미드/스몰캡/경제전략

유화기 Vol.1

레이달리오의 패러다임 전환

Contents

Part Ⅰ	경제전략_ 레이 달리오의 패러다임 전환	2
Part Ⅱ	Quant	21

기업분석

삼양식품	30
천보	32
다원시스	34
레이	36
필옵틱스	38
쎄트렉아이	40

유화증권주식회사
YUHWA SECURITIES CO.,LTD.

Analyst 양형모, 홍종모, 강성훈

Part Ⅰ

레이 달리오의 패러다임 전환

Executive Summary

유화기 Vol. 1 레이 달리오의 패러다임 전환

당사 리서치센터는 앞으로 유화기 시리즈를 작성할 계획이다. 유화기는 파트 2~3개와 기업 분석으로 구성된다. 앞의 파트는 경제전략과 섹터/테마 분석, Quant가 담긴다. 경제전략은 경제 분석과 투자전략을 모두 아우르는 내용이며, Top-down 분석에 해당된다. 이번 자료에는 담기지 않았지만 앞으로 섹터 및 테마 분석도 작성할 것이다. 즉 유화기는 Top-down 분석으로 큰 틀의 전략을 고민하고, Quant 분석을 통해 Deep value를 위한 스크리닝 작업을 토대로 기업 탐방을 기획하고 종목을 분석하는 자료가 되겠다.

최근 화두는 단연 코로나로 인한 경기침체와 미국의 정책이다. 현재 미국을 필두로 주요국은 수퍼 부양책을 내놓고 있다. 5월 들어 미 하원은 3조달러에 달하는 추가 부양책을 통과시켰다. 이로 인해 미국은 30여년만에 20년 만기 국채 발행을 재개할 움직임을 보이고 있다. 일본과 유럽도 마찬가지다. 막대한 돈을 풀고 있다.

이번 자료의 핵심 내용은 위의 화두를 담고자 화폐 발행과 빚에 대해 분석했다. 또한 우리는 왜 레이 달리오가 앞으로 국채를 보유하는 행위가 1930~1945년 시기처럼 이자가 없거나, 마이너스인 채권을 들고 있는 것과 같을 것이라고 주장했는지 알고자 했다. 레이 달리오의 주장에 대한 결론은 다음과 같다. Covid-19로 인해 각국 중앙은행 및 정부의 정책이 필요하기 때문에 이로 인해 막대한 재정적자가 예상되고, 재정적자를 해소하기 위한 대규모 국채 발행이 불가피하다는 것이다. 결국 국채 가격이 하락할 수밖에 없다는 결론이겠다. 자세한 내용은 본문을 참고하자.

결론적으로 우리가 제시하는 향후 투자 전략은 트럼프 발언(디플레 or 인플레 maker)에 주목하자는 것이다. 2019년 트럼프 미국 대통령은 달러 강세로 미국 제조업체가 어려움을 겪고 있다면서 연준에 금리 인하를 요구했다. 그는 당시 달러 약세를 선호했다. 그러나 달러가 강했던 원인은 중국과의 무역 갈등이 격화되면서 안전자산인 채권에 대한 수요가 증가했고, 달러에 대한 수요가 증가했기 때문이다. 그러나 현재 트럼프는 달러 강세를 선호한다.

만약 트럼프가 디플레이션 환경을 조성하기 위한 이슈를 발생시킨다면 풍부한 유동성으로 화려한 성장주/개별주 장세(나스닥 위주)가 이어질 수 있겠다. 따라서 우리는 2H20~1H21 매출이 성장할 수 있는 기업에 주목하고자 한다. 또한 기업의 규모는 미드/스몰캡에 국한하지 않을 것이다. 관심 섹터는 2차전지, 폴더블, 제약/바이오, 시스템반도체, 건설장비, 면세, 엔터, 핀테크/결제, 디지털마케팅 등이다. 최근 코로나로 인해 기업 탐방이 여의치 않았고 이로 인해 미흡한 부분이 많다. Vol. 1 이후로 코로나 사태가 잠잠해지면 더욱 화이팅 넘치게 탐방을 다니고, 분석 자료를 작성하겠다. .

인플레이션= 실질 디플레이션

MV=PY

레이 달리오의 패러다임 전환을 분석하기 위해 우리는 MV=PY를 이해해야 한다.

△M/M = m, △V/V = v, △P/P = p, △Y/Y = y라고 하자. 변화 후의 변수들을 각각 M', V', P', Y' 라 하면, M' = (1+m)M, V' = (1+v)V, P' = (1+p)P, Y' = (1+y)Y 이며, 변화 후에도 M'V' = P'Y' 가 성립해야 한다. 따라서 M'V' = P'Y'에 각각 다음과 같이 대입하자.

=> (1+m)M*(1+v)V = (1+p)P*(1+y)Y

=> (1+m)(1+v)MV = (1+p)(1+y)PY

=> (1+m)(1+v) = (1+p)(1+y)

=> 1 + m + v + mv = 1 + p + y + py

=> m + v + mv = p + y + py

그렇다면 △M/M + △V/V + (△M/M)(△V/V) = △P/P + △Y/Y + (△P/P)(△Y/Y)가 된다. 위의 방정식을 통해 미국의 사례를 풀어보자. 미국 GDP는 2019년 기준 21조달러다. 통화량은 2019년 말 15.4조달러다. 만약 2020년 통화량이 월평균 1,000억달러씩 증가하고, GDP가 2% 증가하고, 화폐유통속도가 1.4가 된다면 물가는 어떻게 될까?

통화량은 약 7.8% 증가한다. 화폐유통속도는 약 2.7% 상승한다. 대입해보면 물가는 약 8.5% 상승한다. 여기서 만약 화폐유통속도가 1.34가 된다면 물가는 약 3.9% 상승한다.

통화량은 기간/구간별로 일정한 기울기를 가지고, 일정하게 증가한다. 화폐경제가 탄생되면서 설계된 구조 상 화폐유통속도는 부채 증가와 물가의 시차 반영 때문에 하락할 수 밖에 없다. 그러나 통화량 증가로 인한 화폐의 가치하락, 즉 물가 상승은 결국 화폐유통속도를 일정부분 상승시킨다.

여기서 인플레이션이 발생한다는 것은 한정된 통화로 구매할 수 있는 상품의 수량 감소를 의미하며 통화량 증가가 결국 통화량을 감소시키는 이상한 효과를 가져온다. 즉 인플레이션은 실질적으로 디플레이션을 만든다. 아이러니하게도 화폐유통속도 값이 내려가야 시중에 유동성을 풍부하게 만들고, 한정된 통화로 구매할 수 있는 상품의 수량이 증가한다.

표1 미국 M0 와 M2 공급량 - 기축국

(십억달러=1.2조원)	M0	월평균 M0	M2	월평균 M2	M0:M2 비율	M0 증가율	M2 증가율	통화량 조절
2000~2004	142.7	2.4	1,740.2	29.0	12.2			
2005~2009	1,196.3	19.9	2,077.2	34.6	1.7	738.1%	19.4%	X
2010~2014	1,974.1	32.9	3,215.8	53.6	1.6	65.0%	54.8%	X
2015~2019	-589.0	-9.8	2,753.4	45.9			-14.4%	O

자료: 유화증권 리서치센터

표2 유럽 M0 와 M2 공급량 - 미국과 유사한 규모

(십억유로=1.3조원)	M0	월평균 M0	M2	월평균 M2	M0:M2 비율	M0 증가율	M2 증가율	통화량 조절
2000~2004	141.8	2.4	1,494.5	24.9	10.5			
2005~2009	417.1	7.0	2,637.8	44.0	6.3	194.1%	76.5%	X
2010~2014	37.5	0.6	1,460.5	24.3	38.9	-91.0%	-44.6%	O
2015~2019	1,922.3	32.0	2,139.4	35.7	1.1	5026.1%	46.5%	X

자료: 유화증권 리서치센터

표3 일본 M0 와 M2 공급량 – 상당히 작은 규모

(천억엔=1.1조원)	M0	월평균 M0	M2	월평균 M2	M0:M2 비율	M0 증가율	M2 증가율	통화량 조절
2000~2004	459.0	7.7	723.1	12.1	1.6			
2005~2009	-34.7	-0.6	678.0	11.3			-6.2%	O
2010~2014	1,791.4	29.9	1,271.0	21.2	0.7		87.5%	X
2015~2019	2,187.0	36.5	1,173.0	19.6	0.5	22.1%	-7.7%	O

자료: 유화증권 리서치센터

표4 중국 M0 와 M2 공급량 – 과도한 화폐 발행

(백억위안=1.7조원)	M0	월평균 M0	M2	월평균 M2	M0:M2 비율	M0 증가율	M2 증가율	통화량 조절
2000~2004	53.7	0.9	1,314.6	21.9	24.5			
2005~2009	142.3	2.4	3,555.9	59.3	25.0	164.8%	170.5%	X
2010~2014	195.0	3.3	6,027.7	100.5	30.9	37.0%	69.5%	X
2015~2019	109.6	1.8	6,419.9	107.0	58.6	-43.8%	6.5%	X

자료: 유화증권 리서치센터

역사적으로 화폐 수량의 급격한 증가 이후, 이에 상응하는 상당한 인플레이션이 대부분 발생했다. 미국의 경우 10% 상회하는 인플레이션은 최초 1970 년대 발생했다. 통화량이 급증하면서 물가 상승이 발생하는데 원인은 다음과 같다. 첫째 재정지출 증가, 둘째 정부의 고용 정책, 셋째는 연준의 잘못된 정책이다.

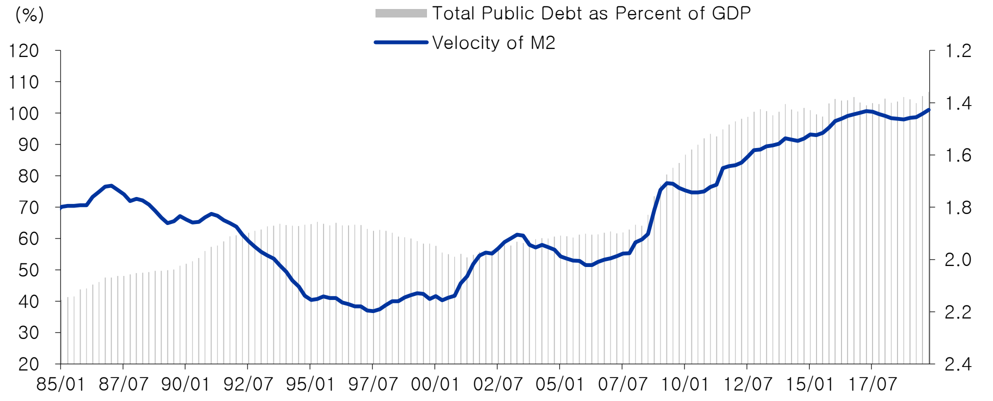
정부 지출의 경우 만약 재원이 조세 제도 강화를 통한 직접 세금이라면 화폐량의 급격한 증가와 인플레이션을 유발하지 않을 것이다. 조세 제도를 강화하게 된다면 정부의 지출 재원은 늘어나겠지만 민간의 지출 재원은 줄어든다. 그렇기 때문에 조세제도를 통한 재원 마련은 실현하기 어려운 방안이었다. 결국 재원을 마련할 수 있었던 방법은 화폐 발행이었다.

미국에서 완전 고용을 실현시키려는 정책은 화폐 발행을 증가시킨다. 조세는 개인지출을 감소시키기 때문에 오히려 실업률이 증가되는 것으로 보인다. 따라서 완전 고용 정책은 정부 지출을 증가시키고 그 결과로 발생하는 재정적자를 화폐 발행으로 충당하게 된다. 화폐 발행(화폐 증발)으로 재정 지출을 충당하는 경우는 다음과 같다. 예를 들어 만약 정부가 새로운 도로를 건설한다고 가정하자. 조세 정책의 변화는 없기 때문에 아무도 세금을 더 납부하지 않았다. 그러나 결국 새로운 도로가 건설되었다면 건설 비용은 어떻게 마련했을까? 재정정책의 일환이며, 재정 충당을 위해 국채를 발행하는 등 화폐를 발행했을 것이다.

화폐를 발행하게 되면 모든 화폐 보유자들이 비용을 부담하게 된다. 이는 명목화폐 수량과 실질화폐 수량의 구별 때문에 발생한다. 중요한 것은 실질현금잔고다. 즉 추가로 발행된 화폐가 도로 건설에 종사한 노동자들에게 흘러 들어 갔고, 그들은 상품을 구매했을 것이다. 그렇다면 화폐는 상품 판매자에게 흘러 들어 갔고, 이 판매자로부터 또 다른 판매자에게 연속적으로 화폐 이동이 발생하게 된다. 이러한 연쇄 과정이 발생한다면 시중 화폐량이 생산량보다 상당히 빠르게 증가하게 된다. 생산량 증가는 서서히 나타나기 때문에 물가 상승이 발생하는 것이다.

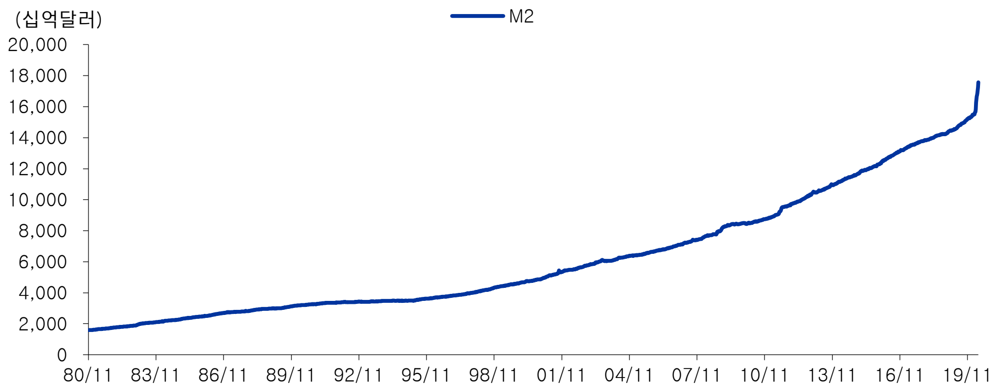
물가 상승의 의미는 화폐 가치 하락으로 구매력이 감소했다는 뜻이다. 결국 물가 상승 전과 동일한 구매력을 가진 화폐를 가지려면 지출을 줄이고, 잔고를 늘려야 한다.

그림1 **화폐유통속도와 부채비율 음의 관계 – 유통속도 상승은 한계가 있음**



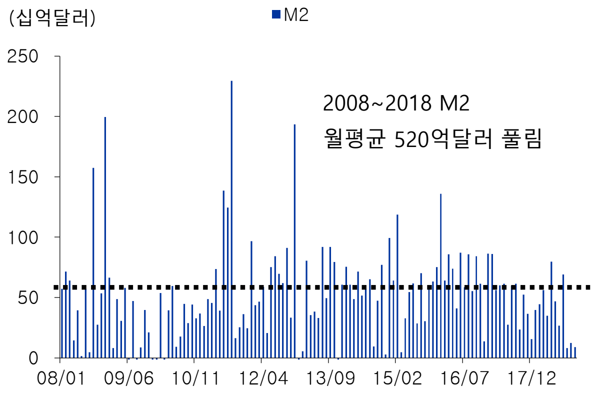
자료: 유화증권 리서치센터

그림2 Covid-19 이전 기간별 일정한 기울기의 미국 M2



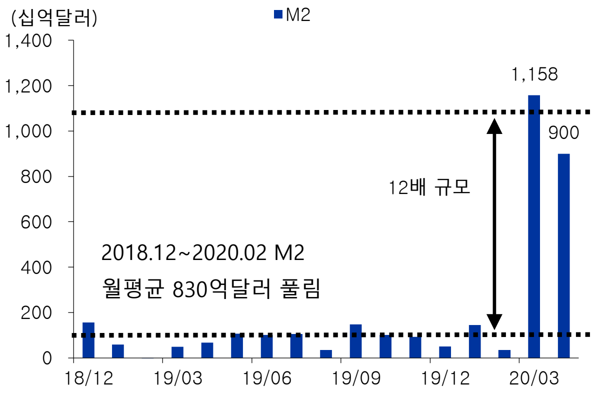
자료: 유화증권 리서치센터

그림3 2008 년부터 2018 년까지 미국 M2



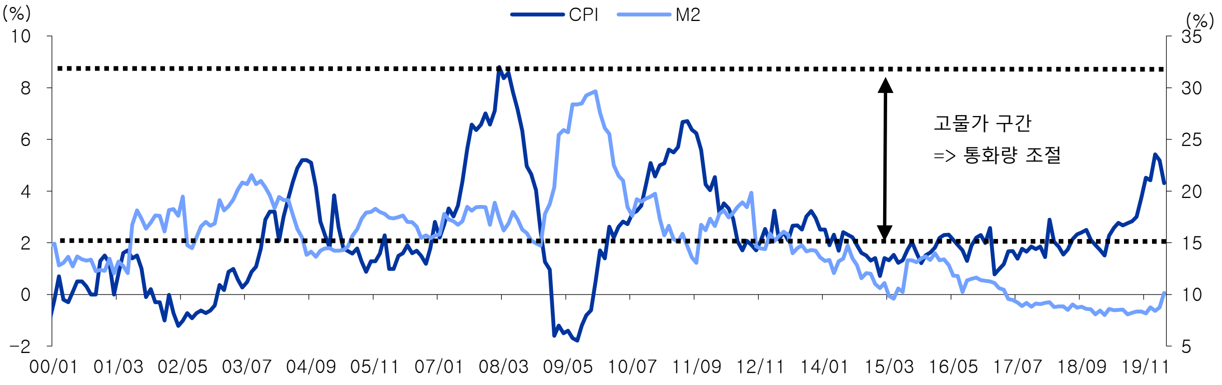
자료: 유화증권 리서치센터

그림4 2018 년부터 2020 년까지 미국 M2



자료: 유화증권 리서치센터

그림5 중국 고물가 구간 재진입



자료: 유화증권 리서치센터

苦肉之策(고육지책)

일단은 실물경제/자산시장 악화를 막자

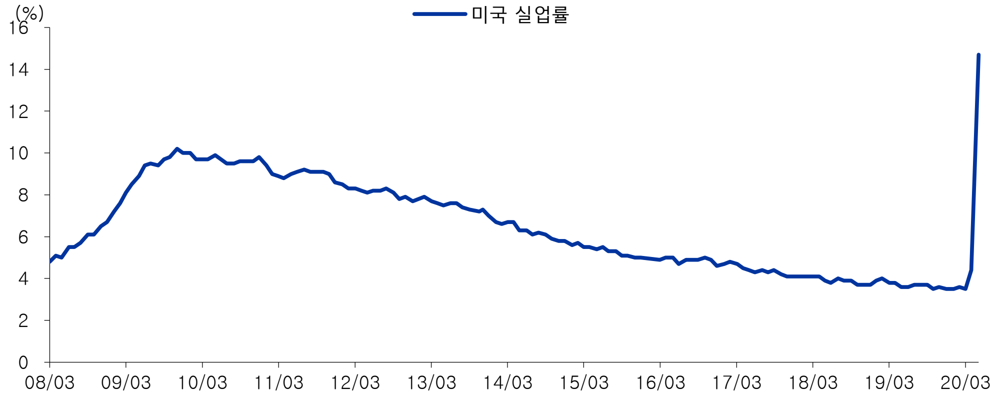
대공황이 발생한 1929년 10월 미국 주식시장이 폭락했다. 미국뿐만 아니라 유럽을 비롯한 세계 금융기관들도 무너졌다. 1932년에는 주가가 고점 대비 85% 하락했다. 1931년과 1932년에 물가는 10%씩 하락했다. 1930년대 초 실업률은 25%에 근접했다. 거의 1만개에 달하는 은행이 도산했다. 1930년대 말에도 실업률은 여전히 13% 수준으로 높았다.

