산업분석

정유화학/조선

2019. 8. 12

Overweight

수요와 공급의 역사

살아남은 업체 탐방기

Part I 과거와 현재의 Cycle
Part II 기자재 探訪記
Part III 다양한 지표

이베스트투자증권

이베스트투자증권 **양형모**입니다.

이번에는 이베스트증권에서 **기자재 探訪記** 자료를 준비했습니다.

과거와 현재의 Cycle을 분석해 보면 아쉬웠던 투자 상품들이 있습니다.
2006년부터의 부동산 Cycle에서 2007년 원자재 Cycle로의 전환,
다양한 이유를 들며 상승하지 않을 것으로 분석했던 그러나
또 다시 시작됐던 2013년부터의 부동산 상승 Cycle 등이 있습니다.
Cycle은 우리의 예상보다 상당히 빠르게 전환되어 왔습니다.

현재 부동산은 더 이상 반응하지 않고 있습니다(물론 앞으로 반응할 수도 있겠지만).
더 이상 부동산은 수익률이 과거만큼 높은 상품(투자 매력이 높지 않은)이 아니기 때문일 수도 있겠습니다.
2016~2017년 원자재, 특히 석유가 새로운 투자 기회가 될 수 있을 것으로 예상했습니다.
결과는 맞기도 하고(무역전쟁 이전까지) 틀리기도 했습니다.
현재 사람들은 원자재의 지난 고점은 돌파하지 못할 것이라고 말합니다.
물론 현재는 가능성이 희박해 보입니다.
금리를 인하할 만큼 경기가 더 악화 되었기 때문입니다.
2012년에 부동산은 고점을 돌파하지 못한다 라고 생각하지 않았을까요?
너무나 빠른 시기에 너무나 많은 돈이 이성을 잃고 부동산으로 흘러 들어가며,
오버슈팅을 낸 것을 돌이켜 봐야 합니다.

금번 기자재 探訪記 자료를 통해 Bottom Up으로 기업의 변화를 감지하고 싶었습니다.
탐방을 다녀온 기업의 공통점은 **바닥은 탈피했다**는 것입니다.
현재 모든 지표들이 혼란스럽기만 한 상황이기 때문에 앞으로 지속적인 관심이 필요한
시점이라는 판단입니다.

감사합니다.

조선/정유화학
Analyst **양형모**
02 3779 8843
yhm@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 과거와 현재의 Cycle]

투자 상품은 크게 채권, 부동산, 원자재, 주식이 있습니다.
가장 훌륭한 투자 상품은 무엇일까요? 매번 다를 것입니다.
변하지 않는 진리는 가격, 수익률, 이익 등 성장이 꼭 나오는 상품에 돈이 쏠린다는 것입니다.
2008 년 시기를 돌이켜 보면 2007 년 말 원자재는 더 이상 상승할 수 없다는 전망이 대부분이었습니다.
그렇지 않았습니다. 2008 년 유가는 폭등했습니다.
2012 년 시기를 돌이켜 보면 부동산이 더 이상 수익 상품이 될 수 없다고 사람들은 주장했습니다.
소득 상승 및 인구 증가가 어려운 상황에서 부동산은 오를 수 없다는 원칙 때문이었습니다.
하지만 결론적으로 부동산은 매우 인기 있는 상품이 되었습니다. Cycle 전환은 생각보다 빠릅니다.
현재 Cycle 에서는 정유/화학업체의 이익 증가가 사실 상 Cycle 의 시작을 알리기는 했다는 판단입니다.
시클리컬 매출액 성장률은 19 년까지 둔화, 20 년부터 개선됩니다.

[Part II. 기자재 探訪記]

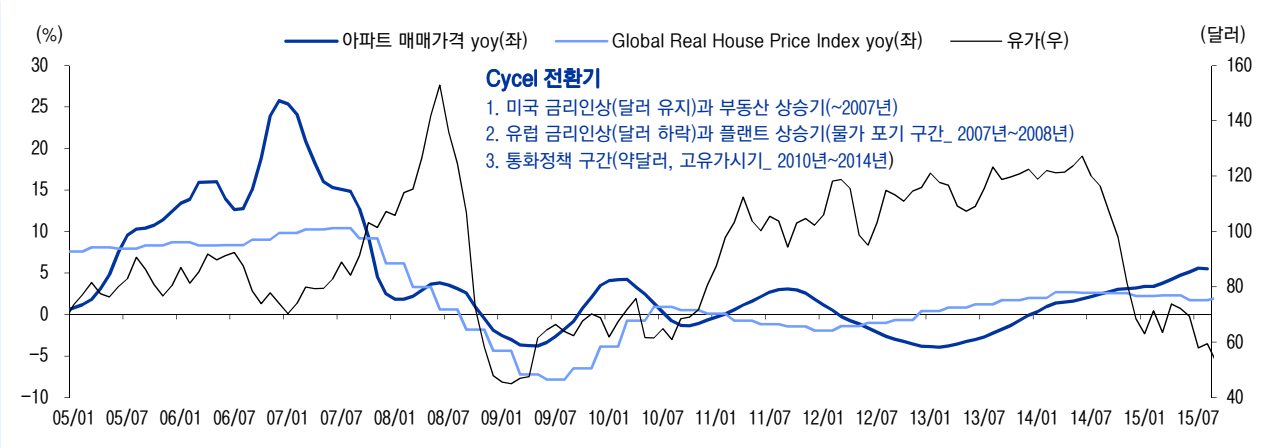
기업의 명운은 Cycle 에 의존합니다.
Cycle 에 구애 받지 않는 위대한 기업이 생겨나긴 하지만 대부분의 기업은 Cycle 에 따라 움직입니다.
상대적으로 소외를 받고 있는 경기민감 업종 탐방을 다녀왔습니다.
변화를 살피기 위함입니다.
우리는 부동산 상승 Cycle 에서 부동산/건자재 섹터의 상승을 경험했습니다.
주가 상승의 주요 포인트는 (1) 새로운 비즈니스 장착,
(2) 구조조정을 통한 M/S 확대와 이익률 상승, (3) 선행지표 상승에 따른 리레이팅이었습니다.
우리가 탐방을 다녀온 기업들의 공통점은 예상과는 달리 매출 및 수주에서 바닥을 탈피했다는 것입니다.
또한 그들이 속해 있는 사업군에서 유일하게 살아 남았고, 현금 여력이 충분했고,
매출 및 수주에서 바닥을 확인하고 증가 추세에 있었으며, 시장이 턴하여 Q 가 조금 더 증가하면 영업
레버리지를 확대할 수 있는 상황이었습니다.

[Part III. 다양한 지표]

현재 많은 지표는 부진합니다. 조만간 대부분의 지표가 턴어라운드할 것이라는
장밋빛 미래는 가능성이 희박해 보입니다.
다만 앞서 우리는 기업 탐방을 통해 기업의 매출과 수주가 바닥은 탈피했다는 결과를 얻었습니다.
그러나 중요한 점은 바닥은 탈피했지만 성장이 가능할지에 대한 부분입니다. 현재 견조한 지표도 있습니다.
그리고 턴어라운드를 할 수 있을 만큼 바닥에서 반등을 도모하는 지표도 있습니다.
혹은 지금의 하락 추세가 유지되면 경기 위험 시그널을 알릴 수 있는 지표도 있습니다.
혼란스럽습니다. 앞으로 지속적인 관심이 필요한 시점입니다.

Key Charts

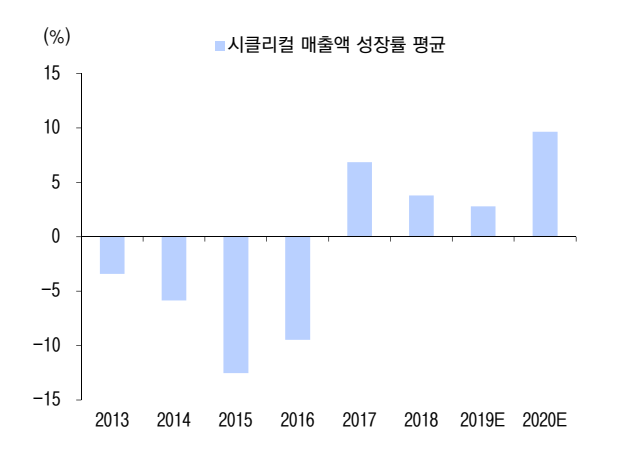
Cycle 전환은 생각보다 빠르다



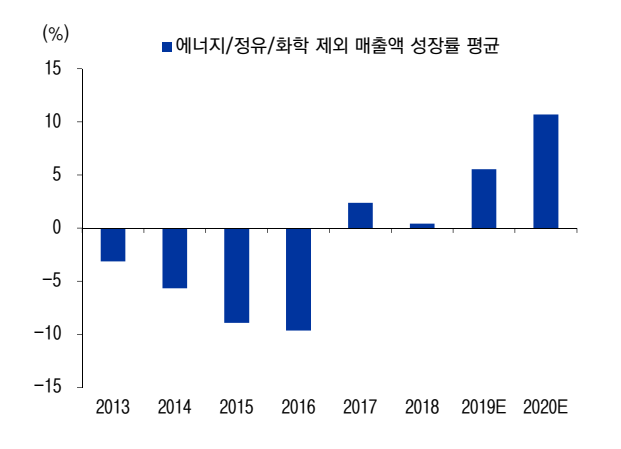
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- **지난 Cycle: 미국 금리인상(달러 유지)과 부동산 상승기, 유럽 금리인상(달러 하락)과 플랜트 상승기**
- **2010 년에서 2014 년은 경기 부양기(약달러, 고유가 시기)**

시클리컬 매출액 성장률은 2019 년까지 둔화되다가 2020 년 다시 성장



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

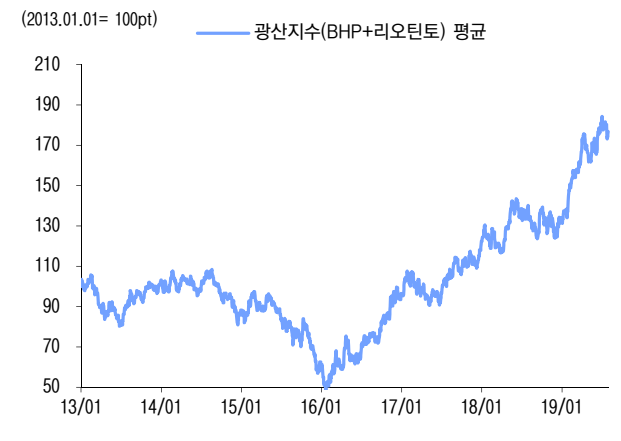


자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

- **시클리컬 매출액 성장률은 2019 년까지 둔화되다가 2020 년 다시 성장**
- **시클리컬의 특성 상 매출액이 성장하면 마진도 점진적으로 개선**

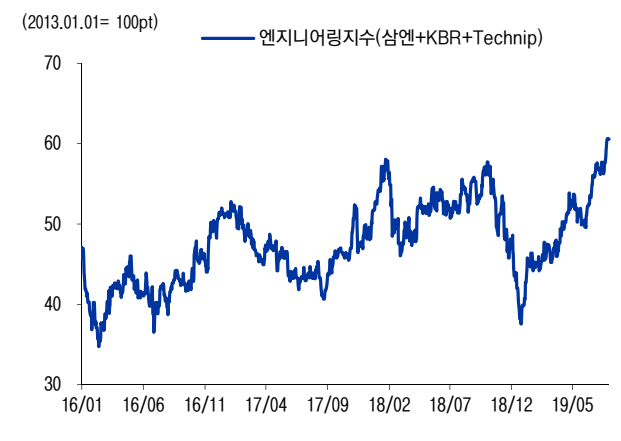
Key Charts

광산 지수 상승 추세 지속



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

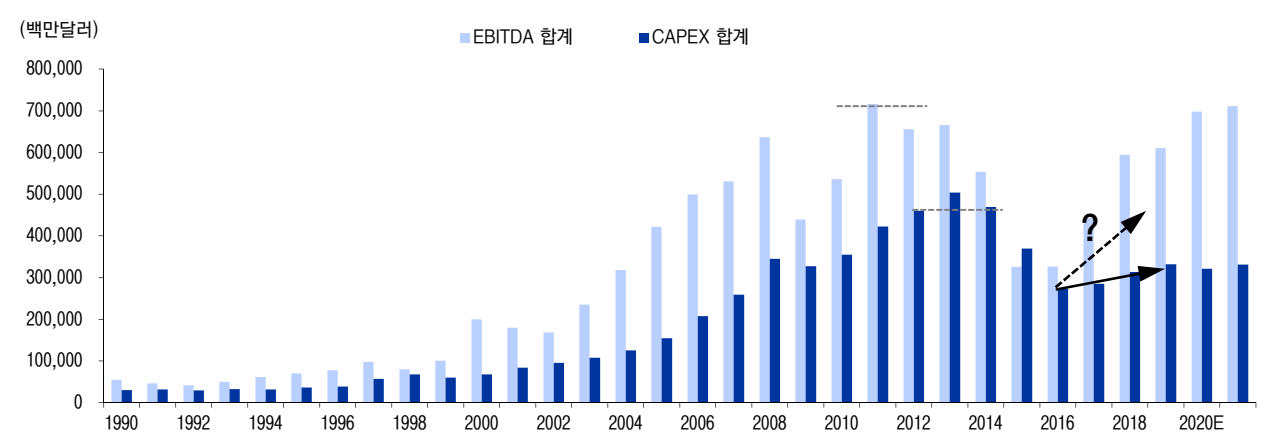
엔지니어링 지수 상승 추세 지속



자료: Blomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 현재 Cycle 은 먼저 경기 상승기에 저유가로 정유/화학 업체들 이익 증가 -> 증설로 대응
- 산업 플랜트 발주가 늘어나면, Captive 성격의 발전 플랜트도 증가

시가총액 상위 30 개 기준 에너지 업체들의 합산 EBITDA, CAPEX

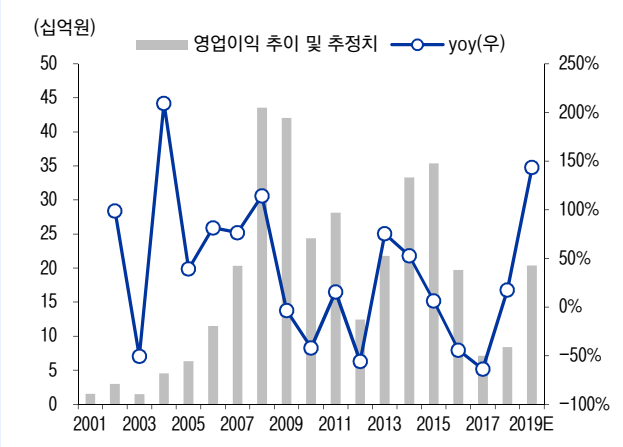


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 현재 Cycle 에서는 정유/화학업체의 이익 증가가 사실 상 Cycle 의 시작을 알리기는 했다는 판단
- EBITDA, CAPEX 의 Lagging 이 사이클을 만듦

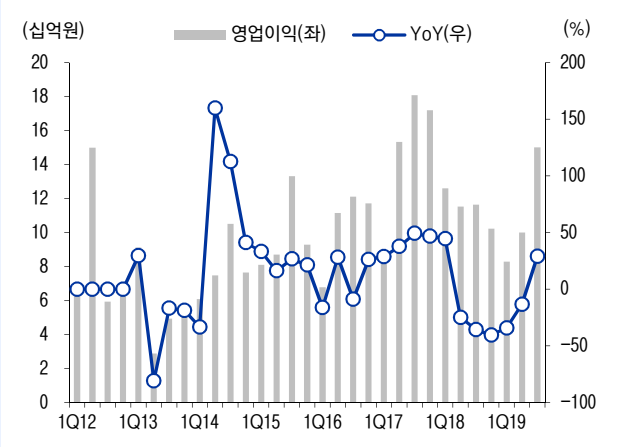
Key Charts

세진중공업 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

와이지-원 영업이익 추이



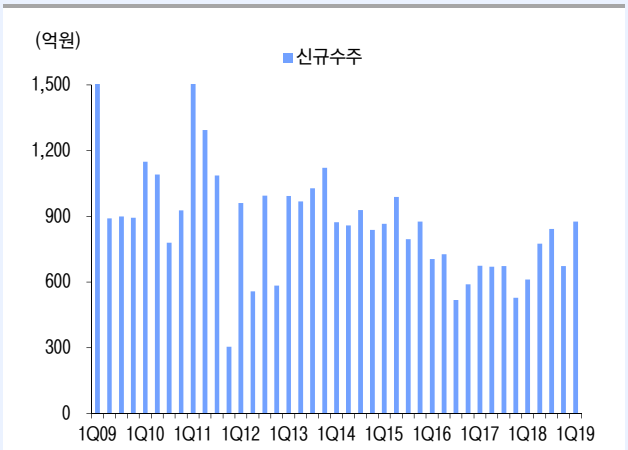
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- **살아남은 기자재 업체 세진중공업 이미 턴어라운드 시작**
- **살아남은 절삭공구 업체 와이지-원 매출 및 이익 증가 시작**

태광 신규수주 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

태웅 신규수주 추이

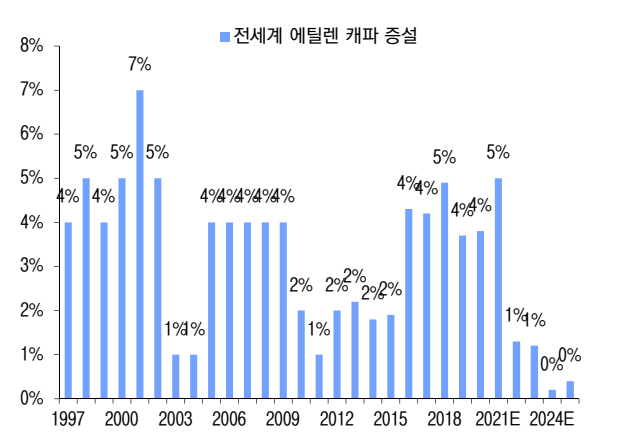


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- **살아남은 피팅 업체 태광 서서히 바닥 탈피**
- **살아남은 단조 업체 태웅 신규수주 턴어라운드, 이익 턴어라운드는 아직**

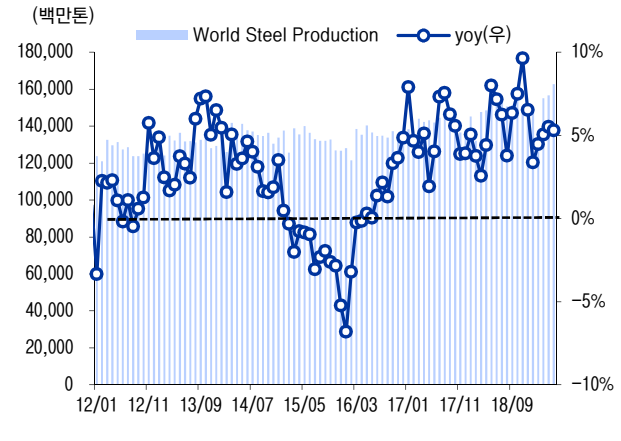
Key Charts

에틸렌 Capa 증설 비중



자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

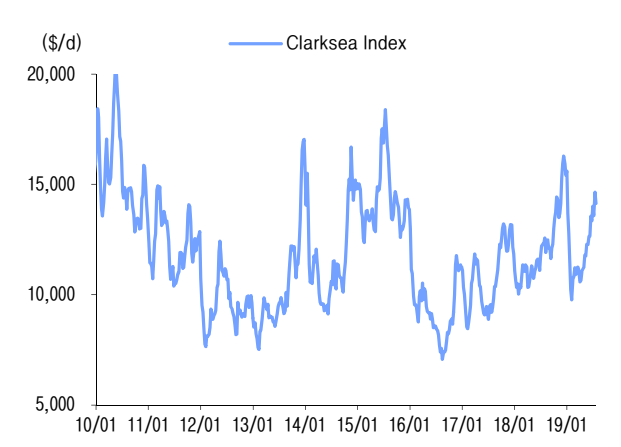
전세계 철강 생산 견조



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

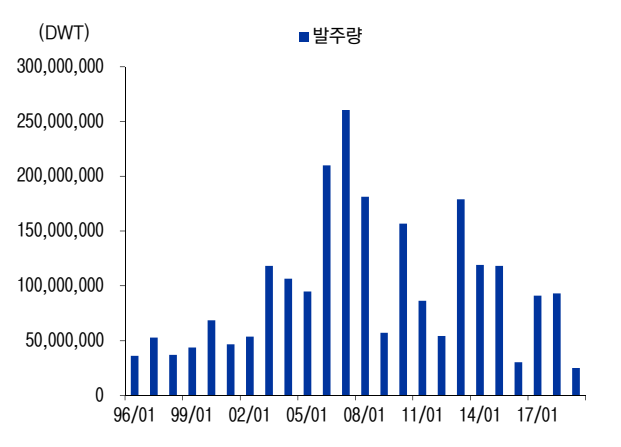
- **에틸렌은 증설 사이클로 진입**
- **전세계 철강 생산은 성장세 유지**

운임 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

발주량 추이



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

- **해상 운임 상승**
- **발주량 증가는 아직**

산업분석

조선/정유화학
Overweight

수요와 공급의 역사

살아남은 업체 탐방기

Contents

Part I	과거와 현재의 Cycle	9
Part II	기자재 探訪記	22
Part III	다양한 지표	31

기업분석

세진중공업 (075580)	42
태웅 (044490)	45
와이지-원 (019210)	48
태광 (023160)	51

Part I

과거와 현재의 Cycle

미약하게 나타나는 Cycle Trend

현재 Cycle은 먼저 경기 상승기에 저유가로 정유/화학 업체들의 이익이 증가했다. 돈을 번 정유/화학업체는 Capa를 늘리는 작업을 시작했다. 산업 플랜트 발주가 늘어나면, Captive 성격의 발전 플랜트도 증가한다. 경기가 조금 더 돌면 제품/원자재 수요가 늘어나면서 운임이 상승하고, 조선 발주도 증가한다. 마지막 Cycle에서는 해양과 신재생 프로젝트를 맞이하게 된다. 결론적으로 현재 Cycle에서는 정유/화학업체의 이익 증가가 사실 상 Cycle의 시작을 알리기는 했다는 판단이다. 시클리컬 매출액 성장률은 19년까지 둔화, 20년부터 개선된다.

2019년 3월부터 현재까지 (1) 미중 무역협상(5월 2천억달러 관세율 10%에서 25%로 인상, 6월 무역협상, 8월 3천억달러 관세 부과 언급), (2) 일본의 한국 백색국가 제외, (3) 미국 금리 인하 등의 이벤트가 있었다. 주가 수익률을 살펴보자. KBR, Technip과 같은 엔지니어링 주식 수익률이 선방했다. 이는 플랜트 발주 증가에 기인한다는 판단이다. 그리고 철광석 가격 상승으로 광산주, BDI 상승으로 팬오션 등의 주가 수익률이 괜찮았다. 그러나 여전히 대부분 시클리컬 주식의 수익률은 부진했다.

