

G2 제로섬 시대의 서막

미국 설비투자 증가 수혜에 주목하자

글로벌 위기를 겪으면서 세계 경제는 ‘저성장 시대’에 접어들었다. 글로벌 경기의 사이클은 점점 짧아지고 있으며, 미국과 유럽 등 구미 선진국의 높은 실업률이 장기화되고 유효 수요 회복이 더디지면서, 중국을 비롯한 이머징 경제의 성장동력도 약화되고 있다. **저성장 국면이 장기화됨에 따라 선진국을 중심으로 성장동력으로서 제조업의 중요성이 재조명되기 시작했다.**

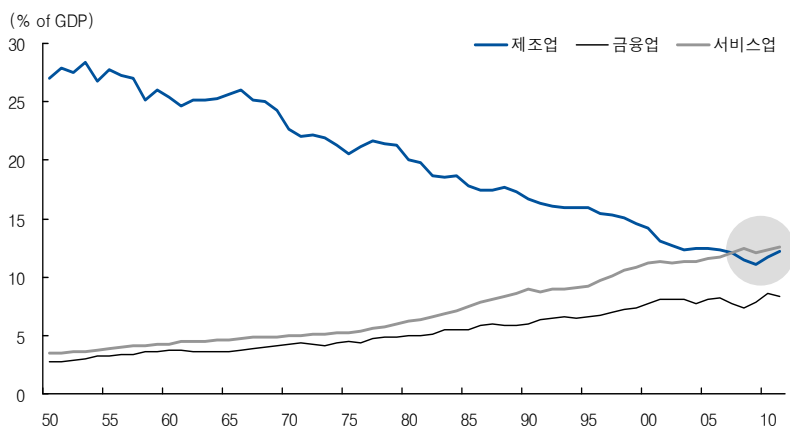
2008년 금융위기 이후 미국 내에서는 서비스업, 특히 금융업에 과도하게 의존적인 경제구조를 바꾸고 무역수지 적자 해소와 고용 창출을 위해 제조업을 발전시키자는 목소리가 힘을 얻고 있다. 자국 내 제조업 기반을 강화하기 위해 법인세 인하와 보조금 지급 등 제조기업 유치를 위한 정책도 제시되고 있다. 이에 따라 **최근 미국에서는 중국, 동남아, 중남미 등 신흥시장으로 이전했던(Offshoring) 생산시설을 다시 미국으로 옮겨오는, 이른바 리쇼어링(Reshoring) 현상이 나타나기 시작했다.**

제조업체들의 자국 회귀가 나타나게 된 가장 큰 이유는 저비용 생산기지로서 신흥시장의 매력력이 점차 떨어지고 있기 때문이다. 중국을 비롯한 이머징 국가의 인건비는 빠르게 상승하고 있는 반면, **높은 생산성과 낮은 에너지 가격, 그리고 저금리와 정책 지원 등 구조적 수혜를 누리고 있는 미국 제조업체의 비용 경쟁력은 높아질 것으로 보인다.**

미국 제조업의 부활은 글로벌 경제 및 산업구조에 적지 않은 영향을 미칠 것이다. 특히 중국 경기에 대한 의존도가 높았던 국내 기업의 수출 밸런스가 맞춰지면서 한국의 대미 수출에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 가장 큰 수혜주는 기계업종이 될 것으로 전망한다. **향후 미국으로의 리쇼어링이 본격화된다면 제조업 생산시설과 신규설비에 대한 투자는 필연적으로 높아질 수밖에 없으며, 공작기계 및 금속가공품 등 관련 제품의 수요도 크게 늘어날 전망이다.**

관련된 국내 수혜주로 두산인프라코어(042670/공작기계, 건설중장비), 성광벤드(014620/산업용 피팅), 태광(023160/산업용 피팅), LS(006260/미국 자회사의 전선류), 진성티이씨(036890/건설중장비용 롤러), 디케이락(105740/소형 피팅밸브), 일진다이아(081000/다이아몬드공구 소재), 우림기계(101170/기어 부품), 휴스틸(005010/유정용 강관)을 제시한다.

미국 GDP 중 각 산업의 비중 추이: 다시 부각되고 있는 제조업



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

이정민

02-768-3267

jennifer.lee@dwsec.com

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

박원재

02-768-3372

william.park@dwsec.com

홍성국

02-768-3051

sungguk.hong@dwsec.com

I. Prologue.....	3
G2 제로섬(Zero-Sum) 시대의 서막	3
미국은 제조업이 필요하다.....	3
과학기술 발달과 세계화로 생산비 평준화.....	4
미국 제조업 재구조화 기회를 이용하자.....	4
II. 새롭게 요구되는 성장의 방식.....	5
III. 중국, 흔들리는 세계의 공장.....	7
글로벌 기업들의 對중국 투자에 대한 시각 변화.....	7
Case Study 1) ‘아디다스’와 ‘팍스콘’ – 인건비를 비롯한 직접비용의 상승.....	8
중국의 임금 상승, 그 배경과 영향	9
Case Study 2) ‘후지 제록스’ – 간과하기 어려운 간접비용	11
Case Study 3) 중국을 떠나는 자와 남는 자.....	12
IV. 미국, 다시 주목 받는 제조업	14
Reshoring! 미국 제조업체들의 귀환과 그 배경	14
미국 제조업의 현 주소.....	16
미국 제조업의 상대적 강세를 전망하는 이유.....	18
Return to USA! 변화는 시작되었다.....	20
V. 투자 아이디어: 미국 설비투자 수혜주 찾기.....	21
경기 순환 측면에서의 미국 제조업 재구조화의 의미	21
경기부양책과 사회적 균형을 위한 투자에도 관심을 기울여야.....	21
기계업종, 미국의 제조업 부활의 최대 수혜주.....	22
두산인프라코어 (042670/매수).....	27
성광벤드 (014620/매수).....	31
태광 (023160/매수)	34
LS (006260/매수)	37
진성티이씨 (036890/매수)	40
디케이락 (105740/매수).....	48
일진다이아 (081000/Not Rated)	54
우림기계 (101170/Not Rated).....	58
휴스틸 (005010/Not Rated)	63

구조적 전환기(The Age of Transition)의 투자전략

2008년 글로벌위기 발생을 계기로 세계는 구조적 전환기로 진입하고 있습니다. 표면적으로는 부채의 위기로 보이지만, 현재의 위기는 장기 저성장, 저금리, 고실업 등 경제와 사회전반의 구조적 변화를 요구하고 있습니다. 또한 구조적 환경의 변화로 주식, 부동산 등 자산가격도 과거와는 다른 차원에서의 접근이 필요합니다. KDB 대우증권은 이러한 변화 중 금융시장에 영향을 줄만한 주제를 연구원들이 공동 참여하여 ‘The Age of Transition’이란 제목으로 자료를 수시로 출간할 예정입니다.

* ‘The Age of Transition’은 세계사회학회(SA) 회장을 지낸 이매뉴얼 월러스틴(Immanuel Wallerstein)의 저서 제목입니다. 월러스틴은 현재의 시스템 위기를 이미 20세기 후반에 예고했었습니다. ‘이행의 시대’로 번역된 이 책의 제목을 인용한 것은 그만큼 근본적이고 구조적인 변화가 향후 나타날 것으로 예상하기 때문입니다.

I. Prologue

저성장의 그늘,
빛나간 시대 예측

21세기는 중국의 시대라고 모두가 예측했었다. 중국의 쑹홍빈(宋鴻兵)은 ‘화폐전쟁’이라는 책에서 기축통화도 달러에서 위안화로 교체될 것으로 예측했다. 그러나 글로벌위기 4년을 지나면서 상황은 크게 역전되고 있다. EU, 일본, 장차 세계경제를 잠어질 것으로 예상되던 인도와 러시아도 경기침체를 면치 못하고 있다. 그나마 중국과 브라질만 명목을 유지하고 있지만 경제성장률 하락과 소위 ‘중진국 함정’이라는 사회 발전 단계에서 피할 수 없는 시스템 불안으로 위기감이 고조되고 있다.

G2 제로섬(Zero-Sum) 시대의 서막

미국의 우위 회복이 아닌
중국의 투자 유인 약화

모순덩어리 미국이지만 여전히 패권국 지위는 유지되고 있다. 이는 미국의 우위 회복이 아니라 중국의 상대적인 투자 유인 약화와 세계 경제의 구조적 변화에 기인한다. ‘사회주의적 시장경제’라는 모순적 명제를 표방하는 중국을 유지하는 방법은 1) 지속적인 경제 성장으로 고용을 창출하고, 2) 노동자에게는 인건비 상승으로 구매력을 확장시키는 것이다. 그러나 이 두 가지는 물가 상승을 유발시켜 재차 인건비를 상승시키는 악순환의 고리에 빠지게 한다. 또한 인건비 상승은 기업이익을 축소시킨다. 간접적으로는 노사문제, 잦은 정책변화, 규제 강화, 품질 저하, 외국인 기업 차별, 기술 유출 등이 사회 저변의 신뢰를 약화시킨다. 바로 중국의 현재 상황이다.

미국은 제조업이 필요하다

제조업을 통해 부활을
꿈꾸는 미국

기축통화국이라는 특수성을 기반으로 미국은 부채문제에서 상대적으로 여유가 있는 편이다. 부활을 꿈꾸는 미국의 목표는 세계패권의 강화가 아니라 장기 성장 능력의 확보에 있다. **미국을 재구축하는 것의 출발은 부채를 줄이는 것이다. 그리고 부채를 축소시키는 방법은 에너지와 소비재 수입을 줄이는 것**에서 출발한다.

에너지는 셰일가스 개발로 수입을 줄이는 한편, 소비재는 자체 생산 비중을 높여 무역적자를 줄이고 국내 고용을 창출하려는 노력을 기울이고 있다. 이 경우 경상수지뿐 아니라 재정수지 개선 효과도 기대된다. 동시에 전략적으로 중국에서의 수입을 줄여(중국 경제 성장률 하락 유도) 상대적으로 미국의 입지를 강화할 수 있다.

글로벌위기 이전부터 중국에 진출했던 상당수 일본 기업들이 자국으로 회귀하고 있었다. 이유는 인건비 상승 등 경영환경의 악화로 중국에 진출한 효과가 줄어들었기 때문이다. 동시에 일본 정부는 저가로 공장부지를 공급하고 세금을 줄여서, 중국과의 인건비 격차 축소를 유인하고 있다. 미국도 동일하게 제조업 육성 정책을 펼 수밖에 없다. 포화 상태에 있는 서비스업에서 고용이 더 이상 창출되기 어렵기 때문이다.

과학기술 발달과 세계화로 생산비 평준화

미국과 중국의
생산비용 차이는
점차 축소될 전망

과학기술 발달과 세계화는 비약적인 생산성 증대로 이어진다. 상품의 생산비용 중 원자재 가격, 공장 자동화, 물류 등 경영 환경 측면에서의 국가간 차이는 미미하다. 여기에 세율마저 비슷해지고 정부의 지원책도 동일하다면 결국은 품질과 인건비 차이가 상품 가격을 결정하게 된다. 문제는 인건비와 품질은 반대 방향이라는 점이다. 통상 선진국에서 생산된 상품은 인건비가 높지만 품질은 우수하다. 반면 중국 등 이머징에서 생산한 제품은 인건비는 싸지만 품질은 낮다.

최근 중국 등 이머징 국가의 인건비는 빠르게 상승하고 있다. 반면 글로벌위기 이후 중심 이데올로기가 된 ‘국가자본주의’ 체제에 따라, 미국은 정부가 시장에 적극 개입하면서 투자 여건을 개선시키고 있다. 즉 시간이 흐를수록 미국과 중국의 생산비용 차이는 축소될 가능성이 높아졌다.

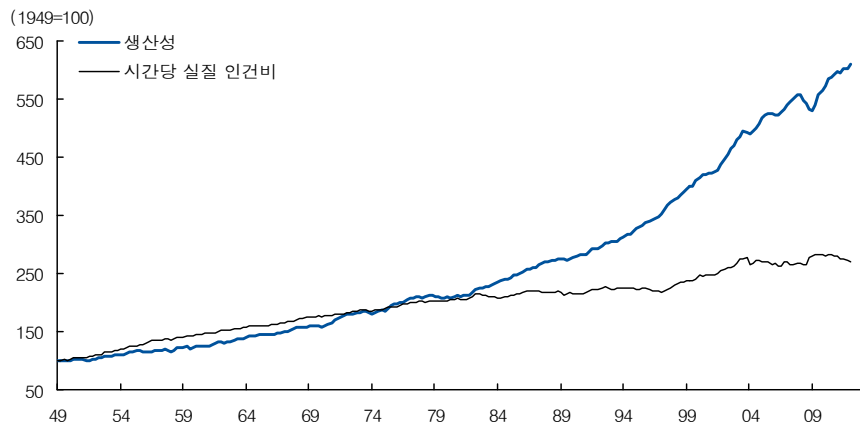
또한 장기간 유지된 신자유주의 시스템으로 미국의 인건비는 상대적으로 매우 싸다. 1970년 초에 비해 시간당 인건비는 거의 변화가 없지만 생산성은 1.5배나 상승했다. 그만큼 인건비에 있어서도 미국의 경쟁력이 높다는 의미이다.

미국 제조업 재구축 기회를 이용하자

설비투자 관련 기업들에
대해 중장기적인 관심 필요

제조업 재구축의 성공 여부를 떠나 미국은 장기간 국내 인프라 투자가 부족했다. 또한 경기 부양 차원에서도 미국은 인프라 투자를 늘려야 한다. 여기에 제조업 육성 정책이 가세한다면 설비 투자 관련 기업은 주목 받을만하다. 기업업종을 중심으로 제시한 기업에 대한 중장기적 관점에서의 관심이 필요해 보인다.

그림 1. 미국 제조업 시간당 인건비와 생산성 추이



자료: UN Statistics Division, KDB대우증권 리서치센터

II. 새롭게 요구되는 성장의 방식

저성장 국면의 장기화 - 다시 부각되는 제조업

뉴 노멀: 장기적인 저성장과 높은 실업률

지난 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계 경제를 특징짓는 현상을 일컬어 ‘뉴 노멀(New Normal)’이라는 개념이 자주 언급되어왔다. 세계 최대의 채권투자펀드를 운용하는 핼코(PIMCO)의 최고경영자(CEO)인 앨 에리언에 의해 확산되기 시작한 이 개념은, **디레버리징의 결과로 나타난 ‘장기적인 저성장과 높은 실업률’**을 대변하고 있다.

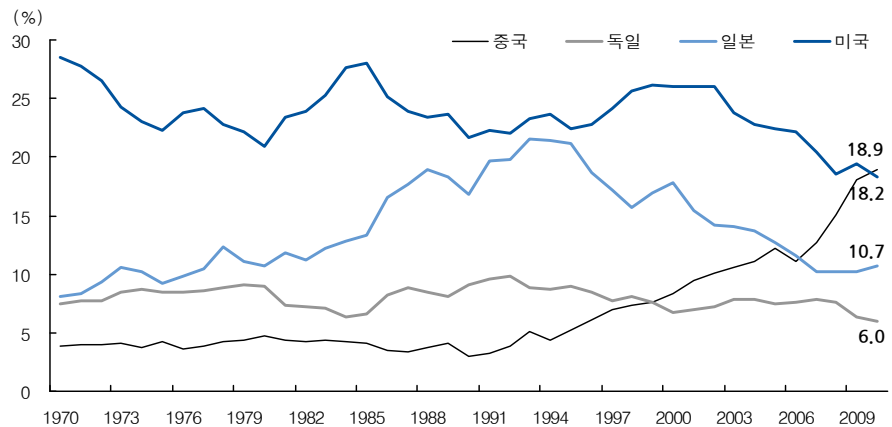
뉴 노멀을 넘어 패러노멀로: 각종 불확실성이 세계 경제를 지배

핼코의 최고투자책임자(CIO)인 빌 그로스는 올해 투자환경을 진단하면서, ‘뉴 노멀’에서 한걸음 더 나아간 **‘패러노멀(Paranormal)’**이라는 단어를 언급했다. 패러노멀의 사전적 정의는 ‘과학적으로 알 수 없는’이라는 뜻으로, 기존의 패러다임으로는 도무지 이해할 수 없는 각종 불확실성들이 세계 경제를 지배하고 있다는 의미로 해석된다. 즉 사상 최저 수준의 금리와 양적완화 정책에도 불구하고 여전히 신뢰가 회복되지 않아, 디레버리징의 속도는 느려지고 세계 경제도 무기력증에 빠졌다는 것이다.

점점 짧아지고 있는 글로벌 경기 사이클

‘뉴 노멀’이건 ‘패러노멀’이건 용어는 현상을 정의할 뿐이다. 어쨌든 글로벌 경제가 ‘저성장 시대’에 직면했다는 것은 모두가 인지하고 있는 사실이다. **글로벌 경기의 사이클은 점점 짧아지고 있으며, 미국과 유럽 등 구미 선진국의 높은 실업률이 장기화되고 유효 수요 회복이 더뎌지면서, 중국을 비롯한 이머징 경제의 성장동력도 약화되고 있다.** 결국 뉴 노멀 시대를 맞아 국가들마다 저성장 시대를 염두에 둔 새로운 경제전략이 대두되어야 할 시기인 것이다.

그림 2. 글로벌 제조업 생산에서의 주요국 비중 추이



자료: UN Statistics Division, KDB대우증권 리서치센터

2000년대 초반 소비해야 하는 선진국 vs. 생산기지 역할을 하는 신흥국

2000년대 초반 미국과 유럽의 선진국들은 자산가격 상승에 힘입어 소비를 늘렸고, 그 과정에서 낮은 비용을 바탕으로 선진국의 생산기지 역할을 해낸 국가들이 주목을 받았다. **중국은 저렴한 인건비와 풍부한 노동, 고정환율 등을 무기로 미국 등 선진국의 생산시설까지 흡수하면서 세계의 공장**으로 부상했고, 중국에 원자재를 공급하는 브라질과 러시아를 비롯하여 중국과의 교역 비중이 높은 한국과 대만 등 아시아 신흥국들도 수혜를 받았다.

2000년대 초반 중국의 부상 vs. 흔들리는 미국의 제조업

반면 미국의 제조업은 1990년대 후반 IT 버블 붕괴로 위기를 맞았으며, 여기에 중국의 WTO 가입(2001년)으로 제조업의 성장 기반이 빠르게 중국으로 이전되면서 글로벌 제조업 생산에서의 입지도 흔들리게 되었다. **미국의 제조업 약화는 무역수지 적자 확대로 이어져 글로벌 불균형을 초래하는 근본 원인**이 되기도 했다(미국 무역수지 적자: 1991년 311억 달러 → 2000년 3,767억 달러 → 2006년 7,533억 달러 → 2011년 5,600억 달러).

새로운 성장동력을 찾기 위한 미국의 선택: 제조업

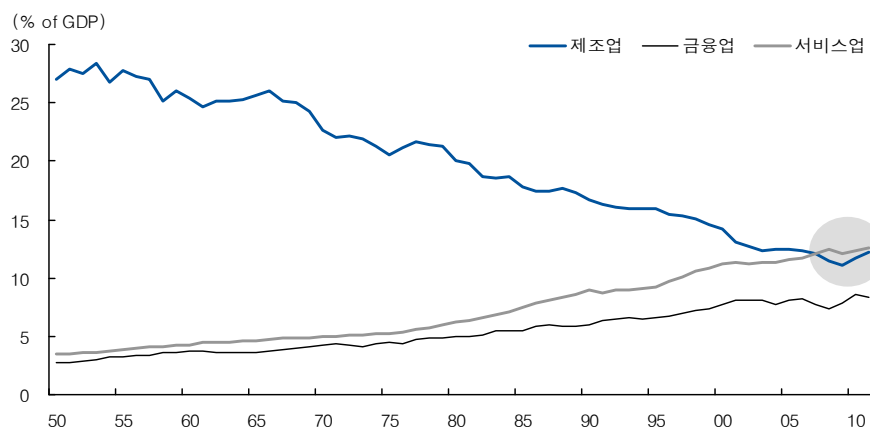
그러나 글로벌 금융위기 이후, 이른바 ‘뉴 노멀’ 시대를 맞으면서 상황은 크게 달라졌다. 금융규제 완화와 저금리 정책을 바탕으로 급성장해 오던 미국의 금융산업은 충격을 받게 되었고, 금융산업 중심으로 산업구조가 재편되어가던 미국 경제도 흔들리게 되었다. **저성장 국면이 장기화되면서 스스로 생산 능력을 키워야 하는 숙제를 안게 된 미국이 새롭게 꺼내든 카드는, 결국 ‘제조업’이었다.** 서비스업, 특히 금융업에 대한 과도한 의존이 버블을 초래했다는 비난 여론이 확산되면서, 왜곡된 경제구조를 바꾸고 과도한 무역수지 적자 문제를 해결하기 위해 제조업을 발전시키자는 목소리가 힘을 얻게 된 것이다.

미국 제조업체들의 Reshoring 현상 발생

정부 차원에서도 고용창출과 무역수지 개선을 목적으로 자국 내 제조업 기반을 강화하기 위해, 법인세 인하와 보조금 지급 등 제조기업 유치를 위한 정책을 연이어 제시하고 있다. 이에 따라 최근 미국에서는 원가 절감을 위해 중국, 동남아, 중남미 등 **신흥시장으로 이전했던(Offshoring) 생산시설을 다시 미국으로 옮겨오는, 이른바 리쇼어링(Reshoring) 현상이 나타나기 시작했다.**

이처럼 **저성장 국면이 장기화되면서 글로벌 경제 측면에서도 성장동력으로서 제조업의 중요성이 재조명**되고 있다. 따라서 본고에서는 과거와 달라진 신흥국과 선진국 내 제조업의 위상, 특히 중국과 미국을 중심으로 변화의 흐름을 짚어보고자 한다.

그림 3. 미국 GDP 중 각 산업의 비중 추이: 다시 부각되고 있는 제조업



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

III. 중국, 흔들리는 세계의 공장

글로벌 기업들의 對중국 투자에 대한 시각 변화

글로벌 기업들의 탈중국 움직임

중국을 둘러싼 대내외 환경 변화에 따라, 글로벌 기업들의 對중국 사업 전략에도 변화의 흐름이 감지되고 있다. 최근 중국 내 생산시설을 폐쇄 혹은 동남아시아로 이전하거나, 미국 기업들의 경우 자국으로 U턴 하는 사례가 늘고 있다. 이는 글로벌 경기 둔화라는 거스를 수 없는 시류 탓도 있지만, 인건비와 토지가격, 원자재가 등 전반적인 생산비용이 상승하면서 중국의 제조업 경쟁력이 급격하게 악화되었기 때문이다.

중국 제조업 분야의 외국인직접투자 규모도 감소

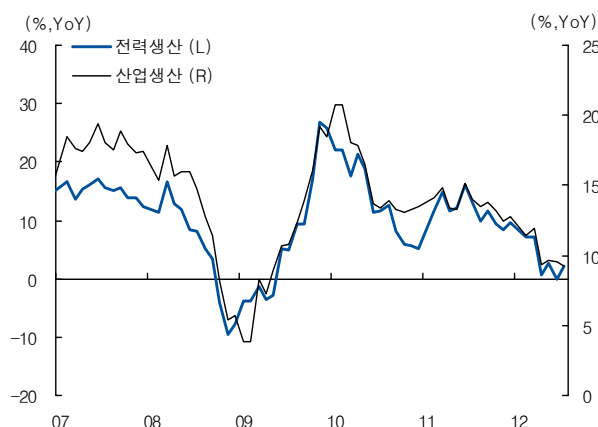
중국의 외국인직접투자(FDI) 규모 역시 이러한 흐름을 방증한다. 7월 중국 FDI는 전년 대비 8.7% 감소한 76억 달러를 기록했다. 작년 11월부터 올해 4월까지 6개월 연속 감소한 후 5월에 소폭 증가했으나, 6월(-6.9%)에 다시 감소세로 돌아선 이후 그 폭이 확대되고 있다. 특히 올해 상반기(1~6월) 제조업 분야의 FDI 실제 사용액은 전년 대비 5.1% 감소한 270.2억 달러에 그쳐, 중국 제조업 투자에 대한 외국 자본의 신중한 시각을 드러냈다.

그림 4. 중국을 떠나 미국으로? 글로벌 기업들의 탈중국 움직임



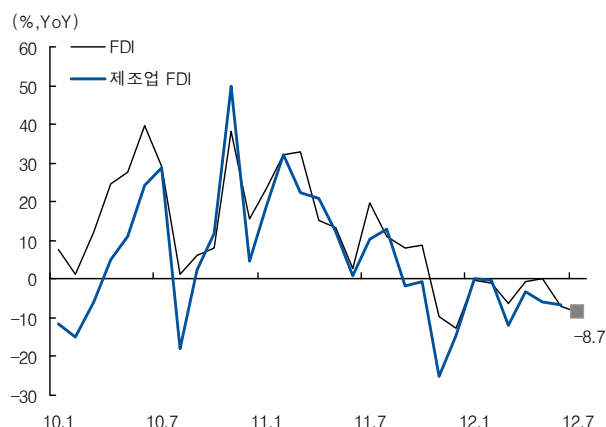
자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 중국 산업생산 증가율 4개월째 10% 하회



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 중국 7월 외국인직접투자(FDI), YoY -8.7% 기록



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

Case Study 1) ‘아디다스’와 ‘팍스콘’ - 인건비를 비롯한 직접비용의 상승

‘Made in China’가 독주했던 글로벌 제조업 시장에 지각 변동이 시작된 것일까? 독일의 스포츠용품 회사인 ‘아디다스’와, 애플의 아이폰과 아이패드 등을 위탁생산하는 ‘팍스콘’의 사례를 통해 현 상황을 들여다보고자 한다.

아디다스, 인건비 부담으로 중국 자체 공장 폐쇄

아디다스는 지난 7월 말 쭈저우에 있는 중국 자체 공장을 폐쇄하고, 중국 내 생산시설을 노동비용이 저렴한 동남아시아 지역으로 옮길 계획을 밝혔다. 공장 폐쇄는 10월 말로 예정되어 있으며, 현재 공장에 근무하고 있는 인원은 160여명 정도이다. 아디다스 측은 ‘사업 효율성을 높이기 위한 전세계 자원 재조정 차원의 공장 폐쇄’라고 언급했으나, 역시 **가장 큰 요인은 인건비 부담에 따른 것으로 판단된다**. 실제로 아디다스 공장 직원들의 월급은 2010년 이전에는 1,100위안(약 19만 4천원) 수준이었으나, 지난 2년간 400~600위안 상승하면서 인건비 부담이 가중된 것으로 알려졌다.

팍스콘, 공장 근로자들의 기본 임금 16% 인상

팍스콘 역시 중국 공장 근로자들의 임금을 인상했다. 근로자들의 잇따른 자살 사건을 계기로 열악한 근로환경 문제가 도마 위에 오르면서, 팍스콘 측은 지난 2월 선전과 청두 공장 근로자들의 기본임금을 16~25% 인상한 바 있다(월급 기준 1,800~2,500위안). 여기에 8월부터 허난성 정저우 공장 근로자들의 기본임금도 16% 인상하기로 결정했다. 이번 인상으로 이 공장 신입 근로자들의 기본급은 월 1,550위안에서 1,800위안까지 높아질 것으로 보인다.

GE, Ford, Nike 등 중국 내 공장 폐쇄 및 이전 사례 증가

이처럼 **인건비 상승뿐만 아니라 원자재 가격, 전력요금, 부지 구매비용, 운송비 등 직접적인 생산비용이 가파르게 오르면서, 글로벌 기업들의 중국 내 공장 폐쇄 및 이전 사례도 잇따르고 있다**. 아디다스에 앞서 2009년에 ‘나이키’는 이미 중국 내 자체 신발 생산공장을 폐쇄하고 베트남, 말레이시아, 스리랑카 등으로 이전했으며, 일본의 유명 SPA 브랜드인 ‘유니클로’ 역시 생산거점을 중국에서 방글라데시 등 동남아 국가로 옮겼다. 2009년 2월 ‘인텔’은 상하이 푸둥 소재의 밀봉포장 테스트 공장을 폐쇄하고 남서부에 위치한 청두 공장과 통합하기로 결정했고, 2011년도에 적자를 기록한 ‘파나소닉’은 원가 절감을 위해 상하이에 설립한 플라스마 패널 공장의 폐쇄 계획을 밝혔다.

미국 기업들의 본국으로의 U턴 움직임도 가세

저비용 국가를 떠나 이에 본국으로 귀환하는 미국 기업들도 늘고 있다. GE의 경우 중국에 있던 고효율 운수기 생산라인을 미국 켄터키주의 루이빌로 이전할 계획을 밝혔으며, 포드자동차 역시 중국과 멕시코 내 자동차 부품 생산기지를 미국 미시간과 오하이오주로 옮기기로 했다.

표 1. 글로벌 기업의 중국 공장 이전 및 폐쇄 사례 정리

기업	업종	내용
Intel	IT	상하이 푸둥 소재 밀봉포장 테스트 공장 폐쇄, 청두 공장과 통합
Panasonic	IT	상하이에 설립한 플라스마 패널 공장 폐쇄 계획
GE	IT	운수기 생산부문을 중국에서 미국 켄터키주로 이전, 세탁기 및 건조기 생산시설도 이전 계획
NCR	IT	중국, 인도, 헝가리 등의 ATM기 생산라인을 미국 조지아주로 이전
Fuji Xerox	IT	렌즈 생산부문에 이어 디지털인쇄기 생산부문도 일본 니카타로 이전
일본 HP	IT	노트북 생산라인을 중국에서 도쿄 인근 공장으로 이전
FDK	IT	자동차 부품용 재료인 페라이트 생산라인을 중국 난징에서 8년 만에 일본으로 이전
Ford	자동차	중국과 멕시코 생산라인 일부를 미국 미시간, 오하이오주로 이전 계획
Whirlpool	소비재	소형 믹서기 생산라인을 중국 광저우에서 미국 오하이오주 그린빌로 이전
Coleman	소비재	플라스틱 아이스박스 공장을 중국에서 미국 캔사스주로 이전
Sleek Audio	소비재	첨단 헤드폰 생산시설을 중국에서 미국 플로리다주로 이전
Nike	의류	중국 내 자체 신발 생산공장을 폐쇄하고 베트남, 말레이시아, 스리랑카 등 동남아 국가로 이전
Uniqlo	의류	생산거점을 중국에서 방글라데시 등 동남아 국가로 이전
Adidas	의류	쭈저우에 있는 자체 생산공장을 폐쇄하고 동남아 국가로 이전 계획

자료: 언론보도, KDB대우증권 리서치센터

중국의 임금 상승, 그 배경과 영향

저임금 시대가 저물면서 저비용 생산기지로서의 중국의 위치는 흔들리고 있는 것일까? 먼저 중국의 생산비용 상승에 가장 큰 영향을 미치고 있는 인건비가 어느 수준까지 올라왔는지, 그리고 상승 배경과 시사점에 대해 살펴보고자 한다.

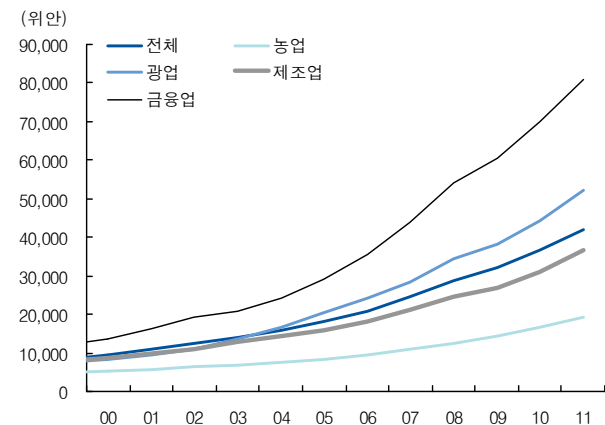
중국 근로자 임금 가파른 상승세, 특히 제조업의 임금 상승속도 빨라

중국 근로자의 임금은 매해 가파르게 상승하고 있다. 2011년 말 기준 중국 전체 근로자의 평균연봉은 약 41,800위안으로, 2005년 이후 연평균 상승률은 14.9%에 달한다. 산업부문별 임금 상승 추이를 비교해 보면, 특히 제조업의 임금 상승률이 다른 업종에 비해 가파르게 나타나고 있다. 2011년 말 기준 중국 제조업 근로자의 평균연봉은 약 36,665위안으로, 금융업(81,109위안)과 광업(52,230위안)의 평균 연봉에 크게 못 미치는 수준이다. 그러나 최근 2년간 제조업의 임금 상승률은 18.6%에 달해, 전체 평균임금 상승률(14.4%)은 물론 금융업(15.6%)과 광업(18.2%)의 임금 상승률을 상회했다.

지역별 최저임금 상승률: 북경 YoY +8.6% 상해 YoY 13.3% 심천 YoY 13.6%

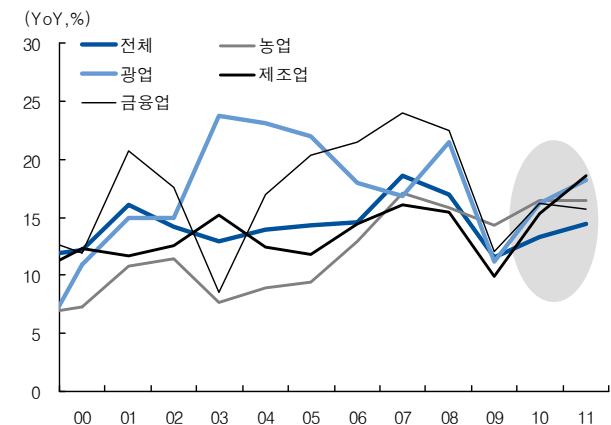
주요 도시의 올해 최저임금(월급 기준)을 살펴보면, 북경의 경우 전년 대비 8.6% 인상된 1,260위안, 상해의 경우 전년 대비 13.3% 인상된 1,450위안, 특히 외국 기업들이 몰려있는 심천의 경우에는 전년 대비 13.6% 인상된 1,500위안을 기록했다. 중국 내 글로벌 제조업체들의 인건비 부담이 가중되고 있음을 짐작할 수 있는 대목이다.

