

목차

I. PBR-ROE 경로분석을 이용한 중소형주 투자전략 1

II. 유형 별 경로패턴 분석 2

1. 밴드 상하단 투자전략
보령제약, 알루코, 진로발효, NPC, 피에스케이, 삼익THK, 평화정공, 유진테크
2. ROE 상승종목 투자전략
KPX케미칼, 하이텍팜, 인탑스, 크레듀, 웅진씽크빅, S&TC, 와이솔, 상신브레이크
3. ROE 하락종목 투자전략
삼화페인트, 삼목에스펙, 이녹스, 경창산업
4. Distressed stock
태광, 화신, 인터플렉스, 위닉스, 영풍정밀, 퍼시스
5. 패러다임 변화
노루페인트, 블루콤, 나이스정보통신

III. Appendix. PBR-ROE 경로분석 36

1. 왜 PBR-ROE인가?
1) 초과이익모델 기반
2) PBR-ROE 모델의 장점
2. 경로패턴 정의
1) 콜옵션 매수 패턴
2) 가변 민감도 패턴
3) 높은 ROE 민감도 패턴
4) 낮은 ROE 민감도 패턴
5) 패러다임 변화 패턴
6) 무작위 패턴

경로분석(5): 경로패턴 신뢰도가 높은 중소형주 찾기

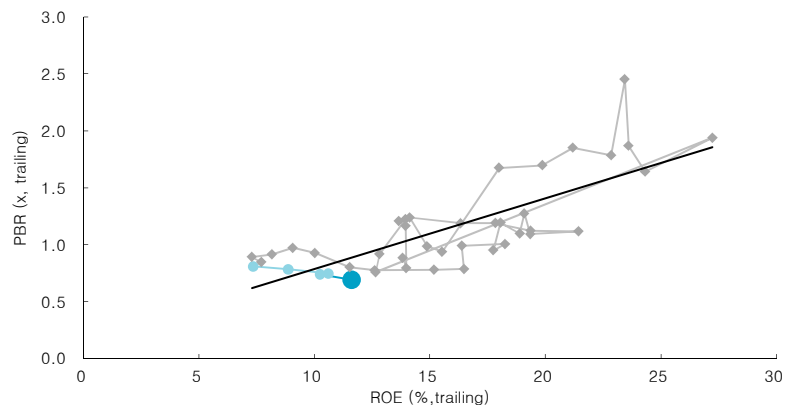
대형주에 비해 경로패턴의 신뢰도가 낮은 중소형주

전문 기관투자자들이 투자를 이끄는 대형주와 달리 개인투자자 비중이 상대적으로 높은 중소형주는 대형주에 비해 주가가 역동적으로 움직인다. 주가가 역동적인 것은 규모가 작기 때문이기도 하지만, 실적보다 시장의 루머를 이용하는 투자자의 비중이 높아 '모 아니면 도' 방식의 투자가 많기 때문이다. 실제로 중소형주 중 PBR-ROE 경로패턴의 설명력이 높은 종목의 비중은 대형주에 비해 크게 낮은 편이다.

경로패턴의 신뢰도가 높은 시가총액 1~5천억 원 규모의 29종목 선정

우리는 이런 특성을 가진 중소형 종목 중 PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높아 투자 아이디어를 찾을 수 있는 종목을 선정했다. 이 종목들은 실적과 주가 간의 상관관계가 높아 실적 외 다른 요인이 주가에 개입될 가능성이 적어 주가 예측의 가시성이 높다. 이 중소형 종목을 1) 밴드 상하단 투자전략, 2) ROE 상승종목 투자전략, 3) ROE 하락종목 투자전략, 4) Distressed stock, 5) 패러다임 변화의 5가지 유형으로 분류하고 그에 맞는 29종목을 선정했다.

턴어라운드 지속 시 주가 상승을 기대할 수 있는 국면에 접어든 KPX케미칼



자료: 한국투자증권

I. PBR-ROE 경로분석을 이용한 중소형주 투자전략

시가총액 1~5천억 원 규모의
중소형 종목 분석

이번 보고서는 PBR-ROE 경로분석 시리즈의 다섯 번째로 시가총액 1천억 원 이상 5천억 원 이하의 중소형 종목 중 PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높은 종목을 분석했다.

대형주에 비해 경로패턴의
신뢰도가 낮은 중소형주

전문 기관투자자들이 투자를 이끄는 대형주와 달리 상대적으로 개인투자자 비중이 높은 중소형주는 대형주에 비해 역동적으로 움직인다. 주가가 역동적인 것은 규모가 작기 때문이기도 하지만, 실적보다는 시장의 루머를 이용한 투자자의 비중이 높아 ‘모 아니면 도’ 방식의 투자가 많기 때문이다. 실제로 중소형주 중 PBR-ROE 경로패턴의 설명력이 높은 종목의 비중은 대형주에 비해 크게 낮은 편이다.

경로패턴 신뢰도가 높은
중소형주 29개 선정해
5개 유형으로 분류

우리는 이런 특성을 가진 중소형 종목 중 PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높아 투자 아이디어를 찾을 수 있는 종목을 선정했다. 이 종목들은 실적과 주가 간의 상관관계가 높아 실적 외 다른 요인이 주가에 개입될 가능성이 적어 주가 예측의 가시성이 높다. 이 중소형 종목을 1) 밴드 상하단 투자전략, 2) ROE 상승종목 투자전략, 3) ROE 하락종목 투자전략, 4) Distressed stock, 5) 패러다임 변화의 5가지 유형으로 분류하고 그에 맞는 29종목을 선정했다.

〈표〉 경로패턴의 신뢰도가 높은 중소형 종목

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
밴드 상하단 투자	A003850	보령제약	432,552	380,921	27,885	23,165	18.7	2.32	81.5	12.4
	A001780	알루코	429,923	408,202	19,388	16,722	25.7	2.67	58.4	10.4
	A018120	진로발효	275,755	87,616	20,609	17,391	15.9	4.04	-4.8	25.5
	A004250	NPC	264,384	328,594	19,035	28,383	9.3	1.33	34.0	14.3
	A031980	피에스케이	204,333	134,507	12,670	10,671	19.1	1.19	-38.2	6.2
	A004380	삼익 THK	180,600	201,358	22,190	19,096	9.5	1.26	-1.2	13.3
	A043370	평화정공	320,250	1,086,519	46,960	43,208	7.4	0.72	6.6	9.7
	A084370	유진테크	276,299	74,305	10,062	15,557	17.8	1.54	-42.5	8.7
ROE 상승 종목	A025000	KPX 케미칼	272,008	806,950	48,462	45,714	6.0	0.69	75.5	11.6
	A106190	하이텍팜	100,661	45,844	7,246	9,079	11.1	1.07	62.2	9.6
	A049070	인탑스	144,910	658,447	11,342	-1,328	-109.1	0.42	적전	-0.4
	A067280	크레듀	350,865	130,445	12,268	10,851	32.3	2.93	43.1	9.0
	A095720	웅진씽크빅	288,741	642,877	14,420	3,199	90.3	1.19	433.2	1.3
	A100840	S&TC	173,219	247,289	23,611	18,972	9.1	0.80	52.9	8.7
	A122990	와이솔	286,691	278,741	22,080	21,343	13.4	2.73	207.4	20.3
	A041650	상신브레이크	150,300	345,324	28,019	23,177	6.5	1.25	58.7	19.3
ROE 하락 종목	A000390	삼화페인트	318,080	512,840	36,706	30,651	10.4	1.12	4.1	10.8
	A018310	삼목에스폼	200,900	248,004	39,437	32,430	6.2	1.18	-15.2	19.0
	A088390	이녹스	156,930	174,682	17,941	12,912	12.2	1.12	-48.9	9.2
	A024910	경창산업	123,271	572,105	28,544	18,262	6.8	1.00	-41.5	14.8
Distressed Stock	A023160	태광	287,525	275,282	8,976	9,187	31.3	0.69	-24.6	2.2
	A010690	화신	205,332	1,283,096	26,710	-12,497	-16.4	0.54	적전	-3.3
	A051370	인터플렉스	212,949	555,988	-77,125	-56,672	-3.8	0.80	적지	-21.4
	A044340	위닉스	186,489	200,967	-5,882	-8,021	-23.3	1.51	적전	-6.5
	A036560	영풍정밀	145,058	78,693	9,007	9,607	15.1	0.44	36.6	2.9
	A016800	퍼시스	400,775	227,884	20,956	26,979	14.9	1.18	9.4	8.0
패러다임 변화	A090350	노루페인트	214,000	450,031	25,092	30,097	7.1	0.82	110.4	11.5
	A033560	블루콤	247,680	209,584	31,547	30,643	8.1	1.69	27.0	20.9
	A036800	나이스정보통신	425,000	236,702	19,578	30,029	14.2	4.10	37.8	29.0

자료: WiseFn, 한국투자증권

II. 유형 별 경로패턴 분석

1. 밴드 상하단 투자전략

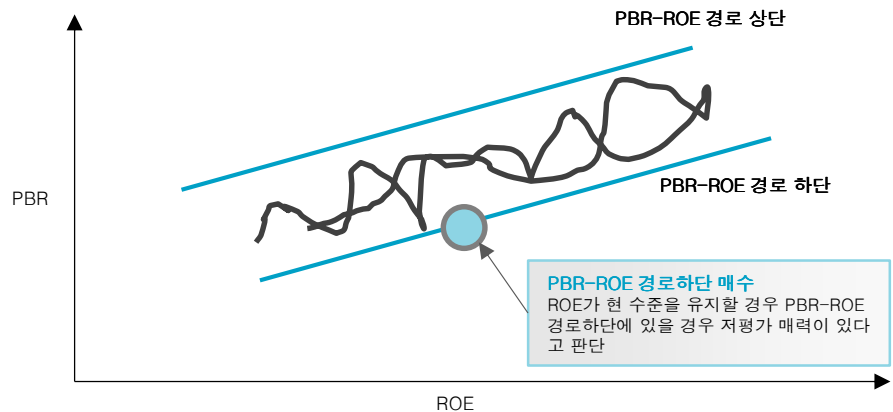
PBR 밴드 하단에서 매수,
상단에서 매도하는 전략

이 유형에 해당하는 종목들은 기본적으로 ROE가 상승하면 PBR이 높아지는 전형적인 경로패턴을 보인다. 이 종목들은 형성된 경로패턴 영역, 다시 말해 특정 밴드를 매매의 기준점으로 잡고 투자하는 전략이 바람직하다.

보령제약, 알루코, 진로발효 등은 주가가 지난 1년간 과거 경로형성 영역을 벗어나 과도하게 오른 종목이다. 이 종목들은 현재 주가가 다시 펀더멘탈 영역으로 조정되는 국면에 있다. 따라서 다시 펀더멘탈 영역으로 들어왔을 때는 충분히 투자매력이 높은 종목이라 할 수 있다.

NPC, 피에스케이, 삼익THK, 평화정공, 유진테크는 과거 경로패턴 내에서 주가가 형성되어 있다. 주가 패턴 밴드 하단에서는 투자매력이 충분하다. 이 중 평화정공, 유진테크는 현재 밴드 하단에 위치해 지금 시점에서 매수해도 충분한 투자매력이 있다고 판단한다.

[그림 1] 밴드 상하단 투자 전략 개념



자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 1> 밴드 상하단투자 전략이 유리한 종목들의 밸류에이션

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
밴드 상하단 투자	A003850	보령제약	432,552	380,921	27,885	23,165	18.7	2.32	81.5	12.4
	A001780	알루코	429,923	408,202	19,388	16,722	25.7	2.67	58.4	10.4
	A018120	진로발효	275,755	87,616	20,609	17,391	15.9	4.04	-4.8	25.5
	A004250	NPC	264,384	328,594	19,035	28,383	9.3	1.33	34.0	14.3
	A031980	피에스케이	204,333	134,507	12,670	10,671	19.1	1.19	-38.2	6.2
	A004380	삼익 THK	180,600	201,358	22,190	19,096	9.5	1.26	-1.2	13.3
	A043370	평화정공	320,250	1,086,519	46,960	43,208	7.4	0.72	6.6	9.7
	A084370	유진테크	276,299	74,305	10,062	15,557	17.8	1.54	-42.5	8.7

자료: WiseFn, 한국투자증권

보령제약(003850)

주가 53,000원 이하에서
투자매력 높아

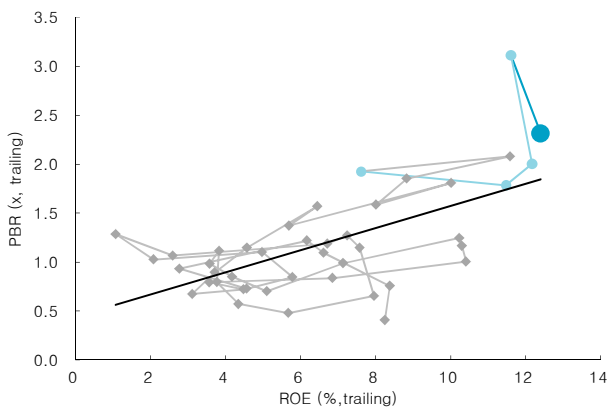
2014년부터 영업이익과 순이익이 한 단계 업그레이드된 보령제약은 지난 6월 주가급등 국면을 제외하면 경로패턴의 신뢰도가 높다. 현재 급등에 따른 조정 국면이 이어지고 있으나 장기적으로 안정적인 성장을 이어간다면 PBR 2.2배에 해당하는 53,000원 이하에서는 충분한 투자 매력이 있다고 판단한다. 현재 주가는 이 가격에 근접해 있다.

〈표 2〉 기업 현황 및 전망 - 의약품(겔포스, 카나브 등) 제조 및 판매회사

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 고혈압 치료제 카나브의 매출 확대와 주요 상품의 수요 증가로 외형은 전년동기 대비 10% 이상의 성장세를 보였음 - 매출원가율의 상승에도 지급수수료 및 광고선전비 감소로 판매비 부담이 완화된바 수익률은 전년동기대비 상승 - 고혈압 치료제 카나브는 멕시코를 포함 중남미 13개국, 러시아/중국 등 신흥 시장 진출한 가운데 선진시장 진출로 경쟁력 확대 중임 	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 의약품의 견조한 매출 확보 및 카나브의 해외 판권계약 규모 확대를 통하여 기술료 유입이 증가되어 견조한 외형 성장세를 보일 듯 - 외형 성장에 따른 규모의 경제 효과 및 효율적인 비용통제와 기술료 유입에 따른 마진을 상승으로 우수한 수익성을 확보할 것으로 전망됨 - 카나브 복합제의 국내 출시 및 해외 수출 확대와 신규 도입의약품 매출 증대 및 원료의약품 일본 수출 확대 등으로 장기적인 성장동력 확보할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 2-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



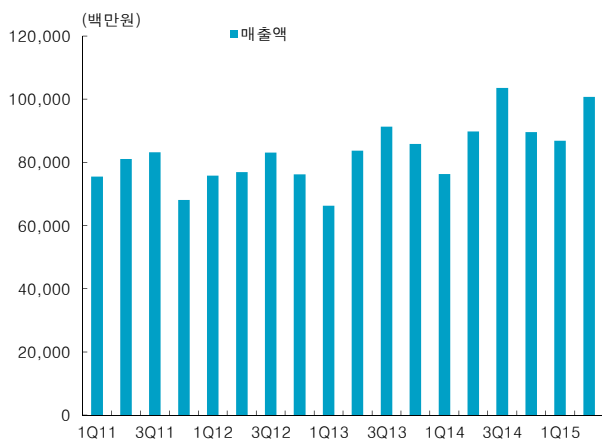
자료: 한국투자증권

[그림 2-2] 주가 추이



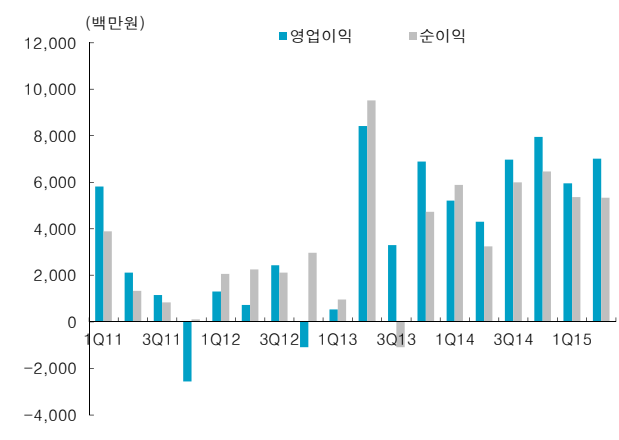
자료: 한국투자증권

[그림 2-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 2-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

알루코(001780)

주가 5,600원 이하에서
투자매력 높아

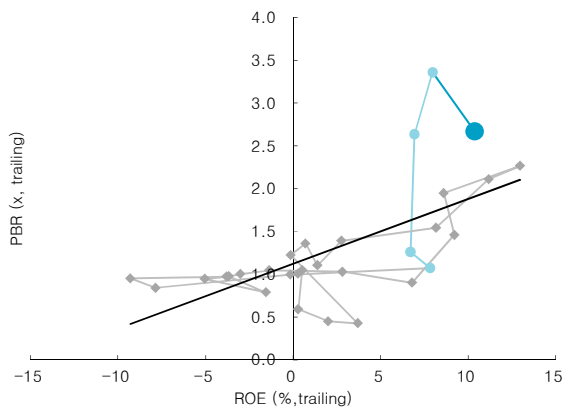
알루코는 2013년 이후 매출액이 한 단계 업그레이드 되고 적자 분기가 더 이상 나타나지 않고 있다. 경로패턴 역시 ROE 5% 이하에는 PBR 1배가 유지되었으나 2015년 중소형주 강세 국면에서는 과거 경로 영역을 벗어나 주가가 과도하게 급등했다. 현재 급등에 따른 조정 국면이 이어지고 있으나, 장기적으로 안정적인 성장을 이어간다면 PBR 2.2배에 해당하는 5,600원 이하에서는 충분한 투자 매력이 있다고 판단한다.

〈표 3〉 기업 현황 및 전망 - 알루미늄 압출 전문회사

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 국내 경기 침체에도 알루미늄 새시류의 국내의 판매 확대 및 고강알루미늄 내수 증가 등으로 전년반기대비 증가하였음 - 외형 확대에 따른 고정비 부담 축소되었으며, 외화환산이익, 투자부동산처분이익, 유형자산처분이익 등의 발생으로 전년반기대비 수익성 상승했음 - 순익 시현을 통한 자기자본 확대에도 과다한 차입금 부담 지속 및 유동성이 경직되어 있어 재무구조는 미흡한 편임 	<ul style="list-style-type: none"> - 주택 가격 상승세에 따른 주택 분양물량 확대로 알루미늄 새시의 판매 증가 예상되고, 해외 수출 판로 개척을 통한 성장세 전망 - 원재료 가격 하락세를 통한 매출원가를 개선 및 지속적인 판관비 절감 노력, 자회사의 실적 개선을 통한 지분법 이익 등으로 수익성 상승 기대 - 인도의 알루미늄 시장 진출을 위해 자회사인 현대알루미늄으로 인도현지 법인 설립을 준비 중으로 향후 알폼 수출을 통한 시장 내 입지 확대 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 3-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



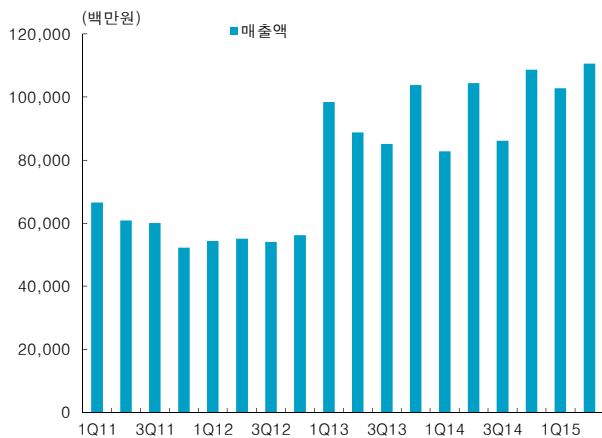
자료: 한국투자증권

[그림 3-2] 주가 추이



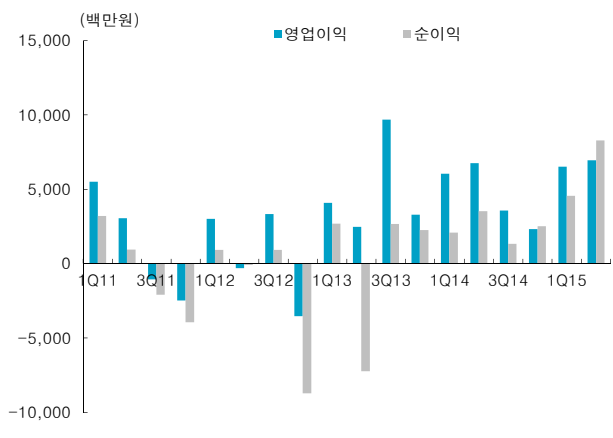
자료: 한국투자증권

[그림 3-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 3-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

진로발효(018120)

주가 32,000원 이하에서
투자매력 높아

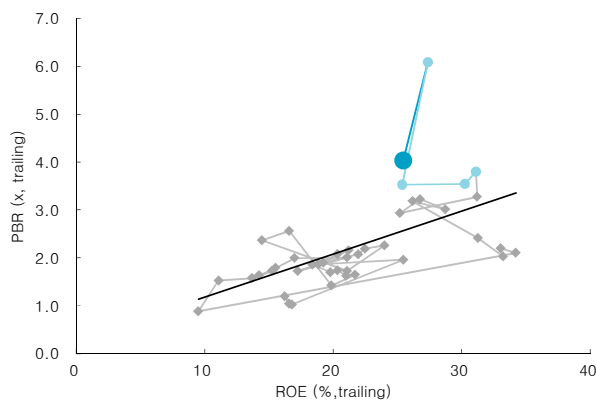
2014년까지 PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높았으나 최근 2분기 주가가 급등하면서 경로패턴의 신뢰도가 낮아졌다. 현재 급등한 주가가 조정국면에 있는데, 과거 경로형성 영역의 상단인 PBR 3.5배에 해당하는 32,000원까지 조정될 가능성이 높다고 판단한다. 과거 경로패턴의 신뢰도가 높았기 때문에 32,000원 이하에서는 투자매력이 높다.