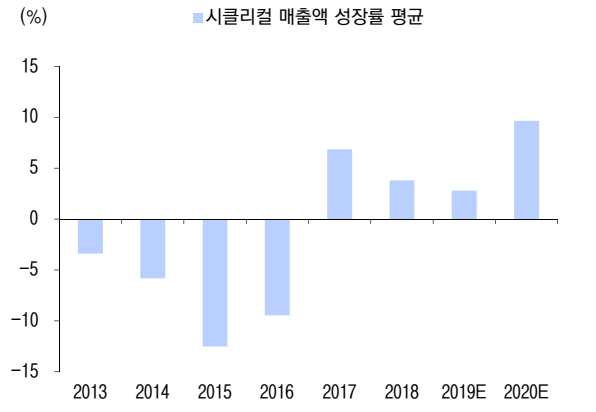
과거의 Cycle을 돌이켜 보며

과거_ 돌이켜 보면 방향은 명확했다 vs 현재_ 방향을 잃은 것일까

투자 상품은 크게 채권, 부동산, 원자재, 주식이 있다. 가장 훌륭한 투자 상품은 무엇일까? 싼 것일 수도 있고, 가치가 있는 것일 수도 있다. 변하지 않는 진리는 가격, 수익률, 이익 등 성장이 꼭 나오는 상품에 돈이 쏠린다는 것이다. 2008년 시기를 돌이켜 보면 2007년 말 원자재는 더 이상 상승할 수 없다는 전망이 대부분이었다. 그렇지 않았다. 2008년 유가는 폭등했다. 2012년 시기를 돌이켜 보면 부동산이 더 이상 수익 상품이 될 수 없다고 사람들은 주장했다. 소득 상승 및 인구 증가가 어려운 상황에서 부동산은 오를 수 없다는 원칙 때문이었다. 하지만 결론적으로 부동산은 매우 인기 있는 상품이 되었다. 만약 2013년에 부동산 Gap 투자를 했다면, 상당한 수익을 거두었을 것이다. 이제 와서 돌이켜보면 과거의 Cycle은 방향성이 명확했다. <그림 3>을 참조하자.

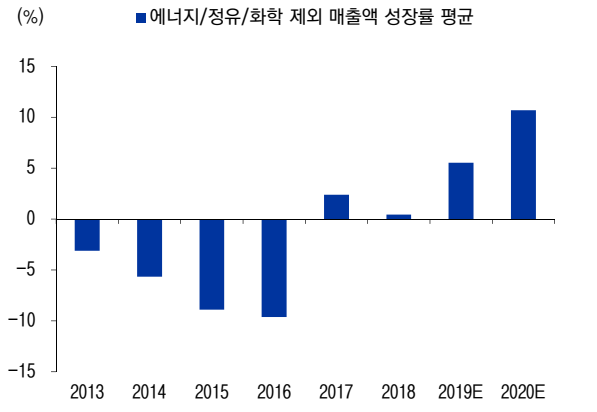
현재 마땅한 투자 상품이 없어 보인다. 비트코인과 같은 대체상품에 돈이 쏠리기는 한다. 주식은 하락 추세를 이어가고 있고, 뉴스 한마디에 크게 반응하는 변동성이 큰 시장이 되었다. 현재 부동산은 더 이상 반응하지 않고 있다(물론 앞으로 반응할 수도 있겠지만). 더 이상 부동산은 수익률이 과거만큼 높은 상품(투자 매력이 높지 않은)이 아니기 때문일 수도 있겠다. 2016~2017년 원자재, 특히 석유가 새로운 투자 기회가 될 수 있을 것으로 예상했다. 결과는 맞기도 하고(무역전쟁 이전까지) 틀리기도 하다. 현재 사람들은 원자재의 지난 고점은 돌파하지 못할 것이라고 말한다. 물론 현재는 가능성이 희박해 보인다. 금리를 인하할 만큼 경기가 더 악화 되었기 때문이겠다. 하지만 앞으로 그 많은 돈은 어디로 흘러 들어갈까? 이대로 영영 묶여있기만 할까? 2008년에 부동산은 고점을 돌파하지 못한다 라고 생각하지 않았을까? 너무나 빠른 시기에 너무나 많은 돈이 이성을 잃고 부동산으로 흘러 들어가며, 오버슈팅을 낸 것을 상기하자.

그림1 시클리컬 매출액 성장률 평균



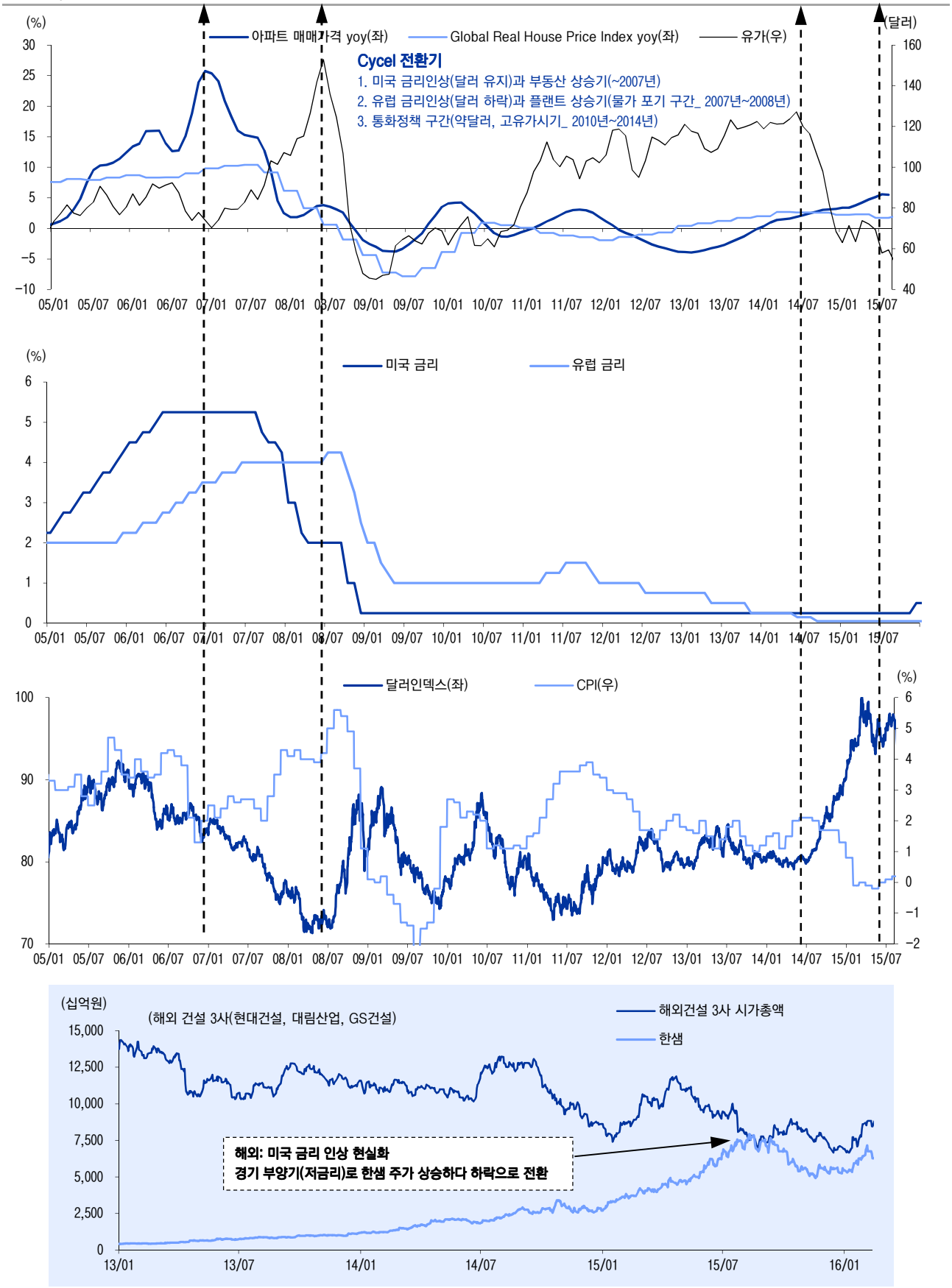
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 에너지/정유/화학 제외 매출액 성장률 평균



자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 Cycle 전환은 생각보다 빠르다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2013년부터 2015년 7월까지 – 부동산/건자재, 화학섹터 수익률 우수

2013년부터 2015년까지 (1) 저금리, (2) 고유가에서 저유가로의 전환, (3) 2014년부터 일본과 유럽의 양적 완화와 달러 약세, (4) 미국 금리 인상 언급 이벤트가 있었다. 주가 수익률을 살펴보자. 대부분의 Cyclical 주식의 수익률은 마이너스를 기록했다. 저금리 시대에 부동산/건자재 관련주의 수익률은 미국 금리 인상 언급이 있기 전까지 우수했다. 2013년 대규모 조선 발주가 있었다. 2014년 유가 하락 이전까지는 시클리컬 수익률은 견조했다. 유가 하락 이후 시클리컬 관련주의 수익률은 부진했다. 유가 하락으로 인한 스프레드 개선으로 화학 관련주의 수익률은 지속 우수했다.

표1 2013년부터 2015년 7월까지의 주가 수익률(단위:%) – 부동산에 국한

사명	섹터	수요	13년~15년7월
한샘	부동산	Good	1,536.92
Vestas	풍력	Good	1,079.95
대한유화	화학	Good	252.13
마이크론	반도체	Good	191.96
LG하우시스	부동산	Good	128.85
KCC	부동산	Good	71.11
Maersk	해운	Gentle	62.18
SK하이닉스	반도체	Good	45.00
Equinor	에너지	Gentle	13.80
롯데케미칼	화학	Good	7.24
BP	에너지	Gentle	5.97
GCL Poly	태양광	Gentle	0.64
세진중공업	조선 기자재	Bad	n.a
한국카본	LNG 기자재	Bad	-3.63
캐터필러	굴삭기	Bad	-5.68
Chiyoda	엔지니어링	Bad	-15.03
태웅	종합 기자재	Bad	-15.53
BHP빌리턴	광산	Gentle	-16.07
Keppel	해양	Bad	-19.82
삼성전자	반도체	Gentle	-20.10
리오틴토	광산	Gentle	-22.04
Technip	엔지니어링	Bad	-23.51
S-Oil	정유	Gentle	-37.48
Sembcorp	해양	Bad	-38.02
KBR	엔지니어링	Bad	-39.59
포스코	철강	Bad	-40.13
OCI	태양광	Gentle	-41.24
성광벤드	플랜트 기자재	Bad	-56.84
현대중공업	조선	Bad	-59.60
삼성중공업	조선	Bad	-63.28
Transocean	드릴러	Bad	-65.26
삼성엔지니어링	엔지니어링	Bad	-82.36
팬오션	해운	Bad	-96.32

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2016년부터 2017년 11월까지 – Cyclical 수익률 우수

2016년부터 2017년까지 (1) 5번의 미국 금리 인상, (2) 물가 상승, (3) 유가의 점진적 상승, (4) 트럼프 당선 이벤트가 있었다. 주가 수익률을 살펴보자. 부동산/건자재 관련주의 수익률과 일부 Cyclical 주식을 제외하면 대부분 수익률이 우수했다. 경기 개선과 중국 굴삭기 판매량 호조세로 캐터필러, 여전히 중유가로 인한 스프레드 개선 수혜로 화학주, 경기 개선으로 인한 정제마진 상승으로 정유주, 철강 수요 증가로 인한 철강주, 해운, 조선, 엔지니어링까지 시클리컬 대부분 주식의 수익률은 우수했다.

표2 2016년부터 2017년 11월까지의 주가 수익률(단위:%) – 시클리컬 전반으로 확산

사명	섹터	수요	16년~17년11월
마이크론	반도체	Good	199.36
SK하이닉스	반도체	Good	153.08
캐터필러	굴삭기	Good	122.80
포스코	철강	Good	111.24
삼성전자	반도체	Good	106.72
리오틴토	광산	Good	96.60
현대중공업	조선	Gentle	77.15
S-Oil	정유	Good	64.42
OCI	태양광	Good	62.84
BHP빌리턴	광산	Good	62.63
BP	에너지	Good	59.28
Equinor	에너지	Good	49.65
팬오션	해운	Gentle	49.05
롯데케미칼	화학	Good	48.70
대한유화	화학	Good	43.10
Maersk	해운	Gentle	31.34
Keppel	해양	Bad	27.31
삼성중공업	조선	Gentle	26.90
KBR	엔지니어링	Bad	14.92
성광벤드	플랜트 기자재	Bad	14.56
Sembcorp	해양	Bad	9.43
GCL Poly	태양광	Good	8.62
태웅	종합 기자재	Gentle	8.13
세진중공업	조선 기자재	Gentle	-0.75
Technip	엔지니어링	Bad	-0.79
KCC	부동산	Bad	-5.15
삼성엔지니어링	엔지니어링	Bad	-9.97
한국카본	LNG 기자재	Bad	-10.57
Vestas	풍력	Good	-14.62
Transocean	드릴러	Bad	-18.09
Chiyoda	플랜트	Bad	-18.66
한샘	부동산	Bad	-20.28
LG하우시스	부동산	Bad	-34.21

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2018년 3월부터 2019년 2월까지 – Cyclical 수익률 부진

2018년부터 2019년까지 (1) 트럼프 당선 이후 무역 전쟁 시작(3월 22일 중국산 수입품 500억달러에 관세 부과, 4월 추가 품목 관세 부과, 5월 무역 협상했으나 첨단기술 품목 25% 고율 관세부과, 6월 무역협상과 2천억달러 부과 경고, 7월 마이크론 중국 내 판매 금지, 8월 2천억달러 10% 관세부과와 중국 600억달러 미국 관세 부과, 12월부터 2월까지 6번의 무역협상), (2) 경기 지표 악화, (3) 유가 하락 등의 이벤트가 있었다. Cyclical 주식 대부분의 수익률이 부진했다.

표3 2018 년 3 월부터 2019 년 2 월까지의 주가 수익률(단위:%) – 사이클이 깨짐

사명	섹터	공급	수요	18년3월~19년2월
BHP빌리턴	**광산**	**Flat**	**Gentle**	**35.90**
KBR	**엔지니어링**	**Down**	**Bad**	**31.68**
Vestas	**풍력**	**Flat**	**Gentle**	**26.01**
한국카본	**LNG 기자재**	**Down**	**Good**	**24.98**
삼성중공업	**조선**	**Down**	**Gentle**	**21.40**
BP	**에너지**	**Up**	**Gentle**	**19.33**
리오틴토	**광산**	**Flat**	**Gentle**	**17.57**
세진중공업	**조선 기자재**	**Down**	**Gentle**	**12.26**
Equinor	**에너지**	**Up**	**Gentle**	**11.57**
현대중공업	**조선**	**Down**	**Gentle**	**0.38**
삼성전자	반도체	Flat	Gentle	-1.10
삼성엔지니어링	엔지니어링	Down	Bad	-2.18
캐터필러	굴삭기	Flat	Gentle	-6.37
SK하이닉스	반도체	Flat	Gentle	-6.52
KCC	부동산	Up	Bad	-9.19
Maersk	해운	Flat	Bad	-10.79
Transocean	드릴러	Down	Bad	-12.71
마이크론	반도체	Flat	Gentle	-14.15
성광벤드	플랜트 기자재	Down	Bad	-14.67
Sembcorp	해양	Down	Bad	-17.42
S-Oil	정유	Up	Bad	-18.48
Keppel	해양	Down	Bad	-20.06
Technip	엔지니어링	Down	Bad	-21.48
LG하우시스	부동산	Up	Bad	-21.65
포스코	철강	Up	Bad	-24.56
팬오션	해운	Flat	Bad	-27.07
롯데케미칼	화학	Up	Bad	-27.94
OCI	태양광	Up	Bad	-33.80
한샘	부동산	Up	Bad	-38.82
대한유화	화학	Up	Bad	-42.57
GCL Poly	태양광	Up	Bad	-43.80
태웅	종합 기자재	Down	Bad	-50.35
Chiyoda	엔지니어링	Down	Bad	-70.03

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 3월부터 현재까지 – 엔지니어링, 광산 섹터 선방

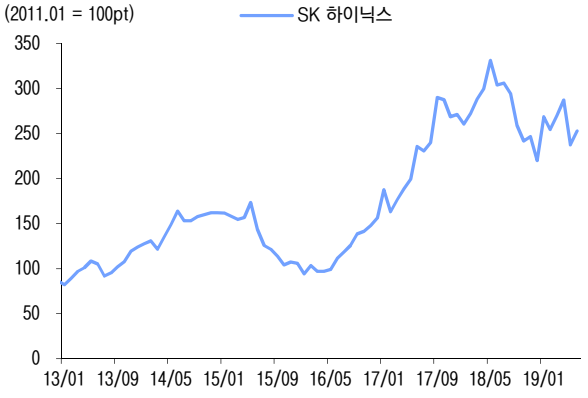
2019 년 3 월부터 현재까지 (1) 미중 무역협상(5 월 2 천억달러 관세율 10%에서 25%로 인상, 6 월 무역협상, 8 월 3 천억달러 관세 부과 언급), (2) 일본의 한국 백색국가 제외, (3) 미국 금리 인하 등의 이벤트가 있었다. 주가 수익률을 살펴보자. KBR, Technip 과 같은 엔지니어링 주식 수익률이 선방했다. 이는 플랜트 발주 증가에 기인한다는 판단이다. 그리고 철광석 가격 상승으로 광산주, BDI 상승으로 팬오션 등의 주가 수익률이 괜찮았다. 그러나 여전히 대부분 시클리컬 주식의 수익률은 부진했다. 이는 경기지표 악화 때문이다. 수요 둔화로 제품 가격 상승이 제한적이라 대부분의 스프레드가 하락했다.

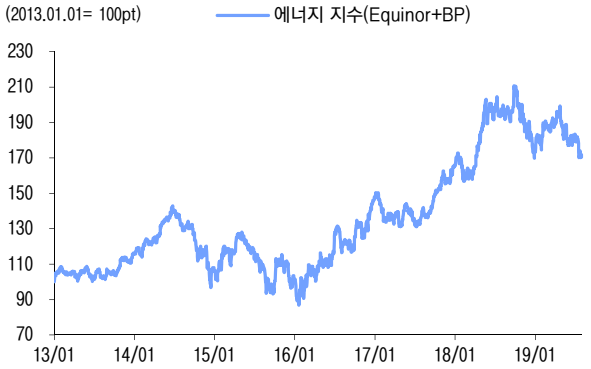
표4 2019 년 3 월부터 현재까지의 주가 수익률(단위:%) – 최근 엔지니어링 약진

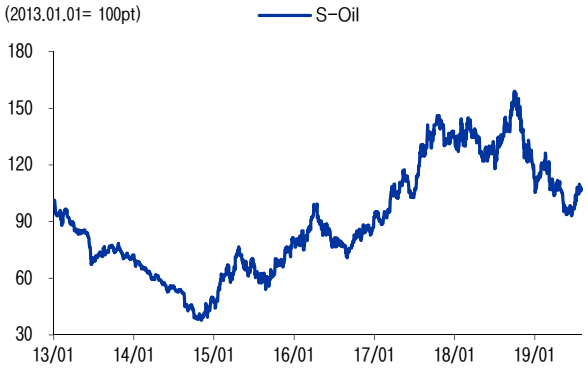
사명	섹터	공급	수요	19년3월~현재
KBR	엔지니어링	Down	Gentle	33.85
Technip	엔지니어링	Down	Gentle	26.49
리오틴토	광산	Flat	Gentle	16.89
마이크론	반도체	Flat	Gentle	14.14
SK하이닉스	반도체	Flat	Gentle	12.71
Chiyoda	엔지니어링	Down	Gentle	12.50
BHP빌리턴	광산	Flat	Gentle	12.15
팬오션	해운	Flat	Gentle	10.52
Keppel	해양	Down	Bad	9.55
삼성전자	반도체	Flat	Gentle	4.03
Vestas	풍력	Flat	Gentle	3.55
BP	에너지	Up	Gentle	3.46
삼성엔지니어링	플랜트	Down	Gentle	2.87
세진중공업	조선 기자재	Down	Gentle	2.41
Maersk	해운	Flat	Bad	0.93
캐터필러	굴삭기	Flat	Bad	-1.95
S-Oil	정유	Up	Bad	-6.80
한국카본	LNG 기자재	Down	Gentle	-8.68
LG하우시스	부동산	Up	Bad	-9.15
성광벤드	플랜트 기자재	Down	Bad	-10.00
포스코	철강	Up	Bad	-11.51
태웅	종합 기자재	Down	Bad	-14.60
Equinor	에너지	Up	Gentle	-18.01
현대중공업	조선	Down	Bad	-19.39
Sembcorp	해양	Down	Bad	-20.00
삼성중공업	조선	Down	Bad	-24.13
KCC	부동산	Up	Bad	-25.56
롯데케미칼	화학	Up	Bad	-27.43
Transocean	드릴러	Down	Bad	-28.47
OCI	태양광	Up	Bad	-29.63
대한유화	화학	Up	Bad	-30.29
GCL Poly	태양광	Up	Bad	-31.34
한샘	부동산	Up	Bad	-32.18

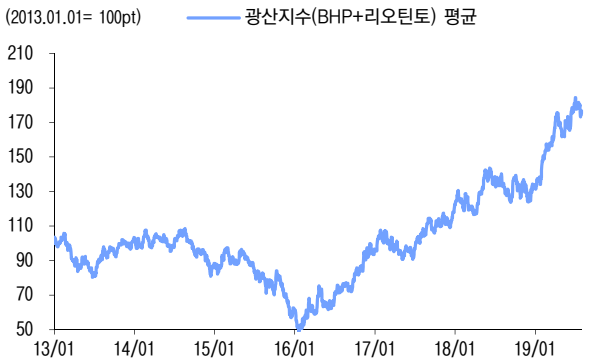
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 주가 추이(하늘색 차트의 주가 최근 선방)





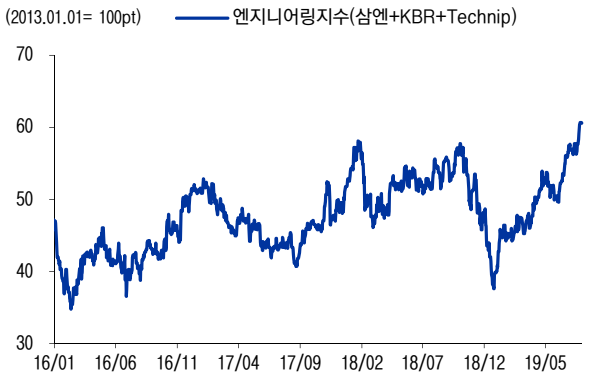


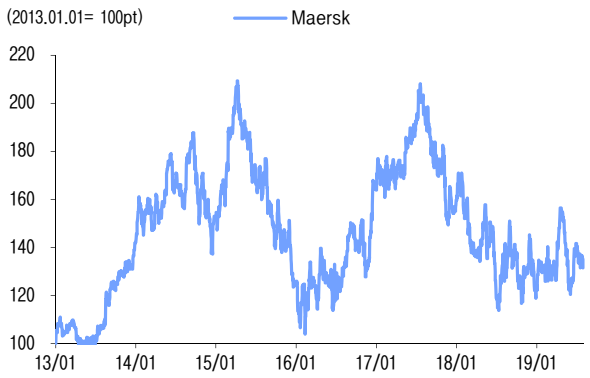


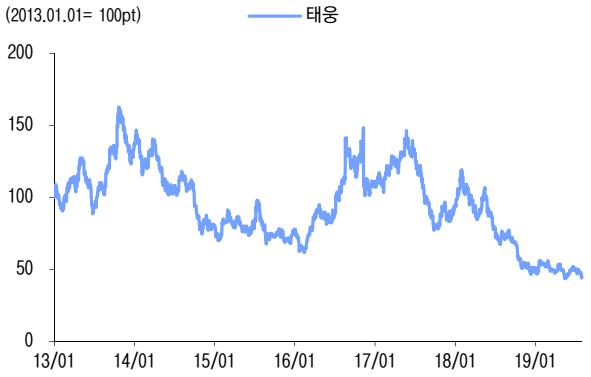
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 주가 추이(하늘색 차트의 주가 최근 선방)