그림 7. 중국 산업부문별 임금 추이: 과거 5년 연평균 증가율 +14%



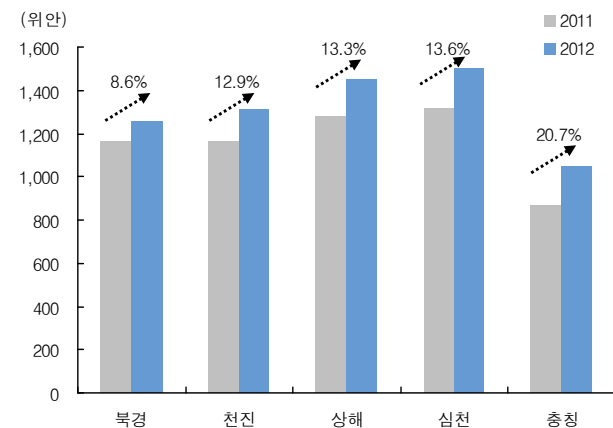
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 중국 산업부문별 임금 상승률: 제조업 상승속도 가팔라



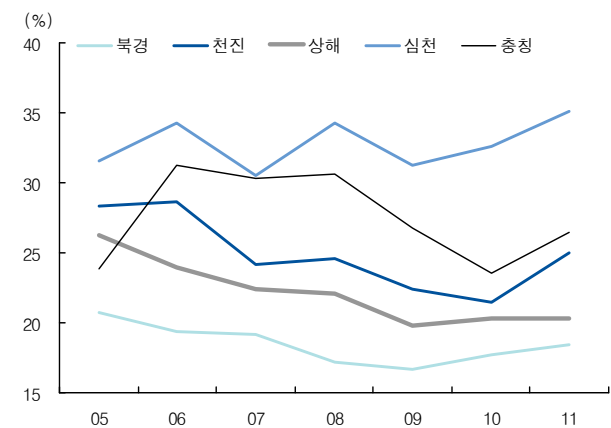
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 중국 주요 도시 근로자의 최저임금(월급 기준)



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 중국 주요 도시 근로자의 최저임금/평균임금 비율



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

노동력의 희소성만으로는 설명하기 어려운 중국 임금의 상승세

그렇다면 이러한 중국의 임금 상승세는 지속될까? 일부에서는 이미 중국이 ‘루이스 전환점¹’에 도달했다는 견해를 제기하기도 한다. 즉, 농촌에서 도시로의 인구 유입이 줄어들면서 노동력 부족 현상이 나타나기 시작해, 임금이 본격적으로 오르는 단계에 접어들었다는 것이다. 그러나 과거 일본과 한국이 루이스 전환점에 도달할 당시의 도시화 비율이 70% 정도였던 것에 비해 **중국의 도시화 비율은 이제 50%를 상회했으며, 여전히 농촌의 잉여노동력 공급이 충분하다는 점에서 루이스 전환점에 도달하기까지는 상당 시일이 걸릴 것으로 본다.**

중국 임금 상승의 구조적인 원인들

- 1) 산업구조의 고도화
- 2) 중국 정부의 정책 방향
- 3) 노동계의 임금 상승 압력

노동력의 희소성을 들어 임금 상승의 배경을 설명하기는 어렵지만, **중국의 임금 상승 기저에는 구조적인 변화가 깔려있다.** 중국의 임금이 상승 궤도에 들어선 것은 경제 발전과 산업구조의 고도화 과정에서 나타나는 자연스러운 현상이지만, **투자에서 내수로의 성장동력 변화를 꾀하는 중국 정부의 정책 방향과도 관련이 깊다**는 판단이다. 저임금 기반의 성장방식의 한계를 극복하고 내수 중심의 경제구조로 전환하기 위해서는, 임금 인상을 통한 소득 증대와 소비 진작이 필요하기 때문이다. 또한 **중국 노동계에서 임금 인상 필요성에 대한 공감대가 강하게 형성되고 있는 것도 임금 상승의 압력으로 작용할 수 있다.** ‘팩스콘’의 사례에서처럼 잇따른 노사분규는 임금 상승 속도를 가속화시키는 촉매제가 되어왔다.

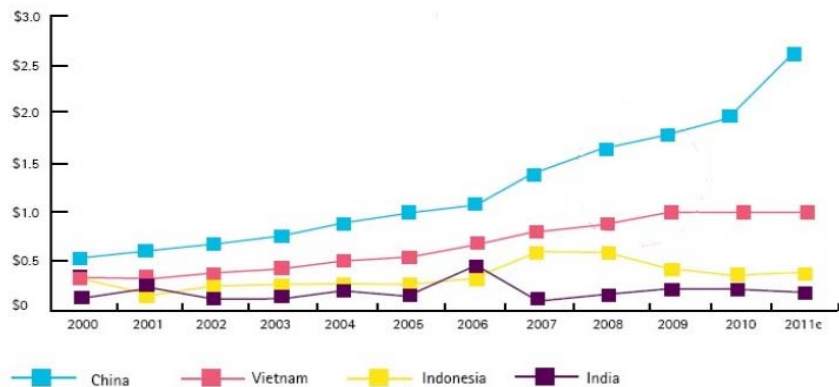
평균임금 대비 최저임금의 비율, 중국의 대부분 지역은 40% 이하

평균임금 대비 최저임금의 비율은 최저임금 수준의 합리성을 반영하는 지표 중 하나이다. 세계은행에 따르면 최저임금이 평균임금의 40% 이상이면 높은 수준으로 분류하고 있다. 그러나 외국 기업이 밀집해있는 심천 지역의 동 비율이 35.2%인 것을 비롯, 중국의 대부분 지역은 40%에 현저히 못 미치는 낮은 수준에 머물러 있다<그림 10>. 최근의 임금 상승세를 감안해도 여전히 임금의 절대 수준은 낮다는 판단이다.

중국과 동남아시아 국가들의 임금격차 점차 벌어질 전망

결국 중국의 경제발전 수준과 임금 수준 간에는 아직도 괴리가 커, **향후 임금 상승 여지는 남아있다고 본다.** 이에 따라 **중국과 동남아시아 국가들의 임금격차도 점차 벌어질 가능성이 높다.** 이미 2010년 기준으로 중국의 시간당 임금은 베트남의 2배, 인도네시아의 5배 수준에 달했으며, 2011년에는 베트남의 2.7배 수준까지 오른 것으로 추정된다. 중국 산업구조의 고도화 과정에서 가격경쟁력을 상실한 노동집약적인 업종들은 동남아 시장으로의 이탈이 불가피해 보이는 이유이다.

그림 11. 중국과 동남아시아 국가들의 시간당 임금 추이: 2007년 이후 중국과의 격차 점점 벌어져



자료: Accenture 자료 재인용, KDB대우증권 리서치센터

¹ 루이스 전환점 (Lewisian turning point): 노벨경제학상을 받은 아더 루이스의 이름을 딴 개도국 경제발전 단계이론. 농촌의 값싼 잉여 인력이 도시의 산업분야로 진출하면서 제조업이 저임금 인력으로 발전을 지속하다 값싼 인력공급이 고갈되면서 전체적으로 임금도 오르고 고성장도 둔화하는 현상을 말함(LGERI 자료 재인용).

Case Study 2) ‘후지 제록스’ - 간과하기 어려운 간접비용

간과하기 어려운
간접적인 비용의 발생

저비용 생산기지로서 중국의 입지가 좁아진 데에는 인건비와 토지가격, 원자재 가격, 물류비용 등 직접적인 생산비용의 상승이 절대적인 이유겠지만, 그 외 **간접적인 비용의 발생**도 영향을 미쳤다. 즉, **다른 노사분규, 잦은 정책 변화, 예측할 수 없는 기업규제, 품질 저하, 기술 유출 등의 요인들이** 쌓이면서 생산지로서의 매력에 감소하고 있는 것이다.

지적재산권 보호 취약에 따른
핵심 기술 유출 우려

실제 중국에 진출한 미국 제조기업들을 대상으로 ‘중국에서의 경영 애로사항’을 묻는 설문조사에서 가장 높은 응답을 한 항목은 ‘인재 부족’이었지만, 그 뒤를 이은 것은 ‘관련법규의 모호함’, ‘허가증 발급 절차상의 어려움’, ‘지적 재산권’ 등 간접비용을 발생시키는 요인이었다. 특히 중국의 경우 **지적 재산권에 대한 보호가 취약하고 미국과의 통상갈등이 발생할 가능성이 높아**, 핵심 기술이 유출되거나 중국산 제품에 대한 징벌적 관세가 부과될 위험도 배제하지 않을 수 없다.

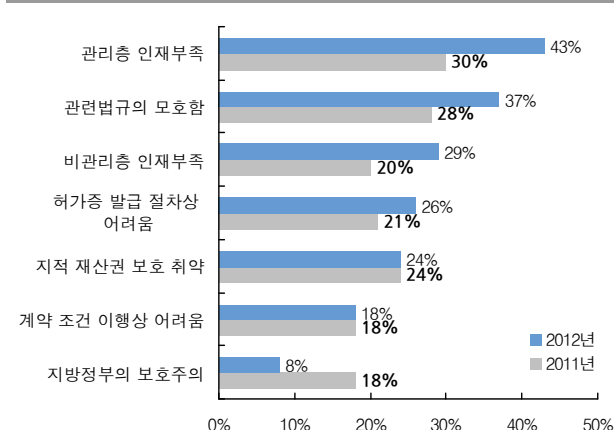
다국적 기업들을 대상으로 한
노사 분규 지속

‘팍스콘’ 중국 선전 공장 근로자들의 연쇄 자살 사건을 계기로, 열악한 근로 환경에 대한 처우 개선을 성토하는 목소리가 연이어 터져 나오고 있는 점도 리스크 요인이다. 팍스콘은 임금 인상과 더불어 신입 근로자의 정규직 전환 기간을 기존 6개월에서 3개월로 단축시켰고, 일본 ‘혼다자동차’ 포산 공장도 34%의 임금 인상안을 타결해 파업사태를 진정시켰다. 그러나 중국 근로자들의 권익의식 제고 속에 **다국적 기업들을 대상으로 한 노사 갈등**은 쉽게 가라앉지 않을 것으로 보인다.

후지 제록스의 사례:
품질 저하에 대한 우려로
생산기지 자국으로 U턴

품질 저하 측면도 간과하기 어려운 간접비용이다. 생산지 이전 결정에 있어 인건비에 이어 품질 문제가 중요한 요인이 되고 있다. 특히 핵심 부품이나 소재 산업의 경우 품질 문제는 치명적일 수 있다. 최근 ‘후지 제록스’의 공장 이전 사례가 대표적이다. 후지 제록스는 핵심부품인 렌즈 생산에 있어 중국 공장의 수율이 크게 떨어지는 문제에 직면했다. 결국 지난해 렌즈 생산을 일본 본토로 옮긴 후, 올해부터는 상업용 고속 디지털 인쇄기 생산마저 니키타현 가시자와키시 소재 공장으로 옮기기로 결정했다(LGERI 자료 재인용). 인건비와 운송비 등 직접생산비용의 절감을 위해 신흥국으로 생산기지를 옮겼던 글로벌 기업들이, 품질관리와 설계변경, 공정개량 등이 용이한 자국에서 생산하는 것이 더 유리하다고 판단하는 사례가 늘고 있는 것이다.

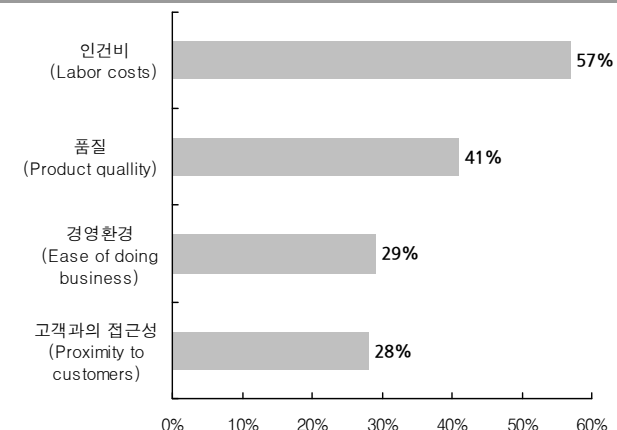
그림 12. 중국에 진출한 미국 기업들의 경영 애로사항은?



주: 중국 진출 미국 제조기업들(2011년 250개, 2012년 339개 기업)을 대상으로 한 설문조사 결과

자료: 중국미국상회(AMCHAM) ‘2011년 중국의 미국기업백서’, KOTRA, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 생산지 이전 결정에 있어 가장 중요한 요인은?



주: 중국 진출 미국 제조기업들을 대상으로 한 설문조사 결과

자료: BCG, WSJ, KDB대우증권 리서치센터

Case Study 3) 중국을 떠나는 자와 남는 자

산업별로 상이하게 나타나는
중국 아웃소싱의 효과

인건비와 운송비, 토지가격, 원자재 가격 등 전반적인 생산비용의 상승이 중국 아웃소싱의 매력도를 낮추고 있지만, 그 효과가 중국 내 생산거점을 둔 모든 기업에 동일하게 적용이 되는 것은 아니다. 산업별로 비용 절감 효과가 달라지기 때문이다.

인건비와 토지비용이 생산원가에서 차지하는 비중이 큰 소비재 업종의 경우, 원가 부담이 낮은 동남아 국가로 생산 거점을 이전하는 것이 유리할 수 있다. 또한 노동 투입이 적고 대량 생산되지 않는 품목인 가정용 대형 전자제품과, 공정이 복잡하고 소요 부품품이 많아 부품설비 조달 체계가 인건비 이상으로 중요한 건설 중장비업체들은 생산성이 높은 미국에서의 생산이 더 효율적일 수 있다.

여전히 투자 가치가 높은
중국의 소비시장

그러나 중국은 인건비와 원자재 가격 상승에도 불구하고 여전히 선진국에 비해 생산비 측면에서 가격 우위를 지니고 있으며, 무엇보다 큰 소비시장을 갖추고 있어 투자 가치가 높다. 즉 '효율추구형' 기업들은 중국을 떠나겠지만, '시장물색형' 기업들은 내수시장 진출을 위해 단기간 내 중국을 떠나지 않을 것이다.

아디다스, 공장은 폐쇄했지만
중국 내 유통망은 늘려

앞서 밝힌 아디다스의 사례에서도 재미있는 점이 발견된다. 인건비 증가로 자체 생산 공장은 폐쇄했지만, 중국 내 유통망은 오히려 늘리고 있다는 점이다. 아디다스는 1997년 중국에 진출한 이후 현재 6,700여 개의 매장을 보유하고 있다. 작년에도 1,175개의 매장을 신규 오픈했으며, 2015년까지 2,500여 개의 매장을 추가로 열 계획이다. 올해 2분기 아디다스의 전체 매출액은 전년 대비 14.8% 증가한 35억 1,700만 유로를 기록했다. 그 중 중국 매출은 3억 4,800만 유로로 증가율은 전년 대비 30%에 달한다.

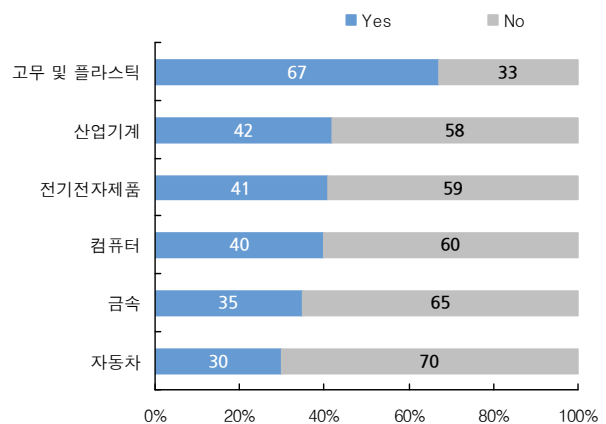
유니클로, 향후 5년 내
매장을 500~600개로
늘릴 계획

유니클로 역시 마찬가지다. 생산기지는 중국에서 방글라데시로 옮겼으나, 판매망은 지속적으로 증가 추세에 있다. 작년에 41개의 매장을 신규 오픈했으며, 올해에도 100여 개의 매장을 여는 등 향후 5년 동안 중국 내 매장을 500~600개로 늘린다는 목표를 가지고 있다. 아디다스와 유니클로 모두 중국시장의 잠재적인 구매력을 보고 투자를 늘리고 있는 사례라고 볼 수 있다.

그림 14. 중국에 진출하는 기업 vs. 중국을 떠나는 기업



그림 15. 중국 → 미국으로의 공장 이전 여부에 대한 업종별 서베이



자료: KOTRA 자료 재인용, KDB대우증권 리서치센터

주: '중국의 노동 비용이 현재 추세로 매년 15~20%씩 오른다면, 공장을 미국으로 이전하겠는가?'에 대한 Yes/No

자료: BCG, WSJ, KDB대우증권 리서치센터

**글로벌 특송업체 FedEx와
UPS 중국 진출**

한편 지난 6월 말 중국국가우정국은 글로벌 특송업체의 양대 산맥인 FedEx와 UPS의 중국 내 택배업 진출을 승인했다. FedEx와 UPS는 상하이, 광저우 등 1선 도시를 시작으로 점차 2, 3선 도시로 진출 범위를 확대할 계획이다. 또한 글로벌 4대 회계법인 중 하나인 KPMG는 7월부터 ‘중외합작(中外合作)’에서 ‘특수보통파트너제’로 체제를 전환하기로 했다. 제도 변화로 인해 중국 직원 비율이 높아지고, 중국 회계사들의 내부 승진 기회가 확대될 것으로 보인다. **중국 정부의 산업구조조정 정책과 맞물려, 현지화를 통해 시장 침투를 강화하려는 글로벌 서비스 기업들의 진출이 활발해지고 있는 사례로 볼 수 있다.**

**중국의 산업구조 재편으로
글로벌 기업들의
사업 전략 역시 R&D와
서비스업 위주로 변화될 전망**

앞서 살펴본 여러 사례들이 주는 시사점은 다음과 같다. 과거 중국은 저임금을 바탕으로 노동집약형 산업에서 강점을 보여왔지만, 최근 가파른 임금 상승 영향으로 중국 내에서 제조시설을 철수하는 기업들이 늘어나고 있다. 이제 중국은 노동집약형 산업에서 고부가가치 산업으로 산업구조가 재편되는 과도기에 놓여있다. 그리고 **중국에 투자하는 글로벌 기업들의 사업 전략 역시 첨단산업의 R&D와 서비스업 위주로 변화될 것이다.**

즉, 과거 중국이 미국과 유럽 등 선진국의 생산기지 역할을 해왔다면, 이제는 선진국은 물론 주변 아시아 국가의 소비 능력을 소화해낼 중심기지가 될 가능성이 높다. 투자에서 내수로의 중국 내 산업구조재편은 중장기적인 스토리지만, 이미 글로벌 기업들의 움직임에서 변화는 감지되고 있다.

IV. 미국, 다시 주목 받는 제조업

Reshoring! 미국 제조업체들의 귀환과 그 배경

성장동력으로서 제조업의 중요성 재조명

2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 내에서는 서비스업, 특히 금융업에 대한 과도한 의존이 버블을 초래했다는 비난 여론이 확산되었다. 이에 왜곡된 경제구조를 바꾸고 과도한 무역수지 적자 문제를 해결하기 위해 제조업을 발전시키자는 목소리가 힘을 얻고 있다.

미국 제조업체들의 Reshoring 현상 발생

저성장 국면이 장기화되면서 글로벌 경제 측면에서도 성장동력으로서 제조업의 중요성이 재조명되기 시작했다. 고용창출과 무역수지 개선을 목적으로 자국 내 제조업 기반을 강화하기 위해, 법인세 인화와 보조금 지급 등 제조기업 유치를 위한 정책도 제시되고 있다. 이에 따라 최근 미국에서는 원가 절감을 위해 중국, 동남아, 중남미 등 신흥시장으로 이전했던(Offshoring) 생산시설을 다시 미국으로 옮겨오는, 이른바 리쇼어링(Reshoring) 현상이 나타나기 시작했다.

표 2. 미국 기업의 본국 회귀 및 투자 사례 정리

기업	업종	내용
GE	IT	온수기 생산부문을 중국에서 미국 캔터키주로 이전. 세탁기 및 건조기 생산시설도 이전 계획
NCR	IT	중국, 인도, 헝가리 등의 ATM기 생산라인을 미국 조지아주로 이전
Google	IT	넥서스Q의 부품생산과 조립을 미국 내에서 하기로 결정
Caterpillar	기계	미국 텍사스 주에 유압 굴삭기 공장 건설
Otis Elevator	기계	멕시코의 생산라인 일부를 미국 사우스캐롤라이나주로 이전
Ford	자동차	중국과 멕시코 생산라인 일부를 미국 캔사스주로 이전 계획
Whirlpool	소비재	소형 믹서기 생산라인을 중국 광저우에서 미국 오하이오주 그린빌로 이전
Coleman	소비재	플라스틱 아이스박스 공장을 중국에서 미국 캔사스주로 이전
Sleek Audio	소비재	첨단 헤드폰 생산시설을 중국에서 미국 플로리다주로 이전

자료: 언론보도, KOTRA, KDB대우증권 리서치센터

Reshoring의 원인: 저비용 생산기지로서의 신흥시장 매력 저하

제조업체들의 자국 회귀가 나타나게 된 가장 큰 이유는 저성장 국면이 장기화되면서 비용 감축을 위한 기업들의 필수적인 노력이 불가피해진 반면, 저비용 생산기지로서 신흥시장의 매력은 점차 떨어지고 있기 때문이다.

먼저 생산시설 해외 이전의 가장 큰 이유였던 '저렴한 인건비'라는 메리트가 희석되고 있다. 앞서 밝혔듯이 중국 제조업 근로자의 임금은 매해 가파르게 상승하고 있다(2000~2005년 연평균 상승률 12.7%, 2006~2011년 연평균 상승률 15.0%). 임금 상승속도가 가속화되면서 2011년 제조업 근로자의 평균연봉은 2000년의 약 4.2배로 뛰어올랐다.

인건비의 메리트 약화: 노동비용의 격차 점차 축소

이에 따라 중국과 미국간 노동비용의 갭도 점차 좁혀지고 있다. 2000년 중국 제조업 근로자의 시간당 임금은 미국 근로자의 3% 수준이었다. 그러나 중국의 임금이 매해 연평균 17~19% 수준으로 상승한다면 그 격차는 점점 좁혀져, 2015년에는 미국의 17% 수준에 이를 것으로 전망된다.

표 3. 중국과 미국 제조업 근로자의 시간당 임금 비교

(달러/시간, %)

	2000	2005	2010	2015
중국 (A, 달러)	0.5	0.8	2.0	4.5
미국 (B, 달러)	16.6	18.8	22.3	26.1
비중 (A/B, %)	3.0	4.3	9.0	17.2

주: 2015년은 BCG(Boston Consulting Group)의 추정치

자료: 미국 노동부, EIU, BCG, KDB대우증권 리서치센터

Case Study:

중국 인건비 상승에 따른

비용 절감 효과:

2000년 65% → 2015년 39%

중국 인건비 상승에 따른 비용절감 효과를 보다 구체적으로 살펴보기 위해 BCG(Boston Consulting Group)의 분석 사례를 소개하고자 한다(BCG, Made in America Again, 2011).

BCG는 미국 남부지역과 중국 양쯔강 델타 공업지역에 위치한 자동차 부품 제조업체를 기준으로, 인건비와 노동생산성의 변화 및 효과에 대해 분석했다. BCG 분석에 의하면 2000년 중국의 시간당 임금은 0.7달러로 미국의 5% 수준에 불과하지만, 2015년에는 25% 수준에 이를 것으로 전망하고 있다. 실질적인 인건비를 고려할 때에는 노동생산성도 함께 고려해야 하는데, 2000년 중국의 노동생산성은 미국의 13%였으나 2015년에는 42%까지 상승할 것으로 예상했다.

이러한 임금과 노동생산성을 모두 감안하여 중국 아웃소싱의 효과를 분석해보면, 2000년에는 중국에서 생산하여 얻을 수 있는 인건비 절감 효과가 65%에 달하는 반면, 2015년에는 39%로 급감할 것으로 보인다. 여기에 운송비 등 기타 부대비용까지 고려하면 중국 아웃소싱에 따른 비용 절감효과는 크게 떨어진다고 볼 수 있다<표 4>.

물류 비용의 상승과

간접비용 발생으로

아웃소싱 매력도 저하

이처럼 인건비 외에도, 전력요금 등의 에너지 가격과 부동산 가격, 물류 비용의 상승은 중국의 가격 경쟁력을 약화시키고 있다. 결국 당초 기대했던 생산비용 절감효과가 둔화되고, 오히려 잦은 정책변화와 노사분규, 기술 유출, 품질 저하 등의 간접비용까지 발생함에 따라 신흥국에 생산 거점을 가지고 있던 기업들의 자국 회귀가 나타나고 있는 것이다.

표 4. 중국의 인건비 상승에 따른 비용 절감효과 분석

(달러, %)

		2000	2015E
시간당 임금(달러)	미국	15.8	24.8
	중국	0.7	6.3
미국 대비 중국의 임금 수준(%)		5	25
미국 대비 중국의 노동생산성 수준(%)		13	42
인건비 절감 효과(%)		65	39
운송비 등 기타 부대비용 제외한 총 생산비용 절감 효과(%)		16	10

자료: BCG, KDB대우증권 리서치센터

미국 제조업의 현 주소

미국 경제의 성장 동력원으로서 제조업의 현 위치는 어느 수준일까?

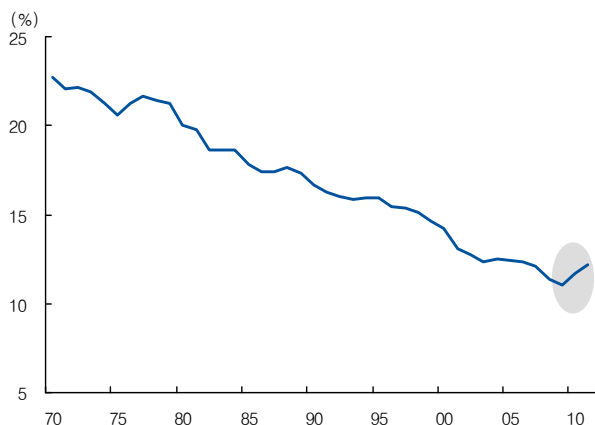
미국 경제에서 제조업이 차지하는 비중 확대

미국 기업들은 신흥시장의 저임금 노동력을 활용하기 위해 1980년대부터 생산시설을 해외로 이전하기 시작했으며, 1990년대 이후 그 흐름은 더욱 가속화되었다. 그 결과 미국 경제에서 제조업이 차지하는 비중은 지속적으로 축소되어왔다(1970년 22.7% → 2009년 11.0%). 그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융업이 쇠락하면서 상대적으로 **제조업 비중은 소폭 확대되었으며, 최근 미국 제조업체들의 Reshoring 현상과 맞물려 그 비중은 12.2%까지 상승했다.**

제조업 부문의 기업이익도 증가

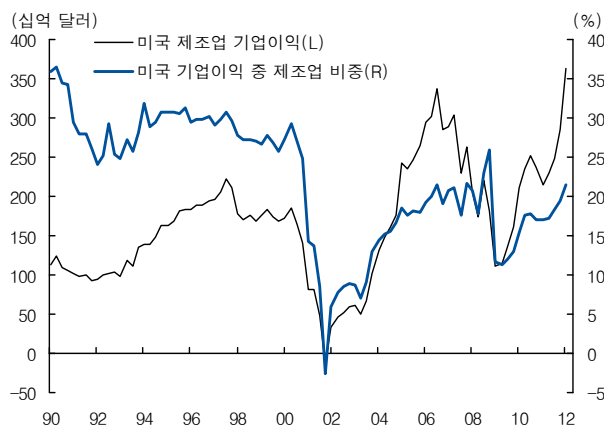
Reshoring의 영향으로 제조업 부문의 기업이익도 크게 늘어났다. **미국 제조업 부문의 기업이익은 2012년 1분기 3,635억 달러로 금융위기 이전 고점(3,364억 달러)을 넘어섰다.** 미국 전체 기업이익에서 제조업이 차지하는 비중 역시 꾸준히 상승하여 2012년 1분기에는 21.4%를 기록했다.

그림 16. 미국 GDP에서의 제조업 비중: 2009년 이후 소폭 상승



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 미국 기업이익 중 제조업 비중: 21.4%까지 반등



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

가동률 회복에 힘입어 미국 제조업생산 견조한 상승 흐름

미국 제조업생산 역시 가동률 회복에 힘입어 견조한 흐름을 보이고 있다. 특히 올해 1분기 미국 제조업생산 증가율은 독일과 일본 등 주요 선진국 및 신흥국을 상회했다<그림 20>. 이러한 제조업 생산의 우위는 국가별 가동률 차이에서도 확인할 수 있다. 독일의 가동률은 회복세를 보이고 있고, 프랑스와 일본은 하락세가 나타내고 있다. 반면 **미국의 7월 제조업 가동률은 77.8%를 기록해 금융위기 발생 직전 고점(79.2%) 수준에 근접할 정도로 빠르게 회복되고 있다<그림 21>.**

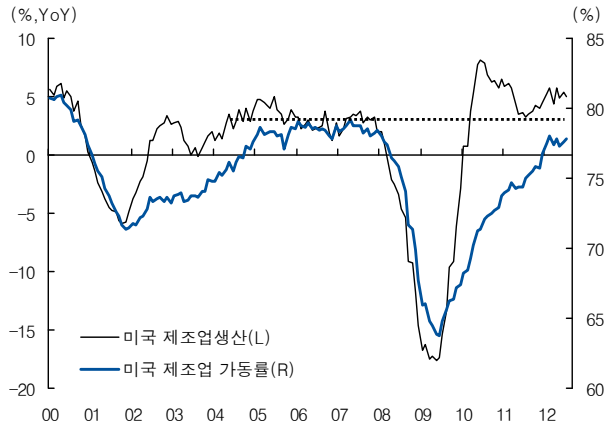
자동차와 기계 업종 가동률 금융위기 직전 고점 상회

이러한 미국 **제조업 가동률의 상승은 내구재 업종의 빠른 회복에 기인한다.** 이미 7월 자동차와 기계 업종의 가동률은 각각 79.9%와 85.2%로, 금융위기 발생 직전 고점(자동차: 73.9%, 기계: 84.9%) 수준을 상회했다<그림 22>. 이는 특히 자동차 산업의 높은 전후방산업 효과를 감안할 때 제조업 경기 회복의 긍정적인 시그널로 보여진다.

제조업 부문의 고용도 완만하게 증가

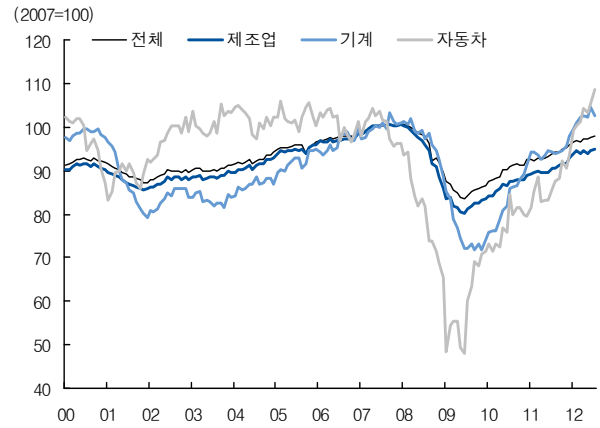
제조업의 경쟁력 회복에 힘입어 회복 국면에 있던 미국 제조업 고용도 조금씩 회복 기미를 보이고 있다. 7월 제조업 일자리는 1,199만 명으로 2009년 말에 비해 52.4만 명 증가했다. 특히 **자동차와 기계 등 내구재를 중심으로 완만한 고용 개선세가** 나타내고 있어, 해당 업종의 생산과 가동률 상승이 설비투자자와 고용 증대로 이어지는 선순환 흐름을 보여주고 있다는 판단이다.

