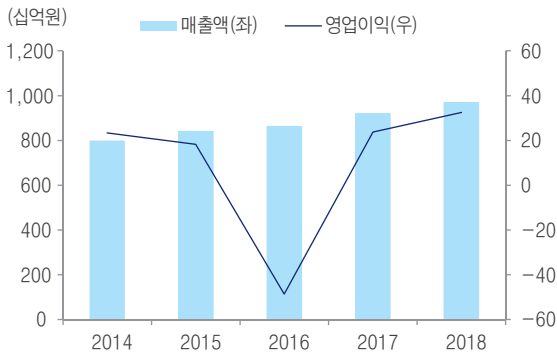
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	593	818	799	843	865	922	972
영업이익	8	22	23	18	(49)	24	33
EBITDA	17	32	33	30	(35)	37	46
순이익	1	3	1	(17)	(53)	10	10
순차입금	234	275	289	332	287	250	251
매출증가율	26.4	37.9	(2.4)	5.5	2.6	6.7	5.4
영업이익률	1.4	2.7	2.9	2.2	(5.6)	2.6	3.3
순이익률	0.1	0.4	0.1	(2.1)	(6.2)	1.1	1.1
EPS증가율	(60.3)	72.3	(80.8)	적전	적지	흑전	(3.6)
ROE	0.6	2.2	0.7	(10.8)	(40.3)	8.1	7.3

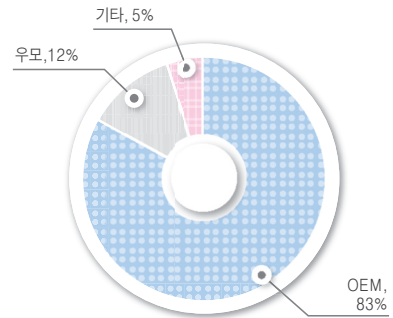
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 태평양물산 매출액 및 영업이익 추이



