

# 투자의 定石

Dongbu Smallcap



## 헤게모니에 투자하라

2011. 5. 16

동부 스몰캡팀

팀장 김항기

02\_369\_3375

Analyst 김승희

02\_369\_3747

Analyst 최보근

02\_369\_3388

Analyst 손만승

02\_369\_3447

RA 권윤구

02\_369\_3457

주식시장의 구루(Guru)는 투자할 때 산업 내 헤게모니부터 확인한다고 한다. 또한 시장은 기대를 넘어서는 실적을 통해 가파른 주가상승을 나타내는 주식을 주도주로 부르며, 우리는 산업 구조조정 이후 되살아난 수요를 감당할 수 없는 공급부족 상황에서 거래의 헤게모니를 보유할 때 주도주가 탄생한다고 생각한다. 우리는 주도주를 헤게모니의 관점으로 어떻게 찾고 분석하여 어느 기간 동안 투자할 지에 대하여 분석하였다.

우리의 결론은 단순하다. 수요 없는 공급측면의 구조조정은 의미가 없다. 의미 있는 수요 발생으로 턴어라운드 징후를 포착한 후 탐방으로 주도주를 발굴하고, 이후 헤게모니 보유기간 동안 그 주식을 보유하며, 냉철한 감각으로 헤게모니 상실 시점에서 시장이 흥분하더라도 빠져 나오자는 것이다. 투자의 핵심은 시간과 명확한 판단기준이다. 우리는 헤게모니의 변화를 재무적인 관점으로 해석하여 나름의 기준을 만들어 투자판단 시 제시하고자 한다.



## Summary

산업 구조조정 이후 되살아난 수요를 감당할 수 없는 공급부족 상황에서 거래의 헤게모니를 보유한 기업은 상상을 초월하는 실적을 통해 가파른 주가상승이 나타나는데 이것을 주도주라고 부른다. 이번 리포트는 바로 위와 같이 강력한 모멘텀을 가진 주도주를 어떻게 찾고, 분석하여 어느 기간 동안 투자할 지에 관한 글이다.

투자의 핵심은 시간과 명확한 기준이다. 우리는 헤게모니의 변화에 따른 4가지 국면을 정의해 주도주를 어떻게 발굴하고, 언제까지 투자해야 하는지 투자방안을 제시하였다. 또한 각 국면별 사례분석을 통하여 실제사례를 점검하였다.

1국면 : 수요회복으로 인한 매출액 발생으로 턴어라운드 초기 국면 확인 매출 성장이 유지될 수 있는지 향후 수익성이 개선될 수 있는지 확인하여 주도주 판단 근거 제시

2국면: 헤게모니를 통한 초과이익 발생 구간으로 영업레버리지 효과 시작. 언제까지 헤게모니를 유지할 수 있는지 판단하는 것이 핵심. 헤게모니 보유기간이 곧 투자기간으로 주도주 투자기간에 대한 명확한 기준 제시

3국면 : 모두가 흥분할 때 혼자 뒷문으로 나가는 시기. 헤게모니 변화를 감지, 산업 내 경쟁강도 변화로 헤게모니를 상실한다면 더 이상 주도주가 아닌 상황으로 신중한 대응이 필요한 시기

4국면 : 지속적인 실적 하락, 관심을 갖기엔 이른 시기. 헤게모니를 잃은 기업은 매출 감소폭보다 영업이익 감소폭이 커 실적과 함께 주기도 수직 급락하는 시기로 1국면까지 기다려야 하는 시기

분석을 거듭함에 따라 재무제표 상에 나타난 지표, CEO와의 인터뷰 결과는 우리가 탐방을 진행한 기업에만 국한되는 것이 아니라 하나의 일관된 논리라는 기대가 생겼다. 우리는 09-10년을 주름 잡았던 대형주에 대해서도 경쟁과 헤게모니 분석을 적용해 보았다. 그 시점에 탐방을 진행하지 않아 사례분석과 같이 정상적인 점검은 불가능했지만, 실적표표 마감일을 기준으로 매매시점을 적용한 혹독한 가정 하에 검증을 진행하였고 의미 있는 결과를 얻을 수 있었다.

시장의 많은 투자자들은 우리의 아이디어를 어렴풋이나마 알고 있을 것이다. 단순하지만 우리의 생각은 뚜렷하다. 헤게모니를 가진 주도주를 찾아 헤게모니를 보유한 기간 동안 투자하지는 것이다.

## Contents

<b>I. 시장 주도주를 찾기 위한 발칙한 상상</b> .....	<b>4</b>
공급측면의 구조조정예 집중하다.....	4
수요가 있어야 구조조정예 승리도 의미 있다.....	5
주도주가 될 떡잎을 알아보는 조건을 찾다.....	5
헤게모니 보유기간과 주도주 투자기간은 같다.....	6
주도주 탈락 이면에 헤게모니 상실 존재한다.....	6
헤게모니가 주가 결정의 핵심요소이다.....	7
우리의 결론, 헤게모니에 투자하자.....	8
<b>II. 헤게모니가 만들어 내는 4 가지 국면</b> .....	<b>9</b>
1 국면: 수요회복 통해 주도주 떡잎 알아보기.....	9
사례 분석: 와이지-원(A019210).....	10
2 국면: 헤게모니를 통한 초과이익 발생 구간.....	12
사례 분석: 이녹스(A088390).....	14
3 국면: 모두가 흥분할 때 혼자 뒷문으로 나가는 시기.....	15
사례 분석: 하이록코리아(A013030).....	18
4 국면: 지속적인 실적 하락, 관심을 갖기엔 이른 시점.....	19
사례 분석: 신화인터텍(A056700).....	20
인터플렉스를 통해 확인한 국면별 성과.....	21
<b>III. 검증</b> .....	<b>24</b>
개별 주도주에 대한 검증.....	24
기아차(A000270), 삼성엔지니어링(A028050), 금호석유(A011780)	
SKC(A011790), 에스엠(A041510), 포스코켄텍(A003670)	
포트폴리오 관점에서 검증.....	28

## I. 시장 주도주를 찾기 위한 발칙한 상상

KOSPI지수가 500포인트에서 2,000포인트까지 오르던 시절 과거 주도주였던 인터플렉스 주가는 오히려 35,000원에서 1,200원까지 급락했습니다. 하지만 09년 이후 KOSPI 지수가 2배 오르는 동안 인터플렉스 주가는 최저점에서 30배가 넘는 폭등세를 보이기도 했습니다. 이러한 주도주를 최저점에서 발굴하고 고점까지 들고 갈 수 있는 방법은 무엇일까요? 혹은 99년말에는 IT업종 투자에 집중하고, 03~07년 기간 동안에는 그 좋았던 IT가 아닌 조선/조선기자재나 철강 등 산업재에 투자할 수 있는 방법은 없을까요? 결국 시기마다 시장 수익률을 크게 뛰어넘는 주도주를 찾을 수 없을까요? 우리는 이런 발칙하고 무모한 상상을 하며 이번 리서치를 시작했습니다.

설비투자 사이클상 산업의 구조조정 이후 되살아난 수요를 감당할 수 없는 공급부족 상황에서 거래의 헤게모니를 보유한 기업은 상상을 초월하는 실적을 통해 가파른 주가상승이 나타나는데 이것을 흔히 시장은 주도주라고 부른다. 이번 리포트는 바로 위와 같이 강력한 모멘텀을 가진 주도주를 어떻게 찾고, 분석하여 어느 기간 동안 투자할지에 관한 글이다.

### 공급측면의 구조조정에 집중하다

공급측면에서의 경쟁 분석을 통해 구조조정 된 산업 찾기

소위 시장대비 몇 배 이상 상승하는 주도주는 과거 호황기의 증설에 대한 후유증으로 최근까지 고생하는 산업에서 탄생하곤 한다. 우리는 주도주를 찾기 위해 구조조정이 완료되어 공급부족 환경으로 접어드는 산업을 어떻게 하면 찾을 수 있을 까라는 고민을 가지고 주식시장을 바라보았다. 우리는 기존 방법인 ‘매크로 변수 확인’과 ‘수요 전망’에 따른 분석이 아니라 ‘공급측면에서의 경쟁 분석’을 통해 구조조정이 완료된 산업을 찾기 위해 노력했다. 산업별 설비투자 사이클을 분석하고, 최근 수년간 업계의 부도기업 뉴스를 검색했으며, PCB, 광학필름, 단조, 피팅 등 과거 혹은 지금 경쟁심화를 경험하고 있는 대표 기업들을 찾아 해당 시기에 대한 인터뷰를 진행하였다.

산업별 공급상황 파악은 가능하지만 현 상황이 수요대비 공급부족인지 명확하게 정의하기는 어려운 상황

위의 방법으로 산업별 공급측면의 상황을 파악할 수는 있었으나, 지금이 구조조정이 완료된 후 수요대비 공급부족 상황에 접어들었는지 확인할 수 있을만한 성과를 얻기 어려웠다. 사실 공급부족이 조성될 산업을 찾기 위해서는 총수요와 총공급에 대한 명확한 기준이 있어야 하는데 대부분의 국내 기업은 글로벌 경쟁을 하고 있으며, 대체품 등의 발생으로 수요가 사라질 가능성도 존재하기 때문에 계산 자체가 불가능하였다. 설사 공급측면의 구조조정이 완료됐다 해도 수요가 침체된 상황

에서는 의미 있는 지표가 나타나지 않았기 때문에 구조조정 완료 여부를 판단하기 쉽지 않았다.

### 수요가 있어야 구조조정의 승리도 의미 있다

수요 측면의 아이디어를 더해  
주도주 찾기 진행

구조조정 여부를 분석해 공급부족이 예상되는 산업 내 주도주를 찾는 작업은 실패했지만 그 과정에서 중요한 아이디어를 얻을 수 있었다. 즉 수요가 살아야 경쟁도 의미가 있다는 것, 그리고 구조조정이 완료된 후 확대된 수요 대비 공급부족 환경에서 헤게모니를 지닌 주도주를 찾아야 한다는 것이다.

여기서 우리는 이번 리포트의 핵심이 될 두 가지 질문이 떠올랐다. 이는 투자의 핵심이 될 수 있는 ‘시간’과 관련된 질문이었다.