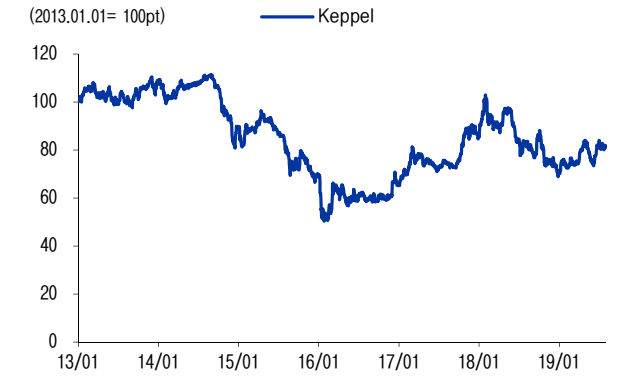


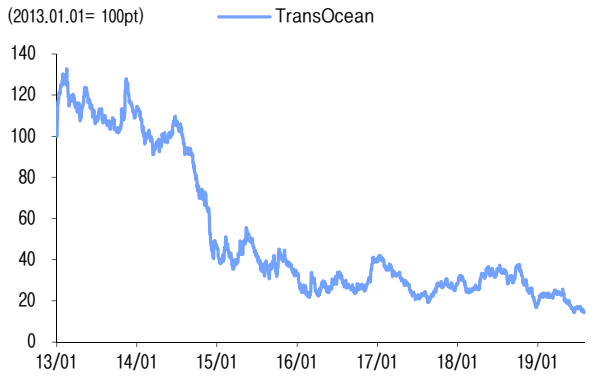


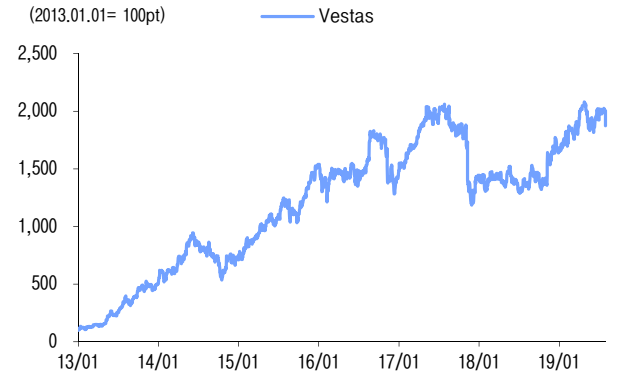
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

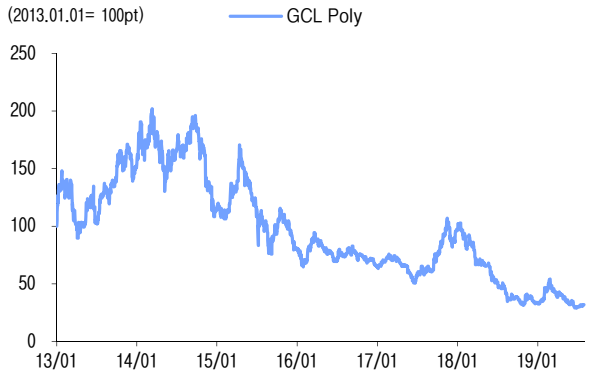
그림8 주가 추이(하늘색 차트의 주가 최근 선방)







자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그러나 방향성 미약하게나마 나타나고 있다

지난 과거 금리 Cycle에서는 폭발적인 수요가 발생하여 동시다발적으로 주가는 상승했다. 보통 Cycle은 업종(정유/화학, 플랜트, 조선, 해양/신재생)이 다르기 때문에 바닥에서 올라올 때 Trend가 보이지 않는다. 또한 이번 Cycle에서는 금리가 방향성을 잃었다. 이로 인해 Cycle Trend가 미약하게 나타나고 있다. 현재 Cycle은 먼저 경기 상승기에 저유가로 정유/화학 업체들의 이익이 증가했다. 돈을 번 정유/화학업체는 Capa를 늘리는 작업을 시작했다. 산업 플랜트 발주가 늘어나면, Captive 성격의 발전 플랜트도 증가한다. 경기가 조금 더 돌면 제품/원자재 수요가 늘어나면서 운임이 상승하고, 조선 발주도 증가한다. 마지막 Cycle에서는 해양과 신재생 프로젝트를 맞이하게 된다. 결론적으로 현재 Cycle에서는 정유/화학업체의 이익 증가가 사실 상 Cycle의 시작을 알리기는 했다는 판단이다. 시클리컬 매출액 성장률은 19년까지 둔화, 20년부터 개선된다.

표5 매출액 증가율 – 음영 17년 16개, 18년 16개, 19년 15개, 20년 26개

섹터	사명	매출액 증가율(%)							
		13	14	15	16	17	18	19E	20E
부동산	한샘	28.56	31.59	29.09	13.10	6.61	-6.50	-11.01	5.38
반도체	하이닉스	39.39	20.90	9.77	-8.51	75.08	34.33	-39.96	8.64
에너지	Equinor	-12.45	-1.59	-23.32	-20.95	33.45	28.84	-10.84	7.69
	BP	0.90	-6.74	-36.96	-17.89	31.26	24.37	-5.10	0.83
정유	S-Oil	-10.27	-8.35	-37.35	-8.77	28.00	21.88	-11.23	5.30
화학	롯데케미칼	3.37	-9.61	-21.17	12.89	20.05	4.22	-10.74	6.27
	대한유화	-5.61	4.45	-15.90	-7.56	11.47	43.53	-19.40	13.18
철강	포스코	-2.73	5.23	-10.61	-8.78	14.26	7.13	-4.90	2.35
광산	BHP빌리턴	-8.69	-13.94	-21.36	-36.00	26.49	19.36	1.89	5.25
	리오틴토	0.45	-6.85	-26.93	-3.01	18.50	1.23	7.66	-4.10
건설기계	캐터필러	-15.51	-0.85	-14.81	-18.03	17.97	20.37	3.13	1.31
해운(컨선)	머스크	-4.34	0.39	-15.26	-32.36	13.49	26.93	2.28	6.73
해운(벌크)	팬오션	-50.33	-38.85	10.56	3.01	24.67	14.22	-9.00	12.58
조선	한국조선해양	-1.43	-2.59	-12.26	-51.85	-30.63	-15.19	3.36	15.57
조선기자재	삼성중공업	2.38	-13.18	-24.57	7.20	-24.13	-33.36	21.94	13.93
가스기자재	세진중공업	-	-	-20.18	-5.71	-41.09	-13.33	27.57	23.03
플랜트기자재	한국카본	47.49	-4.06	4.97	6.22	-7.21	-5.17	3.06	39.04
단조	성광벤드	7.34	-27.64	-14.42	-18.74	-28.22	16.58	9.87	11.13
엔지니어링	태웅	-2.70	0.34	-11.23	-11.87	-5.47	-4.87		
엔지니어링	삼성엔지니어링	-14.28	-9.13	-27.72	8.82	-21.02	-1.02	6.99	11.90
	KBR	-8.93	-11.75	-19.95	-16.25	-2.27	17.79	12.95	9.65
	Technip	15.85	11.46	44.44	-19.81	63.67	-16.63	6.42	10.85
	chiyoda	56.64	11.84	7.81	27.15	-1.28	-15.38	24.29	6.45
해양	Sembcorp	24.73	5.55	-14.82	-28.65	-14.39	61.06	-44.11	11.25
	Keppel	-11.36	7.29	-22.47	-34.28	-11.87	0.02	12.56	14.10
풍력	Vestas	-15.69	13.58	21.90	21.54	-2.77	1.82	10.05	5.70
태양광	OCI	-8.17	-18.10	-4.91	19.02	32.57	-14.30	-14.34	10.60
	GCL Poly	14.24	6.36	-4.83	7.52	8.04	-13.57	-1.99	2.73

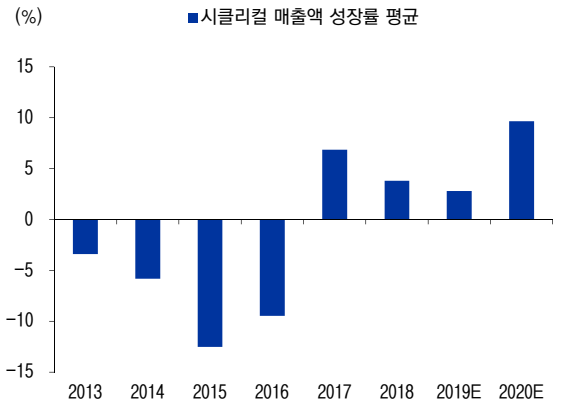
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주) 음영은 플러스 증가율

표6 영업이익 증가율과 주가 수익률 – 음영 17년 16개, 18년 10개, 19년 7개, 20년 20개

섹터	사명	영업이익 증가율(%)								주가 수익률(%)		
		13	14	15	16	17	18	19E	20E	13년~15년 7월	16년~17년 11월	18년 3월~19년 7월
부동산	한샘	68.93	38.32	32.91	8.76	-11.94	-60.13	46.58	23.25	1,536.92	-20.28	-50.26
반도체	하이닉스	(흑전)	51.18	4.44	-38.59	318.75	51.91	-84.70	74.65	45.00	153.08	-10.93
에너지	Equinor	-24.16	-29.34	-86.16	(적전)	(흑전)	46.11	-14.91	15.34	13.80	49.65	-1.00
	BP	96.39	-92.10	(적전)	71.99	(흑전)	135.37	42.34	9.49	5.97	59.28	24.91
정유	S-Oil	-53.18	(적전)	(흑전)	97.76	-15.07	-53.44	49.46	52.67	-37.48	64.42	-31.44
화학	롯데케미칼	31.12	-28.00	359.10	57.92	15.15	-32.85	-32.40	20.79	7.24	48.70	-41.95
철강	포스코	-17.98	7.26	-25.00	18.02	62.49	19.92	-20.58	4.25	-40.13	111.24	-29.17
광산	BHP빌리턴	-16.31	10.52	-64.68	-37.73	160.46	27.97	9.62	12.45	-16.07	62.63	53.73
건설기계	캐터필러	-34.35	-41.12	14.21	-69.30	283.82	85.94	12.36	0.92	-5.68	122.80	-8.29
해운(컨선)	머스크	-6.25	-20.00	-70.82	-89.43	294.71	-67.21	505.79	46.20	62.18	31.34	-8.17
해운(벌크)	팬오션	-8.09	(흑전)	6.21	-26.80	18.51	2.49	-3.57	20.76	-96.32	49.05	-25.46
조선	한국조선해양	-60.01	(적전)	(적지)	(흑전)	-96.26	(적전)	(흑전)	359.48	-59.60	77.15	-7.25
	삼성중공업	-24.17	-79.98	(적전)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(흑전)	-63.28	26.90	8.68
조선기자재	세진중공업			6.27	-44.23	-63.85	17.47	99.16	50.00	-	-0.75	31.67
가스기자재	한국카본	122.81	-11.71	9.78	5.33	-81.87	26.64	166.65	71.50	-3.63	-10.57	42.90
플랜트기자재	성광벤드	18.45	-40.55	-57.62	-87.28	(적전)	(적지)	(흑전)	238.18	-56.84	14.56	-13.44
단조	태웅	-1.16	-18.28	-26.70	112.46	(적전)	(적지)			-15.53	8.13	-53.12
엔지니어링	삼엔	(적전)	(흑전)	(적전)	(흑전)	-32.83	337.41	68.66	8.39	-82.36	-9.97	7.17
	KBR	3.01	(적전)	(흑전)	-90.97	850.00	76.69	-20.67	13.72	-39.59	14.92	64.16
	Technip	19.93	45.94	-84.46	167.14	111.67	(적전)	(흑전)	2.49	-23.51	-0.79	-11.06
해양	Sembcorp	6.19	16.12	(적전)	(흑전)	22.45	(적전)	(흑전)	85.51	-38.02	9.43	-28.05
	Keppel	-20.60	12.81	-36.29	-49.34	3.52	36.45	-9.86	15.23	-19.82	27.31	-13.13
풍력	Vestas	(흑전)	495.10	49.26	56.84	-13.44	-25.12	7.45	17.07	1,079.95	-14.62	39.06
태양광	Daqo	7.77	(흑전)	-18.14	149.57	100.27	-37.84	(적전)	(흑전)	120.58	227.81	-16.36
	OCI	(적전)	(적지)	(적지)	(흑전)	134.40	-44.22	(적전)	(흑전)	-41.24	62.84	-43.49
	GCL Poly	1,037.46	170.70	51.81	-1.16	-1.06	-45.86	15.29	20.97	0.64	8.62	-64.88

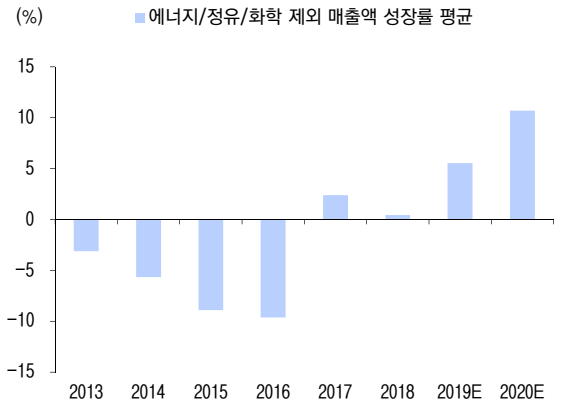
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주1) 영업이익 증가율 음영은 영업이익 증가을 표시, 감익 이후 증가율이 높지 않으면 표시 안함
주2) 주가 수익률 음영은 플러스일 경우 표시

그림10 시클리컬 매출액 성장률 평균



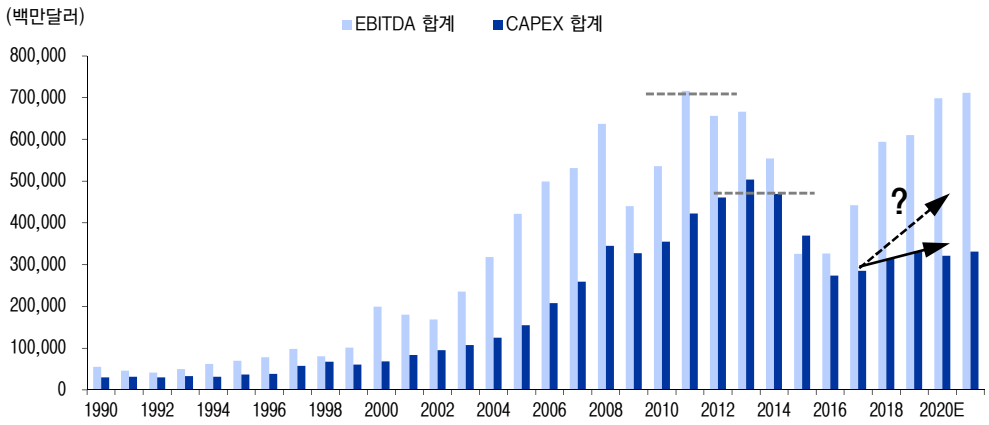
자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 에너지/정유/화학 제외 매출액 성장률 평균



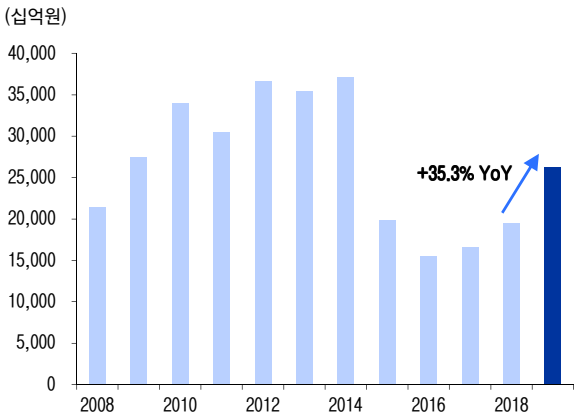
자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 EBITDA, CAPEX 의 Lagging 이 사이클을 만든다



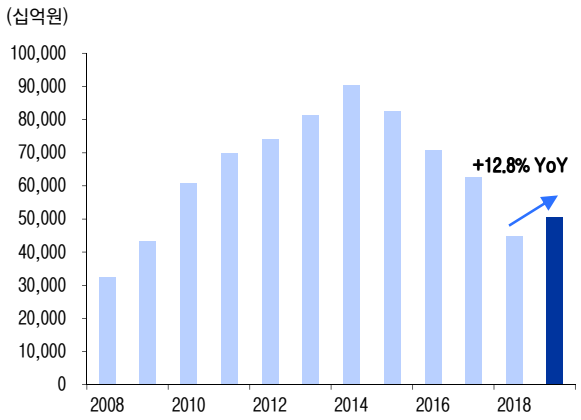
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 시가총액 상위 30개 기준 에너지 업체들의 합산 값

그림13 대형 건설사 해외 수주 추이 및 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 전망치는 각 사별 수주 가이던스를 반영

그림14 대형 건설사 해외 수주잔고 추이 및 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 전망치는 각 사별 수주 가이던스 및 이베스트투자증권 매출 추정치 반영
현대건설, 대림산업의 이란 수주잔고 제거가 없었더라면 2018년 이미 회복

Part II

기자재 探訪記

시장이 턴한다면 살아남은 者 수혜는 커질 것이다!

기업의 명운은 Cycle에 의존한다. Cycle에 구애 받지 않는 위대한 기업이 생겨나긴 하지만 대부분의 기업은 Cycle에 따라 움직인다. 상대적으로 소외를 받고 있는 기자재 업종 탐방을 다녀왔다. 변화를 살피기 위함이다.

우리는 부동산 상승 Cycle에서 부동산/건자재 섹터의 상승을 경험했다. 주가 상승의 주요 포인트는 (1) 새로운 비즈니스 장착, (2) 구조조정을 통한 M/S 확대와 이익률 상승, (3) 선행지표 상승에 따른 벨류에이션 리레이팅이었다.

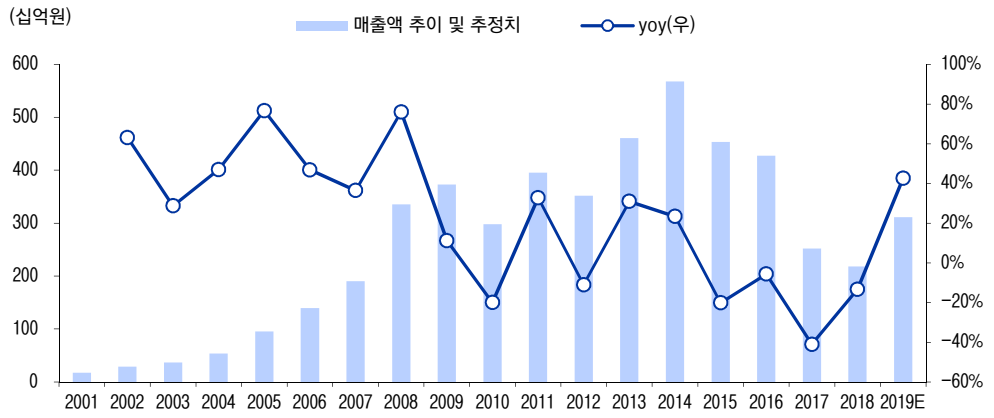
우리가 탐방을 다녀온 기업들의 공통점은 예상과는 달리 매출 및 수주에서 바닥을 탈피했다는 것이다. 또한 그들이 속해 있는 사업군에서 유일하게 살아남았고, 현금 여력이 충분했고, 매출 및 수주에서 바닥을 확인하고 증가 추세에 있었으며, 시장이 턴하여 Q가 조금 더 증가하면 영업 레버리지를 확대할 수 있는 상황이었다. 글로벌 경쟁력 또한 충분하여 살아남은 者들의 잔치는 충분히 가능해 보였다.

기자재 探訪記_ 시장이 턴한다면 살아남은 者 수혜는 커질 것이다!

세진중공업 – 살아남은 조선/플랜트/풍력 기자재 계속 좋아진다

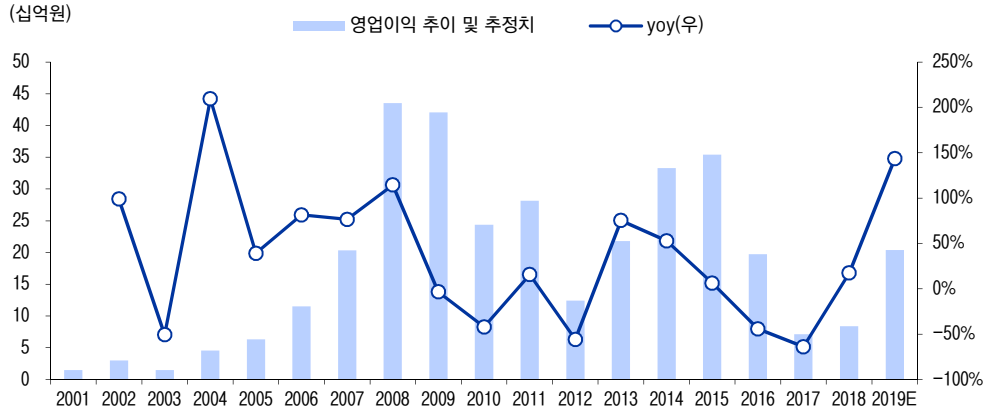
이미 매출 증가는 시작되었다. 1분기부터 이익은 서프라이즈를 시현했고, 앞으로도 가능할 전망이다. 2019년 매출액은 3,000억원을 상회할 것으로 예상한다. 이익률도 고정비 감소, 매출 증대, P-Mix 개선으로 상승 추세가 유지되겠다. 탱크 부문은 LPG 외 LNG까지도 제품군을 확대하고 있고, 수주가 목전에 있다. 3분기 고객사 LPG선 수주 증가가 예상된다. 또한 비즈니스 영역을 플랜트모듈까지 확대하여 시장에 알려진 LG화학, S-Oil 외에도 다양한 프로젝트에 입찰 참여 중이다. 해상풍력 기자재 MOU도 Final Stage에 있어 체결이 가시화 되고 있다.