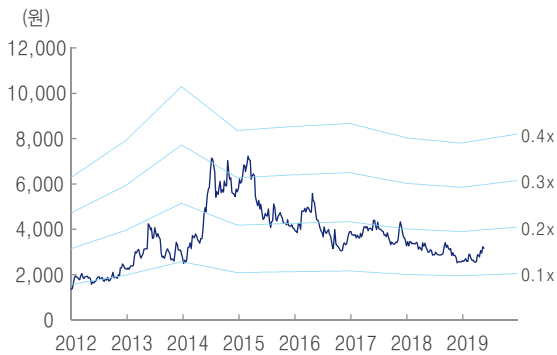
Source: 태평양물산, KTB투자증권

Figure 02 태평양물산 사업부별 매출 비중



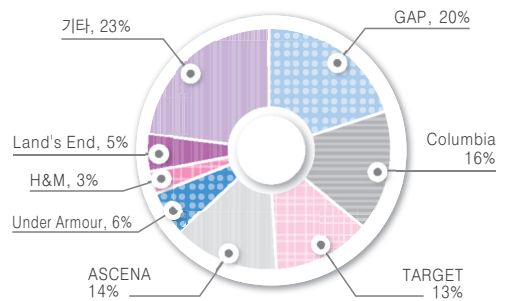
Source: 태평양물산, KTB투자증권

Figure 03 태평양물산 PSR 차트



Source: 태평양물산, KTB투자증권

Figure 04 태평양물산 OEM 고객사별 매출 비중



Source: 태평양물산, KTB투자증권

재무제표 (태평양물산)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	359.3	355.9	290.9	279.7	294.7
현금성자산	21.9	19.0	53.9	42.4	43.1
매출채권	59.0	66.8	68.4	81.4	77.0
재고자산	263.2	240.1	154.3	142.8	162.8
비유동자산	242.5	255.4	262.8	251.5	261.9
투자자산	124.1	112.3	96.5	101.4	90.6
유형자산	104.4	129.6	155.8	141.4	163.3
무형자산	14.0	13.5	10.6	8.7	8.0
자산총계	601.9	611.2	553.7	531.2	556.5
유동부채	338.0	350.9	358.4	339.0	345.5
매입채무	85.0	66.0	72.3	68.9	69.3
유동성이자부채	240.7	273.1	276.7	259.6	264.2
비유동부채	96.0	104.5	82.1	55.2	60.0
비유동이자부채	70.5	77.4	64.0	32.8	30.1
부채총계	434.0	455.4	440.5	394.2	405.5
자본금	19.6	19.9	21.6	24.6	25.0
자본잉여금	34.2	34.9	44.3	59.0	60.6
이익잉여금	110.3	91.0	36.6	47.2	55.0
자본조정	1.8	8.0	8.2	3.6	7.6
자기주식	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(5.3)
자본총계	167.9	155.9	113.3	137.0	151.0
투하자본	455.9	486.2	398.8	385.6	400.8
순차입금	289.3	331.5	286.8	250.0	251.2
ROA	0.2	(2.9)	(9.2)	1.8	1.9
ROE	0.7	(10.8)	(40.3)	8.1	7.3
ROIC	1.1	2.8	(8.0)	3.9	5.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	11.9	1.2	38.9	21.3	14.6
당기순이익	1.1	(17.3)	(53.3)	9.9	10.4
자산상각비	10.0	11.7	13.3	13.6	13.8
운전자본증감	(9.5)	(19.2)	60.4	17.1	(20.8)
매출채권감소(증가)	18.7	(3.1)	(1.0)	(18.8)	(5.4)
재고자산감소(증가)	(35.8)	8.8	65.7	32.0	(11.9)
매입채무증가(감소)	8.4	(23.0)	1.6	5.1	(2.7)
투자현금	(27.2)	(51.2)	(13.4)	(15.6)	(11.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(22.8)	(33.3)	(18.3)	(8.5)	(13.7)
유무형자산감소	(1.2)	(0.0)	2.5	0.8	0.8
재무현금	22.4	49.2	(6.1)	(14.8)	2.5
차입금증가	18.8	49.5	(15.4)	(18.4)	4.5
자본증가	3.5	(0.2)	9.3	3.5	0.0
배당금지급	1.4	1.1	0.9	0.1	0.0
현금 증감	6.1	(1.6)	19.6	(12.2)	4.9
총현금흐름(Gross CF)	38.4	36.3	(6.7)	20.0	52.6
(-) 운전자본증가(감소)	2.8	18.9	(103.7)	2.5	12.3
(-) 설비투자	22.8	33.3	18.3	8.5	13.7
(+) 자산매각	(1.2)	(0.0)	2.5	0.8	0.8
Free Cash Flow	1.7	(34.1)	40.2	21.5	20.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
잉여현금	1.7	(34.1)	40.2	21.5	20.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	798.9	842.6	864.7	922.2	972.1
증가율 (Y-Y, %)	(7.6)	5.5	2.6	6.7	5.4
영업이익	23.4	18.3	(48.6)	23.7	32.5
증가율 (Y-Y, %)	흑전	(21.7)	적전	흑전	흑전
EBITDA	33.4	30.0	(35.3)	37.3	46.3
영업외손익	(18.4)	(32.1)	(15.1)	(8.5)	(16.2)
순이자수익	(11.1)	(11.8)	(12.9)	(14.6)	(15.8)
외화관련손익	(2.9)	(15.2)	(1.5)	7.3	(7.3)
지분법손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.1
세전계속사업손익	5.0	(13.8)	(63.7)	15.2	16.3
당기순이익	1.1	(17.3)	(53.3)	9.9	10.4
지배기업당기순이익	0.6	(17.6)	(53.7)	9.6	10.1
증가율 (Y-Y, %)	흑전	적전	적지	흑전	4.7
NOPLAT	5.1	13.3	(35.3)	15.4	20.7
(+) Dep	10.0	11.7	13.3	13.6	13.8
(-) 운전자본투자	2.8	18.9	(103.7)	2.5	12.3
(-) Capex	22.8	33.3	18.3	8.5	13.7
OpFCF	(10.5)	(27.2)	63.5	18.0	8.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	19.4	12.4	1.9	4.9	4.9
영업이익증가율(3Yr)	15.4	31.4	n/a	0.4	21.1
EBITDA증가율(3Yr)	16.3	21.5	n/a	3.7	15.5
순이익증가율(3Yr)	(31.0)	n/a	n/a	108.8	n/a
영업이익률(%)	2.9	2.2	(5.6)	2.6	3.3
EBITDA마진(%)	4.2	3.6	(4.1)	4.0	4.8
순이익률(%)	0.1	(2.1)	(6.2)	1.1	1.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	15	(445)	(1,346)	210	203
BPS	3,869	3,532	2,314	2,553	2,811
DPS	25	20	0	0	20
Multiples(x, %)					
PER	401.2	n/a	n/a	16.7	12.7
PBR	1.5	1.1	1.7	1.4	0.9
EV/EBITDA	15.5	16.4	n/a	11.3	8.2
배당수익률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.8
PCR	5.8	4.4	n/a	8.1	2.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
재무건전성(%)					
부채비율	258.6	292.1	388.9	287.9	268.6
Net debt/Equity	172.4	212.7	253.3	182.5	166.4
Net debt/EBITDA	866.8	1,104.7	n/a	670.6	542.7
유동비율	106.3	101.4	81.2	82.5	85.3
이자보상배율	2.1	1.5	n/a	1.6	2.1
이자비용/매출액	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
자산구조					
투하자본(%)	75.7	78.7	72.6	72.8	75.0
현금+투자자산(%)	24.3	21.3	27.4	27.2	25.0
자본구조					
차입금(%)	65.0	69.2	75.1	68.1	66.1
자기자본(%)	35.0	30.8	24.9	31.9	33.9