그림 18. 미국 제조업생산과 가동률 추이: 금융위기 이전 수준 근접



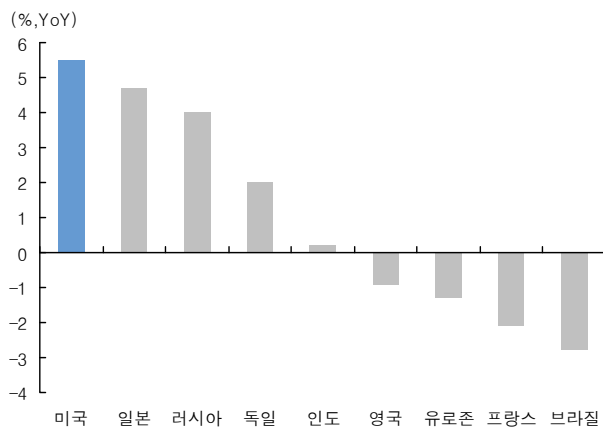
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 미국 업종별 생산지수 추이: 상승세 지속



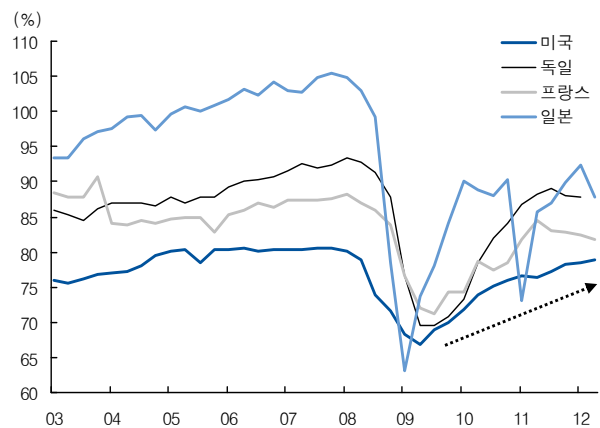
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 2012년 1분기 주요국 제조업생산 증가율: 미국 우위



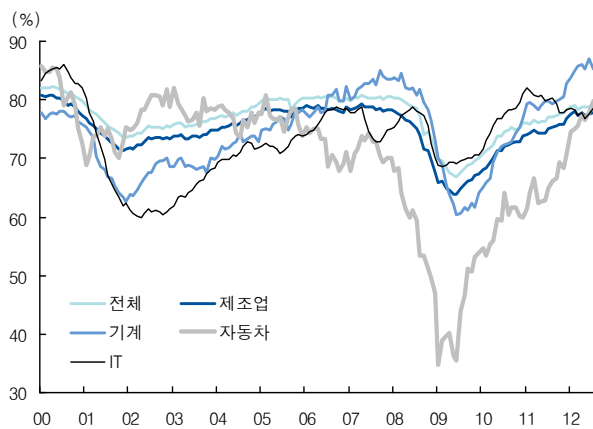
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 주요국 가동률 추이: 미국 상승 추세



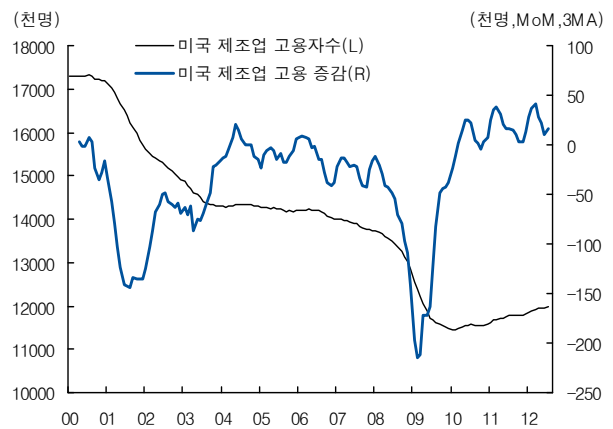
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 미국 업종별 가동률: 자동차/기계 업종 회복 두드러져



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 미국 제조업 고용자수와 고용증감 추이: 완만한 회복



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

미국 제조업의 상대적 강세를 전망하는 이유

글로벌 경제의 저성장 국면이 장기화되고 있고, 중국과 유럽의 제조업 경기는 부진한 흐름을 지속하고 있다. 여기에 2013년부터 대규모 재정긴축이 시행될 예정이어서 저성장에 대한 우려는 더욱 커질 전망이다. 이처럼 대내외 환경이 불안한 상황에서 기업들이 투자와 고용을 늘리기는 사실 쉽지 않다. 결국 미국 제조업 경기 역시 둔화될 수 있다는 이야기다.

미국 제조업체들의 마진 확대가 예상되는 이유

그러나 제조업 경기가 둔화되더라도 급격한 위축은 나타나지 않을 것으로 본다. 미국 제조업체들이 경영하기 좋은 구조적인 환경이 만들어지고 있기 때문이다. 글로벌 유효 수요의 감소로 **Top-line의 매출 성장을 기대하기는 어렵지만, 기업들의 마진이 확대되면서 순익은 증가할 것으로 예상된다.** 그 근거는 크게 1) 낮은 인건비 부담, 2) 에너지 가격 하락에 따른 비용 감소, 3) 저금리 환경에 따른 자금조달 비용 감소, 4) 정책적 지원에 따른 세금 부담 감소 등 4가지로 나뉘볼 수 있다.

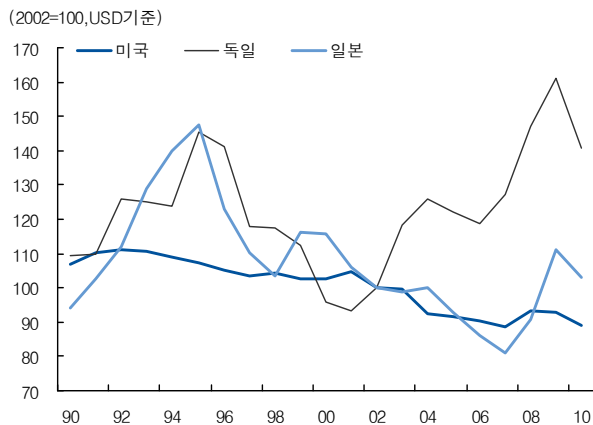
1) 낮은 인건비 부담

먼저 상대적으로 낮은 인건비 부담은 미국 수출제품의 가격 경쟁력으로 이어질 수 있다는 판단이다. 미국의 단위노동비용은 90년 대 이후 지속적으로 떨어져, 주요 선진국에 비해 낮은 수준을 유지하고 있다. 특히 앞서 살펴본 바와 같이 중국의 인건비가 가파르게 상승하고 있는 반면, 여전히 생산성 측면에서는 미국이 우위를 점하고 있다.

2) 에너지 가격 하락에 따른 생산비용 감소

둘째, 에너지 가격 하락으로 생산비용이 감소할 것으로 본다. 특히 2008년 이후 본격적으로 생산되고 있는 셰일가스(Shale gas) 효과에 힘입어 미국의 천연가스 가격은 크게 하락했다. 미국 제조업의 에너지 소비에서 약 40%를 차지하고 있는 천연가스의 가격 하락은 에너지 비용 절감으로 직결돼, 제조업체들의 미국 내 생산의 비교우위를 높이는데 기여할 것으로 예상된다.

그림 24. 주요국 제조업 단위노동비용 추이: 미국 낮은 수준



자료: BLS, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 주요국 천연가스 가격 추이: 미국 낮은 수준



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

3) 저금리 환경 지속에 따른 자금조달비용 감소

셋째, 저금리가 지속되면서 기업의 자금조달비용도 감소할 것이다. 연준의 저금리 정책에 힘입어 미국의 회사채 금리는 꾸준히 떨어져왔다. 특히 우량채인 AAA등급뿐만 아니라, 비우량채인 BAA등급의 회사채 금리 역시 1955년 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 낮아진 금리는 생산비용을 낮추는 한편, 기업의 이자 부담을 경감시켜 신규투자의 유인이 될 것으로 본다.

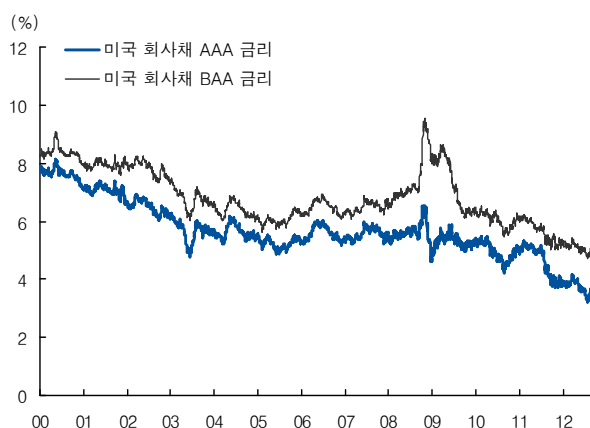
4) 정책적 지원에 따른 세금부담 감소

마지막으로 정부의 제조업 지원 정책에 힘입어 세금 부담이 줄어들 것이다. 오바마 정부는 지난 2월 22일 기업과세제도 개편 추진계획(Framework for Business Tax Reform)을 발표했다. 개편안은 미국 내 기업의 경쟁력 제고와 투자 및 고용 지원을 목적으로, 법인세 인하와 각종 공제/감면제도를 골자로 하고 있다. 이 법안이 통과될 경우 연방법인세율은 현재의 35%에서 28%로 인하되며, 특히 제조업의 유효법인세율은 25%까지 낮아지게 된다.

현재 미국의 법정법인세율은 39.2%(연방 35% + 주 및 지방 4.2%)로 G7국가들 중에서 가장 높다. 그러나 이번 세율 인하로 국가간 상대비교에서 유리한 위치에 놓이게 돼, 세제 혜택을 받기 위해 해외로 생산기지를 옮겼던 기업들의 Reshoring에도 도움이 될 것으로 본다. 또한 오바마 행정부뿐만 아니라 공화당 대선주자인 롬니 역시 법인세율의 인하(35% → 25%)를 적극 주장하고 있어, 향후 미국 내 기업의 세금 부담은 상당부분 경감될 전망이다.

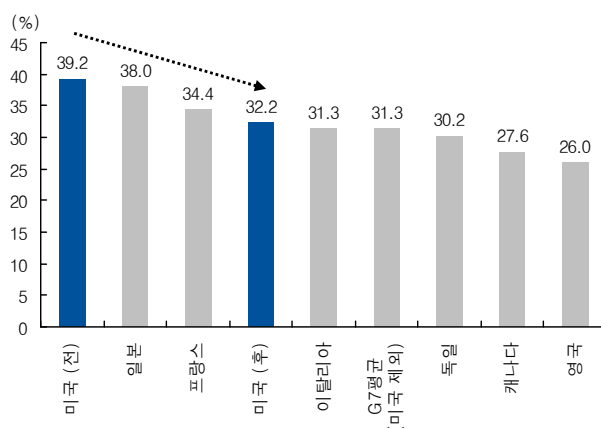
여기에 정부는 **법인세 인하 외에도 제조업 육성을 위한 다양한 지원책**을 내놓고 있다. 2월에 발표된 개편안에는 다국적 기업의 해외 이익에 대해 최저한세(Minimum Tax)를 부과하고, 해외 진출비용에 대한 세액 공제를 폐지하는 내용이 담겨있다. 반면 국내로 복귀하는 기업의 이전비용에 대해서는 최대 20%의 세액공제를 지원하고, 설비투자에 대한 세제혜택 기간도 1년에서 2년으로 연장하기로 했다. 또한 작년 6월에 MIT를 비롯한 6개 대학과 11개 기업체가 참여한 AMP(Advanced Manufacturing Partnership)를 설립하고, 고급 엔지니어의 인력 양성을 위한 대학 학비 지원과 산학 협력 프로그램 구축 등에 약 5억 달러를 투자하는 계획도 발표했다.

그림 26. 저금리 환경: 자본조달비용 경감



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 주요국 법인세 비교: 세금 부담 경감



자료: Framework for Business Tax Reform, KDB대우증권 리서치센터

하반기 달러화 약세로 가격 경쟁력 담보 전망

상기에 언급한 대로 낮아진 인건비와 에너지 가격, 그리고 저금리와 법인세율 인하 등의 구조적 수혜는 미국 제조업체의 비용 경쟁력을 높여 기업이익 증가로 연결될 수 있을 것이다. 여기에 하반기로 갈수록 **유로존 재정위기 문제가 해결 국면에 접어들면, 안전자산 선호도가 완화되면서 제한적이거나 달러 약세가 진행될 가능성이 높다.** 이 경우 미국 제품의 가격 경쟁력이 담보되면서 제조업 경기 회복에 기여할 것으로 보인다.

Return to USA! 변화는 시작되었다

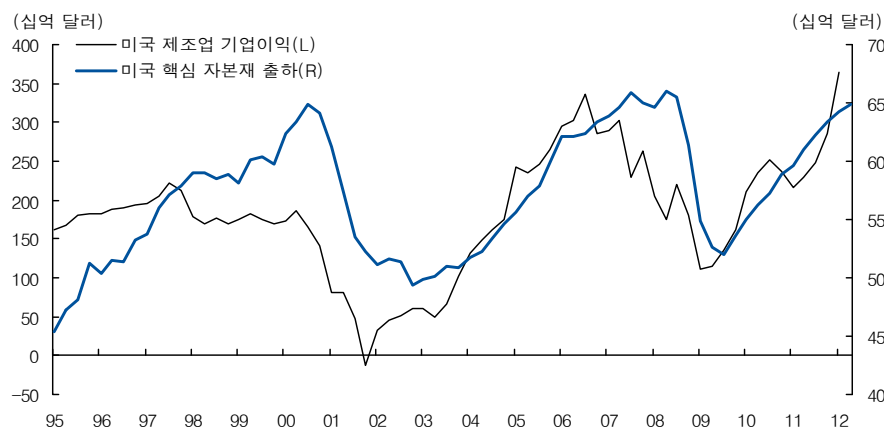
리쇼어링의 대상

제조기업들의 선진국 회귀 움직임을 하나의 ‘메가 트렌드’로 보기에는 아직 시기상조라고 본다. 여전히 중국과의 임금 격차는 존재하며, 많은 글로벌 기업들이 중국이라는 거대 소비시장에서 기회를 찾고 있기 때문이다. 또한 중국의 입지는 점차 좁아지고 있지만 아직 동남아시아나 멕시코 등 저비용 생산기지로 유용한 국가들이 존재하고 있어, 여전히 해외 생산이 인건비와 해외 공급망 측면에서는 유리하다는 판단이다. 결국 리쇼어링의 대상은 해외판매 비중이 높거나 노동투입 비중이 높은 산업보다는 1) 생산 공정이 복잡하고 운송비가 많이 들어가는 중장비, 2) 노동투입이 적고 대량생산하지 않는 고가 전자 제품, 3) 미국 내 소비를 타겟으로 하는 제품군에 집중될 것으로 보인다.

미국의 제조업
경쟁력 강화 전망

비록 속도는 완만하게 진행되었지만 변화는 이미 시작되었다. ‘리쇼어링’을 계기로 저성장 시대의 성장동력으로서 미국 제조업의 중요성이 재조명될 것이라고 본다. 미국 제조업체들이 누릴 구조적 수혜로 인해 저성장 국면에서도 기업이익은 보전될 것이고, 이는 결국 투자와 고용을 늘리는 재원이 될 것이다. 또한 미국의 제조업 경쟁력 강화는 미국과의 교역 비중이 높은 국가의 경제 성장에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림 28. 미국 제조업의 기업이익과 핵심 자본재 출하액 추이: 기업이익이 늘면서 설비투자도 증가



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

V. 투자 아이디어: 미국 설비투자 수혜주 찾기

경기 순환 구조는
[수요 증가 → 공급 증가 →
설비투자 확대 →
고용 증대 → 수요 증가]

경기 순환 구조를 단순화 시키면 다음과 같다. 1) 개인 소비의 증가로 수요가 증대되면, 2) 소비재 생산을 늘리게 되고, 3) 소비재의 추가 생산력이 한계에 도달하면(II부문), 4) 소비재 생산 설비를 확장하는 투자에 나선다. 5) 추가로 소비가 증가할 경우 소비재 생산용 생산수단, 즉 기계 설비투자를 확대한다(그림 29의 I부문, A국면). 6) 마지막 국면에서는 생산수단 생산용 생산수단, 즉 기계를 위한 기계 설비투자를 늘리는 과정(I부문, B국면)이 반복된다.

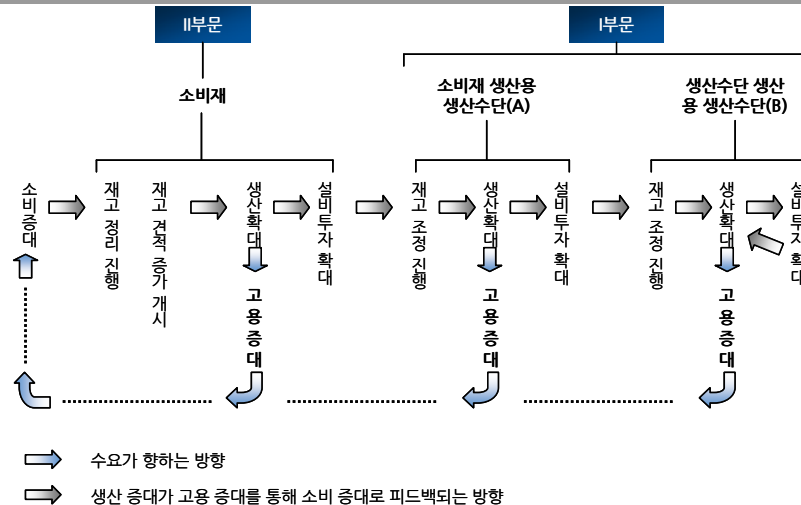
경기 순환 측면에서의 미국 제조업 재구조의 의미

1970년대를 고비로 서비스 경제로 전환한 미국은 대부분의 소비재를 아시아 등 해외에서 수입해 왔다. 당연히 <그림 29>의 A부분에 해당하는 경제의 비중이 매우 낮다. 미국은 지금 I부문의 A영역에 해당하는 투자가 시급한 상황이다. 그리고 이는 시간이 갈수록 B영역으로 확산될 수 있다.

소비재 생산용 기계류에
특화된 기업에 주목

한국은 자동차부품이나 기계류 등 A영역에 강점이 있다. 반면 B영역은 아직 기술이나 품질 면에서 독일이나 일본에 못 미친다는 것이 일반적 평가이다. 따라서 소비재 생산용 기계류에 특화된 몇몇 기업들을 눈여겨보아야 한다.

그림 29. 사회적 수요의 순환도



자료: 하야시 나옴치 '일본경제 어떻게 볼 것인가?', KDB대우증권 리서치센터

경기부양책과 사회적 균형을 위한 투자에도 관심을 기울여야

미국은 인프라 투자의 상당부분이 정부부나 민간에 이양되어 있다. 장기간 인프라 투자가 미진했기에 전력, 운송 등 기초 인프라 시설에 대한 투자가 필요하다. 재정절벽을 앞둔 상황에서 미국의 적극적인 인프라 확충은 사실상 불가능하다. 그러나 2013년 약 7,700억 달러에 이르는 재정 긴축 조치는 세금인상(5,300억 달러)이 핵심이고, 지출 축소는 사회보장 비용 축소에 국한된다. 만약 이 조치로 미국의 재정이 개선될 경우 미국 내 제조업 투자는 더욱 증가할 가능성이 높아 보인다.

글로벌위기를 통해
제조업의 중요성 재인식

이러한 움직임은 미국만의 상황이 아니다. 국가 구분 없이 글로벌위기를 통해 제조업의 중요성을 재인식했고, 경기 부양책의 필요성도 매우 높아져 꾸준한 글로벌 수요 증가가 예상된다. 또한 보호무역주의 강화와 FTA의 일반화로 미국 등 대규모 소비국에 대한 현지법인 설립도 증가할 전망이다. 특히 이들 업종은 진입 장벽이 높기 때문에 중국 등 후발국과의 기술적 갭이 크다.

미국 제조업 회복 수혜주의 밸류에이션은 높아질 전망

따라서 **관련 수혜주의 밸류에이션은 장기 성장산업이라는 측면에서 중장기적으로 PER을 높여도 무방해** 보인다. 다만 단기적으로 제조업 투자의 당위성은 있으나 부족한 투자 재원 문제가 관건이다. 게다가 EU의 재정위기가 현재 진행형이기 때문에 매크로 변수에 영향을 받을 수 있다. **향후 재정위기가 어느 정도 해결될 경우** 각국 투자의 **핵심 수혜주인 이들 기업들은 강한 경기민감주로 분류될** 전망이다.

기계업종, 미국의 제조업 부활의 최대 수혜주

미국 제조업 경쟁력 재부각

앞서 살펴본 것처럼 미국의 제조업 경쟁력은 다시 주목을 받을 것으로 보인다. 중국의 경우 여전히 시장 잠재력은 크지만 인건비 상승 등으로 저비용 생산기지로서의 입지가 좁아지고 있는 반면, 미국은 생산비용 감소와 정부의 정책적 지원 등에 힘입어 제조업 환경이 점차 개선되고 있기 때문이다. 여기에 주택경기의 완만한 회복세와 함께 자동차, 항공, 기계, 에너지, 정유화학 등의 산업이 살아나고 있다는 점도 긍정적이다. 또한 미국 정부는 금년 말 대선을 앞두고, 실업률 하락 및 소비 회복을 겨냥해 고용 창출 효과가 큰 제조업의 경쟁력 강화를 위한 각종 지원책 및 제도를 마련하는데 중점을 둘 것으로 전망된다.

한국 대미 수출에도 긍정적인 영향

미국 제조업의 부활은 글로벌 경제 및 산업구조에 적지 않은 영향을 미칠 것이다. 특히 중국 경기에 대한 의존도가 높았던 국내 기업의 수출 밸런스가 맞춰지면서 **한국의 대미 수출에도 긍정적인 영향**을 미칠 것으로 보인다. 그 중 **가장 큰 수혜주는 기계업종이 될** 것으로 전망한다.

기계업종이 최대 수혜

한국의 대미 수출 중 기계류는 46%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 올해 상반기 대미 기계류(자동차 포함) 수출액은 144억 달러로 전년 대비 40% 증가했고, 자동차를 제외한 기계류는 41억 달러로 전년 대비 30% 증가했다. 이 중 특히 우리가 주목하는 것은 자동차를 제외한 기계류의 수출 증가이다. 대미 자동차 판매 호조는 이미 오래 전부터 시장이 인지하고 있으며 현대차그룹 주가에 반영되어 왔기 때문이다.

미국 리쇼어링으로 제조업 신규설비투자 관련제품의 수요 늘어날 전망

최근 대미 수출에서 호조를 보이고 있는 기계류는 **건설광산기계류, 공작기계, 밸브, 절삭 및 연마용 공구류, 기어류 등으로 주로 자본재 산업의 설비투자 및 자원개발에 쓰이는 핵심부품들**이다. 특히 향후 미국으로의 리쇼어링이 본격화된다면 제조업 생산시설과 신규설비에 대한 투자는 필연적으로 높아질 수밖에 없으며, 공작기계 및 금속가공품 등 관련 제품의 수요도 크게 늘어날 전망이다.

건설광산기계류, 공작기계, 밸브, 절삭공구류, 기어류 등 관련주에 주목

관련된 국내 기업의 수혜주로 **두산인프라코어(공작기계, 건설중장비), 성광벤드/태광(산업용 피팅), LS(미국 자회사의 전선류), 진성티이씨(건설중장비용 볼러), 디케이락(소형 피팅밸브), 일진다이아(다이아몬드공구 소재), 우림기계(기어 부품), 휴스틸(유정용 강관)**을 제시한다.

표 5. 미국 설비투자 증가 수혜주 및 Valuation Table(2012F)

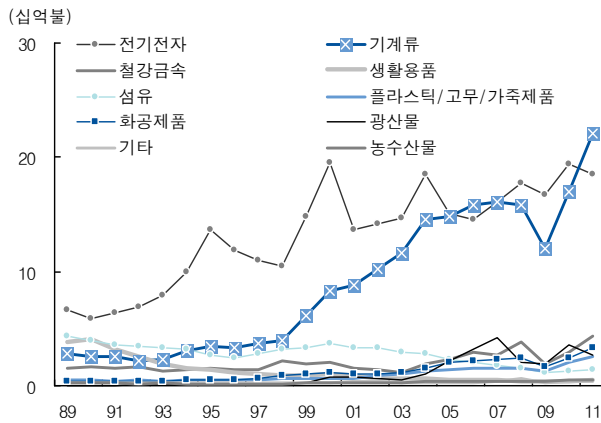
(십억원, 원, %, 배)

기업명	종목코드	목표주가	주요제품	시가총액	매출액	영업이익	순이익	EBITDA	영업이익률	ROE	P/E	P/B
두산인프라코어	042670	24,000	공학기계, 건설중장비 등	3,204	8,973	636	325	887	7.1	16.3	9.9	6.5
성광벤드	014620	30,000	산업용 피팅	717	337	68	50	71	20.2	15.6	14.1	2.1
태광	023160	37,200	산업용 피팅	700	356	61	47	65	17.1	12.6	14.8	1.8
LS	006260	109,000	전선, 계량기, 트랜저 등	2,972	12,820	616	253	838	4.8	10.8	11.8	1.7
진성티씨	036890	15,000	건설중장비용 롤러류	191	221	17	16	21	7.7	26.7	12.7	2.8
디케이락	105740	15,000	계장용 밸브, 피팅	87	52	13	10	15	24.5	19.8	8.6	1.5
일진다이아	081000	Not Rated	공업용 다이아몬드 등	89	97	14	10	21	14.1	15.2	8.9	1.3
우림기계	101170	Not Rated	산업용/굴삭기용 감속기	80	62	9	7	12	14.6	9.4	11.3	1.0
휴스틸	005010	Not Rated	배관용/유정용 강관 등	192	608	43	32	52	7.0	8.1	5.9	0.5

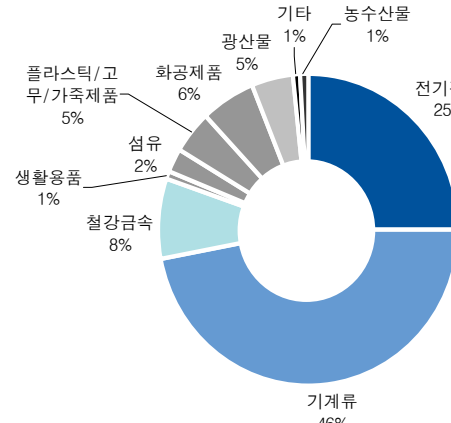
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 한국의 품목별 대미 수출액 추이 - 기계류 수출 호조

그림 31. 한국의 대미 수출 품목 비중(12년 상반기) - 기계류 46%



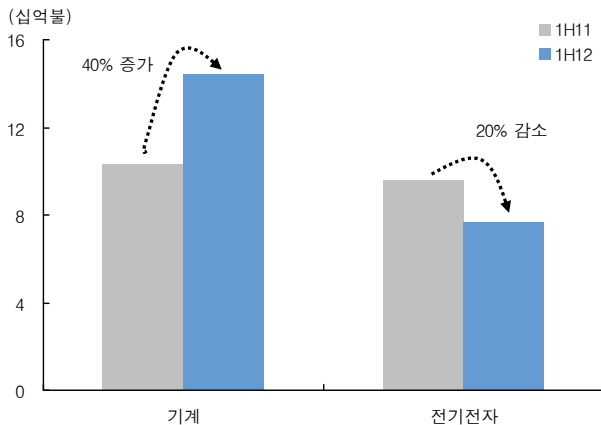
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터



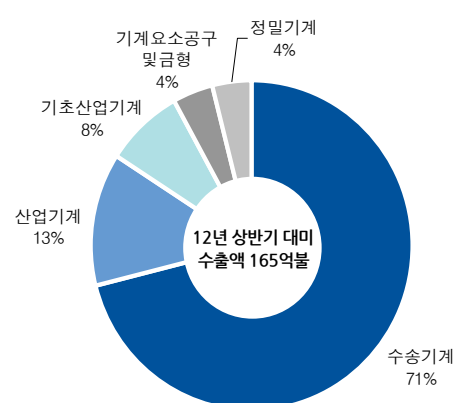
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 기계, 전기전자 대미 수출액 추이 비교

그림 33. 대미 수출 기계류 품목별 비중

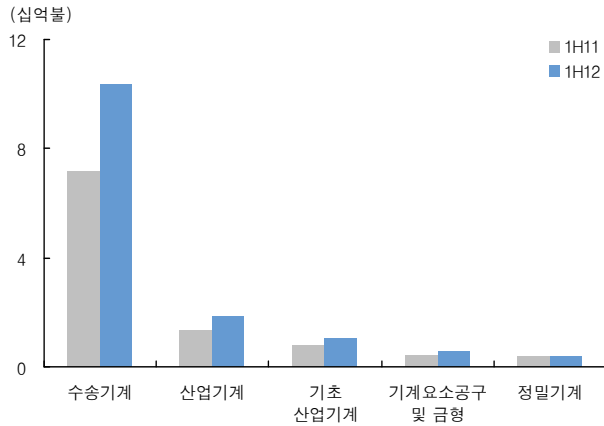


자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터



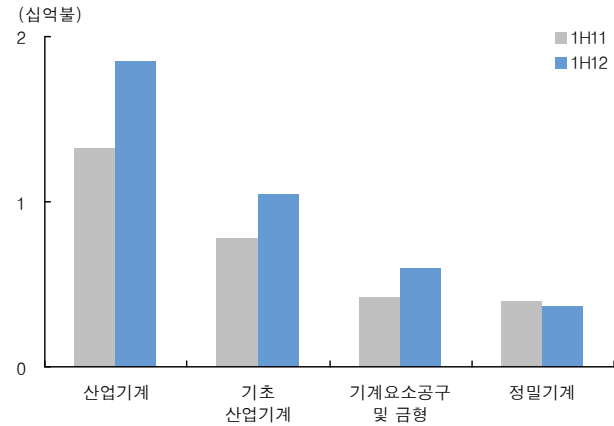
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 한국의 기계류 대미 수출액 추이: 수송기계(자동차) 포함



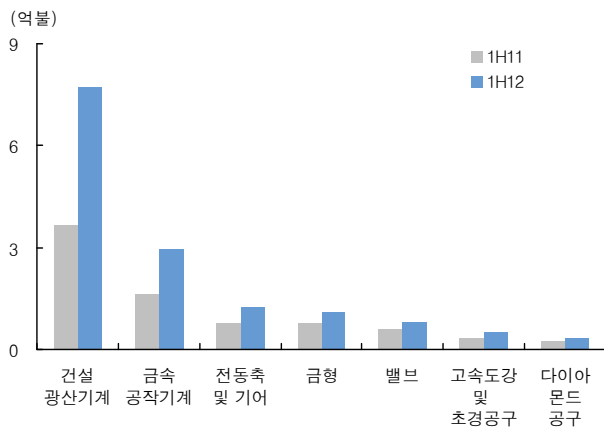
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 한국의 기계류 대미 수출액 추이: 수송기계 제외



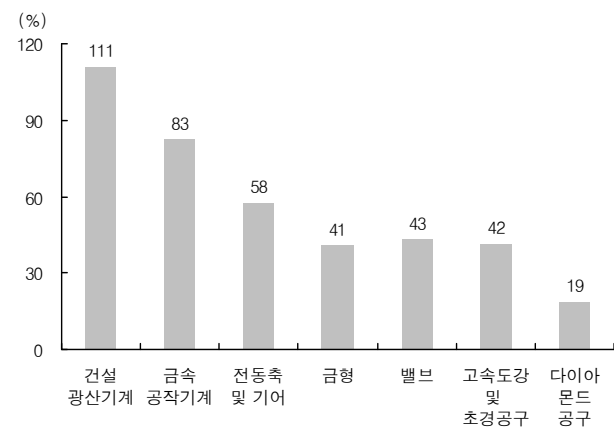
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 한국의 주요 기계류 대미 수출액 추이



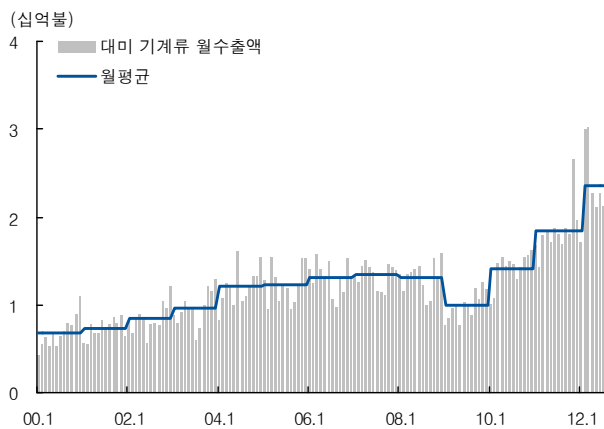
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 주요 기계류 대미 수출액 전년대비 증가율(12년 상반기)



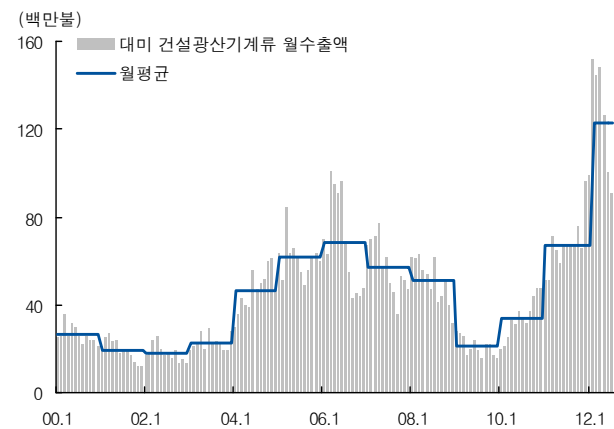
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 한국의 대미 기계류 월수출액 추이



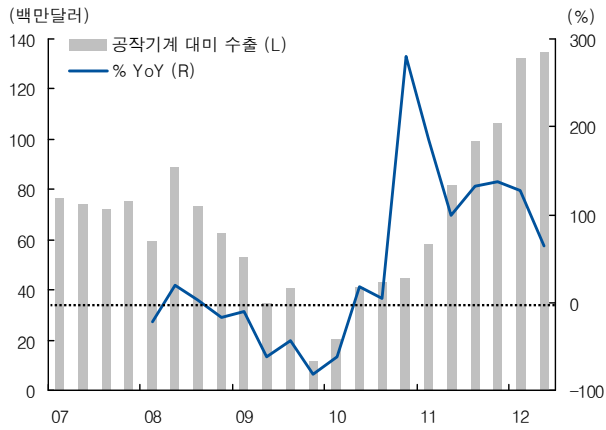
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 39. 한국의 대미 건설광산기계류 월수출액 추이



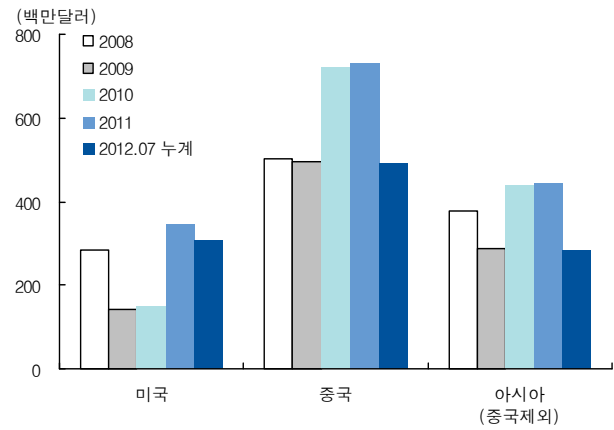
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 40. 한국의 공작기계 대미 수출 및 증가율 추이