투자의 핵심, 시차 관련 질문:

- 1) 수요 회복 확인
  - 투자시작의 의미
- 2) 기업의 헤게모니 보유기간
  - 주식투자 기간 의미

첫 번째 질문은 바로 ‘수요가 회복되는 지를 어떻게 확인할 수 있는지?’에 관한 것이다. 수요가 있어야 헤게모니를 지닌 주도주가 부각될 수 있기 때문에 말 그대로 ‘될 성 싶은 기업의 떡잎을 알아보는 시기’이다. 두 번째 질문은 ‘수요가 되살아난 후 기업이 헤게모니를 언제까지 보유할지?’에 대한 질문이다. 즉 헤게모니를 보유한 주도주에 언제까지 투자할 것인가라는 투자의 시기와 관련된 질문이다. 이 두 질문에 대한 대답을 찾는 것은 어찌 보면 무모할 수 있었지만 기업 CEO와의 인터뷰가 궁금증을 해소하는데 상당한 도움이 되었다.

### 주도주가 될 떡잎을 알아보는 조건을 찾다

CEO가 얘기하는 수요 회복 징후:  
두드러진 매출액 증가

‘수요가 회복되는 지를 어떻게 확인할 수 있는지?’에 대한 질문에는 수요가 지속될 수 있는지와 수요 회복기에 그 기업이 헤게모니 사업자인지 아닌지를 어떻게 판단해야 할지도 포함되어 있다. 질문에 대한 CEO들의 대답은 너무도 쉽고 명쾌했다.

“과거 암울했던 시기를 지나 수요가 살아난다는 것은 재무제표에서 가장 조작하기 어려운 매출액이 눈에 띄게 증가했는지를 확인하면 돼. 그리고 수요가 살아나는 시점이라고 해봐야 아직 저가수주 했던 게 있고, 고정비 부담이 많아서 매출액이 증가한 만큼 영업이익률이 올라오지 않지. 하지만 우리가 만약 헤게모니 사업자라면 영업이익률도 매출액이 증가한 만큼 상승할거야”

두드러진 매출액 증가 이후  
영업이익률이 상승하는 기업은  
주도주가 될 가능성이 높음

즉 수요가 회복되는지에 대한 확인은 두드러진 매출액 증가로 가능하고, 해당 기업이 헤게모니를 질 수 있을지에 대한 판단은 매출액 증가 이후 바로 영업이익률이 상승하는지를 확인하면 되는 것이었다. 우리는 이 아이디어를 바탕으로 향후 주도주가 될 수 있는지 아니면 그냥 평범한 주식으로 남을 것인지를 판단할 만한 조건을 만들었다.

### 헤게모니 보유기간과 주도주 투자기간은 같다

CEO가 말하는 헤게모니 보유기간:  
거래주도권 보유로 영업레버리지  
향유, 원자재 등 원가상승분 전가  
용이 구간

두 번째 질문인 ‘기업이 언제까지 헤게모니를 보유할지?’는 결국 ‘언제까지 그 기업에 투자를 할 것인가?’를 판단하는 문제이다. 이 문제의 대답 또한 너무도 단순하고 명쾌했다. 한편으로는 현장에서 기업을 경영하는 사람들에게서 나올 수 있는 확실한 대답임을 실감할 수 있었다.

“우리가 헤게모니를 가지고 있으면 단가인하도 안 당하고, 원가상승 부분도 다 전가가 가능하지. 왜냐구? 우리를 빼고는 공급을 제대로 받을 수 없기 때문이야. 이때는 영업레버리지 효과로 매출액이 늘어나는 만큼 대부분이 이익으로 돌아오지. 하지만 어느 정도 시간이 흐르면 다시 경쟁은 심해질 수밖에 없어. 그렇게 되면 상황은 반대가 될 것이고..”

헤게모니 보유의 재무제표상 표현:  
영업이익증가율 > 매출액증가율

대부분의 산업에서 매출액이 상승하면 고정비 부담이 줄어 이익이 급증하는 영업레버리지 효과가 발생한다. 위의 CEO 인터뷰대로 헤게모니를 장악한 사업자는 매출증가에 따른 영업레버리지 효과를 모두 차지하게 될 것이고 기대를 뛰어넘는 초과이익을 기록한다. 바로 이 시기가 기업이 헤게모니를 보유하는 시기이며, 주도주에 투자해야 하는 시기이다. 이 때 재무제표상 영업이익증가율(YoY)이 매출액증가율(YoY)을 뛰어넘게 된다. 헤게모니를 보유한 기업은 원가상승 요인이 발생하더라도 모두 가격에 전가시키며 영업레버리지 효과로 발생하는 이익을 모두 향유할 수 있기 때문이다. 이 시기에 기업을 바라보는 핵심은 얼마나 헤게모니를 잘 지켜 나갈 것인지를 판단하는 것이다.

### 주도주 탈락 이면에 헤게모니 상실의 존재한다

CEO가 말하는 헤게모니 상실 시점:  
증설과 신규 진입자 등장으로 수익성  
하락, 원가상승분 전가 불가

시기가 지나 수요는 계속 늘어나고 높은 이익을 내는 산업이 되면 기존 사업자들도 수요를 감당하기 위해 증설을 하고 신규 진입자들도 점차 나타나기 시작한다. 바로 산업 내 경쟁이 심화되는 시기가 도래하는 것이다. 신규 진입자들은 레퍼런스를 확보하기 위해 더 낮은 가격을 제시하면서 시장에 진입하게 되고 기존 사업

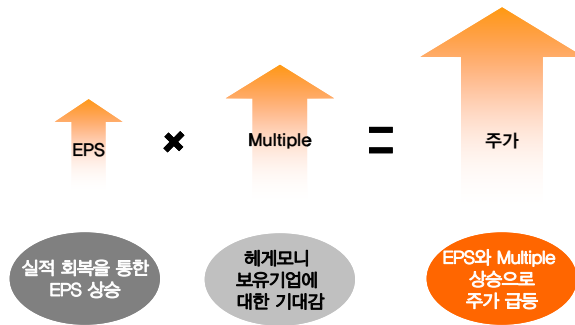
자들도 어쩔 수 없이 낮은 수익성을 감수하면서 매출을 하게 된다.

**헤게모니 상실의 재무제표상 표현:  
 영업이익증가율 < 매출액증가율**

이 시기가 바로 지금까지 보유한 헤게모니가 상대방에게 이전되는 시기, 즉 투자를 멈춰야 하는 시기인 것이다. 헤게모니의 상실로 초과이익은 기대할 수 없고, 재무제표상 영업이익증가율이 매출액증가율을 하회하기 시작한다. 이때는 수요가 증가하더라도 경쟁 심화에 따른 저가수주가 이어져 매출이 늘어나는 상황에서도 영업이익률이 하락하기 때문이다. 즉, 헤게모니를 보유했던 기간과의 반대현상, 영업레버리지 효과는 상대방에게 이전되고 원가상승분도 반영하지 못하는 시기로 변하게 된다. 표면상으로는 사상 최대 매출과 이익을 기록하면서 높은 주가 수준을 유지하지만 현명한 CEO는 이 시기를 매우 두려워한다. 앞으로가 걱정되기 때문이다. 수요는 한없이 늘 수만은 없고, 수요가 유지되더라도 경쟁 때문에 회사는 조금씩 어려워지며 만약 늘어난 수요를 대응하기 위해 증설과 인력 충원을 했다면 문제는 더욱 심각해진다. 과거보다 고정비가 상승했기 때문에 수요 감소는 급격한 실적 악화로 이어지기 때문이다. 정말 신기한 사실은 이 시기에 기업은 사상 최대 매출과 이익을 기록하지만 경영진의 걱정처럼 주가는 더 이상 상승하지 않는다는 것이다.

**헤게모니가 주가 결정의 핵심요소이다**

**도표 1. 실적은 EPS를 움직이고 헤게모니는 Multiple을 움직인다**



자료: 동부 리서치

**실적은 EPS를 움직이고  
 헤게모니는 Multiple을 움직인다**

우리가 잘 알고 있듯이 '주가(P) = EPS x Multiple'로 계산된다. 일반적인 실적 회복은 주당순이익(EPS)을 올리는 역할을 하지만, 기업이 헤게모니를 가지고 있다면 시장의 추정치를 훨씬 뛰어넘는 어닝 서프라이즈에 대한 꿈을 꿀 수 있다. 우리는 이것이 Multiple을 올리는 요인이라 판단한다. 그렇기 때문에 경쟁이 유지되거나 수요가 정체되어 있어 매출이나 이익에서 큰 변화가 없는 업종은 어닝 서프라이즈

에 대한 꿈이 없어 저PER에서 벗어나지 못하게 된다. 반면 산업이 호황으로 접어들 때 헤게모니를 장악한 사업자는 수요증가에 따른 실적성장 이상의 초과이익을 기대할 수 있으므로 높은 Multiple을 적용 받게 된다. 과거 조선기자재 업체들이 PER 5X에서 30X까지 오르거나 동양제철화학 시절 PER 6X 이하에서 거래되던 OCI가 폴리실리콘 사업에 뛰어들면서 실적 성장과 동시에 PER 12X 이상으로 리레이팅된 것은 같은 이치이다.

반면 헤게모니를 상실한 기업은 절대 이익의 증가로 EPS가 상승하더라도 Multiple이 낮아지기 때문에 주가가 정체되는 모습을 보여준다. 시장은 현명하다. 헤게모니를 잃은 사업자는 향후 수요 감소 시기에 출혈경쟁에 빠져들 수 밖에 없고 실적은 급격히 하락할 것이라는 것을 미리 주가에 반영하기 때문이다.

### 우리의 결론, 헤게모니에 투자하자

헤게모니를 가진 주도주를 찾아  
헤게모니를 보유한 기간에 투자하자

이미 시장의 많은 투자자들은 우리의 아이디어를 어렵פות이나마 알고 있을 것이다. 단순하지만 우리의 생각은 뚜렷하다. 꿈이 있는 주식, 즉 헤게모니를 가진 주도주를 찾아 헤게모니를 보유한 기간 동안 투자하자는 것이 우리의 아이디어이다.

앞으로 우리는 기업의 상황을 ‘헤게모니가 만들어 내는 4가지 국면’으로 나누어 분석하려 한다. 각 국면 별로 나타나는 대표적인 특징과 핵심 체크포인트를 분석하고, 국면 별 탐방 시 정성적 분석에 필요한 질문지를 준비하였다. 이를 바탕으로 각 국면 별 기업에 대한 투자방안을 제시하고자 한다.