그림15 세진중공업 매출액 및 yoy 추이



자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 세진중공업 영업이익 및 yoy 추이



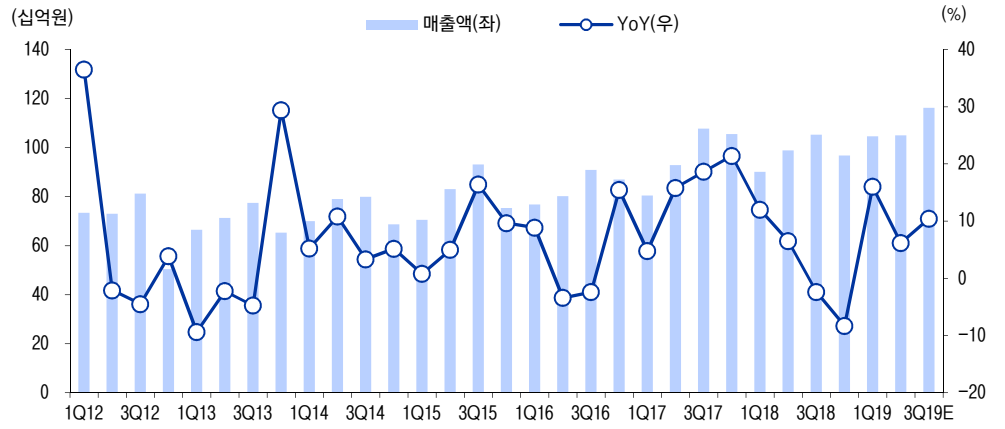
자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

와이지-원 – 매출 성장 예상

2분기부터 매출은 예상 외 호조를 보일 전망이다. 하반기도 견조한 흐름을 이어나갈 것이다. 2019년 매출액은 4,300억원 수준을 예상한다. 다만 영업이익률 개선은 시간이 소요되겠다. 그래도 2분기부터 적정 인원으로 회귀하고 있어 인건비 상승은 끝났다. 본래 두 자릿수 마진이 적정하다. 현재 미국, 일본 매출이 급격하게 증가하고 있다. 유럽은 일부 성장 중이지만 성장폭은 줄어들었다. 중국은 좋지 않고 내수도 성장이 없다.

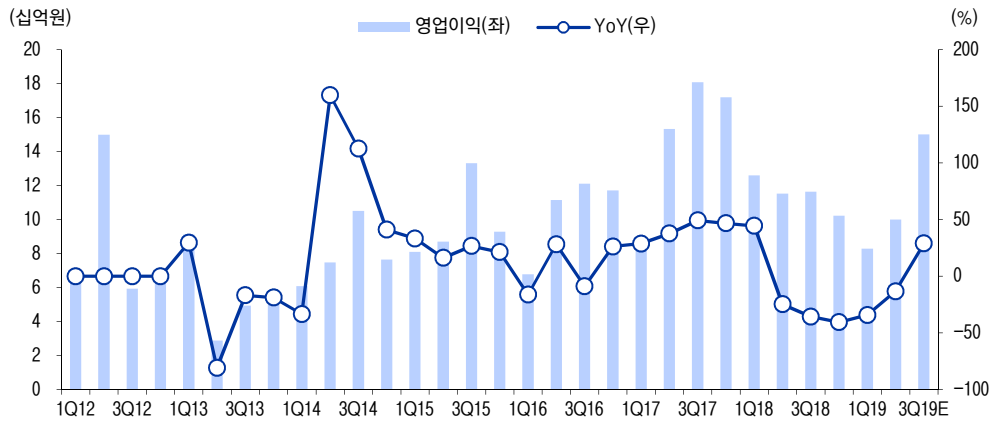
동사는 End Mill 부문 세계 1위, Tap 세계 3위, Drill 세계 6위 업체로 세계적인 절삭공구 전문기업이다. 절삭공구는 제품 형태에 따라 Solid와 Insert 타입으로 구분된다. 동사는 Soild로 비즈니스를 시작하고 Insert 스탠다드 초기 단계에 진입했다. Insert는 아직은 투자 대비 매출이 크지 않고, 시행 초기에 오는 혼선으로 적자 상태다. 제품 특성상 경기에 연동된다. 동사는 시장 M/S를 늘려가고 있다.

그림17 와이지-원 매출액 및 yoy 추이



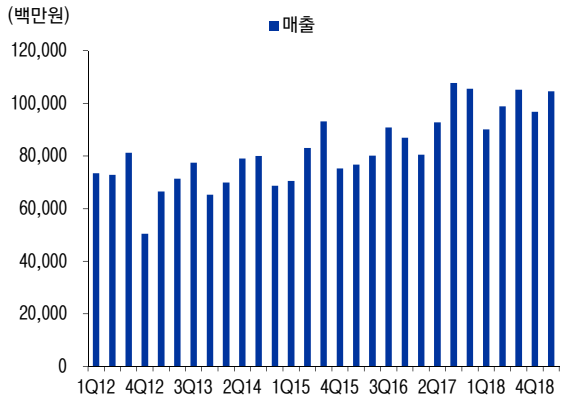
자료: 와이지-원, 이베스트투자증권 리서치센터

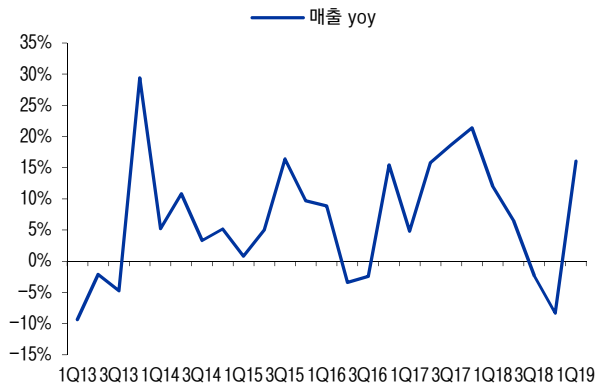
그림18 와이지-원 영업이익 및 yoy 추이

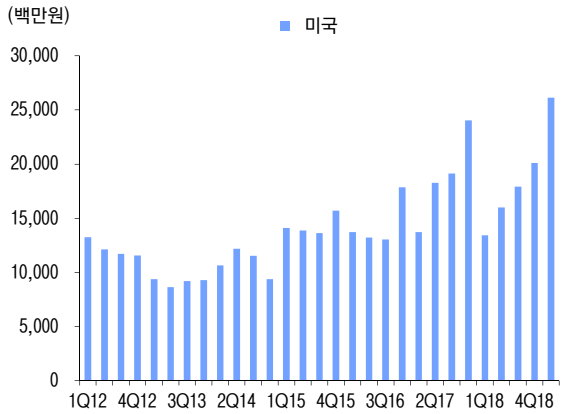


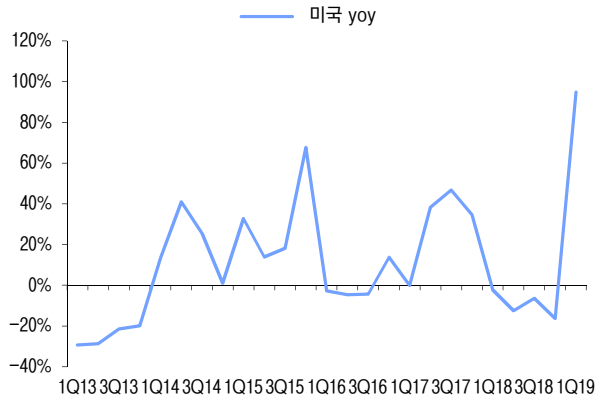
자료: 와이지-원, 이베스트투자증권 리서치센터

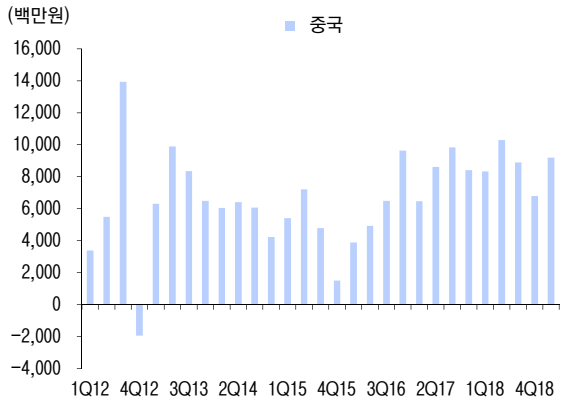
그림19 와이지-원 매출 및 매출 yoy 추이

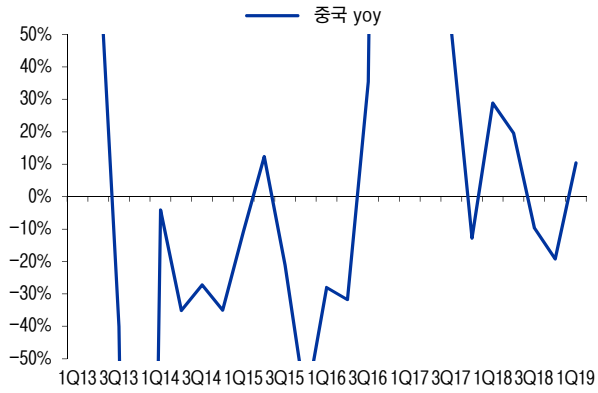


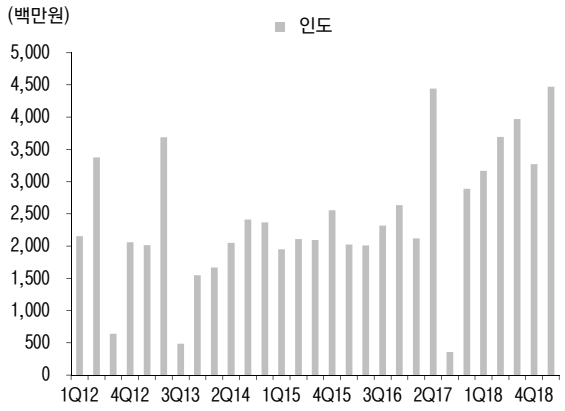


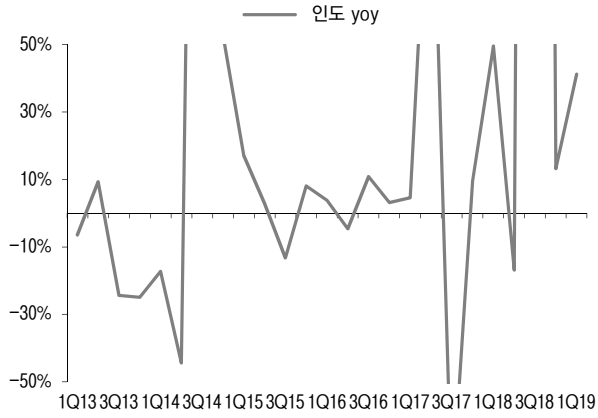












자료: 와이지-원, 이베스트투자증권 리서치센터

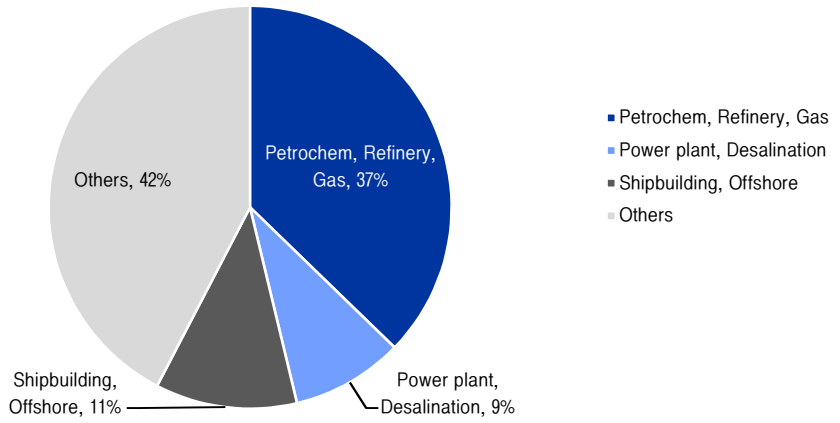
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

태광 – 바닥은 완전히 지났다

신규수주는 바닥을 탈피하고 증가했다. 올해부터 매출은 증가할 것이다. BEP는 낮아져 있다. 인원을 더 뽑고, 신규 설비도 장착했다. 구조조정은 끝났다. 제품가격 인상을 진행 중이다. 내년 매출은 최소 2,000억원을 돌파할 것이다.

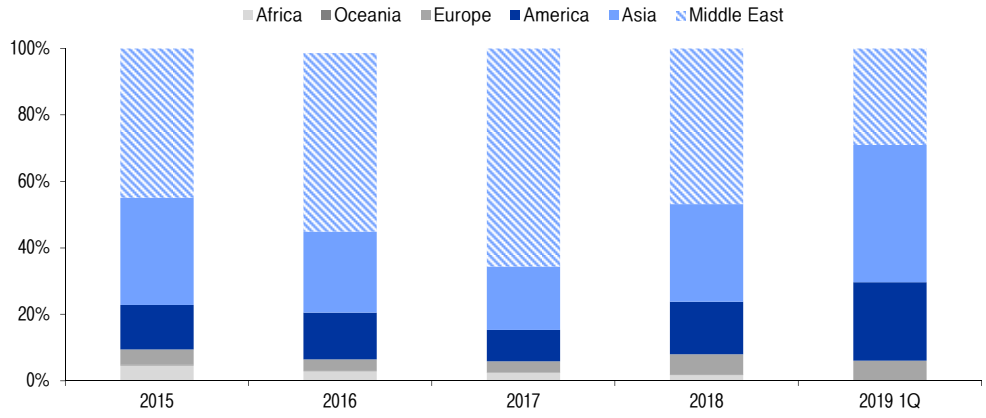
용접용 피팅제품의 발주 시점은 다음과 같다. 건설업체의 프로젝트 수주 후 완료까지 2~4년의 공기가 소요되고, 설계에 1년여가 소요되는 점을 감안하면, 피팅 발주는 평균적으로 전방 산업의 프로젝트 신규 수주 후 9~10개월의 시간이 소요된다. 납기가 대략 3~6개월이라는 점을 감안하면 매출인식 시점은 전방 산업 프로젝트 수주 후 평균 12~15개월이다. 용접용 피팅산업은 고객의 높은 기술 요구 수준과 고품질의 제조공정이 전제되어야 하고 대규모 설비를 확보하는 것이 어려워 진입장벽이 높다. 성광벤드/태광의 현재 수준 Capa로 신규 진입을 위해서는 부지, 장치, 설비 등 최소 5천억원 필요하다. 그리고 전세계 EPC업체로부터 벤더등록을 받아야 제품 수주가 가능하다. 결론적으로 소요 시간과 비용을 감안하면 신규 플레이어의 진입은 사실상 불가하다.

그림21 태광 산업별 매출 비중



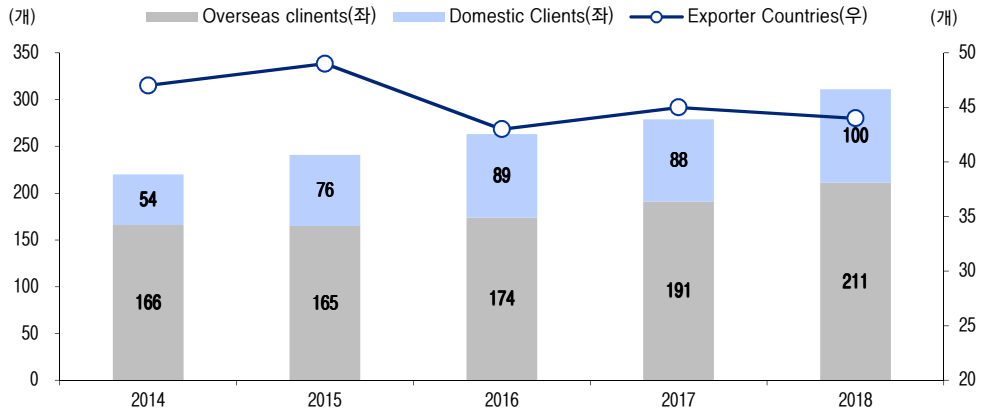
자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 태광 국가별 매출 비중



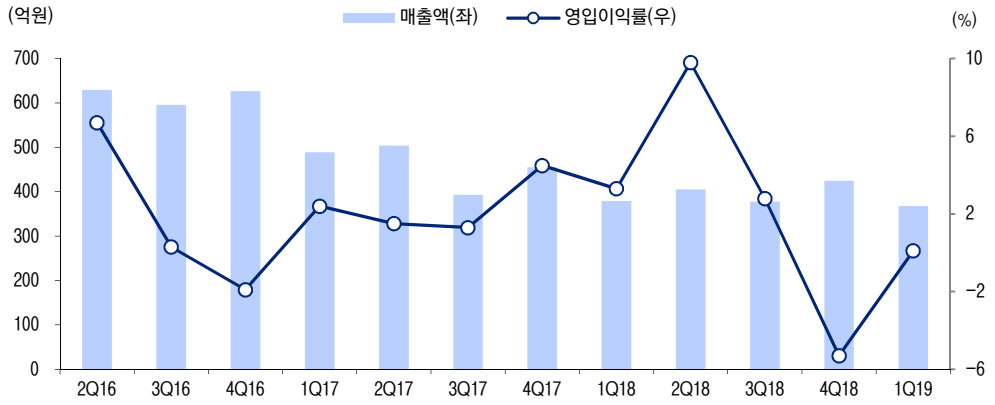
자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 태광 고객 추이



자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 태광 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

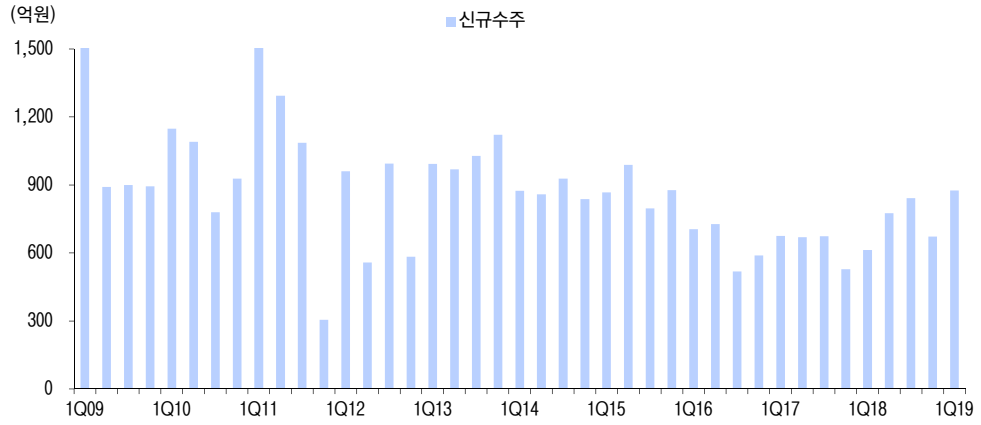
그림25 태광 분기별 수주 추이

자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

태웅 – 아직 이익 턴어라운드는 아니지만 수주는 증가

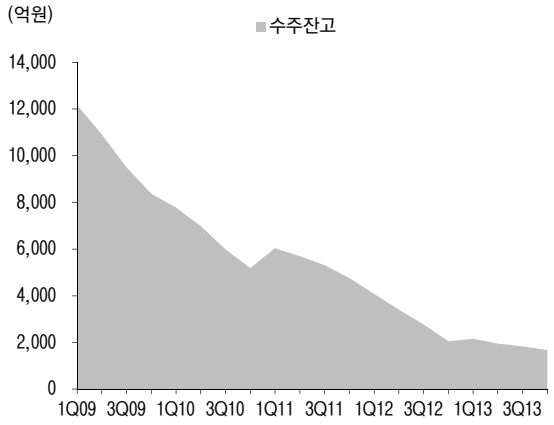
아직 이익 턴어라운드는 아니다. 원재료 가격은 상승했지만 제품 가격은 조금씩 인상 중이다. 스프레드는 좋지 못하다. 신규수주는 800억원을 넘어섰다. 산업기계와 Oil&Gas 부문 수주가 증가했다. 다른 부문은 턴어라운드 까지는 아니지만 조금씩 개선되고 있다. 풍력 부문에서 Flange 등 경쟁이 치열하여 기본적인 물량만 수주하고 있다. 2분기도 견조할 전망이고, 하반기도 추세는 이어지겠다. 수주잔고는 이미 바닥을 탈피했다. 적자폭은 축소 중이다. 매출 1,000억원을 넘어서면 흑자전환을 기대할 수 있다. 현재 전기로 수율은 우수하지만 물량 감소로 가동률은 50% 수준을 유지 중이다. 품질 안정 중이고 테스트 중인데 생각보다는 느리게 진행 중이다.

그림26 태웅 신규수주 추이



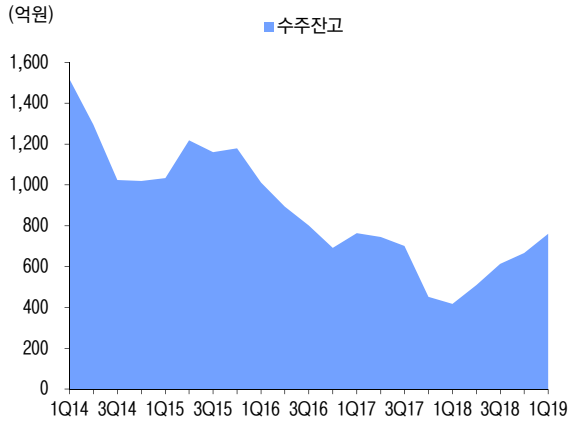
자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 태웅 과거 수주잔고 추이



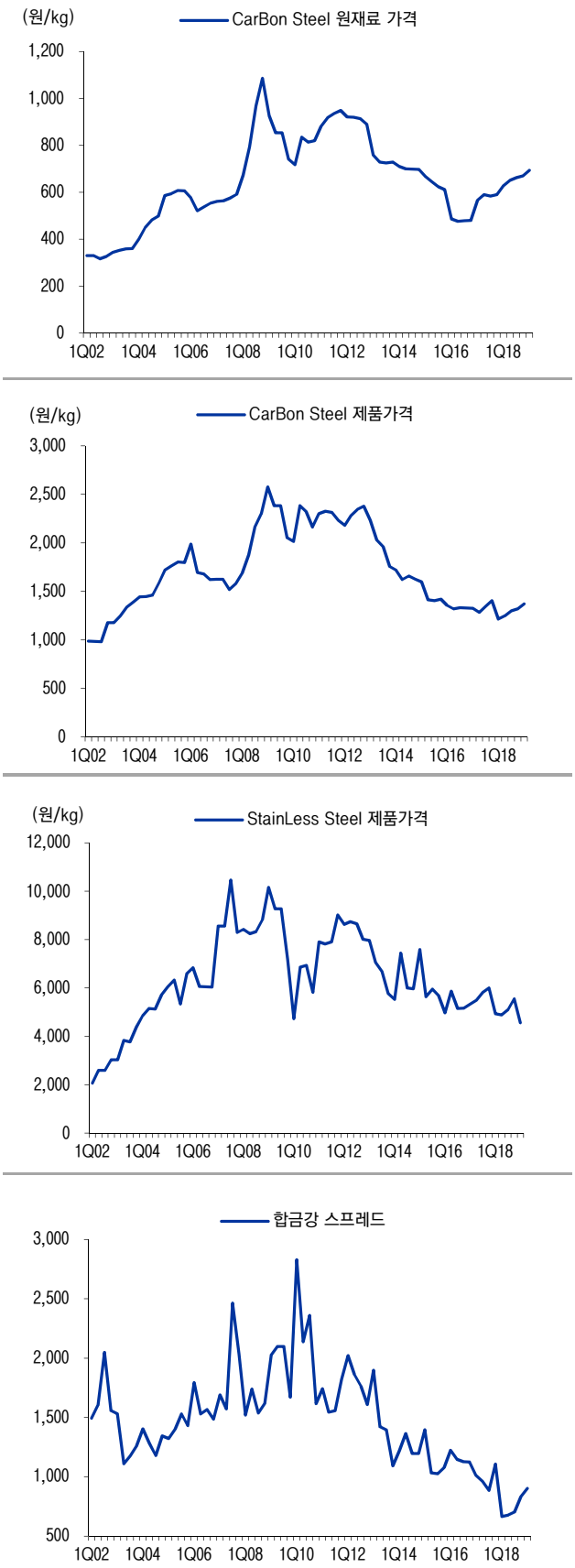
자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 태웅 최근 수주잔고 추이



