

2020. 5. 22



▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

RA 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

태광(023160)	Buy	10,000원
성광벤드(014620)	Buy	9,500원

관심종목

하이록코리아(013030)	Buy	18,000원
----------------	-----	---------

피팅(Fitting)

불확실성의 대안

- ✓ COVID-19 영향에도 환효과와 매출증가로 안정적 수익성 확보, 상저하고 실적 예상
- ✓ 18~19년 석화/정유/LNG플랜트 EPC계약분과 수출 증가로 수주 Pool 확대 가능
- ✓ 피팅 3사(태광, 성광벤드, 하이록코리아) 모두 순현금상태의 초우량 재무구조 유지
- ✓ 23일 라마단 종료 이후, 수주 모멘텀 + 튼튼한 체력 + 안정적 현금흐름 부각 가능
- ✓ PBR 0.44배의 현주가는 No Risk, 시크리컬 업종의 합리적 대안이 될 중소형주

COVID-19 약재에도 1분기 선방, 상저하고의 수주와 실적 유력

1분기 COVID-19 Pandemic으로 인해 수출지역 항만 몇 곳에서 Lock-down이 발생, 수출분 일부가 인도 지연되었지만 피팅업계의 경영실적은 시장 눈높이를 충분히 만족시켰다. 수주 증가에 대비한 선제적인 원자재 재고 확대로 수급 이슈는 없었고, 환율 상승으로 영업이익률은 예상을 상회했다. 2분기 제조업 전반의 실적쇼크가 예정되어 있지만, 환율과 잔고 감안 시 실적호조는 유지된다. 피팅 3사 합산 수주액은 2020년 상반기 2,947억원(+15.9% YoY), 하반기 3,285억원(+11.5% YoY)으로 점진적 증가를 예상된다.

5월 23일 라마단 종료 이후, 전방산업 수주 재개의 수혜주 부각 가능

피팅 3사의 수주는 2013년 8,518억원에서 2017년 4,800억원으로 감소세가 지속되었다. 2014년 유기금착과 전방산업의 어닝 쇼크 및 구조조정 과정에서 피팅업계 수주 부진은 필연이었다. 수주가 절반으로 급감하는 상황에도 피팅 3사는 순현금상태의 재무구조를 유지했다. 과점체제 구축과 진입 장벽이 높은 산업의 특성 때문이다. COVID-19로 인해 전방의 수주부진 우려는 분명 존재하나, 23일 라마단이 종료되면 카타르 LNG를 필두로 전방산업 수주 재개는 확실하다. 룡순석화단지, Marjan/Berries, Balikpapan Plant 등 대형 EPC 프로젝트의 피팅제품 발주는 지속된다. Oil Major들의 CAPEX 축소는 불가피하나, 이에서 Gas로의 투자 중심 이동은 유지된다. 해양발전 수주는 난망하지만, LNG발전 모멘텀과 수출, 국내 플랜트 증설발전 제품 발주는 전방의 우려를 상쇄하기에 충분하다.

순현금 재무구조 + PBR 0.44배 + 수주 모멘텀 재개 = No Risk

1분기말 기준 하이록코리아의 순차입금은 -1,525억원, 태광 -333억원, 성광벤드 -331억원으로 모두 순현금 상태이다. 3사의 단순 평균 영업이익률은 1분기 6.6%(2018년 0.9%, 2019년 6.2%)로 완만히 개선되고 있다. 반면 3사의 주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.44배에 불과하다. Qatar LNG, NLNG, LNG Canada 등 주요 LNG 프로젝트의 공사가 진행중이거나 전방 수주가 예정되어 있다. Alloy와 Stainless의 비중이 점진적으로 증가하면서 Product Mix 개선도 하반기 이후 기대된다. Cyclical 산업에 대한 불확실성이 팽배한 현재 상황에서 가장 안정적인 대안이 될 중소형주로 본다. Risk는 없다.

COVID-19 악재에도 1분기 선방, 상저하고의 수주와 실적 유력

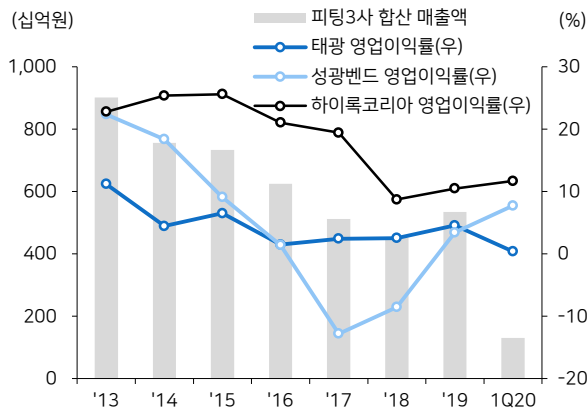
COVID-19 Pandemic은 국내 피팅업체의 1분기 실적에도 일부 부정적인 영향을 미쳤다. 피팅제품 수출지역의 항만 중 일부에서 Lock-down에 따른 하역지연이 발생, 수출분 일부의 매출인식이 지연되었다. 그럼에도 제작물량 증가에 대비한 선제적인 원자재 확보로 수급 이슈에서 자유로웠고, 환율 상승(원화약세)으로 영업 이익률은 예상을 상회했다.

1분기 연결기준 하이록코리아는 매출액 382억원(+17.6% YoY), 영업이익 45억원(+61.8% YoY), 영업이익률 11.7%의 어닝서프라이즈를 기록했다. 성광벤드는 매출액 486억원(-4.0% YoY), 영업이익 38억원(+342.7% YoY), 영업이익률 7.7%로 예상치를 크게 상회했다. 반면, 태광은 매출액 443억원(+20.3% YoY), 영업이익 2억원(+638.4% YoY), 영업이익률 0.4%로 부진했지만 매출인식 지연에 따른 일시적 수익악화로 추정된다.

Lock-down 확산 영향이 2분기에 본격 반영되면서 제조업 전반의 실적쇼크가 확산되지만, 현재 환율과 피팅업체의 수주잔고를 고려하면 실적호조는 유지된다. 피팅 3사의 2분기 평균 영업이익률은 8.5%(+1.9%p QoQ)로 예상된다. 2019년 하반기 피팅 3사의 합산 수주액은 상반기 대비 13.2% 증가하였고, 2020년 1분기 합산 수주액은 1,483억원(+13.1% YoY)으로 증가세가 지속되었다. 수주잔고가 6개월 매출분임을 감안하면 2분기 매출 증가에 따른 안정적 수익시현이 유력하다.

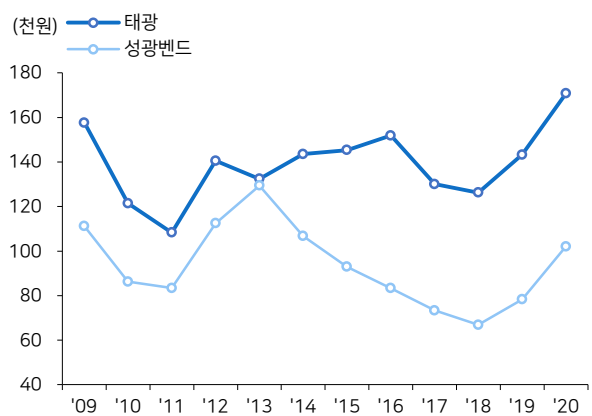
피팅 3사 합산 수주액은 2020년 상반기 2,947억원(+15.9% YoY), 하반기 3,285억원(+11.5% YoY)의 점진적 증가를 예상된다. 주목할 점은 용접용 피팅 2사(태광, 성광벤드)의 제품판매단가(ASP, 총판매액/판매제품 개수)가 2018년을 저점으로 빠르게 상승하고 있다는 사실이다. 2020년 1분기 ASP는 2019년 평균 대비 각각 19.2%, 30.4% 상승했다. 매출 증가에 따른 고정비 부담완화와 Alloy, Stainless Steel 제품비중 증가로 ASP가 상승하면 수익성 개선은 필연이다.