〈표 4〉 기업 현황 및 전망 - 국내 시장점유율 1위의 주정 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 저도소주 유행과 함께 소주카테일류 제품 출시 관련 전방 산업인 소주업계 수요 증대로 주정판매 또한 증가하며 매출 규모 확대 - 매출신장과 함께 원가부담 완화되었으며 이자와 배당금 수익 증가, 수익성 전년동기대비 더욱 향상되며 30%대 영업이익률과 25%대의 순이익률 기록 - 시장 진입장벽이 높은 주정업계 내 최대의 생산설비 보유, 높은 점유율을 확보 중인 등 안정적인 시장 내 지위를 통한 영업활동 전개중임 	<ul style="list-style-type: none"> - 카테일소주와 함께 저도소주 유행으로 소주업계 출고량 증가 추세 이어질 전망, 이에 주정수요 역시 증가하며 무난한 매출 성장세 이어갈 듯 - 국제곡물 가격 하향안정화 추세에도 달러환율 강세로 수입원재료비 부담 우려되나, 소주업계와 달리 별다른 마케팅 비용 부담 등이 없어 우수한 수익성 이어나갈 듯 - 순이익 확대누적과 매출채권의 회수 및 재고관리 등 적절한 운전자본 관리로 영업현금흐름 더욱 확대, 80%대 자본비율 등 우수한 재무구조 보유로 자금 확보 용이할 듯

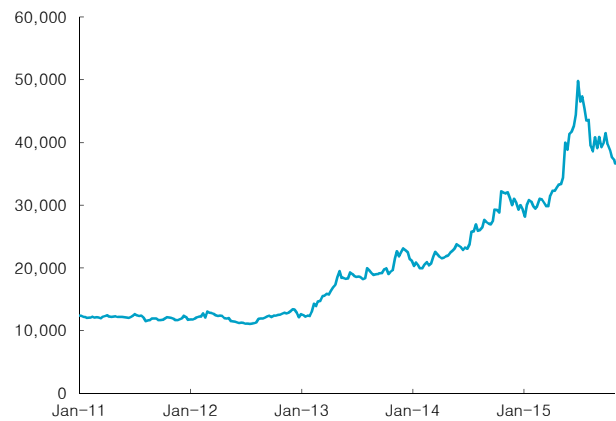
자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 4-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



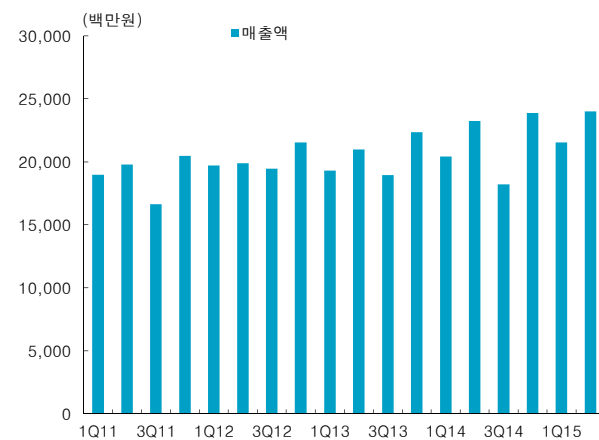
자료: 한국투자증권

[그림 4-2] 주가 추이



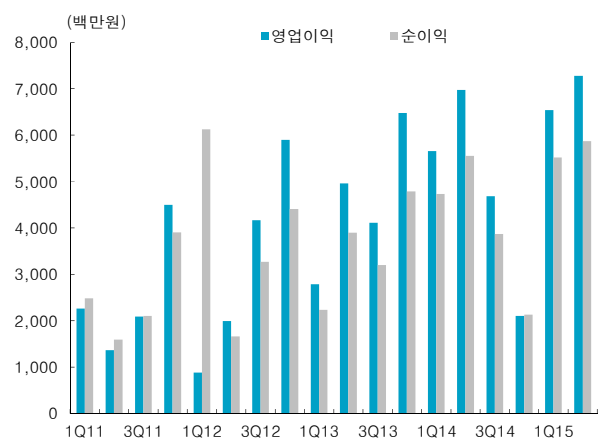
자료: 한국투자증권

[그림 4-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 4-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

NPC(004250)

주가 5,700원 이하에서
투자매력 높아

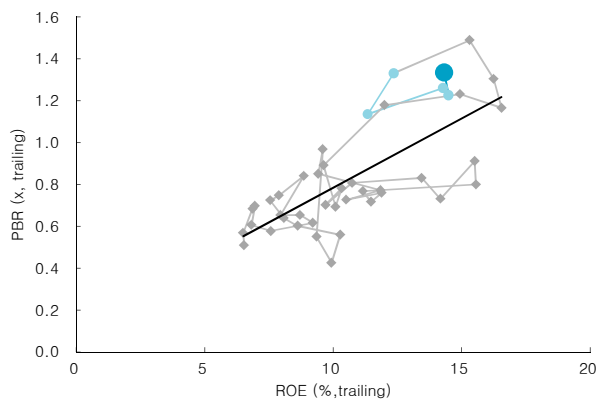
PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높은 NPC는 현재 14.1%의 ROE 수준에서 허용 가능한 가장 높은 PBR(1.6배)에서 거래되고 있다. 과거 경로형성 영역에 따르면 현재 ROE에서는 PBR 0.8~1.6배에서 움직이므로, 평균 수준인 PBR 1.2배(5,700원) 이하에서 매수하는 전략이 바람직해 보인다.

〈표 5〉 기업 현황 및 전망 - 합성수지 제품 제조 및 판매업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 사출제품 내수 가격 하락으로 내수 시장에서의 매출이 감소하여 환율 상승에 따른 수출 상승에도 외형은 전년동기대비 축소되었음 - 원재료 가격 안정세로 원가부담 완화 및 판매비 비중 하락에 따라 영업이익률 전년동기대비 상승하였으며 기타수지 개선으로 순이익률도 상승 - 차입금의 일부 상환 및 순이익의 내부유보를 통해 자본이 확충됨에 따라 재무 안정성은 전년말 대비 개선, 안정적인 수준 	<ul style="list-style-type: none"> - 해외 시장에서의 합성수지 사출 수요 확대 및 팔레트 및 컨테이너 부문의 외형 유지로 매출은 성장세를 보일 듯 - 환율 상승에도 원자재 가격 안정세를 통해 원가부담 경감이 기대됨에 따라 수익성은 양호한 수준을 유지할 전망 - 영업활동상 현금 창출력 및 차입금을 통해 자산을 취득하는 자금흐름을 보이고 있으나 안정적인 재무구조 확보로 자금흐름은 원활할 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 5-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



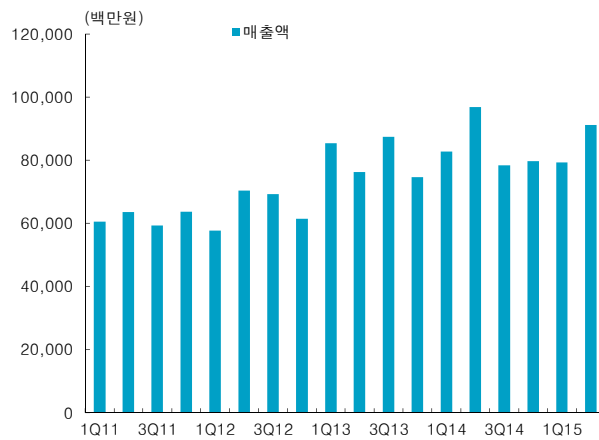
자료: 한국투자증권

[그림 5-2] 주가 추이



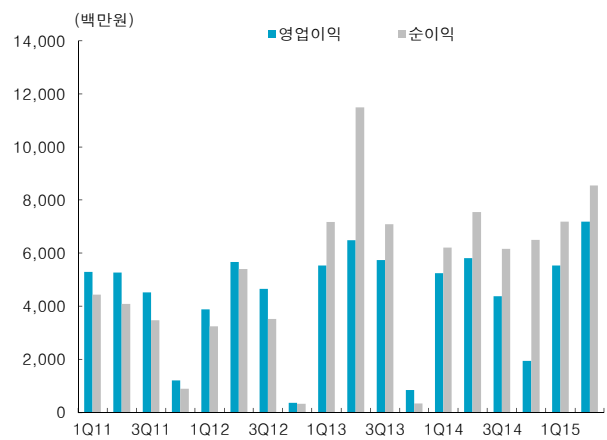
자료: 한국투자증권

[그림 5-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 5-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

피에스케이(031980)

주가 8,700원 이하에서
투자매력 높아

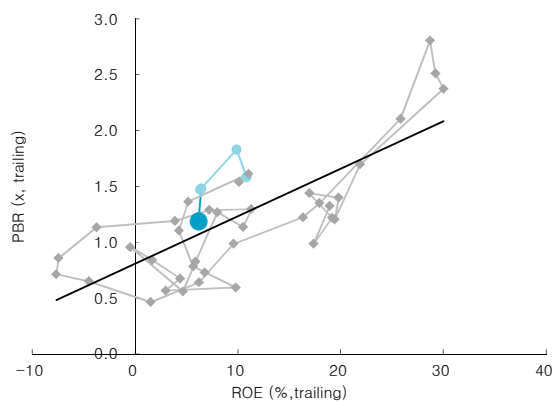
PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높은 피에스케이는 현재 6.2%의 ROE에서 허용 가능한 가장 높은 PBR(1.2배) 수준에서 거래되고 있다. 과거 경로형성 영역에 따르면 현재 ROE에서는 PBR 0.7~1.3배에서 움직이므로, 평균 수준인 PBR 1.0배(8,700원) 이하에서 매수하는 전략이 바람직해 보인다.

〈표 6〉 기업 현황 및 전망 - 반도체 식각공정 이후 애저장비 전문 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 반도체 후공정 산업의 투자 지연에 따른 Dry Strip 장비의 수주 감소로 매출규모는 전년동기대비 축소 - 매출 부진에 따른 판관비 부담 확대로 영업이익률 전년동기대비 하락, 법인세 비용 증가에도 기타영업외수지 개선으로 순이익률은 상승 - 무차입경영으로 충분한 자기자본 보유와 낮은 부채 수준, 풍부한 내부유동성을 확보한바 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 듯 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 반도체 후공정 업체의 투자 재개와 마이크론, UMC 등 해외 고객사 향의 안정적인 수주 증가 등으로 외형 회복 가능할 듯 - 매출 회복에 따른 가동률 향상과 규모의 경제 실현으로 고정비 분산 효과 등을 통해 수익성 향상 전망 - 영업활동상 부(-)의 현금흐름 보이나, 우량한 재무구조 및 풍부한 내부 유동성 확보한바 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 6-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



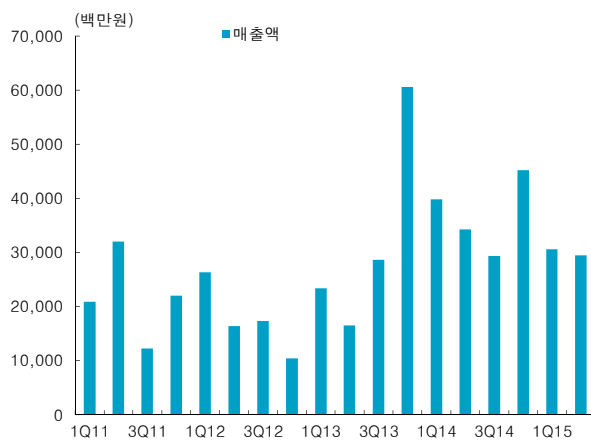
자료: 한국투자증권

[그림 6-2] 주가 추이



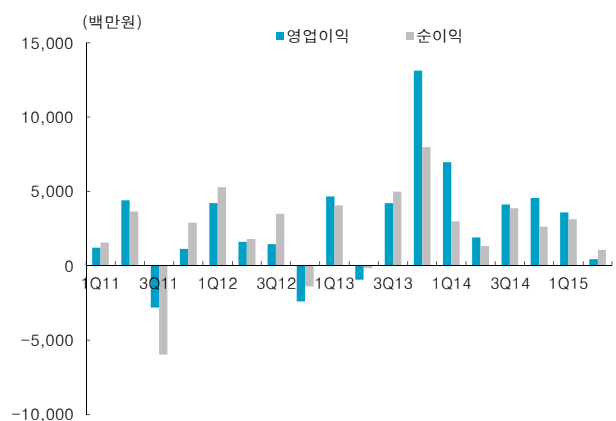
자료: 한국투자증권

[그림 6-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 6-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

삼익THK(004380)

주가 7,700원 이하에서
투자매력 높아

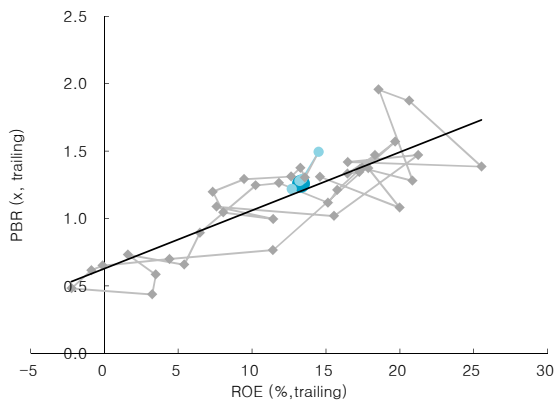
PBR-ROE 경로패턴의 신뢰도가 높은 삼익THK는 현재 13.1%의 ROE 수준에서 허용 가능한 가장 높은 PBR(1.3배)에서 거래되고 있다. 과거 경로형성 영역에 따르면 현재 ROE에서는 PBR 1.0~1.3배에서 움직이므로, 평균 수준인 PBR 1.15배(7,700원) 이하에서 매수하는 전략이 바람직해 보인다. 단, ROE가 상승할 것으로 예상하면 지금 주가도 충분히 매력적이다.

〈표 7〉 기업 현황 및 전망 - LM 시스템 및 메카트로 시스템 전문 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 반도체 업종을 중심으로 한 대규모 설비투자 재개로 주력 품목인 LM 시스템을 비롯하여 메카트로 시스템 판매 증가되어 전년대비 외형 성장 - 매출 증대에 따른 공장 가동을 상승 및 판매비 부담 완화로 전반적인 수익성 개선되어 전년대비 영업이익 및 순이익 확대 - 국내 LM 시스템의 시장에서 독보적인 1위 업체로 높은 시장 지배력 보유 중 	<ul style="list-style-type: none"> - 점진적인 경기 회복으로 지연되었던 산업설비투자 재개로 LM가이드, 메카트로 시스템 수요 증가 예상되는바, 매출 성장 지속 전망 - 엔화 약세에 따른 원자재 가격 안정화, 외형 성장에 따른 고정비 부담 완화, 생산 수율 개선으로 수익성 개선 전망 - 양호한 수익구조에 기반한 영업활동상 현금 창출력 및 안정적인 재무구조 감안 시, 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 8-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



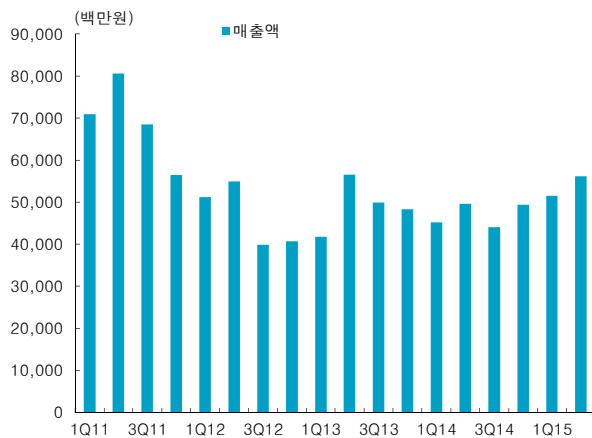
자료: 한국투자증권

[그림 8-2] 주가 추이



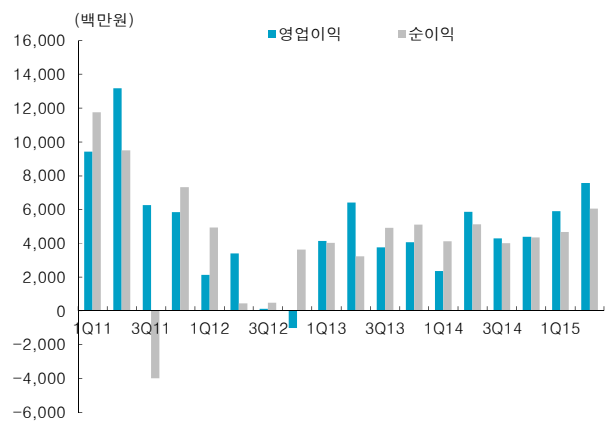
자료: 한국투자증권

[그림 8-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 8-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

평화정공(043370)

현주가 저평가 매력 높아

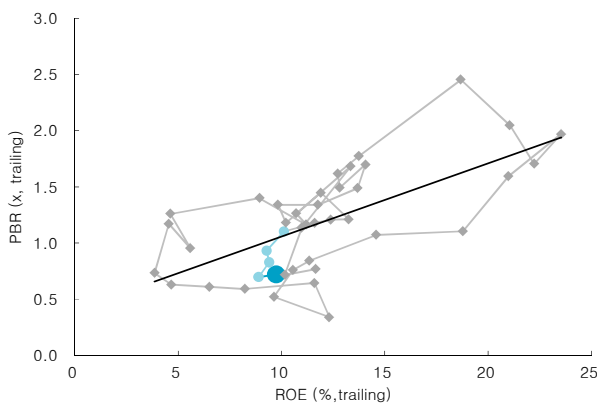
PBR-ROE 경로패턴에서 일정한 밴드를 찾을 수 있는 평화정공은 현재 9.7%의 ROE에서 형성될 수 있는 가장 낮은 수준의 PBR(0.7배)에서 거래되고 있어 저평가 매력이 높다. 현재 ROE 수준이 유지된다면 1차 매도 시점은 PBR 평균인 1.0배에 해당하는 21,000원이 기준이 될 것이다.

〈표 8〉 기업 현황 및 전망 - 자동차용 도어 latch, hinge 및 도어 모듈 생산업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 양호한 시장 지배력을 바탕으로 주 고객사인 현대/기아차로부터의 국내 및 중국 현지 법인 제품 수주 증가에 힘입어 전년대비 5.6%의 외형성장 - 신흥국 환율 약세에 따른 원가부담 확대 및 급여 등의 경비 증가에 따른 고정비 부담 확대로 영업이익 축소되었으나 영업외수지 개선으로 순이익 규모는 확대 - Door System 부품 부문 국내 시장점유율 1위로 양호한 시장 지배력 보유 	<ul style="list-style-type: none"> - 북미 판매 비중이 높은 가운데, 신차 출시 효과 및 환율 상승 수혜로 외형 성장 지속 전망 - 원화 약세에 따른 수출 채산성 강화와 외형 성장에 따른 고정비 부담 완화 등을 통해 수익성 개선 전망 - 영업활동상 양호한 현금 창출력과 안정적 수준의 재무구조를 견지한바 향후에도 자금운용상 특정 어려움 없을 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 8-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



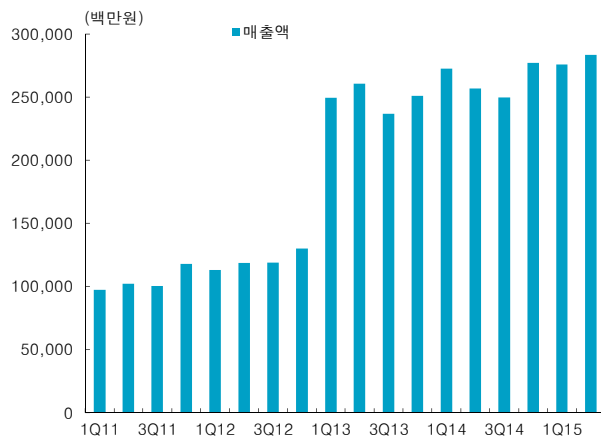
자료: 한국투자증권

[그림 8-2] 주가 추이



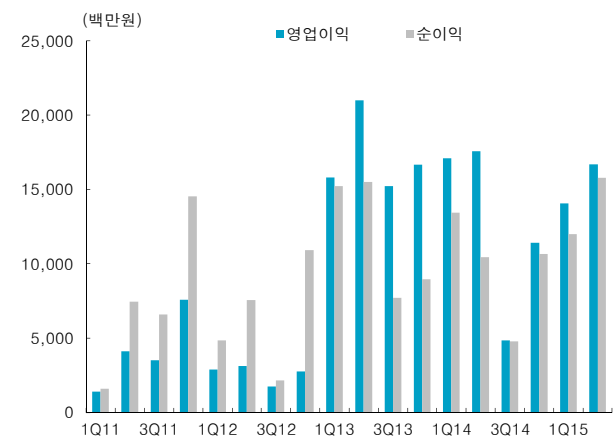
자료: 한국투자증권

[그림 8-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 8-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

유진테크(084370)

현주가 저평가 매력 높아

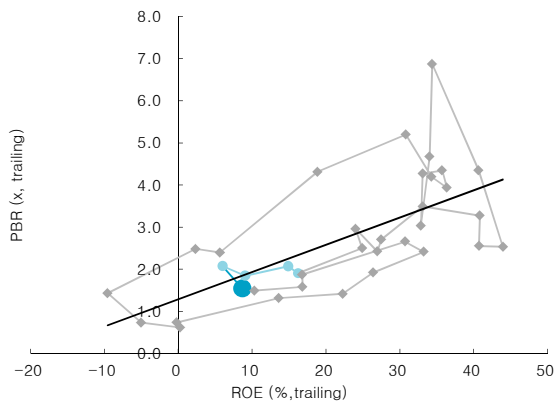
PBR-ROE 경로패턴에서 일정한 밴드를 찾을 수 있는 유진테크는 현재 8.6%의 ROE에서 형성될 수 있는 가장 낮은 수준의 PBR(1.4배)에서 거래되고 있어 저평가 매력이 높다. 현재 ROE 수준이 유지된다면 1차 매도 시점은 PBR 평균인 2.0배에 해당하는 16,700원이 기준이 될 것이다.