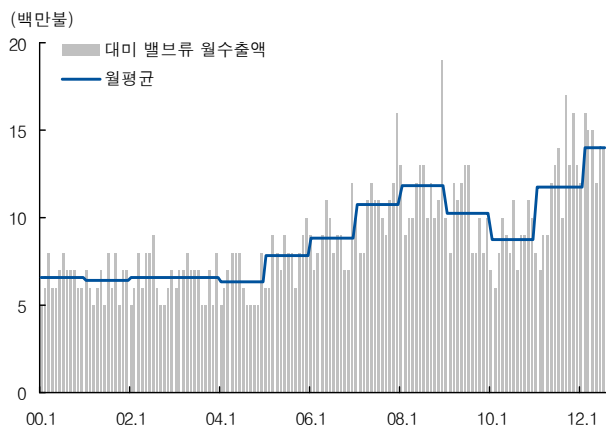
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 41. 한국의 주요 지역별 공작기계 판매 추이



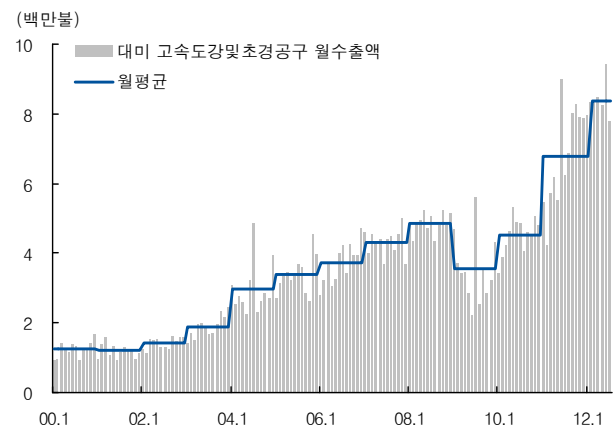
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 42. 한국의 대미 밸브류 월수출액 추이



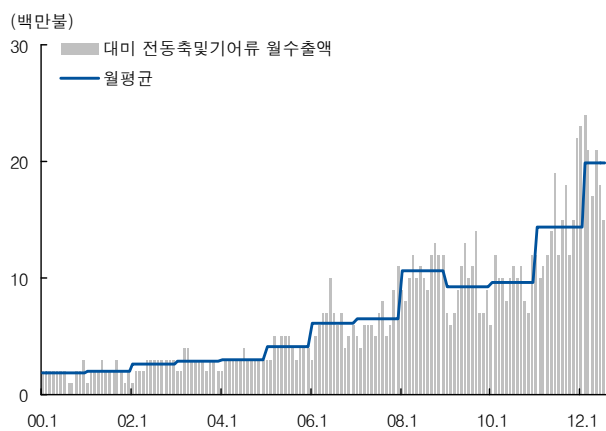
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 43. 한국의 대미 고속도강 및 초경공구류 월수출액 추이



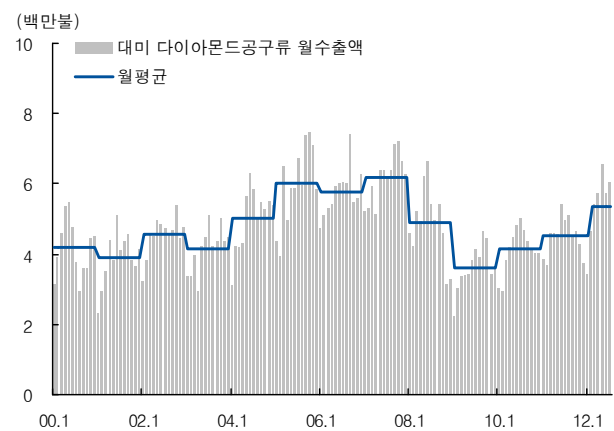
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 44. 한국의 대미 전동축 및 기어류 월수출액 추이



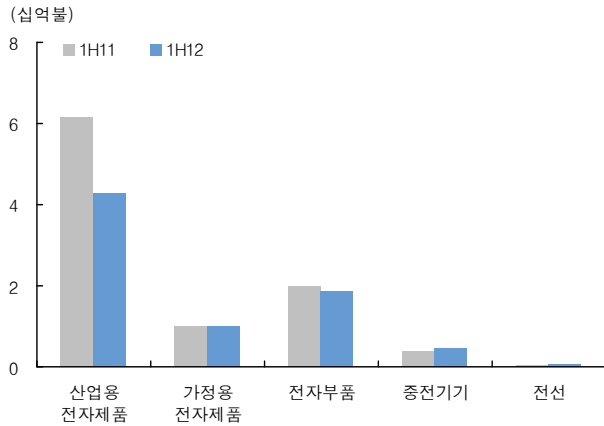
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 45. 한국의 대미 다이아몬드공구류 월수출액 추이



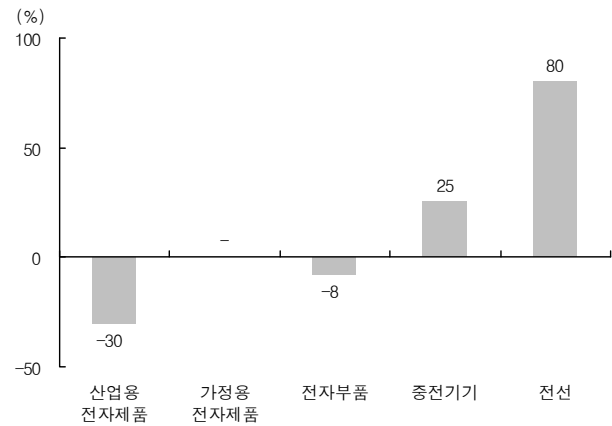
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 46. 한국의 전기전자류 대미 수출액 추이



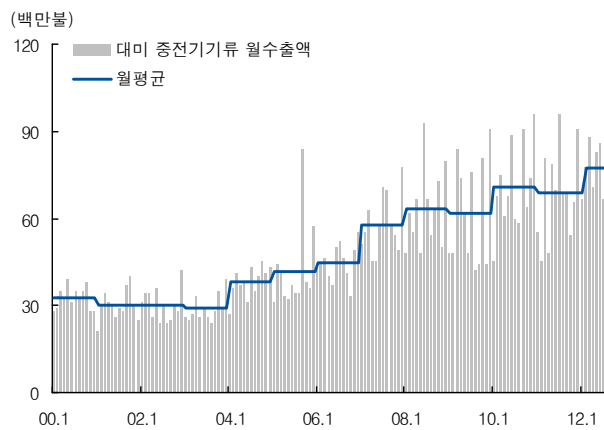
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. 전기전자류 대미 수출액 전년대비 증가율(12년 상반기)



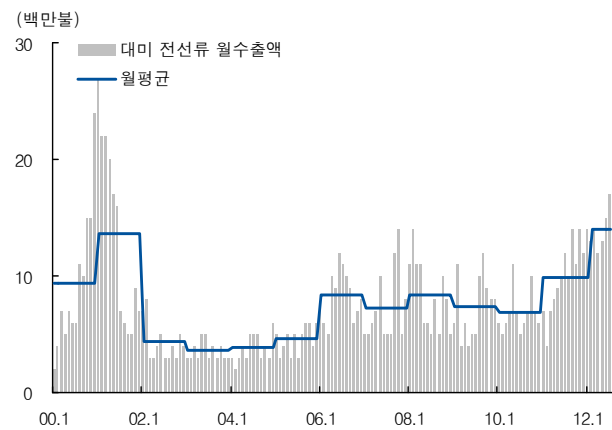
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 한국의 대미 중전기기류 월수출액 추이



자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 49. 한국의 대미 전선류 월수출액 추이



자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

두산인프라코어 (042670/매수)

바통은 다시 미국으로, 중국은 신정권 이후 기대

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	24,000
현재주가(12/09/10, 원)	19,000
상승여력(%)	26.3
EPS 성장률(12F,%)	8.8
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	9.9
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSPI	1,924.70
시가총액(십억원)	3,205
발행주식수(백만주)	169
60D 일평균 거래량(천주)	1,323
60D 일평균 거래대금(십억원)	24
배당수익률(12F,%)	0.0
유동주식비율(%)	55.2
52주 최저가(원)	14,550
52주 최고가(원)	24,650
베타(12M, 일간수익률)	1.60
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.1
외국인 보유비중(%)	10.5

주요주주

두산중공업(주) 외 6인(44.83%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-21.8	-16.3
상대주가	-0.4	-17.2	-22.5

- 침체에 빠진 중국 굴삭기 시장, 중국 정부의 부양책에 대한 기대감만 가득
- 미국 제조업, 건설경기 회복으로 공작기계, 건설기계 등 판매 양호, 대중국 부진을 일부 상쇄
- 투자의견은 매수, 12개월 목표주가 24,000원 유지

투자의견 매수, 12개월 목표주가 24,000원 유지

두산인프라코어에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 24,000원을 유지한다. 중국 굴삭기 시장의 단기 회복이 쉽지 않아 3분기 실적회전은 기대하기 어렵다. 하지만 미국 자회사인 DII(밥캣)의 실적 호전과 공작기계 부문의 대미, 대중국 수출 호조로 중국 굴삭기 사업의 부진을 어느 정도 상쇄시켜줄 전망이다.

중국을 비롯한 글로벌 경기부양에 대한 기대감은 충족하나 매크로 변수의 불확실성 때문에 주가는 방향성을 잡지 못할 것으로 판단된다. 중국의 신정권 집권 후 중국 정부의 부양책이 실행되는 연말 즈음 방향성이 생길 것으로 본다.

미국 제조업경기 호조로 대미 사업은 호조

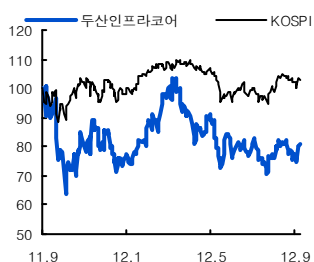
미국은 리먼사태 이후 경기침체 여파로 2008년부터 약 3년간 투자공백기가 지속되었다. 이후 2011년부터 기계설비 투자가 활기를 되찾았고, 미국 제조업의 부활신호가 나타나기 시작했다. 미국의 ① 인건비 부담이 줄었고, ② 낮은 토지가격 & 세제혜택, ③ 세계 최저 연료비, ④ 향후 달러가치의 하락 가능성 등을 고려할 때 제조업에 대한 투자는 장기간 지속될 가능성이 높다.

이런 이유로 두산인프라코어의 미주지역 공작기계 수출도 3년 연속 고성장세를 유지하고 있다. 엔고 현상이 장기화되면서 동사의 공작기계 부문 시장점유율도 큰 폭으로 상승했다. 미국 내 인지도도 상승했고, 여러 제품에 대한 선호도도 높아지고 있다고 판단된다.

중국 굴삭기 시장은 신정권 집권 이후 회복 전망

중국의 건설경기 침체가 장기화되고 있다. 이는 내부적으로 정부의 규제에 따른 부동산가격 인하가 예상만큼 차도를 보이지 않아 건설경기 악화에도 불구하고 부동산 규제를 완화하기 힘들기 때문으로 해석된다. 중국 경기가 부진함에 따라 정부의 노력도 확대되고 있다.

지방정부의 부양책 언급이 줄을 잇고 있다. 중앙정부의 결정과 행동만이 남아있다고 본다. 신정권의 안정적인 집권 이후 신 계획에 의한 본격적인 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 중국의 굴삭기 시장도 이에 맞춰 수요가 증가할 것으로 전망된다.



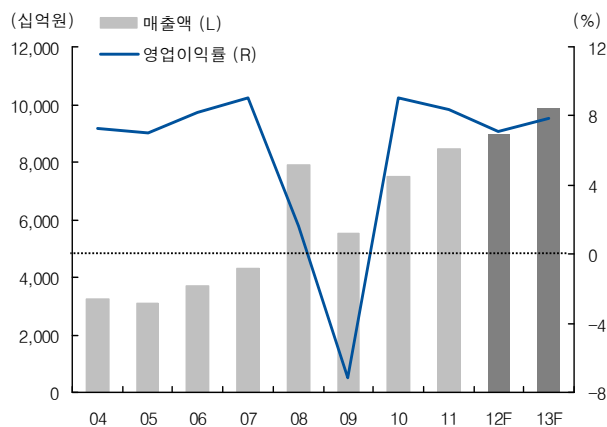
▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	7,482	677	9.0	210	1,246	978	429	15.4	22.5	-26.6	11.4
12/11	8,463	709	8.4	298	1,770	901	115	18.1	10.1	15.5	10.5
12/12F	8,973	636	7.1	325	1,925	887	817	16.3	9.9	6.5	10.8
12/13F	9,866	779	7.9	306	1,816	1,016	838	13.4	10.5	4.1	8.8
12/14F	10,549	855	8.1	363	2,152	1,066	725	13.9	8.8	2.8	7.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

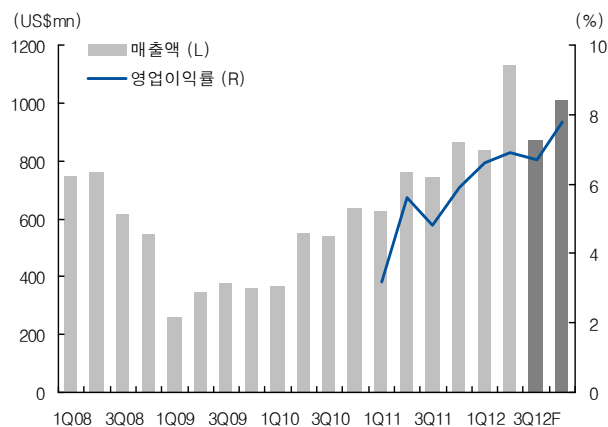
자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

그림 50. 두산인프라코어의 영업실적 추이 및 전망



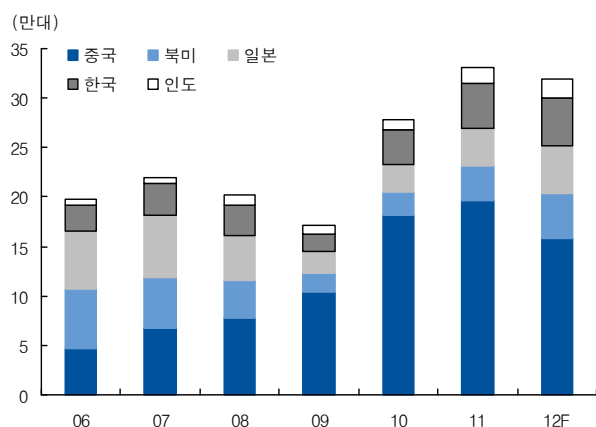
자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

그림 51. 두산인프라코어 자회사 DII(밥캣)의 분기 영업실적



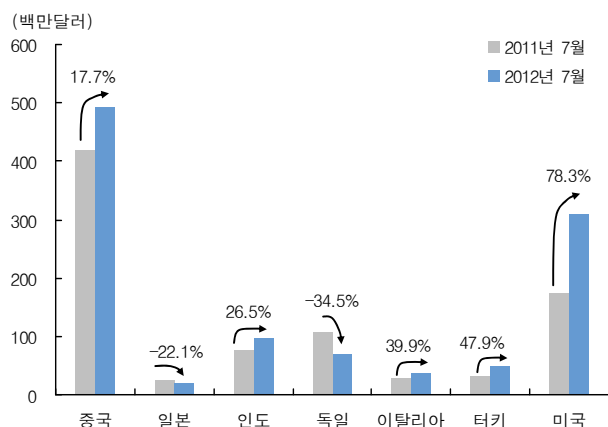
자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

그림 52. 세계 주요 국가별 굴삭기 판매 추이 및 전망



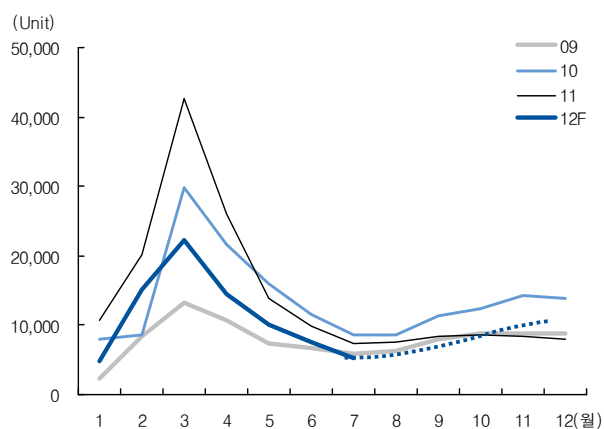
자료: International Strategy & Investment Group, KDB대우증권 리서치센터

그림 53. 세계 각국 공작기계 수주 추이(7월 누계)



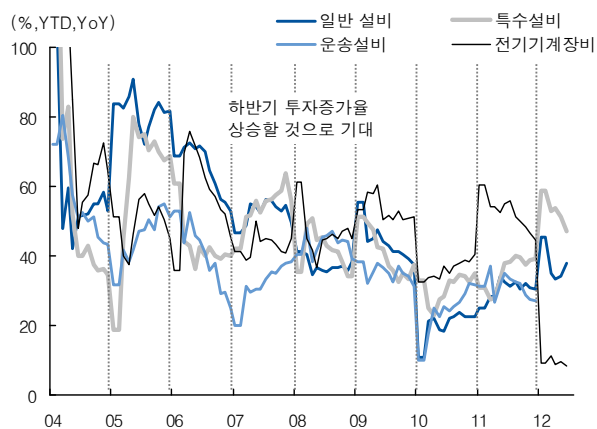
자료: 한국공작기계공업협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 54. 중국 굴삭기 월별 판매 추이



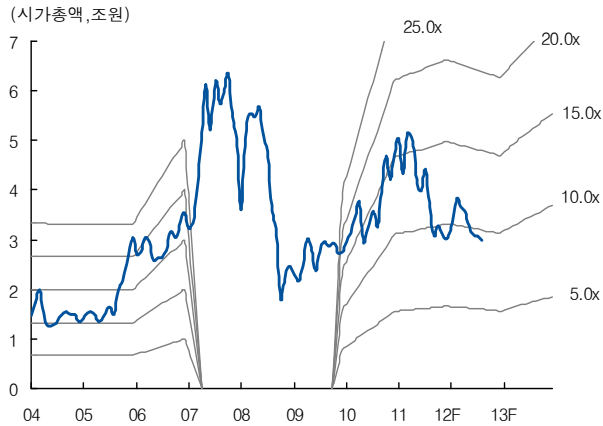
자료: 중국공정기계공업협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 55. 중국 제조업관련 주요 설비투자 월별 추이



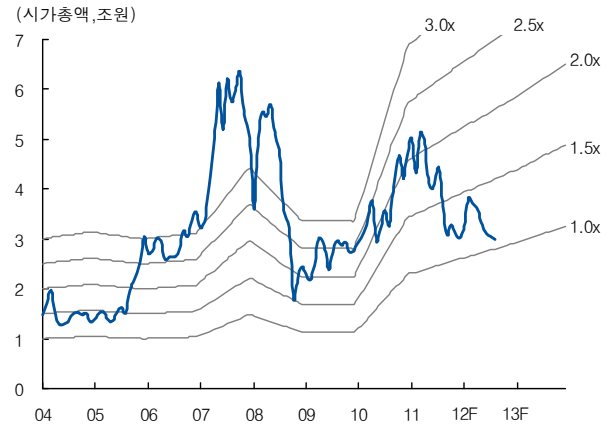
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 56. 두산인프라코어의 PER



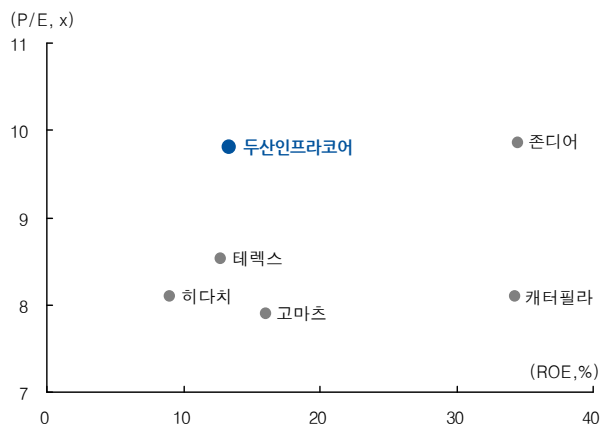
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 57. 두산인프라코어의 PBR



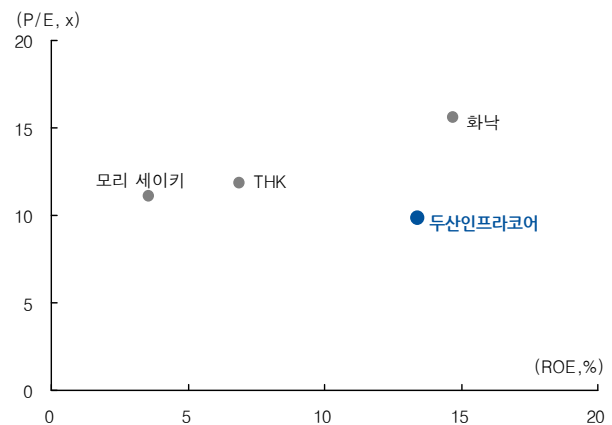
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 58. 글로벌 건설기계 업체들 투자지표 비교 (PER-ROE, 2013F)



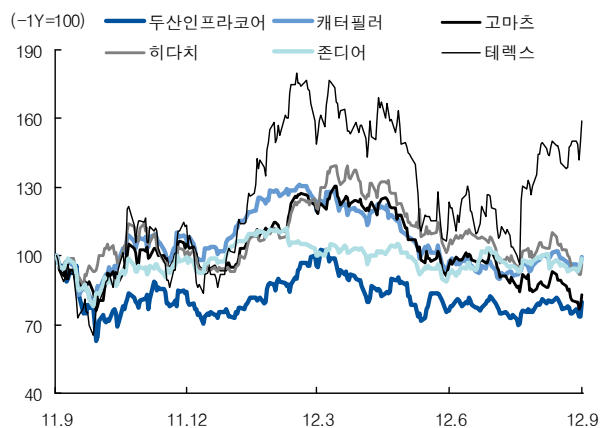
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 59. 글로벌 공작기계 관련업체들 투자지표 비교 (PER-ROE, 2013F)



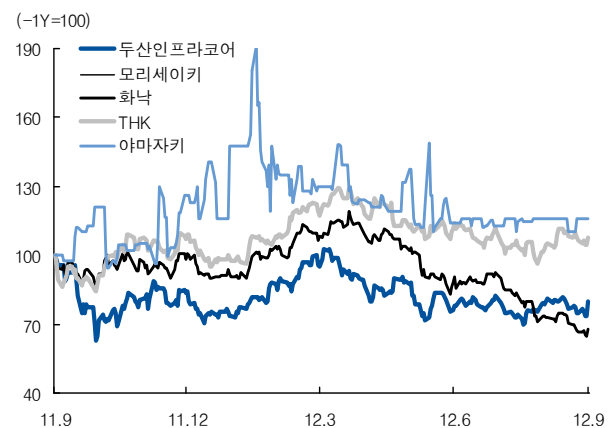
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 60. 글로벌 건설기계관련 업체들 주가 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 61. 글로벌 공작기계 관련업체들 주가 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

두산인프라코어 (042670)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	8,463	8,973	9,866	10,549
매출원가	6,616	6,997	7,666	8,197
매출총이익	1,847	1,977	2,200	2,353
판매비와관리비	1,168	1,332	1,421	1,498
조정영업이익	679	645	779	855
영업이익	709	636	779	855
비영업손익	-423	-421	-365	-365
순금융비용	320	372	300	270
관계기업등 투자손익	3	5	5	5
세전계속사업손익	285	215	415	490
계속사업법인세비용	78	-117	102	120
계속사업이익	207	332	313	370
중단사업이익	104	0	0	0
당기순이익	311	332	313	370
지배주주	298	325	306	363
비지배주주	13	7	7	7
총포괄이익	213	317	298	355
지배주주	222	304	286	342
비지배주주	-9	13	13	13
EBITDA	901	887	1,016	1,066
FCF	115	817	838	725
EBITDA마진율 (%)	10.6	9.9	10.3	10.1
영업이익률 (%)	8.4	7.1	7.9	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	3.6	3.1	3.4

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	418	590	1,093	880
당기순이익	311	332	313	370
비현금수익비용가감	647	561	703	696
유형자산감가상각비	150	169	164	139
무형자산상각비	72	73	73	73
기타	-324	44	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-431	-166	179	-66
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-49	-158	-123	-128
재고자산 감소(증가)	-464	-108	-188	-144
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-100	216	146	112
법인세납부	-109	-137	-102	-120
투자활동으로 인한 현금흐름	-266	-271	-138	-30
유형자산처분(취득)	-364	-162	-100	0
무형자산감소(증가)	-66	-66	-66	-66
장단기금융자산의 감소(증가)	-109	-80	0	0
기타투자활동	273	36	28	36
재무활동으로 인한 현금흐름	-305	-416	-727	-905
장단기금융부채의 증가(감소)	18	-83	-400	-600
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-325	-332	-327	-305
현금의증가	147	-101	228	-56
기초현금	477	624	523	751
기말현금	624	523	751	695

자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	4,233	4,550	5,103	5,330
현금 및 현금성자산	624	523	751	695
매출채권 및 기타채권	1,490	1,732	1,855	1,983
재고자산	1,782	1,890	2,078	2,221
기타유동자산	132	140	153	164
비유동자산	7,471	7,695	7,713	7,596
관계기업투자등	164	168	173	178
유형자산	1,907	1,849	1,785	1,646
무형자산	5,038	5,005	4,998	4,991
자산총계	11,704	12,245	12,816	12,925
유동부채	4,473	5,277	5,499	5,569
매입채무 및 기타채무	1,385	1,468	1,614	1,726
단기금융부채	2,021	3,044	3,044	2,944
기타유동부채	1,067	765	841	900
비유동부채	4,945	4,365	4,416	4,100
장기금융부채	4,047	2,907	2,507	2,007
기타비유동부채	141	700	1,151	1,336
부채총계	9,419	9,642	9,915	9,669
지배주주지분	1,845	2,149	2,435	2,777
자본금	843	843	843	843
자본잉여금	8	8	8	8
이익잉여금	942	1,267	1,573	1,936
비지배주주지분	440	454	466	479
자본총계	2,285	2,603	2,901	3,256

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	10.1	9.9	10.5	8.8
P/CF (x)	5.8	5.7	5.9	5.6
P/B (x)	15.5	6.5	4.1	2.8
EV/EBITDA (x)	10.5	10.8	8.8	7.9
EPS (원)	1,770	1,925	1,816	2,152
CFPS (원)	3,085	3,365	3,219	3,407
BPS (원)	1,153	2,946	4,683	6,753
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	13.1	6.0	10.0	6.9
EBITDA증가율 (%)	-7.9	-1.5	14.5	4.9
영업이익증가율 (%)	4.7	-10.3	22.6	9.6
EPS증가율 (%)	42.1	8.8	-5.7	18.5
매출채권 회전율 (회)	5.7	5.8	5.7	5.7
재고자산 회전율 (회)	5.3	4.9	5.0	4.9
매입채무 회전율 (회)	7.8	9.1	9.2	9.1
ROA (%)	2.7	2.8	2.5	2.9
ROE (%)	18.1	16.3	13.4	13.9
ROIC (%)	6.3	12.4	7.4	8.3
부채비율 (%)	412.2	370.4	341.8	297.0
유동비율 (%)	94.6	86.2	92.8	95.7
순차입금/자기자본 (%)	229.3	198.3	156.3	122.5
영업이익/금융비용 (x)	2.0	1.6	2.4	2.8

성광벤드 (014620/매수)

산업용 피팅으로 세계 정복에 나서다

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	30,000
현재주가(12/09/10, 원)	24,850
상승여력(%)	20.7
EPS 성장률(12F,%)	146.1
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	14.1
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSDAQ	512.11
시가총액(십억원)	711
발행주식수(백만주)	29
60D 일평균 거래량(천주)	314
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(12F,%)	0.6
유동주식비율(%)	59.3
52주 최저가(원)	11,650
52주 최고가(원)	25,650
베타(12M, 일간수익률)	1.35
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.2
외국인 보유비중(%)	19.1
주요주주	
안재일 외 5인(40.67%)	
Fidelity Funds 외 10인(5.62%)	
신한비엔피파리바자산운용(5.23%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.2	2.3	26.5
상대주가	12.3	6.9	20.3

- 고유가의 지속과 유럽 경쟁자들의 침체 속에 동사의 세계 시장 점유율 상승, 수익성 개선 돋보여
- 미국 등 해외 수출 확대에 추가 설비투자 고려 중
- 투자의견은 매수, 목표주가 30,000원 유지, 실적 호조와 글로벌 경쟁력 상승으로 투자매력 높음

성광벤드 투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

성광벤드에 대한 투자의견 매수, 목표주가 30,000원을 유지한다. 동사는 지난 7월 설비증설 이후 대규모 수주가 이어졌고, 수주 증대 및 제품군 확대에 의해 영업실적이 크게 개선되었다. 사상 최고의 호황기로 접어들었고, 다시 추가 설비증설이 필요한 상황이다. 향후에도 동사는 글로벌 시장점유율 상승, 제품군 및 해외 거래처 다변화로 하반기에도 지속적인 고성장을 이어갈 전망이다.

글로벌 경기의 위기 상황에서도 고유가는 유지되고 에너지관련 투자는 지속적인 증가세가 전망되고 있다. 동사의 주요 전방산업은 에너지관련 플랜트로 과거에 석유화학, 정유플랜트가 주였다면 향후에는 해양, 가스, 발전플랜트 등으로 다양화될 전망이다. 산업용피팅 시장은 판매자 우위 시장이 형성되고 동사의 기술, 설비 등 선제적 투자를 통한 높은 경쟁력을 바탕으로 선별수주가 가능하다.

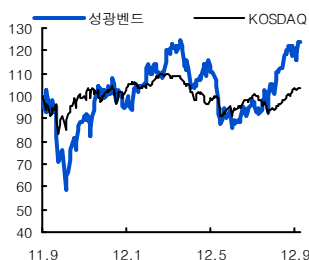
경쟁사들의 위축에 대한 선제적 대응의 승리

경기불황에도 동사가 최대 호황을 누리는 이유는 남유럽에 위치한 최대 경쟁사들의 위축을 틈타 발빠른 투자로 선제적 대응을 했고, 신제품 개발을 통해 제품군을 강화하여 시장지배력을 확대시켜 왔기 때문이다. 동사는 글로벌 산업설비의 대형화에 따라 대형 신제품 개발과 함께 설비확장도 동시에 진행해왔다. 이는 미국의 대형 오일 메이저사들이 유럽에서 한국으로 발길을 돌리거나 거래처를 확대하려는 상황이 벌어지고 있는 주요 이유이기도 하다.

생산성 개선과, 제품군 다양화로 수익성 개선 전망

지난 2분기에 성광벤드의 수익성이 눈에 띄게 개선되었다. 수주 급증에 따른 매출 증가로 생산성이 크게 개선되었기 때문이다. 또한 카본스틸의 매출 비중이 감소한 반면 수익성이 상대적으로 좋은 스테인레스와 알로이 타입의 매출비중이 증가하였기 때문이다.

앞서 설명한 바와 같이 제품군 대형화 외에도 동사는 국내외 거래처를 확대해왔다. 국내에서는 조선사들의 해양플랜트용 피팅 수요가 크게 증가했고, 해외 수출처들의 가스설비용 피팅 수요가 크게 증가했다. 이들 수요는 스테인레스와 알로이 타입 매출 비중이 높다.