## II. 헤게모니가 만들어 내는 4가지 국면

투자자 입장에서는 산업이 어느 국면에 위치하는지 그리고 현재의 경쟁 상황이 언제 변화할 것인가를 지속적으로 확인하며 투자하는 것이 중요하다. 산업의 경쟁 강도가 바뀔 때 따라 헤게모니가 이동하는 것을 기반으로 재무적으로 어떤 현상이 나타나는지 그리고 국면 별 핵심이슈와 체크사항을 정리하여 구체적인 투자방안을 정리한다.

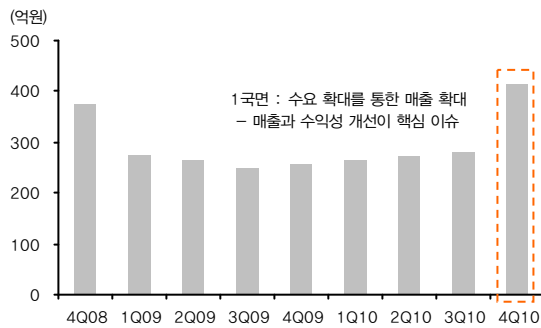
### 1국면: 수요회복 통해 주도주 떡잎 알아보기

1국면: 수요 회복 확인,  
 헤게모니 사업자로 변화할 지를  
 판단하는 것이 핵심

수요가 있어야 경쟁도 의미가 있는데 그 시작점을 찾는 것이 중요하다. 이때 투자자의 핵심 투자포인트는 매출액이 지속적으로 확대될 것인가 그리고 향후 이익도 함께 증가하여 헤게모니 사업자로 변화할 것인가에 대한 판단이 필요하다.

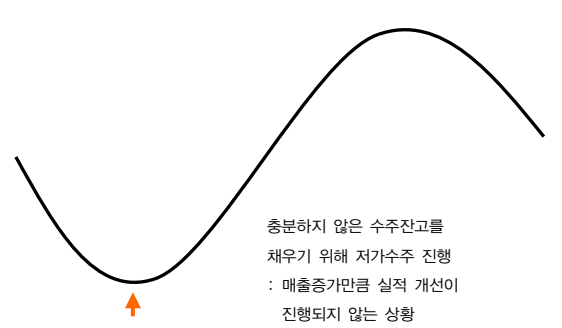
1국면의 특징은 과거 업황 하락기와는 다르게 최근 분기에 외형이 증가되는데 매출액 레벨이 상승하는 것이 일반적이다. 통상적으로 최근 6~12개 분기 사상 최대의 매출이 확인되는 경우가 많다. 이때 시장 환경은 과거와 다르게 공급과잉을 해소하는 수요 확대가 나타나며 턴어라운드 징후가 포착된다.

도표 2. 수요 회복을 확인할 수 있는 매출액 발견



자료: 동부 리서치

도표 3. 턴어라운드 초기 국면 저가매수 기회 제공



자료: 동부 리서치

수요회복 초기에는 저가수주가  
 진행되며 수익성 저하

하지만 이 때는 수요 회복의 초기 국면으로 공급자들이 충분한 수익성을 보장받고 제품을 납품지 못한다. 왜냐하면 충분히 수주잔고를 채우지 못한 기업이 고정비를 커버하기 위해 낮은 가격의 저가수주를 진행하기 때문이다. 이 시점 분기 실적은 최대 매출액을 달성하지만 선별수주를 진행하지 못한 상황에서 매출액이 증가하는 만큼 영업이익은 개선되지 못한다.

**향후 기업이 헤게모니를 가질 수  
 있을지 판단하는 것이 핵심  
 - 수익성 회복으로 판단**

기존 제품의 수요 확대를 통해 매출액이 증가하는 일반적인 턴어라운드 경우 외에도 신규 제품 채택과 제품 및 고객 다변화를 통한 외형 증가가 발생하는 경우에도 영업이익이 함께 증가되지 못하는 경우가 발생한다. 신제품의 경우 양산이 시작된 시점에서 제품의 수율이 정상화 될 때까지 시행착오를 통한 원재료 비용 부담이 존재할 것이고 새로운 영업망을 확대하기 위해 판매관리비도 증가되기 때문이다.

이 시점에서 주도주를 찾기 위한 탐방은 매출액 증가가 산업 내 헤게모니 확보를 통해 향후 이익 상승으로 이어질 수 있는지 확인하는 것이 핵심이다. 기업 담당자와의 인터뷰를 통해 헤게모니를 확보할 중목을 선별한다면 시장 수익률을 크게 뛰어넘는 주도주를 조기 발굴하여 낮은 가격에 투자하는 기회를 찾게 될 것이다.

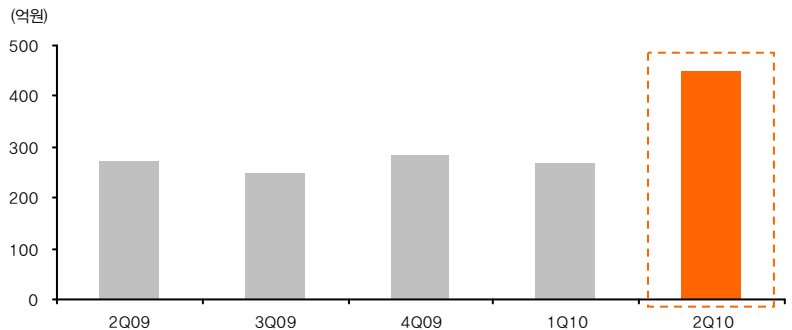
수요 회복을 통해 외형은 증가했지만 아직 이익 증가가 이루어지지 않은 기업이 향후 주도주가 될 수 있는지에 대한 질문 내용은 다음과 같다.

**주도주로서의 가능성을 확인하기 위한 기업탐방 질문지**

- 과거 어려운 시기에 해당 산업 내 구조조정이 있었는지?
  - 최근 분기 매출액이 어떤 원인으로 확대되었는가?
  - 매출 성장은 현재와 다음 분기까지 지속될 수 있는지?
  - 수익성 개선이 안 되는 원인은 무엇인지?
  - 언제쯤 문제가 정상화 될 것으로 전망되는지?
- \* 만약 증설한 설비가 감가상각이 끝나다면 향후 턴어라운드 가능성은 더욱 높다.

**사례 분석: 와이자-원(A019210)**

**도표 4. 와이자 원 - 2Q10 매출액 급증하며 턴어라운드 징후 발견**



자료: 와이자-원 동부리서치

2Q10 턴어라운드 징후 발견

기업개요 및 턴어라운드 징후 발견: 와이지-원은 공작기계에 사용되는 절삭공구를 생산하는 기업으로 1Q09 이후 300억원을 하회하던 분기 매출액이 2Q10 400억원을 돌파하면서 징후 발견. 향후 주도주로 도약할 수 있을지 확인을 위해 탐방 진행.

구조조정 완료 후 수요 회복 확인

탐방 확인: 2Q10실적 발표 후인 9월 탐방 진행. 08년 이후 공작기계 업황이 침체에 빠지면서 대부분의 절삭공구 기업이 도산하고 산업 내 구조조정이 진행됐음을 확인. 와이지-원은 09년말 수주잔고가 300억원 이하로 하락하면서 고정비 커버를 위한 저가수주 진행. 2Q10 수주잔고는 339억원으로 증가했지만 저가수주와 판매촉진을 위한 프로모션의 영향으로 매출 급증에도 1.9%의 낮은 영업이익률 기록. 다만 탐방을 전후해 절삭공구 수요가 회복되고 있고, 이에 따라 제품가격이 정상수준으로 반등하고 있음을 확인.

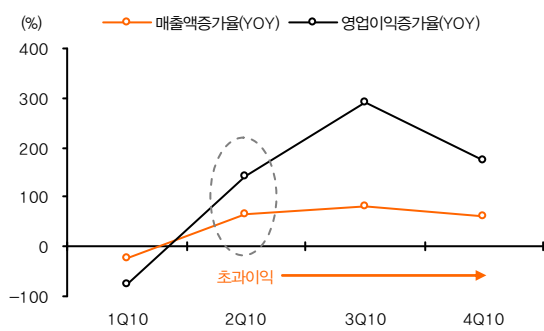
전방수요가 견조한 가운데 저가수주가 마무리될 전망

향후 매출 성장 및 수익성 개선 여부: 탐방 당시에는 국내의 설비투자가 회복되면서 공작기계 수주액이 1Q10 5,894억원(+84.8% YoY)에서 2Q10 8,498억원(+162.7% YoY)으로 증가. 따라서 공작기계 설치 후 사용되는 절삭공구의 수요증가를 기대할 수 있었음. 또한 적정 수주잔고 확보로 판매부진에 따른 저가수주와 프로모션이 마무리되면서 수익성 개선 가능성이 높은 상황. 더욱이 감가상각비 감소추세(4Q09 31억원 -> 1Q10 24억원 -> 2Q10 27억원)가 이어진 점도 매출증가 시 영업레버리지 효과를 기대할 수 있다는 측면에서 향후 주도주로서의 가능성을 높임.

자회사 지분법이익으로 순이익 증가도 기대

추가 실적 개선 여부: 해외 생산법인의 경우에도 업황 부진에 따라 09년 74억원의 지분법손실 기록. 해외법인은 대부분 투자가 완료되어 감가상각이 끝난 상황이기 때문에 수요 회복은 그대로 이익 증가로 이어지는 상황. 1H10 25억원의 지분법이익을 기록하며 해외법인의 턴어라운드를 확인했으며, 와이지-원의 순이익 증가로 연결. 향후 IFRS 적용 시에는 영업이익 증가 효과로 나타날 것.

도표 5. 와이지 원 - 탐방 이후 영업 레버리지효과 확인



자료: 와이지-원 동부 리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 6. 와이지 원 - 1국면에서 좋은 투자 기회 제공



자료: FnGuide, 동부 리서치

2Q10 이후 여전히 헤게모니 보유

현재 상황: 2Q10 탐방 이후 매분기 영업이익증가율이 매출액증가율을 상회하며 헤게모니 사업자로서의 지위를 유지. 이 기간 주가는 300% 이상 상승하는 모습을 보여줌. 09년말 295억이었던 수주잔고는 10년말 550억원까지 증가하며 고부가제품 위주의 선별수주를 진행하는 상황으로 추가 매수 혹은 매수 후 보유 관점 유지.

