



# 성광벤드(014620)

원님 덕에 나팔 분다. 크게 한 번 불어보자.

**BUY**

### Valuation

Target Price: 103,300

Price: 31,000

Margin of Safety: 27%

MktCap.(100mn): 8,866

ROE: 37%

Op.Magin: 25.89%

PER: 44

PBR: 9.4

Dividend Yield: 3.1%

Major Sh.Holder:

안재일 (32.73%)

Foreign Shr.:21.02%

KOSPI 비교 차트



기업분석 3팀

허은혜, 엄희승, 정우식

정진욱, 구분일

## ● 전방산업의 호황

■ **조선업계** 세계적으로 물동량이 증가함에 따라, 조선업계는 사상 유례를 찾을 수 없는 호황을 맞이하고 있다. 공급이 수요를 따라가지 못해, 주요 조선업체들에 2012년까지의 수주가 이미 정해진 가운데, 조선업체들은 생산량 증설을 실시하고 있다. 세계적으로 수위권에 속하는 조선업체들이 국내에 다수 존재하고 있고 국내 점유율 1위인 성광벤드는 그 과실을 효과적으로 먹을 수 있을 것으로 예상된다.

■ **플랜트업계** 석유화학과 발전설비에 관련된 플랜트 수주가 큰 폭으로 늘고 있다. 높은 유가가 계속되면서 비산유국에선 정제마진을 높이기 위해서, 산유국에선 넘쳐나는 오일머니를 이용해 산업발전을 위해 플랜트를 세우고자 한다. 또한, 발전설비 관련 플랜트 수주 또한 개발 도상국들의 경제 성장에 따라 증가세에 있다.

■ **성광벤드의 기술력** 성광벤드는 국내 고부가가치 관이음쇠를 제조하고 있다. 이러한 관이음쇠를 제조하기 위해서는 설비투자과 함께 높은 기술력을 요하는데, 국내에는 경쟁자인 태광과 성광벤드 두 업체만이 만들 수 있고, 시장 진입으로의 장벽도 높은 편이라고 할 수 있다.

## ● 뛰어난 영업이익률과 저평가 매력

국내 관이음쇠 제조시장에서 과점을 형성하고 있는 성광벤드와 태광은 국내에서 비슷한 수준의 M/S를 지닌 세계적인 기업이다. 이러한 상황에서 성광벤드가 투자처로서 우위를 지닌 요소중의 하나는 상대적으로 매출액이 작음에도 불구하고, 영업이익률이 더욱 높다는 점이다. 이러한 발전 속도를 고려하면 현재의 주가는 추가 상승 여지가 존재한다. 우리는 5년 후 성광벤드의 주가를 103,300원으로 예상하고, BUY의 의견을 내었다.



## I. 세계적인 관이음쇠 제조업체 성광벤드

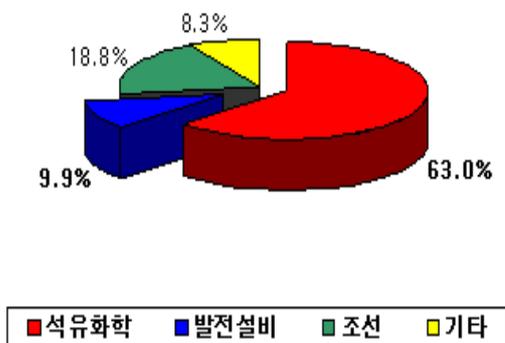
### 세계적인 관이음쇠 제조기업

성광벤드는 관이음쇠를 제조하는 기업이다. 관이음쇠란, 배관의 방향을 변경하거나, 주 배관에서 분기하여 배관을 할 경우에 쓰이는 소재를 의미한다. 이러한 관이음쇠의 적용범위는 조선업, 석유화학플랜트 사업, 건설업 등 국가기간산업과 밀접한 연관을 맺고 있다. 따라서 성광벤드의 매출규모를 비롯한 여러 실적은 위와 같은 설비산업의 경기변동에 크게 좌우된다고 볼 수 있다. 제조기업인 성광벤드의 비즈니스 모델은 아래와 같이 세 단계로 볼 수 있다.

- **원료확보** 관이음쇠는 ‘카본’, ‘스테인리스’와 같은 비철금속을 원재료로 하여 제조된다. ALLOY와 같은 합금소재는 수입에 의존하고 있으나, 대체로 원재료가 국내에서 조달이 가능하여 큰 어려움이 없다.
- **제조**
- **제품판매** 성광벤드는 매출액 기준으로 국외판매실적(2006년 기준 61.7%)이 국내판매실적(동년 기준 38.3%)을 상회한다. 국내기업 중 주요고객으로는 현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양, 두산중공업, GS건설, SK건설, S-Oil, 삼성엔지니어링이 있다. 해외의 경우에도 일본의 미츠비시 중공업, JGC, 지요다, 미국의 KBR을 비롯한 유수의 기업들과 거래하고 있다.

성광벤드의 매출은 석유화학, 발전설비, 조선에 집중되어 있으며, 매출처 다변화 정도는 매우 양호해 성광벤드에게 강한 구매력을 가져다 주는 원천이 되고 있다.

그림 1. 성광벤드 사업부문별 매출



자료 : 성광벤드 IR 자료집, Research 3팀

그림 2. 성광벤드 10대 매출처

순위	이름	업종	매출액비중
1	Chiyoda	플랜트	12.78
2	현대중공업	플랜트, 조선	10.34
3	삼성엔지니어링	플랜트, 조선	9.09
4	CUNADO	부품	6.34
5	두산중공업	플랜트, 조선	4.49
6	JGC Corporation	플랜트	4.08
7	대림산업	플랜트	3.7
8	대우조선해양	조선	3.61
9	스미모토	플랜트	3.28
10	Southwest Stainless	부품	3.19
합계			60.9

자료 : 삼성증권 리서치센터

## II. 밝은 전방산업

### 1. 초호황의 조선업계

#### A. 선박수요의 증대

##### i. 해상화물운송량의 증대

세계적 석학인 ‘앨빈 토플러’는 지난 9월 13일 여수에서 열린 한 국제심포지엄에서 “2020년이면 세계 해상 수송량이 3배로 늘 것이다”라고 말했다. 그의 의견이 그대로 이루어질 것인가에 대한 여부에 앞서 각종 지수들과 자료를 통해 우리는 해상 물동량이 급증하고 있음을 알 수 있다.