1930년대에는 청산 이론이 지지를 받았다. 청산 이론이란 과잉의 시기를 경험하면 그 다음으로 필요한 것은 디플레이션의 시기라는 것이다. 경제 내에 축적된 과잉을 없애는 과정인 셈이다. 당시 미국 연준에서조차 청산 이론이 옳다고 생각했다. 그렇기 때문에 결국 다수 은행이 도산하도록 내버려뒀다.

금본위와 신용 화폐시스템 모두 허용할 수 있는 부채의 한계치가 있다. 한계치를 초과하는 부채에 대해서는 두 가지 방법으로 초기화 작업이 가능하다. (1) 통화량을 계속 증가시켜 부채를 낮추는 노력을 계속하는 방법(베네수엘라 등 하이퍼인플레이션 발생 가능), (2) 통화량을 감소시켜 디플레이션 상황을 만들고, 갚을 능력이 없는 곳은 청산시키는 방법(연준이 만드는 대공황)이다.

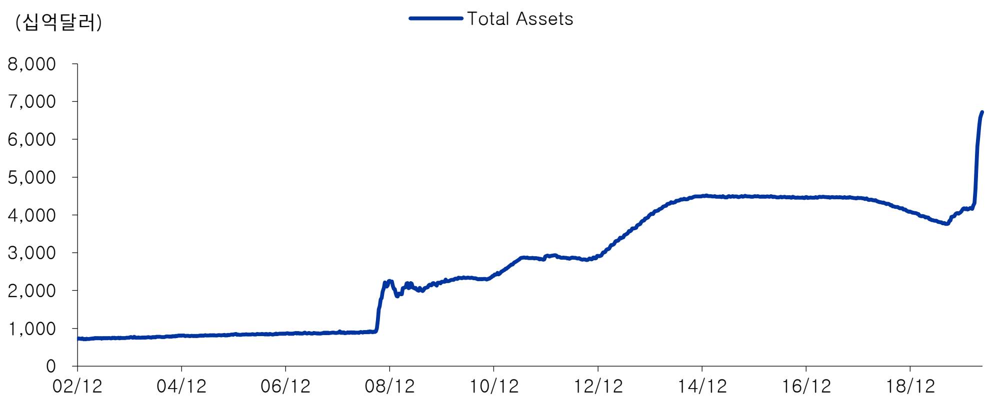
화폐 시스템이 붕괴되지 않기 위해서는 통화량을 계속 공급해 주어야 한다. 만약 이런 공식이 깨지면 기업 파산, 실업률 증가, 소비 위축 등의 실물경제 하락이 발생하고, 결국 자산시장에 악영향을 끼치게 된다. 현재 연준은 이런 상황이 발생하는 것을 막으려 노력 중이다.

그림6 미국 실업률



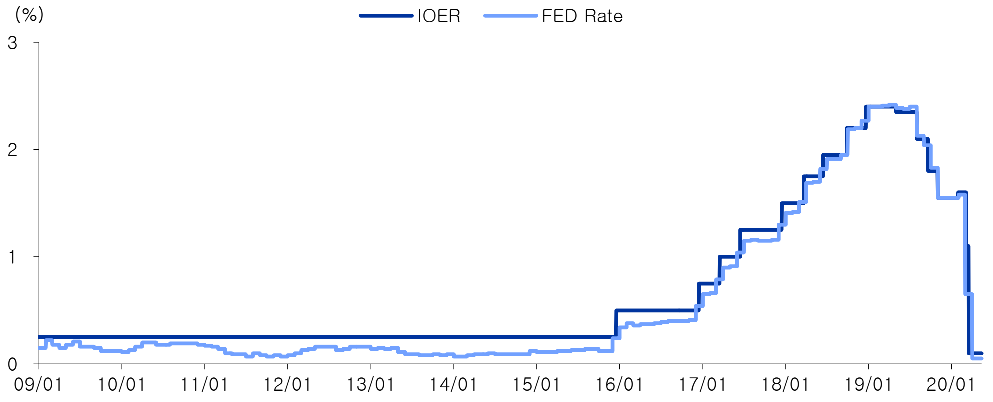
자료: 유화증권 리서치센터

그림7 연준 자산 3 조달러 증가



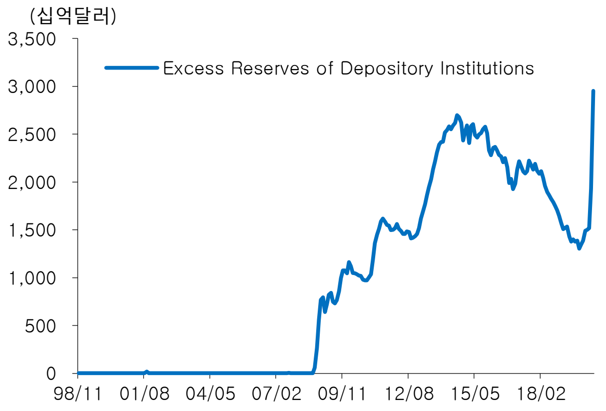
자료: 유화증권 리서치센터

그림8 초과지급준비율과 금리



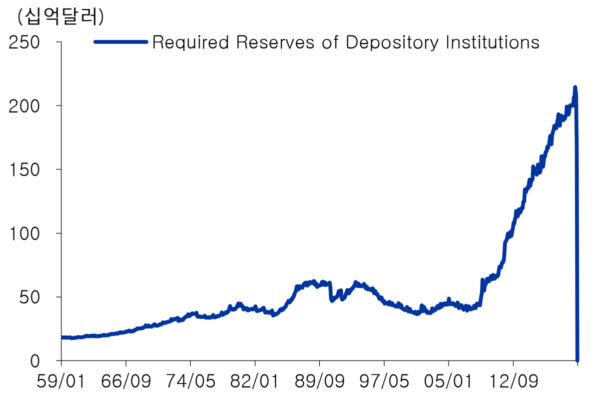
자료: 유화증권 리서치센터

그림9 초과지급준비금 1.5 조달러 증가



자료: 유화증권 리서치센터

그림10 준비금 0



자료: 유화증권 리서치센터

인위적인 정책 없이는 어느 정도의 물가 상승 막을 수 없다

2020년 4월 미국 실업률은 1930년대 대공황 시기 기록했던 25% 이후 90년 만에 최고 수준인 14.7%를 기록했다. 그러나 대공황과 다른 점은 4월 실직자 2,050만명 가운데 78%는 영구 해고가 아닌 임시 해고로 분류되었다는 것이다.

현재 연준은 기업 파산, 실업률 증가, 소비 위축 등의 실물경제 하락을 막기 위해 신용등급 BB이하의 부실 기업들에게까지 대출을 제공하기로 했다. 이는 청산 이론에 반하는 통화량을 증가시켜 실물 경제 하락을 막는 방법이다. Covid-19로 인한 상황이지 대공황과 같이 부채 초기화 작업을 거쳐야 하는 상황은 아니기 때문이다.

다만 버블이나 인플레이션 등의 부작용을 최소화 시켜야 하겠다. 만약 연준이 기존에 예상한 대로 미국에서 최대 4,700만명이 일자리를 잃고 실업률이 32%까지 치솟거나 임시 해고를 영구 해고로 전환하는 문제가 발생하면 연준은 추가적인 고육지책을 쓸 수 밖에 없겠다.

연준의 조심스러운 움직임에도 불구하고 금융기관들이 확보한 자금 여력이 대출, 투자로 이어진다면 물가 상승이 발생할 수 있다.

그림11 연준 자산에서 아직까지 세컨더리 마켓 매입 규모는 0

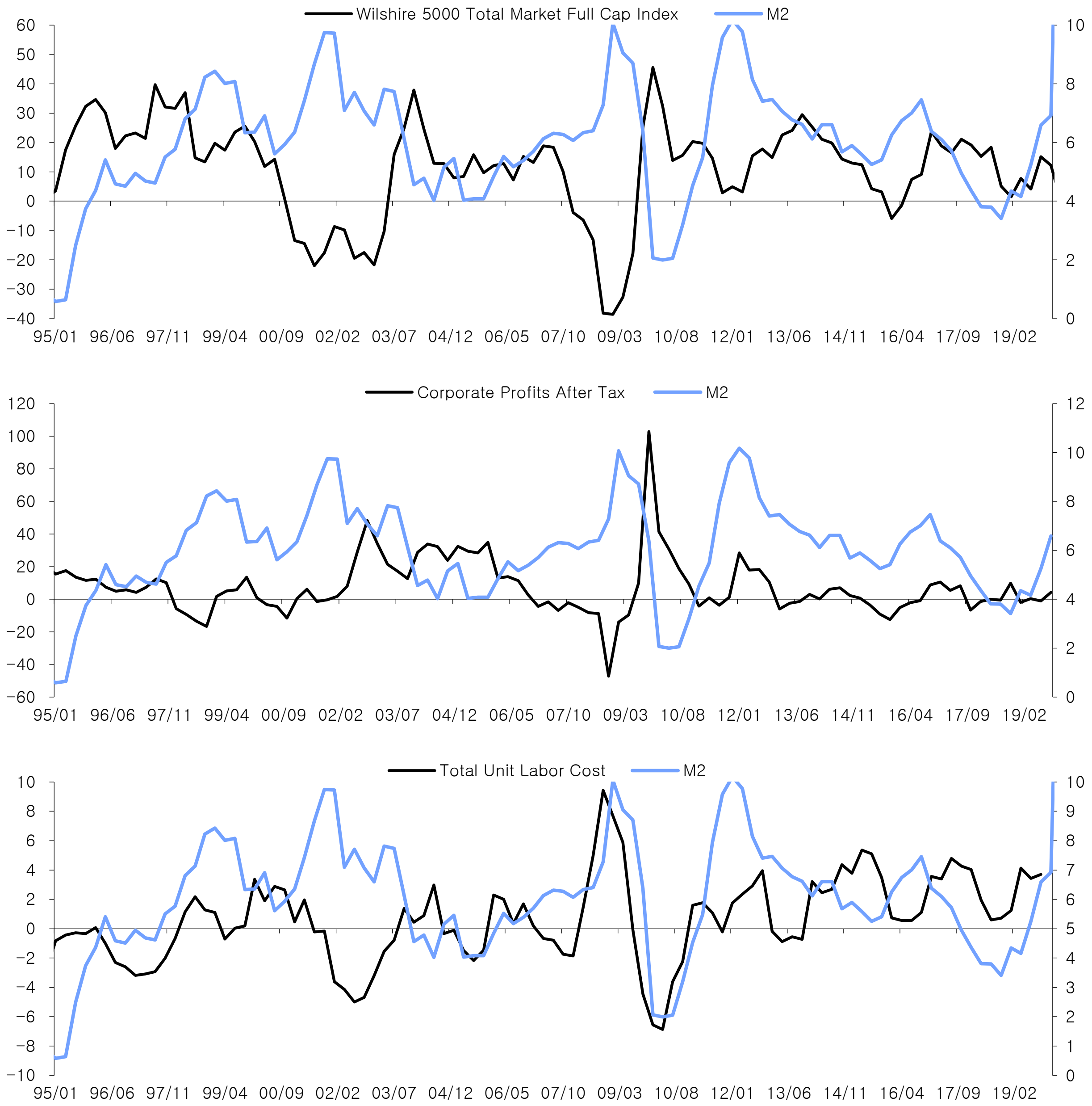
1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions
Millions of dollars

Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures			Wednesday May 6, 2020
	Week ended May 6, 2020	Change from week ended Apr 29, 2020	Change from week ended May 8, 2019	
Reserve Bank credit	6,663,700	+ 66,045	+2,811,277	6,682,832
Securities held outright[1]	5,605,502	+ 43,004	+1,903,657	5,627,918
U.S. Treasury securities	3,998,014	+ 52,997	+1,873,949	4,020,191
Bills[2]	326,044	0	+ 325,944	326,044
Notes and bonds, nominal[2]	3,390,412	+ 46,208	+1,403,987	3,409,516
Notes and bonds, inflation-indexed[2]	245,409	+ 6,290	+ 130,048	248,266
Inflation compensation[3]	36,149	+ 498	+ 13,971	36,365
Federal agency debt securities[2]	2,347	0	0	2,347
Mortgage-backed securities[4]	1,605,141	- 9,993	+ 29,708	1,605,380
Unamortized premiums on securities held outright[5]	285,429	+ 4,161	+ 151,526	286,502
Unamortized discounts on securities held outright[5]	-5,631	+ 176	+ 7,322	-5,534
Repurchase agreements[6]	172,929	+ 9,371	+ 172,920	172,700
Foreign official	0	0	0	0
Others	172,929	+ 9,372	+ 172,920	172,700
Loans	118,730	- 2,654	+ 118,686	113,342
Primary credit	29,913	- 1,346	+ 29,907	26,494
Secondary credit	0	0	0	0
Seasonal credit	0	0	- 37	0
Primary Dealer Credit Facility	19,070	- 9,548	+ 19,070	14,903
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	44,695	- 2,809	+ 44,695	42,763
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	25,052	+ 11,049	+ 25,052	29,181
Other credit extensions	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility II LLC[7]	3,974	+ 1,053	+ 3,974	3,988
Float	-275	+ 92	- 133	-241
Central bank liquidity swaps[8]	444,965	+ 10,712	+ 444,910	444,885
Other Federal Reserve assets[9]	38,077	+ 130	+ 8,415	39,271
Foreign currency denominated assets[10]	20,653	+ 213	+ 62	20,521
Gold stock	11,041	0	0	11,041
Special drawing rights certificate account	5,200	0	0	5,200
Treasury currency outstanding[11]	50,289	+ 14	+ 390	50,289
Total factors supplying reserve funds	6,750,883	+ 66,272	+2,811,728	6,769,884

Note: Components may not sum to totals because of rounding. Footnotes appear at the end of the table.

자료: 유화증권 리서치센터

그림12 통화량과 주가, 기업 이익, 고용과의 관계 – 통화량이 증가하면 후행적으로 기업이익이 증가



자료: 유화증권 리서치센터

연준 세컨더리 마켓 회사채 ETF, 정크본드까지 매입

2009년 금융위기 시기의 금리는 5.25%였기 때문에 금리인하의 효과를 기대할 수 있었다. 그러나 Covid-19가 발생한 2020년 금리가 낮았기 때문에 연준이 보유한 전통적인 통화정책 수단이 많지 않았다. 또한 기업 부채가 금융위기 때보다 증가했고, 고위험부채의 규모는 2008년 시점보다 2배 증가한 상황이었다. 이로 인해 연준은 모든 비전통적인 통화정책 수단을 꺼내고 있다.

연준의 공개시장조작을 담당하는 뉴욕 연방준비은행에 의하면 이달 초부터 '세컨더리 마켓 기업 신용 기구'(SMCCF)의 회사채 상장지수펀드(ETF) 매입이 시작될 예정이다. SMCCF는 회사채를 직접 매입하고 '프라이머리 마켓 기업 신용 기구'(PMCCF)도 운영에 들어갈 전망이다.

프라이머리 마켓은 발행시장, 세컨더리 마켓은 유통시장을 의미한다. 버핏 회장은 이에 대해 빚이 지나치게 증가하고 있고 이 같은 정책은 결국 극단적인 결과를 불러올 수 있다고 언급했다.