2국면: 헤게모니를 통한 초과이익 발생 구간

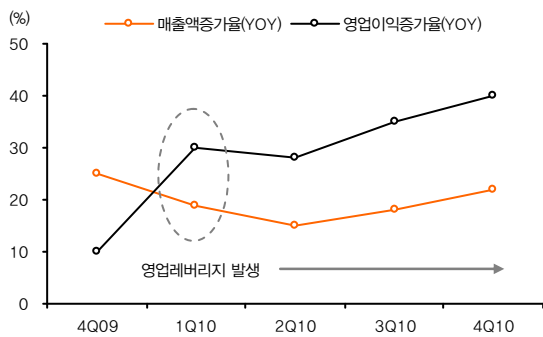
2국면: 헤게모니 유지 여부를 판단하는 것이 핵심

2국면은 턴어라운드 이후 헤게모니를 확보한 기업이 본격적으로 영업레버리지 효과를 보여주는 시점이다. 주기적인 측면에서도 주도주로서 가장 높은 상승률을 기록한다. 이때 핵심 투자포인트는 기업이 보유하고 있는 헤게모니를 얼마나 오랜 기간 유지하는가에 대한 판단이다. 이에 따라 주도주에 대한 투자 기간을 결정할 수 있다.

영업레버리지 효과로 매출액증가율을 상회하는 영업이익증가 발생

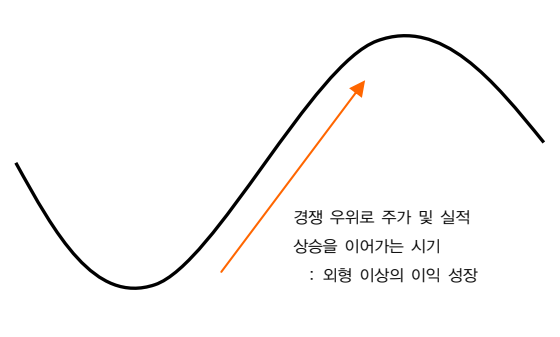
기업이 헤게모니를 보유하여 2국면으로 접어들었는지를 확인할 수 있는 체크포인트는 매출액이 증가하는 폭 이상으로 영업이익이 개선되는 영업레버리지 효과가 발생하는지의 여부이다. 즉 헤게모니를 보유한 기업은 호황으로 진입함에 따라 매출액증가율을 상회하는 영업이익증가율을 기록하는데 가동률 상승에 따라 고정비 절감 효과가 발생되기 때문이다. 2국면은 턴어라운드 초기 국면을 지나 저가수주를 통한 수주잔고를 채운 이후에 발생하는 것이 일반적이다. 이 시기에는 수요 증가에 비해 경쟁 강도가 세지 않고 수급상의 헤게모니를 기업이 주도하고 있다. 헤게모니를 보유한 기업은 수급상의 밸류체인에서 이익 배분율을 높일 수 있고 추가 비용이 발생해도 쉽게 가격전가(Cost-push)가 가능하다.

도표 7. 헤게모니 보유를 통한 영업레버리지



자료: 동부 리서치

도표 8. 초과이익을 통해 주도주에 대한 투자가간 제공



자료: 동부 리서치

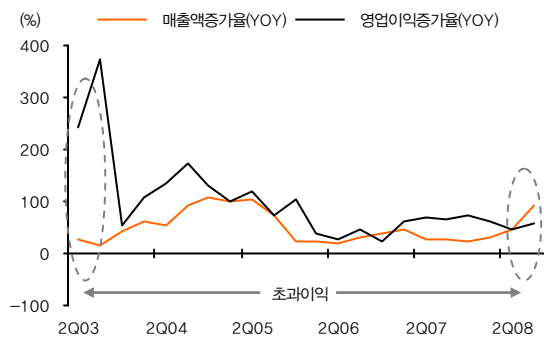
2국면에서의 Valuation Trap:  
 헤게모니를 보유하고 있음에도 불구하고  
 Valuation이 높아 놓치는 경우

이 시기는 1장에서 서술한 바와 같이 기업이 헤게모니를 보유함에 따라 어닝 서프라이즈에 대한 기대로 Multiple이 올라가기 때문에 실적 상승 이상으로 주가가 상승한다. 하지만 이 시점에서 투자자들은 기업이 여전히 헤게모니를 보유하고 있음에도 불구하고 단순히 PER, PBR 등 Valuation 지표가 과거보다 높다는 이유만으로 주식을 사지 못하고 놓치는 경우가 많다. 바로 이것이 Valuation Trap이다.

헤게모니를 보유한  
 태웅의 Multiple은 04년 이후  
 5X에서 30X까지 상승

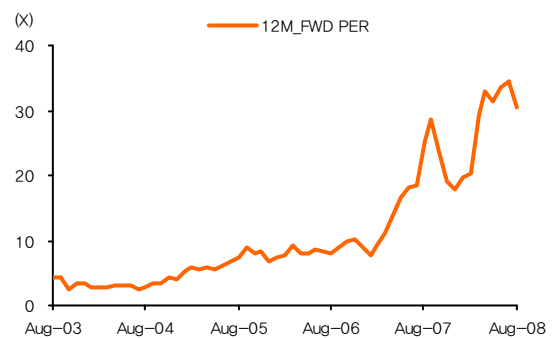
가장 좋은 사례가 바로 태웅이다. 태웅은 조선기자재나 풍력발전 등에 사용되는 자유단조 제품을 생산하는 업체로 2003년부터 선박수주 증가, 풍력발전 등 대체에너지 투자 확대에 따라 영업레버리지 효과가 나타나며 03년에서 04년까지 2배 이상의 주가상승을 기록했다. 과거와 달리 태웅은 헤게모니 사업자로 변모했으며 헤게모니를 보유를 통해 Multiple이 올라갈 수 있다는 것을 투자자들이 알았다면, 과거 Valuation에 얽매어 주가가 많이 올랐다는 이유로 매수하지 못하거나 혹은 매도하는 우를 범하지 않았을 것이다. 이후 4년간 주가는 2,000원에서 130,000원까지 65배나 상승했다. 이 기간 태웅의 Multiple은 PER 5X에서 30X까지 상승했다.

도표 9. 태웅 - 3Q08까지 초과이익 달성



자료: 태웅, 동부 리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 10. 태웅 - 2국면 동안 상승하는 Multiple



자료: FnGuide, 동부 리서치

헤게모니 보유 지속 여부 판단  
 - 탐방 통한 경쟁강도 확인 필요

이 시기에는 분명 경쟁도 서서히 강해질 수 밖에 없다. 우호적인 영업환경과 높은 수익성은 경쟁자들에게도 매력적인 요인으로 작용하기 때문에 기업이 헤게모니를 보유할 수 있는 공급부족 환경이 지속되기 어렵다. 따라서 2국면 탐방의 핵심은 기업이 헤게모니를 유지할 것인가를 판단하는 것이다. 탐방을 통해 헤게모니를 잃지 않았음이 확인되면 추가 매수가 가능할 뿐 아니라 주도주를 장기간 보유할 수 있는 논리적 기반이 될 것이다.

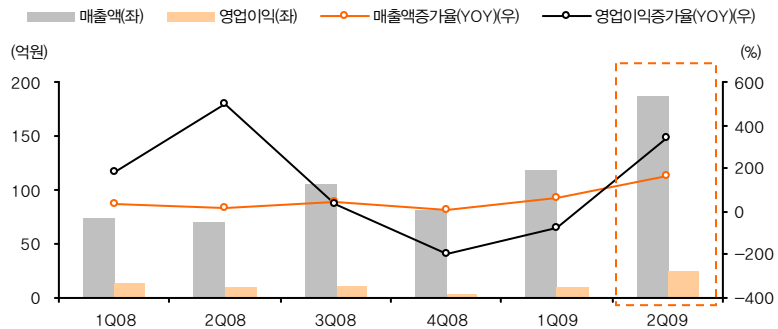
다음 질문을 기반으로 기업탐방을 통해 헤게모니 보유에 대한 확신을 갖게 된다면 주도주를 길게 보유할 수 있는 아이디어를 제공할 것이다.

**헤게모니 보유를 통해 초과이익 유지되는지를 확인하기 위한 기업탐방 질문지**

- 최근 가동률과 현재 최대 생산량(Full CAPA)의 규모?
  - 만약 설비투자가 필요하다면 언제 어느 규모로 증설이 예정되어 있나?
  - 신규 진입자 출현 가능성 및 경쟁 업체의 증설 동향?
  - 아직 영업레버리지는 유지하고 있지만 매출액증가율 대비 영업이익증가율이 둔화되  
 모습이 보인다면 어떤 원인인가?
  - 일시적인지? 추세적인 것인가에 대한 내용 점검 및 지속적인 확인 필요
- \* 만약 계절성을 이겨내는 성장률이 발생하는 경우에 더욱 좋다

**사례 분석: 이녹스(A088390)**

**도표 11. 이녹스 - 2Q09 매출액 증가와 함께 영업레버리지 효과 확인**



자료: 이녹스, 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

**2Q09 2국면 진입 징후 발견**

**기업개요 및 영업레버리지 효과 발견:** 이녹스는 FPCB에 사용되는 소재인 연성동박 적층판(FCLL)을 생산하는 기업으로 1Q09 턴어라운드 가능성을 내비쳤으며, 2Q09 매출액 급증과 함께 영업이익증가율이 매출액증가율을 상회하는 모습을 나타냄. 헤게모니 보유를 통해 초과이익을 내고 있는지 탐방을 통해 확인.