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

인바디

(041830)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(5/30)	23,850원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,264억원
비중(KOSDAQ내)	0.14%
발행주식수	13,684천주
52주 최저가/최고가	20,350 - 34,100원
3개월 일평균거래대금	36억원
외국인 지분율	17.3%
주요주주지분율(%)	
차기철 (외 7인)	28.7
인바디 자사주	1.5
인바디 자사주 펀드	1.3

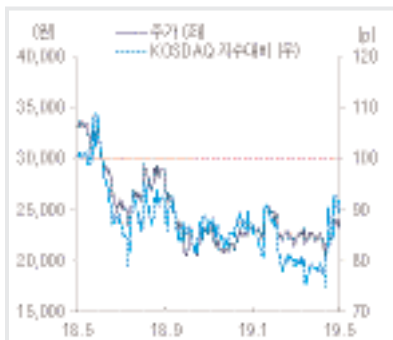
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	21.7	28.4	15.1
PBR(배)	4.1	5.2	2.4
EV/EBITDA(배)	13.7	18.7	10.6
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.6

Performance

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	7.9	3.9	(28.3)	9.9
KOSDAQ대비 상대수익률	16.6	4.8	(7.1)	7.9

Price Trend



성장률 회복과 환율효과로 실적 개선 기대

Issue

원화 약세로 동사 실적 개선에 수혜 전망

Pitch

2018년 실적 성장률은 전년 대비 주춤했으나 유럽 법인 사업 확장 및 신제품 출시에 힘입어 2019년부터 성장 다시 이어갈 것. 동사의 현재 PER Valuation은 역사적 하단인 16배 수준. 실적 개선 이어짐을 감안했을 때 현재의 Valuation은 매력적인 수준으로 판단