그림1 피팅 3사 합산 매출액, 영업이익률 추이



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림2 용접용 피팅 양사의 제품판매단가(ASP) 추이



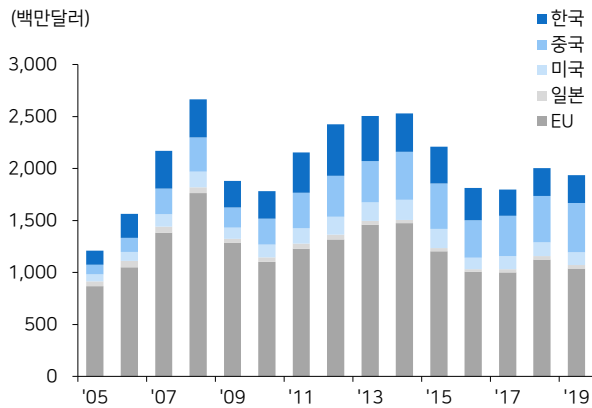
주: ASP는 판매액/판매제품개수, 20년 1분기 기준, 재질·제품별 단가는 상이
자료: 태광, 성광벤드, 메리츠증권 리서치센터

수출시장 성장, 건설發 피팅제품 발주로 불확실성을 극복

피팅 3사의 합산 수주액은 2013년 8,518억원에서 2017년 4,800억원으로 지속적으로 감소해왔다. 2014년 유가급락과 국내 조선·건설업계의 대규모 어닝 쇼크, 이로 인한 구조조정 과정에서 피팅업계의 수주 부진은 필연이었다. 일반적으로 피팅제품은 Gas플랜트 총 건설금액의 2% 내외, 석유화학플랜트는 1.5% 내외, 해양 및 발전플랜트는 1% 내외, 선박은 0.5% 내외의 비중을 차지한다.

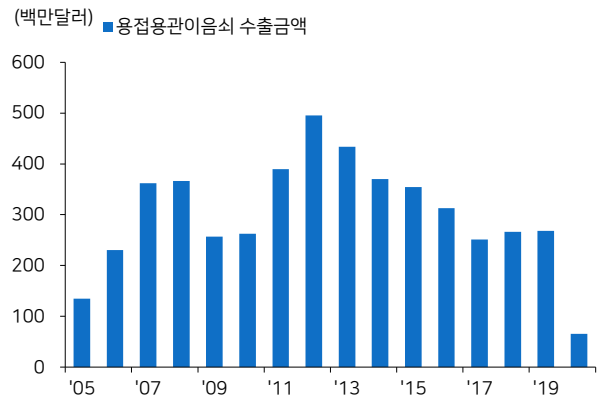
전세계 육·해상 산업플랜트의 연간 발주액이 3천억달러라고 가정하면 30~45억 달러가 전세계 피팅 시장규모인 셈이다. 피팅제품을 생산하는 전세계 기업을 10여 개로 가정하면, 기업 당 연간 수주액은 3~4억달러에 불과하여 대기업이 진입하기 어렵다. 또한 산업용플랜트가 요구하는 높은 기술성능과 품질인증으로 신생업체의 진입이 어렵기에 과점체제가 구축된 산업이다. 플랜트가 건설되는 역내 업계의 구조조정과 재무 리스크 부각으로 역외기업들의 수출시장은 완만히 성장하고 있다.

그림3 2019년 해외 수출시장 규모 19.4억달러



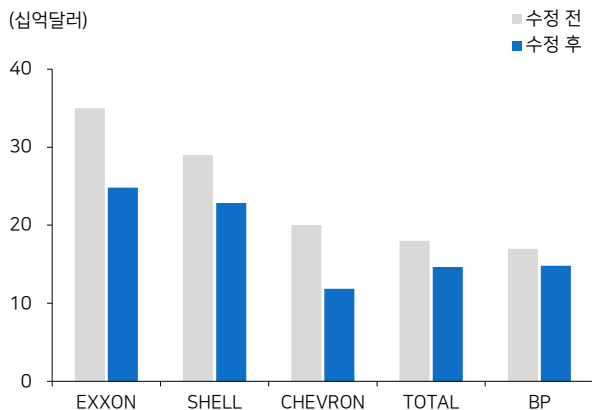
주: HS code 730793 + 730723 수출액 기준, 국내는 매출 500억원 이상 기준
 자료: 무역협회 통관통계자료, 메리츠증권 리서치센터

그림4 용접용 관이음쇠 해외 수출액 추이



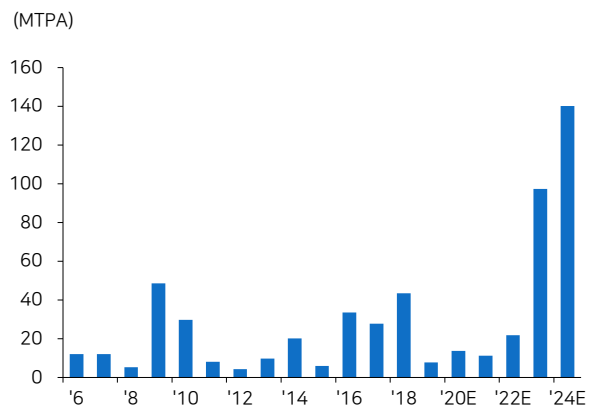
주: 2020년 3월 말 기준, HS code 730793 + 730723 제품 수출액 기준
 자료: 무역협회, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2020년 Oil Major CAPEX 감축 계획



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전세계 LNG 신규설비 증설 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

해양플랜트 기대감 ↓ < 건설 + 내수發 수주 ↑

2013년 이후 5년간 수주가 절반으로 급감하는 상황에도 피팅 3사는 순현금 상태의 우량한 재무구조를 유지했다. 과점체제 구축과 진입 장벽이 높은 산업의 특성 때문이다. COVID-19로 인해 전방산업의 수주부진 우려는 분명 존재하나, 5월 23일 라마단이 종료되면 Qatar LNG를 필두로 전방산업의 수주 재개는 확실하다.

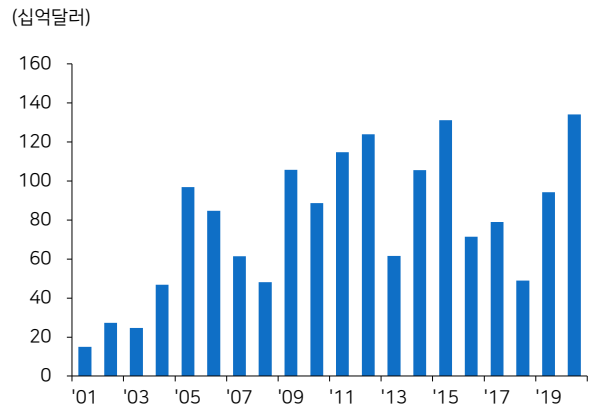
2018년 룡손석화단지, 2019년 Marjan & Berries, Balikpapan Plant 등 대형 EPC 프로젝트의 피팅체포 발주는 지속된다. EPC 업체의 수주가 피팅 발주로 이어지는 시차가 1~1.5년임을 감안하면, 2020년 상저하고 수주패턴은 유효하다. Oil Major들의 CAPEX 축소는 불가피하나, Oil에서 Gas로의 투자 중심 이동은 유지된다. 해양發 수주는 난망하나, LNG發 모멘텀과 수출 증가, 2018~19년 투자 확정된 국내 석화·정유플랜트 증설發 발주는 전방의 우려를 상쇄하기에 충분하다.

표1 2018년 이후 국내 석화업체 주요 설비투자 계획

업체명	세부구분	투자금액(십억원)	투자기간
한화솔루션	XLPE C6	84.1	'19.1~'21.6
	DEHCH 증설	45.0	'17.11~'20.10
	NCC Side Cracker 증설	147.0	'18~'21.3
	PP 증설	380.0	'18~'20
	NCC 및 BD 증설	740.0	'19.3~'20.12
롯데케미칼	여수 EOA 증설	96.0	~'20.12
	대산 HPC 프로젝트	2,700.0	~'21.12
	GS에너지 JV	800.0	~'23.12
	LINE 프로젝트	5,300.0	~'23.12
금호석유화학	NB라텍스	8.0	~'20.12
	SBS	50.0	~'20.12
	노화방지제/가황촉진제	50.0	~'20.6
합계		10,400.1	

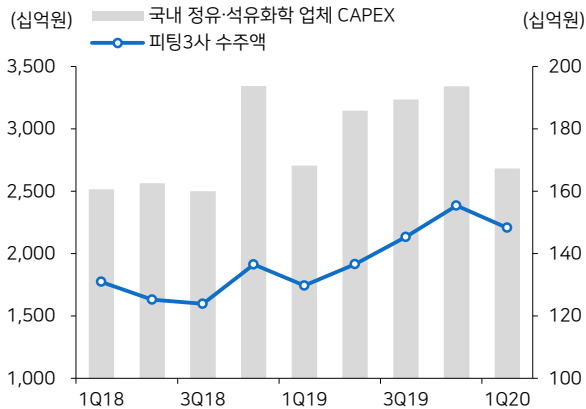
자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림7 전세계 피팅 전방산업의 합산 예산액 추이