**구조조정 완료 후 공급부족 상황: 수요회복 이후 단가인상**

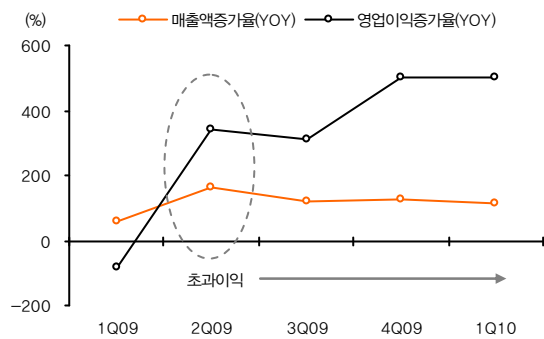
**탐방 확인:** 06년부터 시작된 단가인하 압력으로 제품가격이 70% 수준까지 하락하며 12~13개 업체가 난립해있던 시장이 구조조정 후 이녹스와 한화&C의 독과점 구조로 변화됐음을 확인. 국내 휴대폰 메이커의 시장점유율이 상승하며 인터플렉스, 영풍전자 등 FPCB 업체향 수요가 급증하고 제품단가도 상승하는 것으로 확인. 특히 물량 부족에 따라 고객사의 증설요구가 있는 상황으로 CAPA를 79.2만m<sup>3</sup>/월에서 100만m<sup>3</sup>/월로 확대시키는 리모델링 작업 계획 중. 경쟁사인 한화&C는 증설을 계

확하고 있지 않은 것으로 확인.

경쟁사 증설이 전무한 상황:  
 초과이익 지속 기대

초과이익의 지속 여부: 주 고객사인 인터플렉스의 수주액이 꾸준히 상승(4Q08 753억 원 → 1Q09 934억 원 → 2Q09 1,142억 원)하는 등 전방산업의 호황이 이어져 매출액은 지속적으로 증가할 전망. 3~4종의 FPCB가 사용되는 피쳐폰 대비 8~10종이 사용되는 스마트폰이 아이폰 이후 경쟁적으로 출시되면서 FPCB소재 수요 급증. 우호적인 영업환경 속에서도 증설 경쟁이 없는 것으로 판단되며, 헤게모니 보유에 따른 지속적인 초과이익의 달성이 가능할 것으로 기대.

도표 12. 이녹스 - 2Q09 이후 지속되는 초과이익



자료: 이녹스 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 13. 이녹스 - 헤게모니 보유로 지속적인 주가 상승



자료: FnGuide, 동부리서치

1Q11 헤게모니 유지에 대한 우려  
 발생, 탐방을 통해 확인할 시점

현재 상황: 2Q09 이후 헤게모니 사업자로서 초과이익을 달성하며 주가는 500% 이상의 높은 상승을 기록. 하지만 1Q11 실적은 매출액 247억원(-4.2% YoY), 영업이익 30억원(-13.5% YoY)으로 성장세가 둔화됨과 동시에 헤게모니 유지에 대한 우려가 있는 상황. 따라서 탐방을 통해 최근의 경쟁강도와 헤게모니의 변화를 다시 확인해야 할 시점으로 판단.

### 3국면: 모두가 흥분할 때 혼자 뒷문으로 나가는 시기

3국면: 경쟁강도 변화에 따른  
 헤게모니 이동에 대한 판단이 핵심

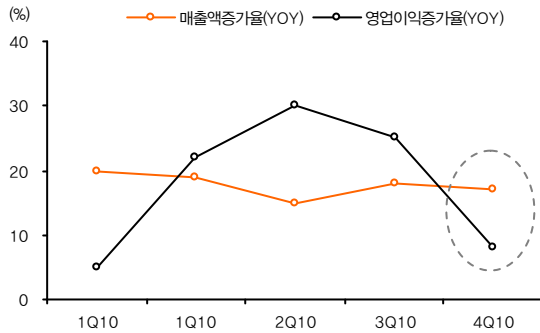
3국면은 경쟁이 격화되어 실적이 감소하기 전에 업황 하락의 변곡점을 선점하여 대응해야 하는 시기이다. 이때 투자자의 핵심 투자포인트는 영업레버리지의 감소 원인이 일시적인 비용 상승 효과 때문인지 아니면 산업 내 경쟁강도의 변화에 따른 헤게모니의 이동인지에 대한 판단이며, 이를 통해 투자의 지속여부가 결정된다.

영업이익증가율이 매출액증가율을  
 하회하는 구간

3국면에서는 경쟁 심화로 영업이익증가율이 매출액증가율을 하회하는 모습이 발생한다. 기존업체의 증설이나 신규 업체의 진입 등으로 경쟁이 심해지면서 수요처의

단가인하 압력이 거세지고 원가가 상승하더라도 판가에 제대로 전가하기 쉽지 않은 것이 3국면의 특징이다.

도표 14. 헤게모니의 변화가 감지되는 구간



자료: 동부 리서치

도표 15. 투자자가 가장 조심해야 하는 시기



자료: 동부 리서치

**절대 영업이익 증가보다 헤게모니 이전이 판단의 핵심**

3국면에서는 헤게모니 이전에 따라 초과이익을 낼 수 없더라도 기업의 매출액과 절대 영업이익 규모는 증가하는 경우가 많다. 이 시기에 투자자들은 주도주로서 주가 상승과 실적에 대한 신뢰를 바탕으로 헤게모니 이전을 눈치채지 못할 수 있다. 이 때는 새로운 경쟁업체의 신규 진입, 경쟁업체의 증설 그리고 급격한 시장 축소에 따른 저가 수주의 문제 등을 확인해서 헤게모니 변화에 대한 철저한 점검이 필요하다. 어떻게 보면 헤게모니 변화를 점검한 현명한 투자자는 모두가 흥분할 때 홀로 뒷문으로 나가는 기회를 가질 수 있는 시기이기도 하다.

**헤게모니를 상실한 기업의 Valuation에 속지말자**

3국면도 2국면과 마찬가지로 Valuation Trap에 빠질 수 있다. 많은 투자자들은 기업이 헤게모니를 잃고 기대 이하의 이익을 기록함에도 불구하고 절대 이익 상승으로 단순히 과거 대비 Valuation이 싸다는 점과 영업이익률이 여전히 과거보다 높다는 이유로 팔아야 할 시점을 놓치고 오히려 매수에 나서는 경우가 있다. 하지만 기업이 헤게모니를 잃고 초과이익을 기대하기 힘든 시점에서는 더 이상 주도주가 될 수 없다는 것이 우리의 생각이다.

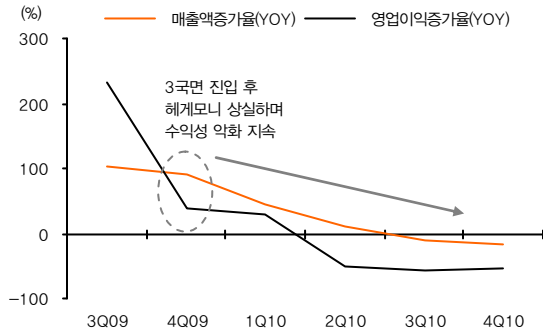
**헤게모니를 상실한 미래나노텍은 여전히 낮은 Valuation에 거래 중**

09년에는 금융위기 이후 LCD TV 수요가 회복되고, 신규 제품인 LED TV출시로 LCD 용 광학필름 업체는 갑자기 호황기에 접어들었다. 대표적인 광학필름 업체인 미래나노텍도 1Q09 ~ 3Q09까지 매분기 영업이익증가율이 매출액증가율을 뛰어넘으면서 헤게모니 사업자로서의 초과이익을 향유하고 있었다. 하지만 4Q09실적 발표 결과 영업이익증가율이 매출액증가율을 하회하면서 3국면 진입 신호가 발생했으며, 주가 역시 10년 4월 17,150원을 고점으로 하락하기 시작했다 (사업보고서 발표 시점이 3월말임을 주목하자). 당시 시장 상황은 여전히 LCD/LED TV 수요가 견조하고 주가하락에 따라 Valuation 매력력이 높아졌음을 강조하여 매수 리포트가 쏟아졌다.



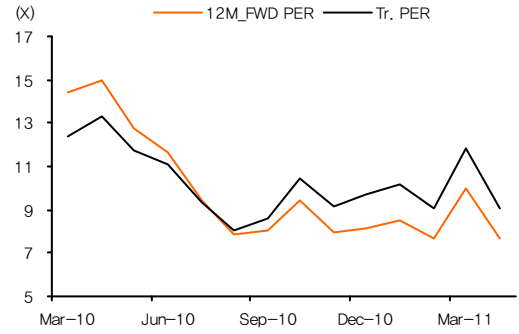
하지만 Forward PER이 15X에서 8X까지 낮아지는 동안 주가는 오히려 9,000원대까지 거의 반토막이 났다. 그리고 이후 발표된 실적은 추정치에 항상 미치지 못하면서 Trailing PER > Forward PER인 상황이 지속됐다.

도표 16. 미래나노텍 - 헤게모니 상실하며 수익성 악화



자료: 미래나노텍, 동부 리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 17. 미래나노텍 - 여전히 낮은 Valuation 지속



자료: FnGuide, 동부 리서치

정확한 판단을 위해서는  
 일회성 비용에 대한 점검 필요

일회성비용에 대해 조심해야 하는 팁을 하나 제시한다. 턴어라운드를 기록한 기업의 대부분이 직원에게 4분기에 인센티브를 지급한다. 4Q 실적은 인센티브 같은 일회성 비용이 많기 때문에 헤게모니를 여전히 보유하고 있음에도 불구하고 3국면으로 분류되는 경우가 발생한다. 따라서 분기 실적을 통한 국면 선별 작업에서 인센티브와 같은 일회성 비용에 대한 신중한 확인이 필요하다. 일회성 비용에 의한 실적 하락은 바로 회복되기 때문에 오관으로 인해 잘못된 의사결정이 일어날 수 있다는 점에 유의하자.

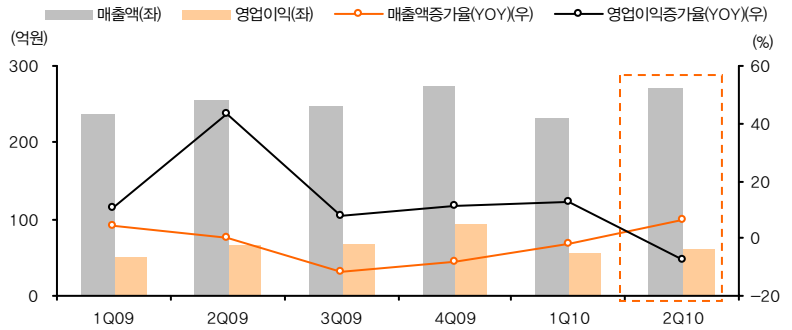
다음 질문을 기반으로 기업탐방을 통해 헤게모니 이전에 따른 변곡점을 찾게 된다면 기회비용이 큰 주식시장에서 적절한 시점에 종목을 교체할 수 있는 아이디어가 될 것이다.