Rationale

- 동사는 체성분 분석기 제조 판매 전문 기업. 제품별 매출액 비중은 인바디 70%, 혈압계 5%, 웨어러블 10%, 소프트웨어 및 기타 15%. 지역별 매출액 비중은 국내 20%, 미국 23%, 일본 15%, 중국 19%, 유럽/중남미 13%, 아시아/중동아프리카 10%로 해외 매출 비중이 80%를 차지
- 대량 납품 공백 및 사업 확장 준비로 2018년 매출액 성장률(YoY +7%)은 일시적으로 둔화되었으나 2019년 1분기 매출액 285억원(YoY +31%)을 기록하며 다시 매출액 성장 이어가는 모습을 보이고 있음
- 1Q19의 매출액 성장은 2018년 성장이 주춤했던 미국, 유럽, 아시아/중동아프리카, 중국 지역의 매출액 개선에 기인. 각 지역의 1Q19 매출액 성장률은 미국 +33%, 유럽/중남미 57%, 아시아/중동아프리카 +34%, 중국 +55%
- 중국 지역의 성장은 암웨이형 인바디 밴드 1회성 매출에 의한 것이나 기타 지역들의 성장은 구조적 제품 판매 증가로 파악되고 있음. 2분기에도 매출액 성장 기조 이어갈 것으로 전망
- 2019년 실적 개선이 기대되는 지역은 유럽. 유럽 지역 법인 설립으로 대리점 판매 비중 감소하며 사업 확장에 집중할 것으로 전망. 하반기에 계획하고 있는 신제품 출시 또한 동사의 실적 개선폭 확대에 기여할 것
- 원화 약세도 동사 실적에 긍정적 요소로 작용. 주요 수출국 통화인 달러화, 엔화, 위안화의 2분기 환율 평균은 전년 동기 대비 각각 7.7%, 6.0%, 1.2% 상승. 환율 효과에 의한 실적 개선은 2분기에 더 두드러질 것으로 예상

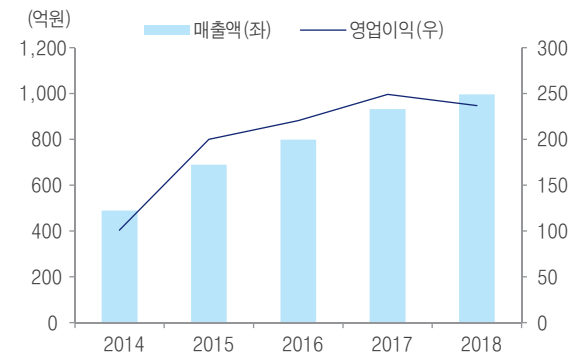
Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	33	37	49	69	80	93	100
영업이익	5	7	10	20	22	25	24
EBITDA	6	7	11	21	24	27	26
순이익	6	6	9	17	17	19	20
순차입금	(24)	(22)	(29)	(33)	(43)	(50)	(25)
매출증가율	5.3	10.7	33.0	40.9	15.8	16.8	6.8
영업이익률	15.1	17.7	20.6	29.0	27.6	26.7	23.8
순이익률	17.0	16.8	18.1	25.1	21.3	20.7	19.6
EPS증가율	2.0	9.8	43.3	95.0	(1.9)	13.7	1.8
ROE	12.8	12.7	16.0	25.5	20.2	19.4	16.9

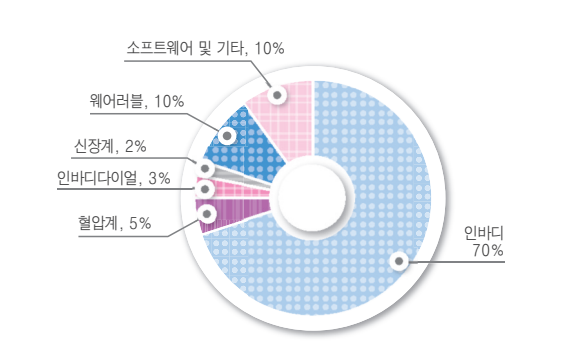
Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Figure 01 인바디 매출액 및 영업이익 추이



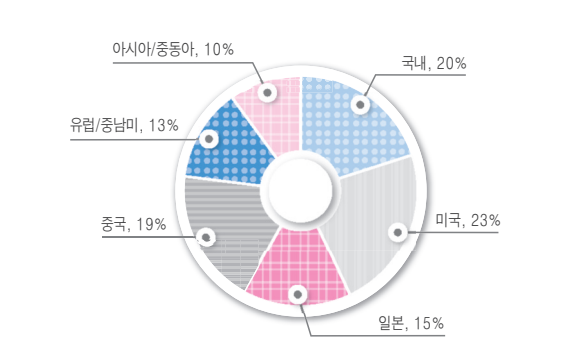
Source: 인바디, KTB투자증권

Figure 02 인바디 제품별 매출액 비중(1Q19 기준)