연준이 아직 회사채를 사들이지 않았음에도 불구하고 효과는 컸다. 연준의 정크본드 매입 방침 덕에 카니발이 60억 달러, 포드가 80억 달러를 정크본드 시장에서 조달하고, 보잉도 250억 달러를 수혈했다.

프라이머리 마켓에서의 매입은 돈을 대출해주는 성격이기 때문에 유동성 공급의 일환으로 해석할 수 있다. 그렇지만 유통시장 매입은 다르다. 자산 시장으로 돈이 흘러 들어갈 가능성이 있다. 또한 막대한 부채 문제(이자 부담)가 부상할 수 있다.

그림13 M2 증가율 사상 최대치 기록 중

자료: 유화증권 리서치센터

레이 달리오 패러다임 전환을 주장하다

레이 달리오 국채 매각을 권고

밀턴 프리드먼의 주장과 레이 달리오의 주장은 일맥상통한다. 먼저 밀턴 프리드먼의 이론을 살펴보자.

밀턴 프리드먼에 의하면 화폐증가율의 변화는 약 6~9 개월 후에 명목소득 증가율의 변화를 일으킨다. 명목소득 증가율 변화는 처음에는 산출량에 나타나고 물가에는 변화가 없다. 실물 생산의 증가율도 6~9 개월 후에 변화를 일으킨다. 그러나 물가 상승률은 초기에는 거의 영향을 받지 않는다.

물가 변화는 소득 및 생산 증가 이후 약 12~18 개월 후에 발생한다. 결론적으로 화폐 증가율의 변화로 인한 인플레이션율의 변화는 평균 18~27 개월 정도가 소요된다. 이로 인해 인플레이션이 발생하면 당장 막을 수 없다. 한번 흐름을 탄 화폐의 변화는 유량을 쉽게 조절할 수 없는 것과 같은 논리다. 화폐 변화는 초기 주로 생산에 영향을 미친다. 중장기에 걸친 화폐 증가율은 주로 물가에 영향을 미치게 된다.

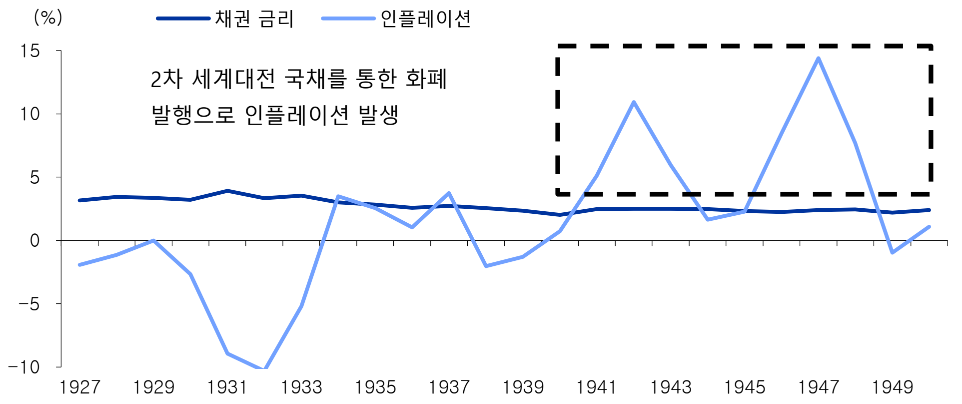
그는 인플레이션이 생산의 증가보다 더 급속한 화폐 수량의 증가에 의해서만 발생한다고 주장한다. 또한 같은 의미에서 인플레이션은 언제 어디서나 화폐적 현상이라고 말했다.

레이 달리오는 앞으로 국채를 보유하는 행위는 1930~1945년 시기처럼 이자가 없거나, 마이너스인 채권을 들고 있는 것과 같을 것이라고 주장했다. 그는 Covid-19로 인한 각국 중앙은행 및 정부의 정책은 필요하다면서 이로 인해 막대한 재정적자가 예상되고, 재정적자를 해소하기 위한 대규모 국채 발행이 불가피할 것으로 예상했다. 결국 가격이 하락할 수밖에 없다는 것이다.

만약 시장의 유동성이 살아나게 되면 연준은 현재의 공격적인 장기 국채 매입 속도를 늦출 수 있다. 이로 인해 장기 국채에 대한 수요가 감소하게 되면 금리가 상승할 수 있다. 실제 2013년 연준이 자산매입 축소 계획을 발표하면서 미 국채금리는 급격한 상승을 경험했다.

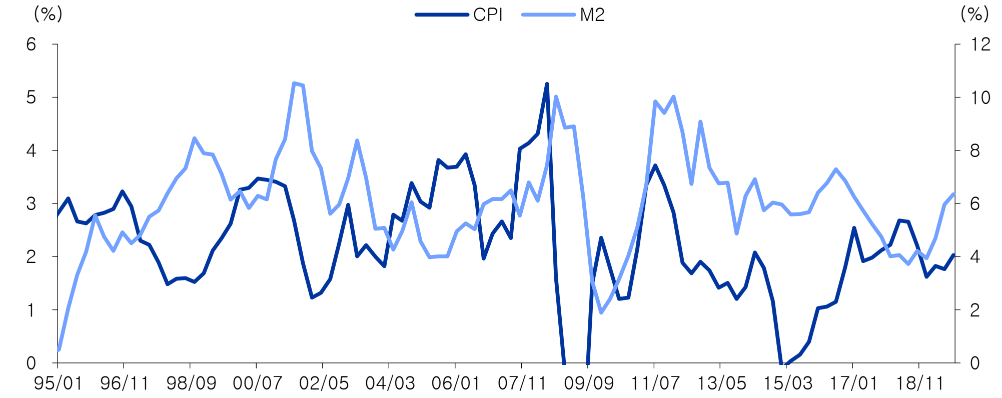
또한 미정부가 장기물을 추가로 발행하면 물량 부담이 커질 수 있다. 최근 미 정부는 1조 달러 이상의 단기물 국채를 발행했지만 부양책은 3조 달러를 상회할 전망이기 때문에 20년물을 포함한 장기물에서 나머지가 조달될 가능성이 높다. 결국 레이 달리오는 급격한 화폐발행 증가로 물량이 부담되면서 국채 가격이 하락하고, 인플레이션이 발생할 것이라고 주장하고 있는 것이다.

그림14 1940 년대 인플레이션 발생



자료: 유화증권 리서치센터

그림15 통화량 증가와 물가 상승



자료: 유화증권 리서치센터

투자전략_ 미국 정책과 트럼프 발언에 주목

트럼프가 원하는 것은 무엇일까? 주가 상승과 달러 강세를 선호

GDP 구성요소는 다음과 같다. GDP= C(소비)+I(기업투자)+G(정부정책)+Nex(순수출)

전세계 GDP 항목별 비중은 다음과 같다. GDP 중 (1) 미국은 소비가 차지하는 비중이 약 70%, (2) 중국은 기업투자가 차지하는 비중이 약 43%, (3) 유로는 수출이 차지하는 비중이 약 44%, (4) 독일은 수출이 차지하는 비중이 약 47%, (5) 한국은 수출이 차지하는 비중이 약 43%다.

통상적으로 독일과 한국은 중국으로 수출하고, 중국은 수입해서 다시 미국으로 수출하는 구조라 볼 수 있다. 미중 무역전쟁은 관세로 인해 중국에서 미국 수입 및 소비로 가는 수출길이 막혔던 셈이다. 결국 독일과 한국의 수출까지 동시에 막혀버리는 것이다.

전세계 GDP에서 미국의 소비가 18%, 중국의 소비가 7%, 중국의 기업투자가 7%, 유로의 소비가 9%, 수출이 7%를 차지한다. 무역전쟁은 전세계 GDP에서 50%를 넘게 차지하는 항목에 모두 영향을 끼쳤다.

표5 전세계 GDP 항목별 비중

GDP 항목별 비중	GDP 비중	소비	정부지출	기업투자	수출	수입	순수출
전세계		57%	16%	26%	29%	-28%	1%
미국	26%	69%	17%	16%	12%	-15%	-3%
중국	17%	39%	15%	43%	20%	-18%	2%
일본	6%	56%	20%	24%	18%	-17%	1%
유로	17%	54%	20%	20%	44%	-40%	4%
독일	5%	54%	20%	20%	47%	-40%	7%
영국	4%	65%	19%	17%	30%	-32%	-2%
한국	2%	48%	15%	31%	43%	-38%	5%

자료: 유화증권 리서치센터

표6 전세계 GDP 에서 국가별 항목별 차지하는 비중

	소비	정부지출	기업투자	수출	수입	순수출
미국	18%	4%	4%	3%	-4%	-1%
중국	7%	2%	7%	3%	-3%	0%
일본	3%	1%	1%	1%	-1%	0%
유로	9%	3%	3%	7%	-7%	1%
독일	3%	1%	1%	2%	-2%	0%
영국	2%	1%	1%	1%	-1%	0%
한국	1%	0%	1%	1%	-1%	0%

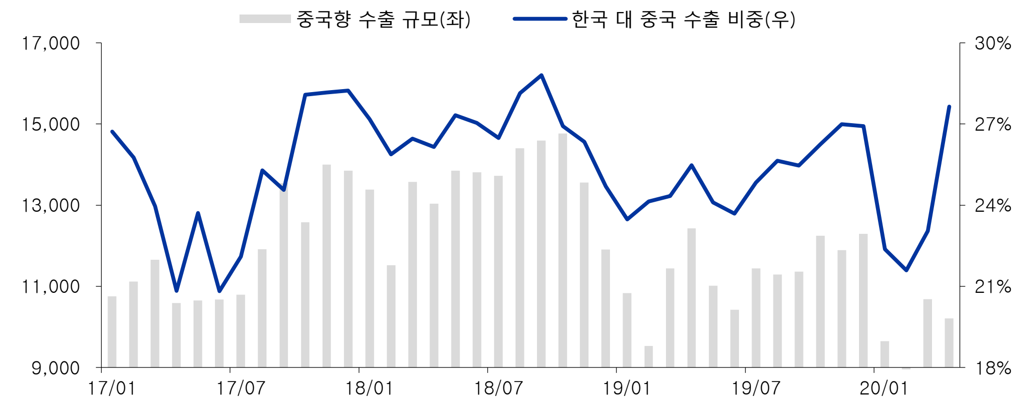
자료: 유화증권 리서치센터

중국은 GDP에서 소비가 차지하는 비중이 39% 수준이기 때문에 소비 부양만으로는 경기가 부진할 수 밖에 없다. 제조업 경기 또한 무역전쟁 중 좋지 않은 영향을 받았다. 미국향 수출 규모가 큰 폭으로 감소했고, 고정자산 투자율과 제조업 PMI 지수가 하락했다. 8% 수준의 고정자산 투자율은 홍콩 사태가 있었던 2019년 11월 기준 5.2%까지 감소했다. 그리고 2018년 9월 약 47조 규모의 미국향 월간 수출액 규모는 1차 무역 합의가 있기 전인 2019년 12월 약 33조원 규모로 29% 감소했다.

무역전쟁은 중국 기업투자에도 영향을 미친다. 중국은 이를 타파할 방법이 없다. 결국 해석하면 통화량이 증가해도 생산량이 재고로 쌓여버리고, 화폐유통속도가 정상화될 수 없는 디플레이션 상황이 발생했던 것이다.

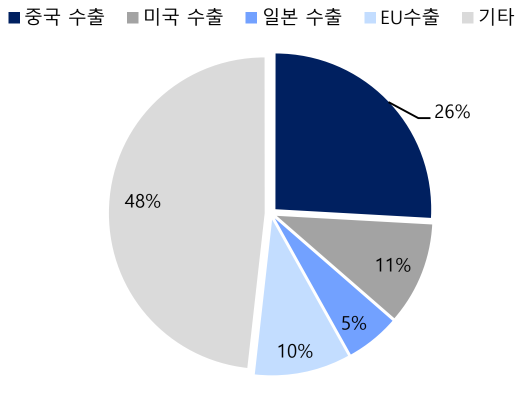
한국의 경우 반도체와 같은 중간재를 주력 수출품으로 한다. 전체 수출 규모 중 중국향 수출 규모가(2018년 3월 기준) 26%로 가장 크다. 한국의 미국향 수출이 감소한 것과 마찬가지로 중국향 수출 규모 역시 2018년 10월 기준 14조 7천억원 수준에서, '19년 11월 기준 11조 8억원까지 감소하며 약 20% 감소했다.

그림16 한국과 중국의 무역 추이



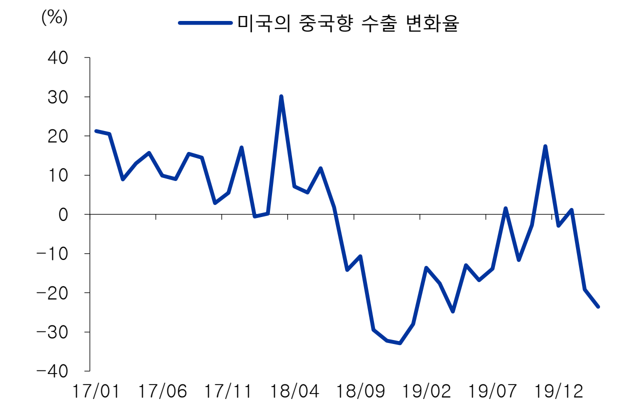
자료: 유화증권 리서치센터

그림18 한국 국가별 무역 비중



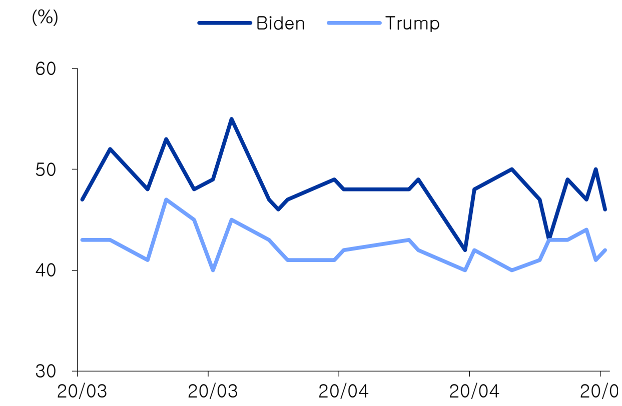
자료: 유화증권 리서치센터

그림20 미국의 중국향 수출 변화율



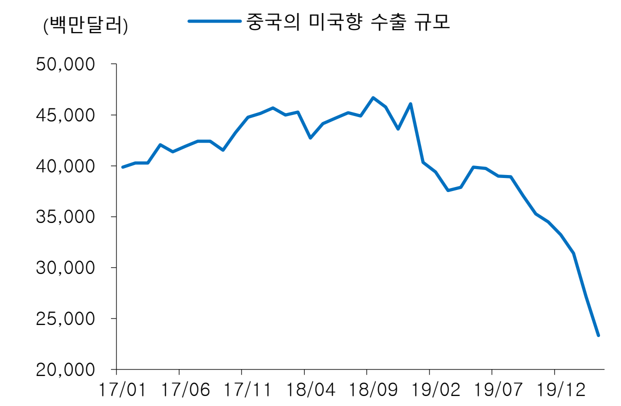
자료: 유화증권 리서치센터

그림21 트럼프와 바이든 지지율 추이



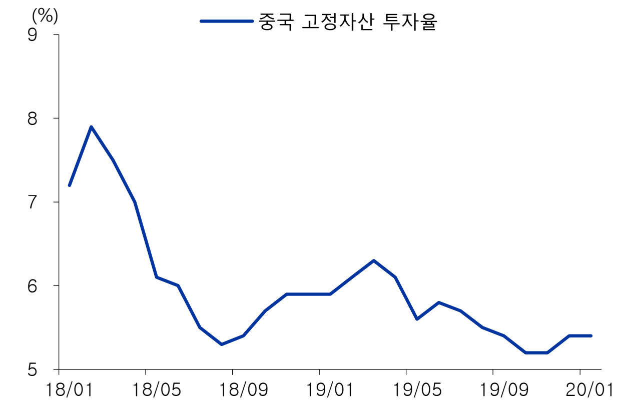
자료: 유화증권 리서치센터

그림22 중국의 미국향 수출 규모 추이



자료: 유화증권 리서치센터

그림23 중국 고정자산 투자율 추이



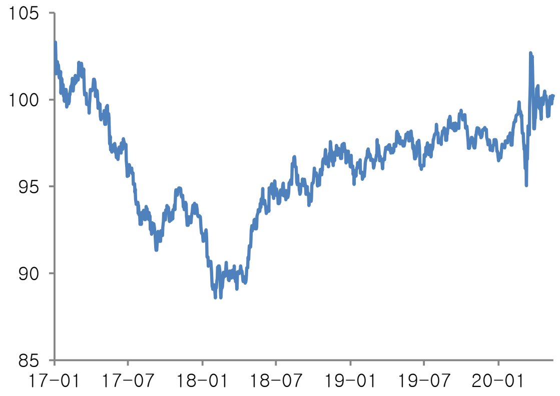
자료: 유화증권 리서치센터

미국은 소비가 차지하는 비중이 70%에 육박하기 때문에 각종 부양책으로 버틸 수 있었다. 다만 무역분쟁 시간이 지속되면 미국 경기도 타격을 입을 수 밖에 없는 구조다.

5월 12일 미국 정부는 공적 연금인 TSP의 중국 주식 투자를 중단 시키며 직접 행동에 나섰고, 14일 중국과의 관계를 모두 끊을 수 있다고 언급했다. 또한 코로나 19에 의한 영향이 크겠지만, 전년 동기 대비 미국의 중국향 수출 변화율이 2020년 2월과 3월 각각 -19.2%, -23.5%를 기록하며 1차 합의를 통해 미국이 원했던 기대치를 충족 시키지 못하고 있어 이를 문제 삼고 있다.