해상화물운송량은  
지속적으로 증가할 것으로  
예상

클락슨(Clarkson)의 ‘2007년 6월 12일 해운 리뷰 및 전망’에 따르면 올해 세계 해상물동량은 작년에 비해 3%늘어날 것으로 전망하고 있다. 한국조선협회도 이와 비슷한 견지의 의견을 내었다. 2020년까지 컨테이너선 물동량이 연평균 8%, 탱크선 물동량은 연 3.5% 증가할 것으로 보고 있다. 더불어 2005년 40% 증가를 보인 중국의 계속되는 물류확대와 연 5%증가가 예상되는 세계철광석물동량의 증대로, 벌크선을 통한 수송도 지속적인 증대가 예상된다.

##### ii. 새로운 선박보다 비싸게 거래되는 중고선

빠르게 인도를 받을 수  
있는 중고선이 신조선보다  
비싼 현실

전세계적인 해상물동량의 지속적인 증대로 중고 선가도 급등세를 보이고 있다. 이것은 주요조선사들이 4~5년에 걸친 수주를 이미 확보해두어, 현재 선주측에서 발주를 하더라도 2011년쯤에야 수주가 가능하기 때문이다. 그리고 이러한 중고선의 거래가격 증가는 신조선가의 추가적인 상승을 견인하는 원인으로 작용된다. 이미 조선업계에서는 가격결정력이 공급자에게 있어 현재상황이 더욱 심화될 수 있기 때문이다.

##### iii. 선박 임대비용의 증가

선박 임대비용의 증가

세계적으로 해상물동량이 증대됨에 따라서, 컨테이너선, 탱크선, 벌크선 등 각종 수송관련 선박의 임대 비용이 증가하고 있다. 특히 벌크선의 경우, 중국을 중심으로 석탄과 철광석 등의 건화물 운송 수요가 크게 증가하여, 운임비도 사상 최고치를 경신하고 있다.



B. 공급의 한계

빠르게 증가하는 수요를  
못따라가는 공급

그러나 이렇게 폭증하는 수요를 공급이 따라가지 못하고 있다. 이러한 상황은 세계 조선업계 수위권을 차지하며, 전세계 수주잔량의 과반수를 차지하고 있는 국내 조선업체들의 변화된 수주목표액을 보아도 알 수 있다.

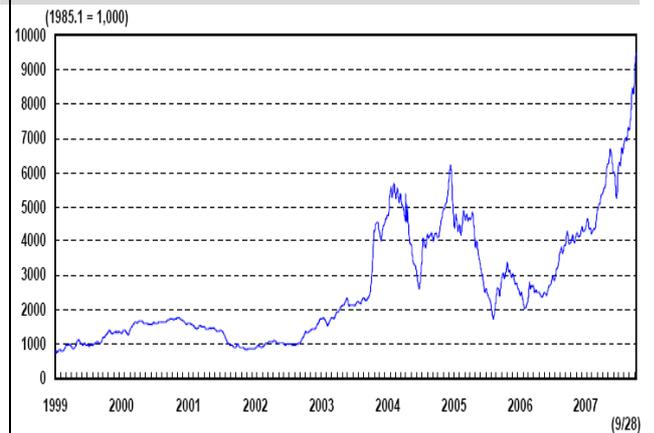
현 상황을 타개하기 위하여 조선업계에서는 현대중공업이 도크를 10개 증설하기 시작하고, 삼성중공업이 올 9월부터 중국조선소를 가동하는 등 수요에 비해 턱없이 부족한 선박 건조능력을 확충하기 위한 노력이 이루어지고 있다. 그리고 이러한 증설은 국내조선업체에만 국한된 것이 아니라 중국을 중심으로 일본과 대만업체에서도 이루어지고 있는 세계적인 현상이다.

그림 3. HR종합용선지수



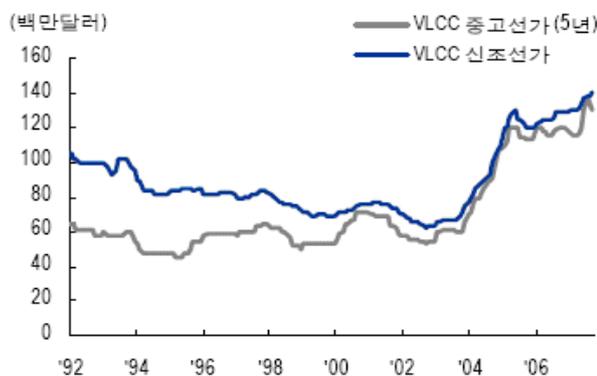
자료 : 한국해양수산개발원

그림 4. 발틱 운임 지수(BDI)



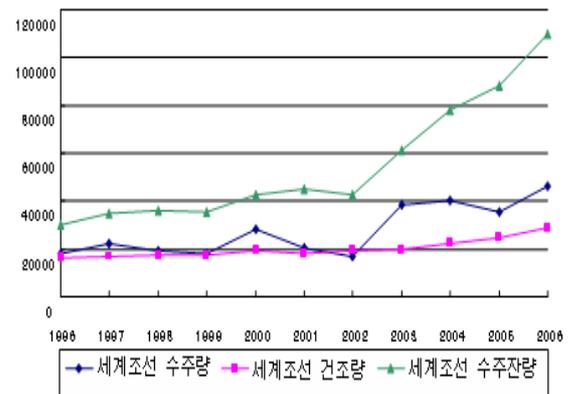
자료 : 한국해양수산개발원

그림 5. VLCC 신조선가와 중고선가의 비교



자료 : Clarkson, Shipping Intelligence Weekly(07.9.28)