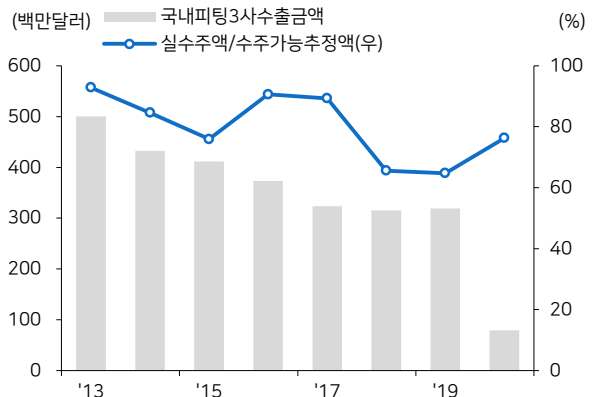
주: 전세계 석유·가스·화학업체 CAPEX 합산, 20년 계획안 대비 48.3% 가정
자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 정유·석화업체 CAPEX, 피팅 3사 수주액 추이



주: 한화솔루션, LG화학, 롯데케미칼, S-Oil, 금호석유, Sk이노베이션, SKC, 대한유화, 코오롱인더스트리 분기별 CAPEX 합산
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 피팅 3사 수출액, 실수주액/수주가능액 비율 추이



주: 2020년 3월 말 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

순현금 재무구조 + PBR 0.44배 + 수주 모멘텀 재개 = No Risk

저유가로 인해 국영석유기업(NOC)들과 Oil Major들의 CAPEX는 계획대비 빠르게 축소되고 있다. 과거 피팅업체들의 실적 턴어라운드를 견인했던 해양플랜트發 수주 기대는 무리다. 건설업계의 해외 수주도 2018년 320억달러(플랜트 184억 달러), 2019년 223억달러(플랜트 108억달러)로 부진했다. 2020년 4월누계 130억달러(플랜트 72억달러)로 다소 개선되고 있었지만, COVID-19로 인해 추가 개선여부는 아직은 불투명하다.

국내 석유화학업계 투자는 2018년부터 10조원 이상 진행 중이다. 현재 COVID-19로 일시 중단된 해외건설 입찰이 라마단 종료 후 하나씩 재개된다면, 플랜트 수주액은 2017년 이후의 부진에서 완만히 벗어날 수 있다. 카타르, 러시아, 모잠비크(Area1) 등 초대형 LNG 프로젝트 발주과정이 정상적으로 진행되고 있고, 건설업계의 해외 수주도 가스 관련설비 비중이 증가할 전망이다.

-162℃, 9기압의 극저온·고압 유체인 LNG와 관련된 플랜트와 선박은 Carbon Steel보다 단가가 2~10배 높은 Alloy와 Stainless Steel 피팅제품 비중이 크다. 이는 제품판매단가 상승을 의미하고 고정비 부담완화와 매출증가에 따른 이익개선으로 이어진다. Alloy와 Stainless의 비중이 점진적으로 증가하면서 Product Mix 개선도 하반기 이후 기대된다.

표2 2020년 국내 건설업계 해외 산업플랜트 수주 List - 2천억원 이상 기준

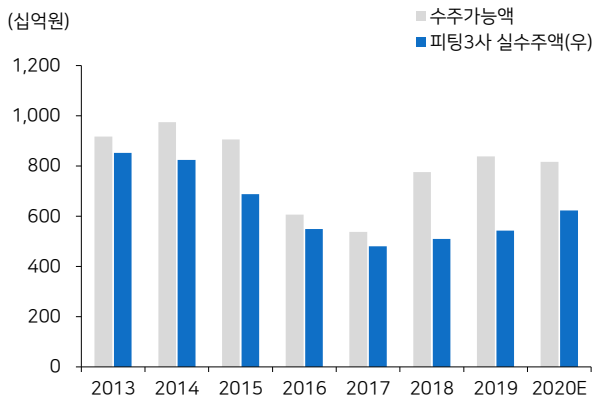
향후 입찰 List	발주처	계약금액(조원)	예상시기	수주업체	기타
알제리 복합화학	HYENCO	0.80	기수주	현대건설 낙찰	본계약 체결
카타르 LNG	Qatar Petroleum	15.00	20년	현대건설 입찰예정	현건+JGC vs 치요다+테크닉 vs 맥더모트 + 중국회사. 8월 입찰 분할발주 예상
미국 USGC EPC	USGC	0.60	20년	대림산업 입찰예정	
UAE RRW O&M	TAKREER	0.30	2분기	GS건설 입찰	O&M 관련 프로젝트, 발주처와 협의중
오만 PTA	OMPET	0.70	20년	GS건설, 대림산업 입찰	19년 10월 입찰서 제출, 수출입 은행 금융추진
사우디 자푸라	사우디 아람코	1.20	3분기	GS건설, 삼성엔지니어링 입찰	19년 11월 말 입찰
UAE Hail & Ghasha	ADNOC	2.50	3분기	GS건설 입찰예정	pkg 3개. 5월 말 상업입찰
나이지리아 LNG 트레인 7 LOI	Nigeria LNG	1.70	기수주	대우건설 낙찰	본계약 체결
알제리 REB LPG Extraction	소나트랙	0.65	3분기	대우건설 입찰	'19.11 기술입찰서 제출. 경쟁입찰로 진행. 3,4분기내 결정 예상
카타르 North Field Expansion pkg1	Qatar Petroleum	1.00	4분기	대우건설 입찰예정	일정이 밀리고 있으나 2분기 원정 입찰 진행. 4분기 하청 계약 예상
Sohar LNG Bunkering	Total&shell	0.10	21년	대우건설 입찰예정	시공 하청으로 진행. 21년 낙찰자 선정 예상
사우디 아람코 우나이자 스토리지	사우디 아람코	0.30	기수주	삼성엔지니어링 낙찰	본계약 체결
말레이시아 사라왁 메탄올 EPC	Sarawak Petchem	1.00	기확보	삼성엔지니어링 입찰	열리워크 진행중.
미국 Ohio PTT GC	PTTGC아메리카	1.20	기확보	삼성엔지니어링 입찰	열리워크 진행중. EPC 전환 기대(전체 PJ규모 70억달러)
아제르바이젠 소카르	SOCAR	1.00	20년	삼성엔지니어링 입찰	2개 컨소시엄 경쟁중, 다른 사업단의 문제로 프로젝트 전체가 연기되었으나 진행할 것
이집트 EPPC PDH/PP	EPPC	0.80	20년	삼성엔지니어링 입찰	연내 수주 예상

자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 1분기말 기준 하이록코리아의 순차입금은 -1,525억원, 태광 -333억원, 성광벤드 -331억원으로 모두 순현금 상태이다. 3사 합산 보유 현금및현금성자산과 단기금융자산은 2,439억원으로 합산 시가총액의 절반에 가깝다. 3사 단순 평균 영업이익률은 1분기 6.6%(2018년 0.9%, 2019년 6.2%)로 완만히 개선되고 있다. 반면 3사의 주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.44배에 불과하다. 전방산업인 조선업종과 건설업종의 주가가 PBR 0.4~0.5배 수준이기에, 후방산업인 피팅업체의 밸류에이션 할인은 불가피하다.

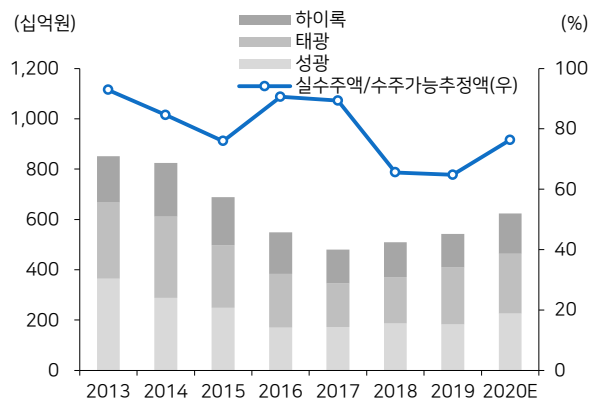
이를 감안하더라도 1) 재무리스크가 전혀 없고, 2) 경쟁에 따른 수익성 악화가 발생하지 않을 과점기업이며, 3) 내수물량과 LNG 발주가 즉시 확인되기에, 현 주가는 절대적 저평가 상태라고 확신한다. Qatar LNG, NLNG, LNG Canada 등 주요 프로젝트 공사가 진행 중이거나 수주가 예정되어 있다. Cyclical 산업에 대한 불확실성이 팽배한 상황에서 가장 안정적인 대안이 될 중소형주로 본다. Risk는 없다.