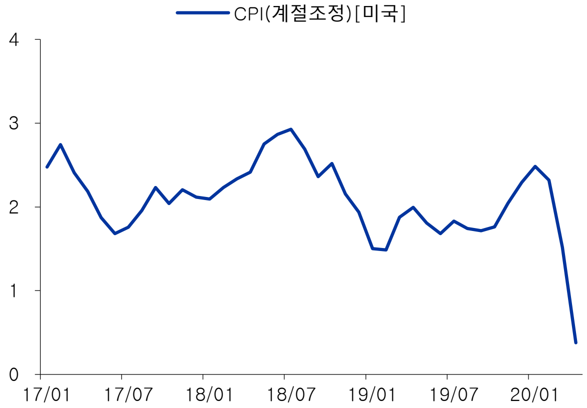
위와 같이 트럼프는 코로나19에 대한 책임론을 재기하며, 중국 정부를 정면으로 비판하고 있다. 3월 이후 실시된 지지율 조사에서 트럼프가 대선 경쟁자인 조 바이든을 한번도 이기지 못한 상황이 작용했을 수 있지만 내막은 그리 단순하지 않을 것이다. 다음 분석을 참고하자.

그림24 달러인덱스 추이



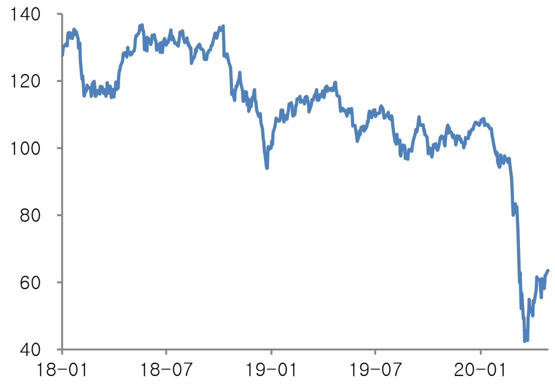
자료: 유화증권 리서치센터

그림25 미국 소비자물가 지수 추이



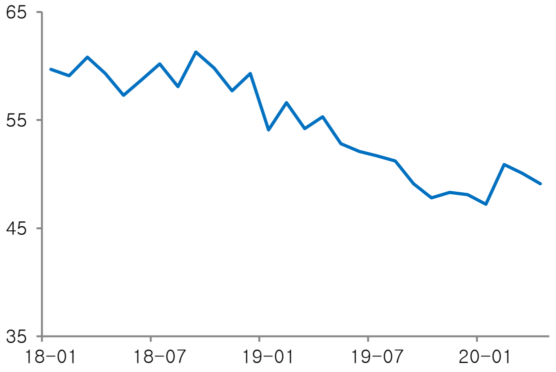
자료: 유화증권 리서치센터

그림26 미국 에너지 섹터 지수 추이



자료: 유화증권 리서치센터

그림27 미국 제조업 PMI 지수 추이



자료: 유화증권 리서치센터

2019년 트럼프 미국 대통령은 달러 강세로 미국 제조업체가 어려움을 겪고 있다면서 연준에 금리 인하를 요구했다. 그는 당시 달러 약세를 선호했다. 달러가 강했던 원인은 중국과의 무역 갈등이 격화되면서 안전자산인 채권에 대한 수요가 증가했고, 달러에 대한 수요가 증가했기 때문이다. 그러나 트럼프는 현재 달러 강세를 선호한다.

앞으로 우리는 미국 정책과 트럼프 발언에 주목해야겠다. 포퓰리즘이 팽배해지는 시기, 미국이 추가적으로 대규모 재정 지출을 계획하면 국채를 발행할 수 밖에 없다. 그렇다면 국채에 대한 수요(달러는 강세)를 만들어야 한다. 트럼프는 이미 무역 전쟁을 통해 국채에 대한 수요와 달러가 강해지는 모습을 경험했다. 만약 **단기:** 디플레이션 환경을 조성하기 위해 무역 전쟁 등의 이슈가 발생한다면 풍부한 유동성으로 화려한 성장주/개별주 장세(나스닥 위주)가 이어질 수 있겠다. 또한 **Covid-19 이후 중장기 매크로**를 다음과 같이 전망한다.

1. 무역분쟁에도 불구, 급격한 통화량 증가와 경제 활동 정상화는 점진적 물가 상승으로 이어질 것. 왜냐하면 달러강세와 미국 소비증가는 수입증가, 통화 약세는 유럽 및 신흥국 수출증대로 이어지기 때문

2. 물가 안정화를 위한 금리 인상은 이자율 상승으로 이어질 것

3. 그 동안의 부채 증가로 인해 미국 기업에 막대한 이자 부담 발생

4. 인플레이션은 실질 디플레이션을 만들며 구매량을 감소시켜 물가와 관련 없는 소비재의 소비 감소(예로 밥값 증대는 넷플릭스 시청 감소)를 만들 수 있음

5. (1) 수입물품 가격 인하를 위해 단기처방으로 관세를 없애는 등 무역분쟁 해소 발생(장세 전환) or (2) 디플레이션 환경 조성을 위한 또 다른 이벤트 발생(개별주/성장주 장세). Buy&Hold 전략 보다는 장세 대응의 영역으로 진입 가능

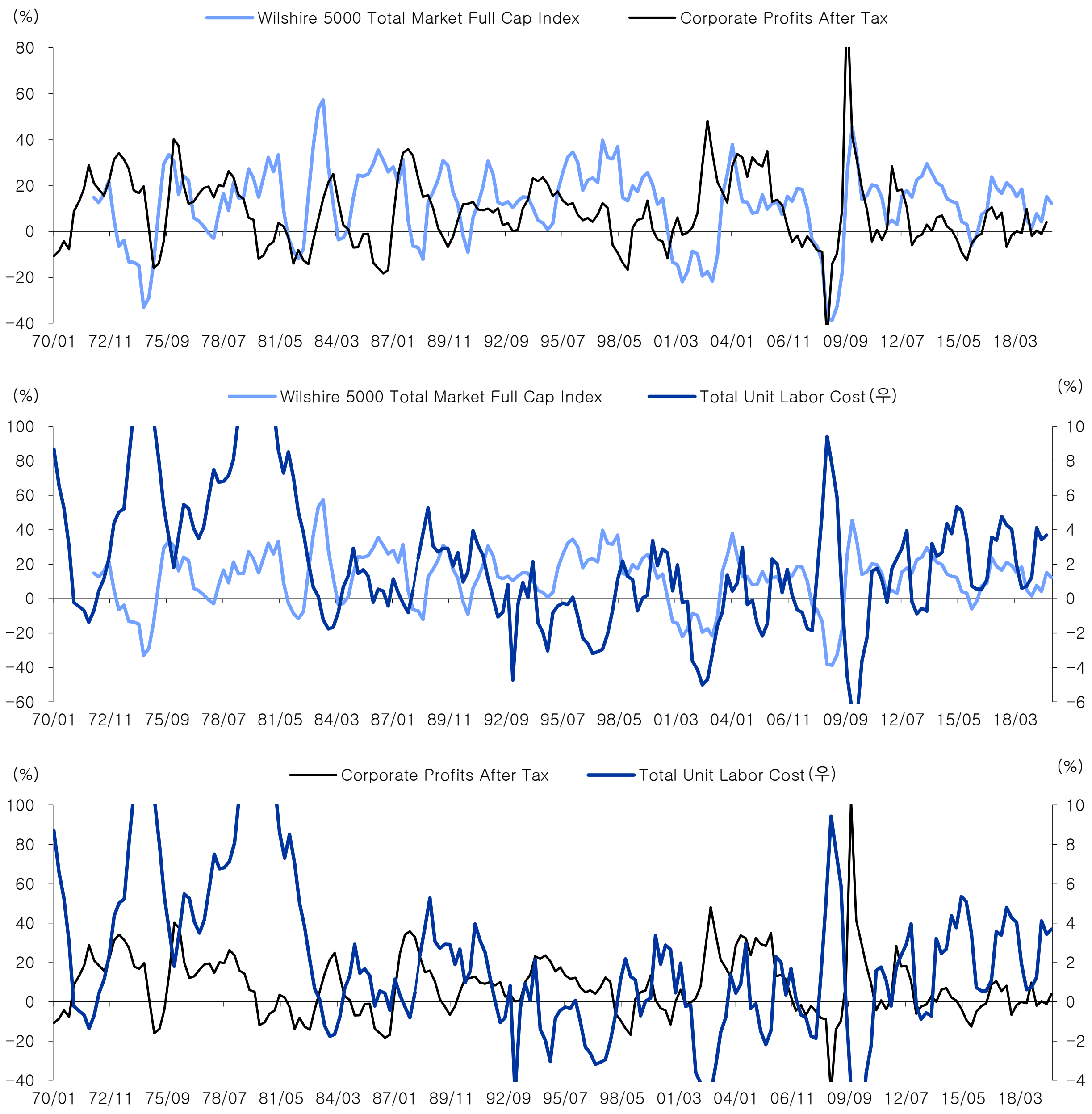
6. 물가 상승(1) or 물가 하락(2)으로 이어질 것

표7 **현재(성장 X, 고용 O), Covid-19(고용 X, 성장 X), 중기(고용 O 성장 X), 장기(성장 O, 고용 O)**

	a. 성장	b. 고용	c. 고용	d. 성장	내용
1	O	X			성장 있는데 고용은 없다
2	X	O			성장 없는데 고용은 있다
3	O	O			성장도 하고 고용도 있다
4	X	X			성장도 없고 고용도 없다
5			O	X	고용 있는데 성장은 없다
6			X	O	고용 없는데 성장은 있다
7			O	O	고용도 있고 성장도 있다
8			X	X	고용도 없고 성장도 없다

자료: 유화증권 리서치센터

그림28 주가, 기업 이익, 고용과의 관계 – 주가는 이익에 선행(미국 성장없는 고용 진행 중이었음).



자료: 유화증권 리서치센터

Part II

Quant

Covid-19 이후 2H20~1H21 매출 성장에 주목

Quant Screening

표1 코스피 섹터별 data

		매출액(억원)			영업이익(억원)			20년 매출 컨센 변화(%)			20년 OP 컨센 변화(%)		
대분류	중분류	19	20F	21F	19	20F	21F	1W	1M	3M	1W	1M	3M
KOSPI													
사이즈	대	16,991	15,505	16,721	1,097	1,145	1,561	-0.20	-2.35	-7.63	-0.70	-7.20	-20.80
	YoY	2%	-9%	8%	-35%	4%	36%						
	중	4,155	3,629	3,848	211	196	240	-0.22	-1.44	-4.48	-1.57	-3.91	-15.13
	YoY	3%	-13%	6%	-5%	-7%	22%						
	소	2,012	666	670	68	29	33	-0.11	-0.97	-4.17	0.45	-0.72	-13.22
	YoY	6%	-67%	1%	11%	-57%	16%						
IT	전기, 전자	3,958	3,937	4,387	340	445	672	-0.10	-2.47	-7.52	-0.17	-5.30	-17.24
	YoY	-5%	-1%	11%	-60%	31%	51%						
산업재	기계, 장비	504	449	467	34	33	38	-1.13	-1.17	-5.05	-3.51	0.39	-11.81
	YoY	18%	-11%	4%	22%	-4%	16%						
	건설	770	704	699	54	51	51	-0.14	-0.06	-0.57	0.00	0.51	-0.91
	YoY	-4%	-9%	-1%	1%	-6%	2%						
	제조	13,012	11,662	12,703	722	781	1,146	-0.21	-2.61	-8.22	-0.45	-8.09	-22.57
	YoY	10%	-10%	9%	-41%	8%	47%						
소재	비금속	131	73	82	8	7	9	0.00	-1.37	-2.82	0.00	-2.16	-4.33
	YoY	30%	-44%	12%	-17%	-7%	22%						
	금속	1,290	996	1,038	58	41	57	0.00	-4.59	-7.12	0.00	-11.80	-30.39
	YoY	3%	-23%	4%	-26%	-30%	40%						
	화학	3,099	2,667	2,908	127	98	168	-0.47	-4.63	-14.68	-1.18	-23.92	-45.92
	YoY	39%	-14%	9%	-7%	-23%	71%						
	종이, 목재	96	31	33	5	3	3	0.00	-0.06	-0.12	0.00	-2.32	-4.20
	YoY	-7%	-67%	5%	-24%	-49%	9%						
소비재	음식료, 담배	627	541	574	26	27	30	0.22	0.25	-0.07	2.47	2.30	2.37
	YoY	14%	-14%	6%	6%	4%	11%						
	섬유, 의류	135	108	107	6	6	7	-0.23	-0.53	-3.40	-0.15	-0.54	-25.43
	YoY	18%	-20%	-1%	12%	1%	18%						
	유통	1,942	1,729	1,832	57	52	65	0.00	-1.42	-4.52	-3.17	-7.92	-19.12
	YoY	3%	-11%	6%	-5%	-8%	25%						
통신	통신서비스	545	570	592	30	32	36	-0.73	-0.91	-1.40	3.24	3.16	0.65
	YoY	5%	5%	4%	-8%	7%	13%						
금융	은행	97	93	96	23	19	20	-0.29	-1.90	-2.55	-0.87	-5.64	-12.88
	YoY	-47%	-4%	4%	-53%	-15%	4%						
	증권	96	72	77	37	28	32	0.19	0.90	-6.86	0.09	-0.52	-15.73
	YoY	10%	-26%	8%	17%	-26%	17%						
	보험	1,164	186	188	42	1	1	-0.87	-0.20	-0.25	0.00	-45.00	-69.49
	YoY	4%	-84%	1%	-43%	-98%	64%						

자료: 유화증권 리서치센터

표2 코스닥 섹터별 data

		매출액(천억원)			영업이익(천억원)			20년 매출 컨센 변화(%)			20년 OP 컨센 변화(%)		
대분류	중분류	19	20F	21F	19	20F	21F	1W	1M	3M	1W	1M	3M
KODAQ													
사이즈	대	444	474	541	38.5	51.4	65.1	-0.48	-1.69	-6.20	-0.36	-2.81	-10.62
	YoY	*3%*	*7%*	*14%*	*-5%*	*34%*	*27%*						
	중	787	435	459	46.0	43.2	51.0	-0.23	-0.78	-4.18	-0.72	-2.75	-7.30
	YoY	*5%*	*-45%*	*6%*	*5%*	*-6%*	*18%*						
	소	926	175	128	18.9	14.0	11.2	0.15	0.43	-1.46	0.36	1.76	-5.76
	YoY	*12%*	*-81%*	*-27%*	*17%*	*-26%*	*-21%*						
IT	하드웨어	531	347	390	28.6	37.8	46.0	-0.62	-0.99	-5.95	-2.84	-4.80	-10.80
	YoY	*9%*	*-35%*	*13%*	*5%*	*32%*	*22%*						
	소프트웨어	156	81	90	11.3	11.3	14.2	-0.09	-0.42	-1.15	3.12	-0.02	-5.36
	YoY	*18%*	*-48%*	*11%*	*7%*	*0%*	*25%*						
	반도체	186	143	148	14.6	20.7	23.3	-0.86	-0.74	-2.54	-3.21	-4.54	-5.52
	YoY	*-1%*	*-23%*	*4%*	*-24%*	*42%*	*13%*						
	IT 부품	240	146	174	8.7	10.9	14.9	-0.37	-1.27	-10.34	-2.63	-6.48	-21.65
	YoY	*19%*	*-39%*	*20%*	*34%*	*25%*	*36%*						
산업재	기계, 장비	114	51	47	4.7	6.1	5.9	-1.10	-1.04	-3.54	-2.02	-2.47	-4.69
	YoY	*4%*	*-56%*	*-7%*	*-30%*	*31%*	*-4%*						
	건설	92	55	22	4.8	3.4	1.9	0.00	-0.22	-1.94	0.00	-1.33	14.82
	YoY	*15%*	*-41%*	*-59%*	*-23%*	*-30%*	*-44%*						
	제조	904	317	315	33.4	35.6	39.2	0.36	-0.15	-2.58	1.98	1.01	-3.48
	YoY	*7%*	*-65%*	*-1%*	*-2%*	*7%*	*10%*						
소재	비금속	31	11	12	2.2	1.2	1.4	0.00	0.20	-0.50	0.00	-0.85	6.92
	YoY	*-31%*	*-64%*	*8%*	*-23%*	*-48%*	*15%*						
	금속	96	22	20	1.4	1.6	1.7	-0.26	-1.34	0.22	1.18	-0.26	0.16
	YoY	*4%*	*-77%*	*-11%*	*-20%*	*13%*	*7%*						
	화학	89	52	53	6.0	6.6	7.1	-0.07	-0.85	-2.87	-1.76	-2.36	-7.24
	YoY	*5%*	*-42%*	*2%*	*18%*	*10%*	*8%*						
소비재	음식료, 담배	100	26	27	2.8	2.1	2.4	0.79	1.21	1.58	2.09	2.61	2.61
	YoY	*33%*	*-74%*	*4%*	*-17%*	*-27%*	*17%*						
	섬유, 의류	18	4	5	0.7	0.6	0.7	0.00	-3.89	-4.25	0.00	-6.48	-6.48
	YoY	*-9%*	*-78%*	*17%*	*-33%*	*-23%*	*18%*						
	유통	211	79	93	10.4	5.4	7.5	-0.68	-0.84	-2.28	-1.72	-1.27	0.61
	YoY	*42%*	*-63%*	*18%*	*67%*	*-48%*	*40%*						
통신	통신서비스	18	5	7	1.0	0.4	0.5	0.00	0.00	-1.68	0.00	0.00	-23.91
	YoY	*9%*	*-71%*	*27%*	*-17%*	*-63%*	*29%*						
	통신장비	89	50	63	4.5	5.3	7.3	-0.76	-1.01	-3.99	-2.33	-3.17	-8.85
	YoY	*9%*	*-44%*	*26%*	*345%*	*16%*	*38%*						
엔터, 미디어	오락, 문화	37	34	41	1.0	2.2	4.1	-2.57	-5.36	-17.23	-4.00	-10.94	-47.44
	YoY	*8%*	*-7%*	*19%*	*7%*	*110%*	*89%*						
	통신방송서비스	76	57	61	5.6	4.5	5.0	-0.04	-3.12	-5.47	-0.57	-8.82	-16.75
	YoY	*35%*	*-25%*	*6%*	*15%*	*-21%*	*12%*						
	디지털컨텐츠	43	27	31	4.0	5.2	7.0	-0.71	-0.58	-3.25	5.94	3.73	-5.98
	YoY	*8%*	*-38%*	*16%*	*-22%*	*32%*	*35%*						