〈표 9〉 기업 현황 및 전망 - 반도체 전공정 프로세스 장비 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 해외 수주 증가에도 SK하이닉스의 M14 공사 중 사고에 따른 투자 지연의 영향으로 매출 규모는 전년동기대비 축소 - 경상개발비 증가 등 판관비 부담 확대로 영업이익률 전년동기대비 하락하였으나, 하자보수충당금 환입 등 기타수지 개선으로 순이익률은 상승 - 무차입경영을 실현하고 있으며, 자산대비 충분한 규모의 자기자본 보유 및 풍부한 내부유동성 등으로 우량한 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전자의 평택 반도체 투자에 따른 수주 증가와 해외 거래선으로의 LP-CVD 장비 공급 가시화 등으로 외형 신장 전망 - 매출 성장에 따른 고정비 부담 완화와 고마진의 ALD, SEG 매출 확대 등을 통해 현수준의 우수한 수익구조 유지 무난할 듯 - 최근 3년간 영업활동에 따른 현금 창출력이 정(+)의 상태를 유지하는 등 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 듯

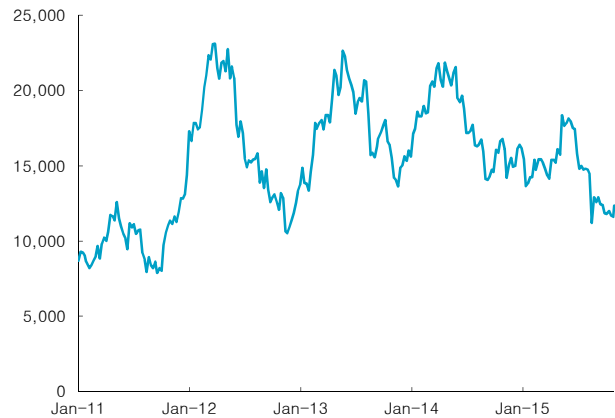
자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 9-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



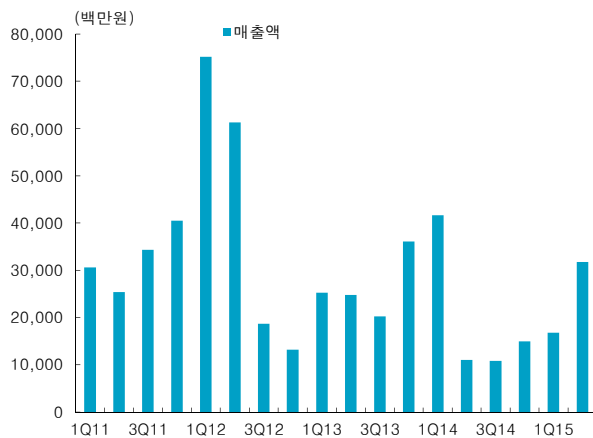
자료: 한국투자증권

[그림 9-2] 주가 추이



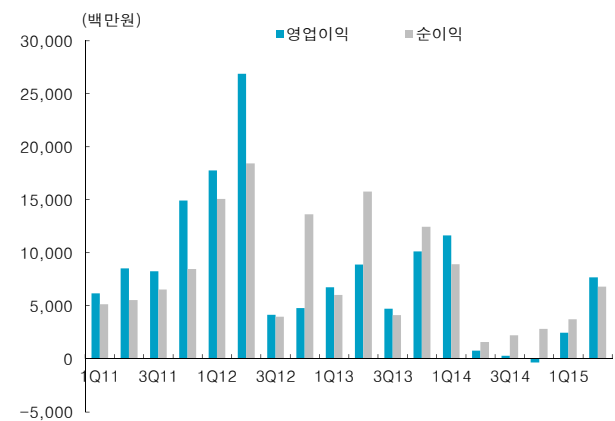
자료: 한국투자증권

[그림 9-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 9-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

2. ROE 상승종목 투자전략

ROE가 상승하고 있는 종목

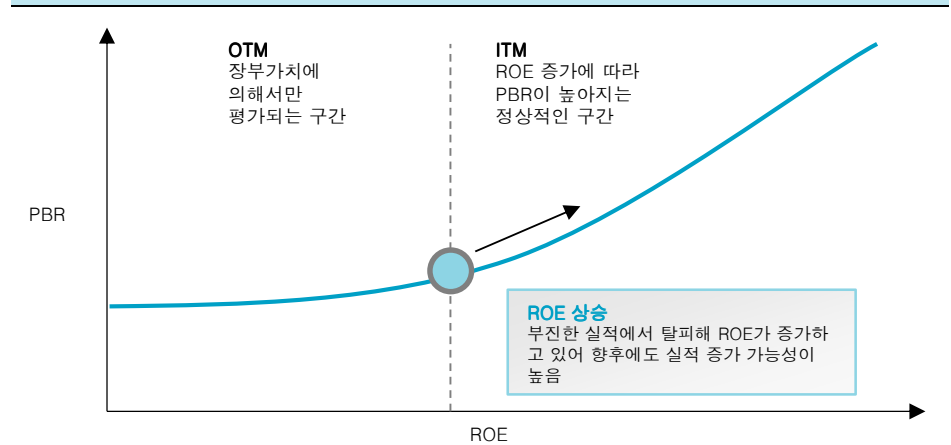
이 유형에 해당하는 종목들은 경로패턴의 신뢰도가 높은 종목들 중 ROE의 증장기 사이클이 확인되고, 최근 3~4분기 ROE가 상승하고 있어 향후에도 ROE가 높아질 가능성이 크다.

KPX케미칼, 하이텍팜, 인탑스는 역대 최악의 실적에서 벗어나고 있는 턴어라운드 과정을 겪고 있다.

크레듀, 웅진씽크빅, S&TC는 ROE 상승과 주가 상승이 동시에 일어나는 ITM 구간에 접어들고 있어 투자 시점으로 적절하다.

와이솔과 상신브레이크는 역사상 최고 ROE에 근접한 종목들로 ROE 추가 상승 시 패러다임 변화에 대한 기대로 주가가 크게 상승할 가능성이 높다.

[그림 10] ROE 상승종목 투자전략 개념



주: Trailing PBR, ROE 기준
자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 10> ROE 상승 종목들의 밸류에이션

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
ROE 상승 종목	A025000	KPX 케미칼	272,008	806,950	48,462	45,714	6.0	0.69	75.5	11.6
	A106190	하이텍팜	100,661	45,844	7,246	9,079	11.1	1.07	62.2	9.6
	A049070	인탑스	144,910	658,447	11,342	-1,328	-109.1	0.42	적전	-0.4
	A067280	크레듀	350,865	130,445	12,268	10,851	32.3	2.93	43.1	9.0
	A095720	웅진씽크빅	288,741	642,877	14,420	3,199	90.3	1.19	433.2	1.3
	A100840	S&TC	173,219	247,289	23,611	18,972	9.1	0.80	52.9	8.7
	A122990	와이솔	286,691	278,741	22,080	21,343	13.4	2.73	207.4	20.3
	A041650	상신브레이크	150,300	345,324	28,019	23,177	6.5	1.25	58.7	19.3

자료: WiseFn, 한국투자증권

KPX케미칼(025000)

턴어라운드 지속, 저평가 국면

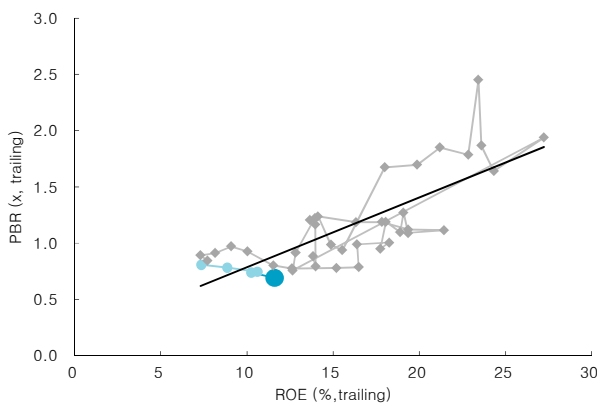
KPX케미칼은 ROE 10% 이상에서 ROE와 PBR이 정(+)의 관계를 갖고 있다. 현재 ROE가 10%를 돌파했지만 주가가 유의미하게 상승하고 있지 않아 저평가 국면으로 판단한다. 최근 4분기 동안 실적이 턴어라운드 하는 모습을 보여주고 있어 실적이 추가적으로 개선될 가능성이 높으며, 이 경우 유의미한 주가 상승을 기대할 수 있다.

〈표 11〉 기업 현황 및 전망 - 유기화학제품 및 화학약품의 제조와 판매업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 주요 품목인 PPG, PU-RESIN, CHEMICAL의 판매단가 하락 및 수출수입 부진 해짐에 따라 매출 외형 전년 대비 축소 - 운반보관비와 지급수수료 등 판매비 지출 증가에도 주요 원재료 가격 하락, 또한 이자수익 증가 등 금융수익 확대로 수익성 전년 대비 상승 - 국내 PPG 시장은 KPX케미칼, SKC, 금호석유화학, 한국바스프의 4개사가 경쟁 중이며 KPX케미칼이 점유율 선두를 나타내고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기의 완만한 상승흐름과 함께 전방 산업의 수요 확대로 PPG 수요 창출 기대 및 영업력 확대 등 매출 회복을 위한 노력 예상됨 - 당분간 원부재료 가격의 하향안정화 추세 지속될 전망이며, 외형 회복 관련 고정성 경비 부담의 점진적인 해소 등 수익률 상승 기대 - 2014년 1월 삼성 SDI주식회사의 S/W 및 CIS용 OC 사업부 인수, 기존 사업부와의 시너지 창출 및 경쟁력 강화를 통한 업계 내 입지 제고 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 11-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



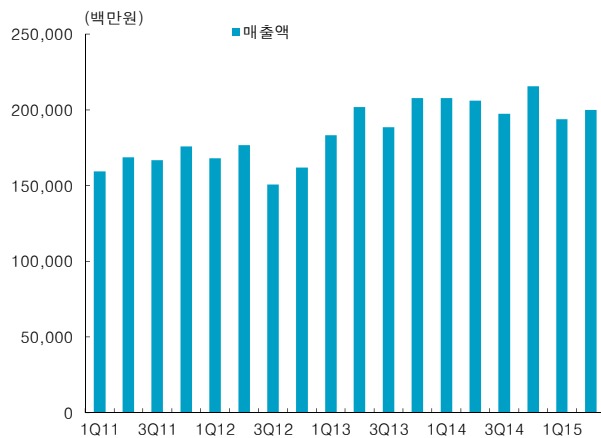
자료: 한국투자증권

[그림 11-2] 주가 추이



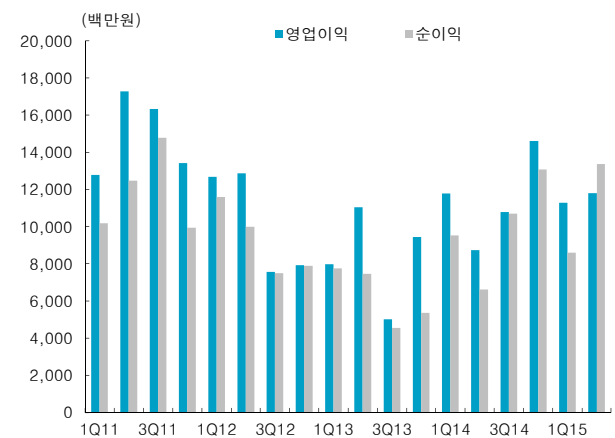
자료: 한국투자증권

[그림 11-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 11-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

하이텍팜(106190)

실적 개선이 이어질 경우
주가 상승 가능성 높음

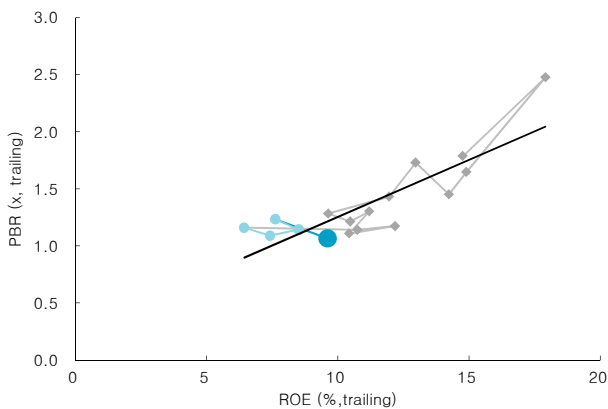
최근 5분기 동안 턴어라운드 하며 실적이 개선된 하이텍팜은 PBR 상승을 기대할 수 있는 ROE 10% 국면에 근접했다. 따라서 추가적인 실적 개선이 확인될 경우 주가 상승 가능성이 높다.

〈표 12〉 기업 현황 및 전망 -원료의약품 제조 및 판매 전문업체

현황 - 매출 감소에도 순익은 증가	전망 - 총주공장 건설 중
<ul style="list-style-type: none"> - 주요 수출국인 이태리, 그리스, 스페인 등에 무균이미페템, 무균세프트리악손 등의 수출 부진으로 전년반기대비 매출 감소 - 외형 축소에도 매출원가를 개선 및 판매비 감소 등으로 전년반기대비 영업이익률은 상승 - 영업이익의 감소에도 외환차손, 외화환산손실 등의 감소로 단기순이익은 전년 대비 큰 폭 증가 	<ul style="list-style-type: none"> - 세계 경기 회복세 둔화 및 중국의 경기 침체로 무균이미페템, 무균세프트리악손 등의 수출 회복세는 쉽지 않을 듯 - 경쟁과열에 따른 제품 단가 인하에도 지속적인 원가 절감 및 고정비 부담 축소로 수익성은 두 자릿수 유지할 듯 - 카파페넴계 항생제의 수요 증가로 생산량 증대 예상되며, 글로벌 수출기업으로 도약하기 위한 총주공장 건설이 2016년 완공될 예정

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 12-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



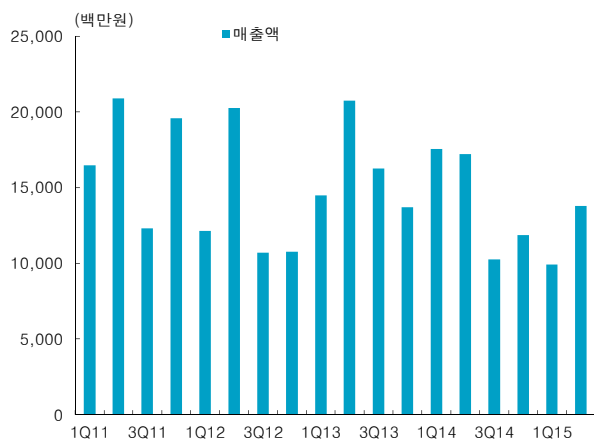
자료: 한국투자증권

[그림 12-2] 주가 추이



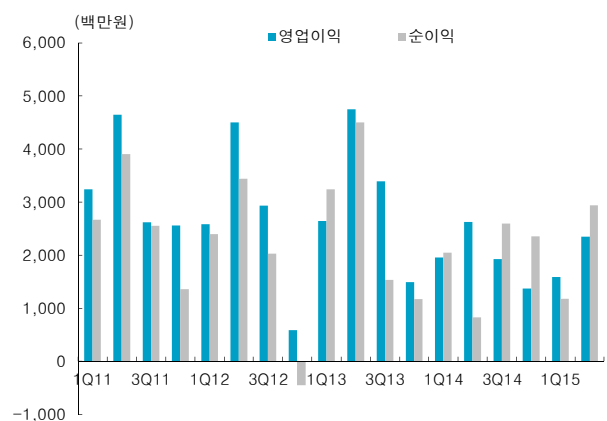
자료: 한국투자증권

[그림 12-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 12-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

인탑스(049070)

실적 개선 시 주가 상승 기대

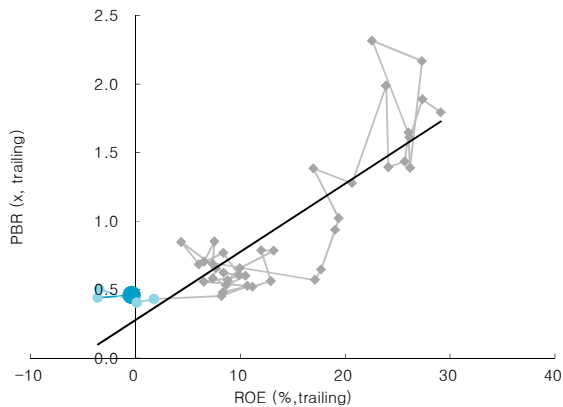
전형적인 콜옵션 매수패턴을 보여주고 있는 인탑스는 적자를 기록한 2014년 2분기를 기점으로 턴어라운드 양상을 보이고 있다. 현재 PBR 수준에서 주가가 하락할 가능성은 낮다고 판단하며, 실적 개선 시 주가 상승을 기대할 수 있는 국면에 근접해 있다.

〈표 13〉 기업 현황 및 전망 - 휴대폰케이스 전문 제조기업

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 스마트폰 산업의 성장 둔화로 휴대폰 부품 판매 부진한 가운데 프린터 사업부 판매도 감소하며 전년동기대비 매출 규모 축소 - 매출 감소에도 원가 절감 노력을 통해 영업이익 전년동기대비 흑자 전환, 금융수지도 개선되며 순이익도 흑자 전환 - 순이익 내부유보와 매입채무 감소를 통한 부채 부담 완화로 제 안정성 지표 전년말 대비 개선되었으며, 우수한 수준의 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 스마트폰시장의 성장 둔화 및 메탈케이스 등 휴대폰 케이스 소재의 다변화로 플라스틱케이스를 주로 생산하는 동사의 매출 성장은 제한적일 듯 - 매출 성장이 제한적일 것으로 예상되나, 원가 절감 및 비용효율화 노력이 지속되어 온 바 흑자기조 지속할 듯 - 업황 부진에도 수익성 개선 추세 보이는 가운데 우수한 재무구조 견지한 바 사업운용상 단기적 자금흐름은 무난할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 13-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



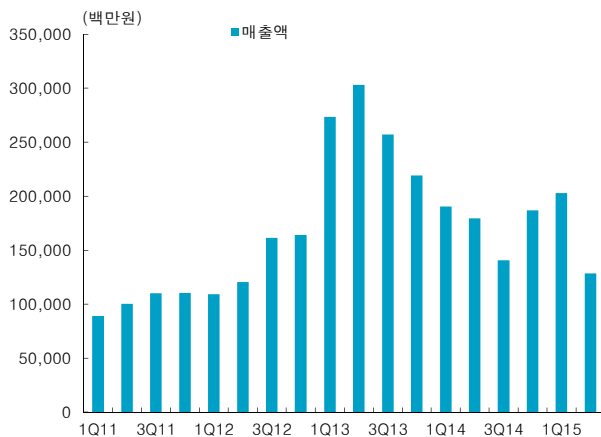
자료: 한국투자증권

[그림 13-2] 주가 추이



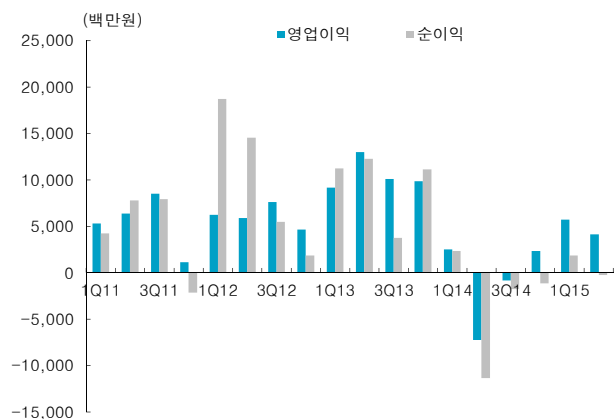
자료: 한국투자증권

[그림 13-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 13-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

크레듀(067280)

턴어라운드 지속, 저평가 국면

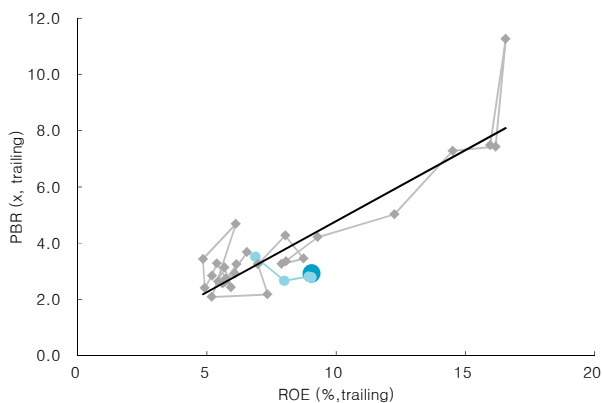
ROE 10% 이상의 구간에서 ROE와 PBR이 정(+)의 관계를 보여준 크레듀는 부진한 실적이 최근 개선되고 있어 실적 개선이 추가로 이어질 경우 의미 있는 수준의 주가 상승을 기대할 수 있다. 또한 현재 ROE에서 상대적으로 낮은 PBR에서 거래되고 있어 저평가 매력도 높은 편이다.