그림10 피팅 3사 수주가능액과 실수주액 추이 및 전망



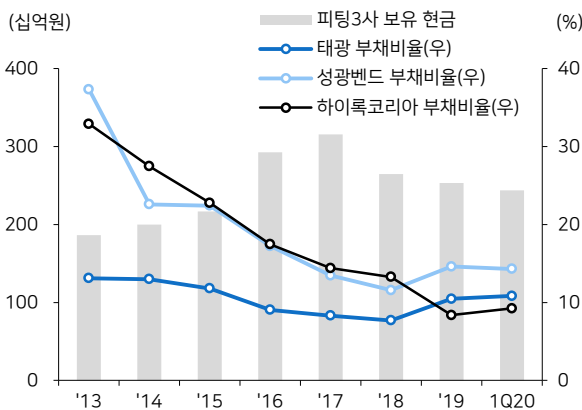
주: 전방산업(산업설비 및 조선해양) 투자규모 기준으로 피팅사 수주가능액 추산
 자료: 해외건설협회, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림11 피팅 3사 수주실적 추이 및 전망



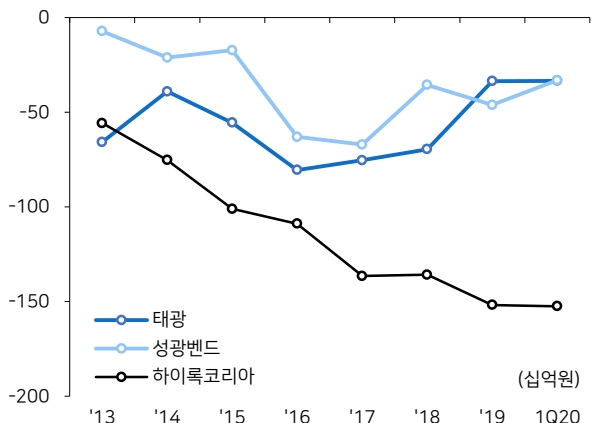
자료: 해외건설협회, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림12 피팅 3사 보유 현금, 부채비율 추이



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림13 피팅 3사 순차입금 추이 - 3사 모두 순현금상태



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

2020년 피팅 3사 6,232억원(+14.9% YoY) 수주 전망

2020년 국내 건설업계의 산업플랜트 수주액은 전년대비 15.5% 증가한 125.6억 달러로 추정한다. 조선업계 합산 수주목표는 333억달러(+23.3% YoY)이나, COVID-19에 따른 수주지연으로 실제 수주달성율은 60% 수준으로 전망한다. 이에 따라 피팅업계 전방산업의 2020년 연간 수주액은 전년대비 9.9% 감소한 337억달러로 예상한다. 용접용 피팅제품은 전방 EPC업체 수주 후 12개월, 계장용 피팅제품은 15개월 시차를 두고 발주한다고 가정하여 피팅제품 수주가능액을 추정한다. 2020년 피팅제품 수주 가능액은 총 8,169억원(-2.5% YoY)으로 전망된다.

2020년 건설업계 해외 산업플랜트 수주액의 48.4%가 Gas, 25.4%가 발전설비로 전망됨에 따라 피팅업계 수주 Pool의 Product Mix는 개선될 여지가 크다. 또한, 2018~19년 투자계획을 발표한 국내 석유화학 및 정유업계의 증설분의 제품발주가 지속될 전망이다. 이에 따라 2020년 피팅 3사의 실제 수주액은 전년대비 14.9% 증가한 6,232억원을 예상한다. 납기가 짧고 재고에 대한 부담이 없는 산업 특성상, 수주액 증가는 기업가치를 상승시키는 동력이 된다고 판단한다.

표3 전방산업(건설/조선) 수주액과 피팅업계 수주액 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
1. 전방 수주액(백만달러)	11,011	10,516	9,981	13,588	4,604	9,908	7,257	15,670	8,732	5,419	4,801	14,781	45,096	37,439	33,734
a) 산업설비	4,598	4,654	2,224	6,901	960	5,026	2,388	2,496	6,687	4,361	649	860	18,377	10,870	12,556
- Gas	120	0	10	362	39	1,488	120	1,614	1,864	3,066	460	690	492	3,263	6,080
- 발전설비	0	1,000	1,053	545	82	1,588	0	649	2,372	593	119	107	2,599	2,320	3,190
- 화학	2,467	83	964	3,675	70	857	250	60	0	429	43	39	7,189	1,237	510
- 정유	552	489	9	1,057	254	73	2,176	0	1,909	18	2	2	2,107	2,504	1,930
- 기타	1,458	3,081	188	1,263	515	1,019	(159)	172	543	255	25	23	5,989	1,546	846
b) 조선4사	6,413	5,862	7,757	6,687	3,644	4,882	4,869	13,174	2,045	1,059	4,153	13,921	26,719	26,569	21,178
- 선박	6,434	5,839	7,740	5,988	3,643	3,776	4,841	11,201	2,031	976	3,904	12,607	26,001	23,461	19,518
- 해양	-21	23	17	699	1	1,106	28	1,973	14	83	249	1,314	718	3,108	1,660
2. 피팅 수주액(십억원)	131	125	124	129	123	131	139	149	148	146	159	170	509	542	623
a) 용접용	99	92	92	88	90	96	108	115	108	109	118	128	370	408	464
- 성광	54	45	50	38	39	45	48	51	55	54	57	60	187	182	226
- 태광	44	47	42	50	51	51	60	64	53	55	61	68	183	226	237
b) 계측용	32	33	32	41	33	36	31	34	40	38	40	42	139	134	160
- 하이록	32	33	32	41	33	36	31	34	40	38	40	42	139	134	160
3. 수주 가능액(십억원)	174	207	204	192	211	206	216	205	199	180	196	242	776	838	817
a) 건설발 수주	113	123	132	129	137	133	131	122	138	115	129	119	496	523	500
b) 조선발 수주	61	84	72	63	74	74	85	83	61	66	67	123	280	315	317

주1: 용접용 피팅제품은 EPC업체 수주 후 12개월 시차 발주, 수주 가능 금액은 총 공사액 대비 건설 산업설비 내 비중 1.0%, 해양플랜트 0.75%, 선박 0.5% 기준

주2: 계장용 피팅제품은 EPC업체 수주 후 15개월 시차 발주 기준, 수주 가능 금액은 총 공사액 대비 건설 산업설비 내 비중 0.4%, 해양 0.5%, 선박 0.25% 기준

주3: 국내 조선업계 수주는 2020년 각사별 수주목표 대비 60% 달성을 가정하여 적용

자료: ICAK, Clarksons, 회사자료, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2020. 5. 22

태광 023160

다음이 기대된다

▲ **조선/기계**

Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

RA **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

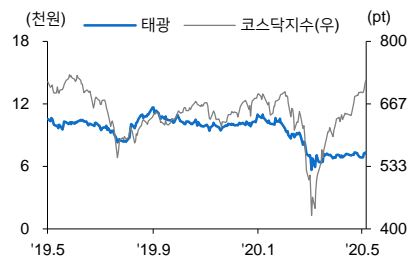
적정주가 (12개월) 10,000 원
현재주가 (5.21) 7,360 원
상승여력 35.9%

KOSDAQ	716.02pt
시가총액	1,950억원
발행주식수	2,650만주
유통주식비율	52.76%
외국인비중	15.15%
52주 최고/최저가	11,650원/5,670원
평균거래대금	11.8억원

주요주주(%)	
대신인터내셔널 외 10 인	44.85
트러스트자산운용	9.50
신영자산운용 외 1 인	5.12

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	-21.8	-30.9
상대주가	-7.1	-30.5	-32.1

주가그래프



- ✓ 1분기 매출액 443억원(+20.3% YoY), 영업이익률 0.4%로 부진한 실적 기록
- ✓ 수출분 일부의 매출인식 지연은 2분기 반영 예상, 2분기 영업이익률 6.2% 전망
- ✓ 2018~19년 국내외 정유/석화플랜트 발주분 + 2020년 대형 LNG 프로젝트를 시작으로 올해 수주액은 2,374억원(+5.1% YoY) 예상
- ✓ 부채비율 10.8%, 차입금 0로 재무리스크 0, 해외시장 회복될 때 수혜는 클 것

COVID-19로 매출인식 지연, 2분기부터 정상화 전망

1분기 매출액 443억원(+20.3% YoY), 영업이익 2억원(+638.4% YoY), 당기순이익 21억원(-46.2% YoY), 영업이익률 0.4%로 부진했다. 1분기 COVID-19로 인한 수출지역 Lockdown 조치로, 수출분 일부의 매출인식이 지연되었으나 일시적 수익 악화로 판단한다. 매출 지연분이 2분기에 온기로 반영되면서 매출액 541억원(+10.9% YoY), 영업이익률 6.2%로 실적은 정상궤도로 진입할 전망이다.