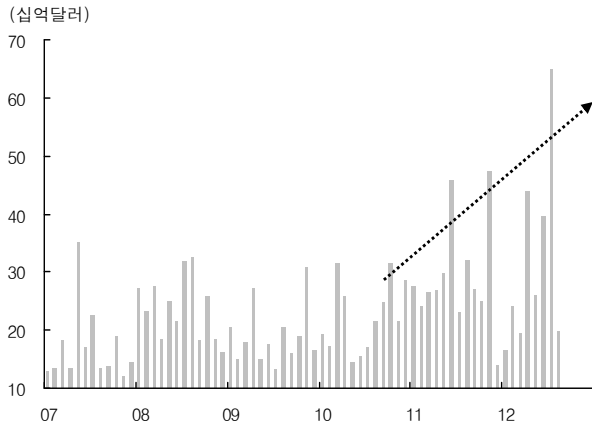
▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	205	25	11.9	18	639	28	-22	6.6	36.9	2.4	25.4
12/11	256	29	11.2	21	715	31	-8	7.0	26.6	1.8	18.7
12/12F	337	68	20.3	50	1,761	71	18	15.6	14.1	2.1	10.5
12/13F	402	84	20.8	63	2,189	92	45	16.8	11.4	1.8	7.6
12/14F	480	100	20.8	76	2,644	108	62	17.3	9.4	1.5	6.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

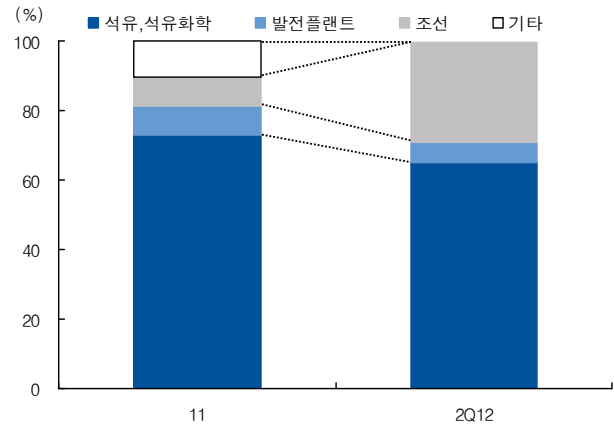
자료: 성광벤드, KDB대우증권 리서치센터

그림 62. 성광벤드의 월별 주주 추이



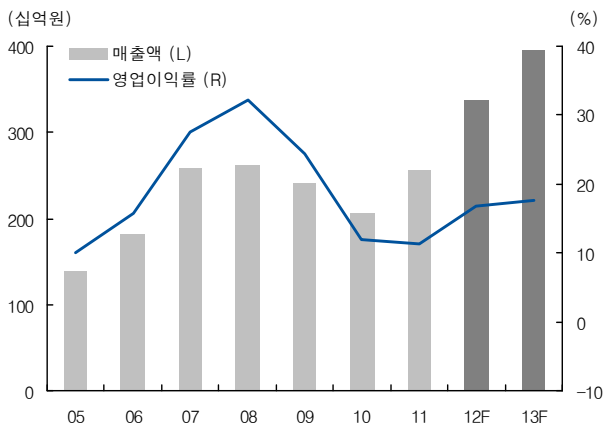
자료: 성광벤드, KDB대우증권 리서치센터

그림 63. 성광벤드의 수요처별 주주 비중



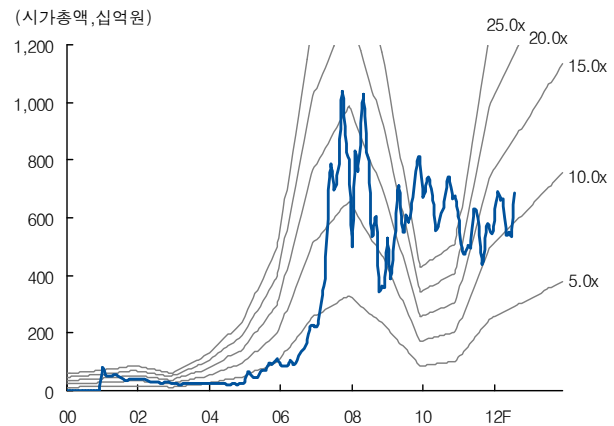
자료: 성광벤드, KDB대우증권 리서치센터

그림 64. 성광벤드의 연간 영업실적 추이 및 전망



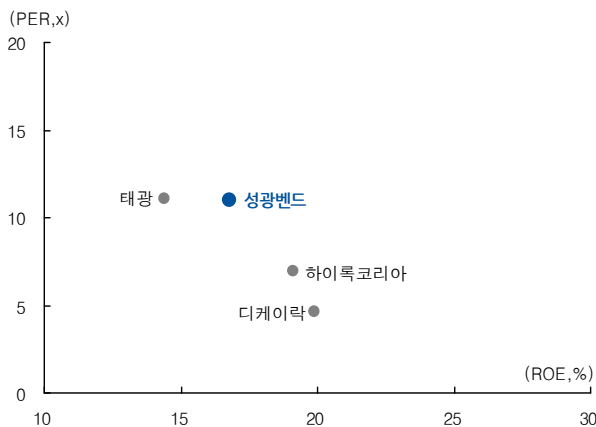
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 65. 성광벤드의 P/E 밴드



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 66. 피팅 & 밸브류 업체들 ROE-PER 비교(2013F)



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

그림 67. 피팅 & 밸브류 업체들 주가 상대비교(KOSPI 지수 포함)



자료: KDB대우증권 리서치센터

성광벤드 (014620)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	256	337	402	480
매출원가	203	243	286	341
매출총이익	53	95	116	138
판매비와관리비	24	26	32	38
조정영업이익	29	69	84	100
영업이익	29	68	84	100
비영업손익	0	-3	-2	-1
순금융비용	0	0	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	29	66	82	99
계속사업법인세비용	9	16	19	23
계속사업이익	21	50	63	76
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	50	63	76
지배주주	21	50	63	76
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	20	50	63	76
지배주주	20	50	63	76
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	31	71	92	108
FCF	-8	18	45	62
EBITDA마진율 (%)	12.2	21.0	22.8	22.5
영업이익률 (%)	11.2	20.3	20.8	20.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.0	14.9	15.6	15.8

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-4	31	51	67
당기순이익	21	50	63	76
비현금수익비용가감	13	21	29	32
유형자산감가상각비	2	2	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-1	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	-28	-22	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-19	-12	-6	-13
재고자산 감소(증가)	-29	-19	-26	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	10	8	11
법인세납부	-2	-13	-19	-23
투자활동으로 인한 현금흐름	-3	-15	-3	-2
유형자산처분(취득)	-3	-17	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	0	2	3	3
재무활동으로 인한 현금흐름	5	1	-11	-14
장단기금융부채의 증가(감소)	11	6	-6	-9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	-9	-4	-4
기타재무활동	-1	-1	-1	-1
현금의증가	-2	16	37	51
기초현금	6	4	20	57
기말현금	4	20	57	108

자료: 성광벤드, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	254	303	372	454
현금 및 현금성자산	4	20	57	108
매출채권 및 기타채권	73	86	93	106
재고자산	177	196	221	240
기타유동자산	0	0	0	0
비유동자산	163	178	175	172
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	147	161	158	155
무형자산	1	1	1	1
자산총계	417	481	547	627
유동부채	78	76	80	91
매입채무 및 기타채무	40	50	57	68
단기금융부채	25	11	5	1
기타유동부채	12	15	18	22
비유동부채	39	61	65	63
장기금융부채	19	38	38	33
기타비유동부채	15	19	22	25
부채총계	116	137	145	154
지배주주지분	301	343	402	473
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	2	3	3	3
이익잉여금	284	326	384	455
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	301	343	402	473

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	26.6	14.1	11.4	9.4
P/CF (x)	24.0	13.5	10.1	8.5
P/B (x)	1.8	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	18.7	10.5	7.6	6.0
EPS (원)	715	1,761	2,189	2,644
CFPS (원)	792	1,847	2,471	2,921
BPS (원)	10,480	11,973	14,011	16,505
DPS (원)	150	150	0	150
배당성향 (%)	21.0	8.5	0.0	5.7
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.0	0.6
매출액증가율 (%)	24.7	31.7	19.2	19.3
EBITDA증가율 (%)	12.7	126.3	29.2	17.4
영업이익증가율 (%)	17.5	137.4	22.3	19.3
EPS증가율 (%)	11.9	146.1	24.3	20.8
매출채권 회전율 (회)	4.2	4.4	4.7	5.1
재고자산 회전율 (회)	1.6	1.8	1.9	2.1
매입채무 회전율 (회)	7.8	8.2	8.2	8.4
ROA (%)	5.2	11.2	12.2	12.9
ROE (%)	7.0	15.6	16.8	17.3
ROIC (%)	6.2	14.4	16.4	18.8
부채비율 (%)	38.7	40.0	36.1	32.5
유동비율 (%)	326.9	398.7	462.7	500.3
순차입금/자기자본 (%)	13.3	8.3	-3.6	-15.8
영업이익/금융비용 (x)	26.0	61.9	84.8	115.2

태광 (023160/매수)

산업용 피팅 선봉장에 서다

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	37,200
현재주가(12/09/10, 원)	28,850
상승여력(%)	28.9
EPS 성장률(12F,%)	71.7
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	14.8
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSDAQ	512.11
시가총액(십억원)	700
발행주식수(백만주)	24
60D 일평균 거래량(천주)	142
60D 일평균 거래대금(십억원)	4
배당수익률(12F,%)	0.0
유동주식비율(%)	52.6
52주 최저가(원)	12,750
52주 최고가(원)	32,500
베타(12M, 일간수익률)	1.17
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.3
외국인 보유비중(%)	23.0
주요주주	
운성덕 외 6인(46.45%)	
Massachusetts Financial Services Company(9.36%)	
Fidelity Funds 외 15인(5.93%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-8.1	42.3
상대주가	9.6	-3.5	36.1

- 고유가의 지속과 유럽 경쟁자들의 침체 속에 동사의 세계 시장 점유율 상승과 장기 고성장 전망
- 제품군 다양화와 미국 등 해외 수출처 확대로 장기 고성장 도모
- 투자의견은 매수, 목표주가 37,200원 유지, 실적 호조와 글로벌 경쟁력 상승으로 투자매력 높음

태광 투자의견 매수, 목표주가 37,200원 유지

태광에 대한 투자의견 매수, 목표주가 37,200원을 유지한다. 동사는 사상 최고의 호황기로 접어들었고, 지난 6월 설비증설 이후 다시 추가 설비증설을 단행하고 있다. 대형 제품군에 이은 중소형 제품군으로의 확장이다. 이는 거래처 다변화로 인한 수주 증대로 보여진다. 향후에도 동사는 글로벌 시장점유율 상승, 제품군 및 해외 거래처 다변화로 장기적인 고성장을 이어갈 전망이다.

글로벌 경기의 위기 상황에서도 고유가는 유지되고 에너지관련 투자는 지속적인 증가세가 전망되고 있다. 동사의 주요 전방산업은 에너지관련 플랜트로 과거에 석유화학, 정유플랜트가 주였다면 향후에는 해양, 가스, 발전플랜트 등으로 다양화될 전망이다. 산업용피팅 시장은 판매자 우위 시장이 형성되고 동사의 기술, 설비 등 선제적 투자를 통한 높은 경쟁력을 바탕으로 선별수주가 가능하다.

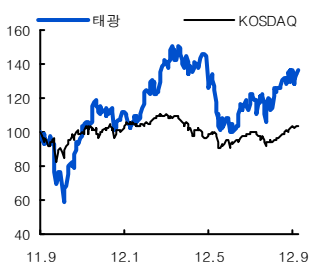
경쟁사들의 위축에 대한 선제적 대응의 승리

경기불황에도 동사가 최대 호황을 누리는 이유는 남유럽에 위치한 최대 경쟁사들의 위축을 틈타 발빠른 투자로 선제적 대응을 했고, 신제품 개발을 통해 제품군을 강화하여 시장지배력을 확대시켜 왔기 때문이다. 동사는 글로벌 산업설비의 대형화에 따라 대형 신제품 개발과 함께 설비확장도 동시에 진행해왔다. 이는 미국의 대형 오일 메이저사들이 유럽에서 한국으로 발길을 돌리거나 거래처를 확대하려는 상황이 벌어지고 있는 주요 이유이기도 하다.

거래처 및 제품군 다양화로 고성장, 고수익 도모

태광은 2009년 경기불황기를 맞아 이를 극복하기 위해 해외 거래처 다변화에 큰 노력을 기울였다. 미국에 판매 법인을 설립하고 유럽까지 판매망을 넓혔고, 2010년 말부터 가시적인 성과가 나타나기 시작하여 직수출 비중이 계속 증가하고 있다.

또한 전방산업 중 정유플랜트 비중이 낮아지며 카본스틸 매출 비중도 감소하였다. 대신 수익성이 상대적으로 좋은 스테인레스와 알루미늄 타입의 매출비중이 증가하였다. 국내에서 조선사들의 해양플랜트용 피팅 수요가, 해외 수출은 가스설비용 피팅 수요가 크게 증가했다.



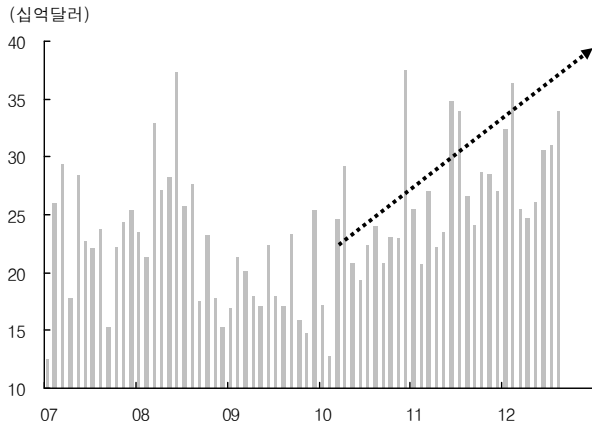
▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	216	2	0.9	1	32	3	-77	0.3	805.9	1.9	186.0
12/11	259	37	14.3	28	1,136	41	-8	8.1	21.0	1.6	13.7
12/12F	356	61	17.0	47	1,949	65	9	12.6	14.8	1.8	10.3
12/13F	418	79	18.9	62	2,558	84	31	14.4	11.3	1.5	7.6
12/14F	482	93	19.2	74	3,032	98	26	14.7	9.5	1.3	6.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

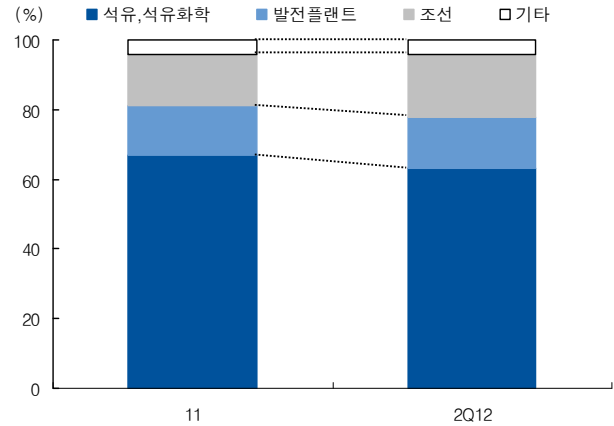
자료: 태광, KDB대우증권 리서치센터

그림 68. 태광의 월별 주주 추이



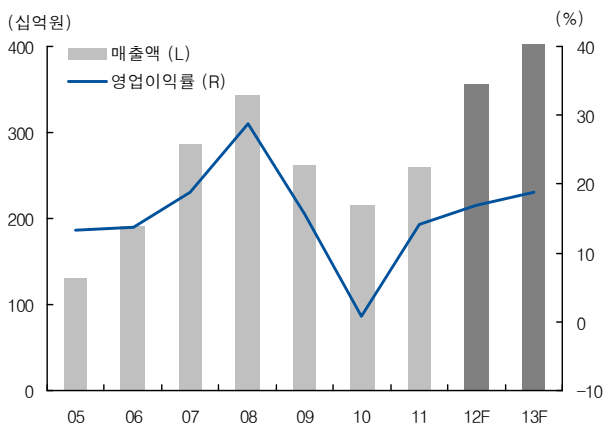
자료: 태광, KDB대우증권 리서치센터

그림 69. 태광의 수요처별 주주



자료: 태광, KDB대우증권 리서치센터

그림 70. 태광의 연간 영업실적 추이 및 전망



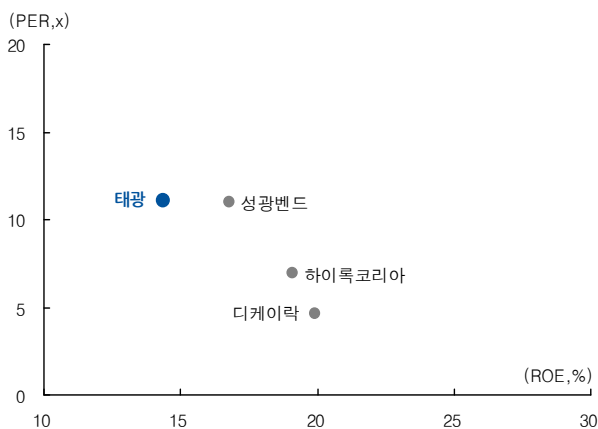
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 71. 태광의 P/E 밴드



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 72. 피팅 & 밸브류 업체들 ROE-PER 비교(2013F)



자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 73. 피팅 & 밸브류 업체들 주가 상대비교(KOSPI 지수 포함)



자료: KDB대우증권 리서치센터

태광 (023160)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	259	356	418	482
매출원가	202	267	306	353
매출총이익	57	89	112	129
판매비와관리비	21	29	33	36
조정영업이익	37	61	79	93
영업이익	37	61	79	93
비영업손익	1	0	1	2
순금융비용	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	61	80	95
계속사업법인세비용	10	14	18	21
계속사업이익	28	47	62	74
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	28	47	62	74
지배주주	28	47	62	74
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	27	47	62	74
지배주주	27	47	62	74
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	41	65	84	98
FCF	-8	9	31	26
EBITDA마진율 (%)	15.7	18.3	20.1	20.3
영업이익률 (%)	14.3	17.0	18.9	19.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.7	13.3	14.9	15.3

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-4	22	38	32
당기순이익	38	50	62	74
비현금수익비용가감	6	16	22	24
유형자산감가상각비	4	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-3	0	1	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-48	-33	-28	-44
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-23	-18	-23
재고자산 감소(증가)	-52	-14	-18	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	6	6	6
법인세납부	0	-11	-18	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	14	-14	-6	-6
유형자산처분(취득)	-1	-13	-7	-7
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	17	-1	0	0
기타투자활동	-1	0	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	2	8	32	27
기초현금	11	13	21	53
기말현금	13	21	53	79

자료: 태광, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	292	339	407	486
현금 및 현금성자산	13	21	53	79
매출채권 및 기타채권	109	132	150	173
재고자산	160	174	192	222
기타유동자산	1	1	2	2
비유동자산	130	143	145	149
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	119	127	129	131
무형자산	1	1	1	1
자산총계	423	481	552	635
유동부채	58	68	77	87
매입채무 및 기타채무	44	51	56	63
단기금융부채	1	0	0	0
기타유동부채	13	18	21	24
비유동부채	12	12	12	12
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	11	11	11	11
부채총계	70	81	89	99
지배주주지분	352	401	463	536
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	312	359	421	495
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	352	401	463	536

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	21.0	14.8	11.3	9.5
P/CF (x)	18.2	13.5	10.4	8.9
P/B (x)	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	13.7	10.3	7.6	6.3
EPS (원)	1,136	1,949	2,558	3,032
CFPS (원)	1,346	2,141	2,770	3,252
BPS (원)	14,491	16,473	19,032	22,065
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.9	37.4	17.4	15.3
EBITDA증가율 (%)	1,162.3	60.2	29.1	16.3
영업이익증가율 (%)	1,874.1	63.9	30.5	17.1
EPS증가율 (%)	3,430.7	71.7	31.2	18.5
매출채권 회전율 (회)	2.6	3.1	3.1	3.2
재고자산 회전율 (회)	1.9	2.1	2.3	2.3
매입채무 회전율 (회)	9.7	10.8	11.1	11.6
ROA (%)	6.9	10.5	12.0	12.4
ROE (%)	8.1	12.6	14.4	14.7
ROIC (%)	8.4	13.3	15.8	16.9
부채비율 (%)	19.9	20.2	19.3	18.4
유동비율 (%)	502.8	494.7	525.5	559.9
순차입금/자기자본 (%)	-6.1	-7.8	-13.6	-16.7
영업이익/금융비용 (x)	397.6			

LS (006260/매수)

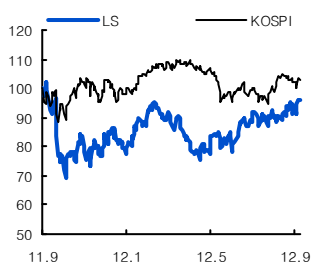
LS전선 실적 개선과 슈퍼리어에섹스의 회복

박원재

02-768-3372

william.park@dwsec.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	109,000
현재주가(12/09/10, 원)	92,300
상승여력(%)	18.1
EPS 성장률(12F,%)	114.7
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	11.8
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSPI	1,924.70
시가총액(십억원)	2,972
발행주식수(백만주)	32
60D 일평균 거래량(천주)	117
60D 일평균 거래대금(십억원)	10
배당수익률(12F,%)	1.5
유동주식비율(%)	52.8
52주 최저가(원)	66,100
52주 최고가(원)	93,800
베타(12M, 일간수익률)	1.19
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.3
외국인 보유비중(%)	13.2
주요주주	
구자열 외 41인(33.43%)	
LS 자사주(13.77%)	
국민연금관리공단(9.28%)	
주가상승률(%)	
절대주가	1개월 6.6 6개월 10.0 12개월 -0.4
상대주가	1개월 7.7 6개월 14.7 12개월 -6.6



- 투자의견은 '매수' 및 12개월 목표주가 109,000원 유지
- 부진했던 LS전선의 정상화. 미국 자회사인 SPSX의 개선도 시너지 효과 측면에서 주목
- LS니코동제련, LS산전, LS엠트론 등 자회사들의 안정적인 실적도 긍정적

LS 투자의견 '매수' 및 12개월 목표주가 109,000원 유지

LS의 투자의견 '매수' 및 12개월 목표주가 109,000원을 유지한다. 목표주가는 2012년 3분기부터 2013년 2분기까지의 IFRS 연결 실적 기준 EPS 8,960원에 PER(Price-earning ratio) 12.2배(LS 지주 출범 분리 이후인 2009~2011년의 평균 17.5배를 30% 할인, 기준 유지)를 적용하여 산정하였다. 현재주가 대비 상승여력은 18.1%이다.

LS전선의 실적 회복과 미국 전선 자회사인 SPSX와의 시너지 효과

LS를 긍정적으로 평가하는 이유는 LS전선의 회복과 미국 자회사인 슈퍼리어에섹스(SPSX)와의 시너지 효과 때문이다. LS전선은 LS의 핵심 자회사이다. 그러나 2011년 중동 사태로 인한 고수익 제품 수주 감소, 해저 케이블 사고 및 과징금 등 1회성 비용 증가로 인해 부진한 실적을 기록하였다. 해저 케이블 사고로 추가 비용만 2011년 4분기까지 707억원을 추가 부담하였다.

LS전선의 부진은 LS 실적 악화로 이어졌고, LS의 장점인 이익 안정성 훼손의 가장 큰 원인이 되었다. 이러한 LS전선이 회복되고 있다. 카타르 등 중동지역 고부가 초고압선 매출이 재개되었고, 국내 LTE 통신망 관련 판매도 증가하고 있기 때문이다. 최근 중동 수주 증가가 지속되고 있다는 점도 전망을 밝게 하고 있다.

미국 자회사인 SPSX와의 시너지 효과도 기대된다. SPSX는 최근 미국 LTE 투자 증가로 광통신부문 실적이 개선되고 있다. LS전선과 함께 초고압케이블 투자를 진행 중으로 향후 미국의 전력 산업 투자 증가 시 본격적인 시너지 효과가 발생할 것으로 예상된다.

우량 자회사들의 안정적인 실적도 긍정적

나머지 자회사들도 양호한 상황이다. LS니코동제련의 황산, 금/은, 희소금속(셀레늄, 파라듐) 등 부산물 가격 상승으로 2012년에도 실적 개선 가능성이 크다. LS엠트론도 사출, 트랙터 등 기계사업부 매출 증가가 지속되고 있고, 컨넥터와 동박 사업도 점진적인 회복이 가능할 전망이다. LS산전도 지속적으로 수주가 증가하고 있다. 중동 전력시스템 수출 및 STS후육관 사업 호조 때문이다.

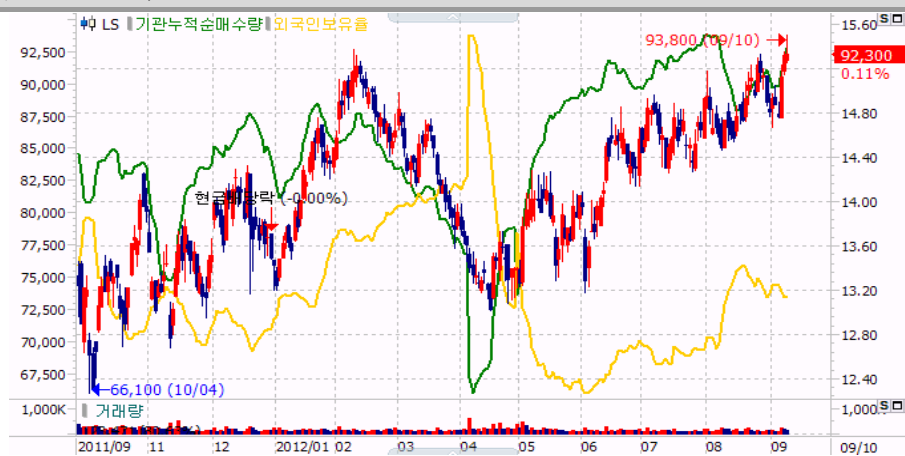
▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	10,360	571	5.5	245	7,618	698	730	13.1	14.0	2.2	10.6
12/11	12,352	338	2.7	118	3,653	538	-563	5.4	20.8	1.5	13.6
12/12F	12,820	616	4.8	253	7,845	838	103	10.8	11.8	1.7	9.5
12/13F	13,730	620	4.5	312	9,672	868	100	12.3	9.5	1.5	9.4
12/14F	14,676	680	4.6	334	10,385	943	174	12.1	8.9	1.3	8.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

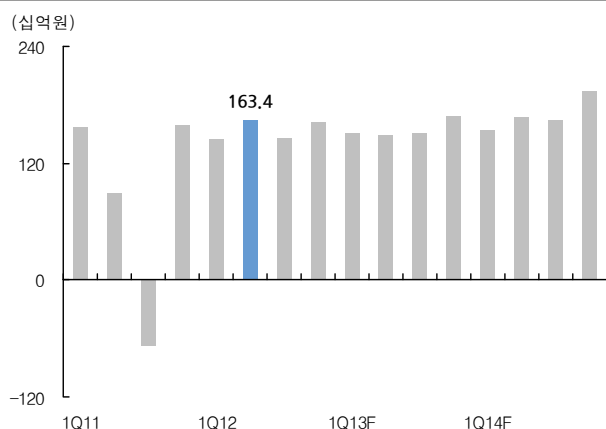
자료: LS, KDB대우증권 리서치센터

그림 74. LS 주가 추이



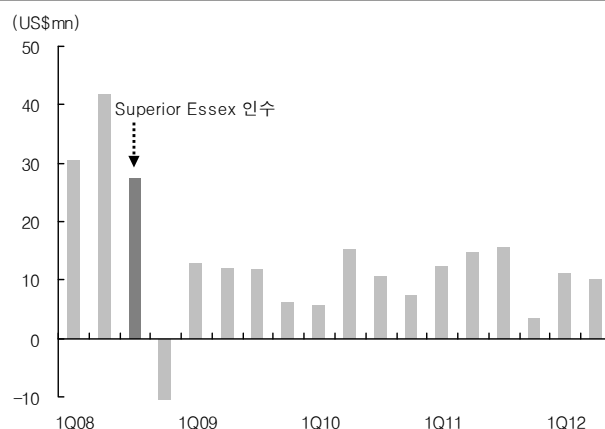
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 75. LS 분기별 실적 추이



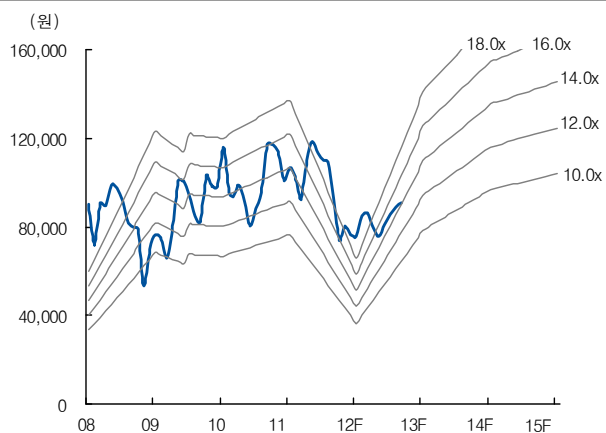
자료: LS, KDB대우증권 리서치센터

그림 76. SPSX의 분기별 영업이익(Business OP)



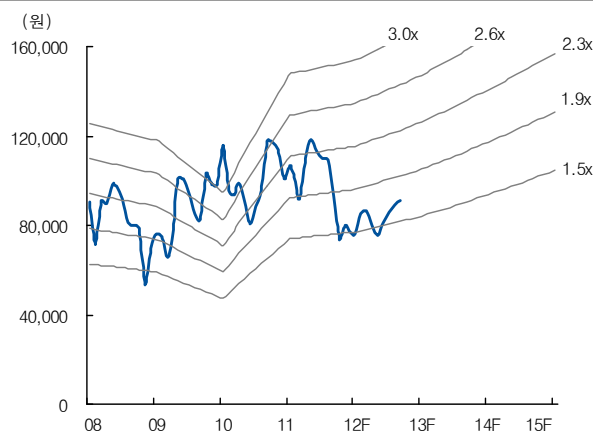
자료: LS, SPSX

그림 77. LS의 PER 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 78. LS의 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

LS (006260)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	12,352	12,820	13,730	14,676
매출원가	11,138	11,274	12,053	12,866
매출총이익	1,214	1,546	1,677	1,809
판매비와관리비	959	959	1,057	1,130
조정영업이익	255	587	620	680
영업이익	338	616	620	680
비영업손익	-231	-220	-119	-123
순금융비용	209	217	221	233
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	107	396	500	557
계속사업법인세비용	48	85	107	119
계속사업이익	59	311	393	438
중단사업이익	62	0	0	0
당기순이익	121	311	393	438
지배주주	118	253	312	334
비지배주주	4	58	82	104
총포괄이익	138	264	346	391
지배주주	135	203	262	285
비지배주주	3	61	85	106
EBITDA	538	838	868	943
FCF	-563	103	100	174
EBITDA마진율 (%)	4.4	6.5	6.3	6.4
영업이익률 (%)	2.7	4.8	4.5	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	2.0	2.3	2.3

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	40	542	555	647
당기순이익	59	311	393	438
비현금수익비용가감	547	552	474	505
유형자산감가상각비	231	197	193	207
무형자산상각비	52	54	55	56
기타	-125	-11	115	125
영업활동으로인한자산및부채의변동	-508	-249	-206	-177
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-145	-156	-153	-185
재고자산 감소(증가)	-113	-1	-26	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-64	-19	-37	21
법인세납부	-58	-71	-107	-119
투자활동으로 인한 현금흐름	-518	-164	-407	-426
유형자산처분(취득)	-438	-336	-353	-370
무형자산감소(증가)	-64	-71	-71	-71
장단기금융자산의 감소(증가)	-160	180	0	0
기타투자활동	144	64	17	16
재무활동으로 인한 현금흐름	541	-371	-86	47
장단기금융부채의 증가(감소)	828	-129	-50	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-35	-38	-40
기타재무활동	-240	-242	-234	-244
현금의증가	62	12	62	269
기초현금	264	326	339	401
기말현금	326	339	401	669

자료: LS, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	4,861	4,743	4,994	5,481
현금 및 현금성자산	326	339	401	669
매출채권 및 기타채권	2,509	2,530	2,683	2,867
재고자산	1,457	1,474	1,500	1,523
기타유동자산	148	150	161	171
비유동자산	5,097	5,251	5,435	5,679
관계기업투자등	841	801	801	801
유형자산	2,850	3,049	3,209	3,372
무형자산	825	841	857	872
자산총계	9,958	9,993	10,428	11,160
유동부채	3,809	3,598	3,531	3,524
매입채무 및 기타채무	1,578	1,410	1,373	1,394
단기금융부채	1,965	1,898	1,848	1,798
기타유동부채	267	289	310	331
비유동부채	3,363	3,389	3,582	3,970
장기금융부채	2,967	2,930	3,165	3,546
기타비유동부채	269	326	279	281
부채총계	7,172	6,986	7,113	7,494
지배주주지분	2,246	2,414	2,639	2,883
자본금	161	161	161	161
자본잉여금	225	225	225	225
이익잉여금	1,940	2,158	2,432	2,726
비지배주주지분	540	593	677	783
자본총계	2,786	3,007	3,316	3,666

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	20.8	11.8	9.5	8.9
P/CF (x)	6.1	5.9	5.3	5.0
P/B (x)	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	13.6	9.5	9.4	8.8
EPS (원)	3,653	7,845	9,672	10,385
CFPS (원)	12,434	15,635	17,377	18,575
BPS (원)	51,307	56,058	62,520	69,653
DPS (원)	1,250	1,350	1,450	1,550
배당성향 (%)	29.5	14.8	12.9	12.9
배당수익률 (%)	1.6	1.5	1.6	1.7
매출액증가율 (%)	19.2	3.8	7.1	6.9
EBITDA증가율 (%)	-23.0	55.7	3.6	8.7
영업이익증가율 (%)	-40.8	82.2	0.6	9.7
EPS증가율 (%)	-52.1	114.7	23.3	7.4
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.1	5.3	5.3
재고자산 회전율 (회)	9.0	8.8	9.2	9.7
매입채무 회전율 (회)	8.0	8.6	9.9	10.6
ROA (%)	1.3	3.1	3.9	4.1
ROE (%)	5.4	10.8	12.3	12.1
ROIC (%)	2.5	7.4	7.4	7.6
부채비율 (%)	257.4	232.3	214.5	204.4
유동비율 (%)	127.6	131.8	141.4	155.6
순차입금/자기자본 (%)	150.2	141.0	131.6	120.7
영업이익/금융비용 (x)	1.5	2.6	2.7	2.8

진성티이씨 (036890/매수)

캐터필라 효과로 2014년 매출 4천억원 규모 달성 전망

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	15,000
현재주가(12/09/10, 원)	9,550
상승여력(%)	57.1
EPS 성장률(12F,%)	-12.2
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	12.7
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSDAQ	512.11
시가총액(십억원)	191
발행주식수(백만주)	20
60D 일평균 거래량(천주)	43
60D 일평균 거래대금(십억원)	0
배당수익률(12F,%)	1.0
유동주식비율(%)	56.5
52주 최저가(원)	7,260
52주 최고가(원)	14,450
베타(12M, 일간수익률)	0.86
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.2
외국인 보유비중(%)	2.0

주요주주

윤우석 외 4인(41.2%)
알리안츠글로벌인베스터스자산운용(10.25%)
국민연금관리공단(8.02%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.2	-20.5	7.3
상대주가	15.3	-15.8	1.2

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 15,000원으로 23% 상향 조정
- 캐터필라와의 3차 장기공급계약(5년간 3천억원)에 따른 13, 14년 미국 수출 성장에 주목
- 중국 법인도 캐터필라 공급 개시로 체질 개선 예상. 향후 중국 정부의 인프라투자 재개 효과도 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 15,000원으로 23% 상향 조정

진성티이씨에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가를 15,000원(유무상증자 감안시 기존 목표주가 12,200원)으로 23% 상향 조정한다. 예상 실적 기준을 12년에서 13년으로 변경했고 목표주가는 13년 예상 EPS 1,252원에 Target P/E 12배를 적용한 것이다. P/E 12배는 미국 건설경기 회복 수혜 및 캐터필라 아웃소싱 효과를 감안해 기계업종 평균 P/E 10.8배에 10% 할증한 것이다.