〈표 14〉 기업 현황 및 전망 - 오픽 및 HR교육, 이러닝 교육서비스 제공업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 오픽 응시자 감소 및 지식정보 서비스 부문의 매출 감소에도 삼성그룹 및 금융기관에서의 교육서비스 수요 증가로 전년동기대비 외형 성장 - 외형 성장에 따른 원가 및 판매비 부담 완화로 전년동기대비 영업이익률 상승, 법인세비용 증가에도 반기순이익률 역시 상승 - 무차입경영기조 지속 등 낮은 부채 수준을 유지하며 충분한 자기자본을 보유하고 있는바 전년에 이어 우량한 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 다양한 교육 플랫폼 및 컨설팅 수행 실적을 바탕으로 교육서비스 부문에서 양질의 콘텐츠를 제공하고 있는바 매출 성장세 이어갈 전망 - 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화와 적절한 비용통제, 지식정보서비스를 기반으로 한 서비스원가부담 완화로 수익성 향상 가능할 듯 - 그룹사 이외의 BPO사업 확대 및 안전환경교육, 중국어 외국어 평가 등의 사업영역 확대를 통한 외형 성장이 기대됨

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 14-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



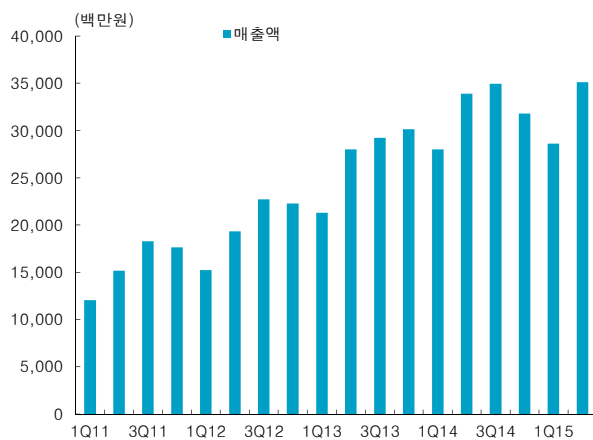
자료: 한국투자증권

[그림 14-2] 주가 추이



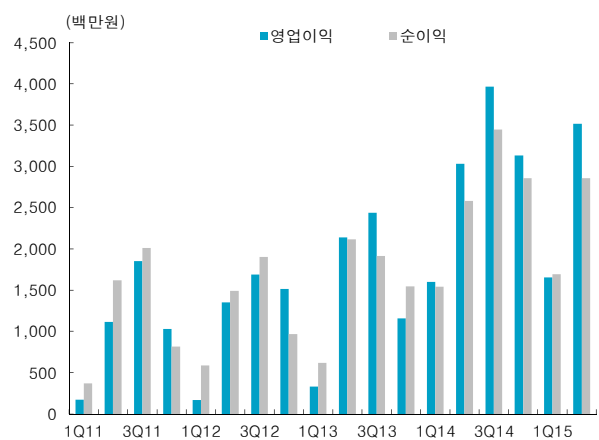
자료: 한국투자증권

[그림 14-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 14-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

웅진씽크빅(095720)

실적 개선이 이어질 경우
의미 있는 주가 상승 기대

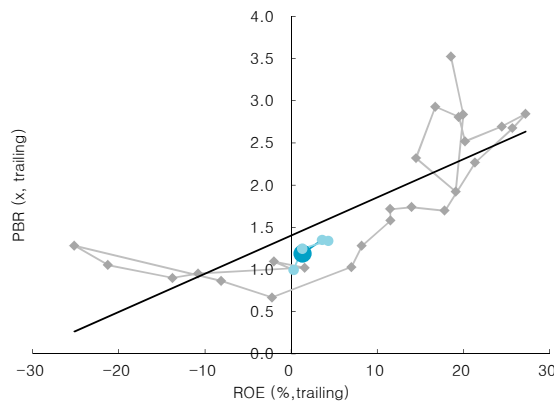
전형적인 콜옵션 매수 패턴을 보이고 있는 웅진씽크빅은 ROE 0% 이상의 구간에서는 ROE 상승 시 주가 상승을 기대할 수 있다. 과거 부진한 실적이 최근 개선되고 있어 실적 개선이 추가로 이어질 경우 의미 있는 수준의 주가 상승을 기대할 수 있다.

〈표 15〉 기업 현황 및 전망 - 출판 및 교육서비스 사업 영위업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 종속회사 컴퍼스미디어의 양호한 성장 및 학습지 매출 증가에도 전집류 및 단행본 판매 부진 등으로 매출 규모 전년동기 수준에 정체 - 판매수수료 감소 등 판관비 부담 완화에도 원가를 상승으로 전년동기대비 영업이익률 하락, 기타영업외수지 저하로 순이익률 하락 - 이익잉여금 누적을 통한 자기자본 확충에도 매입채무, 차입금 증가로 부채 규모 확대되어 전년말 대비 안정성 지표 하락 	<ul style="list-style-type: none"> - 북클럽 회원 수 증가에 따른 학습지 부문의 양호한 성장 및 전집 판매 증가가 기대되는바 매출 성장 가능할 전망 - 회원 수 증가에 따른 규모의 경제 효과 및 북클럽 관련 광고선전비 감소, 구조조정을 통한 인원 감축 등으로 수익성 개선 가능할 듯 - 2015년 7월 1~3세 영유아를 대상으로 한 북클럽 공알을 출시, 다양한 디지털 콘텐츠 제공 및 해외 시장 서비스 확대를 통한 성장 기대

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 15-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



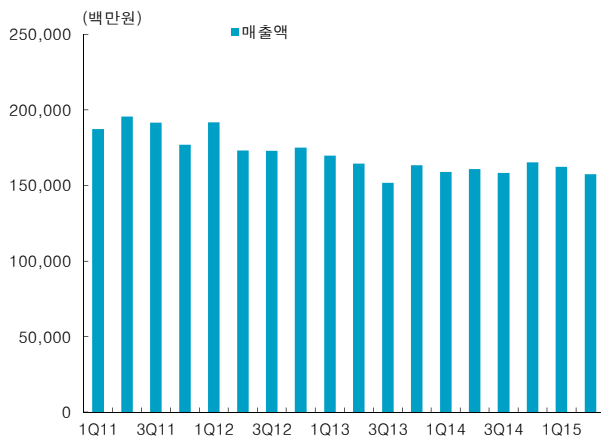
자료: 한국투자증권

[그림 15-2] 주가 추이



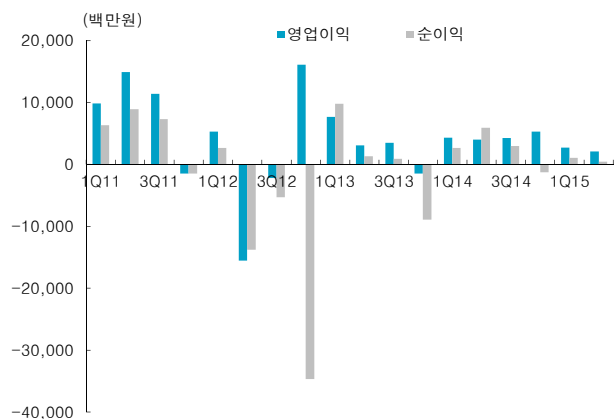
자료: 한국투자증권

[그림 15-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 15-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

S&TC(100840)

ROE 10% 이상에서
PBR 상승폭 큼

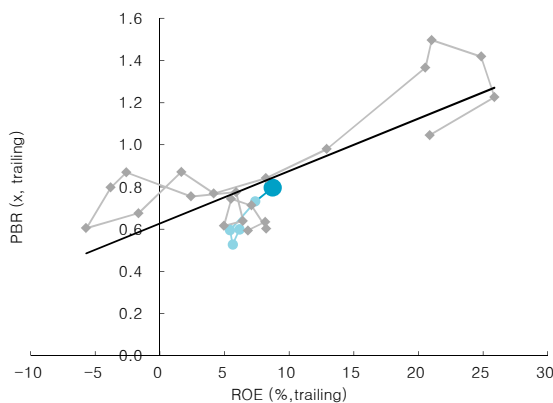
최근 5분기 연속 실적이 개선되어온 S&TC는 실적 개선 속도에 부합한 PBR 상승이 이루어져 실적에 대한 시장의 관심이 충분히 형성된 것으로 판단한다. ROE 10% 이상에서는 실적 개선폭 대비 PBR 상승폭이 크기 때문에 실적 개선이 지속된다면 유의미한 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다.

〈표 16〉 기업 현황 및 전망 - 열교환기 및 배열회수보일러 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 열교환기 및 배열회수보일러의 중동 등 해외 수주 감소하였으나, 국내 수주 증가에 힘입어 전년동기대비 매출 성장 - 공사원가 개선에 힘입어 영업이익률 전년동기대비 큰 폭 상승하였으며, 법인세 증가에도 순이익률 역시 전년동기대비 상승 - 매입채무 감소 등에 따른 부채규모 축소로 제 안정성 지표 전년말 대비 개선, 충분한 자기자본 확보로 우수한 수준의 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기 회복에 대한 기대 및 발전 플랜트 시장의 확대, 꾸준한 열교환기 수주 계약 등으로 매출 성장 전망 - 매출 성장에 따른 고정비 부담의 완화와 주요 원재료 가격의 약세 등으로 현 수준의 양호한 수익구조 견지할 듯 - 순이익 확대 등으로 영업활동상 정(+)의 현금흐름으로 전환, 우수한 수준의 재무구조 견지한바 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 16-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



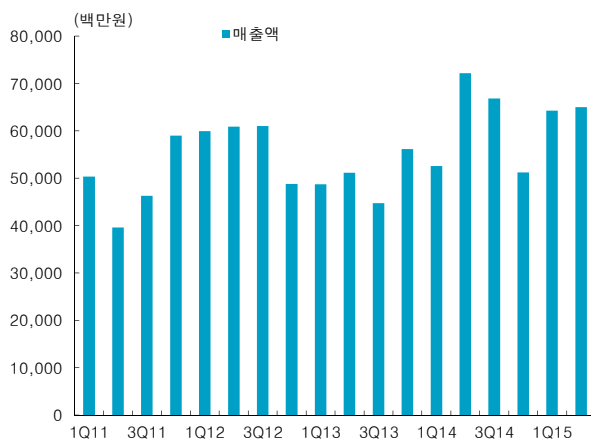
자료: 한국투자증권

[그림 16-2] 주가 추이



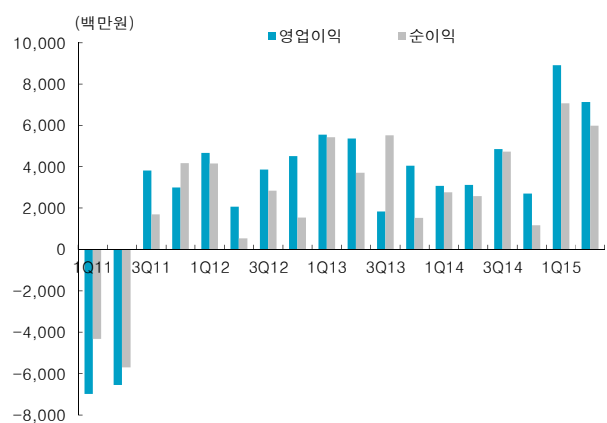
자료: 한국투자증권

[그림 16-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 16-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

와이솔(122990)

**빠른 턴어라운드를 고려할
경우 주가 추가 상승 가능성
높음**

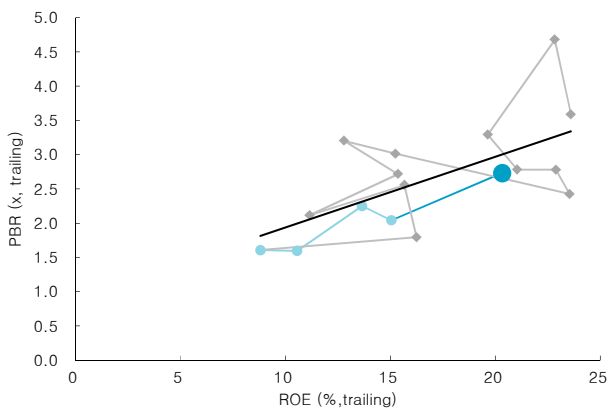
최근 5분기 연속 실적이 개선된 와이솔은 실적 개선 속도에 비해 PBR 상승폭이 상대적으로 낮아 저평가 국면에 있는 것으로 판단한다. 턴어라운드 속도가 빨랐기 때문에 실적 개선이 한 분기 더 확인될 경우 유의미한 주가 상승이 이어질 가능성이 높다.

〈표 17〉 기업 현황 및 전망 - 휴대폰용 RF솔루션 제품 제조기업

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 휴대폰용 SAW필터와 모듈, 스마트TV에 채용되는 블루투스 모듈 판매의 증가로 전년동기대비 양호한 매출 성장 - 큰 폭의 매출 증대에 힘입은 원가 및 판매비 부담의 완화로 영업이익률과 순이익률 전년동기대비 상승 - 유형자산 취득 등에 따른 자금 소요로 차입금 규모 증가하였으나, 전년말에 이어 여전히 무난한 수준의 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 스마트폰 등 모바일기기의 데이터 사용량 증가로 RF 부품 수요 확대, 중국 거래처 증가 등으로 매출 성장세 이어갈 듯 - 매출 성장에 따른 고정비 부담의 완화와 주력 제품의 고사양화 등으로 수익성 역시 개선 전망 - 데이터트래픽 증가에 따른 통신 주파수 범위 확대, 사물인터넷 확대 등 우호적 영업환경의 조성으로 안정적 사업 영위 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 17-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



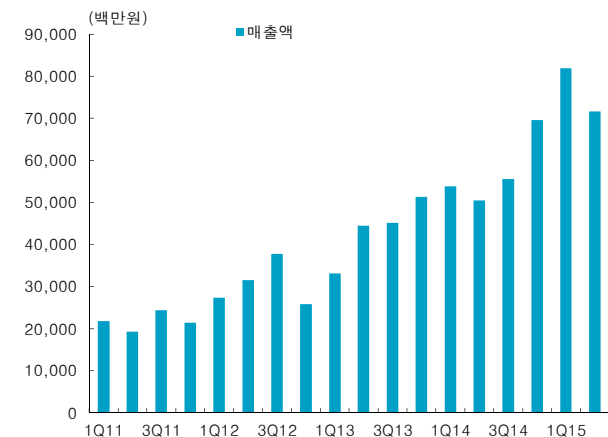
자료: 한국투자증권

[그림 17-2] 주가 추이



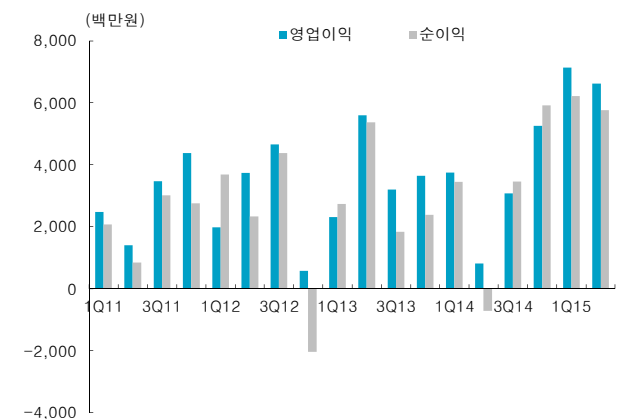
자료: 한국투자증권

[그림 17-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 17-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

상신브레이크(041650)

역사상 최고 ROE 경신 중,
패러다임 변화로
주가 업그レード 가능성 높음

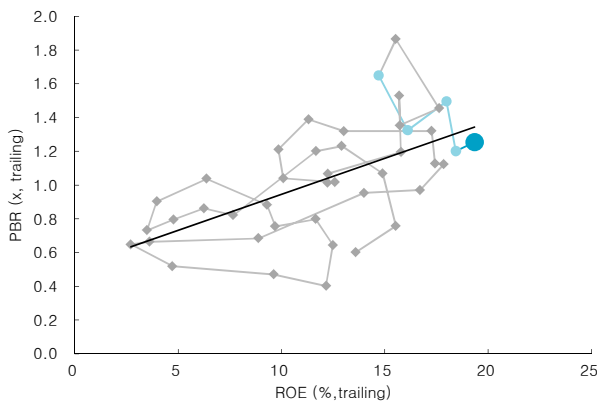
역사적 최고 ROE를 경신한 상신브레이크는 최근 ROE 상승한 만큼 주가가 상승하지 않아 저평가 매력이 높다. 또한 실적 추가 개선이 확인될 경우, 시장에서 수익성의 패러다임 변화로 인식될 가능성이 높아 주가가 한 단계 업그レード할 가능성 또한 높다.

〈표 18〉 기업 현황 및 전망 - 자동차용 브레이크 마찰재 전문기업

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 자동차산업의 성장둔화에도 다수의 국내외 완성차업체들을 매출처로 확보한바 전년동기대비 매출 규모 확대 - 원가를 하락으로 영업이익률 전년동기대비 소폭 상승, 외환관련수지의 개선 및 임대료 수익 증가 등으로 순이익률도 전년동기대비 상승 - 차입금 규모 증가에도 해외사업환산이익 및 순이익 내부유보를 통한 자기자본 확충으로 제 안정성 지표는 전년말의 무난한 수준 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 글로벌 경기 둔화의 지속 및 전방 자동차산업의 낮은 성장세에도 안정적 매출처 확보 및 해외 지역 판매 확대로 매출 성장 전망 - 중국 법인 중심의 매출 성장 기대에도, 고정성 경비의 증가 및 연구소 이전과 관련한 비용 발생 예정으로 수익성 개선은 제한적일 듯 - 국내 브레이크 마찰재시장의 점유율 1위 업체로 지속적인 해외 비중 확대를 통해 업계 내 경쟁우위 유지할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 18-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



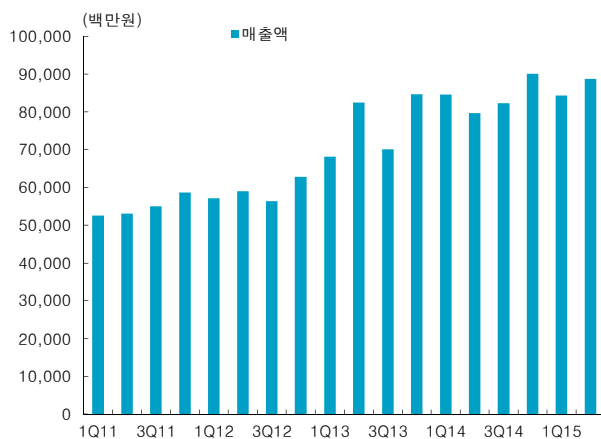
자료: 한국투자증권

[그림 18-2] 주가 추이



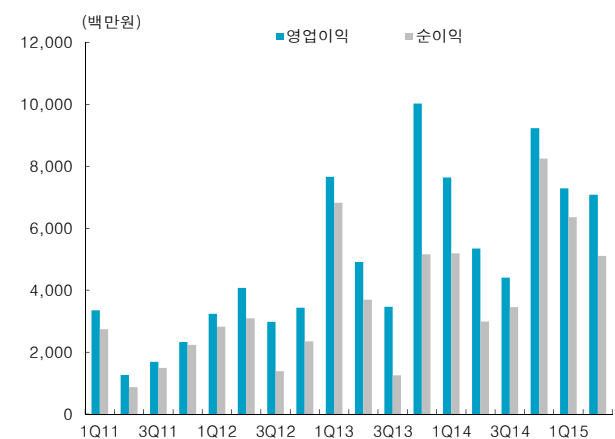
자료: 한국투자증권

[그림 18-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 18-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

3. ROE 하락종목 투자전략

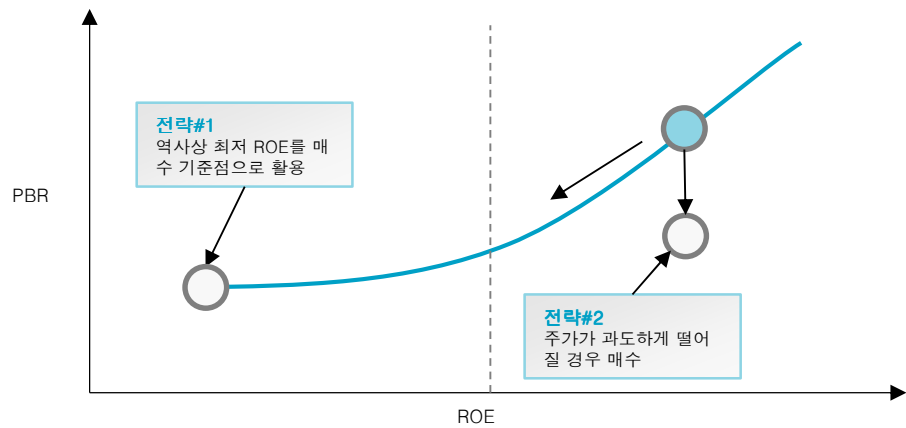
ROE가 하락하고 있는 종목

이 유형에 해당하는 종목들은 경로패턴의 신뢰도가 높은 종목들 중 최근 몇 년 이내에 최대 실적을 달성한 후 지속적으로 실적이 나빠져 ROE가 낮아지고 있는 종목들이다. 이 종목들에 대해 크게 두 가지 전략을 제시한다.