자료: 유화증권 리서치센터

표3 코스피 Quant Screening

	기업명	시총	주가 수익률			Sales yoy		OP		12MF PER	12MT PBR
			1M	3M	YTD	20E	21E	20E	21E		
1	삼성전자	291,325	0.8	-18.4	-12.5	0%	12%	32,816	47,109	10.9	1.2
2	SK하이닉스	59,041	-4.0	-20.5	-13.8	20%	24%	6,483	12,325	8.9	1.2
3	삼성바이오로직스	39,501	1.9	16.4	37.9	-	-	-	-	0.0	0.0
4	NAVER	35,317	0.2	15.3	15.3	10%	11%	978	1,342	34.6	5.0
5	셀트리온	28,693	1.2	15.5	17.7	42%	24%	618	809	51.6	9.4
6	LG화학	24,990	2.2	-15.3	11.5	8%	19%	1,325	2,123	29.3	1.6
7	LG생활건강	22,443	0.1	3.4	14.0	7%	9%	1,244	1,422	29.5	5.9
8	삼성SDI	21,558	9.2	-6.1	32.8	10%	19%	598	1,011	31.7	1.7
9	현대차	19,636	-1.9	-30.6	-23.7	-2%	7%	3,472	4,932	7.7	0.4
10	카카오	19,242	6.5	21.4	44.0	24%	18%	416	578	52.4	3.6
11	삼성물산	18,352	-4.2	-16.1	-9.5	-2%	4%	936	1,131	15.7	0.7
12	SK텔레콤	16,593	0.2	-9.1	-13.7	4%	5%	1,195	1,361	10.3	0.7
13	현대모비스	16,444	0.3	-26.5	-32.4	-3%	12%	1,869	2,578	7.3	0.5
14	엔씨소프트	15,961	4.0	11.0	34.4	64%	18%	1,052	1,368	17.9	5.4
15	POSCO	14,735	-4.0	-22.3	-28.5	-9%	5%	2,625	3,718	8.2	0.3
16	SK	14,213	12.9	-9.6	-22.9	-6%	7%	3,645	4,584	10.1	0.7
17	신한지주	13,966	-2.0	-20.6	-33.2	-2%	1%	4,528	4,643	4.7	0.4
18	한국전력	13,834	-1.6	-17.0	-22.5	-1%	1%	2,751	3,419	12.4	0.2
19	삼성에스디에스	13,309	-4.7	-13.6	-11.6	-1%	9%	882	1,032	20.7	2.0
20	KB금융	12,890	-3.6	-25.8	-34.9	0%	1%	4,070	4,284	4.3	0.3
21	기아차	11,897	-3.9	-29.0	-33.8	0%	6%	1,628	2,331	6.7	0.4
22	KT&G	10,695	-0.6	-12.8	-17.0	6%	4%	1,431	1,508	9.5	1.2
23	LG	10,595	-1.0	-21.0	-16.8	8%	6%	1,585	1,891	7.3	0.6
24	아모레퍼시픽	10,055	-2.0	-9.5	-14.0	-4%	13%	338	555	37.1	2.5
25	삼성화재	9,309	5.7	-4.6	-19.3	-	-	-	-	12.3	0.7
26	LG전자	9,230	3.5	-18.1	-21.8	-5%	7%	2,428	2,915	7.4	0.7
27	삼성전기	9,187	5.6	-15.5	-1.6	1%	10%	648	835	17.5	1.7
28	SK이노베이션	8,951	-0.7	-29.1	-35.5	-28%	13%	-1,317	1,430	N/A	0.5
29	삼성생명	8,880	-5.1	-34.0	-40.4	0%	1%	65	97	8.6	0.2
30	넷마블	8,107	-5.5	0.0	2.3	10%	11%	248	327	28.5	1.7
31	S-Oil	7,521	-2.2	-14.3	-29.9	-33%	14%	-268	1,199	112.7	1.2
32	하나금융지주	7,476	-5.1	-25.2	-32.5	-3%	2%	2,969	3,099	3.7	0.3
33	고려아연	7,057	0.4	-14.4	-12.0	-1%	3%	829	864	10.9	1.0
34	KT	6,449	5.3	-1.2	-8.5	0%	3%	1,244	1,369	8.3	0.5
35	롯데케미칼	6,410	0.0	-10.1	-16.5	-16%	9%	534	999	10.9	0.5
36	LG유플러스	5,960	1.5	-5.9	-3.9	10%	5%	822	934	10.4	0.8
37	우리금융지주	5,670	-2.0	-22.3	-32.3	-6%	3%	2,400	2,442	3.5	0.3
38	한국조선해양	5,549	-1.9	-32.1	-38.0	5%	5%	304	402	30.5	0.5
39	오리온	5,120	4.9	20.5	22.8	8%	6%	376	397	19.9	3.2
40	기업은행	4,954	-1.8	-25.8	-36.8	-3%	4%	1,910	1,989	4.0	0.2
41	강원랜드	4,899	-6.5	-12.6	-22.6	-19%	29%	141	488	23.5	1.3
42	CJ제일제당	4,637	12.6	14.7	22.0	9%	7%	1,098	1,206	9.0	1.0
43	한온시스템	4,596	-6.1	-22.1	-22.8	-7%	13%	290	491	19.1	2.1
44	아모레G	4,510	-2.3	-23.3	-33.9	-5%	11%	386	650	35.3	1.5

자료: 유화증권 리서치센터

표4 코스닥 Quant Screening

	기업명	시총	주가 수익률			Sales yoy		OP		12MF PER	12MT PBR
			1M	3M	YTD	20E	21E	20E	21E		
1	셀트리온헬스케어	13,763	2.4	31.7	71.5	59%	28%	247	373	59.3	7.9
2	에이치엘비	4,250	-13.5	3.1	-12.2	41%	26%	-35	-26	-	24.9
3	씨젠	3,048	25.1	226.9	279.1	-	-	180	107	25.5	16.0
4	셀트리온제약	3,021	13.1	91.2	112.1	-	-	-	-	-	-
5	펄어비스	2,662	-3.1	13.4	9.9	1%	9%	177	180	16.6	4.0
6	CJ ENM	2,526	-1.4	-23.5	-27.8	-3%	8%	238	292	15.4	0.8
7	알테오젠	2,491	5.7	82.8	166.1	30%	29%	7	14	316.5	35.1
8	케이엠더블유	2,298	-5.4	2.7	12.9	39%	21%	192	234	13.8	8.2
9	스튜디오드래곤	2,133	-1.2	-8.1	-6.2	17%	15%	58	74	40.7	4.8
10	에코프로비엠	1,950	26.4	9.0	75.5	-	-	-	-	-	-
11	SK머티리얼즈	1,753	-0.3	1.2	-10.4	16%	11%	231	265	11.7	2.8
12	휴젤	1,728	6.7	1.0	0.6	5%	15%	72	87	33.4	2.3
13	헬릭스미스	1,716	-4.5	20.6	-13.6	2751%	-	52	-	-	-
14	제넥신	1,653	-2.8	29.9	11.2	-	-	-	-	-	-
15	원익IPS	1,610	2.3	-7.1	-8.5	-	-	156	205	11.2	2.6
16	메지온	1,532	-4.6	10.6	-8.0	624%	-100%	82	-	-	-
17	리노공업	1,469	4.1	14.8	49.9	12%	-100%	66	-	-	-
18	아이티엠반도체	1,429	9.1	-1.1	47.5	41%	43%	83	128	17.1	5.1
19	컴투스	1,427	-4.1	8.2	3.2	7%	25%	132	178	10.5	1.4
20	솔브레인	1,371	4.1	-17.9	-6.5	-	-	186	208	8.7	1.4
21	에스에프에이	1,305	2.4	-14.5	-21.4	15%	13%	244	279	7.4	1.3
22	코미팜	1,287	0.0	53.1	31.5	-	-	-	-	-	-
23	파라다이스	1,278	-7.0	-26.8	-28.9	-22%	33%	-1	112	-	1.0
24	NHN한국사이버결제	1,197	17.3	82.2	134.7	22%	19%	40	51	36.1	8.6
25	고영	1,174	-5.9	-16.7	-19.0	8%	13%	36	44	34.0	4.6
26	NICE평가정보	1,132	-2.6	10.7	33.7	6%	7%	55	59	27.4	5.1
27	차바이오텍	1,055	4.4	37.2	39.1	5%	-	14	-	-	-
28	클래시스	1,035	27.0	17.2	13.1	11%	19%	49	56	23.1	9.2
29	이오테크닉스	1,023	-0.6	-21.0	-19.7	73%	34%	52	89	18.3	2.4
30	톱텍	983	19.4	117.2	158.8	-	-	-	-	-	-
31	SKC코오롱PI	962	-3.7	-17.9	-6.4	33%	16%	75	88	-	-
32	콜마비앤에이치	941	-4.9	17.1	14.8	20%	15%	89	103	13.1	3.5
33	티씨케이	933	5.7	9.3	21.2	-	-	-	-	-	-
34	젬백스	925	-9.9	-21.0	-38.9	10%	0%	-1	-1	-	10.3
35	동국제약	922	6.9	12.2	16.4	13%	12%	80	93	13.0	2.4
36	동진쎄미켐	918	1.1	1.4	6.6	-	-	-	-	-	-
37	SFA반도체	916	-1.4	-7.9	29.4	-	-	50	72	18.0	2.6
38	에이치엘비생명과학	890	-8.5	-19.1	-31.9	-	-	-	-	-	-
39	신라젠	867	0.0	-3.6	-16.8	-	-	-75	-	-	-
40	제이앤티씨	865	15.0	0.0	44.4	-	-	99	115	8.2	0.0
41	RFHIC	856	-6.4	9.8	-2.6	83%	66%	42	73	18.7	4.4
42	아난티	846	-9.7	20.7	-4.0	-100%	-	-	-	-	-
43	에이비엘바이오	844	-6.2	0.0	-24.4	-	-	-	-	-	-
44	메디톡스	830	-15.2	-58.6	-53.8	0%	10%	40	64	21.1	2.8

자료: 유화증권 리서치센터

표5 코스피 월간 기관 순매수 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매수대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A000660	**SK하이닉스**	**1,790**	**0.31**	**-2.57**	**-3.09**
A207940	**삼성바이오로직스**	**1,233**	**-**	**-**	**-**
A051910	**LG화학**	**1,036**	**-5.38**	**4.31**	**-5.42**
A009150	**삼성전기**	**1,027**	**-0.28**	**-11.28**	**-9.49**
A055550	**신한지주**	**872**	**-0.49**	**-2.62**	**-0.47**

자료: 유화증권 리서치센터

표6 코스피 월간 외인 순매수 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매수대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A035720	카카오	2,361	1.16	5.60	8.89
A051900	LG생활건강	1,674	2.39	10.04	9.66
A006400	삼성SDI	1,639	-1.38	-17.56	-26.67
A207940	삼성바이오로직스	1,045	-	-	-
A036570	엔씨소프트	1,038	3.62	-0.98	-0.04

자료: 유화증권 리서치센터

표7 코스피 월간 기관 순매도 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매도대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A005930	삼성전자	-5,168	-2.16	-5.02	-5.03
A036570	엔씨소프트	-887	3.62	-0.98	-0.04
A006400	카카오	-779	1.16	5.60	8.89
A003490	신세계	-737	-9.17	-29.31	-33.90
A009540	삼성SDI	-665	-1.38	-17.56	-26.67

자료: 유화증권 리서치센터

표8 코스피 월간 외인 순매도 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매도대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A005930	삼성전자	-8,525	-2.16	-5.02	-5.03
A000660	SK하이닉스	-5,562	0.31	-2.57	-3.09
A005380	현대차	-4,061	-0.60	-10.89	-16.99
A051910	LG화학	-3,222	-5.38	4.31	-5.42
A105560	KB금융	-2,664	0.38	-1.60	-2.24

자료: 유화증권 리서치센터

표9 코스닥 월간 기관 순매수 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매수대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A091990	셀트리온헬스케어	1,457	0.14	2.29	-2.85
A096530	씨젠	990	93.74	218.09	207.78
A068760	셀트리온제약	225	-	-	-
A253840	수젠텍	210	-	-	-
A036490	SK머티리얼즈	174	3.94	3.21	1.86

자료: 유화증권 리서치센터

표10 코스닥 월간 외인 순매수 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매수대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A263750	펄어비스	417	-1.10	5.10	12.61
A060250	NHN한국사이버결제	379	2.75	-0.34	1.79
A053580	웹케시	208	0.00	0.00	0.00
A095660	네오위즈	180	0.01	22.11	26.65
A084850	아이티엠반도체	165	-4.84	-28.15	-25.17

자료: 유화증권 리서치센터

표11 코스닥 월간 기관 순매도 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매도대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A032500	케이엠더블유	-646	-3.59	-5.78	-3.42
A235980	메드팩토	-305	-	-	-
A218410	RFHIC	-301	-3.12	-3.34	-2.70
A060250	NHN한국사이버결제	-276	2.75	-0.34	1.79
A035760	CJ ENM	-233	-4.99	-13.54	-17.52

자료: 유화증권 리서치센터

표12 코스닥 월간 외인 순매도 순위 및 실적 컨센서스 변동

종목코드	종목	순매도대금(억원)	매출액 (1M)(%)	영업이익 (1M)(%)	EPS (1M)(%)
A086900	메디톡스	-994	-5.68	-19.06	-21.73
A253450	스튜디오드래곤	-265	-2.84	-2.00	-5.54
A036830	솔브레인	-241	-2.74	-2.26	-0.96
A214370	케어젠	-202	0.00	0.00	0.00
A091700	파트론	-198	-5.26	-13.08	-15.22

자료: 유화증권 리서치센터

기업분석

삼양식품 (003230)	30
천보 (278280)	32
다원시스 (068240)	34
레이 (228670)	36
필옵틱스 (161580)	38
쎄트렉아이 (099320)	40

Universe

종목명	투자판단	목표주가
삼양식품	Buy (상향)	163,000 원(상향)
천보	NR	NR
다원시스	NR	NR
레이	Buy (유지)	72,000 원(유지)
필옵틱스	NR	NR
쎄트렉아이	NR	NR

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

삼양식품(003230)

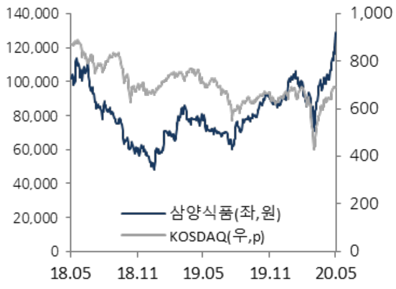
’20년 이어질 성장

BUY

목표주가(원)	**163,000**
현재주가(원)	**129,000**
상승여력(%)	**26.3**
시가총액(십억원)	971.8
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	5,000
발행주식수(천주)	7,533
유통주식수(천주)	7,533
52 주 최고가(원)	129,000
52 주 최저가(원)	60,300
60 일 평균거래량(주)	860,522
주요주주 지분율(%)	
삼양농수산 외 11 인	47.2

Analyst	홍종모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



> 수출과 내수 모두 성장, 사상 최대 실적

삼양식품은 1분기 매출 1,564억원(+29.9%, YoY) 영업이익 267억원(+74.0%, YoY)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 매출비중은 면 수출이 47.7%, 면 내수 42.6%, 기타제품 9.7% 순이다. 주력인 면 수출 부문은 영업망 확대와 브랜드 강화에 따라 전년 동기 대비 46%의 성장세를 이어갔다. 최대 시장인 중국은 물론 미국, 유럽, 동남아 등 전 시장에 걸쳐 수출량이 증가한 점 역시 주목할 만 하다. 여기에 더해 면 내수 부문도 코로나 이슈로 인해 재택근무가 늘어나는 등 사회 전반적으로 집에 머무는 시간이 늘어나면서 수요가 증가했다.

> 성장은 이어진다

1분기 이후에도 실적 성장세는 이어질 것으로 예상된다. 우선 면 수출 부문의 경우 4월까지도 MoM으로 성장세를 기록한 것으로 파악된다. 코로나 이슈와는 별개로 영업망과 전방수요가 늘어나면서 재고소진도 이뤄지고 있다. 여기에 6월에는 중국 상반기 최대 쇼핑행사인 징동 618 행사, 4분기는 연 최대 소비 이벤트인 광군제도 기다리고 있다. 이에 따라서 수출 부문은 하반기까지 QoQ 성장이 예상된다. 또한 내수 부문도 4월까지 수요 확대효과가 이어지는 것으로 파악되며, YoY 성장세를 유지할 것으로 예상된다.