대형 건설 공사 시작으로 수주는 계단식으로 성장

2019년 3분기 180억달러 규모의 사우디 Aramco Marzan and Berries 프로젝트, 40억달러 규모의 인도네시아 Balikpapan 정유 프로젝트의 EPC업체가 선정되었다. 용접용 피팅제품의 수주가능 추정액은 2.2억달러 수준이며, 수주까지 12개월의 시차를 감안하면 하반기 피팅수주가 예상된다. 국내 석유화학·정유플랜트 증설분 물량과 신규 물량을 고려, 2020년 연간 수주액은 2,374억원(+5.1% YoY)을 예상한다. 2019년 122억원의 CAPEX를 집행하며 3월 완공한 신규 설비는 LNG 피팅제품 생산에 주력한다. 2020년에 100억원 규모의 금형투자자로 증설은 마무리된다. 라마단 이후 전방산업의 LNG 수주 재개가 확인되면 수익성 높은 Alloy, Stainless Steel 중심의 Product Mix 개선은 유력하다.

부채비율 10.8%, 차입금 0, 재무리스크 0

1분기 말 장·단기 차입금은 0이며 부채비율 10.8%로 업계 최고수준의 재무구조를 갖고 있다. Pandemic 장기화로 산업재 기업들에 대한 투자심리는 급격히 위축되었지만, 투자의 기회로 삼아야 한다. 전방산업 Target PBR 하향을 적용(PBR 0.6배)하여 적정주가는 10,000원으로 하향하지만, 투자 의견 Buy와 업종 내 중소형주 Top Pick으로 유지한다.

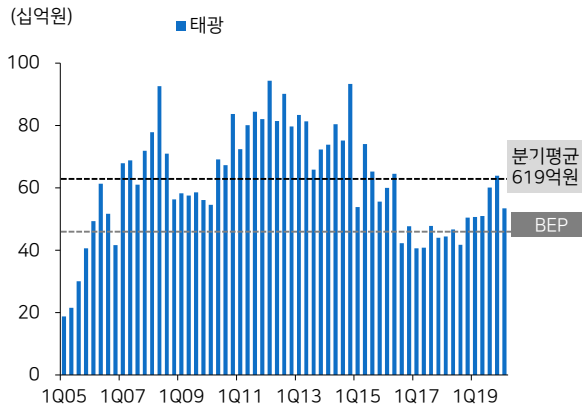
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	158.7	4.3	10.2	385	-162.9	16,007	30.4	0.7	24.5	2.4	7.8
2019	189.8	9.0	10.9	413	7.2	16,293	24.7	0.6	16.5	2.6	10.6
2020E	209.4	11.2	13.1	491	18.9	16,634	15.0	0.4	9.5	3.0	10.8
2021E	231.9	15.9	17.2	644	31.0	17,130	11.4	0.4	7.2	3.8	11.4
2022E	247.7	19.0	19.9	743	15.5	17,726	9.9	0.4	6.1	4.3	11.7

표4 태광의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		37.9	40.5	37.8	42.5	36.8	48.8	47.9	56.3	44.3	54.1	49.6	61.5	158.6	189.8	209.4
영업이익		1.3	4.1	1.1	-2.2	0.0	2.9	2.5	3.3	0.2	3.4	3.6	4.1	4.3	8.7	11.2
세전이익		2.8	8.8	1.5	0.3	4.4	5.5	4.6	-0.3	2.5	5.6	4.8	4.3	13.3	14.2	17.1
당기순이익		3.1	5.4	0.9	0.8	3.9	3.7	3.5	-0.4	2.1	4.2	3.6	3.0			
순이익		3.1	5.4	0.9	0.8	3.9	3.7	3.5	-0.4	2.1	4.3	3.7	3.1	10.2	10.8	13.1
매출액 증가율	YoY	-22.5	-19.7	-4.0	-6.7	-3.0	20.5	27.0	32.4	20.3	10.9	3.5	9.3	-13.8	19.6	10.4
	QoQ	-16.7	6.6	-6.7	12.5	-13.4	32.5	-1.7	17.4	-21.3	22.1	-8.2	24.0			
영업이익 증가율	YoY	6.9	436.2	117.6	적전	-98.1	-28.3	120.6	흑전	638.4	14.7	46.4	24.2	-5.1	103.6	29.0
	QoQ	-37.9	222.3	-72.8	적전	흑전	11,990.3	-16.3	34.0	-94.6	1,778.6	6.8	13.6			
영업이익률		3.3	10.1	2.9	-5.2	0.1	6.0	5.1	5.8	0.4	6.2	7.2	6.6	2.7	4.6	5.4
순이익률		8.0	13.5	2.4	1.9	10.6	7.7	7.4	-0.7	4.8	7.9	7.4	5.0	6.4	5.7	6.3

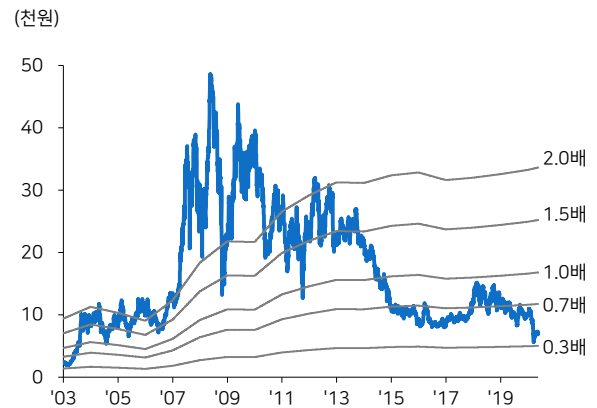
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 태광의 분기별 신규주주액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 태광의 Fwd PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

태광 (023160)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	158.7	189.8	209.4	231.9	247.7
매출액증가율 (%)	-13.8	19.6	10.4	10.7	6.8
매출원가	135.8	161.8	177.3	192.8	204.0
매출총이익	22.8	28.0	32.1	39.1	43.7
판매관리비	18.6	19.0	20.9	23.2	24.8
영업이익	4.3	9.0	11.2	15.9	19.0
영업이익률	2.7	4.7	5.4	6.9	7.7
금융손익	10.0	8.8	5.9	5.9	5.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	-3.4	0.1	0.5	1.0
세전계속사업이익	13.3	14.4	17.1	22.4	25.9
법인세비용	3.1	3.5	4.1	5.3	6.2
당기순이익	10.2	10.9	13.0	17.1	19.7
지배주주지분 손이익	10.2	10.9	13.1	17.2	19.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	276.7	280.0	283.7	293.9	306.7
현금및현금성자산	55.5	11.2	23.3	25.2	28.7
매출채권	68.1	73.0	62.0	64.0	68.4
재고자산	125.9	170.6	175.9	181.6	185.3
비유동자산	180.3	197.6	204.6	211.5	217.2
유형자산	134.4	141.3	145.2	148.4	151.6
무형자산	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
투자자산	44.2	51.4	54.8	58.7	61.4
자산총계	457.1	477.6	488.3	505.4	523.9
유동부채	20.7	29.2	32.3	35.7	38.2
매입채무	7.4	10.1	11.1	12.3	13.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.2	16.6	15.3	16.1	16.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	32.9	45.8	47.6	51.8	54.7
자본금	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4
기타포괄이익누계액	-3.3	-3.2	-4.7	-6.2	-7.7
이익잉여금	391.0	398.5	409.1	423.7	441.0
비지배주주지분	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.5
자본총계	424.2	431.8	440.7	453.6	469.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	5.9	-30.0	19.1	12.4	13.6
당기순이익(손실)	10.2	10.9	13.0	17.1	19.7
유형자산상각비	5.1	5.5	5.1	5.2	5.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-11.8	-49.8	7.0	-3.8	-5.4
투자활동 현금흐름	2.3	-12.0	-4.7	-8.1	-7.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2.0	-12.2	-9.0	-8.4	-8.4
투자자산의감소(증가)	-5.0	-7.2	-3.4	-3.9	-2.7
재무활동 현금흐름	-1.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4
차입금의 증감	0.0	1.2	0.3	0.2	0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.7	-44.3	12.1	2.0	3.5
기초현금	48.8	55.5	11.2	23.3	25.2
기말현금	55.5	11.2	23.3	25.2	28.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	5,987	7,161	7,903	8,750	9,348
EPS(지배주주)	385	413	491	644	743
CFPS	484	581	582	779	914
EBITDAPS	354	549	617	796	914
BPS	16,007	16,293	16,634	17,130	17,726
DPS	75	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.6	1.0	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	30.4	24.7	15.0	11.4	9.9
PCR	24.2	17.6	12.6	9.5	8.1
PSR	2.0	1.4	0.9	0.8	0.8
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA	9.4	14.5	16.4	21.1	24.2
EV/EBITDA	24.5	16.5	9.5	7.2	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.4	2.6	3.0	3.8	4.3
EBITDA 이익률	5.9	7.7	7.8	9.1	9.8
부채비율	7.8	10.6	10.8	11.4	11.7
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	89.9	85.6	275.3	337.6	367.0
매출채권회전율(x)	2.2	2.7	3.1	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4