자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 태웅 가격 추이



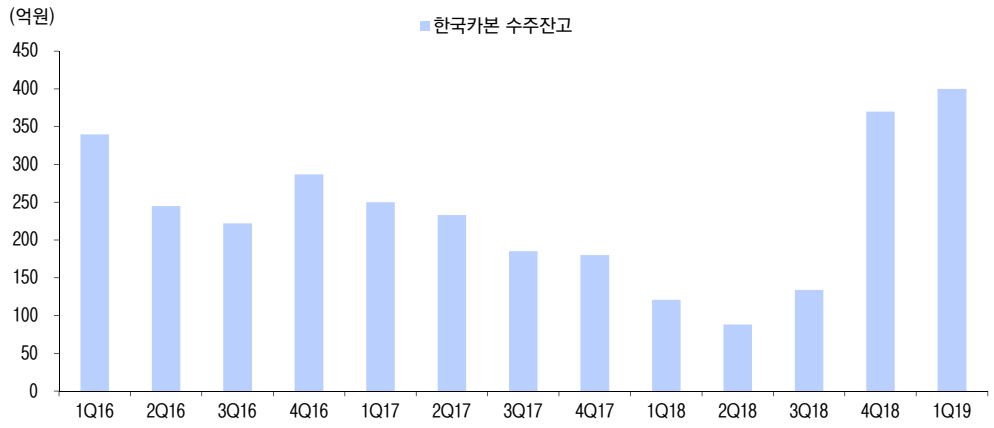
자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

한국카본 – 업황 호조 & Capa 증설

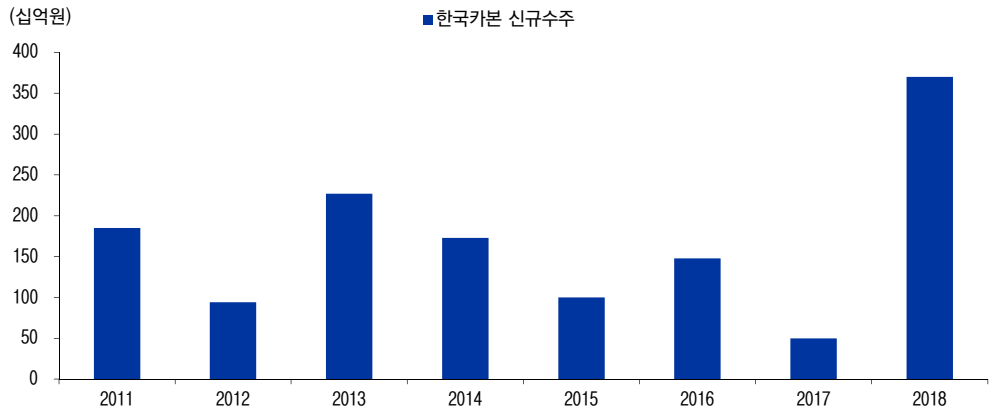
동성화인텍과 함께 국내 조선업체가 제작하는 LNG선의 보냉재를 공급하고 있다. LNG선 사업의 3년 평균 매출 비중은 60% 수준이고, 이 외 Carbon, Glass Paper 등의 사업을 영위하고 있다. 순현금 300억원 이상을 보유 중이고 부채비율도 매우 낮다. 신규수주는 2018년 3,700억원을 넘어서며 사상 최대를 기록했고, 1분기 신규수주도 650억원을 기록했다. 1분기 기준 수주잔고는 4,000억원을 상회했다. 하반기로 갈수록 보냉재 납품이 증가할 전망이다. Capa 증설 중으로 연말이면 완료될 전망이다. Capa는 설비만 들여오면 되기 때문에 몇 달 걸리지 않는다. Capa 증설에 소요되는 투자금도 백억원을 넘지 않는 수준으로 크지 않다. 하반기부터 내년 상반기까지 모잠비크, 러시아 Artic LNG2, 카타르 대형 프로젝트 등 대규모 LNG선 프로젝트가 발주될 전망이다. 이로 인한 신규 수주는 더욱 커지겠다.

그림31 한국카본 수주잔고



자료: 한국카본, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 한국카본 신규수주



자료: 한국카본, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

다양한 지표

모든 것은 연결되어 있다

경기를 가늠할 수 있는 지표는 다양하고 많다. 대부분의 경기 관련 지표는 연결되어 있다. 어느 한쪽이 부진한 데 어느 한쪽이 매우 좋은 결과는 불가능에 가깝다. 결국 후행적으로 선행 지표를 따라가기 마련이다. 일부 위대한 기업의 주식을 제외하고는 주가도 지표에 선행적 혹은 후행적으로 Cycle에 따라 움직인다.

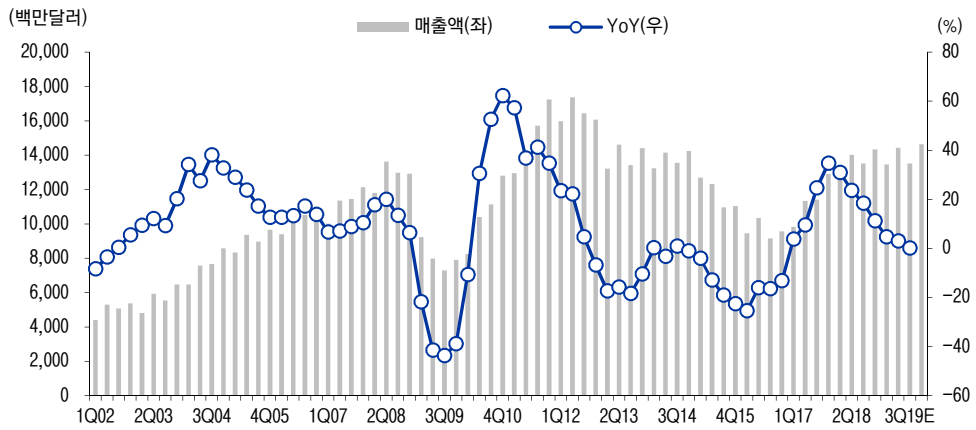
현재 많은 지표는 부진하다. 조만간 대부분의 지표가 턴어라운드할 것이라는 장밋빛 미래는 가능성이 희박해 보인다. 다만 앞서 우리는 기업 탐방을 통해 기업의 매출과 수주가 바닥은 탈피했다는 결과를 얻었다. 그러나 중요한 점은 바닥은 탈피했지만 성장이 가능할지에 대한 부분이다. 현재 견조한 지표도 있다. 그리고 턴어라운드를 할 수 있을 만큼 바닥에서 반등을 도모하는 지표도 있다. 혹은 지금의 하락 추세가 유지되면 경기 위험 시그널을 알릴 수 있는 지표도 있다. 혼란스럽다. 앞으로 지속적인 관심이 필요한 시점이다.

모든 것은 연결되어 있다

아직은 혼란스러운 지표들

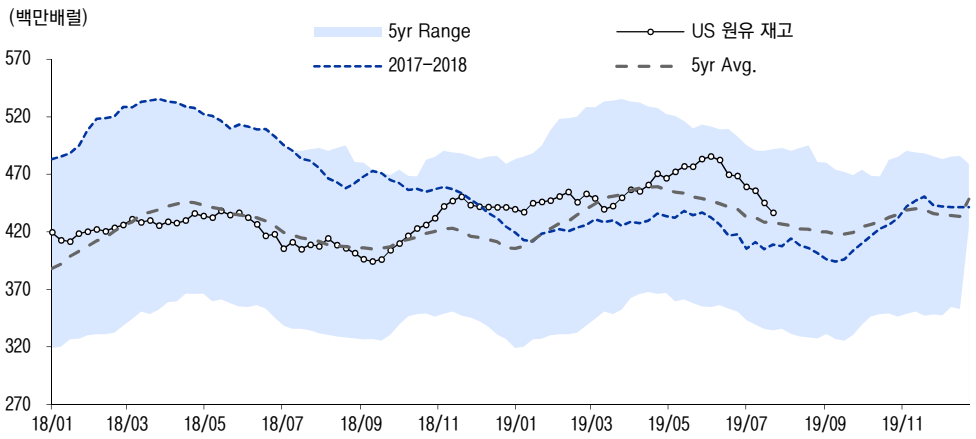
경기를 가늠해볼 수 있는 지표는 다양하고 많다. 따라서 모든 지표를 분석하기는 불가능에 가깝다. 이번 파트에서는 경기와 관련한 지표 일부를 첨부했다. 경기 민감 섹터에 속한 캐터필러의 매출액을 보면 2018년부터 성장률은 둔화되기 시작했다. 현재 미국의 원유재고는 감소 중이다. 전세계 원유 수요 증가 추세는 소폭 둔화되었다. 화학은 증설 사이클에 진입했다. 전세계 철강 생산은 2016년 바닥을 찍고 증가 추세는 견조하다. 중국 철강 생산도 2016년 바닥을 찍고 증가 추세가 유지 중이다. 전세계 산업생산은 하락 추세에서 반등을 기대하고 있다. 만약 추세가 꺾이고 하락세를 유지한다면 위험하다. 중국 수입은 철광석, 곡물을 제외하면 견조하다. 해상 운임은 상승 중이지만 발주량은 부진하다. 향후 인도량은 감소할 전망이다.

그림33 캐터필러 매출액 및 yoy- 성장률 하락



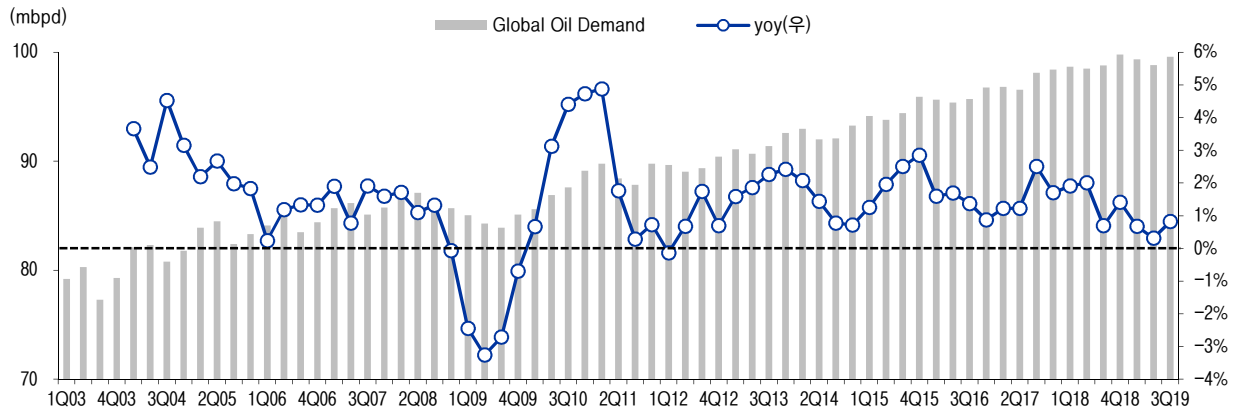
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 미국 원유 재고 감소



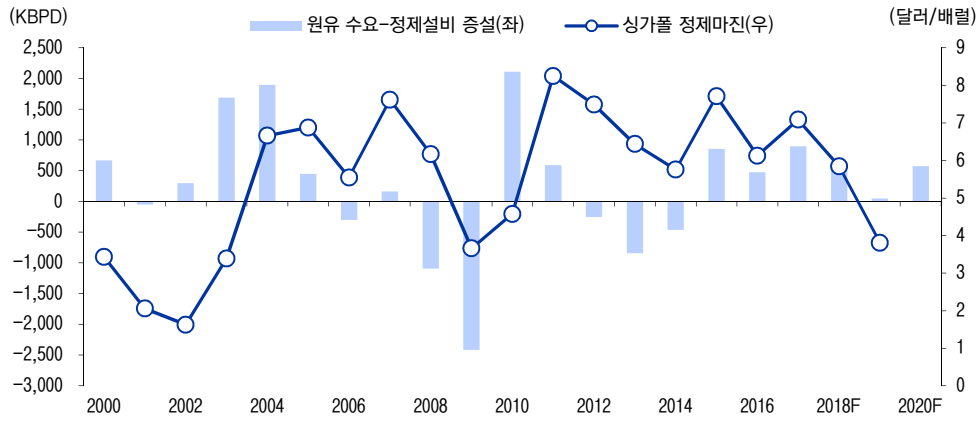
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 전세계 원유 수요 추이 견조



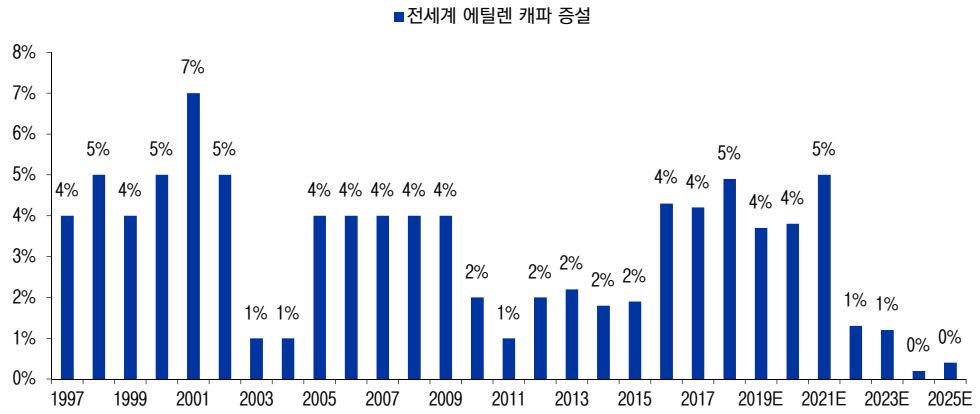
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 정제설비 수급과 평균 정제마진 (최근 반등 후 둔화)



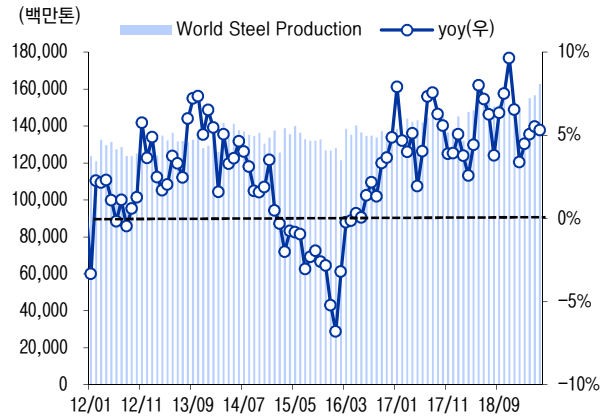
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 전세계 에틸렌 캐파 증설 사이클 진입



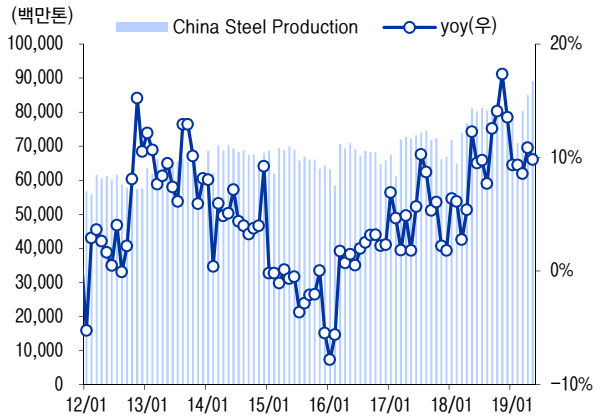
자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 전세계 철강 생산 증가



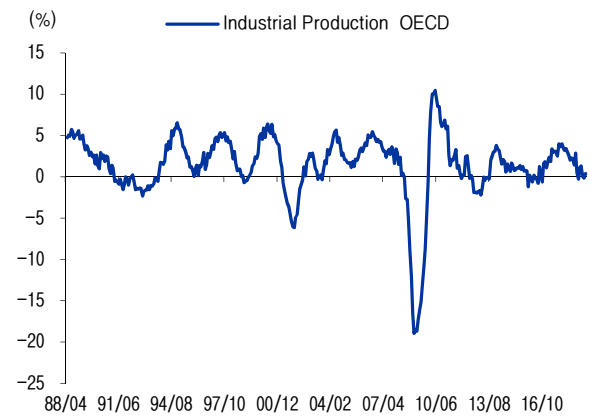
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 중국 철강 생산 증가



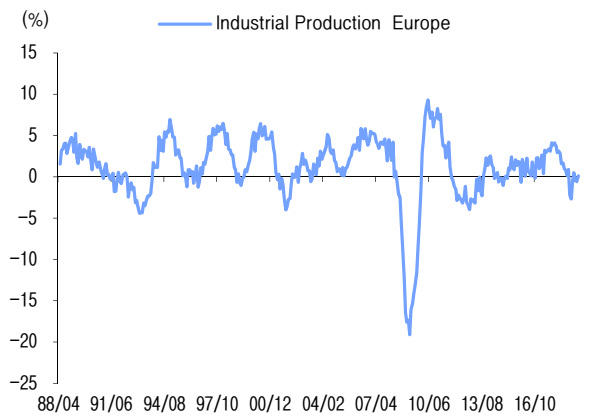
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 산업생산 - OECD



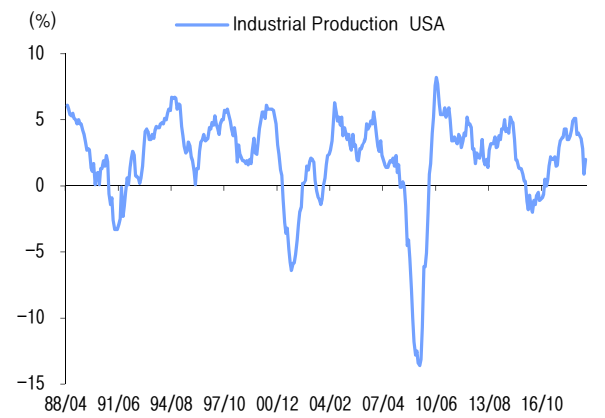
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 산업생산 - Europe



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 산업생산 - USA

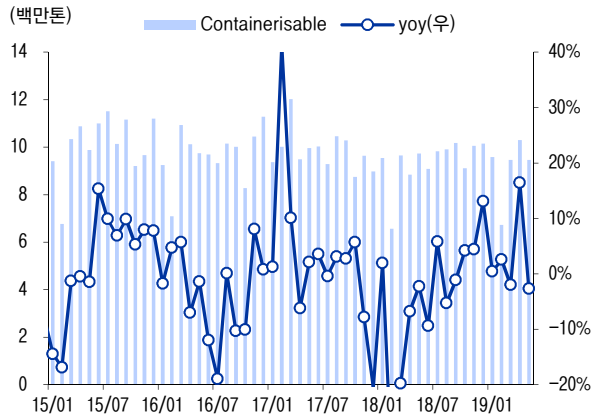


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 산업생산 - China

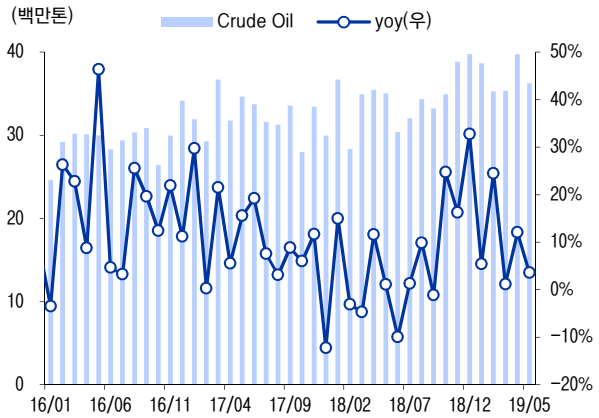
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 중국 수입 – Containerisable 증가



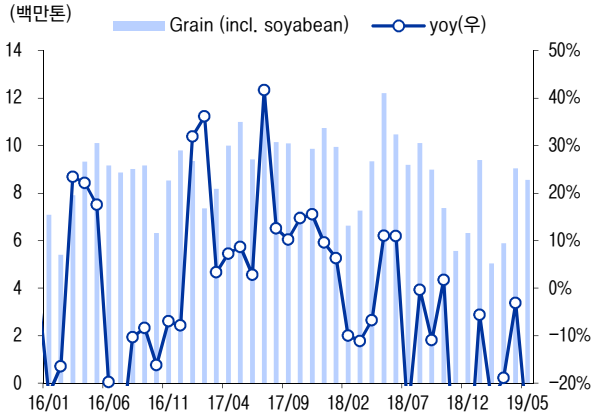
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 중국 수입 – Crude oil 증가



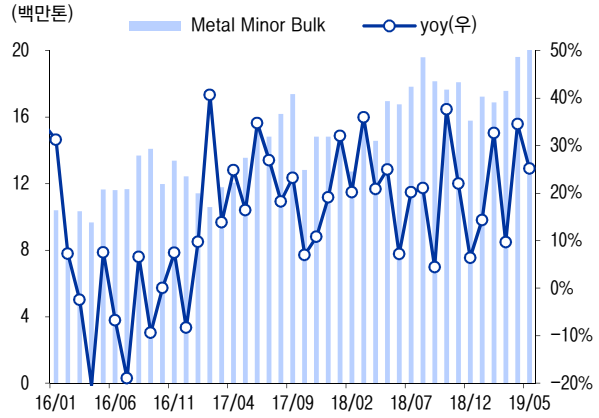
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 중국 수입 – Grain 감소



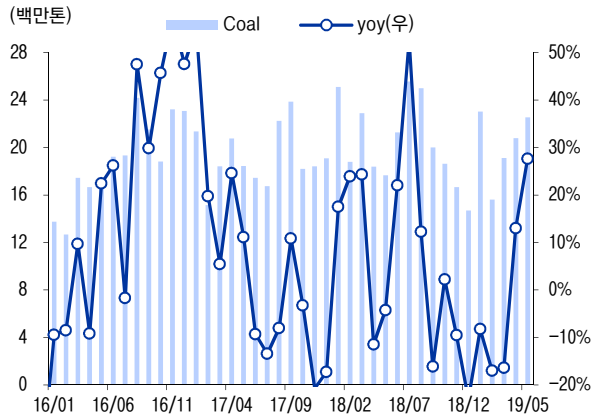
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 중국 수입 – Metal Minor Bulk 증가



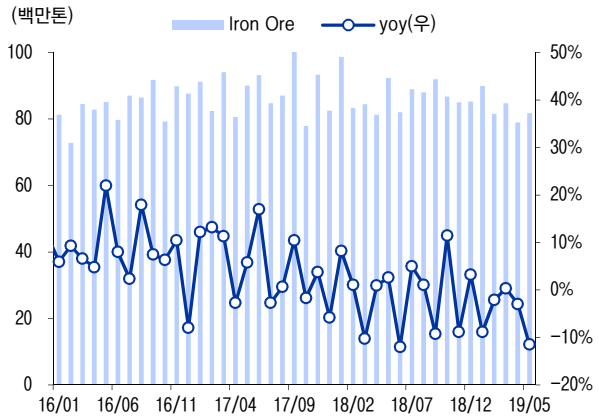
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 중국 수입 – Coal 증가



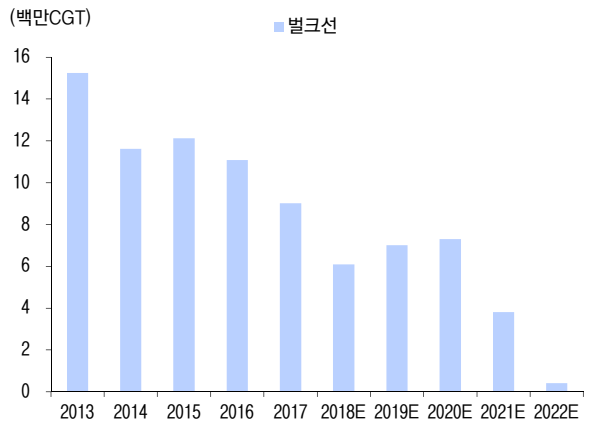
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 중국 수입 – Iron ore 감소