첫 번째는 ROE 하락이 멈출 때까지 기다린 후 매수하는 전략이다. 중장기 ROE 사이클이 있는 경우 과거 최저 ROE가 가장 보수적으로 볼 수 있는 매수 기준점이다. 두 번째는 ROE 하락 시 주가가 과도하게 떨어질 경우 단기 매수하는 전략이다. 과거 형성된 경로 패턴 하단이 매수 기준점으로 활용될 수 있다.

삼화페인트, 삼목에스폼, 이녹스, 경창산업이 이 유형에 해당된다.

[그림 19] ROE 하락종목 투자전략 개념



자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 19> ROE 하락 종목들의 밸류에이션

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
ROE 하락 종목	A000390	삼화페인트	318,080	512,840	36,706	30,651	10.4	1.12	4.1	10.8
	A018310	삼목에스폼	200,900	248,004	39,437	32,430	6.2	1.18	-15.2	19.0
	A088390	이녹스	156,930	174,682	17,941	12,912	12.2	1.12	-48.9	9.2
	A024910	경창산업	123,271	572,105	28,544	18,262	6.8	1.00	-41.5	14.8

자료: WiseFn, 한국투자증권

삼화페인트(000390)

주가 10,300원 이하에서
투자매력 높아

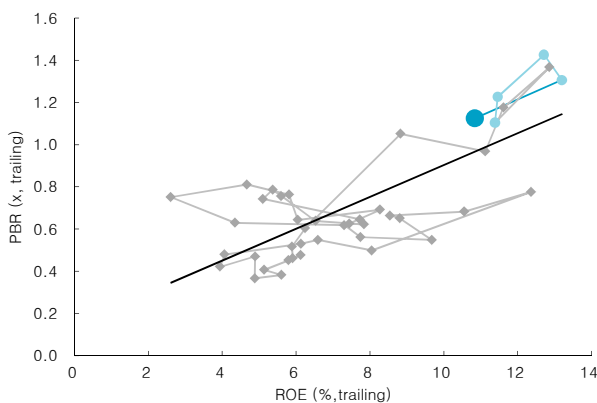
삼화페인트는 지난 1분기 역사상 최고 ROE(13%)를 달성한 후 2분기부터 ROE가 낮아지기 시작했고 주가도 하락했다. 실적이 다시 개선된다면 현재 PBR이 적정하지만 실적이 지속적으로 떨어진다면 역사상 최저 수준인 ROE 4%를 반등 기준으로 매매전략을 세울 필요가 있다. ROE가 현 수준에서 유지된다면 PBR 0.8배에 해당하는 주가 10,300원 이하에서는 투자매력이 높다.

〈표 20〉 기업 현황 및 전망 - 공업 및 건축용 도료 전문 제조기업

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기 부진에 따른 전방 산업 둔화로 페인트 판매 둔화, 페인트 가격 하락하며 전년동기대비 매출 규모 축소 - 원가를 하락하였으나, 광고선전비 및 운반비 증가 등에 따른 판관비 부담의 확대로 영업이익률 및 순이익률 전년동기대비 하락 - 오랜 업력 및 우수한 제품 경쟁력을 바탕으로 국내 페인트 시장 2위권의 양호한 시장 지위 확보 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기의 점진적 회복세와 국내 건설투자의 확대, 조선건조량 증가 등으로 페인트 수요 확대되며 매출 성장 전망 - 매출 성장에 따른 고정비 부담의 완화와 유가 하락에 따른 원재료 가격 약세로 수익성 역시 개선 전망 - 영업활동상 지속적인 현금 창출력 및 안정적 수준의 재무구조 견지한바 사업 운용상 단기적 자금흐름은 원활할 전망

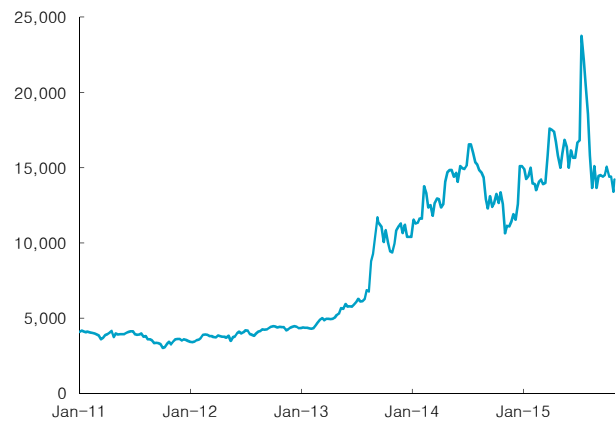
자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 20-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



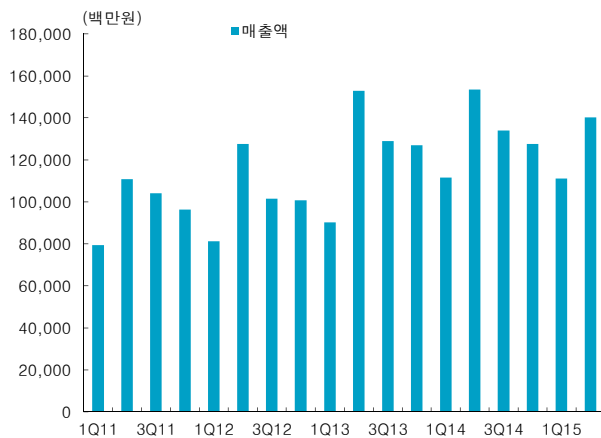
자료: 한국투자증권

[그림 20-2] 주가 추이



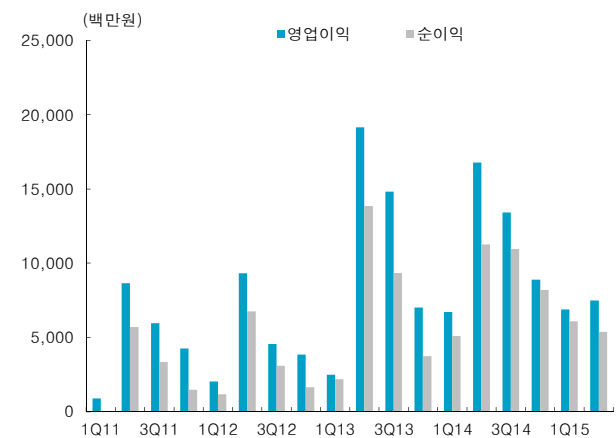
자료: 한국투자증권

[그림 20-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 20-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

삼목에스폼(018310)

주가 15,000원 이하에서
투자매력 높아

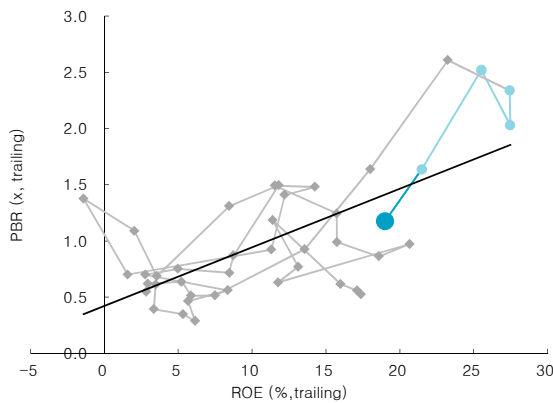
삼목에스폼은 2014년 3분기 27%의 역사상 최고 ROE를 달성한 후 ROE가 지속적으로 떨어지고 있다. 과거 경로패턴을 볼 때 실적 하락 추세는 손익분기점에 해당하는 ROE 0%까지 지속될 수 있다. 하지만 최근 이익률 하락에도 불구하고 매출액은 크게 감소하지 않아 실적 부진이 오래 지속될 가능성은 낮아 보인다. 현재 ROE가 유지된다면 PBR 0.9배에 해당하는 15,000원 이하에서는 투자 매력이 높다.

〈표 21〉 기업 현황 및 전망 - 건축용 알루미늄 거푸집 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 건자재 업황 개선세도 알루미늄폼 수주 감소로 전년동기대비 외형 축소 - 제조 원가 및 급여, 운반비 등의 관관비 증가로 전반적인 수익성이 비교적 큰 폭으로 악화되었고, 이에 영업이익 및 순이익 규모 크게 감소 - 다만, 80% 미만의 낮은 원가구조로 여전히 두 자릿수 이상의 양호한 수익구조 유지 	<ul style="list-style-type: none"> - 알루미늄거푸집 국내 시장점유율 45%를 차지하는 등 양호한 시장 지배력을 바탕으로 한 주택분양시장 활성화로 매출 증가 전망 - 알루미늄거푸집 매출 대부분이 판매가 아니라 임대이기 때문에 외형 확대 시 수익성 개선도 동반될 듯 - 품질혁신과 사후고객관리 강화 시스템 도입, 해외 시장 개척을 통한 사업 다변화 모색으로 대내외 경쟁력 강화 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 21-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



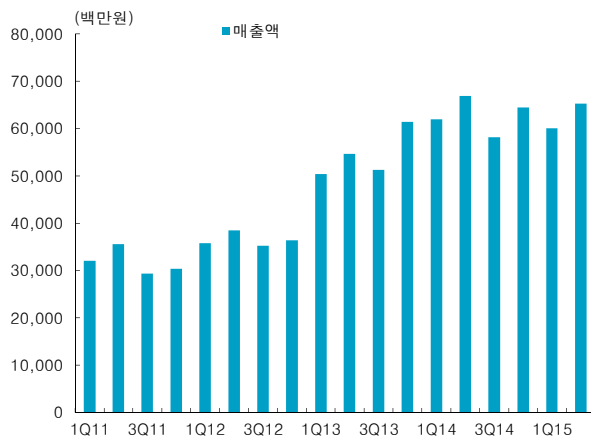
자료: 한국투자증권

[그림 21-2] 주가 추이



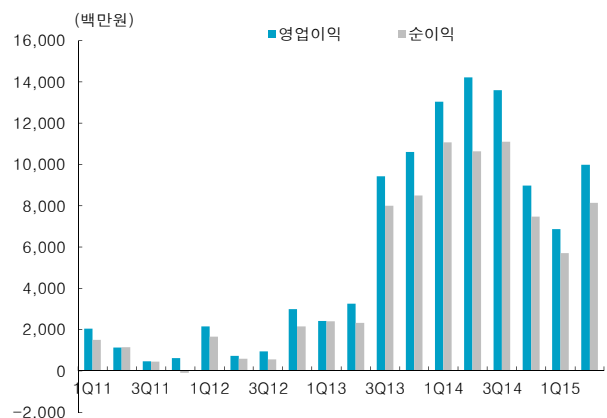
자료: 한국투자증권

[그림 21-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 21-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

이녹스(088390)

실적 하락세가 멈춘다면
현재 주가는 부담 없는 수준

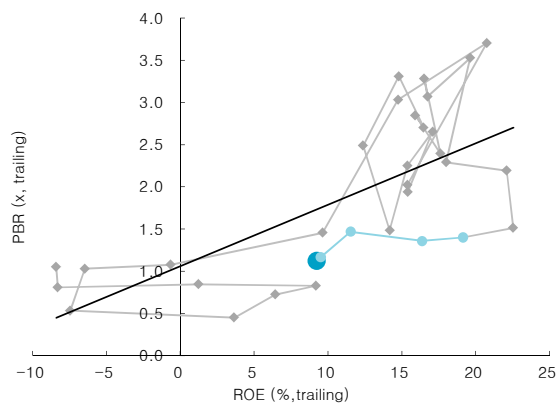
이녹스는 2014년 1분기 23%의 역사상 최고 ROE를 달성한 후 ROE가 지속적으로 떨어지고 있다. 과거 경로패턴을 볼 때 실적 하락 추세는 ROE -5%까지 계속될 수 있다. ROE 10% 이하 구간에서는 실적과 관계없이 PBR이 일정하게 움직이는 콜옵션 매수패턴을 보이고 있어 실적 하락에 따른 주가 하락폭은 크지 않은 편이다. 실적이 현재 수준에서 유지된다면 지금 주가는 매수하기에 부담 없는 수준이다.

〈표 22〉 기업 현황 및 전망 - FPCB 소재 및 반도체 패키지 재료 생산업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 스마트폰 성장 둔화에 따른 FPCB수요 부진에도, 알톤스포츠 인수 영향으로 전년동기대비 양호한 매출 성장 - 인건비, 수수료 증가 등에 따른 판관비 부담 확대로 반기 영업이익률 및 순이익률은 전년동기대비 하락 - 알톤스포츠 인수에 따른 자기자본 확충에도, 차입금 증가로 인한 부채 부담 확대로 재무안정성 전년말 대비 저하, 그러나 여전히 안정적 수준 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기의 점진적 회복 기대 및 무선충전 등 신규 FPCB 수요 증가, 자전거 수요 증가하며 매출 성장 전망 - 매출 성장에 따른 고정성 경비 부담의 완화와 고부가가치 제품 비중의 확대에 수익성 역시 개선 전망 - 알톤스포츠 인수한 가운데, 반도체소재 사업의 매출처 다변화 및 OLED 소재 사업의 확대에 중장기적 성장동력 확보 기대

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 22-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



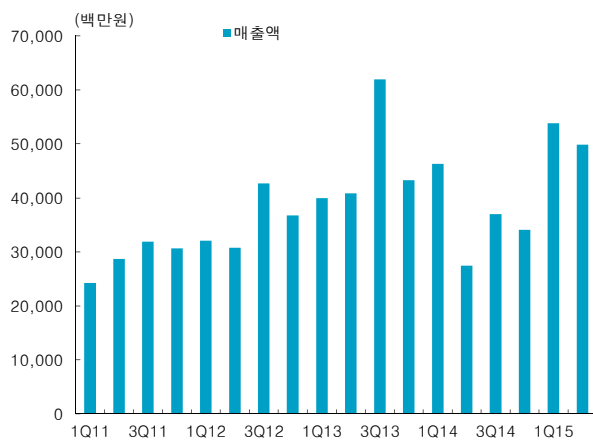
자료: 한국투자증권

[그림 22-2] 주가 추이



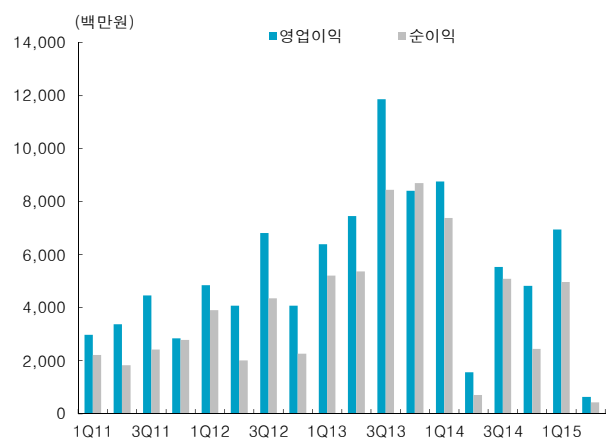
자료: 한국투자증권

[그림 22-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 22-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

경차산업(024910)

실적 하락세가 멈춘다면

현재 주가는 매력적

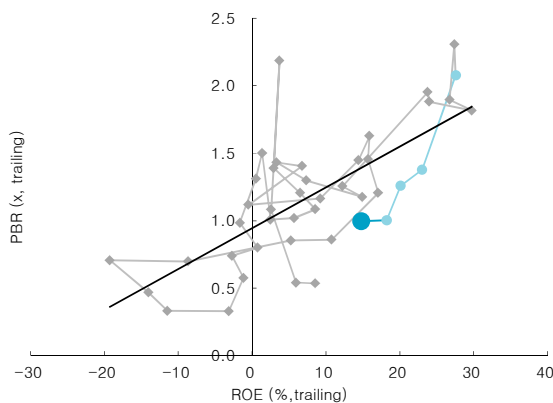
2014년 1분기 27%의 ROE를 기록한 후 ROE가 하락하면서 주가도 크게 떨어졌다. ROE 20% 이하 영역에서는 ROE 하락에 따른 PBR 하락폭은 크지 않은 편이다. 또한 ROE 하락과 달리 매출액은 증가하고 있어 추가적인 ROE 하락 가능성은 높지 않은 편이다. ROE 하락세가 멈춘다면 지금 가격은 충분히 매력적이다.

〈표 23〉 기업 현황 및 전망 - 오토 트랜스미션 등의 자동차 부품 생산업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 자동차산업 성장 둔화에도 안정적 매출처 확보에 힘입어 주력 오토 트랜스미션 판매 증가하며 전년동기대비 매출 규모 확대 - 인건비, 개발비 증가 등에 따른 판매비 부담 확대로 영업이익률 전년동기대비 소폭 하락한 가운데, 법인세 증가하며 순이익률도 하락 - 순이익 내부유보로 안정성 지표 전년말 대비 다소 개선되었으나, 자산대비 과중한 차입금 의존도로 여전히 미흡한 재무구조 보임 	<ul style="list-style-type: none"> - 전방 자동차산업의 낮은 성장세에도, 안정적 판매처 확보 및 현대차그룹의 중국 증설 영향이 이어지면서 매출 성장 전망 - 매출 성장에 따른 고정비 부담의 완화와 가동률 상승, 주요 원재료 가격의 상승 제한 등으로 수익성 개선 전망 - 차입금 의존도 여전히 과중한 수준이나, 토지, 건물 등 소유 자산을 담보로 제공하고 있기 때문에 단기간 내 상환 부담은 높지 않을 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 23-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



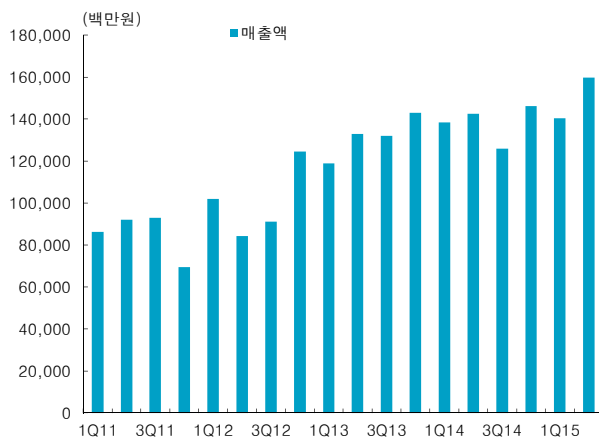
자료: 한국투자증권

[그림 23-2] 주가 추이



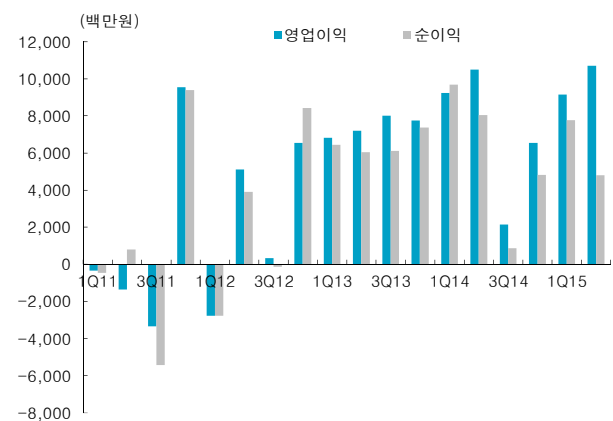
자료: 한국투자증권

[그림 23-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 23-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

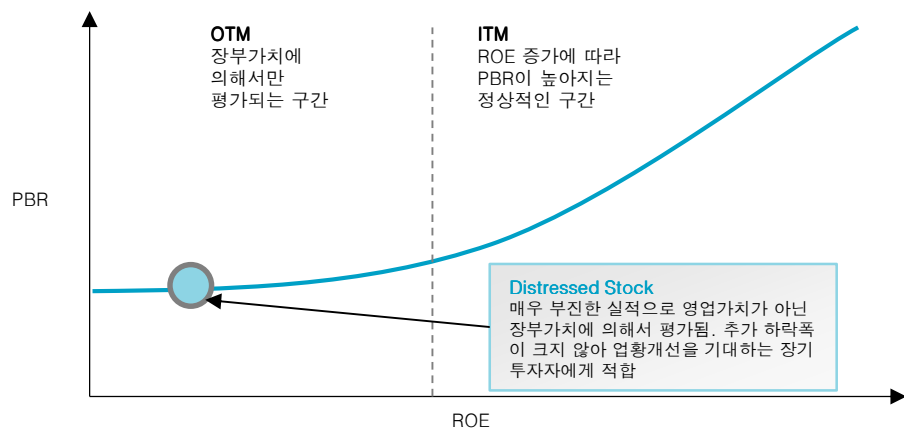
4. Distressed Stock

주가의 추가 하락 가능성 낮아
장기 가치 투자자에게 적합

이 유형에 해당하는 종목들은 ‘distressed’라는 명칭에서 유추할 수 있듯이 매우 극심한 불황을 겪고 있다. 이 종목들의 현재 ROE는 역사상 최저 수준일 뿐만 아니라 콜옵션 매수 패턴의 OTM 영역에 있어 해당 기업의 영업가치가 주가에 반영되고 있지 않다. 따라서 실적이 단기간에 개선되지 않더라도 주가의 추가 하락할 가능성은 낮은 편이다. 이 종목들은 장기적인 실적 정상화를 기대하고 투자할 수 있는 장기 가치투자자에게 적합하다.