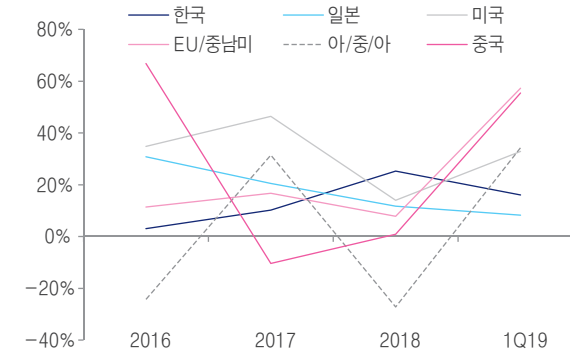
Source: 인바디, KTB투자증권

Figure 03 인바디 지역별 매출액 비중(1Q19 기준)



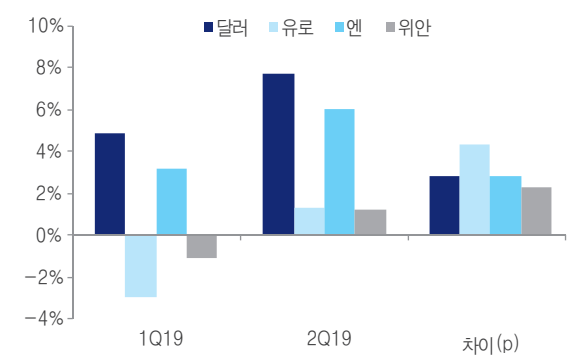
Source: 인바디, KTB투자증권

Figure 04 인바디 지역별 매출액 성장률(YoY)



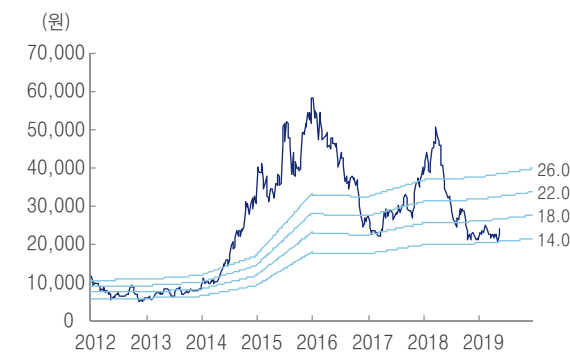
Source: 인바디, KTB투자증권

Figure 05 주요 수출국 통화 환율 변화(YoY)



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Figure 06 인바디 Trailing PER Band