그림 6. 세계조선 주요지표



자료 : Research 3팀

## 2. 플랜트 산업

성광벤드의 2006년 사업부문별 매출 비중을 살펴보면 석유화학, 조선, 발전 설비 분야가 중심을 이루고 있다. 따라서 이러한 전방 산업들의 호황은 향후 성광벤드의 외형적인 성장과 수익성의 향상을 가져올 것으로 예상된다. 이 중 석유화학 분야와, 발전 설비 분야의 매출은 전체 매출액의 70% 이상을 차지하고 있으며, 이는 대부분 플랜트 건설과 관련된 것이다. 따라서 석유화학 및 발전설비의 국내외 플랜트 산업 동향과 흐름을 통해서 그 성장치를 추정해 볼 수 있다.

### A. 석유화학산업의 성장

고유가와 오일머니에 의한 석유화학산업의 성장

석유해외시장의 유가급등의 영향 등으로 중동지역의 경기특수가 예상됨에 따라 안정적인 성장성이 예상되며 석유화학 설비부문의 높은 성장과 수익성이 기대된다. 특히, 최근 중동지역의 경우 석유메이저들이 고유가로 들어온 오일머니로 고부가가치 사업을 피하면서 수직계열화를 추진하면서 에틸렌, 폴리에틸렌 등을 현지에서 직접 생산하려는 노력으로 플랜트 발주가 폭증 중에 있는 점도 석유화학 산업의 성장 가능성을 암시한다.

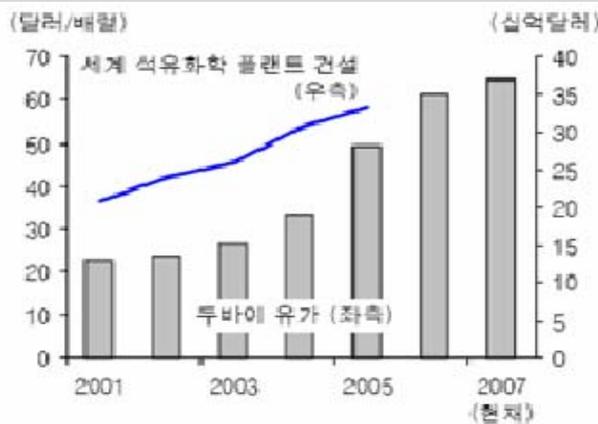
#### i. 고유가에 따른 플랜트 건설

고유가의 지속으로 인한 플랜트 수요의 증가

자료에서 제시된 바와 같이 현재 유가는 지속적으로 상승하는 추세에 있다. 이러한 유가의 상승은 석유 산유국으로 하여금 더 많은 석유화학 관련 제품을 생산하기 위한 플랜트를 건설하고자 하는 유인을 제공해 주었다.

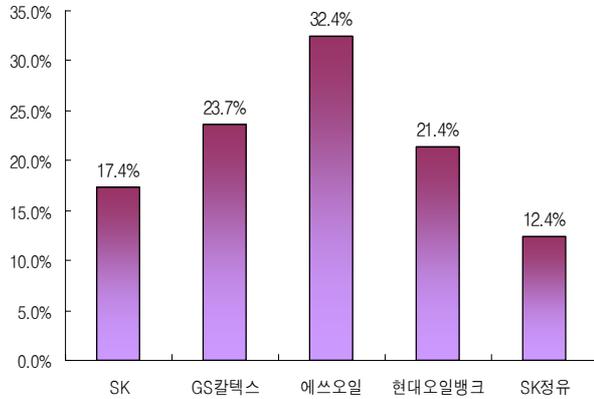
또한, 고유가의 지속은 경질유의 정제마진을 꾸준히 증가시키는데, 개도국의 경우 고도화 비중이 선진국에 비해서 낮은 수준이기 때문에, 경쟁력을 유지하기 위해서는 지속적인 설비 투자가 필요하다. 이처럼 산유국과 개도국의 플랜트 증설에 대한 요구로 전 세계적인 플랜트 부품 수요가 증가하고 있는 실정이다. 또한 우리나라의 경우 아직 선진국에 비해 고도화 비율이 낮기 때문에(그림 7,8) 국내의 플랜트 수요 역시 증가할 것으로 판단된다.