Industry Brief
2020. 5. 22

성광벤드 014620

반갑다, LNG

▲ **조선/기계**

Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

RA **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 매출 486억원(-4.0% YoY), 영업이익 38억원(+342.7% YoY), 예상치 상회
- ✓ Golden Pass LNG, Canada LNG 등 북미 LNG 플랜트에서 수주 경쟁력 우위
- ✓ Qatar, 러시아 등 초대형 LNG 프로젝트 발주일정은 정상 궤도, LNG선과 지연 플랜트 재개 시 Alloy, Stainless Steel 제품의 매출비중 확대에 수익성 개선
- ✓ 재무 리스크는 0, 2020년 영업이익률 6.0%(+2.6%p YoY)로 개선 예상

Buy

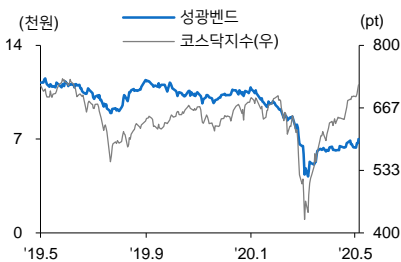
적정주가 (12개월) 9,500 원
현재주가 (5.21) 6,800 원
상승여력 39.7%

KOSDAQ	716.02pt
시가총액	1,945억원
발행주식수	2,860만주
유동주식비율	56.54%
외국인비중	15.10%
52주 최고/최저가	11,200원/4,095원
평균거래대금	15.0억원

주요주주(%)			
안재일 외 3인	41.08		
트러스트자산운용	9.46		
Somerset Capital Management LLP	5.84		

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	-27.6	-39.0
상대주가	-0.8	-35.7	-40.0

주가그래프



1분기, COVID-19에도 어닝서프라이즈 기록

1분기 매출액은 486억원(-4.0% YoY), 영업이익은 38억원(+342.7% YoY), 당기 순이익 46억원(+275.1% YoY)로 시장 예상치를 대폭 상회했다. GoldenPass와 Canada LNG 등 북미지역 LNG플랜트 건설 공사에서 신규 수주가 지속되고 있다. 2018년 이후 제품판매단가(ASP)가 지속적으로 반등, 1분기 ASP는 2019년 평균 대비 +30.4% 상승했다. 1분기 연결 수주액이 549억원(+40.5% YoY)으로 분기 BEP 수준(450억원)을 4분기 연속 상회하는 호조가 지속되고 있다.

대형 LNG프로젝트 On-Schedule + 우수한 LNG Track-record 부각

북미 플랜트向 경쟁 우위의 수출 Track Record를 바탕으로 2023~24년 237MTPA규모의 전세계 LNG 증설 프로젝트에 대한 수혜를 예상한다. 유가 급락에 따른 일부 LNG 프로젝트의 지연에도 초대형 공사인 Qatar, 러시아의 LNG 프로젝트는 정상적으로 진행 중이다. 투자가 지연된 LNG프로젝트가 재개되면 발주처의 공기단축 의지가 단납기 발주로 이어질 개연성도 있다. 국내 건설·조선업계의 수주부진에 대한 우려가 동사 증가에도 부정적 영향을 주고 있지만, 수출과 LNG發 Mix 개선을 통한 단가 상승은 우려를 상쇄할 수 있다.

경기부침의 Risk를 버틸 튼튼한 기초체력, 저평가 매력 부각 기대

1분기 말 부채비율은 14.3%, 순차입금 -331억원의 순현금 재무구조는 Credit Risk에 대한 고민에서 자유롭기에 충분하다. 자회사 화진피에프의 공장 이전에 따른 비용(150억원)이 2020년까지 집행될 예정이나, 유형자산 매각(신평공장 부지)으로 상쇄된다. Target PBR을 0.6배로 하향하여 적정주가는 9,500원으로 하향하지만, 투자자의견 Buy와 업종 내 중소형주 Top Pick으로 제시한다.

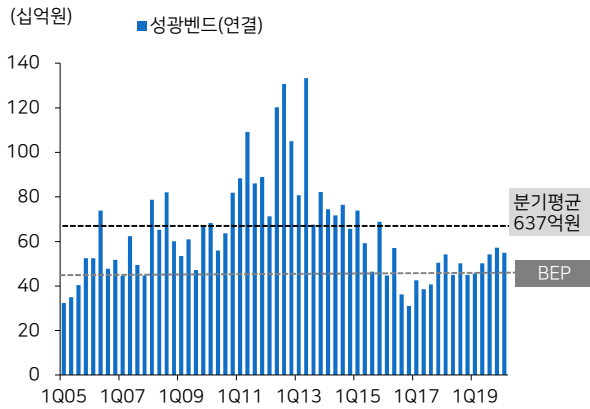
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	169.9	-14.5	-8.3	-291	-48.9	15,246	-39.1	0.7	-26.4	-1.9	14.6
2019	202.4	7.0	6.2	216	-174.0	15,359	48.0	0.7	23.4	1.4	14.3
2020E	208.2	12.6	13.3	465	115.5	15,702	14.6	0.4	9.2	3.0	14.2
2021E	214.0	16.3	14.7	515	10.9	16,096	13.2	0.4	7.2	3.2	14.1
2022E	223.6	18.8	17.5	610	18.5	16,585	11.1	0.4	6.1	3.7	12.9

표1 성광벤드의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		36.4	41.5	42.6	49.3	50.6	50.6	49.3	51.9	48.6	53.8	50.8	55.0	169.9	202.4	208.2
영업이익		-0.7	-2.7	-4.7	-6.4	0.9	2.2	1.4	2.5	3.8	3.6	2.5	2.7	-14.5	7.0	12.6
세전이익		-0.6	0.8	-4.5	-6.0	1.9	3.6	3.1	1.2	6.0	5.5	3.5	3.9	-10.3	9.7	18.9
당기순이익		-0.4	0.5	-3.7	-4.7	1.2	2.8	1.9	0.3	4.6	3.9	2.4	2.4			
순이익		-0.4	0.5	-3.7	-4.7	1.2	2.8	1.9	0.3	4.6	3.9	2.4	2.4	-8.3	6.2	13.3
매출액 증가율	YoY	4.1	2.7	10.1	56.2	38.8	21.8	15.7	5.2	-4.0	6.4	3.1	5.9	16.6	19.1	2.9
	QoQ	15.3	13.9	2.8	15.7	2.5	-0.1	-2.4	5.2	-6.4	10.7	-5.5	8.1			
영업이익 증가율	YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	342.6	63.9	83.8	5.2	적지	흑전	80.3
	QoQ	적지	적지	적지	적지	흑전	161.2	-38.9	87.6	47.9	-3.3	-31.5	7.3			
영업이익률		-2.0	-6.4	-11.0	-13.0	1.7	4.4	2.8	4.9	7.7	6.8	4.9	4.9	-8.5	3.4	6.0
순이익률		-1.2	1.2	-8.6	-9.6	2.4	5.5	3.8	0.5	9.4	7.2	4.8	4.4	-4.9	3.0	6.4

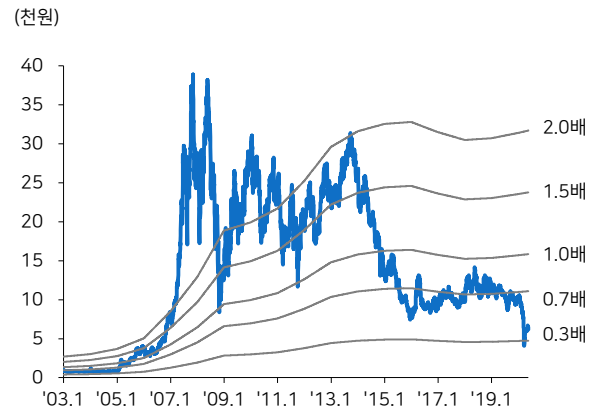
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 성광벤드(연결)의 분기별 신규수주액



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 성광벤드의 Fwd PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