Source: Dataguide, KTB투자증권

재무제표 (인바디)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	40.5	54.1	64.3	75.1	55.5
현금성자산	29.4	32.7	42.7	50.4	25.5
매출채권	4.2	11.1	11.7	12.8	12.7
재고자산	5.6	9.0	9.3	10.6	15.9
비유동자산	22.7	28.3	32.7	36.9	76.2
투자자산	3.7	3.6	3.1	3.5	3.9
유형자산	16.7	23.0	27.9	31.8	71.1
무형자산	2.2	1.7	1.7	1.5	1.1
자산총계	63.2	82.5	97.1	112.0	131.7
유동부채	3.4	5.9	4.1	5.0	6.4
매입채무	0.9	1.9	0.8	0.6	0.6
유동성이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.2	0.2	0.6	0.5	0.8
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.6	6.1	4.7	5.5	7.2
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	52.9	69.4	85.3	103.2	121.3
자본조정	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(4.2)	(4.3)
자기주식	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(3.1)	(3.4)
자본총계	59.6	76.3	92.3	106.5	124.5
투하자본	29.6	43.0	49.0	55.5	98.4
순차입금	(29.4)	(32.7)	(42.7)	(50.4)	(25.5)
ROA	15.2	23.8	18.9	18.5	16.0
ROE	16.0	25.5	20.2	19.4	16.9
ROIC	28.6	46.0	39.1	39.4	24.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	10.3	11.2	18.2	18.6	17.7
당기순이익	8.9	17.3	17.0	19.3	19.6
자산상각비	1.1	1.4	1.7	1.8	2.0
운전자본증감	(0.4)	(9.4)	(1.3)	(4.6)	(5.1)
매출채권감소(증가)	(0.1)	(6.8)	(0.5)	(2.7)	0.4
재고자산감소(증가)	(1.2)	(3.4)	(0.4)	(1.5)	(5.2)
매입채무증가(감소)	0.3	1.2	(1.4)	(0.3)	(0.1)
투자현금	(9.1)	(9.7)	(12.6)	(13.1)	(17.7)
단기투자자산감소	(7.3)	(2.4)	(5.3)	(7.1)	23.3
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(1.5)	(7.3)	(7.6)	(5.3)	(40.9)
유무형자산감소	(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
재무현금	(0.5)	(0.8)	(1.1)	(4.2)	(1.7)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	(0.5)	(0.8)	(1.1)	(1.4)	(1.6)
배당금지급	0.5	0.8	1.1	1.4	1.6
현금 증감	0.3	0.9	4.6	1.0	(1.6)
총현금흐름(Gross CF)	11.1	21.7	24.2	26.4	26.2
(-) 운전자본증가(감소)	(0.3)	7.8	2.0	2.3	3.9
(-) 설비투자	1.5	7.3	7.6	5.3	40.9
(+) 자산매각	(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
Free Cash Flow	1.6	2.6	10.3	8.7	3.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	1.6	2.6	10.3	8.7	3.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	48.9	68.9	79.8	93.3	99.6
증가율 (Y-Y, %)	(38.7)	40.9	15.8	16.8	6.8
영업이익	10.1	20.0	22.0	24.9	23.7
증가율 (Y-Y, %)	(54.2)	98.2	10.2	13.0	(4.9)
EBITDA	11.2	21.4	23.8	26.7	25.7
영업외손익	0.6	0.8	(1.2)	(1.5)	0.9
순이자수익	0.7	0.7	0.5	0.6	0.4
외화관련손익	(0.1)	0.3	0.3	(2.2)	0.4
지분법손익	0.1	0.0	0.0	(0.0)	0.0
세전계속사업손익	10.7	20.8	20.8	23.4	24.6
당기순이익	8.9	17.3	17.0	19.3	19.6
지배기업당기순이익	8.9	17.3	17.0	19.3	19.7
증가율 (Y-Y, %)	(47.7)	95.0	(1.9)	13.8	1.1
NOPLAT	8.4	16.7	18.0	20.6	18.8
(+) Dep	1.1	1.4	1.7	1.8	2.0
(-) 운전자본투자	(0.3)	7.8	2.0	2.3	3.9
(-) Capex	1.5	7.3	7.6	5.3	40.9
OpFCF	8.4	2.9	10.1	14.7	(23.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.7	27.5	29.5	24.0	13.1
영업이익증가율(3Yr)	37.8	58.7	50.2	35.1	5.8
EBITDA증가율(3Yr)	37.3	56.5	47.4	33.5	6.3
순이익증가율(3Yr)	16.3	45.3	40.0	29.6	4.1
영업이익률(%)	20.6	29.0	27.6	26.7	23.8
EBITDA마진(%)	22.9	31.0	29.8	28.6	25.8
순이익률(%)	18.1	25.1	21.3	20.7	19.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	649	1,265	1,241	1,412	1,438
BPS	4,193	5,451	6,621	7,671	9,006
DPS	60	80	100	120	120
Multiples(x, %)					
PER	48.5	45.8	21.7	28.4	15.1
PBR	7.5	10.6	4.1	5.2	2.4
EV/EBITDA	35.8	35.6	13.7	18.7	10.6
배당수익률	0.2	0.1	0.4	0.3	0.6
PCR	38.8	36.6	15.3	20.8	11.4
PSR	8.8	11.5	4.6	5.9	3.0
재무건전성(%)					
부채비율	6.0	8.0	5.1	5.2	5.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,192.3	912.1	1,563.9	1,509.1	867.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1
자산구조					
투하자본(%)	47.1	54.2	51.7	50.7	77.0
현금+투자자산(%)	52.9	45.8	48.3	49.3	23.0
자본구조					
차입금(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수/합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 본 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석 담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

투자의견 비율

BUY : 85.7% HOLD : 13.7% SELL : 0.6%

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
- **BUY** : 추천기준일 종가대비 +15% 이상 ~ +50% 미만.
- **HOLD** : 추천기준일 종가대비 -5% ~ +15% 미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 종가대비 -5% 미만.
- **SUSPENDED** : 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
 투자의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음.
 동 조사분석 자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- **Overweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 - **Neutral** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 - **Underweight** : 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우
- 주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 제이에스코퍼레이션 (194370)