그림 7. 유가와 세계 석유화학 플랜트 건설



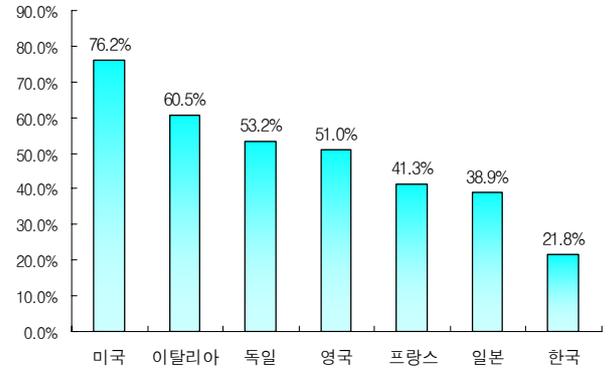
자료 : Bloomberg, 해외건설협회

그림 8. 정유사별 고도화 비율



자료 : 대한석유협회

그림 9. 선진국 고도화 비율



자료 : Oil and Gas Journal

ii. 합성수지의 국내매출 증가

합성수지의 수요 증가로 인한 플랜트 수요의 증가

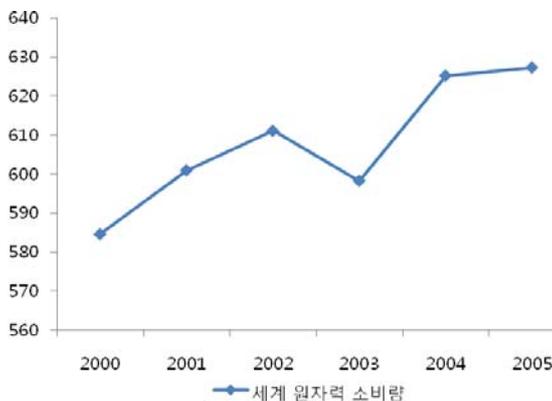
2007년 3/4분기에 이르러 타포린 등 로컬수출용 합성수지(PE), 물성개선을 통한 사출용(PP), 파이프, 샷시(PVC) 등의 국내수요가 증가함으로써 합성수지의 국내 매출액이 증가하였는데, 이 역시 국내 석유화학 플랜트 건설의 확충의 유인으로 작용함으로써 성광벤드의 매출에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

B. 성장할 것으로 예상되는 발전 산업

경기호황에 힘입어 발전수요 증가

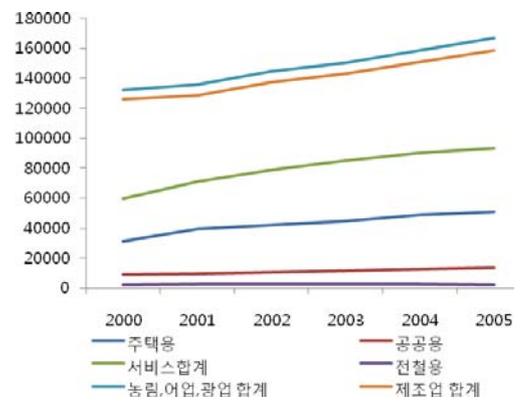
발전설비 분야는 전력산업의 하위 산업군으로서 최근 산업 전반의 실적이 개선되는 모습을 보이고 있다. 에너지경제연구원의 자료는 세계 전력 소비량과 국내 전력 소비량 모두 2000년대에 지속적으로 증가해 왔음을 보여주고 있다.

그림 10. 세계 원자력 소비량 추이(단위 : 백만TOE)



자료 : 에너지경제연구원

그림 4. 국내 산업 분류별 전력 소비량(단위 : GWh)



자료 : 에너지경제연구원

또한 최근에 전국경제인연합회의 『2007년 3/4분기 산업동향 및 4/4분기 전망』에 따르면 2007년 3/4분기에 생산능력(설비용량), 생산(평균전력)이 전년 동기에 비해 크게 증가했으며, 총 판매량 또한 반도체 및 부품소재.자동차 생산 증가세 영향으로 제조업 생산증가에 따른 산업생산지수 증가와 수출실적 호조로 인해 증가했음을 알 수 있다. 이러한 자료를 바탕으로 4/4분기에는 전반적으로 전력생산량 및 판매량 증가율이 상승하여, 종합경기는 전년 동기대비 호전될 것으로 전망된다.

표 1 2007년 3/4분기 실적 및 4/4분기 전망

업종	단위	'06.3/4	'07.3/4	증감률	'06.4/4	'07.4/4	증감률
전력	천 kw	42,966	45,181	5.2	44,012	47,340	7.6

자료 ; 2007년 설비투자 계획 및 상반기 투자실적

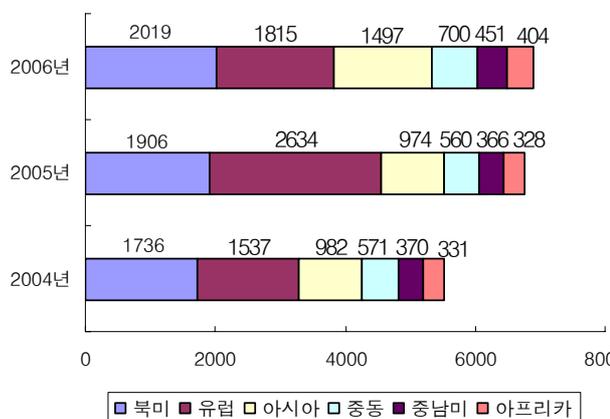
『2007년 설비투자 계획 및 상반기 투자실적』에 따르면 최근 발전소 건립 및 송.변전 시설 확충 등의 대규모의 투자 증가세로 인해 전력.가스 부문의 국내 투자 계획 증가율이 2006년에 16.4%, 2007년에 27.9%로 증가했다. 이러한 투자 증가세는 앞서 언급한 전력산업의 성장에 기인한 것으로 향후 성광벤드의 발전설비 분야 국내 매출액 상승에 기여할 것으로 예상된다.

### 3. 소결 - 오일머니를 통한 플랜트, 발전 설비의 급성장

이머징마켓에서의 플랜트 산업 성장

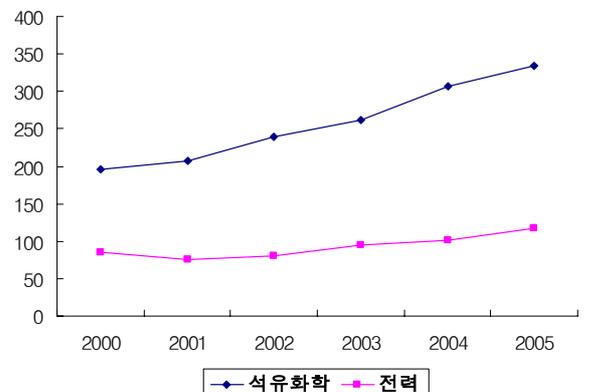
전세계 지역별 플랜트 시장 규모를 보면, 북미 유럽, 아시아를 중심으로 형성되어 있으며, 플랜트산업은 중동보다 북미, 유럽, 아시아 중심으로 성장하여 왔다. 특히 최근 고유가로 인한 중동지역 발주 증가 및 BRICs 산업성장에 따른 발주 증가로 플랜트 산업은 최근 더욱 활기를 띄고 있다.