헤게모니 이전에 따른 변곡점을 찾기 위한 기업탐방 질문지

- 최근 분기 매출액성장률(YoY)보다 영업이익증가율(YoY)이 낮은 원인은 무엇인가?
- 신규 경쟁업체의 출현, 경쟁사의 증설, 대체제의 현황 점검?
- 일회성 비용과 같은 문제가 아니라면 경쟁이 심화된 것인가?  
 이념 가격전기를 못하거나 일반적인 단가인하의 문제인가?
- 향후 수요가 감소하거나 단가인하를 통해 매출액이 감소하게 될 가능성은?

사례 분석: 하이록코리아(A013030)

도표 18. 2Q10 헤게모니 이전의 변화 감지



자료: 하이록코리아, 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

2Q10 3국면 진입 징후 발견

기업개요 및 헤게모니 이전의 변화 발견: 하이록코리아는 계장용 피팅과 밸브를 생산하는 업체로 4Q08에 2국면 진입 이후 매분기마다 영업이익증가율이 매출액증가율을 상회하는 모습을 보여줌. 하지만 2Q10 매출액증가율 6.6% 대비 영업이익증가율은 -7.6%를 기록하며 헤게모니 이전에 대한 징후 발견. 일시적인 현상인지 산업 내 경쟁강도 변화에 따른 것인지를 확인하기 위해 탐방 진행.

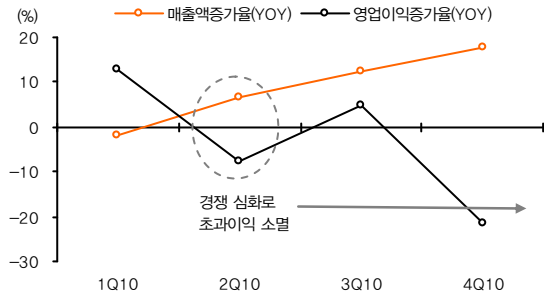
국내외 경쟁업체의 증설로 경쟁 심화 확인

탐방 확인: 스웨즈라과 파커 등 해외 경쟁업체에 더해 비엠티, 디케이락 등 국내업체의 공격적인 증설로 경쟁이 심화되고 있음을 확인. 과거 수주 마진이 20%이상을 상회했던 것과 달리 경쟁 이후 12~15%의 마진에도 수주를 진행. 경쟁사인 비엠티와 디케이락이 각각 153억과 207억원을 투자해 양산공장과 김해공장에 증설을 진행한 상황에서 하이록코리아도 2배 이상의 외형 확대를 위해 증설을 계획하고 있는 것으로 파악.

증설 경쟁 후 물량확보를 위해 저가수주에 나서는 상황

경쟁 심화 여부: 경쟁업체인 비엠티와 디케이락뿐만 아니라 하이록코리아 역시 증설에 나섬에 따라 향후 경쟁심화가 예상됨. 경쟁업체의 공격적인 영업으로 09년 64.3%를 기록했던 피팅부문 점유율은 2Q10 57.5%로 하락했으며, 밸브 역시 09년 69.5%에서 2Q10 61.5%까지 하락. 경쟁업체는 증설에 따른 물량 확보를 위해 저가수주를 진행할 것이고 하이록코리아 역시 점유율을 잃지 않기 위해 저가수주에 동참할 것으로 예상. 2Q10 영업이익률은 22%로 여전히 높은 수준이었지만, 경쟁심화에 따른 헤게모니 상실로 더 이상은 초과이익을 기대하기 어려워 보임.

도표 19. 하이록코리아 - 2Q10 이후 경쟁심화 확인



자료: 하이록코리아, 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 20. 하이록코리아 - 변곡점을 선점하여 대응 가능



자료: FnGuide, 동부 리서치

낮은 Valuation에도 불구하고  
 주가는 여전히 횡보 중

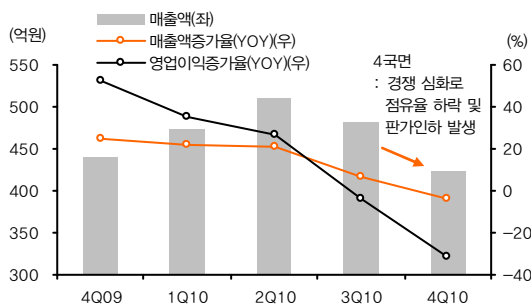
**현재 상황:** 3Q10과 4Q10에도 각각 25.2%, 22.5%의 높은 영업이익률을 기록했지만 주가는 10년 11월 18,700원의 고점 이후 6개월간 16,000원대에서 횡보 중 (vs 시장수익률 13.2%). 3Q10과 4Q10 모두 영업이익증가율이 매출액증가율을 하회했기 때문에 헤게모니 이전에 따른 당연한 결과로 판단됨. 따라서 현재의 낮은 Valuation(11E P/E 8.4X)과 높은 영업이익률에도 불구하고 보수적인 대응이 필요한 시점으로 판단.

**4국면: 지속적인 실적 하락, 관심을 갖기엔 이른 시점**

4국면: 헤게모니를 잃은 기업의  
 실적 하락 시기

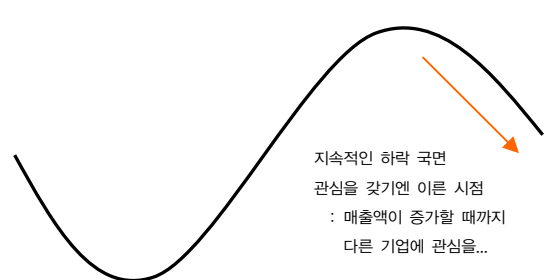
4국면은 경쟁이 격화되면서 실적이 지속적으로 하락하기 때문에 해당 기업에 관심을 갖기에 아직 이른 시점이다. 경쟁이 지속됨에 따라 점유율이 하락하고, 판가인하와 최악의 상황에서는 수요 부진에 따른 매출액 감소를 경험하게 되는 구간이다. 따라서 헤게모니를 잃은 기업은 매출액 감소보다 몇 배 큰 영업이익 감소가 나타나며 실적이나 주가는 수직 급락하게 된다.

도표 21. 헤게모니를 잃고 지속적인 추락 중



자료: 동부 리서치

도표 22. 아직 관심을 갖기엔 이른 시기



자료: 동부 리서치

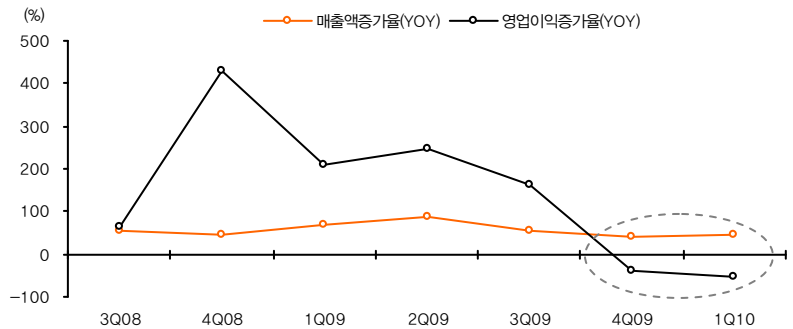
이 시점에서 투자자는 구조조정이라는 이슈에 관심을 보이지만 산업 내 수요 확대  
 로 수급이 균형을 맞추는 시점까지 주가는 오랜 고통의 시간을 겪는다. 과거 호황  
 기에 확보한 충분한 유휴자금이 있기 때문에 구조조정을 통한 공급과잉 해소에 소  
 요되는 시간도 기대보다 지연되는 경우가 많다. 4국면에 위치한 주식을 보유한 투  
 자자는 고통스러울 수 밖에 없다.

**변곡점까지 관심을 갖지 말자**

앞서 우리는 1국면을 수요 확대에 따른 외형이 급증하는 시기로 정의했다. 1국면  
 에 진입한 기업도 턱어라운드 성공할지에 대한 불확실성으로 주가는 쉽게 관심  
 을 끌지 못한다. 하물며 4국면에 진입한 기업의 주가는 단기적으로 반등할 수 있  
 지만 1국면에 진입하기 전까지 의미있는 상승은 어렵다고 판단한다. 주가의 변곡  
 점은 1국면 이후 발생된다는 점에서 4국면의 주식을 조금하게 바라보지 않아도 된  
 다고 판단한다. 4국면 기업은 경쟁 심화로 점유율 하락 및 수요 감소에 따라 외형  
 이 지속적으로 축소되기 때문에 턱어라운드 가능성을 고민하기는 이른 상황이다.

**사례 분석: 신화인터텍(A056700)**

**도표 23. 4Q09에 이어 이익 감소 심화**



자료: 신화인터텍 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

4Q09 3국면 확인 이후  
 1Q10 4국면 진입

**기업개요 및 수익성 악화 확인:** 신화인터텍은 LCD TV의 BLU용 광학필름을 생산하는  
 업체로 3Q08 ~ 3Q09까지 영업이 호조를 보였지만 4Q09 영업이익은 전년동기대비  
 감소한 후 1Q10 수익성 악화 지속. 경쟁 심화에 따라 4국면에 진입한 것으로 판단  
 하고 탐방 진행.

경쟁업체 난립으로 단가인하 지속

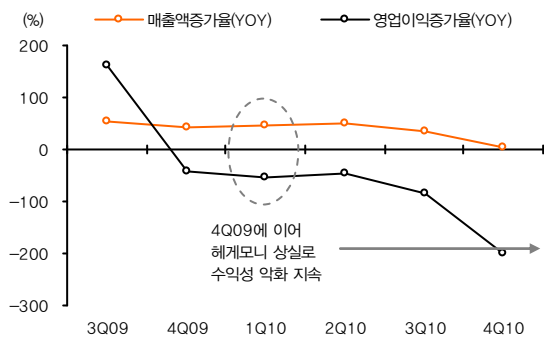
**탐방 확인:** 제일모직, 미래나노텍, 코오롱, SKC 하스, 상보, 3M, E-fun 등 국내외  
 광학필름 업체가 난립한 상황에서 분기당 5~10%의 단가인하 지속. 제품단가 하락

에도 불구하고 고객사의 요청에 따라 CAPA확대를 위한 282억원의 추가 증설 진행 중. 기존 제품의 경쟁이 심화되자 CLC(Cholesteric Liquid Crystal, 고휘도 필름) 필름이라는 신규제품 출시에 나서지만 안정적인 수출 확보가 쉽지 않은 상황.