> 이제는 수출기업, 밸류에이션 리레이팅 기대

‘20년에는 실적성장은 물론 밸류에이션 리레이팅도 기대된다. 1분기 기준 국내 전체 라면수출에서 삼양식품이 차지하는 비중은 49%까지 올라섰으며 성장을 견인하고 있다. 반면 ‘20년 Fwd EPS 기준 P/E는 10.5배 수준으로 동종그룹 대비 저 평가 상태이다. 수출량이 지속적으로 상승하고, 우려와 달리 신규제품이 연속 히트하는 제품군을 가지고 있단 점에서 리레이팅이 가능하다고 판단한다.

과거 사례를 볼 때 음식료 섹터에서 기업이 수출 비중이 50%를 넘으면 밸류에이션이 상승하는 모습을 보여준 만큼 ‘20년은 실적은 물론 밸류에이션 리레이팅도 기대된다.

> 투자의견 BUY, 목표주가 163,000원으로 상향

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2016	359.7	25.2	19.1	2,431	10.9	16.7	1.7	9.9
2017	458.5	43.3	29.1	3,807	15.3	25.4	3.6	14.7
2018	469.4	55.2	35.3	4,623	16.2	11.2	1.7	6.0
2019	543.6	78.3	60.0	7,906	23.1	11.4	2.4	7.4
2020F	650.0	115.0	92.7	12,323	28.6	10.5	2.7	5.6

삼양식품 (003230)

재무상태표

(단위: 십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	**327**	**398**	**412**	**470**	**503**
유동자산	99	125	130	185	197
현금및현금성자산	40	49	53	87	94
단기금융자산	9	11	12	12	13
매출채권및기타채권	30	40	41	55	59
재고자산	16	21	23	28	30
비유동자산	228	273	282	286	306
장기금융자산	17	15	17	15	16
관계기업등투자자산	18	18	5	6	6
유형자산	180	225	245	246	264
무형자산	4	4	4	5	5
부채총계	**149**	**195**	**178**	**183**	**133**
유동부채	123	170	139	149	128
단기차입부채	52	66	52	57	57
기타단기금융부채	3	3	3	3	5
매입채무및기타채무	62	97	71	77	52
비유동부채	26	25	39	33	5
장기차입부채	0	0	7	6	13
기타장기금융부채	0	0	1	0	0
자본총계	**178**	**203**	**234**	**288**	**370**
지배주주지분	175	200	231	284	366
비지배주주지분	2	3	4	4	4

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	**359**	**458**	**469**	**544**	**650**
매출원가	267	341	344	386	461
매출총이익	**92**	**118**	**126**	**157**	**189**
판매비와관리비	67	75	70	79	74
영업이익	**25**	**43**	**55**	**78**	**115**
EBITDA	31	50	65	90	173
비영업손익	-1	-8	-1	-0	4
이자수익	0	1	1	1	6
이자비용	1	1	2	2	7
배당수익	0	0	0	0	1
외환손익	1	-4	1	1	3
관계기업등관련손익	-4	0	1	0	1
기타비영업손익	3	-4	-3	-1	0
세전계속사업이익	**25**	**36**	**54**	**78**	**119**
법인세비용	6	7	19	18	26
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**19**	**29**	**35**	**60**	**93**
지배주주순이익	18	29	35	60	93
비지배주주순이익	0	0	0	0	-0
기타포괄손익	-3	-2	-2	-4	-5
총포괄손익	**15**	**27**	**33**	**56**	**88**

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동현금흐름	**37**	**44**	**38**	**53**	**81**
당기순이익	25	36	54	78	93
현금유입없는손익	16	13	21	19	80
자산상각비	6	7	10	12	58
영업자산부채변동	-2	1	-33	-28	-65
매출채권증감	-4	-10	-1	-13	-4
재고자산증감	-3	-5	-3	-4	-2
매입채무증감	14	20	-21	7	-25
투자활동현금흐름	**-18**	**-46**	**-23**	**-12**	**-77**
투자활동현금유입액	7	13	27	11	50
유형자산	1	0	0	0	31
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	25	59	51	25	127
유형자산	19	46	36	13	106
무형자산	0	0	1	1	1
재무활동현금흐름	**-3**	**12**	**-11**	**-6**	**-1**
재무활동현금유입액	10	15	8	0	14
단기차입부채	0	0	0	0	7
장기차입부채	10	15	8	0	7
재무활동현금유출액	11	0	15	1	9
단기차입부채	0	0	0	0	7
장기차입부채	11	0	15	1	0
기타현금흐름	0	0	0	0	3
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	1	-1	-0	-0	0
현금변동	17	9	4	34	6
기초현금	23	40	49	53	87
기말현금	40	49	53	87	94

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS	2,431	3,807	4,623	7,906	12,323
BPS	23,269	26,560	30,652	37,661	48,584
CFPS	4,934	5,785	5,043	6,971	10,717
SPS	47,700	60,863	62,306	72,160	86,287
EBITDAPS	4,130	6,625	8,604	12,002	22,927
DPS (보통,현금)	150	250	400	800	800
배당수익률 (보통,현금)	0.4	0.3	0.8	0.9	0.6
배당성향 (보통,현금)	6.2	6.6	8.7	10.1	6.5
PER	16.7	25.4	11.2	11.4	10.5
PBR	1.7	3.6	1.7	2.4	2.7
PCFR	8.2	16.7	10.3	12.9	12.0
PSR	0.9	1.6	0.8	1.2	1.5
EV/EBITDA	9.9	14.7	6.0	7.4	5.6
재무비율					
매출액증가율	23.5	27.6	2.4	15.8	19.6
영업이익증가율	253.5	71.4	27.4	41.9	46.9
지배주주순이익증가율	흑전	54.9	21.3	70.0	54.4
매출총이익률	25.6	25.7	26.8	28.9	29.0
영업이익률	7.0	9.4	11.8	14.4	17.7
EBITDA이익률	8.7	10.9	13.8	16.6	26.6
지배주주순이익률	5.2	6.3	7.5	11.0	14.3
ROA	8.1	12.0	13.6	17.7	23.6
ROE	10.9	15.3	16.2	23.1	28.6
ROIC	13.9	22.7	19.3	28.0	33.5
부채비율	84.0	96.0	75.8	63.5	36.1
차입금비율	29.3	32.8	25.3	21.8	18.9
순차입금비율	2.6	4.1	-1.4	-12.0	-9.3

유화증권주식회사
YUHWA SECURITIES CO.,LTD.

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

천보(278280)

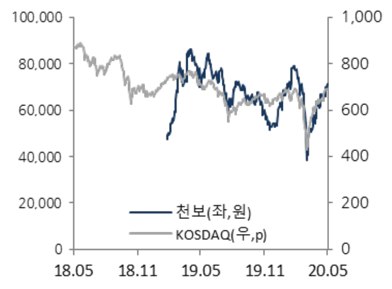
증설에 Value를 부여하자

NR

목표주가(원)	**NR**
현재주가(원)	**71,300**
상승여력(%)	**-**
시가총액(십억원)	713.0
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	10,000
유통주식수(천주)	9,842
52 주 최고가(원)	84,200
52 주 최저가(원)	38,400
60 일 평균거래량(주)	128,108
주요주주 지분율(%)	
이상율 외 22 인	59.4

Analyst	양형모
Sector	섹터총괄·경제전략
T	02-3770-0191
E	septonhm@naver.com

Price Chart



> 경쟁력은 탁월

천보의 사업영역은 2차전지(전해질, 첨가제), 디스플레이(LCD식각액첨가재, OLED소재), 반도체 소재와 의약품 중간체로 구성된다. 2차전지를 제외하면 다른 사업부의 고성장을 사실상 기대하긴 힘들다. 2차전지 사업부는 2013년 전해액 첨가제를 생산하면서 전기차용 시장에 진출했다. 2017년 세계 최초로 LIFSI를 양산했고, 2018년 LIPO2F2, LIBOB 전해질 공장을 증설했다. 동사는 세계 최초로 생산했으며, 세계 최대 가격 경쟁력을 가진 업체 중 하나다. 경쟁력은 탁월하다.

> 1Q20 Review - 예상치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 385억원, 영업이익 72억원, OPM 18.7%를 기록하면서 컨센서스 65억원을 상회했다. 2차전지 소재 매출은 173억원으로 yoy, qoq 30% 이상 성장했다. LIPO2F2, LiFSI가 50~80% 성장했다. 가동률은 견조하다. LiFSI의 판가는 기존 10만원에서 9만원으로 내려가긴 했으나 여전히 마진은 우수하다. .

> 현재 증설만으로도 Value Up

현재 연간 Capa는 LiFSI가 300톤, LiPO2F2가 360톤이다. 상반기에서 하반기까지 증설을 통해 연말이 되면 Capa는 LiFSI 720톤, LiPO2F2가 900톤, LiDFOP(D-2_가 200톤, LiDFOP(D-6)가 300톤, LiBOB가 300톤으로 총 2,420톤이 되겠다. 2021년 보수적으로 2차전지 매출액은 1,500억원을 넘어설 전망이고, Bull Case로 2,000억원도 가능하다. 현재 증설만으로도 Value up은 분명하다.

> 주가 업사이드 충분

2020년 실적 컨센서스는 매출액 1,800억원, 영업이익 360억원이다. ROE는 14%다. 2021년 2차전지 증설을 통해 매출액 700억원에서 1,00억원이 더해질 수 있다. 따라서 2021년 실적을 보수적으로 추정하면 다음과 같다. 2차전지 제외 사업부 매출액 550억원과 2차전지 매출액 1,600억원을 감안하여 전사 매출액 2,150억원, OPM 20%를 가정한 영업이익 430억원이다. ROE는 15%를 넘어설 전망으로 아직 주가 업사이드는 충분하다는 판단이다.

.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2015	636	-0.4	135	1,811	29.6			
2016	720	2.9	126	1,689	22.2			
2017	875	6.7	148	1,992	21.3			
2018	1,201	7.5	226	2,958	24.5			
2019	1,353	11.0	231	2,348	14.5	26.7	2.9	17.2

천보 (278280)

재무상태표

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
자산총계	**601**	**825**	**1,017**	**1,347**	**2,352**
유동자산	218	309	420	719	1,532
현금및현금성자산	29	20	14	82	70
단기금융자산	11	15	11	110	872
매출채권및기타채권	95	137	166	237	255
재고자산	82	116	196	261	283
비유동자산	383	516	597	628	820
장기금융자산	12	9	11	7	24
관계기업등투자자산	0	1	0	0	10
유형자산	349	487	570	603	772
무형자산	8	6	7	12	11
부채총계	**87**	**206**	**248**	**271**	**246**
유동부채	83	147	232	258	234
단기차입부채	20	94	137	132	119
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	45	41	63	80	81
비유동부채	4	59	16	14	13
장기차입부채	2	48	0	0	1
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	**514**	**619**	**770**	**1,076**	**2,106**
지배주주지분	514	619	770	1,076	2,106
비지배주주지분	0	0	-0	0	0

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**636**	**720**	**875**	**1,201**	**1,353**
매출원가	468	556	674	909	1,062
매출총이익	**168**	**163**	**201**	**292**	**291**
판매비와관리비	12	14	20	21	19
영업이익	**155**	**149**	**180**	**270**	**272**
EBITDA	192	198	246	351	359
비영업손익	5	-2	-13	-3	8
이자수익	0	0	0	1	16
이자비용	0	5	7	6	4
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	2	3	-7	3	-1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	3	-1	-1	-0	-3
세전계속사업이익	**161**	**147**	**167**	**267**	**280**
법인세비용	26	22	19	41	50
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**135**	**126**	**148**	**226**	**231**
지배주주순이익	135	126	148	226	230
비지배주주순이익	0	0	-0	0	0
기타포괄손익	0	0	2	5	4
총포괄손익	**135**	**126**	**150**	**232**	**234**

현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	**163**	**77**	**143**	**222**	**227**
당기순이익	135	126	148	226	231
현금유입없는손익	38	79	105	137	144
자산상각비	36	49	66	80	87
영업자산부채변동	-9	-97	-88	-124	-95
매출채권증감	-13	-43	-28	-66	6
재고자산증감	-6	-35	-83	-65	-28
매입채무증감	9	-8	3	27	-18
투자활동현금흐름	**-141**	**-188**	**-139**	**-221**	**-1,016**
투자활동현금유입액	22	24	19	20	4
유형자산	0	0	0	2	0
무형자산	0	1	0	0	0
투자활동현금유출액	163	212	157	241	1,020
유형자산	144	189	143	124	251
무형자산	0	0	1	6	0
재무활동현금흐름	**-16**	**102**	**-11**	**67**	**778**
재무활동현금유입액	16	130	63	130	798
단기차입부채	14	0	0	0	0
장기차입부채	2	50	0	110	15
재무활동현금유출액	32	28	74	63	20
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	-0	-1
현금변동	6	-9	-6	68	-12
기초현금	23	29	20	14	82
기말현금	**29**	**20**	**14**	**82**	**70**

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표 및 주가배수					
EPS	1,811	1,689	1,992	2,958	2,348
BPS	6,910	8,324	10,343	14,061	21,460
CFPS	2,195	1,039	1,927	2,900	2,313
SPS	8,549	9,672	11,758	15,693	13,788
EBITDAPS	2,574	2,657	3,310	4,584	3,659
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	300
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	13.0
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	26.7
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9
PCFR	0.0	0.0	0.0	0.0	27.1
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6
EV/EBITDA	-0.0	0.5	0.5	-0.0	17.2
재무비율					
매출액증가율	20.6	13.1	21.6	37.3	12.7
영업이익증가율	57.3	-4.1	21.0	49.9	0.6
지배주주순이익증가율	58.0	-6.7	18.0	52.7	1.8
매출총이익률	26.4	22.7	22.9	24.3	21.5
영업이익률	24.4	20.7	20.6	22.5	20.1
EBITDA이익률	30.1	27.5	28.2	29.2	26.5
지배주주순이익률	21.2	17.5	16.9	18.9	17.0
ROA	29.1	20.9	19.6	22.9	14.7
ROE	29.6	22.2	21.3	24.5	14.5
ROIC	30.9	21.2	20.2	24.4	19.8
부채비율	17.0	33.2	32.2	25.2	11.7
차입금비율	4.3	23.0	17.8	12.2	5.7
순차입금비율	-3.5	17.2	14.6	-5.6	-38.1

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

다원시스(068240)

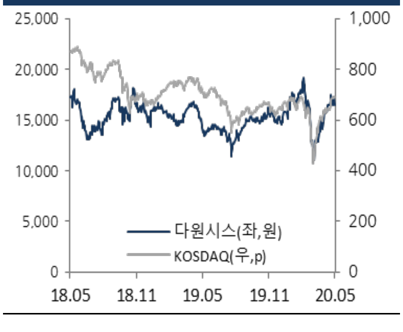
탄탄한 수주가 이끄는 확실한 성장

NR

목표주가(원)	**NR**
현재주가(원)	**16,500**
상승여력(%)	**-**
시가총액(십억원)	444.4
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	26,932
유통주식수(천주)	26,460
52 주 최고가(원)	19,200
52 주 최저가(원)	11,100
60 일 평균거래량(주)	585,555
주요주주 지분율(%)	
박선순 외 8 인	20.8

Analyst	강성훈
Sector	스몰캡
T	02-3770-0143
E	Research,kah@gmail.com

Price Chart



> 수주 증가로 인한 견조한 매출 성장

- 특수전원장치 제조 및 판매를 주 사업으로 영위하는 다원시스는 전동차 사업에 진출한 '16년 이후 매출 실적이 상승하며 현재까지 그 성장성을 유지해 오고 있다.
- '20년 1분기 실적은 매출액 514억원(+52.1%, YoY), 영업이익 41억원(+115%, YoY)을 기록했다. 이렇게 큰 폭의 성장을 기록할 수 있었던 것은, 고 마진 수주의 매출 실현 부분이 주요했다.

> POINT I. 견조한 외형 성장을 이끌어 나갈 전동차 사업

- 국내 전동차 시장은 안전규제의 강화와 40년이었던 전동차 교체주기가 20년으로 감소하면서 교체와 신규 수요가 증가했다. 그로 인하여 '20년 8,046억원을 시작으로 향후 5년간 연평균 1조원 규모의 신규 수주가 이루어질 전망이다.
- '19년말 다원시스의 수주잔고는 8,800억원으로 올해는 이중 약 2,200억원이 매출로 인식 될 예정이다. 올해 1조원 규모의 시장 중 일정 부분을 수주할 전망이고, 그렇게 된다면 기존의 수주 잔고와 '20년 신규 수주로 인하여 '21년 전동차 향 매출은 3,200억원 이상(+45.5% YoY) 상승할 것으로 전망한다.

> POINT II. 수익성 개선과 실적 성장을 가져올 파워서플라이어

- 전력제어 기술을 바탕으로 한 파워서플라이어는 디스플레이와 2차전지에 활용되는 플라즈마 기술과 함께 신 성장동력으로 반도체 사업에서의 성장이 기대된다.
- 반도체 공정 중 전공정 장비에 적용되는 동사의 파워서플라이어는 현재 메이저 반도체 고객사에 샘플 납품 중에 있으며, 이르면 올해 4분기부터 양산을 시작할 계획이다. 양산이 본격화 될 '21년에는 해당 제품에서 1,000억원의 규모의 매출이 발생하며 이는 향후 3년간 고객사에 독점으로 납품할 예정이다. 수익성 또한 우수하여 양산이 본격화 된다면 동사의 수익성 개선에도 큰 효과를 가져올 것으로 판단한다.
- 2차전지에서 활용 되는 플라즈마를 이용한 코팅 장비는 전방 사업의 투자가 본격화 되는 '21년부터 매출 성장을 시현할 전망이다.