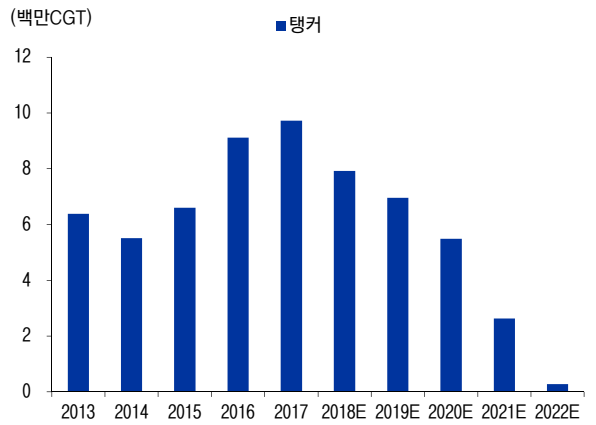
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 인도량 추이 및 전망 – 벌크선



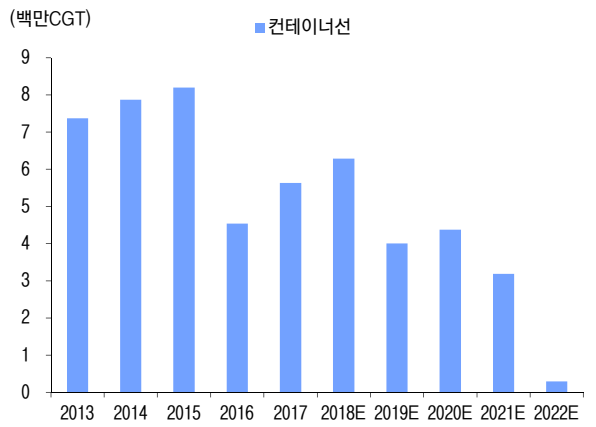
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 인도량 추이 및 전망 – 탱커



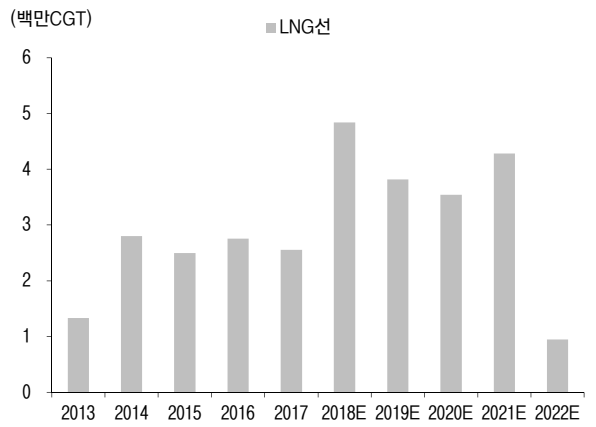
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 인도량 추이 및 전망 – 컨테이너선



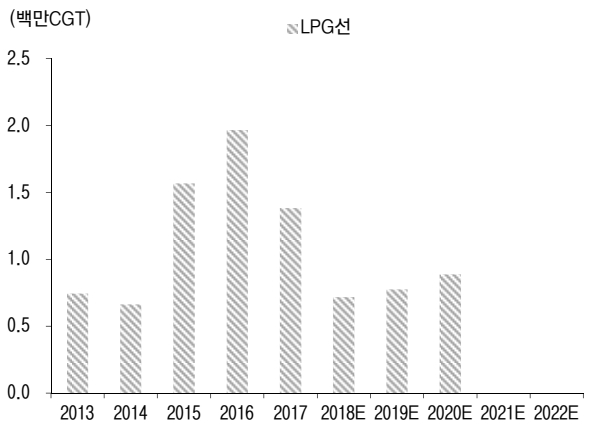
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 인도량 추이 및 전망 – LNG 선



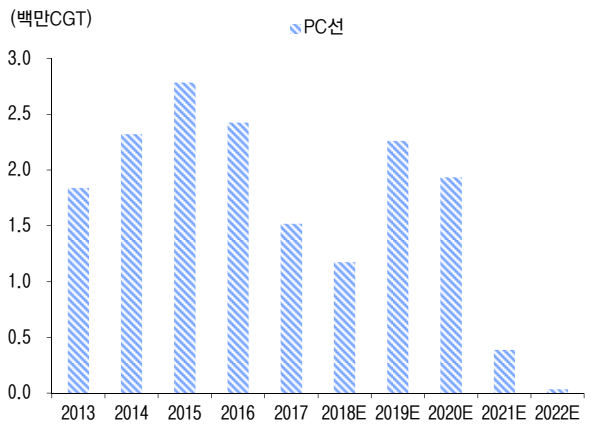
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 인도량 추이 및 전망 – LPG 선



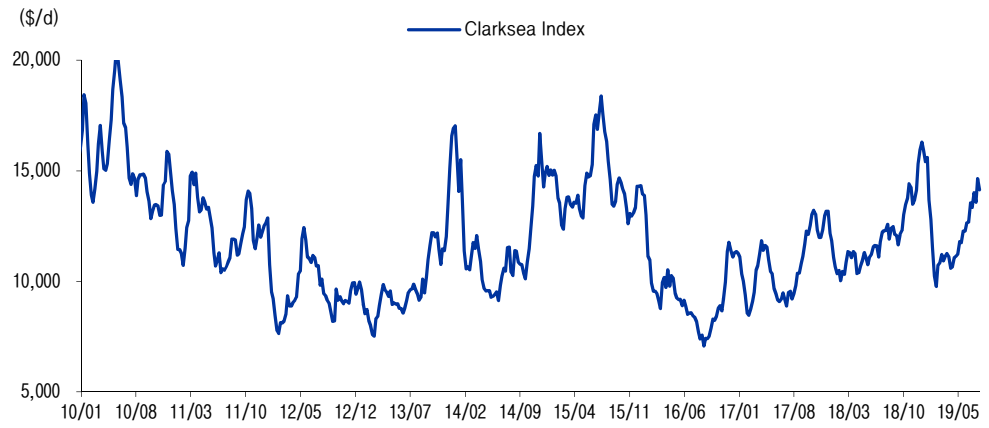
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 인도량 추이 및 전망 – PC 선



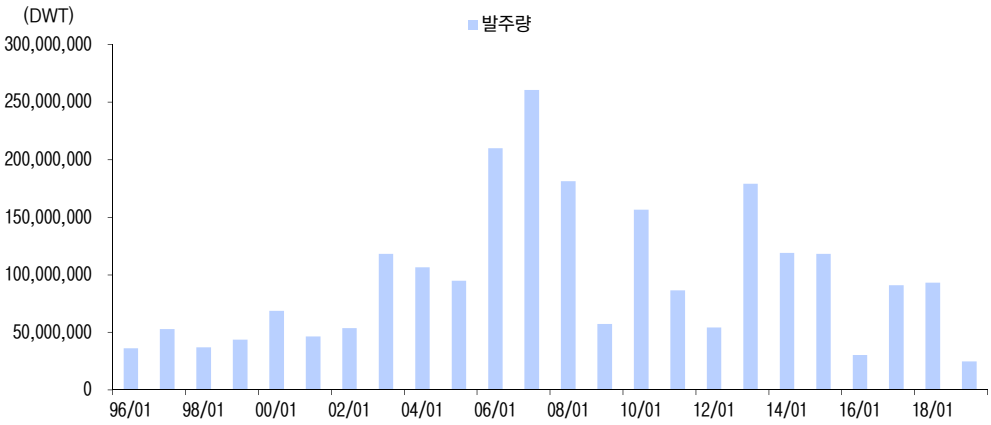
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 운임 상승



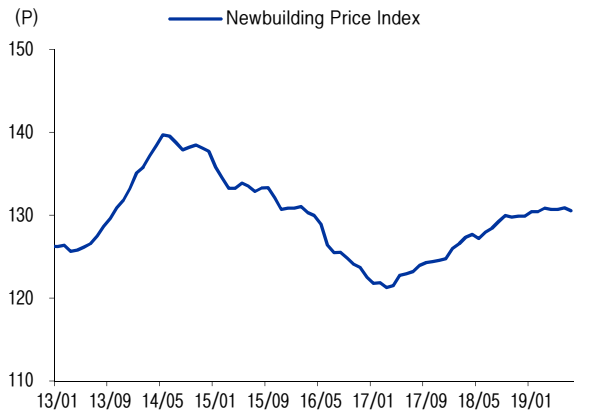
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 발주량 감소



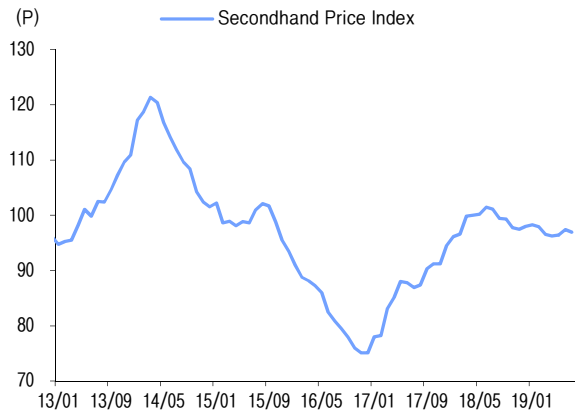
자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 신조선가 견조



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 중고선가 유지



자료: Clarkson, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix: 물가 변화= 금리 & 환율 & 유가(2019.05.14 자료 인용)

달러 인덱스는 유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러, 스웨덴 크로네, 스위스 프랑 등 6개국 통화를 기준으로 산정한 미 달러화 가치를 지수화한 것이다. 각 통화의 비중은 유로 57.6%, 엔 13.6%, 영국 파운드 11.9%, 캐나다 달러 9.1%, 스웨덴 크로네 4.2%, 스위스 프랑 3.6%로 정해져 있다.

미국이 금리를 인상(긴축)시키고, 달러 약세를 만들 수 있는 근원은 기축국이고, 상품거래가 달러(기축통화)로 결제되며, 개별국보다 먼저 금리를 인상할 수 있는 환경을 조성하기 때문이다. 만약 각국의 환경이 이용 가능한 물적, 인적 자원과 이 자원을 활용할 수 있는 지식과 능력이 유사하고, 비슷하고 일정한 규모로 화폐를 발행한다고 가정하자. 미국이 개별국보다 금리를 먼저 인상(긴축, Deflation Factor)하면 물가 관점에서 개별국의 통화가 상대적 강세로 전환되고, 기축통화인 달러는 약세로 전환된다(금본위와 같은 고정환율제도에서는 금리를 인상한 국가의 통화가 강세가 된다). 다만 지금은 각국이 처한 위치와 환경이 매우 복잡한 관계를 이루고 있기 때문에 단순하지 않다.

개별국의 경우 금리인상 정책은 부채로 인한 이자비용 증가, 경기 위축 등으로 이어질 수 있기 때문에 금리인상 자체를 부담스러워 할 수 밖에 없다. 아니 과도한 물가 상승이 아니라면 금리 인상을 원하지 않는다고 봐야겠다. 또한 개별국은 달러 약세(유가 상승)/개별국 통화 강세로 인한 물가 상승이 자연스레(과도하지 않은 경우) 나타나기 때문에 금리 인상(긴축)에 신중해 진다. 단순하게 해석하면 미국의 경우 달러 약세/유가 상승으로 인해 물가 상승이 발생하기 때문에 결국에는 미국은 금리를 인상해도 결국 긴축 효과가 없는 것과 같을 수 있다.

화폐는 지금 이 상황에도 멈추지 않고 발행되고 있다는 점을 기억하자. 현재 미국 기준금리는 2.25%~2.50%까지 아홉 번 인상했다. 달러 인덱스는 97 을 상회하고 있다. Deflation Factor 인 금리 인상과 달러 강세가 미국 경제에 영향을 끼치고 있다. 연준은 그 동안의 화폐 발행으로 인해 금리 인상을 통한 물가 조절 영향력이 약해졌다. 부채 증가로 인해 과거 폴 볼커 시기처럼 금리를 과도하게 인상할 수도 없다. 앞으로 통화 정책 여력은 제한적이라는 것이다. 현재의 미국 물가 2%는 달러 강세, 금리 2.25%~2.50%의 강력한 Deflation 과 유가 55 달러 수준에서 유지 가능하다. 누르고 누르고 눌러야 물가의 급격한 상승을 막을 수 있는 상황이라는 의미다. 만약 개별국 통화가 강세로 전환되고, 유가가 상승한다면 미국의 물가 조절은 통제 영역을 벗어날 수 있겠다. 다만 기축국의 특성 상 디플레이션 환경을 만들어 해결 가능하긴 하다.

중국의 화폐 발행량은 미국 대비 과도하다. 중국은 현재 이러지도 저러지도 못하는 상황이다. 경기가 과거 대비 둔화되고 있는 상황에서 화폐 발행을 줄이면 경기가 더욱 둔화될 것이고, 부채가 높은 상황에서 본원통화를 급격하기 늘릴 수도 없기 때문에 지준율 인하 카드를 쓰고 있다. 현재 중국도 2% 수준의 물가가 유지되고 있다. 금리는 미국 보다 높은 4.35%다. 중국은 과도한 부채로 인해 통화 정책 여력이 제한적이다. 그렇다면 앞으로의 물가 상승은 환율로 방어할 수 밖에 없겠다. 만약 위안화가 강해진다면 한국 외환위기와 유사하게 대규모 자본 유출로 이어질 가능성이 높다.

표7 2007 년에서 2019 년 화폐 발행량

(배)	화폐 발행량			
M0	일본	미국	중국	유럽
2007년 대비 2019년	5.68	4.26	2.65	4.04
M2	일본	미국	중국	유럽
2007년 대비 2019년	1.42	2.04	5.36	1.77

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 2015 년에서 2019 년까지 미국 금리, CPI, 달러, 유가

금리 인상/인하(회)	기간 소요 (일)	날짜	달러인덱스	기준금리 (%)	CPI (%)	두바이 유가 (달러)
+1		2015-12-16	97.87	0.50	0.50	31.87
+2	364	2016-12-14	101.76	0.75	1.70	52.35
+3	91	2017-03-15	100.74	1.00	2.70	49.87
+4	91	2017-06-14	96.94	1.25	1.90	46.94
+5	182	2017-12-13	93.43	1.50	2.20	61.33
+6	98	2018-03-21	89.78	1.75	2.20	64.58
+7	84	2018-06-13	93.54	2.00	2.80	73.38
+8	105	2018-09-26	94.19	2.25	2.70	79.34
+9	84	2018-12-19	97.04	2.50	2.20	54.73
		2019-05-10	97.34	2.50	2.00	69.95
+10				2.75		
+11				3.00		
+12				3.25		
+13				3.50		
+14				3.75		
+15				4.00		
+16				4.25		
+17				4.50		

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 달러 인덱스

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 2004 년에서 2008 년까지 미국 금리, CPI, 달러, 유가

금리 인상/인하(회)	기간 소요 (일)	날짜	달러인덱스	기준금리 (%)	CPI (%)	두바이 유가 (달러)
+1		2004-06-30	88.80	1.25	3.30	31.32
+2	41	2004-08-10	88.79	1.50	3.00	38.06
+3	42	2004-09-21	88.13	1.75	2.70	35.60
+4	50	2004-11-10	84.43	2.00	3.20	33.86
+5	34	2004-12-14	82.32	2.25	3.50	33.71
+6	50	2005-02-02	83.54	2.50	3.00	38.64
+7	48	2005-03-22	83.36	2.75	3.00	47.53
+8	42	2005-05-03	84.51	3.00	3.50	44.64
+9	58	2005-06-30	89.09	3.25	2.50	52.09
+10	40	2005-08-09	87.89	3.50	3.20	55.49
+11	42	2005-09-20	88.60	3.75	3.60	56.99
+12	42	2005-11-01	90.08	4.00	4.30	51.16
+13	42	2005-12-13	90.38	4.25	3.50	54.97
+14	49	2006-01-31	88.96	4.50	4.00	59.97
+15	56	2006-03-28	90.25	4.75	3.60	57.77
+16	43	2006-05-10	84.50	5.00	3.50	65.42
+17	50	2006-06-29	85.92	5.25	4.20	66.51
-1	446	2007-09-18	79.21	4.75	2.00	74.34
-2	43	2007-10-31	76.48	4.50	3.50	81.24
-3	41	2007-12-11	76.22	4.25	4.30	83.26
-4	42	2008-01-22	76.35	3.50	4.10	82.54
-5	8	2008-01-30	75.03	3.00	4.10	87.88
-6	48	2008-03-18	71.57	2.25	4.00	97.04
-7	43	2008-04-30	72.51	2.00	3.90	106.28
-8	161	2008-10-08	80.91	1.50	4.90	75.64
-9	21	2008-10-29	85.07	1.00	4.90	56.04
-10	48	2008-12-16	80.68	0.25	1.10	43.69

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 금리 인상 9회까지 물가 조절 구간, 10회부터 물가 3% 상회(금리 인상, 유가 상승 구간, 물가 통제 어려움)
금리 인하구간부터 달러 본격 약세로 유가 급등 구간 진입하면서 물가 3% 상회(물가 통제 어려움)

기업분석

세진중공업 (075580)	42
태웅 (044490)	45
와이지-원 (019210)	48
태광 (023160)	51

Universe

종목명	투자판단	목표주가
세진중공업	Buy (유지)	6,400 원(유지)
태웅	NR	NR
와이지-원	NR	NR
태광	NR	NR

세진중공업 (075580)

2019. 8. 12 | 조선/정유화학

살아남은 기자재업체

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	6,400 원
현재주가	4,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2Q19 매출액 서프라이즈, 올해 연간 OPM 6.0% 목표 달성 예상

세진중공업의 향후 성장 그림은 매출액 5,000억원 이상, OPM 10% 수준이겠다. 2Q19 실적은 매출액 911억원, 영업이익 48억원을 기록했다. 매출액은 당사 추정치가 723억원이었기 때문에 서프라이즈를 기록했다. 이익은 당사 추정치를 소폭 하회했다. 그러나 시클리컬의 특성 상 매출액이 증가하면 점진적으로 마진은 개선된다. 사측 목표인 올해 연간 OPM 6.0%는 달성 가능하다. 따라서 3분기부터 마진은 개선되겠다.

플랜트 증설 사이클 수혜주 – 마진 매우 우수

3월 25일 동사는 GS건설과 242억원 규모의 GS칼텍스 올레핀 생산시설의 '파이프랙 모듈' 생산 및 공급 계약을 체결했다고 공시했다. 사업 영역이 플랜트까지 확대된 것이다. 최근 플랜트 공사의 효율성을 높이고 공기를 절감하기 위해 구조물 제작을 모듈화 하고 있는 추세다. 현재 S-Oil, 한화, LG화학, GS칼텍스 등 국내에서 진행되는 플랜트 증설 규모만 15조원을 상회한다. 해외는 더 많다. GS건설 프로젝트는 설계 단계 이후 모듈화로 설계를 변경했기 때문에 프로젝트 규모 2.5조원 대비 약 500억원 수준만 모듈 발주가 있었다. 그러나 3분기 수주가 예상되는 LG화학 증설 프로젝트, 내년 1분기 예상되는 S-Oil 프로젝트는 설계 단계부터 모듈화로 진행하기 때문에 프로젝트 규모 대비 모듈 발주 규모는 GS건설 발주 규모 대비 더 크겠다. Track Record가 생기면서 해외로의 진출도 가능하다. 기존 조선 기자재에 국한됐던 비즈니스가 플랜트로 다각화된 케이스다. 마진은 10%를 상회하고 시장 규모가 매우 크기 때문에 향후 세진중공업의 차세대 성장 동력이 될 전망이다.

해상풍력 MOU 8월 기대 – 씨에스윈드와 필적할만한 해상풍력 수혜주

세진중공업은 8월 中 해외 대형에너지그룹의 유일한 해상풍력 substation 아시아 생산기지로 거듭날 전망이다. 해외 에너지그룹은 동사와 컨소시움을 구축하여 아시아에서 공사되는 프로젝트 입찰에 참여할 계획이다. 해상풍력 설치는 LCOE 하락을 위해 터빈 크기가 커지고, 규모의 경제를 위해 육지에서 더 멀리, 더 깊이 설치되고 있는 추세다. 이로 인해 substation도 바다 위에 설치가 되면서 동사가 기존에 생산했던 육해상플랜트 모듈과 유사한 형태로 발주되고 있다. Substation Capex는 8~11% 수준이고, 이를 토대로 추정해보면 연간 15~30억달러 규모의 시장으로 예상한다.