일자	커버리지	2019.6.3				
투자의견	개시	BUY				
목표주가		22,000원				
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2019.6.3	22,000원	-	-	-	-
괴리율 (%)						

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 5월 31일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

◎ 월덱스 (101160)



일자	커버리지	2019.5.16				
투자의견	개시	BUY				
목표주가		10,000원				
목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율	최고가 괴리율
실제주가	2019.5.16	10,000원	-	-	-	-
괴리율 (%)						

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 5월 31일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

Research Center Profile

ktb 투자증권

기업분석

유틸리티 리서치센터장 신지윤 jyshin@ktb.co.kr	정유/화학 팀장 이희철 chemlee@ktb.co.kr	제약/바이오 팀장 이혜린 hrin@ktb.co.kr	반도체/디스플레이 연구위원 김양재 yj.kim@ktb.co.kr	건설/유통 연구위원 김선미 smkim@ktb.co.kr
운송/자동차 연구위원 이한준 hanlee@ktb.co.kr	스몰캡 연구위원 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr	은행/지주 연구위원 김한이 haneykim@ktb.co.kr	인터넷/게임/미디어 연구위원 이민아 mina.lee@ktb.co.kr	스몰캡 연구위원 김영준 yjkim311@ktb.co.kr
화장품 연구위원 배송이 songi0703@ktb.co.kr	제약/바이오 연구위원 강하영 hy.kang@ktb.co.kr	엔터테인먼트/광고 연구위원 남효지 hjnham@ktb.co.kr		

매크로

투자전략 팀장 박석현 shyun.park@ktb.co.kr	자산전략 수석연구위원 김한진 hjkim@ktb.co.kr	채권분석 연구위원 김명실 myoungsil@ktb.co.kr	경제분석 연구위원 임혜윤 hylim@ktb.co.kr
---	--	--	--

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2019.03.04	김명실	친절한 채권 보고서 : 1. 야누스(Janus), 부채의 두 얼굴 2. 대한민국 IN&OUT, 재정과 부동산
2019.03.04	김양재	MWC2019 참관기 : Tech 큰 흐름은 Foldable, 5G
2019.03.11	남효지	광고 : 광고대행사들이 살아남는 법
2019.03.18	김선미	유통 : 대형 유통 3사의 리츠전략 분석
2019.03.26	박석현	Equity Strategy : BUY the Large-cap. - KOSPI 강세기조 복귀 전망. 2Q19 예상밴드 2,100~2,350p
2019.04.01	리서치센터	1Q2019 Preview Book
2019.04.08	김양재	LG디스플레이 (034220) : 관점을 바꾸면 주가도 달라보인다
2019.04.09	김한진	2019 경기순응 자산전략 2 - Risk on/off 신호와 소음 : 환율과 금리스프레드, 숨은 그림 찾기
2019.04.09	이희철	석유화학 : Up-Cycle로 진입하는 C/A 비중 확대 유망
2019.04.15	이혜린 · 강하영	제약/바이오 : 진단 기업에 대한 한·미 시장의 온도 차
2019.04.22	임혜윤	Global Macro : 세계경제를 주도할 두 가지 담론 - 글로벌 정책공조 vs. 성장동력 부재
2019.04.29	배송이	화장품 : 비상장 브랜드 트렌드로 찾는 중소형 브랜드 투자 기회
2019.05.07	김한이	지주회사 : 자체 성장하는 회사 vs. 계열사를 지원하는 회사
2019.05.13	김양재	비메모리, 가보지 않은 길 : 비메모리 산업 분석 편
2019.05.20	이희철	태양광, 하반기가 기대된다 : 고효율 제품이 성장 주도. 한화케미칼 Top pick
2019.05.20	이혜린 · 강하영	씨젠 (096530) : 이제는 실적이 주가 상승의 Key
2019.05.20	김한이	우리금융지주 (316140) : 자회사 편입, 조속한 발표가 향후 주가에 긍정적
2019.05.27	매크로 팀	2019년 매크로 하반기 전망 : 생존법 시즌2

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륜서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.