목표주가 상향 이유는 1) 캐터필라와의 3차 장기공급계약(5년간 3천억원)에 따른 13, 14년 미국 수출 성장, 2) 중국 법인의 캐터필라 공급 시작에 따른 체질 개선, 3) 최근 점증하고 있는 중국 정부의 인프라투자 재개 가능성 등 때문이다.

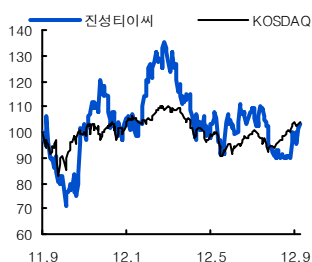
캐터필라가 짊어 미국 건설경기 회복, 자원개발 최대 수혜주

최근 미국 주택경기 회복과 셰일가스 등 자원개발 붐으로 인해 캐터필라, 밥캣, 존디어, 테렉스 등 미국 건설광산기계 업체들의 실적이 크게 개선되고 있다. 12년 상반기 한국의 대미 건설광산기계류 수출액은 전년대비 111% 증가한 2.9억불로 사상 최고치를 기록했다. 세계 최대 건설기계업체인 캐터필라는 사상 최초로 미국 본토에 대규모 설비투자를 진행 중이고 이는 고스란히 진성티이씨의 수혜로 이어질 전망이다.

이에 따라 동사의 11~14년 캐터필라향 매출액은 687억원, 933억원, 1,293억원, 2,136억원 순으로 증가하고, 캐터필라향 매출 비중은 29%, 38%, 44%, 53% 순으로 확대될 전망이다.

중국 법인: 캐터필라 공급 개시 + 중국 인프라투자 재개 효과

중국 법인도 올해 7월부터 최초로 캐터필라 공급을 개시했다. 캐터필라는 중대형 및 채광(Mining)용 굴삭기 시장에서 브랜드 파워를 기반으로 업황 대비 양호한 실적을 거두고 있다. 중국 법인의 12~14년 캐터필라향 매출액은 46억원, 119억원, 162억원 순으로 증가하고, 캐터필라향 매출 비중은 8%, 17%, 20% 순으로 확대되어 향후 실적 안정성이 강화될 전망이다. 또한 중국 정부의 인프라투자 재개로 13년 가파른 실적 회복이 기대된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	169	17	9.8	30	1,616	20	-4	118.9	5.4	4.1	18.0
12/11	201	22	10.9	16	857	25	-4	35.4	11.1	3.2	15.6
12/12F	221	17	7.7	14	753	21	28	24.3	12.7	2.8	17.7
12/13F	277	30	10.8	24	1,252	35	12	30.9	7.6	2.2	10.6
12/14F	386	43	11.2	37	1,919	48	18	34.7	5.0	1.6	7.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

세계 2위 굴삭기용 롤러 생산업체

세계 2위 롤러업체

진성티이씨는 75년 설립됐으며 무한궤도(Crawler)식 굴삭기의 하부주행체를 구성하는 롤러(Roller), 아이들러(Idler) 등을 생산한다. 롤러는 무한궤도의 필수 구동 부품인 동시에 중장비 상부의 무게를 지탱해주는 역할을 한다. 롤러는 교체주기 1년 6개월 정도의 소모성 부품이며 굴삭기 가격의 3~5%를 차지한다. 동사는 이탈리아 Berco사(비상장)에 이어 세계 2위 롤러업체이며 국내 경쟁사로 홍국, 대창단조 등이 있다.

본사는 매출처 다변화 성공
중국은 올해 하반기부터 진행

생산 기지는 국내와 중국에 있다. 중국 법인은 03년 설립됐으며 지분율 100% 계열사이다. 생산능력은 본사 2,000억원, 중국 1,500억원 정도이다. 본사와 중국 법인은 생산 제품은 동일하나 고객별 매출 비중은 다르다. 12년 예상 기준 본사는 캐터필라 48%, 두산인프라코어 23%, 히타치 23%, 기타 및 자회사 6% 순으로 **최근 캐터필라와 히타치 비중이 커지고 있다**. 중국 법인은 두산인프라코어 48%, 히타치 9%, 캐터필라 8%, 중국 로컬 5%, 기타 및 모회사 30% 순으로 여전히 두산 의존도가 높으나 **올해 하반기부터 중국 캐터필라 공급이 본격화되면서 매출처 다변화가 진행되고 있다**.

캐터필라 미국 공장에
독점 공급계약 체결,
현지 공장 건설 추진 중

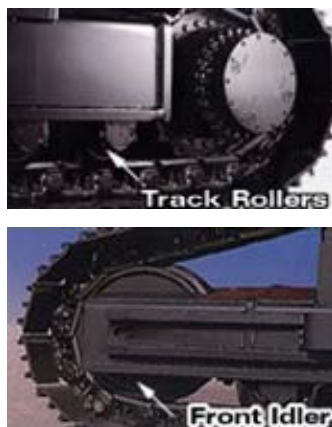
동사는 세계 1위 건설기계업체 캐터필라를 주요 고객사로 확보하고 있다. 캐터필라는 롤러 대부분을 자체 조달해 왔으나 원가 경쟁력이 낮아 최근 마땅한 부품업체를 찾아 아웃소싱을 늘리고 있다. **동사는 07년 캐터필라와 전략적 제휴를 체결한 이후 총 세 차례의 대규모 장기공급계약을 통해 지속적으로 공급 규모를 늘리고 있다**. 12년 기준 동사의 캐터필라 내 점유율은 약 10% 수준에 불과해 향후 성장 여력이 크다고 판단된다.

표 6. 진성티이씨의 캐터필라, 히타치 관련 공시 내용 정리

일자	내용
07.09	캐터필라와 전략적 제휴 MOU 체결 및 부품 장기공급 협의
08.03	히타치 장기공급계약, 10년간 360억엔 규모
08.07	캐터필라 1차 장기공급계약, 4년간 419억원 규모(전세계 공급)
10.03	Seal사업부를 420억원에 캐터필라로 매각
10.03	캐터필라 2차 장기공급계약, 5년간 2천억원 규모(전세계 공급)
12.05	캐터필라 3차 장기공급계약, 5년간 3천억원 규모(미주 지역 공급)

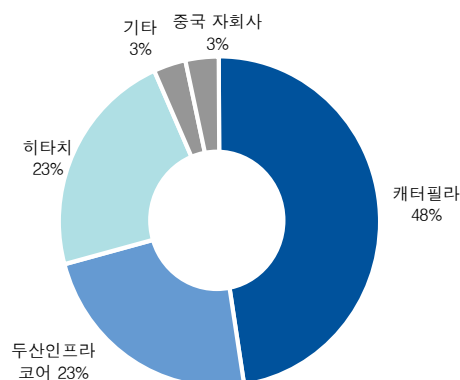
자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 79. 진성티이씨 제품 이미지



자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 80. 국내 본사의 고객별 매출 비중(2012F)



자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

캐터필라 따라 미국행 - 미국 주택경기 회복 및 자원개발 최대 수혜주

12년 상반기 대비 건설광산기계류 수출 급증

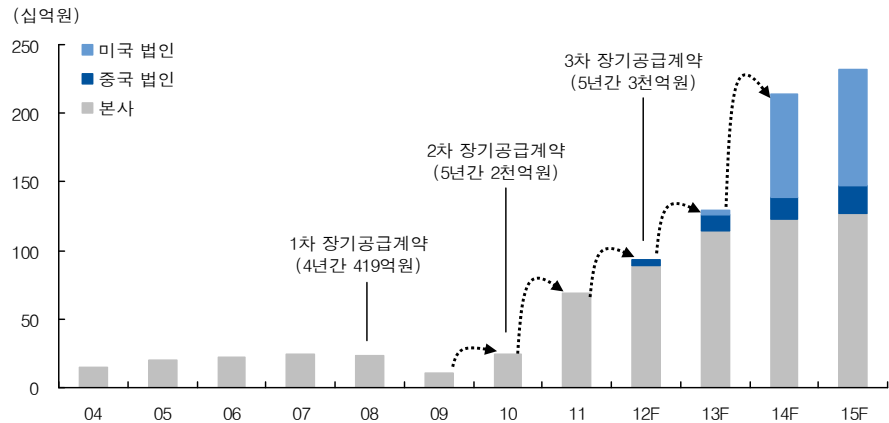
미국 주택경기 회복과 셰일가스 등 자원개발 붐으로 캐터필라, 존디어, 테렉스, 밥캣 등 건설광산기계 업체들이 수혜가 확대되고 있다. 12년 상반기 한국의 대미 건설광산기계류 수출액은 전년대비 111% 증가한 2.9억불로 사상 최고치를 기록했다.

캐터필라는 전세계 13개 생산 거점을 보유하고 있으나 정작 미국 본토에는 공장다운 공장을 갖지 못했다. 이유는 미국 수요 부진, 생산원가 부담(인건비, 전력비 등) 때문이었다. 하지만 **최근 미국 주택경기 회복, 유틸리티 비용 감소, 정부 세제 혜택 등 사업 여건 개선에 따라 미국 내 대규모 증설을 추진 중이다.**

미국 생산법인 설립으로 캐터필라향 매출액 급증 예상

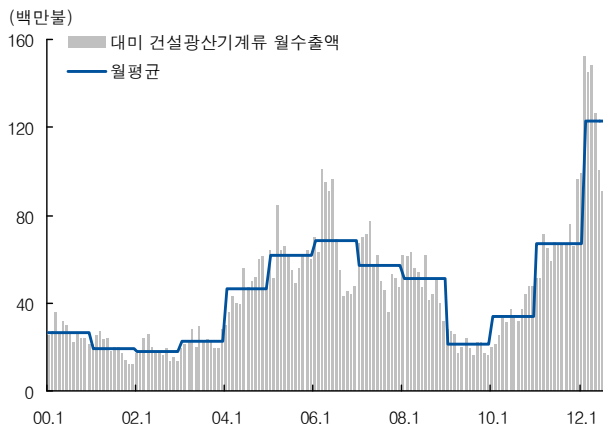
진성티이씨는 캐터필라가 13년 하반기 완공 예정인 텍사스 굴삭기 공장에 물러를 독점 공급하기로 공급계약(5년간 최소 3천억원)을 체결하고 현지 생산법인 설립을 추진하고 있다. 미국 공장의 생산능력은 약 1,500억원으로 예상되며 캐터필라 외에도 북미의 존디어, 밥캣 등과 남미에 진출한 국내업체로 공급 가능성이 높다. 이에 따라 11~14년 캐터필라향 매출액은 687억원, 933억원, 1,293억원, 2,136억원 순으로 증가하고, 캐터필라향 매출 비중은 29%, 38%, 44%, 53% 순으로 확대될 전망이다.

그림 81. 진성티이씨의 캐터필라향 매출액 추이 및 전망(연결 기준)



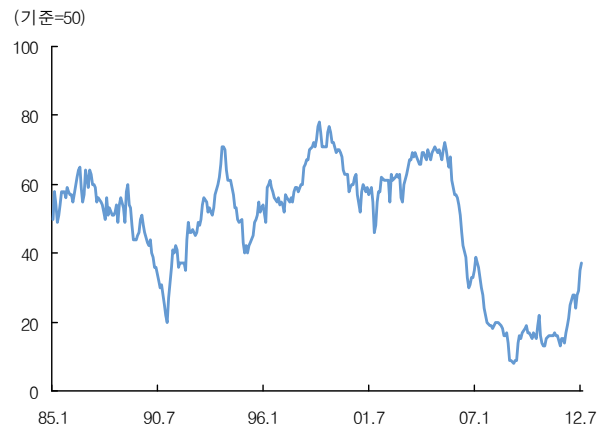
자료: 진성티이씨, 캐터필라, KDB대우증권 리서치센터

그림 82. 한국의 대미 건설광산기계류 수출액 추이



자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 83. 미국 주택경기 지수(NAHB) 상승세 지속



자료: ezR DB, KDB대우증권 리서치센터

중국 법인도 캐터필라 공급 시작 - 매출처 다변화에 따른 체질 개선

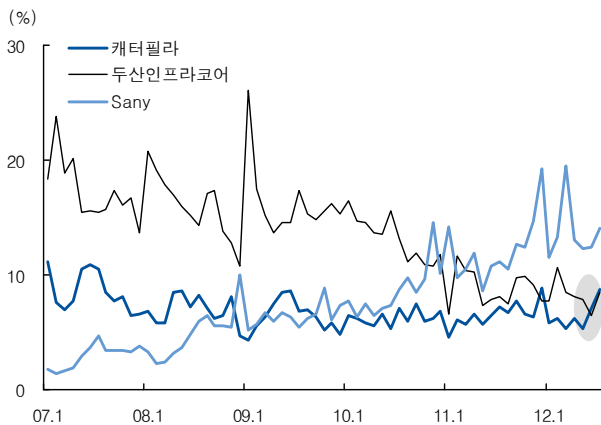
캐터필라는 볼보와 함께 프리미엄 제품 시장을 형성하며 주로 40톤급 이상 대형 장비를 생산하여 두산인프라코어, 고마즈 등과 비교해 중국 로컬과 경쟁이 적다. 또한 고가의 채광 장비에 특화되어 있어 안정적인 사업 기반을 확보하고 있다. 캐터필라의 중국 시장 점유율은 07년 이후 평균 7%였지만 올해 7월에는 8.7%로 Sany에 이어 2위를 차지했다.

중국 법인의 캐터필라 공급 개시로 실적 안정성 강화

중국 법인은 두산인프라코어 매출 의존도가 11년 48%에 달해 수요 감소와 두산 점유율 하락의 이중고를 겪고 있다. 그러나 **올해 7월부터 중국 캐터필라 공급을 개시하면서 매출처 다변화에 따른 체질 개선이 예상된다.** 12~14년 캐터필라향 매출액은 46억원, 119억원, 162억원 순으로 증가하고, 캐터필라향 매출 비중은 8%, 17%, 20% 순으로 확대되어 향후 실적 안정성이 강화될 전망이다.

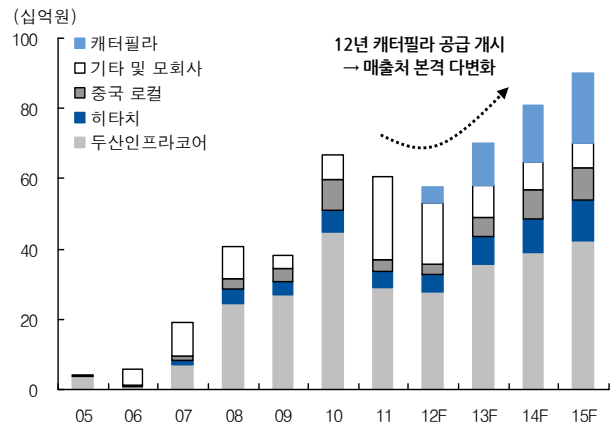
중국 굴삭기 판매량은 중국 정부의 인프라투자가 재개되면서 올해 3분기를 저점으로 점차 회복될 전망이다. 13년에는 매출처 다변화와 업황 회복이 동시에 진행되면서 중국 법인의 실적이 가파르게 개선될 가능성이 높다고 판단된다.

그림 84. 캐터필라의 중국 굴삭기 시장 점유율 추이



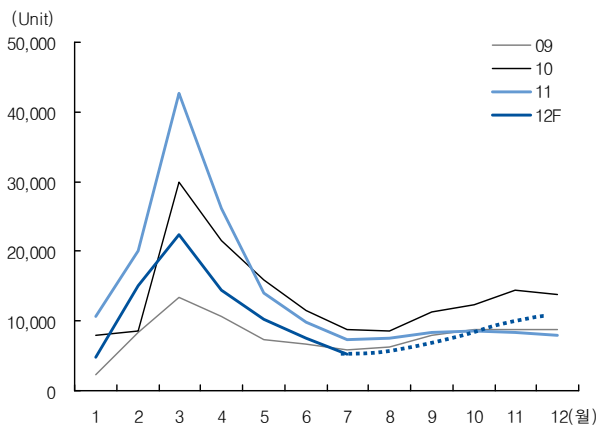
자료: 중국공정기계공업협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 85. 중국 법인의 거래처별 매출액 추이 및 전망



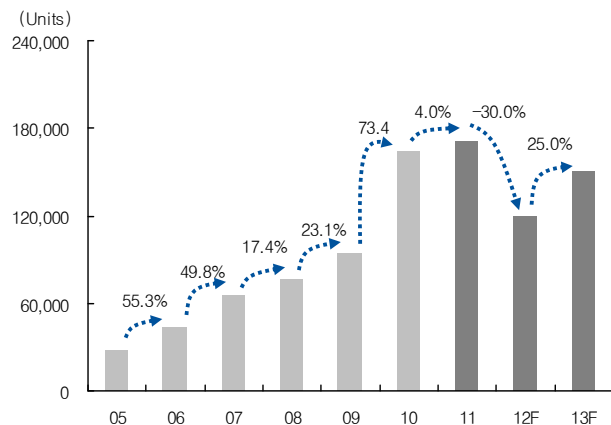
자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 86. 중국 굴삭기 내수 판매 추이 및 전망



자료: 중국공정기계공업협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 87. 중국 굴삭기 연간 판매대수 추이 및 전망



자료: 중국공정기계공업협회, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 매수 유지, 목표주가 15,000원으로 23% 상향 조정

투자의견 매수 유지
목표주가 15,000원으로 상향

진성티이씨에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가를 15,000원(유무상증자 감안시 기존 목표주가 12,200원)으로 23% 상향 조정한다. 예상 실적 기준을 12년에서 13년으로 변경했고 목표주가는 13년 예상 EPS 1,252원에 Target P/E 12배를 적용한 것이다. P/E 12배는 미국 건설경기 회복 수혜 및 캐터필라 아웃소싱 효과를 감안해 기계업종 평균 P/E 10.8배에 10% 할증한 것이다.

목표주가 상향 이유는 1) 캐터필라와의 3차 장기공급계약(5년간 3천억원)에 따른 13, 14년 미국 수출 성장, 2) 중국 법인의 캐터필라 공급 시작에 따른 체질 개선, 3) 최근 점증하고 있는 중국 정부의 인프라투자 재개 가능성 등 때문이다.

3분기를 저점으로
중장기적인 회복세 진입 전망

IFRS 연결 기준 12년 실적은 매출액 2,212억원(YoY +10%), 영업이익 170억원(YoY -23%), 순이익 144억원(YoY -9%)으로 예상된다. 본사의 캐터필라 공급 증가에 따라 외형 성장은 지속되겠지만 중국 법인의 실적 부진으로 연결 기준 이익은 마이너스 성장이 불가피할 전망이다.

14년 미국 법인 가동으로
매출 4천억원 규모 달성 가능

그러나 올해 분기 실적은 3분기를 저점으로 중장기적인 회복세에 진입할 것으로 보인다. 이에 따라 IFRS 연결 기준 13년 실적은 매출액 2,773억원(YoY +25%), 영업이익 298억원(YoY +75%), 순이익 239억원(YoY +66%)의 사상 최대 실적이 예상된다. 14년에는 동사의 미국 법인이 본격 가동되면서 연결 기준 매출액 4천억원 규모 달성이 충분히 가능할 것으로 보인다.

표 7. 진성티이씨 영업실적 전망(IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	201	221	277	386
국내	178	187	220	240
중국	60	58	70	81
미국	-	-	3	80
영업이익	22	17.0	29.8	43.2
국내	19	18	23	26
중국	2	1	8	11
미국	-	-	-	7
세전이익	20	16	29	44
지배주주 순이익	16	14	24	37
영업이익률	10.9	7.7	10.8	11.2
국내	10.8	9.8	10.5	11.0
중국	3.7	2.0	12.0	14.0
미국	7.8	6.5	8.6	9.5
순이익률	19	10	25	39
매출액 증가율	49	5	18	9
국내	-10	-5	22	16
중국	-	-	-	2,567
미국	40	-23	75	45
영업이익 증가율	143	-5	26	14
국내	-73	-50	646	35
중국	-	-	-	-
미국	20	-9	66	53
순이익 증가율	100	100	100	100
매출 비중	75	76	75	60
국내	25	24	24	20
중국	-	-	1	20
미국	100	100	100	100

자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 진성티이씨 본사 수익추정 변경

(십억원, %)

	2011	변경 전		변경 후		변경률	
		2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	178	202	230	187	220	-7.4	-4.3
영업이익	19	22	26	18	23	-16.6	-11.2
세전이익	18	21	25	17	23	-20.6	-9.6
순이익	14	18	21	14	18	-24.6	-16.1
영업이익률	10.8	11.1	11.5	9.8	10.5	-1.3%p	-1.0%p
순이익률	7.8	8.8	9.1	7.3	8.0	-1.5%p	-1.1%p

자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 진성티이씨 중국 자회사 수익추정 변경

(십억원, %)

	2011	변경 전		변경 후		변경률	
		2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	60	81	105	58	70	-28.9	-33.3
영업이익	2	7	11	1	8	-83.9	-23.6
세전이익	2	6	10	1	8	-81.2	-19.0
순이익	2	5	9	1	6	-83.1	-30.0
영업이익률	3.7	8.6	10.5	2.0	12.0	-6.7%p	1.5%p
순이익률	3.3	6.2	8.6	1.5	9.0	-4.7%p	0.4%p

자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 진성티이씨 본사 분기별 영업실적 전망

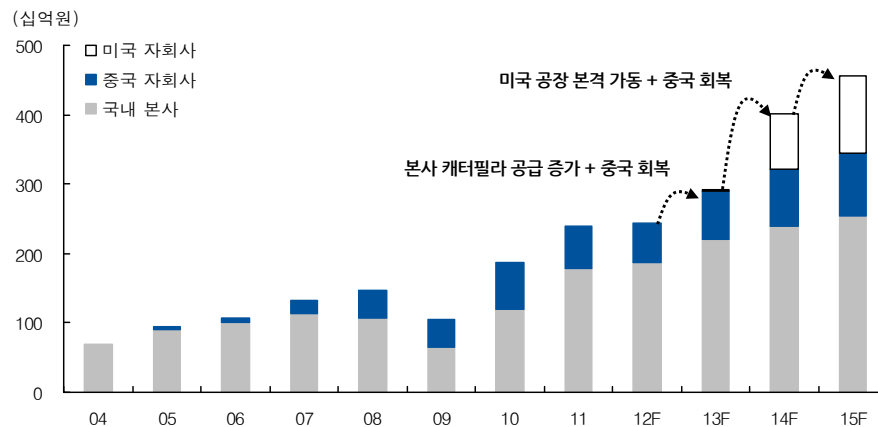
(십억원, %)

	2011				2012F				2011	2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF				
매출액	41.0	44.8	46.4	46.2	48.7	48.3	42.0	48.0	178.4	187.0	220.0	240.0
% QoQ	19	9	4	-0	5	-1	-13	14	-	-	-	-
% YoY	62	38	71	34	19	8	-9	4	49	5	18	9
영업이익	4.1	4.8	5.2	5.0	5.2	4.5	3.8	4.9	19.3	18.4	23.1	26.4
% QoQ	54	17	8	-3	3	-13	-15	28	-	-	-	-
% YoY	241	91	218	90	27	-6	-26	-2	143	-5	26	14
세전이익	3.3	4.3	6.6	3.7	2.9	5.2	3.7	4.8	17.9	16.7	22.6	26.9
순이익	2.8	3.1	5.2	3.0	2.5	4.4	2.9	3.7	14.0	13.6	17.6	21.0
% QoQ	-26	10	68	-43	-14	74	-34	29	-	-	-	-
% YoY	-	-44	259	-22	-9	43	-44	27	7	-3	30	19
영업이익률	9.9	10.6	11.1	10.9	10.6	9.3	9.1	10.2	10.8	9.8	10.5	11.0
순이익률	6.8	6.9	11.1	6.4	5.2	9.1	6.9	7.8	7.8	7.3	8.0	8.7

주: 1분기 영업외 자회사 배당금수익(5억원) 제외

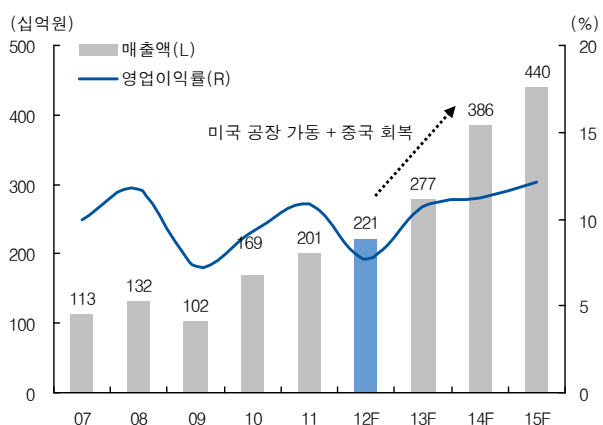
자료: 진성티이씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 88. 진성티아씨 생산법인별 매출액 추이 및 전망



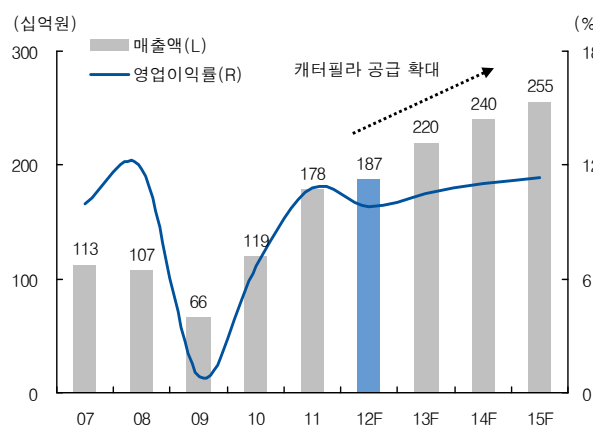
자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 89. 진성티아씨 영업실적 전망(연결 기준)



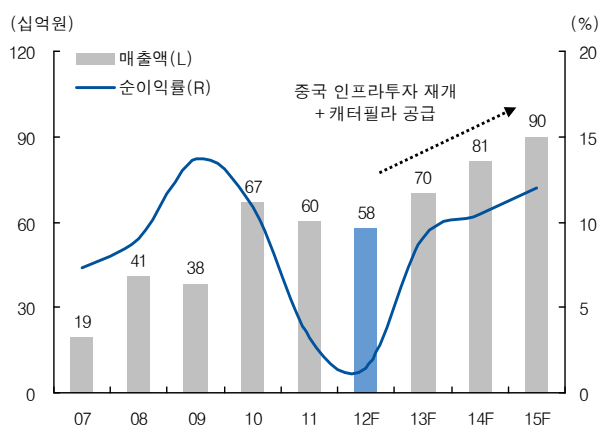
자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 90. 국내 본사 영업실적 전망



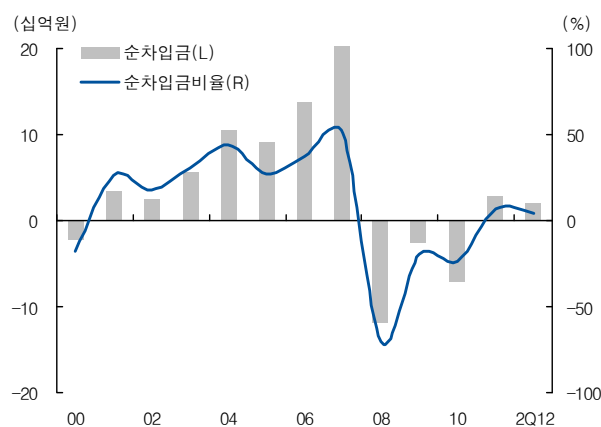
자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 91. 중국 자회사 영업실적 전망



자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터

그림 92. 순차입금 및 순차입금비율 추이 - 재무구조 개선 지속



자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터

진성티아씨 (036890)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	201	221	277	386
매출원가	167	191	232	322
매출총이익	35	30	46	64
판매비와관리비	14	13	16	21
조정영업이익	21	17	30	43
영업이익	22	17	30	43
비영업손익	-1	-1	0	1
순금융비용	2	2	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	20	16	29	44
계속사업법인세비용	4	2	5	7
계속사업이익	16	14	24	37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	14	24	37
지배주주	16	14	24	37
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	16	14	24	37
지배주주	16	14	24	37
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	25	21	35	48
FCF	-4	28	12	18
EBITDA마진율 (%)	12.3	9.6	12.5	12.5
영업이익률 (%)	10.9	7.7	10.8	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	6.5	8.6	9.5

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	12	39	23	24
당기순이익	20	14	24	37
비현금수익비용가감	7	7	11	11
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-2	1	1	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	20	-7	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	4	-11	-25
재고자산 감소(증가)	-2	-3	-4	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	18	8	16
법인세납부	-1	-2	-5	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-11	-11	-6
유형자산처분(취득)	-10	-10	-10	-5
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	13	0	0	0
기타투자활동	1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-13	-22	-8	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	-9	-20	-5	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	-2	-2	-1	-1
현금의증가	4	10	4	15
기초현금	9	12	23	26
기말현금	12	23	26	41

자료: 진성티아씨, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	112	118	137	186
현금 및 현금성자산	12	19	22	37
매출채권 및 기타채권	57	53	64	89
재고자산	19	22	26	35
기타유동자산	1	1	2	2
비유동자산	203	209	216	219
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	55	61	66	67
무형자산	1	2	3	4
자산총계	315	327	353	405
유동부채	57	75	84	101
매입채무 및 기타채무	14	33	41	57
단기금융부채	40	40	40	40
기타유동부채	2	2	3	4
비유동부채	206	186	181	181
장기금융부채	205	185	180	180
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	262	261	264	281
지배주주지분	52	67	89	123
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	40	54	76	111
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	52	67	89	123

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	11.1	12.7	7.6	5.0
P/CF (x)	9.0	9.8	6.4	4.4
P/B (x)	3.2	2.8	2.2	1.6
EV/EBITDA (x)	15.6	17.7	10.6	7.3
EPS (원)	857	753	1,252	1,919
CFPS (원)	1,217	974	1,505	2,177
BPS (원)	2,945	3,378	4,438	6,139
DPS (원)	100	100	100	0
배당성향 (%)	9.9	13.6	8.2	0.0
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.1	0.0
매출액증가율 (%)	19.2	9.9	25.4	39.1
EBITDA증가율 (%)	23.8	-14.2	63.3	39.0
영업이익증가율 (%)	33.1	-22.7	75.4	45.0
EPS증가율 (%)	-47.0	-12.2	66.3	53.3
매출채권 회전율 (회)	3.8	4.4	5.2	5.5
재고자산 회전율 (회)	11.0	10.7	11.4	12.6
매입채무 회전율 (회)	12.1	11.1	8.6	9.0
ROA (%)	5.1	4.5	7.0	9.7
ROE (%)	35.4	24.3	30.9	34.7
ROIC (%)	15.4	13.6	21.8	28.6
부채비율 (%)	503.0	391.7	298.7	228.3
유동비율 (%)	197.4	157.1	163.0	184.0
순차입금/자기자본 (%)	404.4	276.9	198.5	130.5
영업이익/금융비용 (x)	10.6	11.5	24.0	32.6

디케이락 (105740/매수)

북미 밸브 수출 호조로 하반기 실적 턴어라운드 예상

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

매수	Initiate
목표주가(원,12M)	15,000
현재주가(12/09/10, 원)	11,100
상승여력(%)	35.1
EPS 성장률(12F,%)	3.5
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	8.6
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSDAQ	512.11
시가총액(십억원)	87
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	78
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
배당수익률(12F,%)	0.9
유동주식비율(%)	54.7
52주 최저가(원)	5,400
52주 최고가(원)	12,000
베타(12M, 일간수익률)	1.03
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.3
외국인 보유비중(%)	0.2

주요주주

노은식 외 8인(42.79%)

에이티넘인베스트먼트 외 1인(12.16%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	37.7	15.6	79.0
상대주가	38.8	20.3	72.9



- 국내 2위 계장용 피팅밸브 업체이며 품질과 가격 경쟁력을 통해 점유율 확대 추세
- 북미 설비투자 회복 및 자원개발 수혜로 북미 밸브 수출 호조세. 대규모 증설 추진으로 성장 기대
- 투자의견 매수, 목표주가 15,000원 신규 제시. 동종업종 내 가장 저평가되어 밸류에이션 매력 풍부

계장용 피팅밸브 업계의 작은 거인

디케이락은 86년 설립된 **계장용 피팅밸브** 업체이다. 계장용 피팅, 밸브란 대형 배관에 연결하여 내부의 압력, 온도 등을 계측하거나 유체의 흐름을 변경, 제어하는 기자재를 말한다. 전 세계 시장 규모는 약 10조원 정도로 글로벌 상위 2개사(Swagelok, Parker)가 80% 이상을 과점하고 있고, 동사는 국내에서 하이록코리아에 이어 2위 기업이다. 최근 국내업체가 뛰어난 품질과 가격 경쟁력을 통해 점유율을 늘려가는 추세이다.

북미 수출 호조 배경은 설비투자 회복과 자원개발 붐

12년 상반기 한국의 대미 밸브류 수출액은 83백만불로 전년대비 43% 증가했다. 올해 들어 월평균 수출액은 14백만불로 사상 최대치를 기록했다.

디케이락의 12년 상반기 수출액은 229억원으로 전년대비 2% 감소한 가운데 북미향이 31% 증가한 점이 돋보인다. 아시아, 유럽향은 불경기 영향으로 전년대비 15% 감소한 반면 북미 수출 호조로 수출 전체 외형 유지가 가능했다.