그림 12. 플랜트 산업의 지역별 시장규모 (단위 : 1억 달러)



자료 : Research 3팀

그림 5. 2000년대 건설 부문별 매출 추이 (단위 : 1억 달러)



자료 : ENR(Engineering News Record)지의 "top 225 International Contractors"

사상 최대의 해외수주 실적을 경신하며 절정기를 구가하기 시작한 한국 플랜트산업을 이끌고 있는 운영석 플랜트산업협회장(두산중공업 부회장)에 따르면 특히 한국 플랜트산업의 가능성에 대해 “한국 경제의 종합적인 능력이 뒷받침되면서 세계 무대에서 주인공(원청업체 자격 획득)으로 대접받기 시작한 효과”라며 “앞으로도 상당기간은 탄력적으로 성장할 것”이라고 단언했다. 국내 업체들의 경우도 기술축적 및 협업을 통한 수주 경쟁력 강화되고 있으며 해외건설에서 플랜트 수주 비중이 점차 높아지고 있는 추세이다.

이를 뒷받침하듯 최근 산업자원부와 한국플랜트산업협회는 '07년 상반기까지 해외 플랜트 수주액이 전년동기(108억불) 대비 73% 증가한 187억불에 이른다고 발표하였다.

이러한 국내업체의 해외 플랜트 수주 실적은, 중동과 아시아 지역의 신흥 시장에서 급격한 증가를 보이고 있으며, 이 시장의 성장성을 고려해 볼 때 향후 플랜트 수주는 더욱 증가할 것이라 예상된다. 또한 '07년 상반기 분야별 해외플랜트 수주 실적 자료는 석유화학 분야와 발전,담수 분야에서의 플랜트 수주가 약 127억불로 전체 해외수주량의 약 68%를 차지하고 있음을 보여주고 있으며, 이는 석유화학, 발전설비 분야에서 70%이상의 매출을 이루고 있는 성광벤드에 큰 호재로 작용할 것이다.

그림 6. 2007년 상반기 지역별 해외플랜트 수주실적 (백만불)

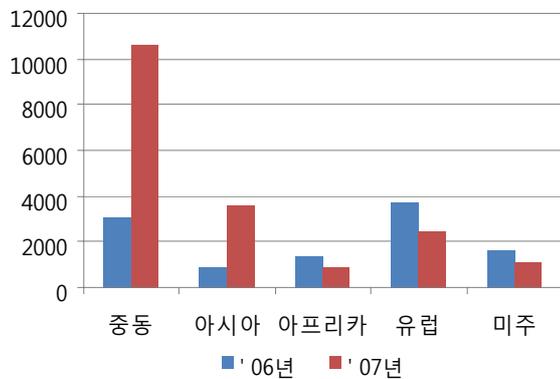
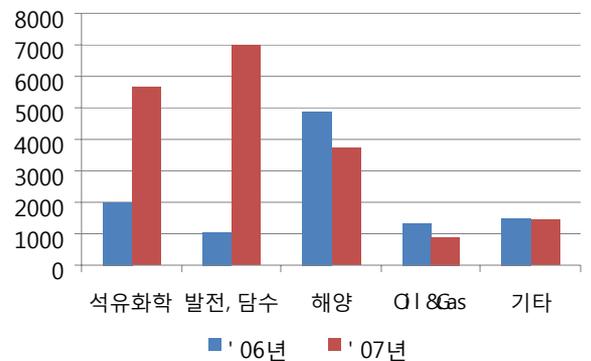


그림 7. 2007년 상반기 분야별 해외플랜트 수주



자료 : 산업자원부 보도자료

자료 : 산업자원부 보도자료

표 2 2007년 상반기 해외플랜트 수주액

년도별	'04	'05	'06	상반기	'07. 상반기
수주액(억불)	84	158	254	108	187
(증감율, %)	(31)	(88)	(61)	(35)	(73)

### III. Why 성광벤드

앞에서 언급한 그 창창한 전방 산업 호황의 파이는 누가 먹을 수 있을까? 현재 국내 기업 중 그 호황을 누릴 수 있는 기업은 성광벤드와 경쟁사인 태광, 두 업체 밖에 없다. 그렇다면 전방산업의 호황이 실제로 관이음쇠 제조기업에 어떤 효과가 있는지, 그 중에서도 우리가 성광벤드에 더 주목하는 이유는 무엇인지 알아보자.

#### 1. 전방산업의 호황이 미치는 영향

##### A. Fitting의 수급 불균형

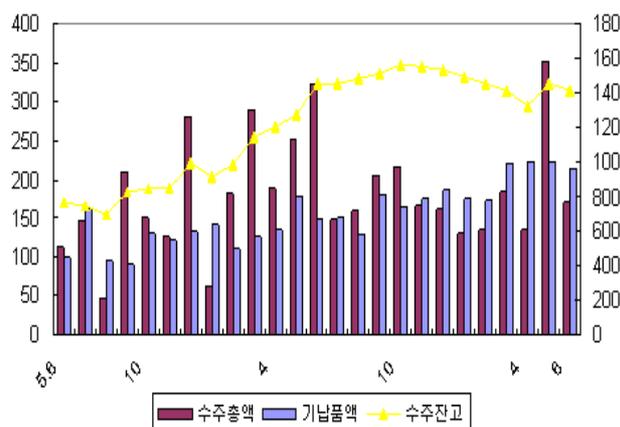
Fitting(관이음쇠) 제조업의 전방 산업이라 할 수 있는 화학 플랜트 건설과 조선업의 성장이 두드러지면서 공급이 수요를 따라가지 못하는 수급 불균형이 발생하게 되었다.