> 시장성을 갖춘 암 치료용 가속기

- '20년에는 암치료 가속기 사업을 영위하는 자회사인 다원메닥스의 IPO가 예정이다. 암치료 가속기란 붕소 약물을 투약 후, 가속기를 통해 발생한 중성자를 암세포에 흡착된 붕소와 핵반응을 일으켜 암세포를 제거하는 기기이다. 650억원인 경쟁사 제품 대비 400억원인 동사의 낮은 설비 가격과 30분~1시간 내외의 짧은 치료 시간은 충분한 제품 경쟁력을 갖추고 있다고 생각된다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2016	742	92	68	294	5.3	44.2	2.3	27.3
2017	1,115	88	54	261	4.1	63.6	2.3	29.7
2018	1,287	87	60	305	4.3	52.2	2.1	25.5
2019	1,751	83	42	158	2.1	100.5	2.0	18.8
2020F	3,015	211	81	770	9.4	21.4	1.9	10.3

다원시스 (068240)

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	**2,380**	**3,509**	**3,574**	**5,358**	**8,387**
유동자산	1,380	1,715	1,620	2,785	4,360
현금및현금성자산	170	174	166	1,203	1,883
단기금융자산	367	351	326	147	230
매출채권및기타채권	638	809	480	769	1,204
재고자산	40	101	544	447	700
비유동자산	1,000	1,794	1,954	2,573	4,028
장기금융자산	120	156	169	231	362
관계기업등투자자산	0	0	0	6	9
유형자산	578	1,033	1,166	1,408	2,204
무형자산	285	602	615	556	871
부채총계	**989**	**1,718**	**1,577**	**3,250**	**6,084**
유동부채	624	1,047	902	2,455	3,843
단기차입부채	439	786	673	604	946
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	147	162	114	302	473
비유동부채	365	670	675	795	2,241
장기차입부채	339	516	527	669	1,047
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	**1,391**	**1,791**	**1,996**	**2,107**	**2,303**
지배주주지분	1,364	1,736	1,955	2,107	2,303
비지배주주지분	27	55	42	0	0

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	**742**	**1,115**	**1,287**	**1,751**	**3,015**
매출원가	512	751	919	1,368	2,352
매출총이익	**230**	**363**	**368**	**383**	**663**
판매비와관리비	137	275	281	300	452
영업이익	**92**	**88**	**87**	**83**	**211**
EBITDA	122	160	190	230	439
비영업손익	-18	-22	-36	-36	-107
이자수익	5	4	4	7	9
이자비용	18	35	48	44	34
배당수익	1	2	4	4	-0
외환손익	-2	-0	4	0	-15
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-3	7	-0	-3	-67
세전계속사업이익	**74**	**66**	**51**	**47**	**104**
법인세비용	7	12	-9	4	23
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**68**	**54**	**60**	**42**	**81**
지배주주순이익	70	63	80	42	207
비지배주주순이익	-3	-9	-19	0	-126
기타포괄손익	1	221	2	-0	15
총포괄손익	**69**	**275**	**63**	**42**	**96**

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동현금흐름	**-245**	**-187**	**182**	**1,393**	**1,626**
당기순이익	68	54	60	42	81
현금유입없는손익	56	128	156	229	291
자산상각비	30	71	103	147	228
영업자산부채변동	-348	-328	-4	1,169	1,302
매출채권증감	-314	71	319	-256	-435
재고자산증감	-12	-57	-415	5	-253
매입채무증감	38	-209	-56	58	171
투자활동현금흐름	**17**	**-213**	**-265**	**-586**	**-1,766**
투자활동현금유입액	1,097	1,703	1,570	2,503	0
유형자산	0	12	0	8	0
무형자산	0	0	1	0	0
투자활동현금유출액	1,080	1,916	1,835	3,089	1,766
유형자산	48	60	169	626	923
무형자산	192	162	118	30	415
재무활동현금흐름	**262**	**396**	**60**	**313**	**835**
재무활동현금유입액	299	798	329	552	862
단기차입부채	160	125	238	51	342
장기차입부채	104	588	64	428	378
재무활동현금유출액	30	389	257	226	0
단기차입부채	28	258	257	163	0
장기차입부채	0	101	0	63	0
기타현금흐름	0	9	0	-45	-15
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-3	3	2	-0	0
현금변동	30	8	-22	1,075	680
기초현금	154	185	192	171	1,203
기말현금	**185**	**192**	**171**	**1,245**	**1,883**

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS	294	261	305	158	770
BPS	5,697	7,155	7,490	7,825	8,553
CFPS	-1,024	-772	697	5,173	6,038
SPS	3,099	4,593	4,933	6,501	11,195
EBITDAPS	509	658	726	854	1,631
DPS (보통,현금)	50	50	50	100	98
배당수익률 (보통,현금)	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6
배당성향 (보통,현금)	17.0	18.9	16.2	62.6	12.8
PER	44.2	63.6	52.2	100.5	21.4
PBR	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
PCFR	-	-	22.8	3.1	2.7
PSR	4.2	3.6	3.2	2.4	1.5
EV/EBITDA	27.3	29.7	25.5	18.8	10.3
재무비율					
매출액증가율	10.7	50.2	15.5	36.0	72.2
영업이익증가율	16.4	-4.4	-1.6	-5.0	155.6
지배주주순이익증가율	-18.0	-20.2	11.7	-29.6	90.6
매출총이익률	31.0	32.6	28.6	21.9	22.0
영업이익률	12.5	7.9	6.8	4.7	7.0
EBITDA이익률	16.4	14.3	14.7	13.1	14.6
지배주주순이익률	9.1	4.8	4.7	2.4	2.7
ROA	4.2	3.0	2.5	1.8	3.1
ROE	5.3	4.1	4.3	2.1	9.4
ROIC	6.8	3.7	4.2	3.8	12.4
부채비율	71.1	95.9	79.0	154.2	264.1
차입금비율	55.9	72.7	60.1	60.4	86.5
순차입금비율	17.5	43.8	36.3	3.0	4.3

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

레이(228670)

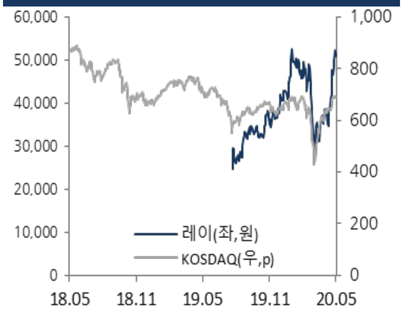
1분기 저점, 성장 모멘텀은 여전하다

BUY

목표주가(원)	**72,000**
현재주가(원)	**50,800**
상승여력(%)	**41.7**
시가총액(십억원)	338
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	6,653
유통주식수(천주)	6,653
52 주 최고가(원)	52,500
52 주 최저가(원)	24,750
60 일 평균거래량(주)	195,557
주요주주 지분율(%)	
외	

Analyst	홍종모
Sector	스몰캡·인터넷·게임
T	02-3770-0045
E	research.jhong@gmail.com

Price Chart



1분기를 저점으로 실적 성장 전망

- 1분기 실적은 매출액 123억원 (-8.6%, YoY)과 영업이익 6억원 (-32.2%, YoY)을 기록했다. 코로나 이슈로 인해 중국과 미국, 유럽에서 치과 진료가 중단되었고, 전방시장 투자 축소에 따라 실적이 감소했다.
- 다만 1분기를 저점으로 실적 개선이 기대된다. 1) 매출비중이 높은 중국은 3월부터 치과들이 순차적으로 진료를 개시했다. 2분기말부터는 영업환경이 정상화될 것으로 보이며, 3분기는 1분기의 이연 수요가 더해지면서 YoY 성장도 기대된다.
- 미국과 유럽 역시 6월을 전후하여 치과 영업을 재개할 것으로 보이며, 중국 사례를 볼 때 3분기 내 영업환경이 정상화될 것으로 예상된다. 미국, 유럽의 경우 매출이 하반기에 집중되는 경향이 있고, 특히 미국은 연말에 연간 매출의 40%가 몰린다는 점을 감안하면 코로나 이슈가 연간 실적에 미치는 영향은 제한적일 것이라 판단한다. 여기에 더해 4월 시작한 신규 아이템인 방호복 ODM 사업이 호조세를 보이고 있어 이로 인한 추가 성장도 기대된다.

신 사업 모멘텀은 변함없다

- 코로나 영향으로 영업계획이 일시적으로 지연되었으나 하반기부터 신 사업 진출 효과도 기대된다. 레이는 세계 임플란트 시장점유율 1위 기업인 스위스 스트라우만과 파트너십 계약을 진행 중이며, 스트라우만의 프리미엄 투명교정장치 브랜드의 ODM을 맡아 중국 투명 교정장치 시장에 지출 예정이다.
- 스트라우만은 이미 중국 임플란트 시장에서 점유율 약 35%를 차지하고 있는 사업자로 중국 전역에 영업망을 확보하고 있으며 이미 병원에 설치된 스트라우만 솔루션을 통한 영업이 가능하기 때문에 초기 인지도만 확보하면 빠르게 실적이 올라올 수 있을 것이라 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 유지

- 상반기 코로나 이슈로 인한 실적 불확실성을 감안하여 연간 예상실적을 매출 980억원, 영업이익 210억원으로 조정한다. 하반기 이연수요와 신규 아이템 실적을 감안하면 이는 보수적인 수준이라 판단한다. 12M Forward 기준 중국 투명교정 사업진출 등 실적 성장 모멘텀이 산재해있다는 점을 감안하여 기존의 목표주가를 유지하며, 가시화될 경우 업데이트 예정이다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2016	26	1	2	341	20.	0.0	0.0	0.0
2017	33	2	1	216	8.2	0.0	0.0	0.3
2018	52	6	5	960	25.6	0.0	0.0	0.0
2019	73	13	12	1,909	27.6	24.7	5.0	18.4
2020F	98	21	17	2,519	25.4	20.2	4.5	16.2

레이 (228670)

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	**24**	**26**	**41**	**77**	**106**
유동자산	19	18	34	61	72
현금및현금성자산	5	4	12	12	4
단기금융자산	0	0	0	17	24
매출채권및기타채권	7	7	13	20	27
재고자산	6	7	9	9	13
비유동자산	6	8	7	16	22
장기금융자산	0	1	0	3	4
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1	2	1	6	8
무형자산	2	3	4	4	6
부채총계	**11**	**11**	**15**	**19**	**31**
유동부채	9	8	11	13	17
단기차입부채	5	5	3	3	4
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	4	3	7	8	10
비유동부채	2	3	4	7	14
장기차입부채	0	0	0	2	3
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	**13**	**15**	**26**	**58**	**74**
지배주주지분	13	15	26	58	74
비지배주주지분	0	0	0	0	0

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	**26**	**33**	**52**	**73**	**98**
매출원가	16	18	29	39	52
매출총이익	**11**	**15**	**22**	**35**	**46**
판매비와관리비	10	13	16	22	25
영업이익	**1**	**2**	**6**	**13**	**21**
EBITDA	2	3	7	15	21
비영업손익	0	-1	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	0	-1	0	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**2**	**1**	**6**	**13**	**21**
법인세비용	-0	-0	1	2	5
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**2**	**1**	**5**	**12**	**17**
지배주주순이익	2	1	5	12	17
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	-0	0	-0	-0	0
총포괄손익	**2**	**1**	**5**	**11**	**17**

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동현금흐름	**1**	**1**	**4**	**6**	**14**
당기순이익	2	1	5	12	17
현금유입없는손익	1	2	3	6	4
자산상각비	1	1	1	3	0
영업자산부채변동	-2	-1	-4	-11	-2
매출채권증감	6	6	-6	-8	-8
재고자산증감	-2	-0	-2	-1	-3
매입채무증감	-6	-7	3	1	3
투자활동현금흐름	**-3**	**-3**	**-2**	**-23**	**-12**
투자활동현금유입액	0	0	0	21	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	3	3	2	44	12
유형자산	1	1	0	1	2
무형자산	2	2	2	2	2
재무활동현금흐름	**6**	**1**	**6**	**17**	**2**
재무활동현금유입액	11	3	9	21	2
단기차입부채	2	3	1	0	1
장기차입부채	0	0	0	0	1
재무활동현금유출액	5	2	3	3	0
단기차입부채	4	2	3	3	0
장기차입부채	1	0	0	1	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	-0	0
현금변동	4	-1	8	-0	5
기초현금	1	5	4	12	12
기말현금	5	4	12	12	17

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS	341	216	960	1,909	2,519
BPS	2,672	2,751	4,803	9,506	11,167
CFPS	116	206	786	998	2,097
SPS	5,281	6,166	9,421	12,080	14,730
EBITDAPS	386	513	1,319	2,556	3,156
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	0.0	0.0	0.0	24.7	20.2
PBR	0.0	0.0	0.0	5.0	4.5
PCFR	0.0	0.0	0.0	47.3	24.2
PSR	0.0	0.0	0.0	3.9	3.4
EV/EBITDA	0.0	0.3	0.0	18.4	16.2
재무비율					
매출액증가율	29.1	24.3	56.5	41.9	34.0
영업이익증가율	흑전	46.9	210.8	112.7	63.3
지배주주순이익증가율	726.8	-32.6	355.0	120.0	45.1
매출총이익률	41.0	45.4	43.6	47.3	47.0
영업이익률	5.0	5.9	11.7	17.6	21.4
EBITDA이익률	7.3	8.3	14.0	21.2	21.4
지배주주순이익률	6.5	3.5	10.2	15.8	17.1
ROA	6.5	7.8	18.0	21.8	23.0
ROE	20.0	8.2	25.6	27.6	25.4
ROIC	12.9	16.3	31.9	47.7	49.6
부채비율	81.5	75.7	57.1	33.2	42.4
차입금비율	34.3	33.5	12.9	8.3	8.9
순차입금비율	-3.3	6.2	-33.5	-12.5	3.2

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

필옵틱스(161580)

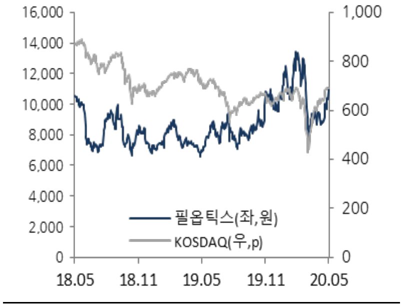
OLED와 2차 전지가 가져올 실적 성장

NR

목표주가(원)	**NR**
현재주가(원)	**11,000**
상승여력(%)	**-**
시가총액(십억원)	207.1
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	18,829
유통주식수(천주)	18,664
52 주 최고가(원)	13,400
52 주 최저가(원)	6,940
60 일 평균거래량(주)	541,621
주요주주 지분율(%)	
한기수 외 1 인	37.5

Analyst	강성훈
Sector	스몰캡
T	02-3770-0143
E	Research,kah@gmail.com

Price Chart



> '20년 실적 턴어라운드가 기대되는 해

- OLED와 2차전지 제조 공정에 사용되는 레이저 장비 생산 사업을 영위하는 기업으로, '20년 예상 실적은 매출액 2,414억원(+72%, YoY), 영업이익은 210억원(흑전)을 기록하며 실적 턴어라운드를 나타내는 해가 될 것으로 전망이다.
- 동사는 9분기만에 흑자전환에 성공하며 '20년 1분기 실적 매출액 514억원, 영업이익 37억원을 기록했다.

> POINT I. 수주 잔고 증가에 따른, 매출 성장과 CAPA 증가

- 올해 신규 수주 규모는 2,500~2,700억원 수준으로 전망된다. 신규 수주는 OLED 장비와 2차전지 장비 각각 1,500~1,700억원, 1,000~1,200억원 수준으로 구성될 것으로 보인다. '19년말 기준 수주 잔고액은 1,400억원이고 올해 예상 수주 규모에서 현재 1,000억원 가량은 이미 수주가 완료 된 상태이다. 이를 통해서 앞서 제시한 예상 매출 실적은 무리 없어 달성할 것으로 보인다.
- 수익성이 낮았던 OLED R&D 장비에 대한 수주는 '19년에 대부분 소진 되었고, 현재 남은 수주 규모의 90%는 양산 장비이기 때문에 수익성이 상대적으로 높다. 뿐만 아니라 올해 예정된 수주의 대부분은 양산을 위한 장비이기 이기 때문에 매출성장과 함께 수익성 개선 효과가 기대된다.
- 새로운 공장과 사옥의 준공으로 CAPA의 성장이 이루어질 예정이다. 현재 동사의 생산 공장은 수원 3곳, 용인 1곳으로 생산 CAPA는 매출액 기준 4,000억원의 규모이다. 11월 완공이 예정된 신 사옥으로 이전 시, 4곳으로 나누어진 생산 설비를 한 곳으로 통합하여 생산 효율을 높임과 동시에 면적 또한 증가 하여 7,000억원 규모까지 증가할 전망이다.