북미 수출 호조의 배경은 1) 기존 설비의 교체 수요 및 채널 Restocking 수요 증가, 2) 셰일가스, 오일샌드 등 비전통자원 개발에 따른 신규 수요 증가, 3) 후발업체로서 품질과 가격경쟁력을 통한 점유율 제고 등이다. 미국의 제조업 경기 회복에 기반한 플랜트, 인프라설비 투자 확대도 동사의 수혜는 지속될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 15,000원 신규 제시

디케이락에 대한 투자의견 매수와 목표주가 15,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 13년 예상 EPS 1,507원에 Target P/E 10배를 적용한 것이다. 동사의 투자 포인트는 1) 북미 제조업 설비투자 증가 및 자원개발 수혜, 2) 대규모 증설을 통한 외형의 레벨업, 3) 동종업종 내 가장 높은 수익성과 안정적인 재무구조 등이다. 현 주가는 12, 13년 기준 각각 8.6배, 7.4배 수준으로 국내 피팅밸브업종 내 밸류에이션 매력이 가장 풍부하다고 판단된다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	37	6	16.8	4	935	7	5	16.7	6.0	0.9	4.5
12/11	50	11	21.0	8	1,254	12	8	19.2	5.4	1.0	3.3
12/12F	52	13	24.5	10	1,298	13	10	19.8	8.6	1.5	5.4
12/13F	61	14	23.6	12	1,507	15	11	18.8	7.4	1.3	5.0
12/14F	70	17	24.0	14	1,777	18	13	18.7	6.3	1.1	3.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

계장용 피팅밸브 업계의 작은 거인

품질과 가격경쟁력에 기반
점유율 상승 추세

디케이락은 86년 설립된 **계장용 피팅밸브** 업체이다. 계장용 피팅, 밸브란 대형 배관에 연결하여 내부의 압력, 온도 등을 계측하거나 유체의 흐름을 변경, 제어하는 기자재를 말한다. 전세계 시장 규모는 약 10조원 정도로 글로벌 상위 2개사(Swagelok, Parker)가 80% 이상을 과점하고 있고, 동사는 국내에서 하이록코리아에 이어 2위 기업이다. **최근 국내업체가 뛰어난 품질과 가격 경쟁력을 통해 점유율을 늘려가는 추세이다.**

북미향 수출 호조에 주목

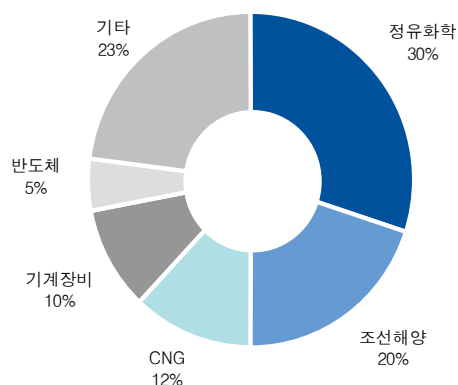
전방산업은 정유화학, 조선해양, CNG 설비, 반도체 등 매우 다양하며 **최근 조선해양 비중이 줄고 정유화학, CNG 비중이 늘고 있다.** 이는 Brass(황동) 재질보다 Stainless(스테인리스) 재질의 제품 비중 확대를 의미해 수익성에 긍정적이다. 수출 비중은 10년, 11년 각각 49%, 59%로 확대 추세에 있다. 과거 5년 연평균성장률(CAGR)은 수출 29%, 내수 13%로 수출이 동사의 외형 성장을 주도하고 있다. 지역별로 보면 최근 아시아, 유럽향은 전년대비 저조한 반면 북미향이 빠르게 증가하고 있는 추세이다.

그림 93. 디케이락 피팅밸브 제품 이미지



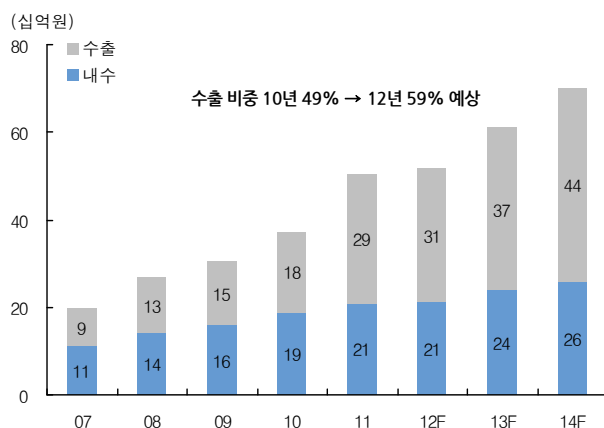
자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 94. 전방산업별 매출 비중(2011년)



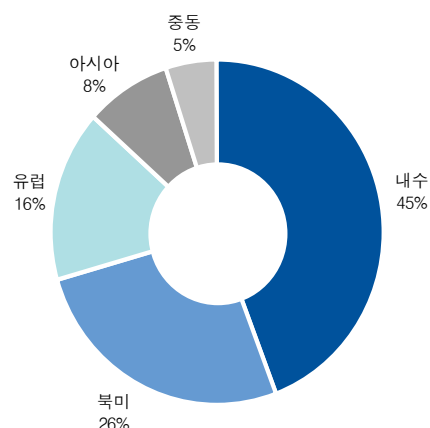
자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 95. 디케이락 수출 및 내수 실적 추이 및 전망



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 96. 디케이락 지역별 매출 비중



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

북미 수출 호조의 배경은 설비투자 회복과 자원개발 붐

12년 상반기 대미 밸브류 수출 전년 대비 43% 증가

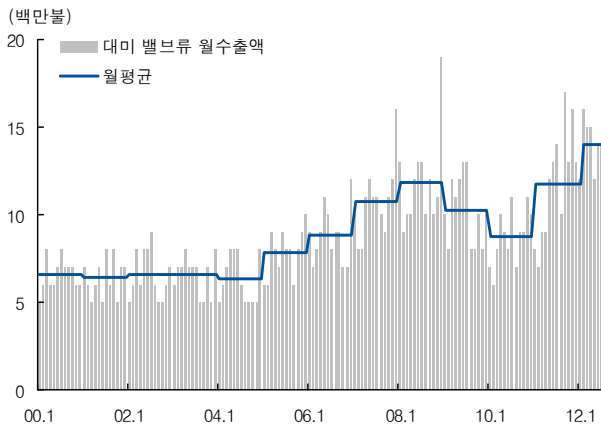
12년 상반기 한국의 대미 밸브류 수출액은 83백만불로 전년대비 43% 증가했다. 올해 들어 월평균 수출액은 14백만불로 사상 최대치를 기록했다. 수출은 국내 건설업체의 미국 수주 활동이 드물기 때문에 현지 대리점을 통한 직접 수출이 대부분이다.

디케이락의 12년 상반기 수출액은 229억원으로 전년대비 2% 감소한 가운데 북미향이 31% 증가한 점이 돋보인다. 아시아, 유럽향은 불경기 영향으로 전년대비 15% 감소한 반면 북미 수출 호조로 수출 전체 외형 유지가 가능했다. 상반기 추세라면 10~12년 지역별 수출액은 북미향 69/118/144억원, 유럽향 57/84/89억원, 아시아향 42/61/47억원으로 북미향이 가장 양호한 성장세로 수출의 47%를 차지할 전망이다.

북미 수출 호조의 배경은 교체/신규수요, 점유율 제고

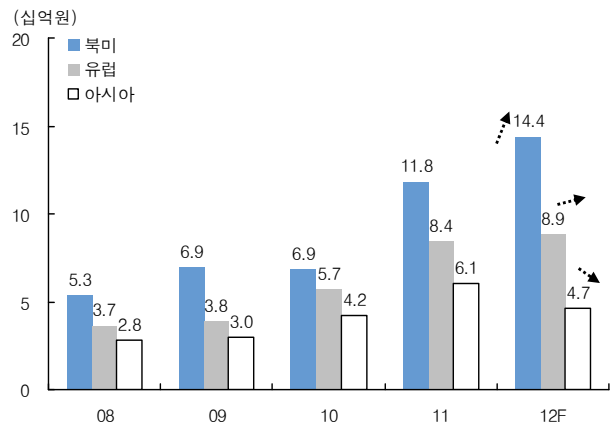
북미 수출 호조의 배경은 1) 기존 설비의 교체 수요 및 채널 Restocking 수요 증가, 2) 셰일가스, 오일샌드 등 비전통자원 개발에 따른 신규 수요 증가, 3) 후발업체로서 품질과 가격경쟁력을 통한 점유율 제고 등이다. 미국의 제조업 경기 회복에 기반한 플랜트, 인프라설비 투자 확대로 동사의 수혜는 지속될 전망이다.

그림 97. 한국의 대미 밸브류 수출액 추이



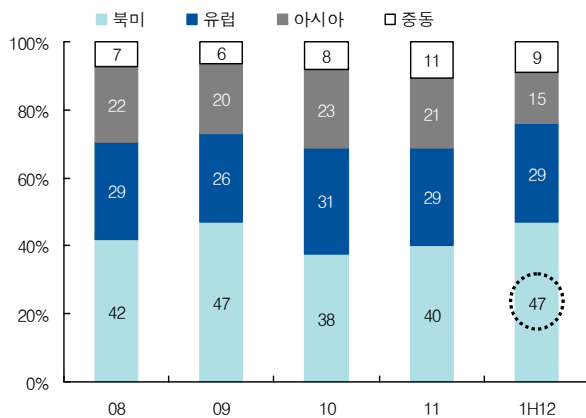
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 98. 디케이락 지역별 수출액 추이 및 전망 - 북미↑ 아시아↓



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 99. 지역별 수출 비중 추이 - 북미 비중 확대



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 100. 북미 가스플랜트, GNG설비 제품 적용 사례



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 15,000원 신규 제시

올해는 수익성 개선
내년은 외형 레벨업 기대

IFRS 개별 기준 12년 실적은 매출액 519억원(YoY + 3%), 영업이익 127억원(YoY + 20%), 순이익 100억원(YoY + 27%), 영업이익률 24.5%로 외형 성장은 크지 않으나 이익은 수익성 개선으로 사상 최대 규모가 예상된다. 이유는 1) 정유화학, CNG 비중확대, 2) 수출 비중확대, 3) 밸브 비중확대 등에 따른 제품 믹스 개선 때문이다.

수주잔고는 상반기말 기준 106억원으로 전년대비 22% 증가했으며 7, 8월에만 100억원 이상을 수주한 것으로 파악돼 올해 실적은 상저하고의 흐름이 예상된다. 13년 실적은 매출액 610억원(YoY + 17%), 영업이익 144억원(YoY + 13%), 순이익 116억원(YoY + 16%)으로 북미 수출 확대에 따른 실적 개선이 지속될 전망이다.

대규모 증설 추진 중

동사는 수주 증가에 대비해 대규모 증설을 추진 중이다. 생산능력은 현재 700억원에서 2천억원 규모로 확대되며 새로운 공장은 13년 1분기에 가동 예정이다. 총 투자 비용은 약 200억원으로 자체 보유 현금 내에서 전부 조달 가능하며 12년말 순현금이 100억원 이상으로 예상되어 재무구조도 우량하다.

투자의견 매수,
목표주가 15,000원 제시

디케이락에 대한 투자의견 매수와 목표주가 15,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 13년 예상 EPS 1,507원에 Target P/E 10배를 적용한 것이다. 동사의 투자 포인트는 1) 북미 제조업 설비투자 증가 및 자원개발 수혜, 2) 대규모 증설을 통한 외형의 레벨업, 3) 동종업종 내 가장 높은 수익성과 안정적인 재무구조 등이다. 현 주가는 12, 13년 기준 각각 8.6배, 7.4배 수준으로 동종업종 내 가장 저평가되어 밸류에이션 매력이 풍부하다고 판단된다.

표 11. 피팅밸브업종 Peer Valuation Table(2012F)

(십억원, %)

종목코드	종목명	시가총액	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EBITDA	영업이익률	ROE	P/E	P/B
023160	태광	689	349	61	62	47	67	17.5	12.6	14.6	1.7
014620	성광벤드	711	349	68	68	51	72	19.5	15.6	14.0	2.0
013030	하이록코리아	284	199	43	42	32	46	21.4	18.7	9.3	1.6

주: Peer 업체 실적은 시장 컨센서스 기준

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

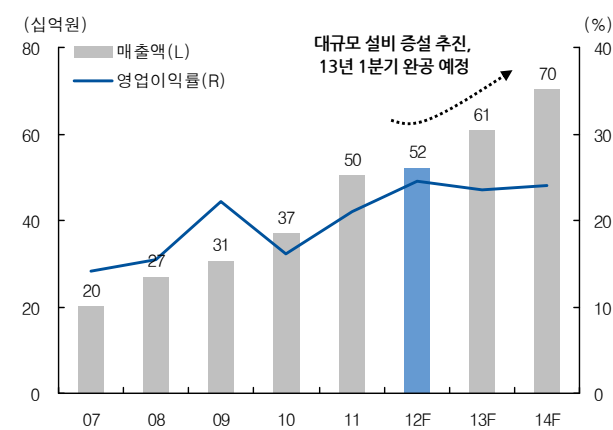
표 12. 디케이락 영업실적 전망

(십억원.%,배)

	2011				2012F				2010	2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF				
매출액	10.0	13.3	12.5	14.6	11.7	11.2	13.5	15.5	37.1	50.4	51.9	61.0
% QoQ	0	33	-6	16	-20	-4	20	15	-	-	-	-
% YoY	26	36	34	46	17	-16	8	7	21	36	3	17
영업이익	1.6	3.1	3.0	2.9	2.8	2.9	3.4	3.6	6.0	10.6	12.7	14.4
% QoQ	-	90	-4	-1	-3	3	17	5	-	-	-	-
% YoY	-	-	-	-	75	-5	15	22	-12	78	20	13
세전이익	1.5	2.9	2.5	2.8	2.7	3.0	3.5	3.7	4.6	9.7	12.8	14.8
순이익	1.3	2.2	2.0	2.4	2.0	2.2	2.8	3.0	3.8	7.9	10.0	11.6
% QoQ	-	69	-12	20	-15	9	30	5	-	-	-	-
% YoY	-	-	-	-	52	-2	45	26	-16	105	27	16
영업이익률	16.2	23.0	23.5	20.1	24.2	25.9	25.2	23.0	16.1	21.0	24.5	23.5
순이익률	13.2	16.7	15.6	16.2	17.1	19.4	21.0	19.2	10.4	15.6	19.2	19.0

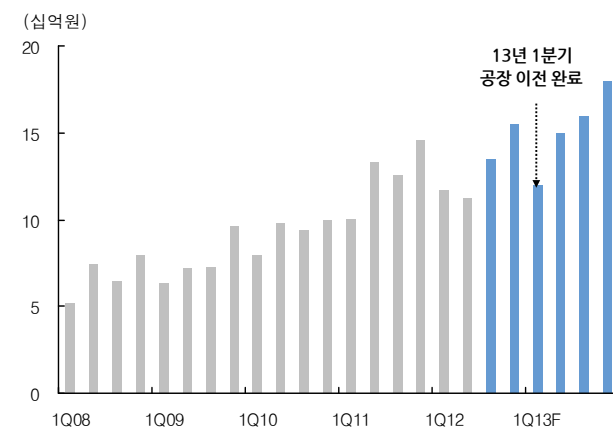
자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 101. 영업실적 추이 및 전망



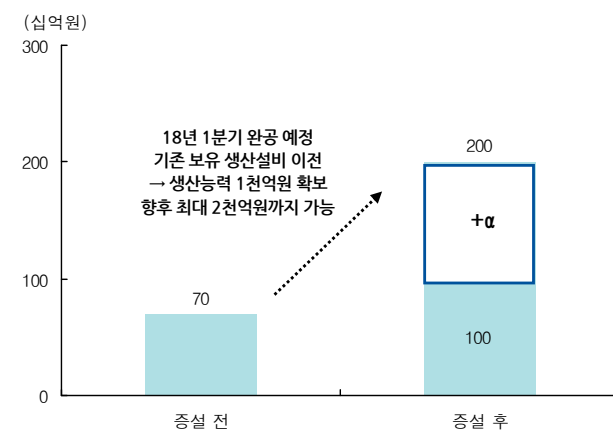
자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 102. 분기 매출액 추이 및 전망 - 외형 성장세 지속



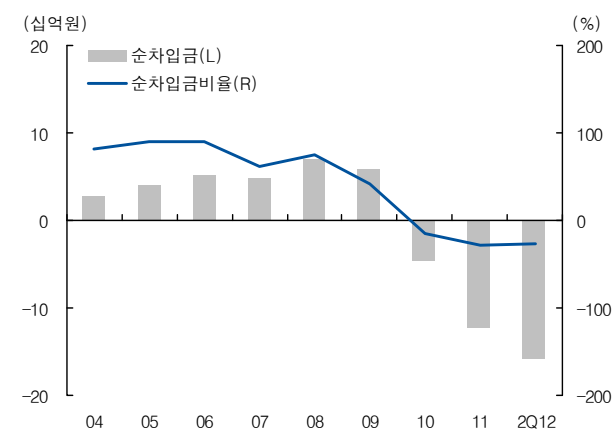
자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 103. 디케이락 생산능력 증설 추진



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

그림 104. 순차입금 추이 - 순현금 159억원(12년 2분기말)



자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터

디케이락 (105740)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	50	52	61	70
매출원가	32	31	37	42
매출총이익	18	21	25	29
판매비와관리비	7	8	10	12
조정영업이익	11	13	14	17
영업이익	11	13	14	17
비영업손익	-1	0	1	1
순금융비용	1	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	13	15	18
계속사업법인세비용	-2	-3	-3	-4
계속사업이익	8	10	12	14
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	10	12	14
지배주주	8	10	12	14
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	7	10	11	13
지배주주	7	10	11	13
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	12	13	15	18
FCF	8	10	11	13
EBITDA마진을 (%)	22.9	25.1	24.8	25.0
영업이익률 (%)	21.0	24.5	23.6	24.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.6	19.2	19.0	19.5

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	10	9	11
당기순이익	8	10	12	14
비현금수익비용가감	3	3	4	4
유형자산감가상각비	1	0	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	0	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	0	-3	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-1	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	1	2	2
법인세납부	-1	-3	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	0	-12	-2
유형자산처분(취득)	-3	0	-12	-3
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	0	0	0
기타투자활동	0	0	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	-1	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	0	-1	-1	-1
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	4	9	-4	8
기초현금	10	14	23	19
기말현금	14	23	19	27

자료: 디케이락, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	40	50	51	64
현금 및 현금성자산	14	23	19	27
매출채권 및 기타채권	13	14	16	18
재고자산	13	13	16	18
기타유동자산	0	0	0	0
비유동자산	27	27	39	41
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	24	24	36	38
무형자산	1	1	1	1
자산총계	67	78	90	104
유동부채	18	16	17	19
매입채무 및 기타채무	8	9	11	12
단기금융부채	8	4	4	4
기타유동부채	2	3	3	3
비유동부채	5	5	6	6
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	22	21	23	25
지배주주지분	45	57	67	80
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	15	18	18	18
이익잉여금	28	37	47	60
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	45	57	67	80

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	5.4	8.6	7.4	6.3
P/CF (x)	4.9	8.4	7.0	5.9
P/B (x)	1.0	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	3.3	5.4	5.0	3.8
EPS (원)	1,254	1,298	1,507	1,777
CFPS (원)	1,367	1,330	1,598	1,868
BPS (원)	7,071	7,196	8,526	10,120
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	7.7	7.7	6.6	5.6
배당수익률 (%)	1.5	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	36.2	3.0	17.5	15.0
EBITDA증가율 (%)	60.1	12.8	15.7	16.2
영업이익증가율 (%)	70.0	20.1	13.3	17.0
EPS증가율 (%)	34.1	3.6	16.1	17.9
매출채권 회전율 (회)	5.0	4.1	4.3	4.2
재고자산 회전율 (회)	4.3	4.0	4.2	4.2
매입채무 회전율 (회)	7.6	6.3	6.6	6.5
ROA (%)	12.7	13.8	13.9	14.1
ROE (%)	19.2	19.8	18.8	18.7
ROIC (%)	23.1	26.1	24.7	23.7
부채비율 (%)	50.4	37.3	34.3	31.3
유동비율 (%)	225.4	317.0	294.2	336.5
순차입금/자기자본 (%)	-11.5	-31.2	-20.6	-27.1
영업이익/금융비용 (x)	9.1	44.8		

일진다이아 (081000/Not Rated)

미국 수출 호조와 신규사업 성과의 하모니

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Not Rated

목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/09/10,원)	7,870
상승여력(%)	-
EPS 성장률(12F,%)	-9.6
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	8.9
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSPI	1,924.70
시가총액(십억원)	89
발행주식수(백만주)	11
60D 일평균 거래량(천주)	49
60D 일평균 거래대금(십억원)	0
배당수익률(12F,%)	1.3
유동주식비율(%)	32.6
52주 최저가(원)	5,820
52주 최고가(원)	12,350
베타(12M, 일간수익률)	1.18
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.0
외국인 보유비중(%)	0.3
주요주주	
일진홀딩스 외 3인(67.38%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.2	-25.1	-36.0
상대주가	14.4	-20.4	-42.2

- 세계 3대 공업용 다이아몬드 메이커이며 수출 비중 73%로 전세계 제조업 경기에 민감
- 미국 수출 호조 이유: 자동차/항공 산업 회복, 미국 내 제조업 설비투자 증가, 자원개발 수요 확대
- 수출 및 신규사업 매출 본격화로 향후 실적은 올해 상반기보다 하반기, 올해보다 내년이 더 긍정적

공업용 다이아몬드 세계 3대 메이커

일진다이아는 98년 설립됐으며 국내에서 공업용 다이아몬드를 독점적으로 생산하고 있다. 동사는 DI(미국), E6(남아공)와 더불어 세계 3대 공업용 다이아몬드 메이커이다. 제품별 매출 비중은 11년 기준 공업용 다이아몬드 50%, 다이아 소결체 25%, 초경 25%이다.

공업용 다이아몬드는 건설/석채용, 채굴(Mining)용으로 쓰이며 특히 **최근 미국 채굴 장비용 수출이 늘고 있다**. 신규사업으로 다이아몬드 와이어(Diamond Wire) 매출이 올해부터 발생하기 시작했다. 다이아 소결체는 초경(Hard Metal) 기판 위에 다이아몬드를 입혀 가공한 제품으로서 자동차부품 및 비철 가공, 석유시추용 드릴 비트(Drill Bit)에 쓰인다. 동사는 최근 정부 지원을 받아 석유/가스 시추용 PDC(드릴링 장비 핵심 기자재)를 개발 중이다.

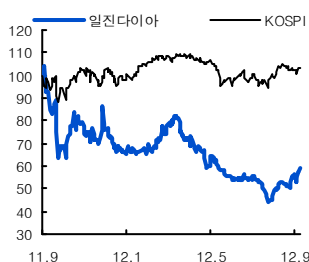
미국 수출 호조세 지속 - 자동차, 항공 산업 회복과 자원개발 수요 증가

12년 상반기 한국의 대미 다이아몬드공구류 수출액은 32백만불로 전년대비 32% 증가했다. 동사의 11년 미국 수출액은 189억원으로 전년대비 64% 급증했고 매출 비중도 전년 14%에서 21%로 크게 확대됐다. 이는 최근 유럽 및 중국 수출 비중이 감소하는 것과 대조적이며 동 추세는 올해 상반기에도 지속되고 있다. **미국 수출 호조는 미국의 자동차, 항공 산업 회복과 자원개발용 수요 증가에 따른 것이다**. 미국의 제조업 회복세, 설비투자 증가, 자원개발 확대 감안 시 동사의 미국 수출은 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

기계업종 및 동종업체 대비 매우 저평가 상태

IFRS 개별 기준 12년 실적은 매출액 970억원(YoY +8%), 영업이익 141억원(YoY -8%), 순이익 100억원(YoY -10%)으로 예상된다. 실적은 올해 상반기보다 하반기가, 올해보다 내년이 더욱 호전될 전망이다. 이유는 1) 미국 수출 증가에 따른 외형 성장, 2) 다이아몬드 와이어 매출 본격화에 따른 수익성 회복, 3) 수시 재고조정에 따른 실적 변동성 감소 때문이다.

현 주가는 12, 13년 예상 실적 기준 P/E 각각 8.9배, 67.3배 수준으로 12년 기준 기계업종 10.8배와 동종업체(절삭공구류및소재) 와이지원(019210) 11.3배 대비 저평가된 상태이다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	82	18	21.2	12	1,083	24	15	26.2	9.2	2.2	5.8
12/11	90	15	16.9	11	983	24	14	19.4	9.0	1.6	5.0
12/12F	97	14	14.1	10	889	21	11	15.2	8.9	1.3	5.3
12/13F	108	16	15.2	12	1,080	23	13	16.3	7.3	1.1	4.4
12/14F	123	19	15.8	15	1,316	26	15	17.0	6.0	1.0	3.6

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

공업용 다이아몬드 세계 3대 메이커

공업용 다이아몬드 국내 독점 생산 기업

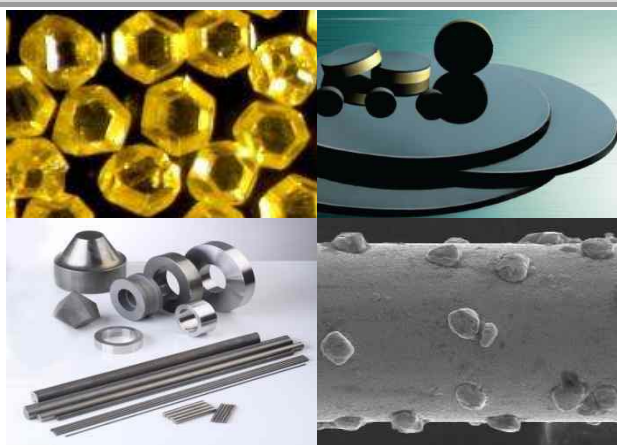
일진다이아는 98년 설립됐으며 국내에서 공업용 다이아몬드를 독점적으로 생산하고 있다. 동사는 DI(미국), E6(남아공)와 더불어 세계 3대 공업용 다이아몬드 메이커이다. 공업용 다이아몬드는 원재료인 흑연이 초고온, 초고압 공정을 거쳐 만들어지며 기계, 자동차, 전기전자, 건설, 방산 등 다양한 산업 분야의 절삭공구 소재로 쓰인다.

미국 채굴 장비용 수요 증가

11년 기준 수출 비중은 73%이며, 제품별 매출 비중은 공업용 다이아몬드 50%, 다이아 소결체 25%, 초경 25%이다. 공업용 다이아몬드는 건설/석채용, 채굴(Mining)용으로 쓰이며 **최근 미국 채굴 장비용 수출이 늘고 있다**. 신규사업인 다이아몬드 와이어(Diamond Wire) 매출은 최근 본격화되고 있다.

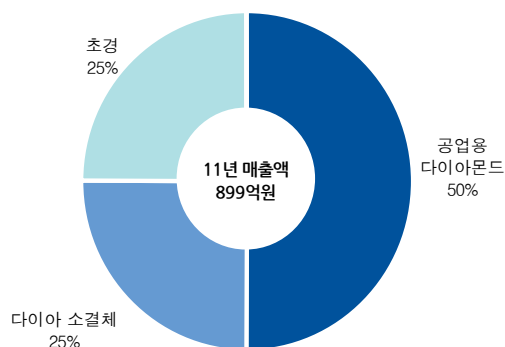
다이아 소결체는 초경(Hard Metal) 기판 위에 다이아몬드를 입혀 가공한 제품으로서 자동차부품 및 비철 가공, 석유시추용 드릴 비트(Drill Bit)에 쓰인다. 최근 동사는 **정부의 해양플랜트 기자재 육성 지원** **책에 따라 연간 5억불 시장 규모의 석유/가스 시추용 PDC(Polycrystalline Diamond Compact, 다결정 다이아몬드 콤팩트) 시장 진입을 준비하고 있다**. 초경은 드릴, 엔드밀 등 절삭공구 소재로서 수익성이 낮아 매출 비중 감소가 예상된다.

그림 105. 일진다이아 제품 이미지



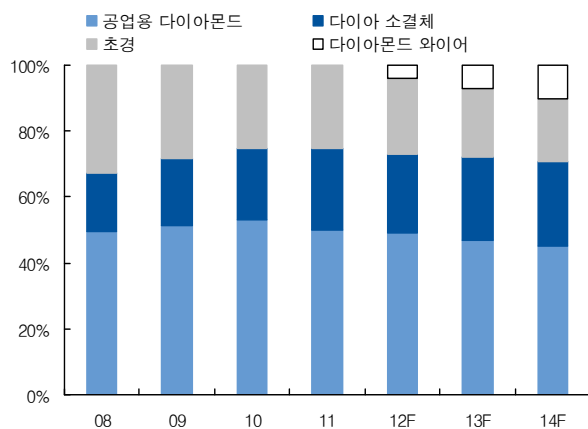
자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

그림 106. 제품별 매출 비중(2011년)



자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

그림 107. 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

그림 108. 신규사업인 유정용 PDC 제품 적용 사례



자료: 업계, KDB대우증권 리서치센터

미국 수출 호조세 지속 - 자동차, 항공 산업 회복과 자원개발 수요 증가

12년 상반기 대비
다이아몬드공구류 수출액
전년대비 32% 증가

12년 상반기 한국의 대미 다이아몬드 공구류 수출액은 32백만불로 전년대비 32% 증가했다. 올해 월 평균 수출액은 540만불로 09년 이후 꾸준히 증가하고 있다. 일진다이아의 11년 미국 수출액은 189억원으로 전년대비 64% 급증했고 매출 비중도 전년 14%에서 21%로 확대됐다. 이는 유럽, 중국 수출 감소와 대비되며 동 추세는 올해 상반기에도 지속되고 있다.

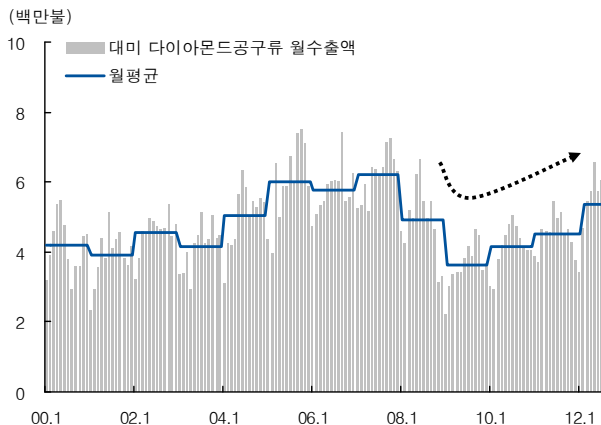
동사의 미국 수출 호조는 자동차, 항공 산업 회복과 자원개발용 수요 증가에 따른 것이다. 미국의 제조업 회복세, 설비투자 증가, 자원개발 확대 감안시 동사의 미국 수출은 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 또한 시추용 PDC사업 성공시 미국 수출에 크게 기여할 전망이다.

미국 수출 증가와 다이아몬드
와이어 매출 본격화에 주목

IFRS 개별 기준 12년 실적은 매출액 970억원(YoY +8%), 영업이익 141억원(YoY -8%), 순이익 100억원(YoY -10%)으로 예상된다. 실적은 올해 상반기보다 하반기가, 올해보다 내년이 더욱 호전될 전망이다. 이유는 1) 미국 수출 증가에 따른 외형 성장, 2) 다이아몬드 와이어 매출 본격화에 따른 수익성 회복, 3) 매 분기말 재고조정에 따른 실적 변동성 감소 때문이다.

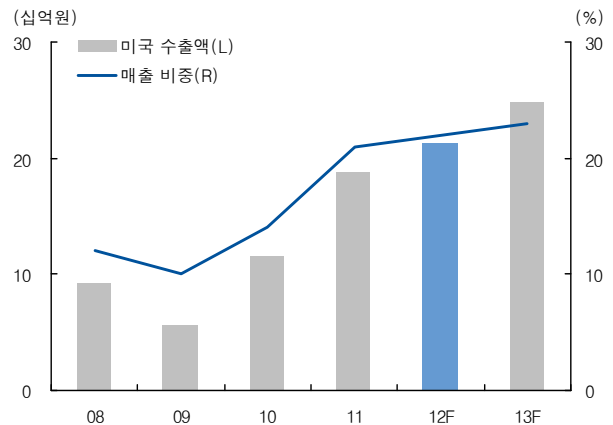
현 주가는 12, 13년 예상 실적 기준 P/E 각각 8.9배, 67.3배 수준으로 12년 기준 기계업종 10.8배와 동종업체(철삭공구류및소재)인 와이지원(019210) 11.3배 대비 저평가된 상태로 판단된다.