태광, 화신, 인터플렉스, 위닉스, 영풍정밀, 퍼시스가 경로패턴의 신뢰도가 높은 distressed stock에 해당한다.

[그림 24] Distressed Stock 투자 전략 개념



자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 24> Distressed Stock 들의 밸류에이션

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
Distressed Stock	A023160	태광	287,525	275,282	8,976	9,187	31.3	0.69	-24.6	2.2
	A010690	화신	205,332	1,283,096	26,710	-12,497	-16.4	0.54	적전	-3.3
	A051370	인터플렉스	212,949	555,988	-77,125	-56,672	-3.8	0.80	적지	-21.4
	A044340	위닉스	186,489	200,967	-5,882	-8,021	-23.3	1.51	적전	-6.5
	A036560	영풍정밀	145,058	78,693	9,007	9,607	15.1	0.44	36.6	2.9
	A016800	퍼시스	400,775	227,884	20,956	26,979	14.9	1.18	9.4	8.0

자료: WiseFn, 한국투자증권

태광(023160)

업황 부진을 감안해도
충분히 매력적인 주가

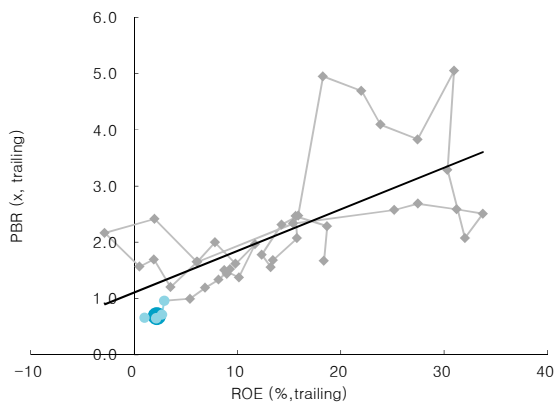
업황 부진으로 역대 최저 PBR에 거래되고 있는 태광은 손익분기점을 소폭 상회하는 실적을 이어가고 있다. 부진한 업황에도 대규모 적자를 피할 수 있는 튼튼한 체력이 있는 것으로 판단하기 때문에 ROE가 현재 수준 이하로 떨어질 가능성이 낮다. 크게 하락할 가능성이 적은 현재 주가는 distressed stock 관점에서 충분히 매력적이다.

〈표 25〉 기업 현황 및 전망 - 각종 배관자재 및 관이음식류 전문 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 조선, 해양 설비 산업 등의 전방 산업 부진에도 일본 건설업체발 피팅제품 수주물량 확대 등으로 전년동기대비 확대 - 저가 수주에 따른 원가부담 가중으로 영업수익성이 저하되었으나 외화환산이익 증가, 보상비 감소에 따른 영업외수지 개선으로 순이익률은 소폭 상승 - 무차입경영기조 유지하고 있고 총자산의 85%를 상회하는 풍부한 자기자본력과 미미한 부채 부담으로 안정적인 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 전방 산업의 수요 부진이 지속되고 있어 외형 성장폭은 제한적인 수준에 머물 듯 - 저가수주 지양에 따른 수주 단가 상승 노력에도 전방 산업 부진에 따른 가격 경쟁 심화 부담으로 수익성 개선폭도 제한적일 듯 - 우수한 재무구조 및 양호한 현금유동성을 통한 재무대응력을 감안할 때, 단기간 내 자금흐름상 큰 어려움 없을 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 25-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



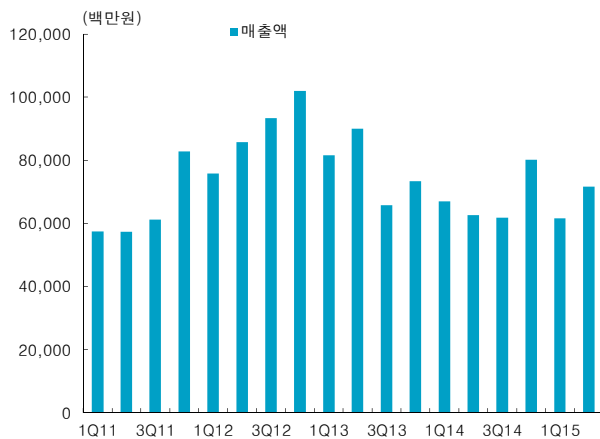
자료: 한국투자증권

[그림 25-2] 주가 추이



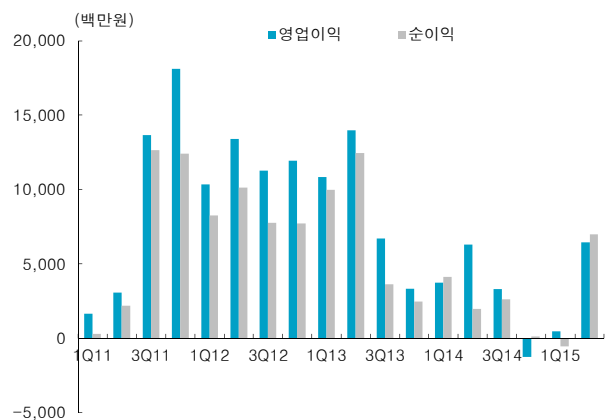
자료: 한국투자증권

[그림 25-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 25-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

화신(010690)

최악의 실적을 발표하더라도
현재 주가 수준에서 크게
떨어지지 않을 것

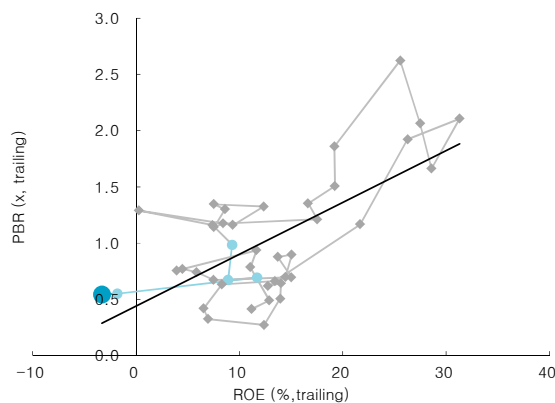
지난 1년간 소폭 적자를 기록한 화신은 최근 2분기 실적이 흑자로 돌아서면서 턴어라운드 가능성을 보여줬다. ROE 10% 이하에서는 PBR이 크게 변하지 않는 콜옵션 매수패턴을 보여주고 있어 최악의 실적을 발표하더라도 주가가 현재 수준에서 크게 떨어지지 않을 것이다.

〈표 26〉 기업 현황 및 전망 - 자동차용 새시, 차체 등 자동차 부품 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 현대자동차그룹으로부터 새시 및 차체 부품 수주 감소로 전년대비 4.5%의 외형 축소 - 인도, 브라질 등 신흥국 통화가치 하락에 따른 채산성 악화로 전년대비 순이익 적자 전환 - 원활한 채권회수를 통한 적극적인 채무결제로 적정 수준의 부채 규모 유지하고 있고 풍부한 현금 유동성 확보로 무난한 재무구조 유지 	<ul style="list-style-type: none"> - 현대/기아차의 주력 차종 신차 출시 효과 기대에도 중국 경기 둔화에 따른 완성차 판매 부진 지속되고 있어 단기간 내 외형 성장폭 제한적일 듯 - 매출 증대에 따른 생산성 향상, 고정비 부담 완화 기대에도 신흥국 통화가치 약세 부담이 상존하는바 수익성 개선폭도 제한적일 듯 - 차량용 연료탱크, 점 용접 방법 등에 대한 다수의 특허 기술을 생산 예정 제품에 적용하여 제품 경쟁력 강화 기대될 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 26-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



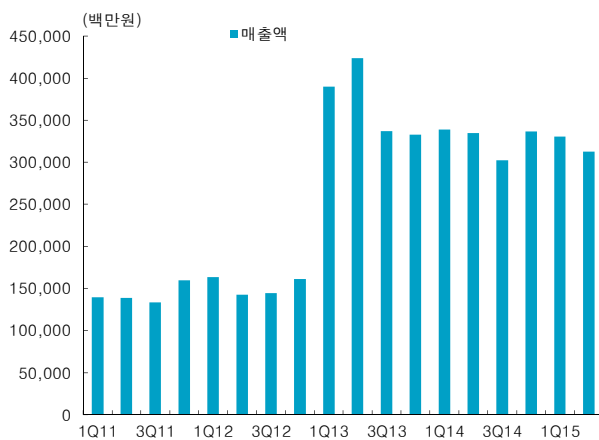
자료: 한국투자증권

[그림 26-2] 주가 추이



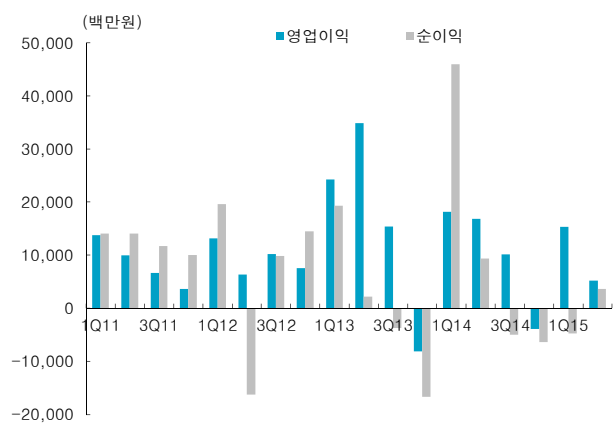
자료: 한국투자증권

[그림 26-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 26-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

인터플렉스(051370)

청산가치가 반영된 주가,
더 이상 하락할 가능성 낮음

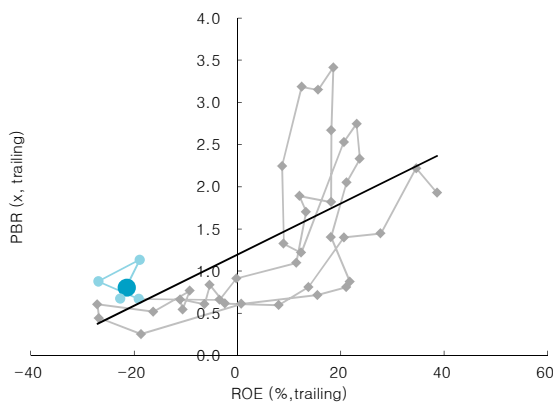
역대 최악의 부진을 겪고 있는 인터플렉스는 -20%의 ROE에도 불구하고 적자를 포함한 ROE 10% 이하 국면에서는 청산가치가 반영되며 PBR이 크게 변하지 않는 전형적인 콜옵션 패턴을 보여주고 있다. 과거 적자를 냈던 시기에도 주가는 현재 PBR에서 충분히 버텨주었기 때문에 청산가치에 대한 시장의 신뢰도는 높은 것으로 판단한다. 다시 말해 큰 폭의 적자를 감안하더라도 주가가 현재 수준보다 더 떨어질 가능성이 낮아, distressed stock 관점에서 매력적인 주식이다.

〈표 27〉 기업 현황 및 전망 - FPCB 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 산업 부진으로 인한 주요 고객사들의 FPCB 주문 물량 감소 및 제품 가격 인하로 매출은 전년동기대비 29.7% 감소 - 공장 가동률 저조로 원가 규모가 매출액을 상회함에 따라 영업손실 및 순손실 기록하며 적자 지속, 다만, 원가 및 고정성 경비 절감으로 적자폭 축소 - 적자 지속에 따른 결손금 확대로 자기자본 축소되었으나 여전히 일정 수준의 자기자본력과 지속적인 부채관리로 인해, 무난한 재무구조 유지 	<ul style="list-style-type: none"> - 삼성전자와 애플의 신모델 출시에 따른 FPCB 수요 증가로 일부 외형 회복 전망 - 매출 증대에 따른 고정비 부담 완화 및 가동률 증가와 지속적인 원가 절감 노력으로 적자폭 축소 전망 - 지속적인 순손실 시현에도 일정 수준의 단기금융상품 및 무난한 재무구조 감안 시 단기간 내 사업운영상 자금흐름에 큰 어려움 없을 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

〔그림 27-1〕 PBR-ROE 경로패턴 (분기)



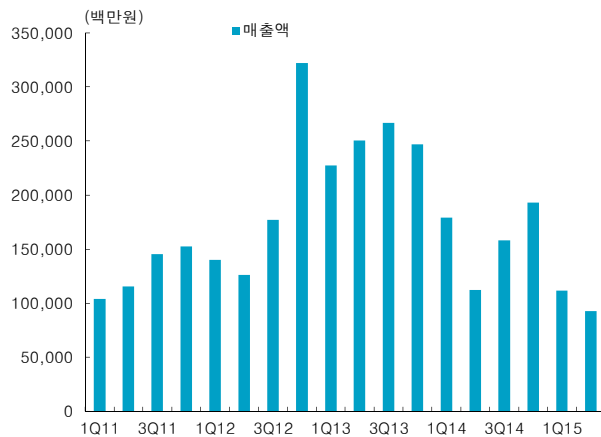
자료: 한국투자증권

〔그림 27-2〕 주가 추이



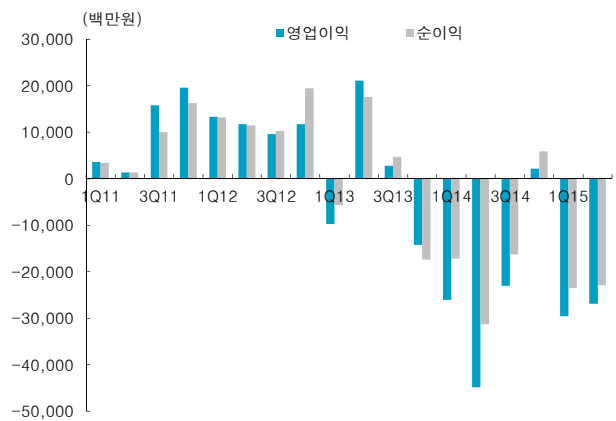
자료: 한국투자증권

〔그림 27-3〕 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

〔그림 27-4〕 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

위닉스(044340)

합리적 정상화 노력 이어지면
턴어라운드 가능성 높음

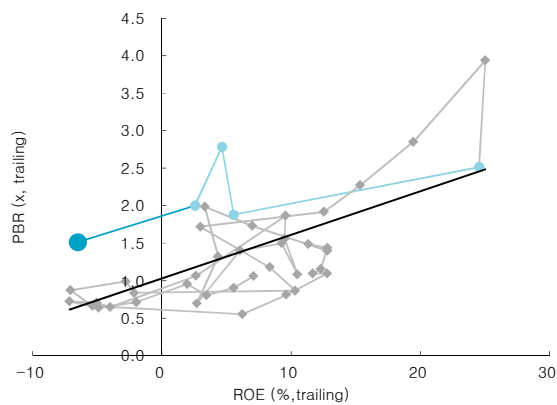
과거 높은 주가 상승률로 시장의 관심을 이끌었던 위닉스는 역대 최대의 부진한 실적을 보이고 있으며, 주가 역시 크게 하락했다. 하지만 과거 -7%의 ROE에서 턴어라운드 하는 모습을 반복적으로 보였기 때문에, 업체의 합리적인 정상화 노력이 이어진다면 최악의 실적에서 턴어라운드 할 가능성이 높다고 판단한다.

〈표 28〉 기업 현황 및 전망 - 제습기, 공기청정기, 정수기 등 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 제습기, 공기청정기, 정수기 등 주력 제품의 국내 판매 부진과 중국 법인 판매 감소로 전년동기대비 매출 규모 축소 - 광고선전비 감소에도 매출 부진에 따른 고정비 부담의 확대와 인건비, 수수료 증가 등으로 영업이익률 전년동기대비 하락, 순이익 적자 전환 - 사업 운용상 자금 소요를 외부차입금을 통해 조달해온 바 차입금 의존도 다소 과중한 수준, 대부분 단기성 차입금으로 상환 부담 역시 상존 	<ul style="list-style-type: none"> - 다른 장마의 영향 및 제습기 시장의 포화에 따른 경쟁 심화로 제습기 판매 부진, 공기청정기 및 정수기 판매도 둔화되며 매출 회복 제한적일 듯 - 매출 회복이 제한적일 것으로 예상되나, 과중한 수준의 비용 부담이 이어지며 수익성 개선 역시 제한적일 듯 - 성장잠재력이 높은 중국 시장에서 IoT(사물인터넷) 기술을 접목한 공기청정기 모델을 선보이며, 브랜드 인지도 확대 및 시장 선점 노력 중

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 28-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



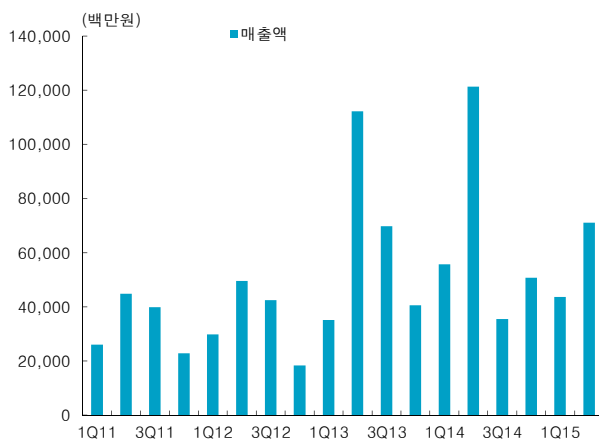
자료: 한국투자증권

[그림 28-2] 주가 추이



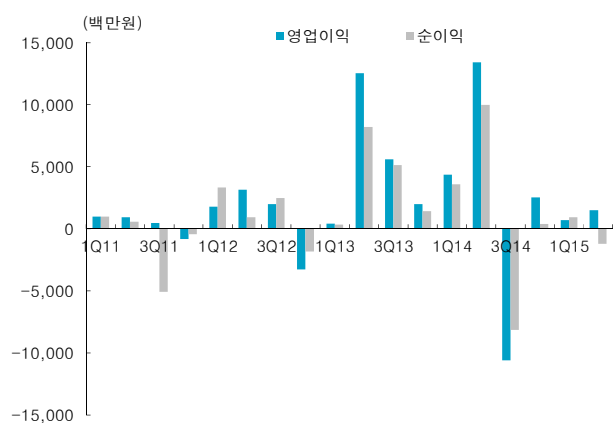
자료: 한국투자증권

[그림 28-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 28-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

영풍정밀(036560)

PBR 0.4배 이하에서 거래될 가능성 낮아

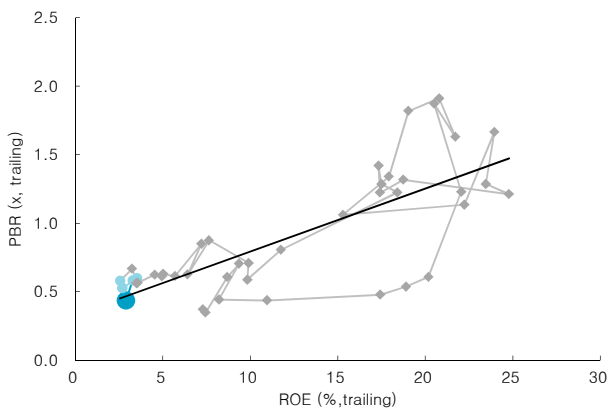
역대 최저 ROE에 해당하는 실적을 보여주고 있는 영풍정밀은 과거 항상 PBR 0.4배 이상에서 거래되어왔다. 현재 PBR 0.4배에서 거래되고 있기 때문에 부진한 실적을 감안해도 현재 주가에서 크게 하락할 가능성은 낮다.