**추가 증설로 경쟁 심화 전망  
 여전히 구조조정 난망**

**경쟁 강도와 공급과잉 여부:** CLC필름이 기술적 제약과 수출 문제로 출시가 지연되는 가운데 설비투자과 R&D에 따른 비용 증가로 수익성 악화 예상. 경쟁사인 미래나노텍과 상보 등도 증설을 계획하고 있어 경쟁은 더욱 심화될 전망. 공급 측면의 구조조정이 진행되거나 수요의 급증이 발생하지 않는 공급과잉이 지속되면서 실적 부진의 시기가 지속될 것으로 판단.

**도표 24. 신화인터텍 - 경쟁이 지속되며 수익성 악화**



자료: 신화인터텍, 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

**도표 25. 신화인터텍 - 경쟁 심화 후 지속적인 주가하락**



자료: FnGuide, 동부 리서치

**주가하락 지속**

**현재 상황:** 1Q10 이후 영업이익은 매분기마다 전년동기대비 감소하면서 주가 역시 KOSPI지수는 35.4% 상승함에도 불구하고 -63.4% 하락. 공급과잉이 해소되는 턴어라운드 징후를 발견할 때까지 기다려야 할 시점.

**인터플렉스를 통해 확인한 국면별 성과**

**인터플렉스를 통한  
 4개 국면 변화 확인**

위에서 제시한 4개 국면을 FPCB 제조업체인 인터플렉스에 적용하여 국면 별 성과를 확인해 보았다. 03년 상장 이후 헤게모니 변화에 따라 국면 변화는 항상 명확한 매매 타이밍을 제공하였다. 다만 인터플렉스는 03년 상장으로 인해 04년 이전 분기 데이터가 미비하기 때문에 1Q04부터 국면 분석을 진행하였다.

도표 26. 인터플렉스 - 경쟁으로 인해 발생하는 국면 변화

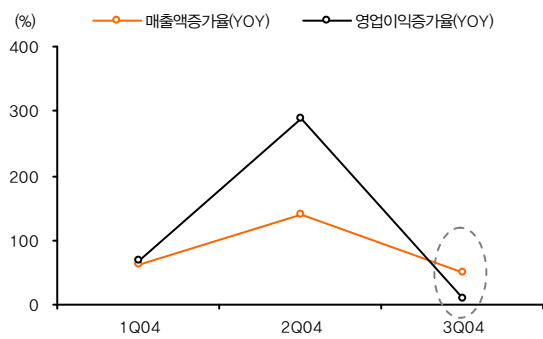


자료: FnGuide, 동부 리서치

3국면 (3Q04) - 3Q04 매출액은 전년동기대비 51%나 증가했지만, 영업이익은 8.7% 증가에 그치면서 경쟁에 따른 헤게모니 변화 확인. 인터플렉스, 영풍전자, SI플렉스 3사가 70%를 과점한 시장에 대기업인 삼성전기, LG전자가 진입을 결정하였고, 대덕GDS와 중소 PCB업체도 신규 진입을 추진 중인 상황으로 경쟁강도 심화에 따른 매도 판단.

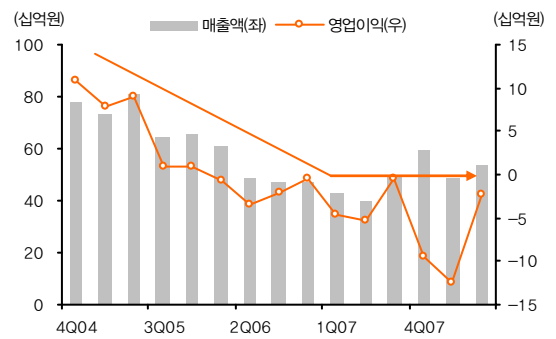
4국면 (4Q04 ~ 2Q08) - 경쟁 격화와 함께 휴대폰의 트렌드가 폴더폰에서 슬라이드폰으로 전환되면서 FPCB 수요마저 크게 감소. 03년 증설 효과는 고정비 부담으로 이어져 급격한 수익성 하락으로 이어짐. 관심을 갖지 않아도 되는 지루한 시점.

도표 27. 3국면(3Q04) 헤게모니 변화에 따른 매도 시점



자료: 인터플렉스, 동부리서치  
 주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

도표 28. 4국면(4Q04~2Q08) 외형 축소 및 수익성 급감



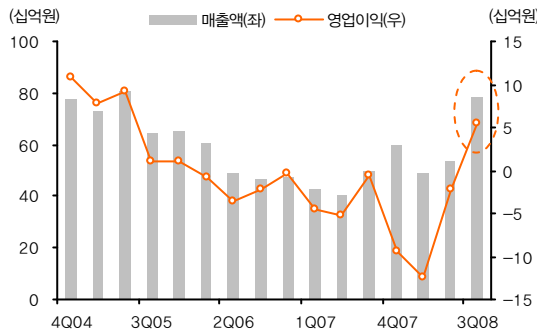
자료: 인터플렉스, 동부리서치

1국면 진입 (3Q08) - 어려운 시기를 겪으면서 중소 FPCB업체가 도산하고 삼성전기, LG전자의 FPCB사업부 구조조정 완료. 2Q05이후 12분기 만에 최대 매출액 784억원 기록! 탐방 결과 모토로라 first 벤더 등재에 따른 수요 회복으로 판단. 다만 신

규진입에 따른 판매비 증가로 수익성 회복은 미진한 상황. 지속적인 외형 확대 및 수익성 증가가 기대되는 매수 시점.

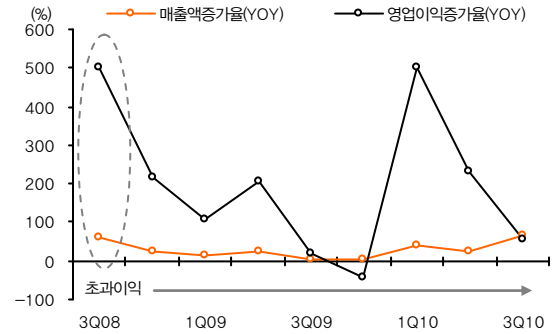
2국면 (4Q08 ~ 3Q10) - 국내 FPCB산업의 구조조정 완료 이후 엔화강세에 따른 우호적인 영업환경 및 전방수요 확대로 턴어라운드 달성. 스마트폰에 적용되는 FPCB 수요가 급증하면서 공급부족 환경으로 전환되고 인터플렉스는 헤게모니 확보를 통해 초과이익을 시현. 4Q09 인센티브 지급으로 영업레버리지 효과가 잠시 둔화됐지만 탐방 결과 헤게모니의 변화 발생을 우려할 사항은 아닌 것으로 판단. 추가매수 및 지속적인 보유 구간!

도표 29. 1국면(3Q08) 수요회복을 통한 턴어라운드 확인



자료: 인터플렉스, 동부리서치

도표 30. 2국면(4Q08-3Q10) 헤게모니 보유 구간

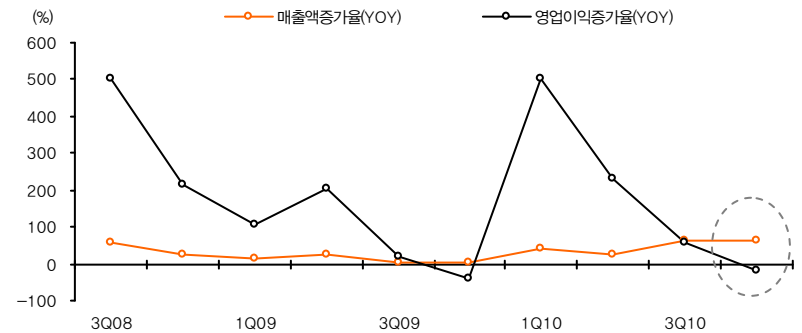


자료: 인터플렉스, 동부리서치

주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

3국면 (4Q10) - 4Q10 매출액은 전년동기대비 64% 증가했지만 영업이익은 오히려 18% 감소. 인터플렉스를 포함한 FPCB업체들의 증설로 공급 과잉 우려 발생. 헤게모니의 변화가 시작되는 시점으로 판단하고 신중한 대응 권고!

도표 31. 3국면(4Q10) 증설에 따른 공급과잉이 예상됨. 헤게모니 변화 감지



자료: 인터플렉스, 동부리서치

주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

### III. 검증

우리는 경쟁과 헤게모니가 만들어내는 4가지 국면을 분석하고 국면 별 투자방법을 설명하였다. 이제부터는 기업이 헤게모니를 보유하고 있는 구간 동안 투자를 했다면 어떤 성과를 보일지에 대해 09년 이후 개별 주도주와 포트폴리오 관점에서 검증을 진행하였다.

#### 개별 주도주에 대한 검증

09~10년 시장을 지배한 대형주와 시장의 관심을 끌었던 개별주에 대해 검증 진행

우리는 시장 주도주에 대한 투자를 위해 경쟁과 헤게모니 관점에서 분석하였고, 그에 대한 나름대로의 결론을 얻을 수 있었다. 분석을 거듭함에 따라 재무제표 상에 나타난 지표나 CEO와의 인터뷰 결과는 우리가 탐방을 진행한 기업에만 국한되는 것이 아니라 하나의 일관된 논리로 모든 종목에 적용될 수 있다는 기대가 생겼다. 따라서 우리가 탐방을 진행하지 못한 대형주에 대해서도 경쟁과 헤게모니 분석을 적용할 수 있다는 기대로 09~10년 시장을 지배했던 대형주와 시장의 관심을 끌었던 개별주를 대상으로 아래와 같이 검증을 진행하였다.

우리가 검증을 위해 선정한 종목은 다음과 같다.