그림 109. 한국의 대미 다이아몬드공구 월수출액



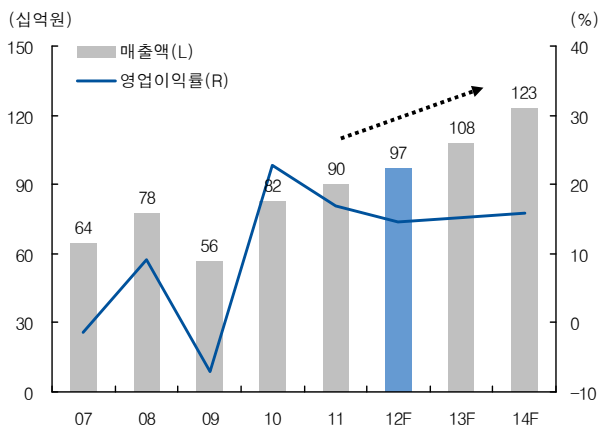
자료: KITA, KDB대우증권 리서치센터

그림 110. 일진다이아 미국 수출액 추이 및 전망



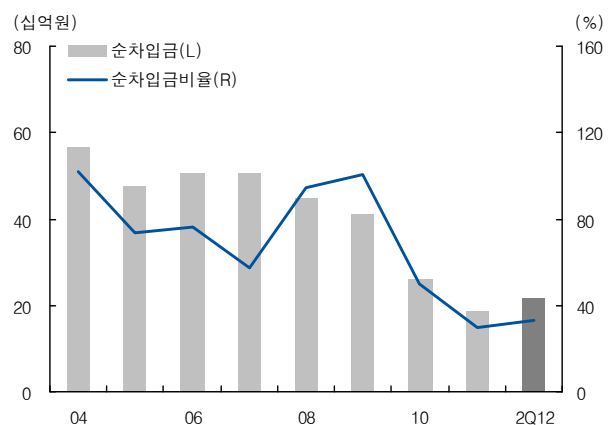
자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

그림 111. 일진다이아 영업실적 추이 및 전망



자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

그림 112. 일진다이아 순차입금 추이 - 재무적으로 안정화 추세



자료: 일진다이아, KDB대우증권 리서치센터

일진다이하 (081000)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	90	97	108	123
매출원가	62	73	81	92
매출총이익	28	24	27	31
판매비와관리비	9	10	11	12
조정영업이익	19	14	16	19
영업이익	15	14	16	19
비영업손익	-5	-1	-1	0
순금융비용	2	1	1	0
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	14	13	16	19
계속사업법인세비용	-3	-3	-3	-4
계속사업이익	11	10	12	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	10	12	15
지배주주	11	10	12	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	10	12	15
지배주주	11	10	12	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	24	21	23	26
FCF	14	11	13	15
EBITDA마진율 (%)	27.2	21.4	21.4	21.1
영업이익률 (%)	16.9	14.1	15.2	15.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.3	10.3	11.3	12.1

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	23	14	15	15
당기순이익	11	10	12	15
비현금수익비용가감	16	13	11	11
유형자산감가상각비	6	7	7	6
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	4	2	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-4	-5	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-2	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-4	-4	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	1	1	2
법인세납부	-1	-4	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-10	-6	-6
유형자산처분(취득)	-15	-9	-6	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	1	-1		
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-1	-1
기타재무활동	0	-1	-1	0
현금의증가	6	2	7	8
기초현금	5	10	12	19
기말현금	10	12	19	27

자료: 일진다이하, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	63	68	81	98
현금 및 현금성자산	10	12	19	27
매출채권 및 기타채권	20	21	24	27
재고자산	30	32	36	41
기타유동자산	2	2	2	2
비유동자산	51	54	53	52
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	46	49	48	47
무형자산	1	1	1	1
자산총계	113	122	134	149
유동부채	37	38	39	41
매입채무 및 기타채무	11	11	13	15
단기금융부채	20	20	20	20
기타유동부채	7	7	7	7
비유동부채	14	14	14	15
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	51	52	53	55
지배주주지분	62	70	80	94
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	20	20	20	20
이익잉여금	50	58	69	83
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	62	70	80	94

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	9.0	8.9	7.3	6.0
P/CF (x)	5.9	5.3	4.7	4.2
P/B (x)	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	5.0	5.3	4.4	3.6
EPS (원)	983	889	1,080	1,316
CFPS (원)	1,513	1,499	1,674	1,894
BPS (원)	5,503	6,170	7,128	8,322
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	10.2	11.3	9.3	7.6
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	9.1	7.9	11.3	13.9
EBITDA증가율 (%)	0.3	-15.2	11.4	12.3
영업이익증가율 (%)	-13.0	-10.3	20.3	18.4
EPS증가율 (%)	-9.2	-9.6	21.6	21.9
매출채권 회전율 (회)	4.1	4.8	4.8	4.9
재고자산 회전율 (회)	3.1	3.2	3.2	3.2
매입채무 회전율 (회)	8.1	8.8	9.0	9.1
ROA (%)	10.2	8.5	9.5	10.5
ROE (%)	19.4	15.2	16.3	17.0
ROIC (%)	18.1	13.0	14.6	16.4
부채비율 (%)	82.5	74.8	66.4	59.0
유동비율 (%)	169.1	179.5	207.7	239.1
순차입금/자기자본 (%)	30.9	25.5	12.9	2.3
영업이익/금융비용 (x)	9.1	11.4	20.5	48.6

우림기계 (101170/Not Rated)

실적은 3분기를 저점으로 회복 예상

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Not Rated

목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/09/10,원)	8,900
상승여력(%)	-
EPS 성장률(12F,%)	-23.8
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	11.3
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSDAQ	512.11
시가총액(십억원)	80
발행주식수(백만주)	9
60D 일평균 거래량(천주)	72
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
배당수익률(12F,%)	1.1
유동주식비율(%)	39.5
52주 최저가(원)	6,510
52주 최고가(원)	12,300
베타(12M, 일간수익률)	1.22
주가변동성(12M daily,%,SD)	3.0
외국인 보유비중(%)	0.2
주요주주	
한국석 외 5인(60.49%)	
국민연금관리공단(8.23%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.5	-24.6	-8.3
상대주가	12.6	-19.9	-14.5

- 우림기계는 산업용 및 굴삭기용 감속기 전문업체로서 최근 산업용 호조, 굴삭기용 부진 흐름
- 북미 자원개발, 제조업 설비투자 증가로 동사의 북미향 산업용 감속기 수출 증가 추세
- 산업용 매출 성장 지속, 굴삭기용 4분기 회복에 따라 3분기를 저점으로 실적 모멘텀 회복 전망

산업용, 굴삭기용 감속기 전문업체

우림기계는 2000년에 설립됐으며 산업용 및 굴삭기용 감속기를 생산한다. 제품별 매출 비중은 12년 상반기 기준 산업용 52%, 굴삭기용 48%이다. 산업용 감속기는 조선, 철강, 항만 하역, 산업플랜트, 자원개발 등 매우 다양한 산업에 쓰인다. 동 사업부의 **수출 비중은 60% 이상**이며 최근 북미 지역의 자원 시추용 감속기 수출이 증가하는 추세이다.

굴삭기용 감속기는 두산 그룹 의존도가 높아 중국 굴삭기 업황에 따라 실적 변동성이 큰 편이다. 보통 감속기는 매출처 다변화가 쉽지 않은 특성이 있으나 최근 두산 외 현대중공업, 나브테스코(일본), 존디어(미국) 등으로 매출처가 점차 다변화되고 있다.

북미 자원개발, 제조업 설비투자 증가 수혜주 - 산업용 감속기 수출 증가

12년 상반기 한국의 대미 전동축 및 기어류 수출액은 1.2억달러로 전년대비 58% 증가했다. 올해 들어 월평균 수출액은 21백만달러로 사상 최대치를 기록했다.

동사는 10년 말부터 미국의 산업용 기어(Gear) 생산업체에 자원 시추용 감속기 등을 공급하고 있다. 10~12년 관련 매출액은 각각 10억원, 110억원, 130억원 순으로 증가할 전망이다. 산업용 감속기는 세일가스, 오일샌드 등 자원 시추 설비에 들어가는 소모성 부품으로 북미 수요가 증가하고 있다. 또한 북미 제조업 회복에 따른 설비투자 증가로 철강, 산업플랜트, 항만하역 등 다양한 전방산업에서 감속기 수요가 증가해 동사의 수혜가 기대된다.

산업용 호조 vs. 굴삭기용 부진 - 올해 실적은 3분기를 저점으로 회복 예상

현재 올해 실적에 대한 기대감은 상당히 낮아진 상황이다. 산업용 매출은 꾸준히 증가하나 굴삭기용 매출이 중국 굴삭기 업황 침체로 인해 4개 분기 연속 부진했기 때문이다. IFRS 개별 기준 12년 실적은 매출액 620억원(YoY -11%), 영업이익 87억원(YoY -24%), 순이익 70억원(YoY -24%), 영업이익률 14%의 다소 부진한 실적이 예상된다. 그러나 굴삭기용 매출이 중국 인프라설비 투자 재개와 함께 4분기부터 점차 회복될 전망이므로 **올해 실적 저점은 3분기가 될 가능성이 크다고** 판단된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	50	9	18.3	8	876	11	7	13.0	9.5	1.2	5.2
12/11	70	12	16.4	9	1,031	13	8	13.5	7.4	0.9	4.7
12/12F	62	9	14.6	7	785	12	7	9.4	11.3	1.0	6.0
12/13F	75	12	16.0	10	1,086	15	9	11.9	8.2	0.9	4.8
12/14F	90	15	17.0	13	1,389	18	12	13.6	6.4	0.8	3.6

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

산업용, 굴삭기용 감속기 전문업체

산업용 호조 vs.
굴삭기용 부진

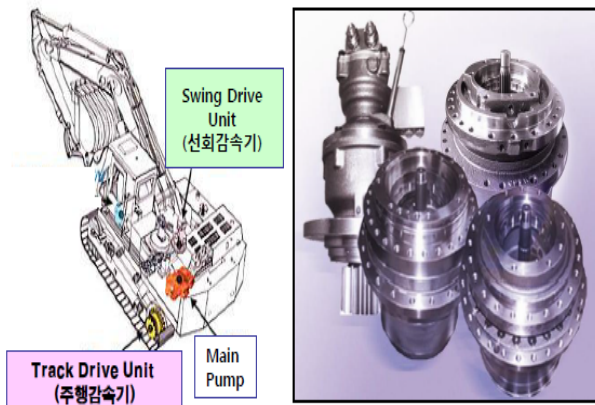
우림기계는 2000년에 설립됐으며 산업용 및 굴삭기용 감속기를 생산한다. 제품별 매출 비중은 11년 기준 굴삭기용 60%, 산업용 40%이고 수출 비중은 41%이다. 산업용은 수출 증가와 설비 증설에 따라 양호한 실적이 지속되고 있는 반면 굴삭기용은 중국 수요 급감으로 과거 1년 이상 실적 부진이 지속되고 있다.

산업용 감속기는
북미 자원 시추용 수출 호조

산업용 감속기는 조선, 철강, 항만하역, 산업플랜트, 자원개발 등 매우 다양한 산업에 쓰인다. 국내 시장 규모는 2천억원 정도로 동사는 효성에 이어 국내 2위(점유율 약 20%)를 점하고 있다. 동 사업부의 수출 비중은 60% 이상이며 최근 북미 지역의 자원 시추용 감속기 수출이 증가하는 추세이다.

굴삭기용 감속기는 두산(모트롤BG)이 생산하는 10톤급 이상 굴삭기의 주행모터용 감속기의 대부분을 공급하고 있다. 동 사업부는 두산 그룹 의존도가 높아 중국 굴삭기 업황에 따라 실적 변동성이 큰 편이다. 보통 감속기는 매출처 다변화가 쉽지 않은 특성이 있으나 최근 두산 외 현대중공업, 나브테스코(일본), 존디어(미국) 등으로 매출처가 점차 다변화되고 있다.

그림 113. 굴삭기용 감속기(트랜스미션) 제품 도해



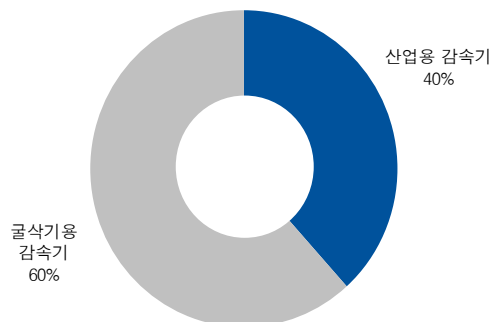
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 114. 산업용 감속기 제품 사례



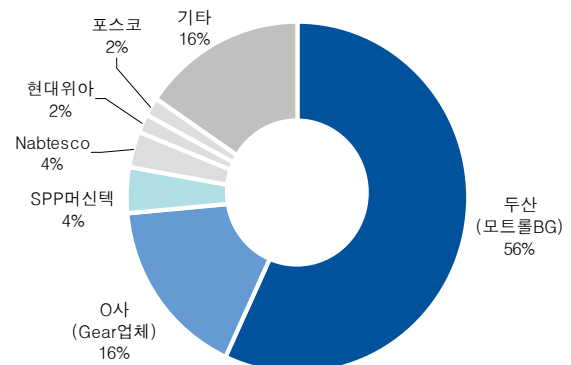
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 115. 사업부별 매출 비중(2011년)



자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 116. 거래처별 매출 비중(2011년)



자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

북미 자원개발, 제조업 설비투자 증가 수혜주 - 산업용 감속기 수출 증가

12년 상반기 대미 기어류
수출 전년대비 58% 증가

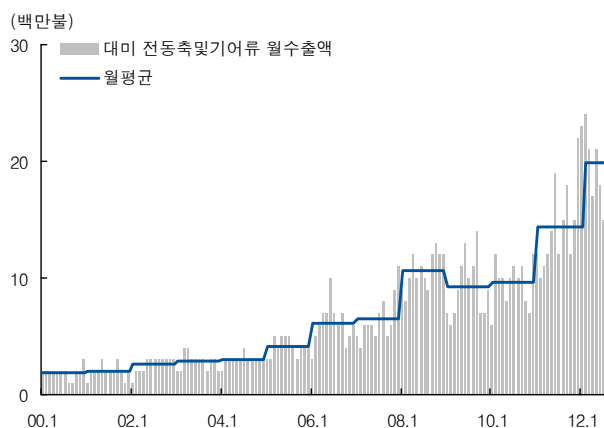
12년 상반기 한국의 대미 전동축및기어류 수출액은 1.2억달러로 전년대비 58% 증가했다. 올해 들어 월평균 수출액은 21백만달러로 사상 최대치를 기록했다. 무역협회의 품목 분류에 따르면 전동축 및 기어류는 자동차부품이 포함되지 않고 산업용 기어류 및 부품에 해당된다.

동사는 10년 말부터 미국의 산업용 기어(Gear) 생산업체 O사에 자원 시추용 감속기 등을 공급하고 있다. 10~12년 관련 매출액은 각각 10억원, 110억원, 130억원 순으로 증가할 전망이다. 이에 따라 10~12년 동사의 산업용 감속기 매출액은 각각 185억원, 280억원, 322억원 순으로 증가할 전망이다. 11년 기준 동 사업부의 북미향 매출 비중은 약 40%, 수출 비중은 약 60%에 달한다.

북미 자원개발, 제조업
설비투자 증가 수혜 예상

현재 북미 지역은 미국의 셰일가스, 캐나다의 오일샌드, 멕시코만의 심해저 원유/가스 등 각종 자원 시추 및 개발 사업이 활발히 진행되고 있다. 산업용 각종 자원 시추 설비에 들어가는 소모성 부품으로 북미 수요가 증가하고 있다. 또한 북미 제조업 회복에 따른 설비투자 증가로 철강, 산업플랜트, 항만하역 등 다양한 전방산업에서 감속기 수요가 증가해 동사의 수혜가 기대된다.

그림 117. 한국의 대미 전동축 및 기어류 수출액 추이



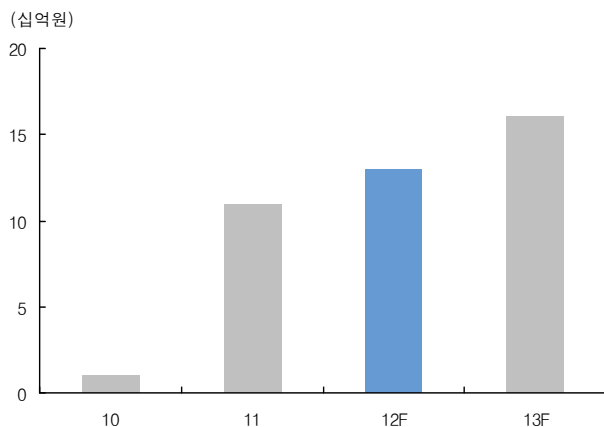
자료: 무역협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 118. 우림기계 북미 수출 제품 - 자원 시추용 감속기 부품



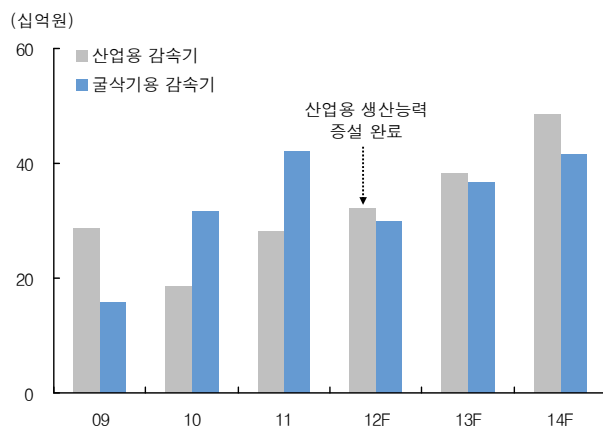
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 119. 우림기계 미국향 수출액 추이 및 전망



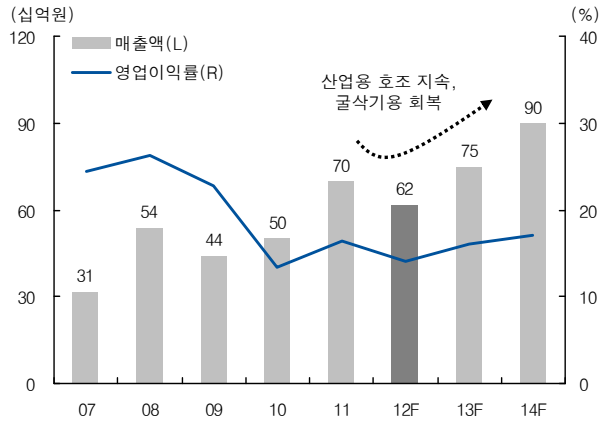
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 120. 사업부별 매출액 추이 및 전망 - 산업용은 꾸준한 성장세



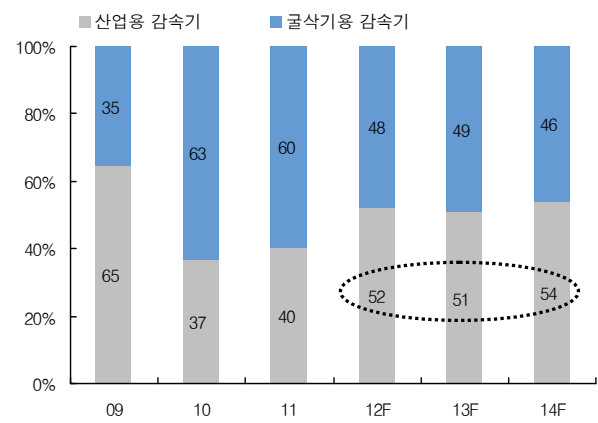
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 121. 우림기계 영업실적 추이 및 전망



자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 122. 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



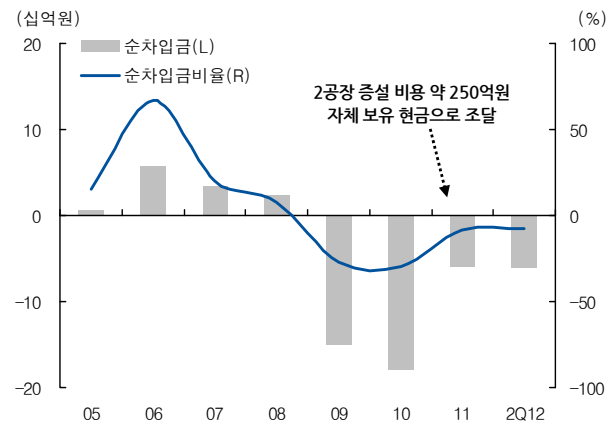
자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 123. 우림기계 2공장 내부 모습 - 생산능력 1천억원 규모



자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

그림 124. 순차입금 추이 - 순현금 60억원(12년 상반기말)



자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터

우림기계 (101170)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	70	62	75	90
매출원가	55	48	57	68
매출총이익	15	14	18	22
판매비와관리비	5	6	6	7
조정영업이익	10	9	12	15
영업이익	12	9	12	15
비영업손익	2	0	1	1
순금융비용	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	12	9	13	16
계속사업법인세비용	-2	-2	-3	-4
계속사업이익	9	7	10	13
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	9	7	10	13
지배주주	9	7	10	13
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	7	10	12
지배주주	9	7	10	12
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	13	12	15	18
FCF	8	7	9	12
EBITDA마진율 (%)	19.0	19.8	19.5	19.9
영업이익률 (%)	16.4	14.6	16.0	17.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.3	11.4	13.0	13.9

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	13	10	11
당기순이익	9	7	10	13
비현금수익비용가감	6	5	5	5
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	3	-2	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	2	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-1	1	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	2	2	2
법인세납부	-1	-2	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-11	-4	-4
유형자산처분(취득)	-20	-10	-5	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	0	0	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	2	2	2	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	4	2	3	0
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	0	-1	-1	-1
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	-5	5	8	6
기초현금	17	12	17	25
기말현금	12	17	25	31

자료: 우림기계, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	38	39	52	64
현금 및 현금성자산	12	17	25	31
매출채권 및 기타채권	17	15	19	22
재고자산	7	6	8	9
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	58	65	67	69
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	52	59	61	63
무형자산	2	2	2	2
자산총계	96	104	119	132
유동부채	18	20	23	25
매입채무 및 기타채무	11	10	12	14
단기금융부채	3	5	7	7
기타유동부채	5	5	5	5
비유동부채	5	7	9	9
장기금융부채	4	4	5	5
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	23	26	32	34
지배주주지분	73	78	87	98
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	19	19	19	19
이익잉여금	51	56	65	77
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	73	78	87	98

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	7.4	11.3	8.2	6.4
P/CF (x)	5.5	7.6	6.5	5.3
P/B (x)	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.7	6.0	4.8	3.6
EPS (원)	1,031	785	1,086	1,389
CFPS (원)	1,385	1,177	1,377	1,678
BPS (원)	8,054	8,632	9,608	10,887
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	9.4	12.7	9.2	7.2
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	39.3	-11.5	21.0	20.0
EBITDA증가율 (%)	20.5	-8.1	19.6	22.4
영업이익증가율 (%)	25.1	-21.1	32.8	27.4
EPS증가율 (%)	17.7	-23.8	38.3	27.9
매출채권 회전율 (회)	4.0	3.8	4.4	4.4
재고자산 회전율 (회)	10.5	9.4	11.0	11.0
매입채무 회전율 (회)	6.6	7.2	8.4	8.4
ROA (%)	10.3	7.1	8.8	10.0
ROE (%)	13.5	9.4	11.9	13.6
ROIC (%)	14.7	10.8	13.7	16.2
부채비율 (%)	31.8	33.8	37.3	35.0
유동비율 (%)	205.2	200.2	223.0	251.6
순차입금/자기자본 (%)	-8.2	-10.4	-15.1	-19.8
영업이익/금융비용 (x)	34.9			

휴스틸 (005010/Not Rated)

북미 수출 호조와 대규모 증설 효과 기대

박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Not Rated

목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/09/10,원)	27,750
상승여력(%)	-
EPS 성장률(12F,%)	-8.7
MKT EPS 성장률(12F,%)	12.3
P/E(12F,x)	5.9
MKT P/E(12F,x)	10.4
KOSPI	1,924.70
시가총액(십억원)	192
발행주식수(백만주)	7
60D 일평균 거래량(천주)	37
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
배당수익률(12F,%)	3.6
유동주식비율(%)	47.0
52주 최저가(원)	16,000
52주 최고가(원)	30,750
베타(12M, 일간수익률)	0.98
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.9
외국인 보유비중(%)	10.3

주요주주

박순석 외 5인(53.05%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.3	1.1	36.7
상대주가	23.4	5.7	30.5

- 국내 3위 ERW(전기저항용접) 강관업체로서 수출 비중 50% 수준
- 세일가스 등 북미 자원 개발 및 운송용 수요 증가로 12년 상반기 수출이 전년대비 57% 증가
- 04년 이후 최초, 최대 규모의 공장 증설로 13년부터 외형 레벨업 본격화 기대

국내 3위 전기저항용접(ERW) 강관업체

휴스틸은 67년 설립된 국내 3위 ERW(전기저항용접) 강관업체이다. 1위 업체인 세아제강이 ERW, 스파이럴, 롤벤딩 등 다양한 강관을 생산하는데 비해 동사는 ERW 강관 위주로 생산하고 있다. 생산 공장은 당진과 영암(대불)에 있다. 당진 공장은 유정용, 배관용, 재료관 등 다양한 제품군을 생산하고, 대불 공장은 대구경 및 구조용 강관에 집중하고 있다.

제품별 매출 비중은 배관용 35%, 유정용 및 송유관 35%, 구조용 15%, 재료관 10%, 전선관 5%이다. 생산능력은 80만톤 정도이며, 12년 상반기 내수 점유율은 7.6%, 수출 비중은 50%이다. 수출량의 80% 이상을 북미가 차지하고 있다.

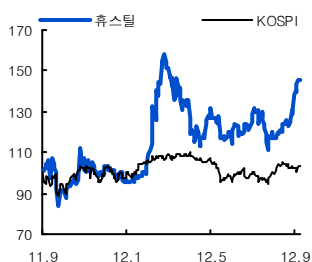
세일가스 등 북미 자원개발 수혜주로 부각

12년 상반기 매출액은 전년대 거의 비슷한 2,969억원을 기록했다. 내수는 국내 건설경기 침체로 전년대비 30% 감소했지만 **수출은 북미 수출 호조로 오히려 57%나 증가했다**. 수출 비중은 10~12년 각각 33%, 38%, 50%로 증가할 전망이다. 수출 증가는 동사의 외형 성장 및 수익성 개선에 긍정적이다.

북미 수출 호조의 이유는 자원 개발 및 운송에 쓰이는 유정용 강관 수요가 늘었기 때문이다. 최근 북미 지역은 세일가스, 오일샌드 등 비전통자원 개발이 늘어나고 있다. 미국 정부는 자원 개발을 통해 경기 부양, 고용 창출, 자원 독립의 일석삼조 효과를 기대하고 있다. 게다가 최근 중국 강관업체들에 대한 반덤핑 제제로 인해 한국 기업의 반사이익도 지속되고 있다.

04년 이후 최초, 최대 규모의 설비 증설 추진

동사는 04년 이후 최초, 최대 규모의 설비 투자를 진행 중이다. 증설은 최근 생산 과부하가 걸리고 있는 유정용 및 재료관용 강관 위주로 진행되고 있다. 총 투자금액은 620억원이며 재원은 보유 현금 및 일부 차입으로 조달 계획이다. 가동시기는 내년 초이며, 이번 증설을 통해 약 1,500억원 규모의 생산능력 확대가 예상된다. 동사는 **제한된 내수 시장에서 벗어나 설비 증설과 북미 수출 확대로 새로운 성장 동력을 확보했다고** 판단된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	511	34	6.6	30	4,390	45	26	8.8	4.0	0.4	3.9
12/11	569	41	7.2	35	5,123	49	40	9.7	3.6	0.3	3.4
12/12F	608	42	7.0	32	4,678	52	33	8.1	5.9	0.5	5.1
12/13F	678	48	7.1	37	5,393	59	37	8.6	5.2	0.4	4.2
12/14F	739	54	7.3	43	6,157	65	42	9.0	4.5	0.4	3.4

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 휴스틸, KDB대우증권 리서치센터

올해 말 공장 증설 완료로 외형 레벨업 기대

대규모 공장 증설로
13년 외형 레벨업 기대

IFRS 개별 기준 12년 실적은 매출액 6,080억원(YoY + 7%), 영업이익 423억원(YoY + 9%), 순이익 355억원(YoY + 8%)으로 예상된다. 매출액과 영업이익은 내수 시장 침체에도 불구하고 북미 수출 증대에 힘입어 한자릿대 성장이 가능할 것으로 보인다. 12년 말 공장 증설이 완료되면 13년에 외형 레벨업이 본격화될 전망이다.

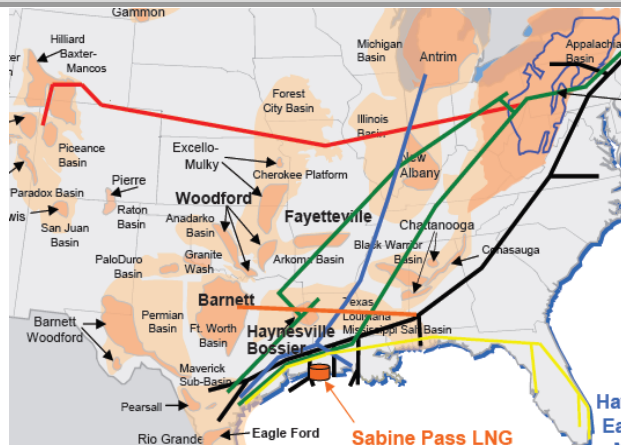
현 주가는 12년 예상 기준 P/E 5.9배, P/B 0.5배 수준으로 저평가된 상태로 판단된다. 동사의 투자포인트는 1) 셰일가스 등 북미 지역의 비전통자원 개발 수요 증가, 2) 중국업체의 반덤핑저제에 따른 반사이익, 3) 대규모 설비 증설을 통한 외형 레벨업, 4) 풍부한 밸류에이션 매력 등이다.

그림 125. 휴스틸 강관 제품 적용 사례



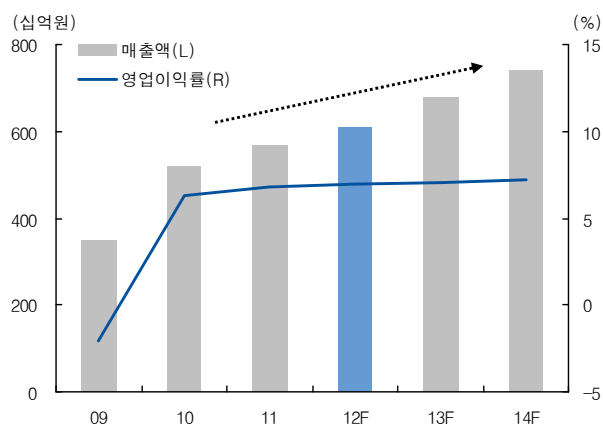
자료: 휴스틸, KDB대우증권 리서치센터

그림 126. 미국 셰일가스 수출항의 파이프라인



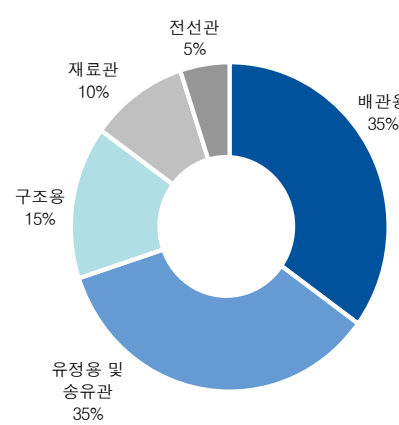
자료: Cheniere, KDB대우증권 리서치센터

그림 127. 휴스틸 영업실적 추이 및 전망



자료: 휴스틸, KDB대우증권 리서치센터

그림 128. 제품별 매출 비중(2011년)



자료: 휴스틸, KDB대우증권 리서치센터

휴스틸 (005010)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	569	608	678	739
매출원가	487	524	584	636
매출총이익	81	85	94	104
판매비와관리비	41	42	46	50
조정영업이익	40	42	48	54
영업이익	41	42	48	54
비영업손익	0	-1	0	1
순금융비용	3	5	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	40	42	48	55
계속사업법인세비용	-5	-9	-11	-12
계속사업이익	35	32	37	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	35	32	37	43
지배주주	35	32	37	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	44	40	45	51
지배주주	44	40	45	51
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	49	52	59	65
FCF	40	33	37	42
EBITDA마진율 (%)	8.7	8.6	8.7	8.8
영업이익률 (%)	7.2	7.0	7.1	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	5.3	5.5	5.8

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	53	39	32	38
당기순이익	35	32	37	43
비현금수익비용가감	20	20	22	22
유형자산감가상각비	9	10	11	11
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	3	-4	-5	-5
영업활동으로인한자산및부채의변동	7	-6	-18	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-6	-10	-9
재고자산 감소(증가)	-1	-7	-12	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	6	6	5
법인세납부	-9	-8	-10	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-60	-58	-3	0
유형자산처분(취득)	-19	-54	2	3
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-30	-6	-8	-7
기타투자활동	-11	2	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	9	11	-21	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	19	22	-10	-12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-7	-7	-7	-7
기타재무활동	-4	-5	-4	-4
현금의증가	2	-9	8	15
기초현금	15	17	8	16
기말현금	17	8	16	31

자료: 휴스틸, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	235	239	269	304
현금 및 현금성자산	17	8	16	31
매출채권 및 기타채권	84	90	100	109
재고자산	101	107	120	131
기타유동자산	4	4	4	4
비유동자산	302	362	367	371
관계기업투자등	16	18	19	20
유형자산	201	245	232	218
무형자산	2	2	2	2
자산총계	537	601	637	675
유동부채	137	166	160	150
매입채무 및 기타채무	53	59	65	70
단기금융부채	77	98	86	71
기타유동부채	8	9	9	9
비유동부채	17	20	23	27
장기금융부채	12	13	15	18
기타비유동부채	5	6	7	8
부채총계	155	186	183	177
지배주주지분	382	416	454	498
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	90	90	90	90
이익잉여금	201	227	257	293
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	382	416	454	498

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	3.6	5.9	5.2	4.5
P/CF (x)	2.8	4.5	4.0	3.6
P/B (x)	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	3.4	5.1	4.2	3.4
EPS (원)	5,123	4,678	5,393	6,157
CFPS (원)	6,484	6,128	7,010	7,759
BPS (원)	55,226	60,068	65,626	71,948
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	19.5	21.4	18.5	16.2
배당수익률 (%)	5.5	3.6	3.6	3.6
매출액증가율 (%)	11.4	6.9	11.5	9.0
EBITDA증가율 (%)	8.6	6.1	12.8	9.6
영업이익증가율 (%)	22.1	3.4	13.1	12.1
EPS증가율 (%)	16.7	-8.7	15.3	14.2
매출채권 회전율 (회)	6.5	7.0	7.2	7.1
재고자산 회전율 (회)	5.6	5.9	6.0	5.9
매입채무 회전율 (회)	12.3	12.5	12.4	12.3
ROA (%)	7.0	5.7	6.0	6.5
ROE (%)	9.7	8.1	8.6	9.0
ROIC (%)	12.3	9.5	10.0	11.2
부채비율 (%)	40.5	44.7	40.3	35.6
유동비율 (%)	171.1	144.1	168.5	202.8
순차입금/자기자본 (%)	11.0	17.5	12.1	5.6
영업이익/금융비용 (x)	11.7	9.4	11.4	14.5

▶ Compliance Notice

- 두산인프라코어: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 두산인프라코어: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 두산인프라코어: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