> POINT II. 2차 전지 부분의 성장에 대한 기대감

- 2차 전지 사업의 '20년 예상 매출액은 630억 수준으로 '19년 대비 86.3% 성장할 것으로 전망된다.
- 고객사 생산 공정 변경에 따른 장비 교체 수혜가 기대된다. 2차전지 주 매출처인 삼성SDI는 기존의 공정을 변경하는 과정에서 동사가 신규 공정 라인의 핵심 설비를 납품하게 될 예정이다. 해당 아이템은 현재 1차 납품이 완료된 상태로, 앞으로 2차, 3차 납품이 이루어 질 예정이다. 전방 산업의 꾸준한 성장으로 인해, 동사 또한 5년간 해당 사업 부문에 대한 투자를 지속하여 높은 성장성을 가져올 것으로 기대된다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2016	183	16	15	1,118	65	0	0	1
2017	285	23	20	1,089	27	12	2	8
2018	56	-28	-28	-1,594	-	-	2	-
2019	140	-15	-16	-873	-	-	3	-
2020F	241	21	4	206	6	53	3	11

필옵틱스 (161580)

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	**1,158**	**1,566**	**1,890**	**1,910**	**2,201**
유동자산	749	685	910	830	914
현금및현금성자산	186	428	155	77	88
단기금융자산	0	21	0	40	46
매출채권및기타채권	479	107	49	80	92
재고자산	43	60	687	579	667
비유동자산	409	880	981	1,080	1,286
장기금융자산	52	95	125	106	123
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	293	644	660	827	953
무형자산	41	43	89	78	90
부채총계	**844**	**594**	**1,230**	**1,328**	**1,470**
유동부채	700	448	907	1,179	1,358
단기차입부채	184	276	422	655	754
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	452	91	117	312	360
비유동부채	144	146	323	149	112
장기차입부채	130	123	313	142	164
기타장기금융부채	0	0	1	0	0
자본총계	**314**	**971**	**660**	**582**	**730**
지배주주지분	312	973	662	582	730
비지배주주지분	2	-2	-2	0	0

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	**1,828**	**2,854**	**555**	**1,404**	**2,414**
매출원가	1,544	2,443	593	1,263	1,811
매출총이익	**284**	**411**	**-37**	**141**	**604**
판매비와관리비	128	181	241	290	393
영업이익	**156**	**229**	**-278**	**-149**	**210**
EBITDA	183	270	-225	-93	263
비영업손익	-2	-31	-0	-11	-17
이자수익	1	2	3	4	7
이자비용	9	10	14	17	12
배당수익	0	0	1	0	0
외환손익	1	-35	10	-2	-12
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	6	12	0	5	0
세전계속사업이익	**155**	**198**	**-278**	**-161**	**193**
법인세비용	1	24	-4	-1	43
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**153**	**175**	**-275**	**-160**	**151**
지배주주순이익	151	171	-275	-160	151
비지배주주순이익	2	4	0	0	0
기타포괄손익	0	0	0	0	-3
총포괄손익	153	175	-275	-160	148

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동현금흐름	**145**	**192**	**-483**	**-84**	**83**
당기순이익	153	175	-275	-160	151
현금유입없는손익	73	191	139	76	112
자산상각비	27	40	53	56	53
영업자산부채변동	-68	-139	-330	11	-132
매출채권증감	-441	360	24	-56	-12
재고자산증감	-27	-15	-459	152	-88
매입채무증감	406	-366	43	128	47
투자활동현금흐름	**-80**	**-503**	**-104**	**-128**	**-215**
투자활동현금유입액	4	35	30	35	0
유형자산	0	1	2	7	0
무형자산	0	0	0	3	0
투자활동현금유출액	84	538	134	163	215
유형자산	65	452	43	117	177
무형자산	12	11	55	2	14
재무활동현금흐름	**62**	**572**	**314**	**128**	**118**
재무활동현금유입액	88	799	334	200	121
단기차입부채	0	0	0	0	99
장기차입부채	85	253	330	198	22
재무활동현금유출액	26	227	4	72	3
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	26	171	0	72	0
기타현금흐름	0	0	0	0	25
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-19	0	6	0
현금변동	127	241	-272	-78	12
기초현금	59	186	428	155	77
기말현금	186	428	155	77	88

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS	1,118	1,089	-1,594	-873	801
BPS	2,301	6,195	3,841	3,177	3,882
CFPS	1,071	1,222	-2,801	-457	442
SPS	13,500	18,171	3,222	7,658	12,830
EBITDAPS	1,353	1,719	-1,307	-508	1,397
DPS (보통,현금)	0	102	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	9.9	0.0	0.0	0.0
PER	0.0	11.9	-	-	13.7
PBR	0.0	2.1	1.9	3.3	2.8
PCFR	0.0	10.6	-	-	24.9
PSR	0.0	0.7	2.3	1.4	0.9
EV/EBITDA	0.7	7.6	-	-	10.9
재무비율					
매출액증가율	200.8	56.1	-80.5	152.9	71.9
영업이익증가율	흑전	47.0	적전	적지	흑전
지배주주순이익증가율	흑전	13.8	적전	적지	흑전
매출총이익률	15.5	14.4	-6.7	10.1	25.0
영업이익률	8.5	8.0	-50.1	-10.6	8.7
EBITDA이익률	10.0	9.5	-40.6	-6.6	10.9
지배주주순이익률	8.4	6.1	-49.5	-11.4	6.2
ROA	19.2	16.9	-16.1	-7.9	10.2
ROE	64.8	26.6	-33.6	-25.7	23.0
ROIC	44.0	35.3	-30.2	-13.7	13.0
부채비율	269.2	61.2	186.4	228.0	201.3
차입금비율	100.2	41.1	111.4	136.8	125.7
순차입금비율	40.8	-2.9	87.9	118.0	108.4

2020. 5. 19
Company Analysis

Mid-Small Cap

쎄트렉아이(099320)

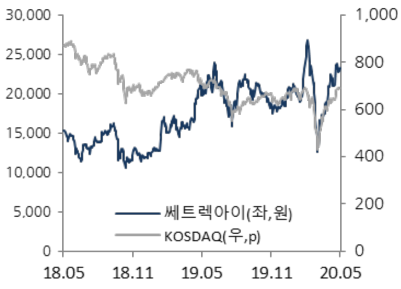
성장성과 가치를 동시에 겸비

NR

목표주가(원)	**NR**
현재주가(원)	**23,300**
상승여력(%)	**-**
시가총액(십억원)	169.4
KOSPI 지수(p)	1,937.11
KOSDAQ 지수(p)	690.85
액면가(원)	500
발행주식수(천주)	7.268
유통주식수(천주)	7,173
52 주 최고가(원)	26,850
52 주 최저가(원)	12,650
60 일 평균거래량(주)	201,689
주요주주 지분율(%)	
박성동 외 8 인	24.0

Analyst	양형모
Sector	섹터총괄·경제전략
T	02-3770-0191
E	septonhm@naver.com

Price Chart



> 1Q20 Review - 예상치 상회

동사의 1분기 실적은 매출액 181억원(yoy +73%), 영업이익 26억원(yoy 63%), OPM 14.5%를 기록하며 컨센서스 매출액 156억원, 영업이익 21억원을 상회했다. 2019년말 기준 수주잔고는 1,660억원으로 사업기간 약 4년을 감안하면 연간 400억원 매출액은 확보했다. 또한 1분기 실적은 자회사인 SIIS(영상판매), SIA(항공 데이터 분석)이 각각 매출액 13억원(yoy 23%), 5억원(yoy 1,960%)을 기록하며 기여했다.

> 가격경쟁력으로 수주 증가 기대

WorldView-3는 PAN 0.31미터(최고), MS 1.24미터의 세계 최고 성능을 가진 인공위성이다. 가격은 3억달러다. 동사가 2021년 말을 목표로 개발 중인 SpaceEye-T는 PAN 0.3미터, MS 1.2미터로 세계 최고 성능이 될 전망이며, 가격은 1억달러다. 즉 WorldView-3와 성능은 유사하며, 가격 무게는 30% 수준에 불과하다. 개발이 완료되면 분명 수주 증가에 기여할 수 밖에 없다.

> 2020년 수주도 견조할 전망

코로나 사태로 인해 수주 불확실성은 있다. 그럼에도 불구하고 동사 수주가 견조할 것으로 예상하는 이유는 정부와 군이 프로젝트로 발주하기 때문이다. 올해 목표로 하는 해외 사업은 해외 군관련 프로젝트다. 동사는 SpaceEye-X를 제안했다. 가격경쟁력이 우수하기 때문에 수주 가능성이 있다. 또한 과기부는 오는 2027년까지 2,133억원을 투입해 군집형 초소형위성(광학해상도 1m이하)과 활용시스템을 개발/발사하는 사업을 추진 중이다. 국책연구기관인 카이스트와 동사만 단독으로 응모해 논란이 있지만 발주 가능성이 높다는 판단으로 2020년 수주도 견조하겠다.

> 저평가 매력 부각 가능

쎄트렉아이의 2020년 실적 컨센서스는 매출액 885억원, 영업이익 122억원이다. ROE 14%에 현재 PER은 16~17배다. 동사가 속한 사업 영역과 기술 및 가격 경쟁력을 감안하고, 2021년 말 개발이 기대되는 신제품을 고려하면 성장성과 주가 업사이드는 충분하다는 판단이다. 글로벌 피어 대비 저평가 매력이 부각될 수 있고, 성장주로서 안정적인 순현금 재무구조는 플러스 요인이겠다.

실적 및 주요 지표 추이

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
2015	305	46	42	572	9.0	18.1	1.6	9.7
2016	342	32	33	449	6.6	40.7	2.6	18.8
2017	428	54	57	779	10.8	26.9	2.8	15.0
2018	461	56	46	639	8.2	19.5	1.6	9.1
2019	702	92	72	984	11.7	19.8	2.2	7.4

쎄트렉아이 (099320)

재무상태표

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
자산총계	592	692	706	777	963
유동자산	248	248	214	288	509
현금및현금성자산	67	58	73	51	198
단기금융자산	10	14	8	17	124
매출채권및기타채권	145	130	91	64	38
재고자산	21	36	22	10	36
비유동자산	343	444	492	488	455
장기금융자산	7	12	25	20	26
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	167	174	178	180	203
무형자산	156	239	270	265	194
부채총계	110	188	158	192	318
유동부채	50	113	109	168	266
단기차입부채	0	0	0	32	0
기타단기금융부채	0	2	0	0	0
매입채무및기타채무	44	107	107	72	81
비유동부채	60	75	49	24	53
장기차입부채	0	0	0	0	17
기타장기금융부채	0	1	0	0	23
자본총계	481	504	548	585	645
지배주주지분	480	504	548	580	638
비지배주주지분	1	0	-1	5	7

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	305	342	428	461	702
매출원가	224	273	323	361	553
매출총이익	81	69	105	101	150
판매비와관리비	35	38	51	45	57
영업이익	46	32	54	56	92
EBITDA	78	71	102	99	191
비영업손익	1	-2	3	-3	-8
이자수익	1	0	0	0	1
이자비용	1	1	2	2	1
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	4	4	-2	-1	4
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-2	-4	7	0	-11
세전계속사업이익	48	30	56	53	85
법인세비용	4	-2	2	3	11
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	32	54	51	74
지배주주순이익	42	33	57	46	72
비지배주주순이익	2	-1	-3	4	2
기타포괄손익	0	0	0	0	-2
총포괄손익	44	32	54	51	71

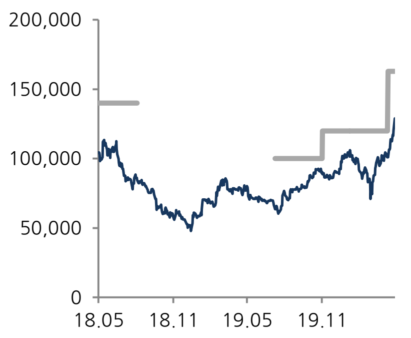
현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	-47	92	111	2	324
당기순이익	44	32	54	51	74
현금유입없는손익	37	47	55	55	124
자산상각비	32	39	48	43	99
영업자산부채변동	-127	15	7	-101	136
매출채권증감	-95	15	36	-36	35
재고자산증감	-12	-19	11	5	-27
매입채무증감	-21	28	-39	-22	-24
투자활동현금흐름	102	-95	-90	-42	-177
투자활동현금유입액	432	104	20	11	31
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	330	199	110	52	208
유형자산	1	10	13	14	35
무형자산	62	76	69	25	14
재무활동현금흐름	-8	-6	-6	18	-0
재무활동현금유입액	0	2	6	35	57
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	32	14
재무활동현금유출액	3	1	3	6	50
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	46
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	1	-1	0	0
현금변동	47	-9	15	-22	147
기초현금	21	67	58	73	51
기말현금	67	58	73	51	198

투자지표

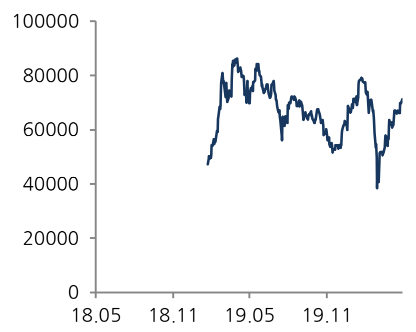
(단위: 원, 배, %)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표 및 주가배수					
EPS	572	449	779	639	984
BPS	6,605	6,931	7,545	7,981	8,775
CFPS	-646	1,259	1,533	34	4,461
SPS	4,198	4,711	5,883	6,347	9,662
EBITDAPS	1,072	973	1,399	1,361	2,631
DPS (보통,현금)	111	121	156	106	210
배당수익률 (보통,현금)	1.1	0.7	0.7	0.8	1.1
배당성향 (보통,현금)	19.3	26.8	19.9	16.3	21.1
PER	18.1	40.7	26.9	19.5	19.8
PBR	1.6	2.6	2.8	1.6	2.2
PCFR	-	14.5	13.7	366.7	4.4
PSR	2.5	3.9	3.6	2.0	2.0
EV/EBITDA	9.7	18.8	15.0	9.1	7.4
재무비율					
매출액증가율	16.9	12.2	24.9	7.9	52.2
영업이익증가율	111.2	-31.6	70.0	4.3	65.1
지배주주순이익증가율	144.6	-27.5	70.0	-6.1	45.3
매출총이익률	26.5	20.2	24.4	21.8	21.3
영업이익률	15.1	9.2	12.6	12.1	13.2
EBITDA이익률	25.5	20.7	23.8	21.4	27.2
지배주주순이익률	14.4	9.3	12.6	11.0	10.5
ROA	8.1	4.9	7.7	7.6	10.6
ROE	9.0	6.6	10.8	8.2	11.7
ROIC	13.1	8.2	11.9	11.7	18.2
부채비율	22.9	37.3	28.8	32.8	49.4
차입금비율	0.0	0.0	0.0	5.5	2.7
순차입금비율	-14.4	-13.7	-13.6	-3.3	-45.5

삼양식품 목표주가 추이	투자의견 변동내역



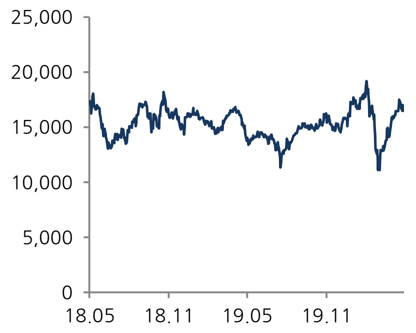
일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비
2020.05.19	BUY	163,000	-		-				
2019.12.29	BUY	120,000	-11.7		-22.8				
2019.08.26	BUY	100,000	-18.8		-23.2				
2018.03.27	BUY	140,000	-18.9		-34.8				
2018.02.26	BUY	140,000	-30.4		-37.6				

천보 목표주가 추이	투자의견 변동내역



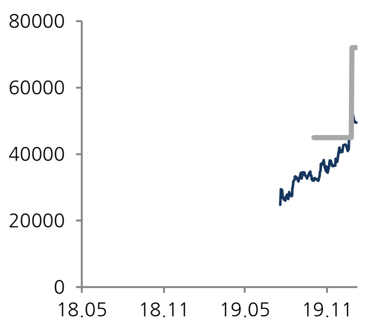
일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.05.19	NR	-									

다원시스 목표주가 추이	투자의견 변동내역



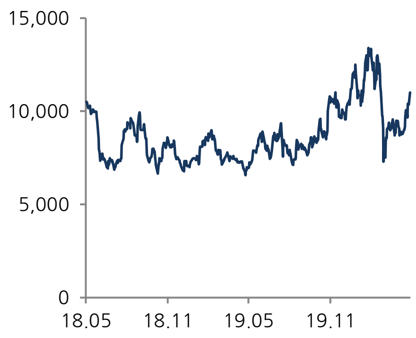
일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.05.19	NR	-									

레이 목표주가 추이	투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.05.19	BUY	72,000	-		-						
2020.01.15	BUY	72,000	-		-						
2019.10.22	BUY	45,000	2.8		-10.2						

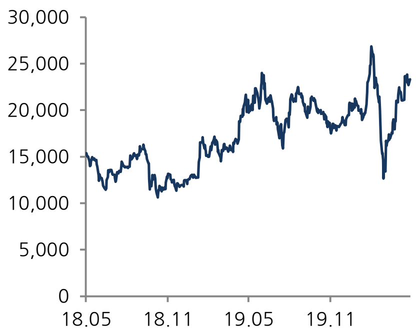
필옵틱스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.05.19	NR	-									

쎄트렉아이 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.05.19	NR	-									

Compliance Notice

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

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

_ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.

_ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 양형모, 홍종모, 강성훈)

_ 당사는 동 자료에 대한 기관투자가나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	Guide line	투자등급	적용기준	투자의견 비율	비고
산업	투자등급 3단계 투자기간 6개월	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 업종지수상승률이 시장수익률 수준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
기업	투자등급 3단계 투자기간 6개월	Buy (매수)	20% 이상 초과수익 예상	100.0%	
		Trading Buy	10% 이상 초과수익 예상		
		Hold (보유)	-10%~10% 등락 예상		
		Sell (매도)	-10% 이상 주가하락 예상		
		합계		**100.0%**	