성광벤드 (014620)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	169.9	202.4	208.2	214.0	223.6
매출액증가율 (%)	16.6	19.1	2.9	2.8	4.5
매출원가	155.4	165.9	165.2	166.4	172.1
매출총이익	14.5	36.5	43.0	47.6	51.5
판매관리비	29.0	29.5	30.4	31.2	32.6
영업이익	-14.5	7.0	12.6	16.3	18.8
영업이익률	-8.5	3.4	6.0	7.6	8.4
금융손익	0.5	-0.1	0.4	0.4	0.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.6	2.8	6.0	3.9	3.9
세전계속사업이익	-10.3	9.7	18.9	20.6	23.3
법인세비용	-2.0	3.6	5.6	5.9	5.8
당기순이익	-8.3	6.2	13.3	14.7	17.5
지배주주지분 순이익	-8.3	6.2	13.3	14.7	17.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-22.7	16.0	7.3	10.7	10.7
당기순이익(손실)	-8.3	6.2	13.3	14.7	17.5
유형자산상각비	3.5	3.7	3.4	3.3	3.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-17.5	-1.7	-5.3	-5.4	-8.1
투자활동 현금흐름	17.9	-0.4	-3.8	-2.2	-2.3
유형자산의증가(CAPEX)	-6.0	-2.9	-7.0	-3.3	-3.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	1.3	-0.0	-0.0	-0.1
재무활동 현금흐름	0.6	-6.5	-3.3	-3.3	-8.2
차입금의 증감	3.9	-3.1	0.0	0.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-3.1	8.6	0.2	5.2	0.1
기초현금	37.5	34.4	43.0	43.2	48.5
기말현금	34.4	43.0	43.2	48.5	48.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	240.7	243.3	250.4	262.6	273.3
현금및현금성자산	34.4	43.0	43.2	48.5	48.6
매출채권	48.3	43.9	46.4	49.0	52.3
재고자산	125.9	129.0	132.7	136.4	142.5
비유동자산	259.0	258.8	262.4	262.4	262.3
유형자산	252.4	253.5	257.2	257.2	257.0
무형자산	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
투자자산	4.4	3.1	3.1	3.2	3.2
자산총계	499.8	502.1	512.8	525.0	535.6
유동부채	31.6	23.7	24.4	25.1	26.2
매입채무	18.4	14.8	15.2	15.6	16.3
단기차입금	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	32.1	39.1	39.4	39.6	35.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	18.0	20.0	20.0	20.0	15.0
부채총계	63.7	62.8	63.7	64.7	61.3
자본금	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
자본잉여금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-0.7	-1.4	-2.0
이익잉여금	431.8	434.6	445.1	457.0	471.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	436.0	439.3	449.1	460.3	474.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	5,941	7,076	7,278	7,481	7,818
EPS(지배주주)	-291	216	465	515	610
CFPS	-221	604	600	730	816
EBITDAPS	-384	373	558	686	770
BPS	15,246	15,359	15,702	16,096	16,585
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	-39.1	48.0	14.6	13.2	11.1
PCR	-51.5	17.1	11.3	9.3	8.3
PSR	1.9	1.5	0.9	0.9	0.9
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EBITDA	-11.0	10.7	16.0	19.6	22.0
EV/EBITDA	-26.4	23.4	9.2	7.2	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	1.4	3.0	3.2	3.7
EBITDA 이익률	-6.5	5.3	7.7	9.2	9.9
부채비율	14.6	14.3	14.2	14.1	12.9
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	-49.9	10.6	25.0	32.5	42.8
매출채권회전율(x)	3.5	4.4	4.6	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6

Industry Brief
2020. 5. 22

하이록코리아 013030

시가총액 ≒ 보유현금, OPM 11.7%

▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

RA 배기연
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 1분기 매출 382억원(+17.6% YoY), 영업이익률 11.7%로 어닝서프라이즈 달성
- ✓ 중동 플랜트, 삼성중공업 FLNG向 매출 인식 확대가 호조의 원인으로 추정
- ✓ 2020년 수주액 1,597억원(+19.1% YoY)으로 증가세 전환 전망
- ✓ 1분기 현금보유액 1,575억원은 시가총액의 90% 수준, Downside Risk는 0
- ✓ Trademark였던 두 자릿수 영업이익률의 복귀는 밸류에이션 매력을 부각할 것

Buy

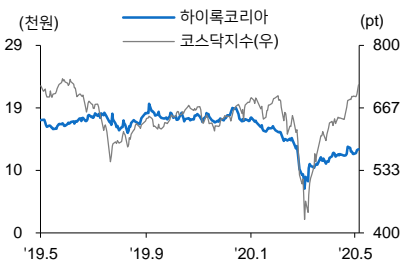
적정주가 (12개월) **18,000 원**
현재주가 (5.21) **12,850 원**
상승여력 **40.1%**

KOSDAQ	716.02pt
시가총액	1,749억원
발행주식수	1,361만주
유동주식비율	59.02%
외국인비중	43.88%
52주 최고/최저가	19,850원/6,800원
평균거래대금	7.2억원

주요주주(%)	
문후건 외 6 인	40.98
Invesco Canada Ltd. 외 4 인	17.86
HIGHCLERE INTERNATIONAL	6.31

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	-24.6	-26.1
상대주가	-7.9	-33.1	-27.4

주가그래프



1분기 매출 382억원(+17.6% YoY), OPM 11.7%의 어닝서프라이즈 기록

1분기 매출액은 382억원(+17.6% YoY), 영업이익 45억원(+61.8% YoY), 당기순이익 61억원(+98.7%)으로 컨센서스(매출 362억원, 영업이익 37억원, 당기순이익 41억원)를 크게 상회했다. 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과와 1분기 환율 상승으로 큰 폭의 이익 성장을 기록했다. 2019년 4분기부터 중동지역 Onshore Plant 물량과 삼성중공업의 FLNG 물량에 대한 본격적인 매출인식이 수익성 개선을 견인했다고 추정한다.

1분기 수주액 399억원(+19.2% YoY), 2020년 1,597억원 수주 전망

COVID-19가 실물경제에 영향을 미치면서 조선과 건설업계의 수주부진 우려는 존재하나, 공정후반에 투입되는 계장용 피팅제품의 특성상 2020년의 실적에 부정적 영향은 없다고 본다. 2019년부터 삼성 팹택공장 고도화와 관련한 수주 확대로 반도체向 수주 비중이 10% 수준으로 성장했으며, 전세계 반도체 투자 Cycle이 회복되면 전방 수요처 다각화의 장점이 부각될 수 있다. 2020년 신규 수주는 전년 대비 19.1% 증가한 1,597억원, 연간 매출액은 7.4% 증가한 1,526억 원을 전망한다.

1분기말 현금보유액 + 2020년 영업이익 = 시가총액

1분기 현금보유액(현금및현금성자산 + 단기금융자산)은 1,575억원으로 21일 기준 시가총액의 90% 수준이다. 2020년 예상 영업이익 176억과 합산하면 현재 시가총액과 같다. 투자 의견 Buy를 유지하나, Target PBR 하향을 적용(PBR 0.6 배)하여 적정주가는 18,000원으로 하향한다.

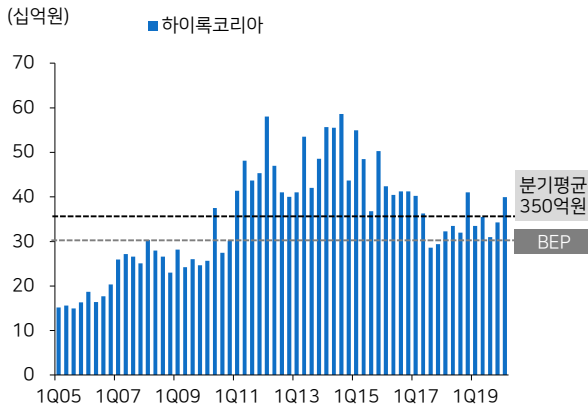
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	124.3	10.9	11.5	848	-48.3	24,637	19.4	0.7	5.9	3.5	8.4
2019	142.1	14.9	12.9	947	11.4	25,087	20.3	0.8	5.7	3.8	9.2
2020E	152.6	17.6	18.4	1,354	39.0	25,958	9.5	0.5	1.0	5.3	9.2
2021E	168.9	20.1	18.9	1,386	2.4	26,862	9.3	0.5	0.5	5.2	9.2
2022E	187.5	25.4	22.5	1,655	19.4	27,935	7.8	0.5	0.0	6.0	8.7

표1 하이록코리아의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액		34.6	30.5	29.0	30.1	32.5	36.1	34.2	39.3	38.2	39.3	37.8	37.2	124.3	142.1	152.6
영업이익		5.3	2.0	2.6	1.0	2.8	5.4	3.5	3.3	4.5	5.0	4.5	3.7	10.8	14.9	17.6
세전이익		6.1	5.6	2.7	1.7	4.1	6.9	5.6	2.0	7.9	7.1	6.6	4.4	16.1	18.7	26.0
당기순이익		4.7	4.4	2.3	0.8	3.1	5.5	4.4	0.6	6.1	5.2	4.8	2.8			
순이익		4.5	4.2	2.0	0.8	2.9	5.4	4.3	0.4	6.0	5.0	4.7	2.8	11.5	12.9	18.5
매출액 증가율	YoY	-26.3	-36.7	-42.9	-17.9	-6.2	18.2	18.1	30.5	17.6	8.9	10.6	-5.4	-32.0	14.4	7.4
	QoQ	-5.6	-11.8	-5.1	4.0	7.9	11.1	-5.3	14.9	-2.7	2.9	-3.8	-1.8			
영업이익 증가율	YoY	-46.3	-79.2	-74.2	-84.0	-48.0	173.4	35.5	231.9	61.8	-7.4	28.7	11.1	-69.5	37.6	17.9
	QoQ	-14.3	-63.0	30.6	-61.3	178.5	94.4	-35.3	-5.3	35.8	11.2	-10.0	-18.2			
영업이익률		15.4	6.4	8.9	3.3	8.5	14.9	10.2	8.4	11.7	12.7	11.8	9.9	8.7	10.5	11.5
순이익률		13.1	13.8	7.0	2.5	8.8	14.9	12.4	1.0	15.7	12.8	12.3	7.5	9.3	9.1	12.1