그것은 성광의 월별 수급 추이와 급격한 해외 매출 증가를 통해서 확인할 수 있는데 2006년 10월경부터 납품이 수주를 따라잡고 있지 못하여, 2006년 생산 능력 증설에도 불구하고 수주잔고가 누적되어 가고 있는 상황이다. 2007년 7월 현재 수주잔량은 1400억 규모 2007년 매출 예상액 기준으로 7개월 분량으로 통상 수주부터 공급까지 3~4개월이 걸린다는 것을 감안할 때 매우 높은 수준이다.

또한 2006년부터 일본, 유럽, 미국으로부터의 해외 매출이 급격히 늘어나기 시작했는데 이는 늘어나는 수요를 해외 업체들이 감당하지 못해 생기는 현상으로 풀이할 수 있다.

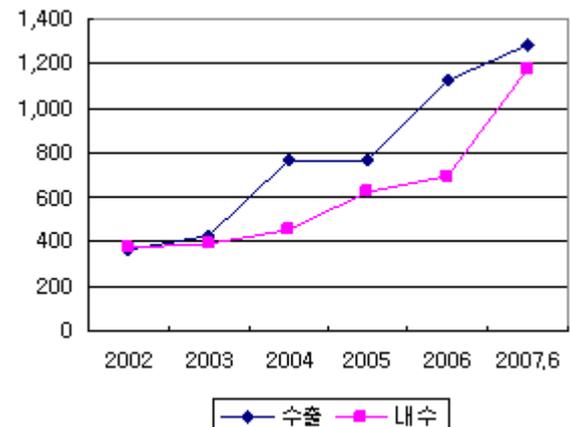
급격한 수요의 증가로  
관이음쇠 공급부족

그림 8. 성광벤드 월별 수급추이



자료 : 성광벤드 사업보고서, Research 3팀

그림 9. 성광벤드 매출액 추이



자료 : 성광벤드 사업보고서, Research 3팀

높은 매출과 영업이익률, ROE

B. 결과는 사상 최대 실적 달성 및 영업이익률 상승

Fitting의 수급 불균형은 Fitting 제조 업체에 매출액과 영업 이익률의 동반 상승이라는 결과를 가져 왔다. 성광벤드의 영업이익률은 2004년 18.8%, 2005년 19.62%에서 2006년 23.8% 2007년 상반기에는 32.36% 빠른 속도로 상승했는데 그 원인은 다음과 같다.

- ① 공급자 우위의 수급상황 형성에 따른 원자재 가격 인상폭 판매가 전가
- ② 선별 수주가 가능해지면서 고부가가치 제품(STS, 합금강) 매출 비중 확대
- ③ 외형성장으로 매출 원가율, 판관비율 감소 효과

2. 그런데 왜 하필 성광벤드인가?

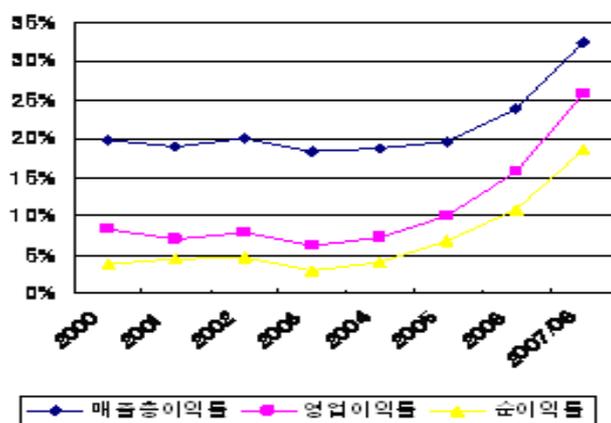
지금까지 언급한 장점들은 전방 산업 호황에 따른 공급자 우위 시장 형성의 결과로, 그 수혜가 성광벤드에게만 해당되는 것은 아니다. 현재 국내 경쟁사로는 태광이 있는데, 매출액 규모 1895억으로 국내 관이음쇠 시장을 양분하고 있는 유일한 경쟁사이다. 그렇다면 우리는 왜 성광벤드에 더 주목하는 것일까?

A. 더 높은 영업이익률

태광보다 높은 영업이익률

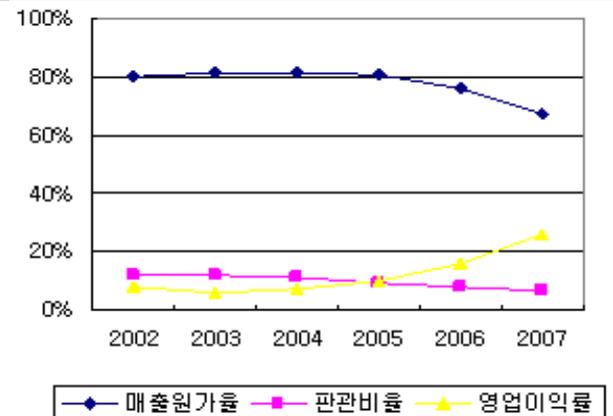
먼저 양사의 매출액 규모는 태광이 조금 더 크다. 그런데 영업이익을 보면 오히려 성광벤드의 영업이익이 더 큰 것을 알 수 있다. 그 이유는 두 업체 모두 영업이익률이 상승세를 보이고 있지만 성광벤드의 상승폭이 더 컸기 때문이다. 그 이유는 다음과 같다.