Stock Data

KOSPI(8/9)		1,937.75 pt
시가총액		1,727 억원
발행주식수		38,373 천주
52 주 최고가 / 최저가		5,390 / 3,525 원
90 일 일평균거래대금		5.83 억원
외국인 지분율		0.5%
배당수익률(19.12E)		1.1%
BPS(19.12E)		4,298 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.1%
	6 개월	11.9%
	12 개월	17.9%
주주구성	윤종국(외 4 인)	64.2%
	세진중공업우리사주	2.0%

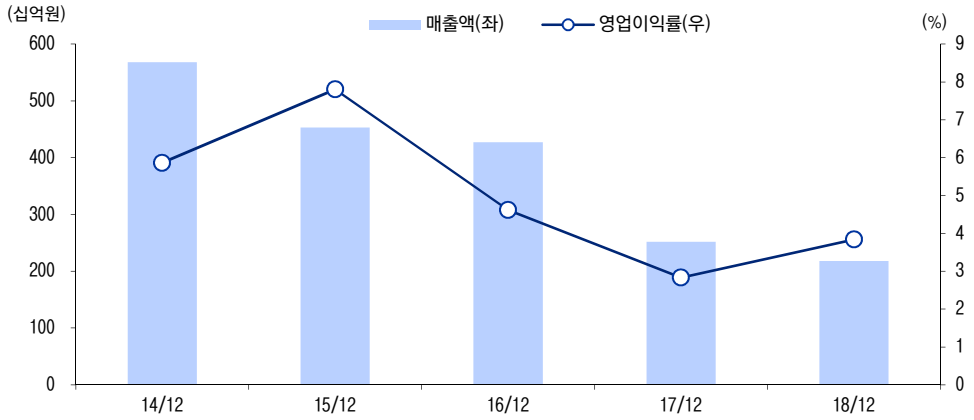
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	252	7	2	2	49	-86.8	16	57.9	17.4	0.7	1.2
2018	218	8	2	2	46	-5.3	17	84.3	18.6	1.0	1.1
2019E	340	21	15	12	303	556.6	29	14.9	11.7	1.0	7.3
2020E	422	35	29	23	594	96.4	44	7.6	7.7	0.9	13.0
2021E	494	50	44	35	912	53.5	59	4.9	5.3	0.8	17.3

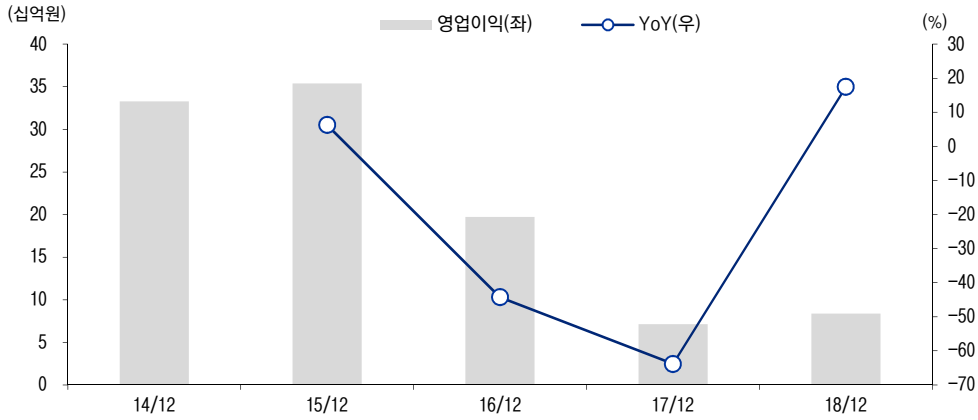
자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림61 연도별 매출액과 영업이익률 추이



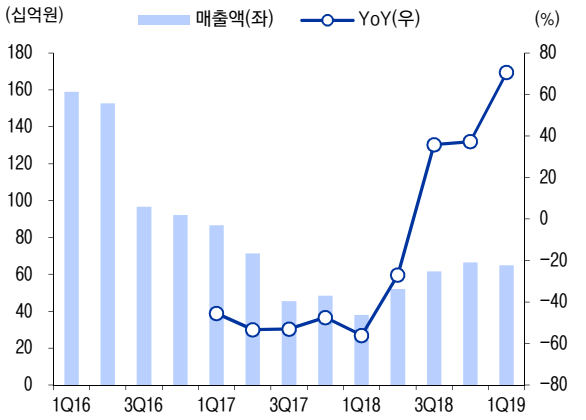
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 연도별 영업이익과 영업이익 YoY 추이



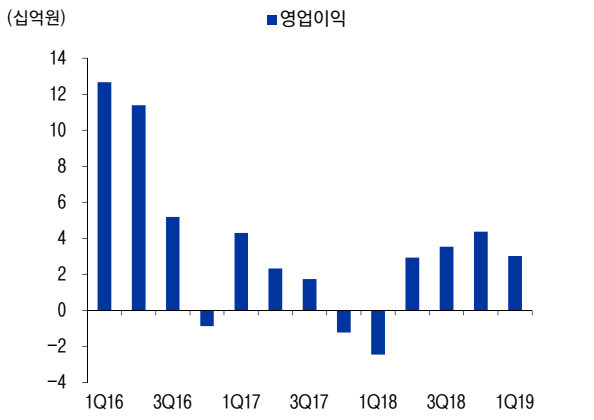
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 분기별 매출액과 매출액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 분기별 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

세진중공업 (075580)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	82	86	137	172	194
현금 및 현금성자산	5	4	12	15	24
매출채권 및 기타채권	39	21	45	58	65
재고자산	31	52	66	84	90
기타유동자산	7	10	14	14	15
비유동자산	267	282	283	281	279
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	249	256	251	245	240
무형자산	8	8	11	14	17
자산총계	**349**	**368**	**420**	**452**	**473**
유동부채	150	194	229	241	232
매입채무 및 기타재무	20	31	45	58	64
단기금융부채	128	161	171	170	154
기타유동부채	1	2	13	13	14
비유동부채	42	16	22	22	20
장기금융부채	39	14	19	18	16
기타비유동부채	3	2	4	4	4
부채총계	**192**	**210**	**252**	**263**	**252**
지배주주지분	157	155	165	186	218
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	9	9	9	9	9
이익잉여금	126	126	135	156	188
비지배주주지분(연결)	0	3	3	3	3
자본총계	**157**	**158**	**168**	**189**	**221**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**252**	**218**	**340**	**422**	**494**
매출원가	233	198	306	372	428
매출총이익	**19**	**20**	**33**	**50**	**67**
판매비 및 관리비	12	12	13	15	16
영업이익	**7**	**8**	**21**	**35**	**50**
(EBITDA)	16	17	29	44	59
금융손익	-5	-5	-4	-5	-4
이자비용	5	5	4	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	**2**	**2**	**15**	**29**	**44**
계속사업법인세비용	1	0	3	6	9
계속사업이익	2	2	12	23	35
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**2**	**2**	**12**	**23**	**35**
지배주주	2	2	12	23	35
총포괄이익	**2**	**2**	**12**	**23**	**35**
매출총이익률 (%)	7.5	9.1	9.8	11.8	13.5
영업이익률 (%)	2.8	3.8	6.0	8.3	10.2
EBITDA 마진률 (%)	6.2	7.7	8.5	10.3	11.8
당기순이익률 (%)	0.7	0.8	3.5	5.4	7.1
ROA (%)	0.5	0.5	2.9	5.2	7.6
ROE (%)	1.2	1.1	7.3	13.0	17.3
ROIC (%)	1.7	2.2	4.9	8.1	11.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**24**	**21**	**7**	**13**	**34**
당기순이익(손실)	2	2	12	23	35
비현금수익비용가감	16	18	-2	8	6
유형자산감가상각비	8	8	8	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	9	-11	0	-2
영업활동 자산부채변동	13	8	-2	-18	-7
매출채권 감소(증가)	-23	19	-24	-13	-7
재고자산 감소(증가)	48	-17	-11	-18	-6
매입채무 증가(감소)	-10	9	12	13	6
기타자산, 부채변동	-2	-4	21	0	0
투자활동 현금	**-12**	**-19**	**-14**	**-7**	**-7**
유형자산처분(취득)	-1	-5	-4	-2	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	-6	-5	0	0
기타투자활동	-11	-8	-2	-1	-1
재무활동 현금	**-12**	**-3**	**14**	**-3**	**-18**
차입금의 증가(감소)	-1	-3	16	-1	-16
자본의 증가(감소)	-4	-1	-1	-2	-3
배당금의 지급	4	1	1	2	3
기타재무활동	-7	1	0	0	0
현금의 증가	**3**	**-1**	**8**	**3**	**9**
기초현금	3	5	4	12	15
기말현금	5	4	12	15	24

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	57.9	84.3	14.9	7.6	4.9
P/B	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	17.4	18.6	11.7	7.7	5.3
P/CF	6.1	7.7	18.0	5.6	4.2
배당수익률 (%)	1.1	0.8	1.1	1.6	2.2
성장성 (%)					
매출액	-41.1	-13.3	55.7	24.3	17.1
영업이익	-63.9	17.5	145.0	71.5	43.1
세전이익	-83.4	-11.2	607.7	94.2	53.5
당기순이익	-90.5	-5.3	565.8	93.7	53.5
EPS	-86.8	-5.3	556.6	96.4	53.5
안정성 (%)					
부채비율	122.3	132.5	149.6	139.2	113.9
유동비율	54.9	44.5	59.8	71.2	83.7
순차입금/자기자본(x)	102.8	103.9	99.4	85.7	61.1
영업이익/금융비용(x)	1.5	1.5	5.1	6.7	10.1
총차입금 (십억원)	168	174	190	188	170
순차입금 (십억원)	161	165	167	162	135
주당지표(원)					
EPS	49	46	303	594	912
BPS	4,092	4,048	4,298	4,842	5,684
CFPS	459	505	250	801	1,073
DPS	30	30	50	70	100

자료: 세진중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

태웅 (044490)

2019. 8. 12 | 조선/정유화학

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

살아남은 단조업체

NR

목표주가	NR
현재주가	8,430 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

살아남은 단조업체

IMF 이후 살아 남은 4개의 단조회사는 지난 Cycle에서 수요 증가로 큰 수혜를 입었다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 성장은 멈추었다. 2008년 자유단조 4개사의 합산 매출은 1조 7,480억원 수준까지 성장했으나, 현재 국내에서 단조업을 영위하던 동사의 경쟁사들은 저가수주를 통한 레버리지 확대를 선택한 후 역사 속으로 사라졌다. 현진소재가 아직 살아남아있지만 경쟁사로 보기에는 재무구조나 설비 규모를 감안하면 무리가 있고, 앞으로 업을 지속 영위할 것인지에 대한 의문이 생긴다.

매출 감소의 주된 원인은 (1) 전방산업인 조선/건설 수주 감소 영향, (2) 풍력 부문 경쟁 심화로 물량 감소, (3) 수요 둔화로 인한 제품가격 하락 때문이다. 전기로가 완공된 이후 물량이 감소했고, 고정비가 커버되지 않아 영업적자가 지속되고 있다. 이로 인해 동사의 주가는 PBR 0.4배 이하에서 거래 중이다. 이는 조선업이 빅베스를 하면서 파산 리스크까지 부각되던 시점의 벨류에이션 레벨이다.

물량만 증가한다면

태웅은 2013년 4,500억원(내부자금 및 은행차입) 규모의 전기로 투자를 전격 발표했다. 이는 원소재부터 최종제품까지 일관생산 시스템 구축을 통해 생산성 향상, 원가절감과 품질 개선을 도모하기 위해서였다. 공장건설 부지는 화전산단으로 토지는 2011년에 취득을 완료했다. 3교대 기준 총 Capa는 70만톤을 목표로 만들어졌고, 외부판매 20만톤, 내부조달 50만톤을 기대했다. 현재는 전방이 어려운 상황으로 2교대 기준 Capa 50만톤 기준 24~30만톤 만을 생산 중이다. 가동률은 50% 수준이다. 가동률의 추가 상승이 전제되지 못한다면 연간 감가상각비 약 125억원을 커버하지 못하고, 적자를 지속할 리스크가 있다.

수주는 증가했지만 이익 턴어라운드는 아직

수주는 증가했지만 이익 턴어라운드는 아직이다. 산업기계와 Oil&Gas 부문에서 수주가 증가하고 있다. 다만 분기 매출 1,000억원을 넘어서야 이익 턴어라운드가 가능하기 때문에 하반기 수주 규모가 중요하겠다. 동사의 매출 목표는 분기 1,000억원 돌파다.

Stock Data

KOSDAQ (8/9)		590.04 pt
시가총액		1,687 억원
발행주식수		20,007 천주
52 주 최고가 / 최저가		15,850 / 7,710 원
90 일 일평균거래대금		4.14 억원
외국인 지분율		4.3%
배당수익률(18.12)		0.0%
BPS(18.12)		30,137 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.3%
	6 개월	-4.0%
	12 개월	-7.0%
주주구성	태웅홀딩스(외 6 인)	53.8%

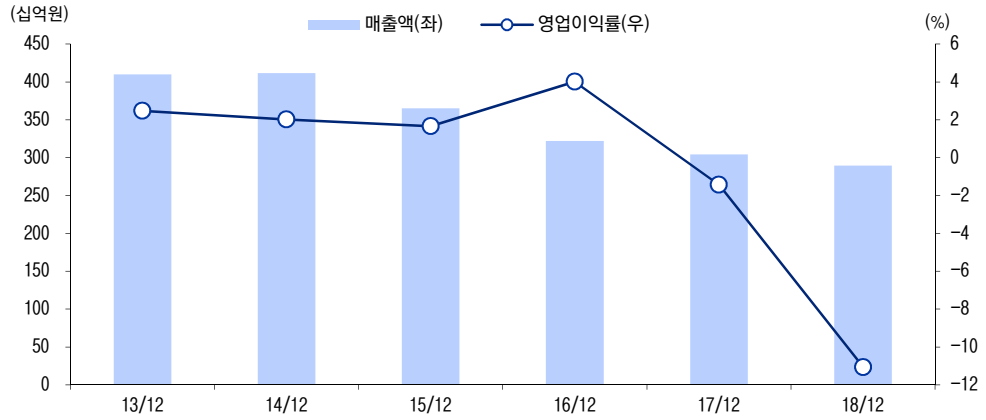
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	412	8	9	7	385	-49.8	20	43.1	9.2	0.5	1.3
2015	365	6	10	8	429	11.5	18	37.3	14.6	0.5	1.3
2016	322	13	17	14	767	78.7	29	11.0	7.2	0.2	2.3
2017	304	-4	-7	-6	-298	적전	27	-28.4	9.3	0.3	-0.9
2018	290	-32	-29	-33	-1,633	적지	-1	-5.2	-328.8	0.3	-5.3

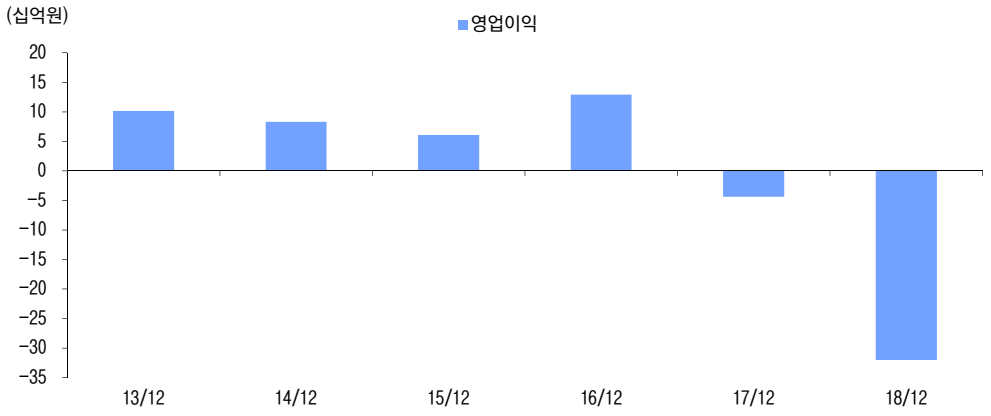
자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림65 연도별 매출액과 영업이익률 추이



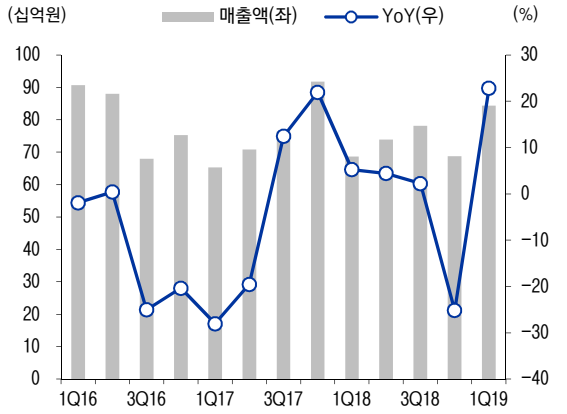
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 연도별 영업이익 추이



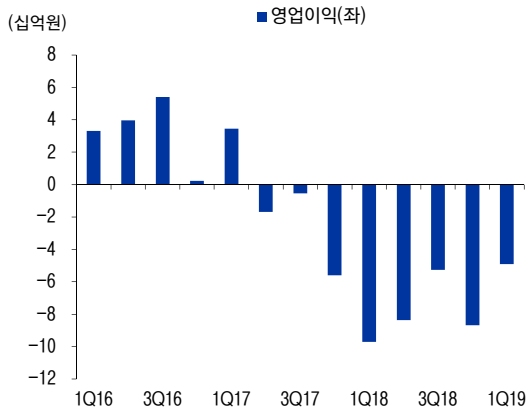
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 분기별 매출액과 매출액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 분기별 영업이익



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

태웅 (044490)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	379	329	331	374	403
현금 및 현금성자산	38	46	64	38	11
매출채권 및 기타채권	115	105	72	88	98
재고자산	92	75	86	99	169
기타유동자산	133	103	110	149	126
비유동자산	385	531	646	628	628
관계기업투자등	20	20	19	20	28
유형자산	353	498	613	593	586
무형자산	1	1	1	0	0
자산총계	**764**	**860**	**977**	**1,002**	**1,031**
유동부채	135	131	92	74	170
매입채무 및 기타재무	84	113	80	58	75
단기금융부채	40	6	3	5	83
기타유동부채	11	12	10	10	12
비유동부채	54	147	250	299	257
장기금융부채	9	104	207	256	204
기타비유동부채	45	43	43	43	53
부채총계	**189**	**278**	**343**	**373**	**428**
지배주주지분	575	582	634	629	603
자본금	9	9	10	10	10
자본잉여금	113	113	151	151	151
이익잉여금	387	394	408	402	370
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**575**	**582**	**634**	**629**	**603**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**412**	**365**	**322**	**304**	**290**
매출원가	371	320	270	271	286
매출총이익	**40**	**46**	**52**	**34**	**4**
판매비 및 관리비	32	40	40	38	36
영업이익	**8**	**6**	**13**	**-4**	**-32**
(EBITDA)	20	18	29	27	-1
금융손익	0	1	2	-5	0
이자비용	1	0	1	7	7
관계기업등 투자손익	0	1	1	1	0
기타영업외손익	-1	3	2	2	3
세전계속사업이익	**9**	**10**	**17**	**-7**	**-29**
계속사업법인세비용	2	2	3	-1	4
계속사업이익	7	8	14	-6	-33
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**7**	**8**	**14**	**-6**	**-33**
지배주주	7	8	14	-6	-33
총포괄이익	**73**	**8**	**14**	**-6**	**-27**
매출총이익률 (%)	9.8	12.5	16.3	11.1	1.2
영업이익률 (%)	2.0	1.7	4.0	-1.4	-11.1
EBITDA 마진률 (%)	4.8	4.8	9.0	8.7	-0.3
당기순이익률 (%)	1.7	2.1	4.3	-2.0	-11.3
ROA (%)	1.0	1.0	1.5	-0.6	-3.2
ROE (%)	1.3	1.3	2.3	-0.9	-5.3
ROIC (%)	1.7	1.0	1.8	-0.5	-3.3

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**31**	**33**	**52**	**1**	**-66**
당기순이익(손실)	7	8	14	-6	-33
비현금수익비용가감	11	15	19	36	40
유형자산감가상각비	11	11	16	31	31
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	0	-2	1	0
영업활동 자산부채변동	10	11	26	-24	-71
매출채권 감소(증가)	-1	8	33	-18	-8
재고자산 감소(증가)	31	17	-10	-13	-70
매입채무 증가(감소)	-21	-9	-10	-1	8
기타자산, 부채변동	1	-5	14	9	-1
투자활동 현금	**-32**	**-86**	**-171**	**-80**	**12**
유형자산처분(취득)	-37	-117	-165	-36	-14
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	5	31	-9	-41	42
기타투자활동	0	-1	3	-3	-16
재무활동 현금	**29**	**60**	**137**	**55**	**26**
차입금의 증가(감소)	18	60	98	53	26
자본의 증가(감소)	0	0	38	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	11	0	0	1	0
현금의 증가	**28**	**7**	**18**	**-25**	**-27**
기초현금	11	38	46	64	38
기말현금	38	46	64	38	11

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	43.1	37.3	11.0	-28.3	-5.2
P/B	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	14.6	7.2	9.3	-328.0
P/CF	16.5	12.8	4.7	5.6	23.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	27.8	-11.2	-11.9	-5.5	-4.9
영업이익	-35.8	-26.7	112.5	적전	적지
세전이익	-49.0	17.1	67.3	적전	적지
당기순이익	-50.0	11.5	79.2	적전	적지
EPS	-49.8	11.5	78.7	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	32.9	47.8	54.0	59.3	70.9
유동비율	280.2	250.8	358.2	505.0	236.5
순차입금/자기자본(x)	-20.6	-5.9	6.5	12.4	26.1
영업이익/금융비용(x)	10.5	16.1	10.1	-0.7	-4.4
총차입금 (십억원)	49	110	210	261	288
순차입금 (십억원)	-119	-34	41	78	157
주당지표(원)					
EPS	385	429	767	-298	-1,633
BPS	31,651	32,038	34,152	31,426	30,137
CFPS	1,005	1,251	1,801	1,510	352
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 태웅, 이베스트투자증권 리서치센터

와이지-원 (019210)

2019. 8. 12 조선/정유화학

살아남은 절삭공구업체

Analyst 양형모
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

살아남은 절삭공구업체

절삭공구란 절삭가공용 공작기계에 부착하여 정밀 가공, 홈 생성, 나사선 생성 등 공작물의 형태 형성, 결합, 문리 등의 역할을 하는 제품이다. 2차 산업(자동차, 항공, 화학, 의료 순) 전체에 광범위하게 사용되고 있으며 2차 산업이 발달한 5개 지역인 EU, 중국, 미국, 일본, 한국 시장이 대부분을 차지하고 있다.

즉 경기 민감 산업이라고 볼 수 있다. 동사는 금융위기를 제외하고는 꾸준히 성장했고, 질적 성장을 위해 코팅설비투자, 제품믹스 조정, 신제품 개발 등에 집중해 왔다. Solid Type에서 End mill 부문 세계 1위, Tap 부문 세계 3위, Drill 부문 세계 6위인 국내 최대, 세계 5대 End Mill 제조업체다.

Solid부터 Insert까지 생산

절삭공구는 제품 형태에 따라 Solid와 Insert Type으로 분류된다. 동사는 본래 Solid Type으로 시작하여 성장하다 Insert Type에 진출했다. Solid Type은 자루와 날 부문이 일체형인 제품이다. 원소재를 받아서 가공해서 파는 임가공 형태로 볼 수 있고, 재고 형태로 판매를 하기 때문에 재고 리스크가 있다.

Insert Type은 날 부문으로만 구성되어 별도 홀더에 결합하여 사용하는 제품으로 변형을 시킨 Type이다. 항공기 Body와 같은 탄소강 부문에 쓰이며 주문제작이고, 비싸고, 재고 위험이 없는 특징이 있다. 인서트만 강한 회사가 있고, 쏠리드만 강한 회사로 구분된다. Type을 모두 하는 회사는 대표적으로 스웨덴의 샌드빅(매출 3조원 규모)이 있다. 동사는 앞으로 두 부문을 모두 영위하는 글로벌 회사로 성장하는 것이 목표다.

2분기부터 매출 본격 성장 예상

Insert Type에 본격 진출한 이후 시행 초기에 오는 혼선으로 인원이 증가했고, 생산 효율이 떨어졌다. 이로 인해 이익률이 하락졌다. 향후 매출은 증가 추세로 전환 가능할 전망이다. 미국, 일본 매출이 급격하게 증가했고, 유럽도 일부 성장했다. 중국과 내수 성장은 아직이다. 향후 적정 마진은 두 자릿수로 사측은 밝혔다.