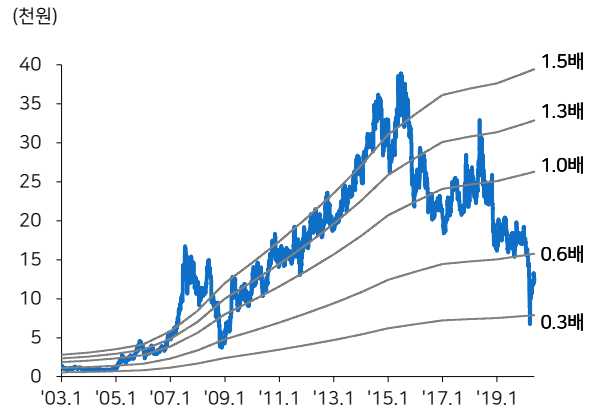
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 하이록코리아의 분기별 신규수주액



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 하이록코리아의 Fwd PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

하이록코리아 (013030)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	124.3	142.1	152.6	168.9	187.5
매출액증가율 (%)	-32.0	14.4	7.4	10.7	11.0
매출원가	89.3	105.0	110.6	122.2	132.5
매출총이익	35.0	37.1	42.0	46.8	55.0
판매관리비	24.1	22.2	24.4	26.7	29.6
영업이익	10.9	14.9	17.6	20.1	25.4
영업이익률	8.7	10.5	11.5	11.9	13.5
금융손익	3.3	2.7	4.1	3.7	3.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	1.1	4.3	2.5	2.3
세전계속사업이익	16.1	18.7	26.0	26.2	31.6
법인세비용	3.9	5.1	7.1	6.9	8.5
당기순이익	12.2	13.6	18.9	19.4	23.1
지배주주지분 손이익	11.5	12.9	18.4	18.9	22.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	252.3	269.2	282.7	299.7	316.8
현금및현금성자산	31.2	24.6	23.2	27.1	30.1
매출채권	46.3	43.4	46.6	49.1	51.8
재고자산	65.1	68.7	70.7	73.8	77.0
비유동자산	119.0	112.1	111.8	108.8	106.2
유형자산	85.1	82.0	78.6	76.0	73.9
무형자산	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
투자자산	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
자산총계	371.3	381.3	394.5	408.5	423.0
유동부채	18.6	18.8	19.2	19.8	20.5
매입채무	5.8	6.2	6.4	6.6	6.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	10.1	13.5	13.9	14.6	13.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	2.0	2.0	2.0	0.0
부채총계	28.7	32.3	33.1	34.4	33.7
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.3	-0.0	0.2	0.5
이익잉여금	305.2	311.1	322.7	334.8	349.2
비지배주주지분	7.3	7.5	8.0	8.5	9.1
자본총계	342.6	349.1	361.4	374.2	389.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	9.6	23.1	14.5	16.6	18.4
당기순이익(손실)	12.2	13.6	18.9	19.4	23.1
유형자산상각비	5.4	5.5	5.4	4.9	4.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-5.4	-1.9	-4.5	-4.4	-6.1
투자활동 현금흐름	-12.5	-22.9	-9.1	-5.9	-6.6
유형자산의증가(CAPEX)	-5.8	-2.6	-2.0	-2.2	-2.4
투자자산의감소(증가)	0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-20.8	-7.3	-6.8	-6.8	-8.8
차입금의 증감	-15.0	0.0	0.0	0.0	-2.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	-6.6	-1.4	3.9	3.0
기초현금	54.3	31.2	24.6	23.2	27.1
기말현금	31.2	24.6	23.2	27.1	30.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	9,128	10,439	11,209	12,410	13,769
EPS(지배주주)	848	947	1,354	1,386	1,655
CFPS	1,516	1,868	1,721	1,851	2,205
EBITDAPS	1,193	1,502	1,691	1,832	2,193
BPS	24,637	25,087	25,958	26,862	27,935
DPS	500	500	500	500	600
배당수익률(%)	3.0	2.6	3.9	3.9	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	19.4	20.3	9.5	9.3	7.8
PCR	10.8	10.3	7.5	6.9	5.8
PSR	1.8	1.8	1.1	1.0	0.9
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	16.2	20.5	23.0	24.9	29.9
EV/EBITDA	5.9	5.7	1.0	0.5	0.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	3.8	5.3	5.2	6.0
EBITDA 이익률	13.1	14.4	15.1	14.8	15.9
부채비율	8.4	9.2	9.2	9.2	8.7
금융비용부담률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.2	248.4	292.9	334.1	844.4
매출채권회전율(x)	2.5	3.2	3.4	3.5	3.7
재고자산회전율(x)	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

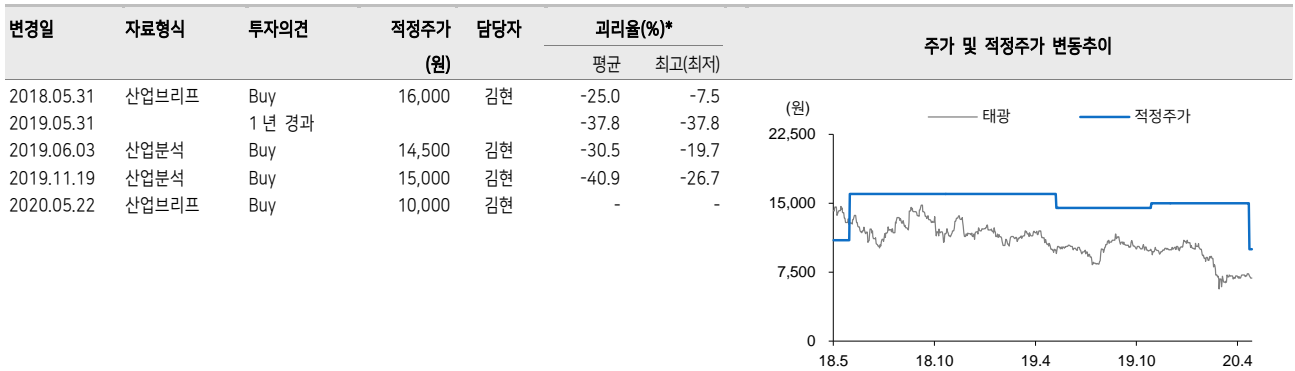
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

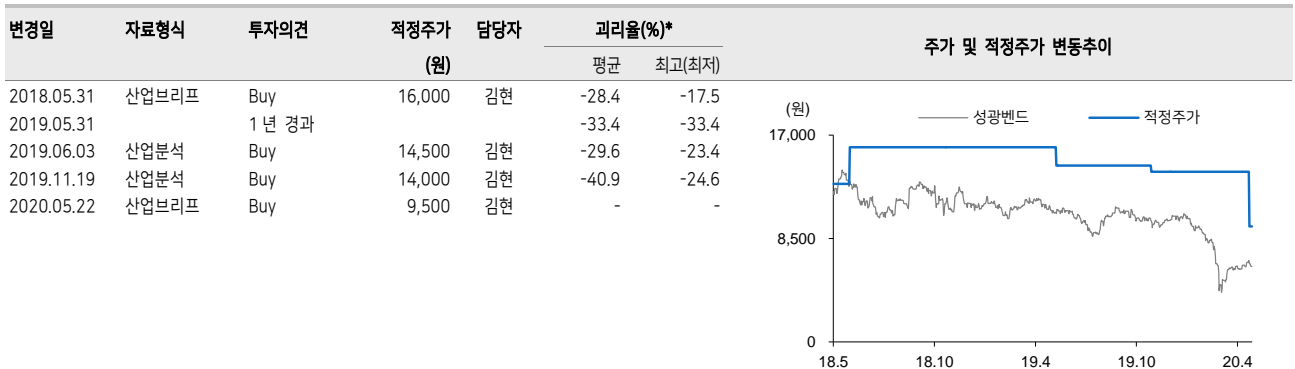
태광 (023160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



성광밴드 (014620) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하이록코리아 (013030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.05.31	산업브리프	Trading Buy	31,000	김현	-21.7	-1.3	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	27,500	김현	-33.2	-25.6	
2019.06.03	산업분석	Buy	23,500	김현	-31.7	-15.5	
2020.05.22	산업브리프	Buy	18,000	김현	-	-	