그림 10. 성광벤드 이익률 변화



자료 : 성광벤드, Research 3팀

그림 11. 성광벤드 매출원가율과 판관비율 추이



자료 : 성광벤드, Research 3팀

① 태광은 18%정도의 매출액을 차지하고 있는 반도체용 Fitting이 전방 산업인 LCD산업의 투자 감소에 따라 동 부문 영업이익률은 감소 했다. 그에 비해 성광벤드는 매출의 100%가 영업이익률이 상승중인 산업용 Fitting으로 전방산업 호황의 수혜를 100% 누렸다.

② 성광벤드의 경우 2006년 생산능력 증설을 통해 탄소강보다 마진이 높은 스테인레스강, 합금강, 대형 Fitting의 매출 비중을 높였다. 게다가 앞으로도 반도체용 Fitting 보다는 산업용 Fitting의 전방산업의 전망이 더 밝을 것으로 예상되므로 그로 인한 수혜를 온전히 누릴 수 있는 가능성은 성광벤드에게 더 열려있다고 볼 수 있다.

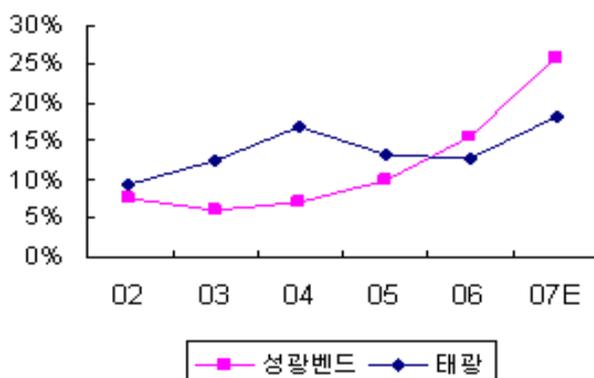
B. 생산능력 증설에 따른 추가 성장

생산 능력의 확충으로 더 많은 매출을 기대

성광벤드는 지난 2006년 10월부터 공장을 신축하여 2007년 7월 완공하고 10월부터 생산에 들어간다. 이로써 성광벤드의 생산능력은 8만톤에서 10만톤으로 늘어나게 되며 신축 공장은 고부가가치 제품인 대형 Tee 전용 공장이라는 점을 감안할 때 현재의 높은 수익성 유지 및 추가적인 수익성 향상까지 기대 할 수 있다. 반면 태광은 현재 공장 가동률이 95%이름에도 불구하고 2009년까지 추가적인 생산설비 증설 계획이 없어 성광벤드의 상대적 매력은 더 커진다.

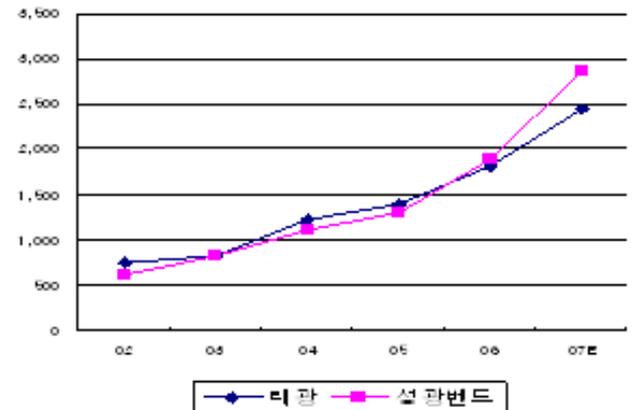
따라서 위와 같은 근거들로 인해, 우리는 2006년 실적을 기준으로 한 현재의 PER은 성광벤드 43.42배 태광 36.21배로 성광벤드가 다소 높지만 향후에는 성광벤드가 태광보다 더 빠른 성장을 보여줄 것이라 기대하고 성광벤드를 추천한다.

그림 12. 성광벤드와 태광 영업이익률 추이



자료 : 성광벤드, 태광, Research 3팀

그림 21. 성광벤드와 태광 매출액 비교



자료 : 성광벤드 태광, Research 3팀

## IV. Risk 요인

신규 업체가 시장에  
진입하는 일은 없을 것

### 1. 신규업체의 위협

성광벤드와 같은 비즈니스 모델이 높은 영업이익을 보이고 있기 때문에, 신규업체가 시장에 진입할 가능성이 있어 보인다.

그러나 소재부품인 관이음쇠가 사용되는 전방산업의 다수가 국가기간산업이자 중화학공업이다. 따라서 이러한 전방산업에 공급하는 관이음쇠는 높은 기술력과 안정적인 공급을 할 수 있는 능력이 요구된다. 또한 초반 진입시점뿐 아니라, 수요가 증가하는 시점에서도 막대한 유형고정자산의 투자가 요구되어 쉽게 진출할 수가 없다. 실제로 국내기업들 중에서 고품질의 제조공정을 실시할 수 있으며, 장기간에 걸친 노하우를 통해 안정적으로 관이음쇠를 공급할 수 있는 기업은 성광벤드와 태광 두 곳뿐이며 사실상 과점시장을 형성하고 있다.

따라서 현재 막대한 자본의 투하와 함께 기술력을 갖춘 업체는 없으며, 중국의 경우도 기술력의 부재로 성광벤드와 시장을 나누는 일은 없을 것으로 예상된다.

약달러의 위협에 노출  
그러나 줄어드는 달러비중

### 2. 약한 달러의 지속

성광벤드는 매출 중 수출비중이 50%를 상회한다. 또한 회사 차원에서 환 헷징을 하고 있지 않기 때문에 환 변동폭에 의해 매출액이 변할 수 있는 실정이다. 따라서 최근 들어 강하게 나타나고 있는 달러 약세는 성광벤드에게 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 성광벤드는 달러 뿐 아니라 유로, 엔으로도 수출을 행하고 있으며, 성광벤드의 수출 총액에서 달러가 차지하는 비중이 줄어든다는 것이 고무적이라고 할 수 있다. 태광의 수출이 100% 달러화로 이루어지고 있다는 것을 고려해볼 때, 성광벤드의 이러한 환 바스켓은 태광에 비해 강점으로 꼽을 수도 있다.