〈표 29〉 기업 현황 및 전망 - 영풍그룹 계열의 국내 1위 산업용 펌프 및 밸브, GRP 제조업체

현황 - 매출 감소로 영업이익, 순이익 축소	전망 - 제품군 다변화로 점진적인 매출 성장 기대
<ul style="list-style-type: none"> - 전방 산업인 석유화학업계 불황에 따른 밸브, 펌프 판매 부진으로 전년 대비 외형 축소 - 외주가공비 감소 등에 따른 원가부담 경감에도 매출 하락에 따른 판관비 부담 확대로 영업이익 축소. 한편, 배당금수익 증가에도 매출 감소로 순이익도 축소. - 무차입경영기조 하에 미미한 부채 부담과 더불어 총자산대비 자기자본 규모가 약 81% 가량으로 풍부한 수준인바, 우량한 수준의 재무구조 유지 	<ul style="list-style-type: none"> - 대내외 수요 부진과 불확실한 경기 전망에도 고부가가치 신제품인 대형 API 펌프 등 제품군 다변화로 점진적인 매출 성장 기대 - 환율 상승 효과와 마진율이 높은 펌프 비중 확대 및 저가수주 완료 등으로 수익성 개선 기대 - 양호한 영업활동상 현금 창출력 및 우량한 재무구조 감안 시, 단기간 내 사업운영상 자금흐름에 큰 어려움 없을 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 29-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



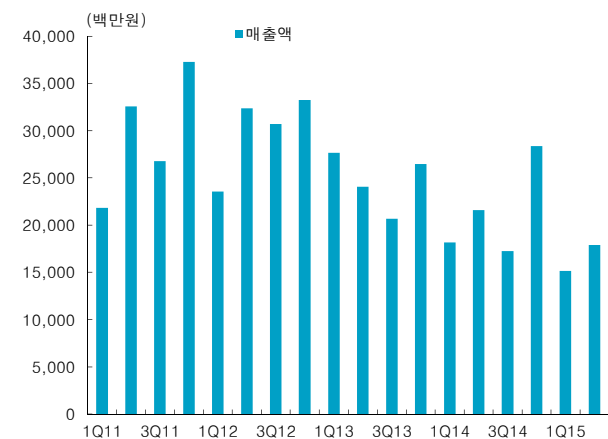
자료: 한국투자증권

[그림 29-2] 주가 추이



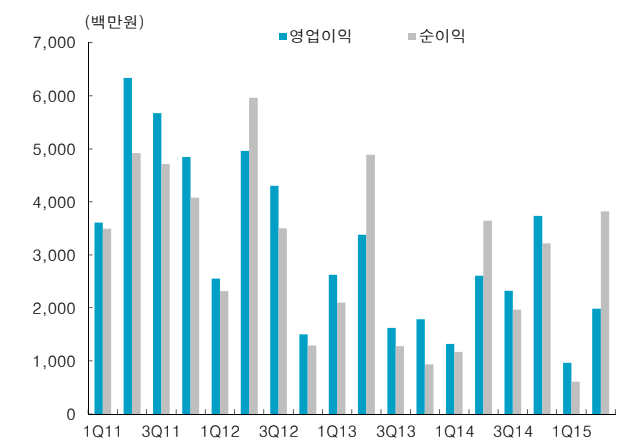
자료: 한국투자증권

[그림 29-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 29-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

퍼시스(016800)

PBR 0.95배 이하에서
거래될 가능성 낮아

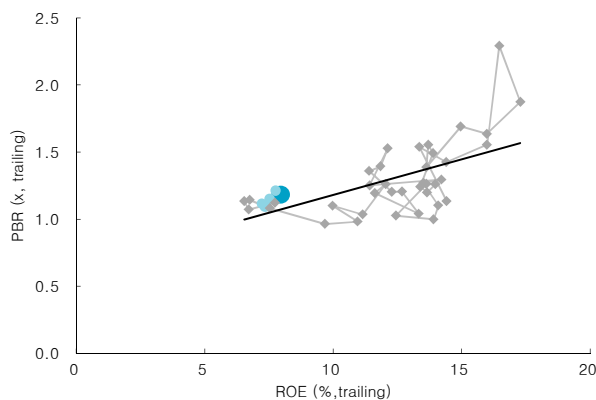
역대 최저 ROE에서 소폭 개선된 실적을 보여주고 있는 퍼시스는 PBR 0.95배 이상에서 거래되어왔다. 현재 PBR 1.0배에서 거래되고 있기 때문에 부진한 실적을 감안해도 현재 주가에서 크게 하락할 가능성은 낮다.

〈표 30〉 기업 현황 및 전망 - 사무용 가구 1위 업체

현황 - 양호한 매출 성장세 시험	전망 - 전 사업부 고른 성장 기대
<ul style="list-style-type: none"> - 국내 사무용가구 시장점유율 50% 이상을 차지하는 등 높은 시장 지배력을 보유한 가운데 국내외 사무용 가구 판매 확대되며, 전년반기대비 외형 확대 - 원가구조 약화에도 여전히 70%대의 우수한 원가경쟁력에 힘입어 10%대의 무난한 영업수지 유지하였고, 외형 성장으로 영업이익 규모 확대 - 양호한 수익성을 바탕으로 한 영업활동상 창출자금으로 재무활동상 자금 소요를 충당하고 잉여재원은 내부 재원으로 축적하는 등 원활한 현금흐름 지속 	<ul style="list-style-type: none"> - 경기 저성장 지속될 것으로 보이나 사무가구 시장에서 시스템 가구 수요 증가 및 관계사들의 B2C 시장 진출, 해외 판로 확대 등으로 매출 성장세 이어갈 듯 - 경기 침체 지속에 따른 사무용가구 판매가 인하 부담에도 원재료의 대량 구매를 통한 구매원가 절감 노력 등에 힘입어 현 수준의 양호한 수익성 확보 전망 - 업계 1위의 브랜드파워 및 공급망과 더불어 지속적인 특허출원, 디자인 개발 등의 제품경쟁력 향상을 통한 국내외 시장 경쟁력 강화 전망

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 30-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



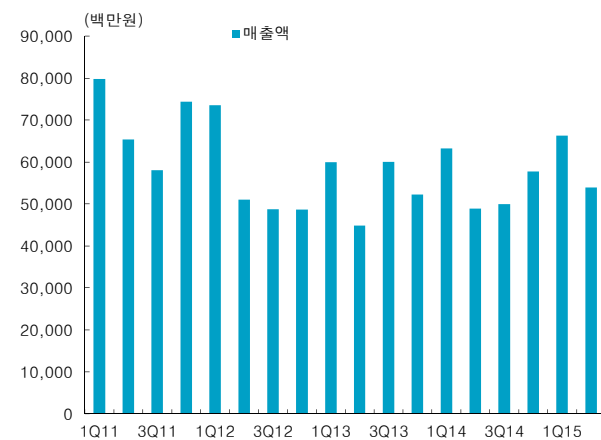
자료: 한국투자증권

[그림 30-2] 주가 추이



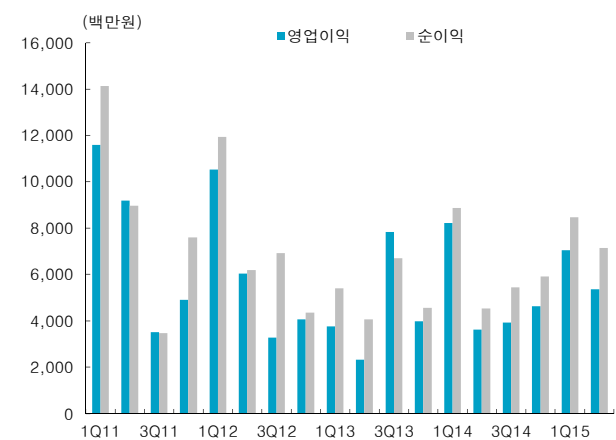
자료: 한국투자증권

[그림 30-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 30-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

5. 패러다임 변화 - 버블 또는 기회

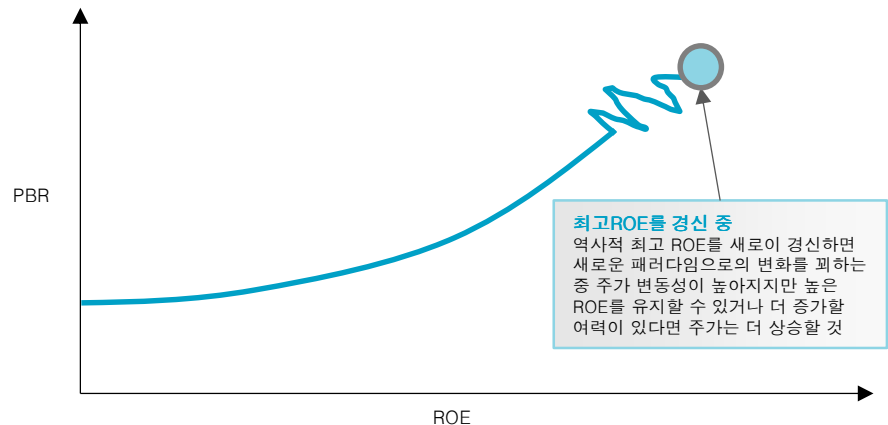
패러다임 변화로 역사상 최대 ROE를 경신하는 기업

이 유형에 해당하는 종목들은 과거 형성됐던 경로패턴 영역에서 벗어나 새로운 경로 패턴을 만들고 있는 중이다. 보통 기업의 내외부적 환경이 바뀌는 패러다임 변화로 역사상 최대 ROE를 경신하는 종목이 이에 해당된다.

이 종목들은 새로운 경로를 만들어 가고 있어 주가의 적정성을 판단할 과거 밸류에이션 기준점이 없어 주가가 과도하게 상승하거나 과소 평가되는 현상이 두드러진다. 이러한 현상을 이용하면 좋은 투자 기회로 활용할 수 있다.

노루페인트와 블루콤은 ROE 상승에도 불구하고 주가 상승이 지속되지 않아 저평가 매력 이 높은 것으로 판단된다. 반면, 나이스정보통신은 패러다임 변화에 주가가 과도하게 반응해 버블 위험이 높다.

[그림 31] 패러다임 변화를 이용한 투자전략 개념



자료: WiseFn, 한국투자증권

<표 31> 패러다임 변화 종목들의 밸류에이션

유형	종목코드	종목명	시가총액 (백만원)	실적(trailing, 백만원)			밸류에이션(trailing)			
				매출액	영업이익	순이익	PER(x)	PBR(x)	EPS 증가율(%)	ROE(%)
패러다임 변화	A090350	노루페인트	214,000	450,031	25,092	30,097	7.1	0.82	110.4	11.5
	A033560	블루콤	247,680	209,584	31,547	30,643	8.1	1.69	27.0	20.9
	A036800	나이스정보통신	425,000	236,702	19,578	30,029	14.2	4.10	37.8	29.0

자료: WiseFn, 한국투자증권

노루페인트(090350)

조정을 매수 기회로 활용

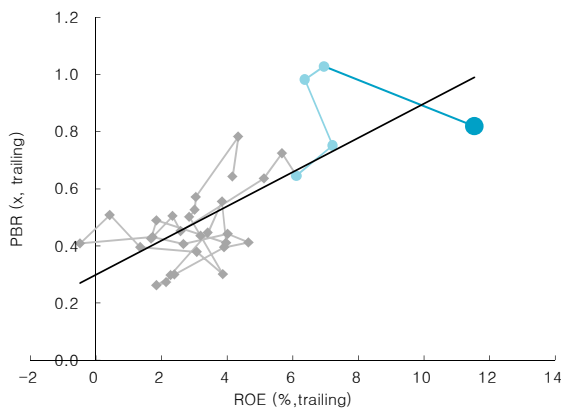
지난 7월 주가가 크게 상승한 후 조정을 받은 노루페인트는 역사상 최고 ROE를 경신하며 우수한 실적을 보여주고 있다. 일반적으로 역사상 최고 ROE를 경신할 경우 패러다임 변화에 대한 기대로 주가가 한 단계 업그레이드되는 현상이 나타난다. 실적이 하향되지 않는다면 노루페인트도 이러한 주가 레벨업을 기대할 수 있는 경로패턴을 갖고 있다.

〈표 32〉 기업 현황 및 전망 - 업계 상위의 페인트 전문 제조기업

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기 둔화의 영향으로 건축용 미 공업용 도료 판매 부진, PCM용 도료 판매도 부진하며 전년동기대비 매출 규모 축소 - 원가구조 개선에도 판관비 부담 확대로 영업이익률 전년동기대비 소폭 하락, 그러나 홍콩 법인 자본법이익 증가로 순이익률은 상승 - 국내 페인트 업계는 KCC, 노루페인트, 삼화페인트, 조광페인트, 건설화학공업의 상위 5개사 점유율이 전체 80% 이상인 과점시장 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내외 경기 회복에 대한 기대 및 국내 건설투자 확대에 건축용 및 공업용, 자동차 보수용 페인트 수요 증가하며 매출 성장 전망 - 유가 하락의 영향으로 주요 원재료인 톨루엔, 자일렌, 벤젠 등의 가격 하락으로 수익성 역시 개선 전망 - 오랜 업력 및 우수한 제품 경쟁력을 바탕으로 국내 페인트 시장에서 2위의 점유율을 확보하고 있는바 안정적 사업 영위 무난할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 32-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



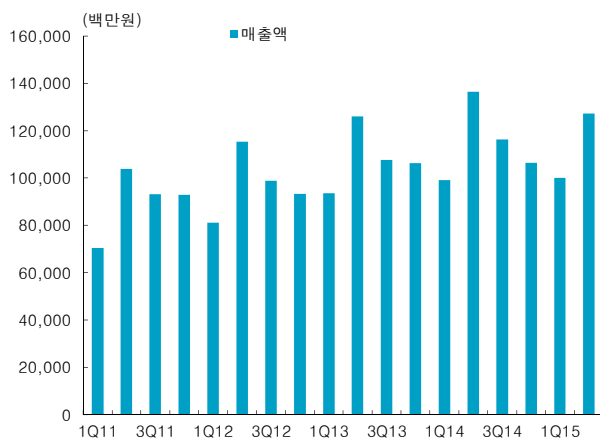
자료: 한국투자증권

[그림 32-2] 주가 추이



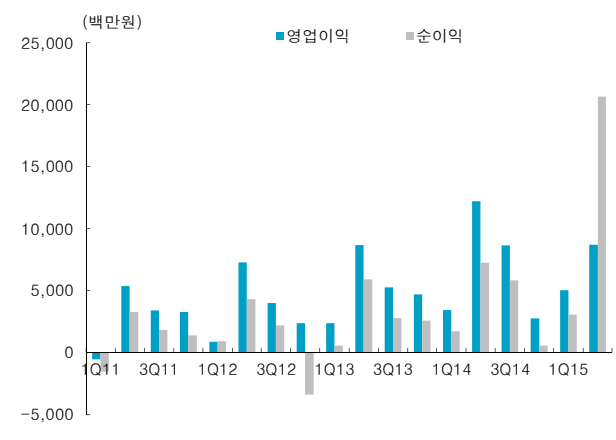
자료: 한국투자증권

[그림 32-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 32-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

블루콤(033560)

실적 성장 속도에 비해
저평가된 주가

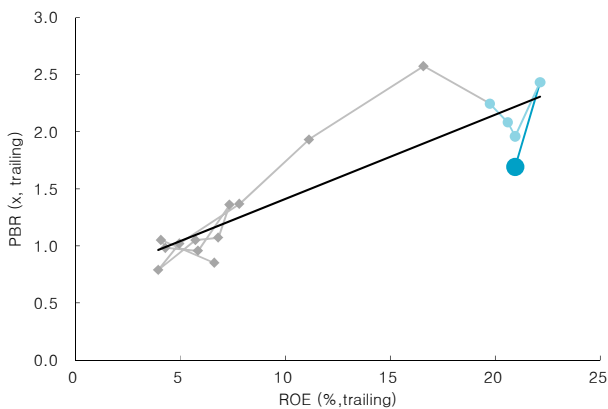
2014년 상반기 주가가 한 단계 상승한 블루콤은 2015년 하반기 이후에는 ROE 상승에도 불구하고 주가가 정체국면에 있다. 실적 성장 속도에 비해 낮은 PBR에서 거래되고 있는 점을 고려하면, 저평가 매력에 부각되어 주가가 상승할 가능성이 높아 보인다.

〈표 33〉 기업 현황 및 전망 - 휴대폰 부품 전문 제조업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 마이크로 스피커 및 리니어 진동 모터의 견조한 실적 및 블루투스 헤드셋의 판매 증가로 전년동기대비 매출 규모확대 - 재료비 증가 등에 따른 원가를 상승으로 영업이익률 전년동기대비 하락, 유형 자산 처분이익 등 기타수지 개선으로 순이익률은 전년 동기 수준 유지 - 무차입경영 실현으로 충분한 자기자본 확보 및 낮은 부채 수준, 풍부한 내부 유동성 보이며 전년말에 이어 우량한 재무구조 견지 	<ul style="list-style-type: none"> - 웨어러블 추세에 따른 블루투스 헤드셋 수요 확대, 중화권 고객사향 휴대폰 부품 판매 증가하며 매출 성장 전망 - 매출 성장에 따른 고정비 부담의 완화와 베트남 신규 공장 가동률 상승 등으로 현수준의 안정적 수익구조 유지 무난할 듯 - 안정적 수익성에 기반한 영업활동상 현금 창출력 및 우량한 재무구조 견지한바 사업 운용상 자금흐름은 원활할 듯

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 33-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



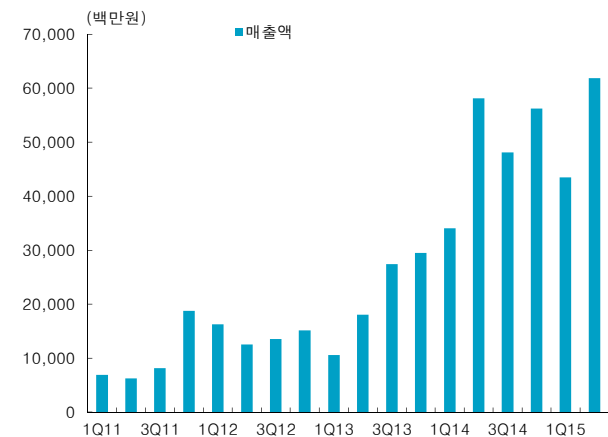
자료: 한국투자증권

[그림 33-2] 주가 추이



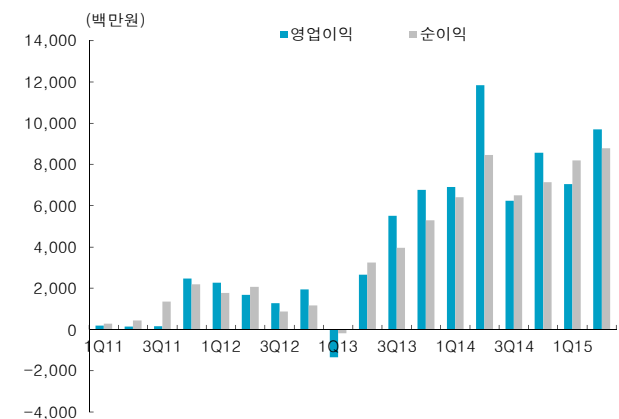
자료: 한국투자증권

[그림 33-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 33-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

나이스정보통신(036800)

펀더멘탈을 과도하게 벗어난
주가

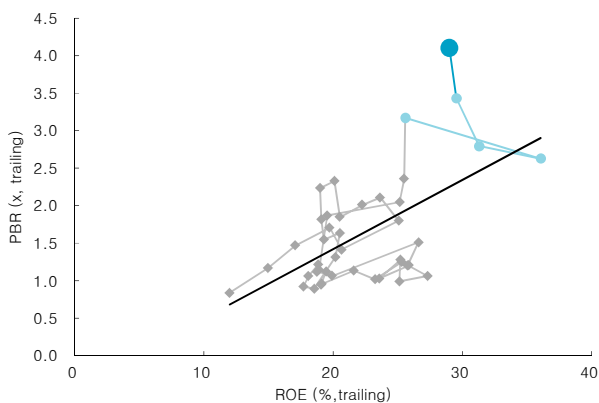
30%의 높은 ROE를 보여주고 있는 나이스정보통신은 2014년 이후 주가가 꾸준히 상승했다. 주가 상승 국면에서 ROE 또한 꾸준히 상승해 건강한 상승을 이어갔지만, 2015년에는 ROE 하락에도 불구하고 PBR이 크게 상승해 버블 가능성이 높아졌다. 실적이 추가적으로 의미 있게 증가하지 않는다면 주가 급락 위험이 높아 보인다.