NR

목표주가	NR
현재주가	8,130 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (8/9)		590.04 pt
시가총액		2,480 억원
발행주식수		30,506 천주
52 주 최고가 / 최저가		12,550 / 7,820 원
90 일 일평균거래대금		14.69 억원
외국인 지분율		11.7%
배당수익률(18.12)		2.4%
BPS(18.12)		10,518 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.6%
	6 개월	-5.0%
	12 개월	-0.1%
주주구성	송호근(외 11 인)	37.3%
	KB 자산운용(외 1 인)	11.8%
	국민연금공단	11.5%

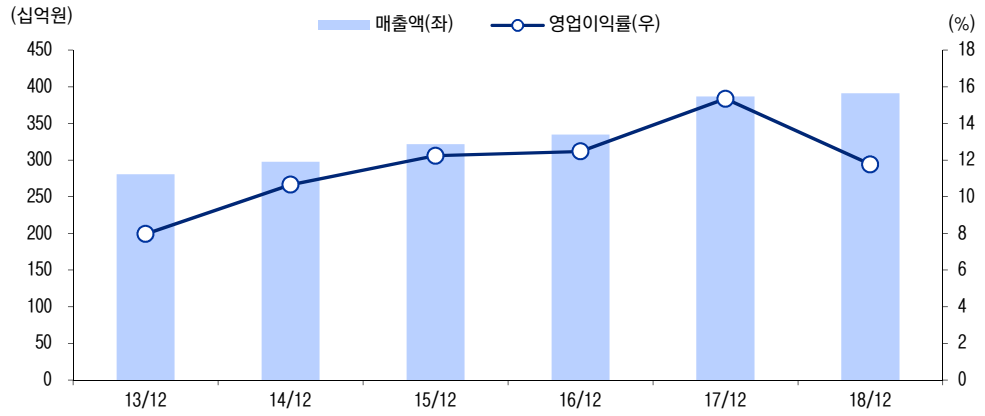
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	298	32	15	12	516	-30.5	57	18.1	9.5	1.1	6.1
2015	322	39	19	14	572	11.0	66	20.6	8.5	1.3	6.1
2016	335	42	28	18	742	29.7	71	11.1	7.9	0.9	7.0
2017	387	59	47	36	1,389	87.1	92	5.9	6.1	0.8	12.0
2018	391	46	30	22	718	-48.3	80	11.5	7.9	0.8	6.8

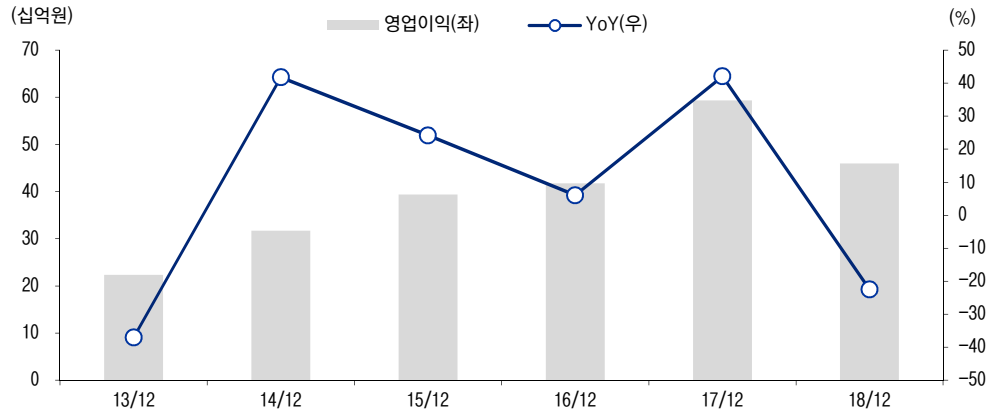
자료: 와이지-원, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림69 연도별 매출액과 영업이익률 추이



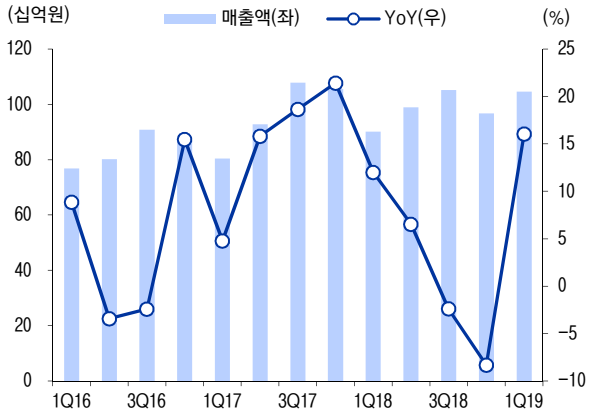
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 연도별 영업이익과 영업이익 YoY 추이



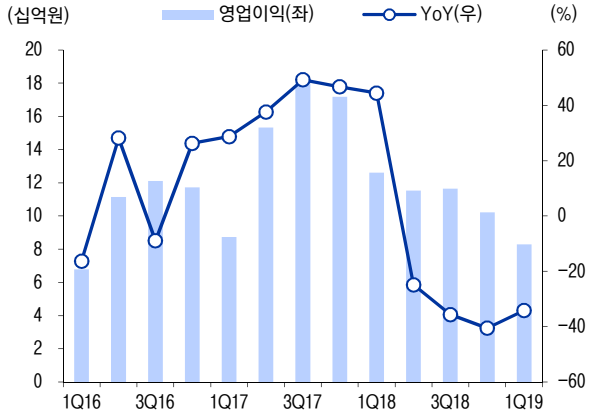
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 분기별 매출액과 매출액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 분기별 영업이익과 영업이익 YoY 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

와이지-원 (019210)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	311	292	285	333	405
현금 및 현금성자산	11	24	14	20	13
매출채권 및 기타채권	83	88	103	116	91
재고자산	178	165	162	190	294
기타유동자산	39	15	6	8	8
비유동자산	297	329	381	408	427
관계기업투자등	4	5	5	1	2
유형자산	285	311	357	393	406
무형자산	2	5	4	2	7
자산총계	**608**	**621**	**666**	**741**	**832**
유동부채	274	266	257	278	329
매입채무 및 기타재무	34	40	55	64	79
단기금융부채	235	218	195	206	241
기타유동부채	6	7	8	9	8
비유동부채	128	101	139	142	168
장기금융부채	118	88	124	126	152
기타비유동부채	10	12	14	16	16
부채총계	**402**	**367**	**395**	**421**	**497**
지배주주지분	206	254	271	317	331
자본금	12	14	15	16	16
자본잉여금	67	104	65	80	80
이익잉여금	137	146	202	230	245
비지배주주지분(연결)	0	0	0	4	4
자본총계	**206**	**254**	**271**	**321**	**335**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**298**	**322**	**335**	**387**	**391**
매출원가	212	226	229	251	260
매출총이익	**86**	**96**	**106**	**136**	**131**
판매비 및 관리비	54	57	64	76	86
영업이익	**32**	**39**	**42**	**59**	**46**
(EBITDA)	57	66	71	92	80
금융손익	-18	-19	-15	-9	-19
이자비용	17	13	12	13	15
관계기업등 투자손익	0	1	0	0	1
기타영업외손익	1	-2	1	-4	2
세전계속사업이익	**15**	**19**	**28**	**47**	**30**
계속사업법인세비용	4	5	9	11	8
계속사업이익	12	14	18	36	22
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**12**	**14**	**18**	**36**	**22**
지배주주	12	14	18	35	22
총포괄이익	**11**	**14**	**17**	**30**	**21**
매출총이익률 (%)	28.9	29.9	31.7	35.1	33.6
영업이익률 (%)	10.7	12.2	12.5	15.3	11.7
EBITDA 마진률 (%)	19.1	20.6	21.1	23.7	20.4
당기순이익률 (%)	3.9	4.4	5.5	9.2	5.6
ROA (%)	2.1	2.3	2.9	5.0	2.8
ROE (%)	6.1	6.1	7.0	12.0	6.8
ROIC (%)	4.8	5.6	5.0	7.5	5.0

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**46**	**74**	**58**	**51**	**32**
당기순이익(손실)	12	14	18	36	22
비현금수익비용가감	49	51	55	59	64
유형자산감가상각비	24	26	28	32	33
무형자산상각비	1	0	1	1	1
기타현금수익비용	1	7	3	-3	2
영업활동 자산부채변동	-12	12	-7	-34	-46
매출채권 감소(증가)	3	-6	-12	-21	34
재고자산 감소(증가)	-7	14	2	-18	-82
매입채무 증가(감소)	-4	1	1	7	7
기타자산, 부채변동	-3	3	2	-2	-5
투자활동 현금	**-59**	**-34**	**-69**	**-72**	**-80**
유형자산처분(취득)	-38	-53	-67	-72	-45
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-3	-3	-2
투자자산 감소(증가)	-21	22	3	1	-1
기타투자활동	1	0	-1	2	-32
재무활동 현금	**2**	**-26**	**1**	**28**	**42**
차입금의 증가(감소)	24	-48	12	20	62
자본의 증가(감소)	-4	35	0	20	-6
배당금의 지급	4	4	4	5	6
기타재무활동	-18	-13	-11	-12	-14
현금의 증가	**-11**	**14**	**-10**	**6**	**-6**
기초현금	22	11	24	14	20
기말현금	11	24	14	20	13

자료: 와이지-원, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	18.1	20.6	11.1	5.9	11.5
P/B	1.1	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.5	8.5	7.9	6.1	7.9
P/CF	3.7	4.4	2.7	2.2	2.9
배당수익률 (%)	1.6	1.3	2.1	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	-11.1	8.1	4.0	15.5	1.1
영업이익	-24.1	24.2	6.0	42.1	-23.0
세전이익	-45.5	25.1	46.5	67.9	-36.7
당기순이익	-37.0	22.1	30.0	93.6	-38.5
EPS	-30.5	11.0	29.7	87.1	-48.3
안정성 (%)					
부채비율	195.0	144.2	146.1	131.1	148.4
유동비율	113.5	109.9	111.0	119.7	123.2
순차입금/자기자본(x)	153.9	109.9	112.7	96.9	113.2
영업이익/금융비용(x)	1.9	3.0	3.6	4.7	3.1
총차입금 (십억원)	353	307	319	331	393
순차입금 (십억원)	317	280	305	311	379
주당지표(원)					
EPS	516	572	742	1,389	718
BPS	8,299	8,885	9,184	10,586	10,518
CFPS	2,516	2,709	3,054	3,720	2,835
DPS	150	150	170	200	200

태광 (023160)

2019. 8. 12 | 조선/정유화학

Analyst **양형모**
02. 3779-8843
yhm@ebestsec.co.kr

살아남은 피팅업체

NR

목표주가	NR
현재주가	8,480 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

살아남은 피팅업체

이미 대부분의 국내 경쟁사들은 사라졌다. 그리고 용접용 피팅산업은 고객의 높은 기술 요구 수준과 고품질의 제조공정이 전제되어야 하고 대규모 설비를 확보하는 것이 어려워 진입장벽이 높다. 성광벤드/태광의 현재 수준 Capa로 신규 진입을 위해서는 부지, 장치, 설비 등 최소 5천억원 필요하다. 또한 전세계 EPC업체로부터 벤더등록을 받아야 제품 수주가 가능하다. 결론적으로 소요 시간과 비용을 감안하면 신규 플레이어의 진입은 사실상 불가하다.

용접용 피팅제품의 발주 시점은 다음과 같다. 건설업체의 프로젝트 수주 후 완료까지 2~4년의 공기가 소요되고, 설계에 1년여가 소요되는 점을 감안하면, 피팅 발주는 평균적으로 전방 산업의 프로젝트 신규 수주 후 9~10개월의 시간이 소요된다. 납기가 대략 3~6개월이라는 점을 감안하면 매출인식 시점은 전방 산업 프로젝트 수주 후 평균 12~15개월이다. 따라서 플랜트 발주 Cycle을 고려하면 하반기부터 피팅 제품 발주가 증가 추세로 전환할 전망이다.

바닥은 분명 탈피했다

수주잔고는 900억원 수준이다. BEP도 낮아졌다. 1Q19 수주는 500억원을 상회했다. 태국 정유공장, 브라질 FPSO, Texas Pipe, 러시아 정유시설, 인도네시아 LNG 발전 등 많은 국가에서 다양한 프로젝트가 나오고 있다. 이러한 추세는 지속될 것으로 전망한다. 사측은 내년 매출액은 2천억원을 넘어설 것으로 밝혔다. 그렇다면 마진은 두 자릿수를 넘어설 수 있겠다.

판가 인상 중

최근 원재료 가격이 상승했다. 보통 전방이 부진할 경우 원재료 가격을 판가에 전가하기 어렵다. 그러나 동사는 현재 판가를 인상 중이다. 피팅은 발주 물량 증가로 인한 단납기 물량이 발주될 경우 이익이 크게 늘어난다. 일부 단납기 물량도 발주되는 것으로 판단한다. 아직 완연한 턴어라운드는 아니지만 바닥은 확실히 지나고 있다.

Stock Data

KOSDAQ (8/9)		590.04 pt
시가총액		2,247 억원
발행주식수		26,500 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,800 / 8,310 원
90 일 일평균거래대금		7.92 억원
외국인 지분율		11.7%
배당수익률(18.12)		0.6%
BPS(18.12)		16,059 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.3%
	6 개월	-10.0%
	12 개월	-14.9%
주주구성	대신인터내셔날	43.9%
	신영자산운용(외 2 인)	9.5%

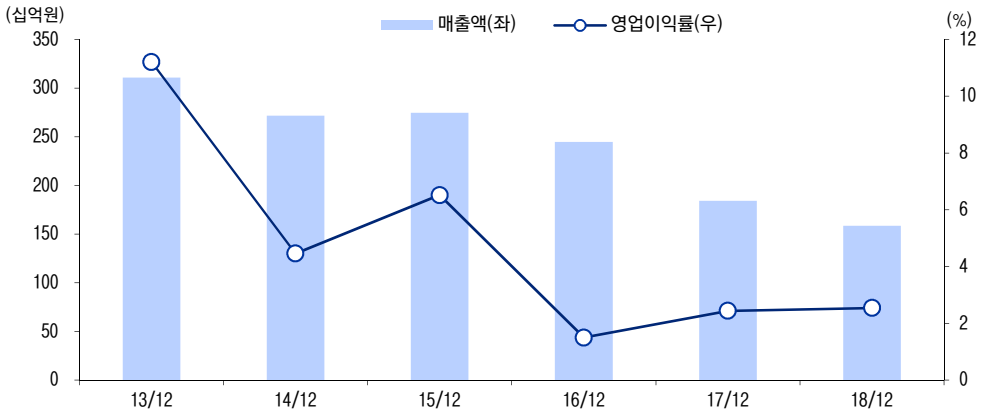
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	272	12	11	9	342	11.9	18	33.6	14.9	0.7	2.1
2015	274	18	21	16	613	79.0	24	15.2	8.1	0.6	3.8
2016	245	4	10	8	306	-50.1	9	28.1	15.4	0.5	1.8
2017	184	4	-22	-16	-627	적전	10	-13.7	15.2	0.5	-3.8
2018	123	6	8	5	198	흑전	11	43.4	4.8	0.5	1.2

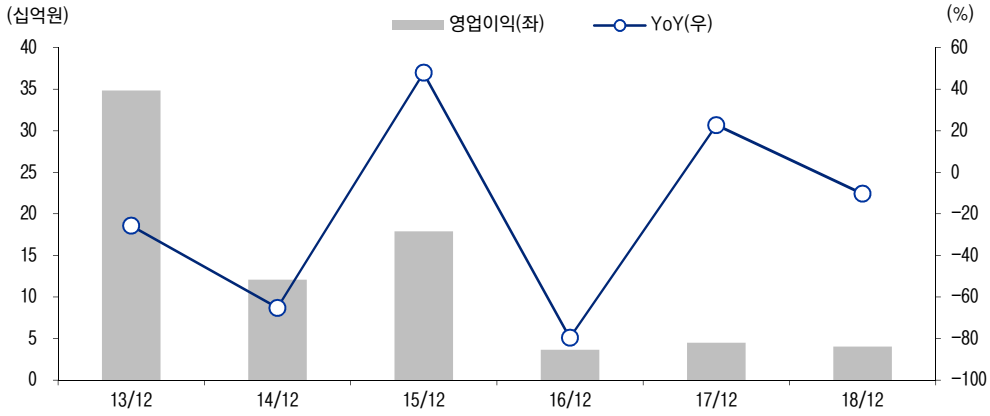
자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림73 연도별 매출액과 영업이익률 추이



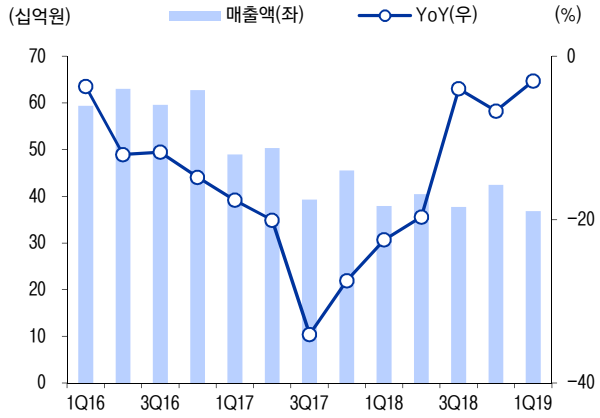
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 연도별 영업이익과 영업이익 YoY 추이



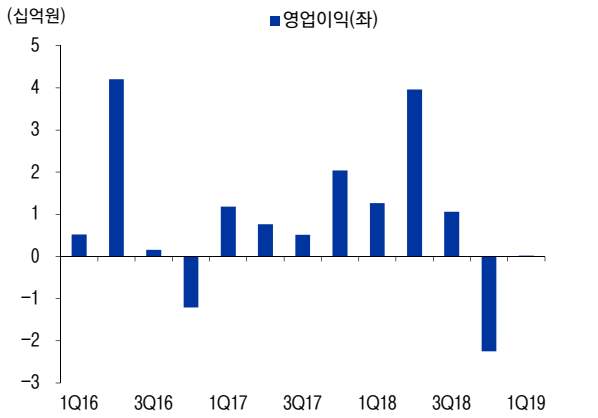
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 분기별 매출액과 매출액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 분기별 영업이익



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

태광 (023160)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	305	320	310	275	288
현금 및 현금성자산	22	36	63	49	154
매출채권 및 기타채권	105	114	98	76	39
재고자산	159	150	125	118	62
기타유동자산	19	21	24	33	32
비유동자산	162	160	165	179	163
관계기업투자등	12	12	18	34	9
유형자산	144	143	139	138	135
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	**467**	**480**	**475**	**454**	**451**
유동부채	40	37	28	29	11
매입채무 및 기타재무	34	27	21	24	7
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	11	6	5	4
비유동부채	14	13	12	6	10
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	13	12	6	10
부채총계	**54**	**51**	**39**	**35**	**22**
지배주주지분	413	429	435	419	426
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	379	395	401	385	391
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	4
자본총계	**413**	**429**	**435**	**419**	**430**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**272**	**274**	**245**	**184**	**123**
매출원가	237	235	220	160	103
매출총이익	**34**	**40**	**25**	**25**	**19**
판매비 및 관리비	22	22	21	20	13
영업이익	**12**	**18**	**4**	**4**	**6**
(EBITDA)	18	24	9	10	11
금융손익	1	3	6	-9	7
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	1	-17	-4
세전계속사업이익	**11**	**21**	**10**	**-22**	**8**
계속사업법인세비용	2	5	2	-5	3
계속사업이익	9	16	8	-16	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**9**	**16**	**8**	**-16**	**5**
지배주주	9	16	8	-16	5
총포괄이익	**7**	**16**	**8**	**-16**	**5**
매출총이익률 (%)	12.6	14.6	10.2	13.3	15.8
영업이익률 (%)	4.5	6.5	1.5	2.4	4.8
EBITDA 마진률 (%)	6.6	8.6	3.8	5.3	9.0
당기순이익률 (%)	3.3	5.8	3.2	-8.8	4.2
ROA (%)	1.9	3.4	1.7	-3.5	1.1
ROE (%)	2.1	3.8	1.8	-3.8	1.2
ROIC (%)	2.7	3.7	0.8	1.0	1.3

현금흐름표

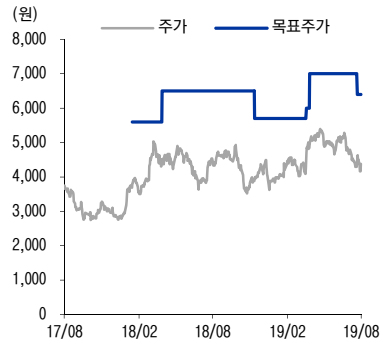
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**-18**	**20**	**42**	**17**	**108**
당기순이익(손실)	11	21	10	-22	5
비현금수익비용가감	7	5	2	11	-157
유형자산감가상각비	6	6	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	-2	-4	5	-163
영업활동 자산부채변동	-33	-5	34	27	261
매출채권 감소(증가)	-14	-8	18	18	114
재고자산 감소(증가)	-16	9	24	8	177
매입채무 증가(감소)	3	-6	-6	3	-31
기타자산, 부채변동	-5	-1	-3	-2	0
투자활동 현금	**13**	**-6**	**-13**	**-29**	**-2**
유형자산처분(취득)	-3	-5	-2	-4	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	16	0	-8	-24	12
기타투자활동	0	-1	-4	-1	-11
재무활동 현금	**-6**	**0**	**-3**	**-1**	**-1**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-3	-1	-1
배당금의 지급	0	0	3	1	1
기타재무활동	-6	0	0	1	0
현금의 증가	**-12**	**14**	**27**	**-14**	**105**
기초현금	34	22	36	63	49
기말현금	22	36	63	49	154

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	33.6	15.2	28.1	-13.7	43.4
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.9	8.1	15.4	15.2	4.8
P/CF	17.1	9.2	18.0	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	1.1	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	10.9	1.1	-10.8	-24.8	-33.4
영업이익	230.2	47.8	-79.5	22.7	31.6
세전이익	9.0	90.3	-51.8	적전	흑전
당기순이익	11.6	79.4	-50.1	적전	흑전
EPS	11.9	79.0	-50.1	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	13.0	11.8	9.1	8.3	5.0
유동비율	764.7	854.2	1,123.8	959.8	2,561.0
순차입금/자기자본(x)	-9.5	-13.1	-19.8	-19.2	-40.6
영업이익/금융비용(x)	269.1	406.9	69.0	80.3	513.8
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-39	-56	-86	-81	-174
주당지표(원)					
EPS	342	613	306	-627	198
BPS	15,584	16,195	16,426	15,818	16,059
CFPS	674	1,009	477	n/a	n/a
DPS	n/a	100	50	50	50

자료: 태광, 이베스트투자증권 리서치센터

세진중공업 목표주가 추이

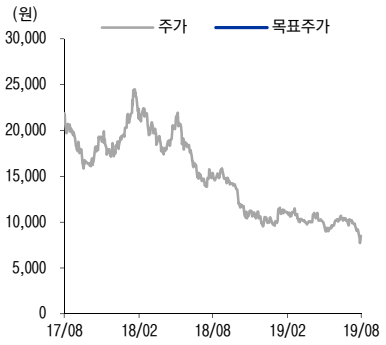


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.01.23	변경	양형모			
2018.01.23	Buy	5,600	-10.2		-25.7
2018.04.06	Buy	6,500	-24.2		-33.4
2018.11.20	Buy	5,700	-19.9		-26.9
2019.03.27	Buy	6,000	-16.7		-19.3
2019.04.04	Buy	7,000	-23.0		-29.2
2019.07.30	Buy	6,400			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

태웅 목표주가 추이

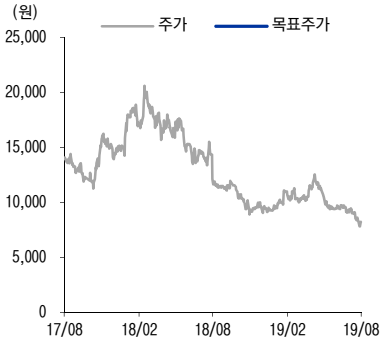


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.12	변경	양형모			
2019.08.12	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

와이지-원 목표주가 추이

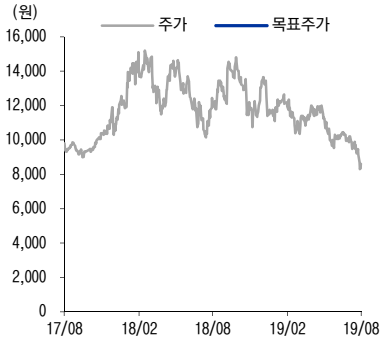


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.12	변경	양형모			
2019.08.12	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

태광 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.08.12	변경	양형모			
2019.08.12	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)