전방산업의 호황은 적어도  
5년은 유지할 것

### 3. 전방산업의 호황 지속여부

모든 부품업체가 그렇듯 성광벤드도 전방산업의 업황에 회사의 매출이 크게 좌우된다. 따라서 성광벤드의 전방산업인 조선과 플랜트 산업이 부진하다면 성광벤드 역시 성장을 할 수 없을 것이다.

최근 조선업계의 수급불균형에 따라 기존 기업들이 건조능력을 증대하고 있는 가운데, 많은 기업들이 조선업으로 진출을 시도하고 있어 2010년경 공급과잉이 일어날 수도 있다는 조심스러운 의견이 존재하는 것이 사실이다. 하지만 공급과잉으로 피해를 입을 대상은 최근 신규로 조선업에 진출하면서, 비교적 기술이 부족하더라도 노동과 자본으로 건조가 가능하여 가격경쟁이 불가피한 벌크선 분야의 신규조선업체들일 가능성이 높다. 세계 조선업계에서 수위를 점하며 성광벤드의 주



다변화된 매출처는  
성광벤드의 힘

요고객인 국내 대형조선업체들의 경우, 2012년까지의 수주가 완료되었다. 물동량의 증대로 세계 전체수준에서의 발주량이 현재와 같이 견조하게 이어진다면, 최소한의 기한이라 볼 수 있는 2012년을 넘어서도 조선업의 호조는 이어질 것이다. 또한 성광벤드의 경우 매출처 다변화가 매우 잘 되어있다. 최대 매출처인 지요다와 현대중공업에도 총 매출액의 12.78%, 10.34%만을 판매한다. 이렇듯 넓은 매출처를 바탕으로 높은 구매력을 이용하여 현재의 영업이익률을 유지할 수 있을 것이다.

#### IV. 매력적인 주가

PM법을 통해 5년 후의  
주가 100,000원 예상

성광벤드의 밸류에이션을 PM법으로 실행해 보았다. 성광벤드에 DCF를 적용하지 못한 이유는 현재 너무나 급하게 성장하는 기업이기 때문에 현금 흐름의 예측이 정확하지 못할 것이라는 판단 때문이다.

EPS 성장률의 경우, 성광벤드의 ROE가 5년 동안 37%로 유지될 것으로 예상했다. 2007년의 경우 반기 동안 2006년의 매출액을 모두 달성했고, 그에 따라 2007년 ROE는 50%정도 될 것으로 예상되나, 이 수치가 5년 내내 유지된다고 볼 수는 없기 때문이다. 하지만 우리의 분석 결과 앞으로 5년 동안은 현재의 높은 성장세를 유지할 수 있을 것이고, 그에 따라 5년간 ROE는 2006년의 ROE인 37%가 유지된다고 보는 것이 적절하다고 생각한다.

P/E Ratio의 경우는, 단조업체 대표기업인 평산, 태웅, 태광, 현진소재의 평균 PER인 32로 적용하였다. 이 업체들 역시 전방산업의 호황으로 현재 성장을 이어가고 있는 기업군이고, 전방산업 역시 성광벤드와 비슷하다고 볼 수 있기 때문이다. 그러나 태웅의 경우 PER이 60을 상회하기 때문에 이를 Outlier로 볼 수 있어 태웅을 제외한 후 계산하였다.

따라서 우리는 5년 후의 주가를 103,300원으로 예측하였다. 이를 10월 5일 성광벤드의 주가인 30,750원과 비교하면 세 배 이상의 주가 상승 여력이 있는 것이고, 연 수익률로 환산하면 27.48%을 달성할 수 있다는 결론을 얻을 수 있다.

ROE	37.00%	기초 EPS	697	매수 가격	30,750
보통주 배당성향	3.12%	배당 재투자 비율	7.00%	5년 후 EPS	3,228
유보율	96.88%	배당소득세율	14.00%	기말 예상주가	103,301
성장율	35.85%	적용 PER	32	예상 연수익률	27.48%

## V. 매수를 추천하는 Research 3 Team

리서치 활동을 통해 우리의  
투자아이디어가 맞았음을  
입증 - 매수추천

우리가 처음 접근한 성광벤드의 투자포인트는 ‘전방산업의 급성장 → 성광벤드의 제품 기술력으로 전방산업의 성장세를 모두 누릴 수 있을 것 → 수익의 창출’이라는 매우 단순한 아이디어였다. 리서치를 하는 과정에서 고유가 시대의 도래와 해상 물류 증가로 인한 전방 산업의 급성장을 확인할 수 있었고, 성광벤드의 기술력이 세계적으로 인정받고 있으며, 진입장벽 또한 높다는 것을 알 수 있었다. 그리고 우리는 최근의 높아진 매출액과 영업이익률, ROE를 통해 우리의 아이디어를 증명할 수 있었다.

앞으로도 조선업과 플랜트 산업은 적어도 향후 5년 정도는 그 성장세를 유지할 것으로 판단되며, 성광벤드 역시 고부가가치 상품을 개발하는 등 끊임없이 노력하고 있으므로 성광벤드의 이러한 매력은 당분간 유지될 것으로 판단한다.

리서치를 한 결과를 바탕으로 PM법을 이용한 밸류에이션을 했을 때, 5년 후에 103,300원의 주가에 도달할 것으로 예측했고, 이를 연 수익률로 환산하면 27.48%로 투자자에게는 매우 매력적인 기회가 아닐 수 없다.

따라서 우리 SMIC Research 3 Team은 성광벤드에 대해 매수를 추천한다.