〈표 34〉 기업 현황 및 전망 - 전자결제서비스 영위업체

현황	전망
<ul style="list-style-type: none"> - 카드조회단말기 상품 매출 및 조회수수료 수입 확대 등 카드VAN사업 호조, 중개수수료 증가 등 PG사업 확대에 매출 성장세 시현 - 원가율 상승과 함께 인건비 및 판매장려금 증가 등 판관비 부담 확대에 영업 이익률 및 순이익률 모두 전년동기대비 하락 - 기 구축된 전국적인 가맹점 인프라 보유로 지불결제시장 내 안정적인 점유율 확보하고 있는 등 선두업체로서 지배력 확대 중임 	<ul style="list-style-type: none"> - 구매력의 완만한 상승과 편리성 등 신용카드 사용액 증가 추세, 기업 간 전자상거래 활성화 관련 PG사업 확대에 매출 성장 기대 - VAN/PG 사업부문의 마진 확보 등 이익구조 높아질 전망, 판관비 집행의 효율성 증대로 수익성 향상 도모할 듯 - 삼성페이의 시장 출시 관련 오프라인 중심에서 모바일 결제까지 사업영역 확대 전망, 다양한 결제플랫폼의 오프라인 연계서비스 구축 가능성 기대

자료: NICE평가정보, 한국투자증권

[그림 34-1] PBR-ROE 경로패턴 (분기)



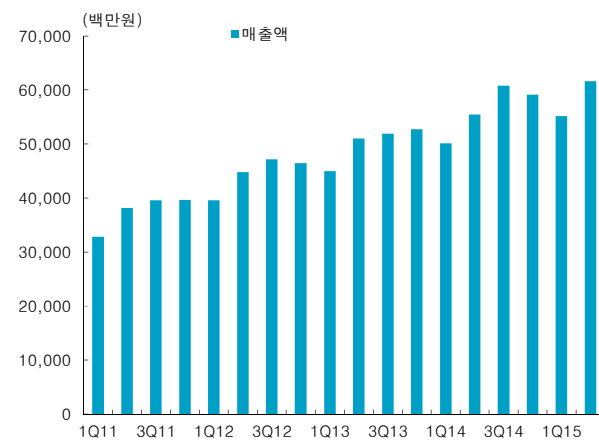
자료: 한국투자증권

[그림 34-2] 주가 추이



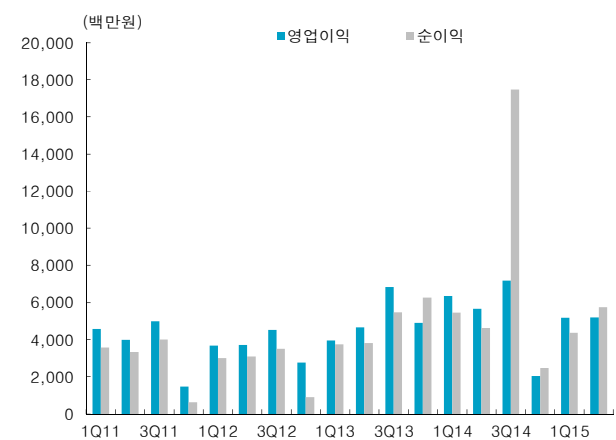
자료: 한국투자증권

[그림 34-3] 매출액 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 34-4] 영업이익, 순이익 추이



자료: WiseFn, 한국투자증권

Appendix. PBR-ROE 경로분석¹

1. 왜 PBR-ROE인가?

1) 초과이익모델 기반

초과이익모델에 기반한
밸류에이션 모델

PBR과 ROE를 이용한 경로분석 모델은 초과이익모델(RIM: Residual Income Model)에 기반을 둔다. 초과이익모델의 기본 아이디어는 적정기업가치는 장부가치와 투자자의 요구 수익률 이상의 초과이익(RI: Residual Income)의 현재가치의 합으로 표시된다는 것이다 <식 1>. 다시 말해 투자자들이 기대하는 수익률보다 높은 이익을 얻을 수 있다면 장부가치 이상의 기업가치를 받을 수 있다는 의미이다.

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad \text{〈식 1〉}$$

이 식을 장부가치 BV_0 로 나누고 각 기업 고유의 요구수익률과 할인율을 상수화 할 경우, ROE와 PBR은 <식2>와 유사한 관계로 나타낼 수 있다. 즉, ROE가 상승할수록 높은 PBR에 거래된다.

$$PBR = \alpha + \beta \times ROE \quad \text{〈식 2〉}$$

2) PBR-ROE 모델의 장점

PBR과 ROE를 이용한 잔여이익모델은 PER과 이익성장성에 바탕을 둔 기존 경로분석 모델의 Gordon 모델에 비해 여러 장점이 있다.

1) 장부가치 반영

우선, 1) 장부가치(book value)를 감안한 경로패턴 분석이 가능하다. 특히 역대 최대의 불황을 겪고 있는 업종의 경우 영업가치보다 청산가치 관점에서 장부가치가 적정주가 평가에 훨씬 더 중요하다. 기존 모델은 이러한 장부가치가 부각되는 국면에서 적절한 평가가 어려웠지만 PBR을 이용하는 새로운 경로분석 모델은 장부가치를 추정할 수 있는 여러 가지 단서를 제시할 수 있다.

2) 경로패턴이 뚜렷해 예측에 적합

2) 또한 ROE는 이익성장률보다 변동성이 작아 예측오차가 적다. 실제로 ROE는 크게 변하지 않은 장부가치를 분모로 두고 있어 이익변화에 따라 선형성이 유지되지만, 전 기간의 이익을 분모로 하는 이익성장률은 이익변화에 따른 선형성이 유지되지 않아 예측 오차가 매우 크다. 특히 손익분기점에 놓인 기업 또는 적자기업의 경우 이익성장성에 매우 민감하게 반응해 이익성장성이 동일한 다른 기업과 비교하기 어렵지만 ROE를 이용하면 이러한 단점이 해결된다.

앞으로 소개할 PBR-ROE 경로패턴을 보면, 이러한 PBR-ROE 경로분석 모델의 장점이 PER-이익성장성에 기반한 경로패턴보다 무작위성이 낮아 중장기적인 경로패턴 파악이 쉬워졌다.

2. 경로패턴 정의

6개 경로패턴 제시

PBR-ROE의 경로패턴은 크게 6가지로 구분할 수 있다. 이 패턴은 기존 7가지 패턴으로 나누었던 PER-성장성 모델과 달리 상호배타적이지 않다. 다시 말해 동시에 두 개 이상의 패턴이 존재할 수 있다.

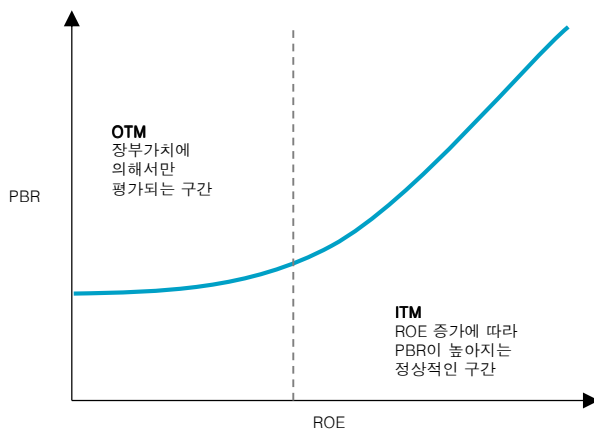
¹ 안혁, <PBR-ROE 경로분석(1): PBR-ROE 경로패턴>, 한국투자증권, 2015.10.6

일정 수준 이하의 ROE에서는 장부가치만 반영되는 패턴

1) 콜옵션 매수 패턴

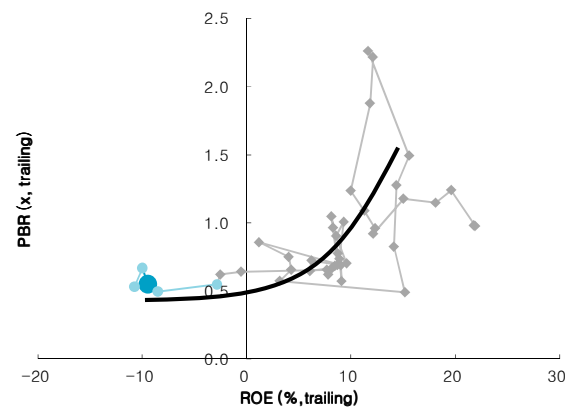
콜옵션 매수 페이오프(payoff)와 유사한 이 패턴은 PBR-ROE 경로에서 나타나는 가장 특징적인 패턴이다[그림 A-1]. 이 패턴은 ROE가 일정 수준보다 낮을 경우 ROE 변화에 따른 PBR 변화가 없지만(기울기=0), ROE가 일정 수준 이상일 경우 ROE 변화에 따라 PBR이 변하는 양(+)의 관계가 나타난다. 이 현상은 ROE가 낮은 불황 사이클에서는 기업의 실질 영업가치를 0으로 판단해 장부가치 수준으로 거래되지만, ROE가 일정 수준 이상인 정상적인 상황에서는 ROE에 따라 PBR이 변하며 기업가치가 형성된다.

[그림 A-1] 콜옵션 매수 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-2] 콜옵션 매수 패턴 예시 - 대림산업



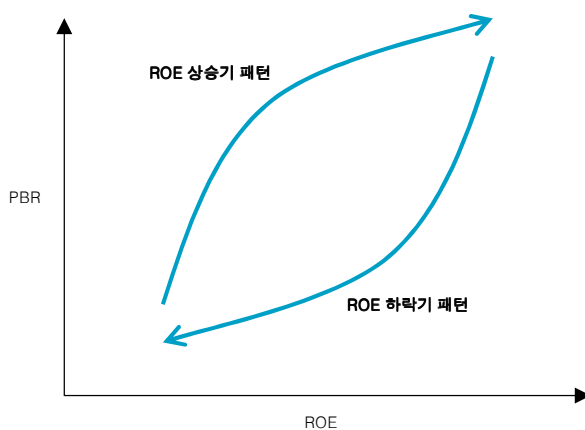
자료: 한국투자증권

ROE 상승기와 하락기의 경로 민감도가 달라지는 패턴

2) 가변 민감도 패턴

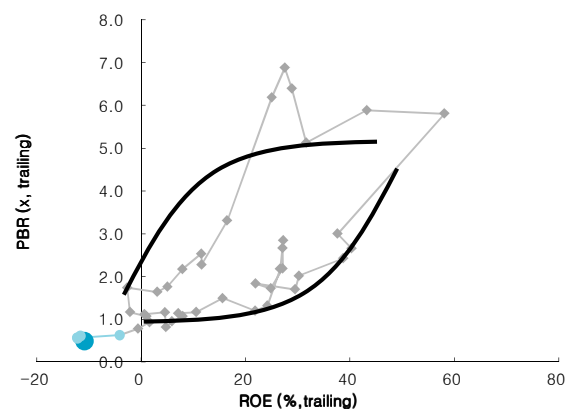
가변 민감도 패턴은 ROE 상승기와 하락기 별로 PBR의 ROE 민감도가 달라지는 패턴을 말한다[그림 A-3]. 이러한 패턴은 주로 조선 업종과 같이 장기 업황 사이클의 변화가 큰 업종에서 많이 발견된다. ROE 하락 초기에는 향후 더 하락할 것이라는 예측이 PBR 하락 속도를 가파르게 하고, ROE 상승 초기에는 향후 더 상승할 것이라는 예측이 PBR 상승 속도를 빠르게 하는 시장 특성이 이 패턴을 형성하게 하는 주요 원인이다. 단 각 단계 후반에는 사이클이 더 이상 지속되지 않을 것이라는 전망이 강해지며 ROE 민감도가 낮아지는 경향이 나타난다.

[그림 A-3] 가변 민감도 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-4] 가변 민감도 패턴 예시 - 현대중공업



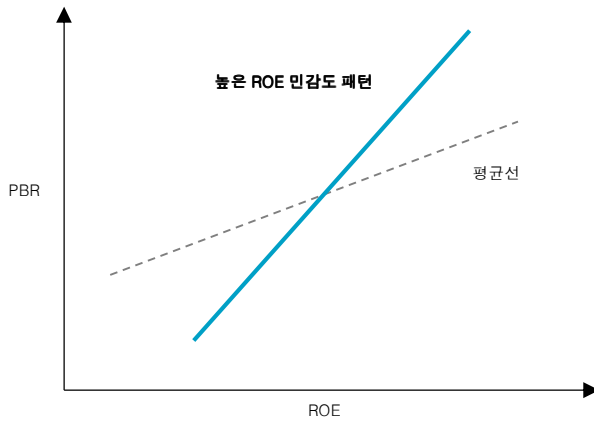
자료: 한국투자증권

3) 높은 ROE 민감도 패턴

ROE 상승기에 주가 상승
효과가 큰 패턴

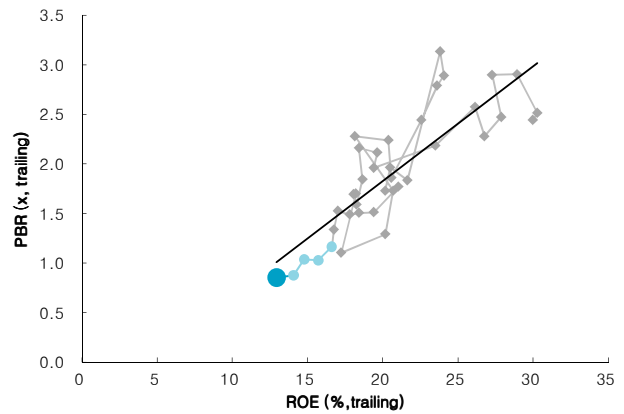
높은 ROE 민감도 패턴은 ROE 변화에 따른 PBR 민감도가 시장 평균에 비해 매우 높은 특성을 가지고 있다[그림 A-5]. 이 패턴을 가지고 있는 종목은 ROE 상승기에 PBR 상승에 따른 큰 시세차익을 기대할 수 있다.

[그림 A-5] 높은 ROE 민감도 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-6] 높은 ROE 민감도 패턴 예시 - 현대모비스



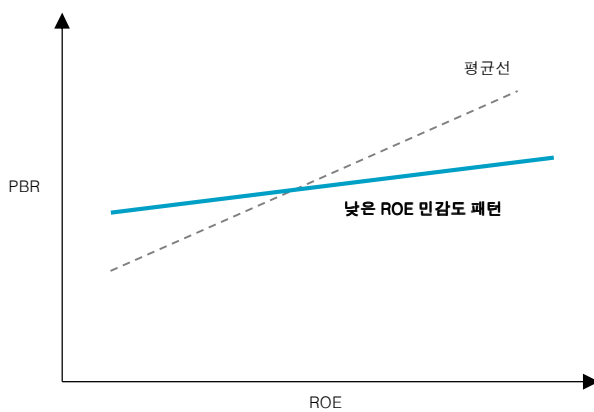
자료: 한국투자증권

4) 낮은 ROE 민감도 패턴

ROE 하락기에 주가 방어
효과를 기대할 수 있는 패턴

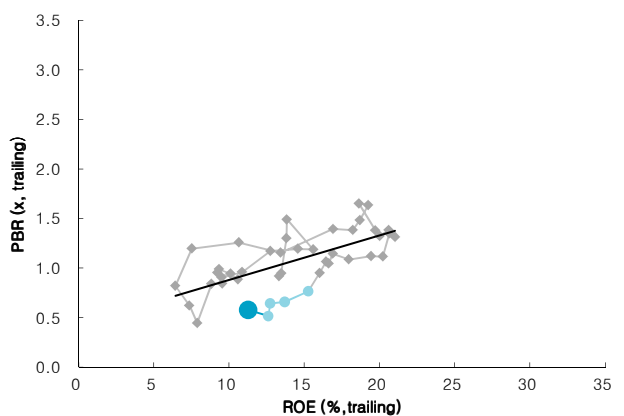
낮은 ROE 민감도 패턴은 ROE 변화에 따른 PBR 민감도가 시장 평균에 비해 낮은 특성을 가지고 있다[그림 A-7]. 이 패턴을 가지고 있는 종목은 ROE 하락기에 PBR 하락 효과가 적어 하방경직성을 확보할 수 있다. 특정 업종에 대한 투자 비중을 일정 수준 이상으로 가져가야 하는 인덱스 펀드의 경우, 업황 하락기에 이 패턴을 가진 종목으로 교체해 보유하는 전략이 적절하다.

[그림 A-7] 낮은 ROE 민감도 패턴



자료: 한국투자증권

[그림 A-8] 낮은 ROE 민감도 패턴 - 현대차



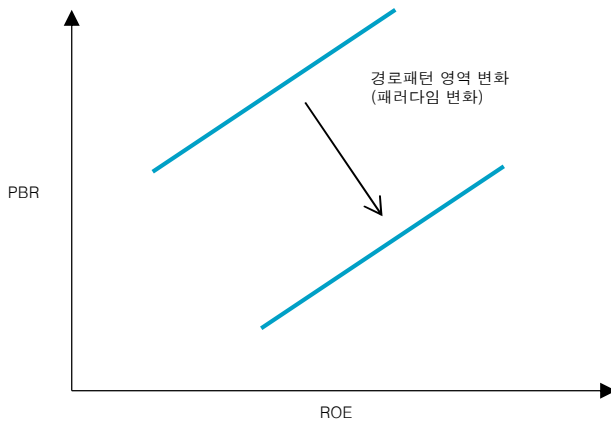
자료: 한국투자증권

5) 패러다임 변화 패턴

밸류에이션 영역이 변하는
패턴

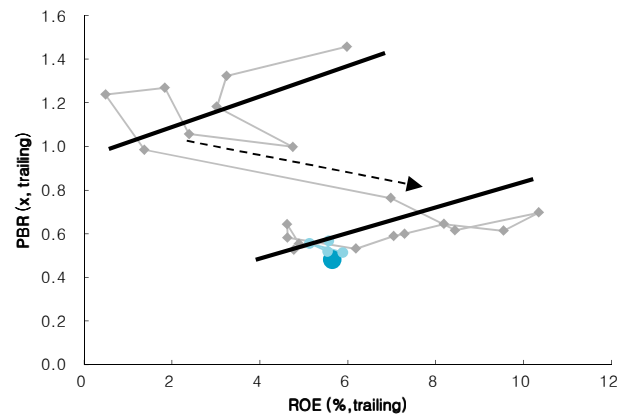
일정기간 동안 형성된 경로패턴 영역이 기업의 사업모델 또는 외부 요인에 의해 변할 때 관찰되는 패턴이다[그림 A-9]. 이 패턴의 경우 더 이상 유효하지 않은 과거 패턴을 예측에 사용하지 않는 투자자의 판단이 매우 중요하다.

[그림 A-9] 패러다임 변화 패턴 - 현대중공업



자료: 한국투자증권

[그림 A-10] 패러다임 변화 패턴 예시 - KB 금융



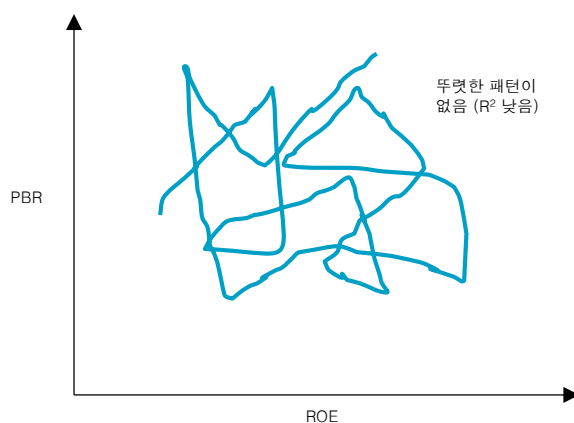
주: KB금융은 2011년 전후의 경로패턴 영역이 달라짐
자료: 한국투자증권

6) 무작위 패턴

ROE와 PBR 간 관계가
뚜렷하지 않은 패턴

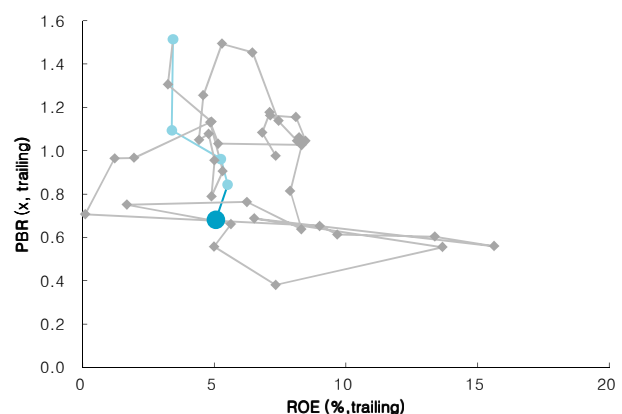
무작위 패턴은 ROE 변화가 PBR에 영향을 미치는 관계가 뚜렷하지 않은 패턴으로 경로패턴 추세선의 신뢰도를 나타내는 R^2 값이 낮은 특성을 보여준다[그림 A-11]. 이 패턴이 나타나는 종목은 PBR-ROE 밸류에이션이 아닌 타 요인에 의해 주가가 결정된다고 볼 수 있다. 따라서 우리가 제시하는 경로패턴을 활용하지 않는 것이 오히려 투자판단에 도움이 된다고 할 수 있다.

[그림 A-11] 무작위 패턴 - 현대중공업



자료: 한국투자증권

[그림 A-12] 무작위 패턴 예시 - KCC



자료: 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.