- 1) 09년 업종 주도주: 가이차, 삼성엔지니어링
- 2) 10년 업종 주도주: 금호석유, SKC
- 3) 개별종목으로 시장의 관심을 끌었던 종목: 에스엠, 포스코켄텍

우리는 이번 검증을 통해 확인하고 싶은 것은 1) 턴어라운드 시점을 알 수 있음에 따라 초기 발굴이 가능한지와 2) 헤게모니 보유기간 동안 투자함에 따라 수익률이 어떻게 되는 지였다. 다만 여기서 검증을 진행하는 종목들은 정량적 분석 이후 탐방이 진행되지 않았기 때문에 1국면을 정확히 체크하기가 쉽지 않다. 따라서 정량적 분석만으로도 체크가 가능한 2국면(영업이익증가율 > 매출액증가율)에서 3국면(영업이익증가율 < 매출액증가율) 동안에만 투자를 했다는 가정하에서 검증을 진행하였다.

분기실적 발표 마감일에 매매가 이루어진다는 확실한 가정하에 진행

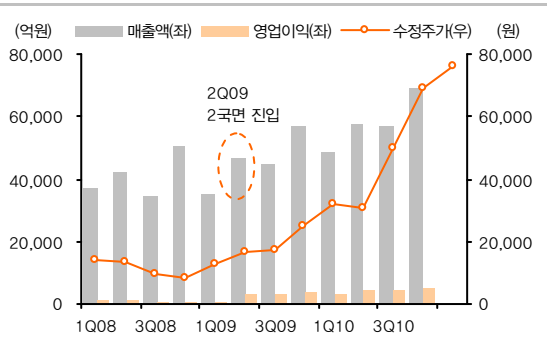
이번 검증에서 각 국면의 매매시점은 분기 실적 발표 마감일 이후라는 확실한 가정 하에 진행되었다. 따라서 12월 결산일을 기준으로 1분기(5월 15일), 2분기(8월 30일), 3분기(11월 15일), 4분기(익년 3월 31일)에 각각 매매가 이루어졌다고 가정했다. 만약 실적추정이나 컨센서스를 이용하여 헤게모니를 분석하고 선행적으로 대응한다면 더욱 좋은 결과를 얻을 수 있을 것이라 확신한다.



### 기아차 (A000270)

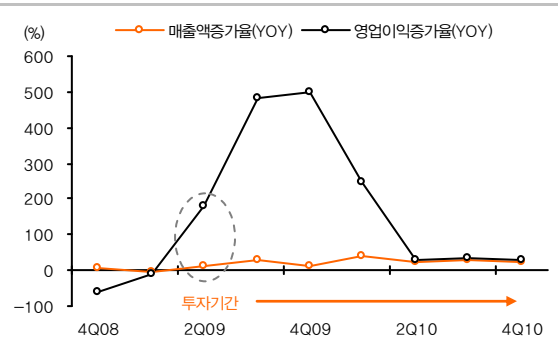
- 2국면 매수: 2Q09 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YOY) > 매출액증가율(YOY) 기록
- 2Q09 실적발표(09년 8월) 이후 투자하여 현재까지 보유
- 투자기간인 2Q09 ~ 현재까지 352.4% 상승, 매도 신호 없음

도표 32. 기아차 - 2국면 진입 후 주가상승



자료: 기아차, 동부 리서치

도표 33. 기아차 - 헤게모니 보유 구간



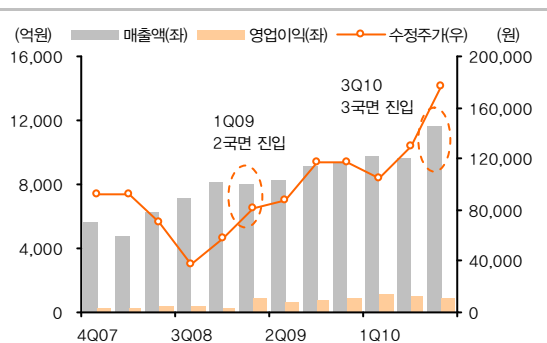
자료: 기아차, 동부 리서치

주: 작자전환, 작자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

### 삼성엔지니어링 (A028050)

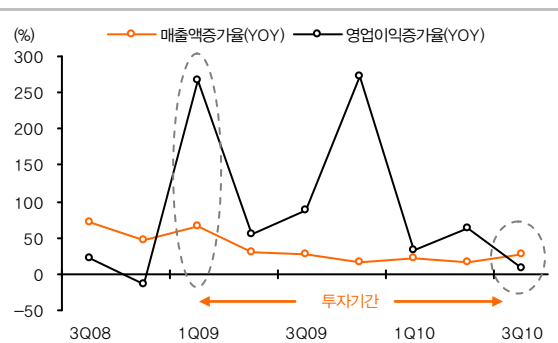
- 2국면 매수: 1Q09 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YOY) > 매출액증가율(YOY) 기록
- 3국면 매도: 3Q10 매출 증가에도 불구하고 영업이익증가율(YOY) < 매출액증가율(YOY)
- 1Q09 실적발표(09년 4월) 이후 주식 매수, 3Q10 실적발표(10년 11월) 매도
- 투자기간인 1Q09 ~ 3Q10까지 116.6% 상승, 매도 후 주가 회복 확인

도표 34. 삼성엔지니어링 - 2국면 진입 후 주가상승



자료: 삼성엔지니어링, 동부 리서치

도표 35. 삼성엔지니어링 - 헤게모니 보유 구간



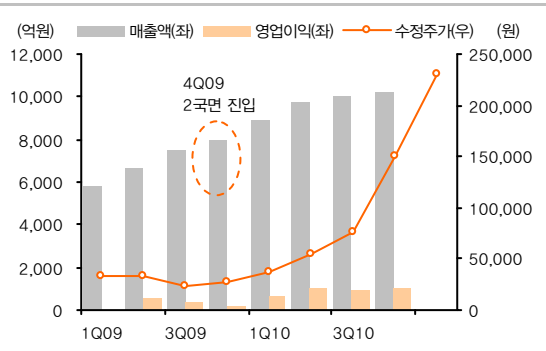
자료: 삼성엔지니어링, 동부 리서치

주: 작자전환, 작자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

### 금호석유 (A011780)

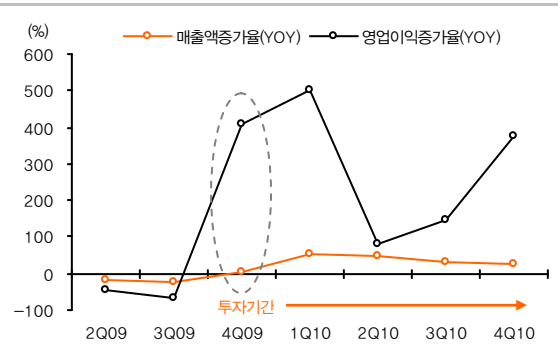
- 2국면 매수: 4Q09 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YOY) > 매출액증가율(YOY) 기록
- 4Q09 실적발표(10년 3월) 이후 투자하여 현재까지 보유
- 투자기간인 4Q09 ~ 현재까지 728.8% 상승, 매도 신호 없음

도표 36. 금호석유 - 2국면 진입 후 주가상승



자료: 금호석유, 동부 리서치

도표 37. 금호석유 - 헤게모니 보유 구간



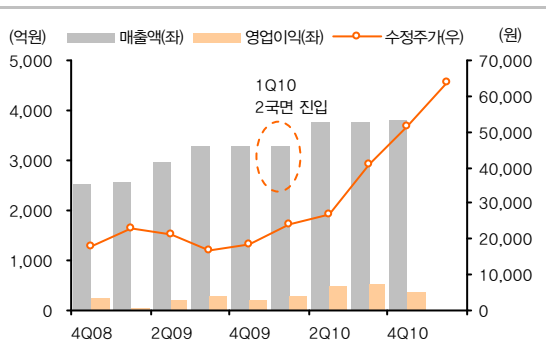
자료: 금호석유, 동부 리서치

주: 적자전환, 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

### SKC (A011790)

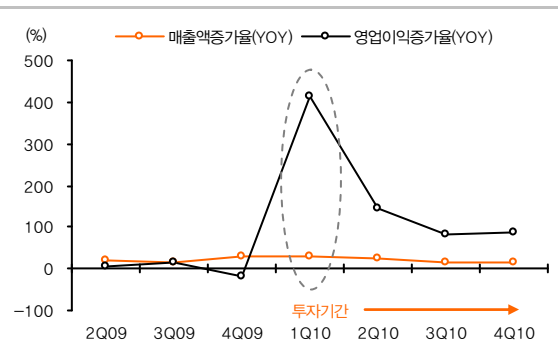
- 2국면 진입: 1Q10 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YOY) > 매출액증가율(YOY) 기록
- 1Q10 실적발표(10년 5월) 이후 투자하여 현재까지 보유
- 투자기간인 1Q10 ~ 현재까지 163.9% 상승, 매도 신호 없음

도표 38. SKC - 2국면 진입 후 주가상승



자료: SKC, 동부 리서치

도표 39. SKC - 헤게모니 보유 구간



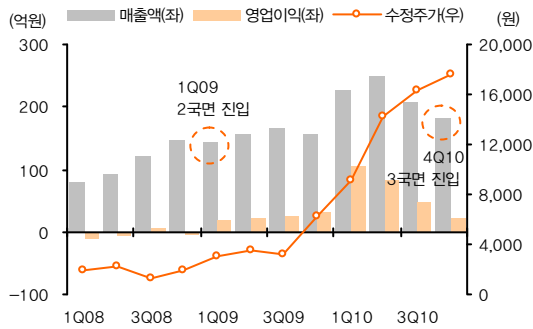
자료: SKC, 동부 리서치

주: 적자전환, 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

**에스엠 (A041510)**

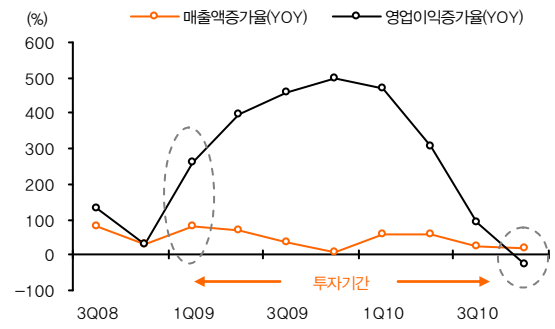
- 2국면 매수: 1Q09 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YoY) > 매출액증가율 기록(YoY)
- 3국면 매도: 4Q10 매출 증가에도 불구하고 영업이익증가율(YoY) < 매출액증가율(YoY)
- 1Q09 실적발표(09년 4월) 이후 주식 매수, 4Q10 실적발표(11년 3월) 매도
- 투자기간인 1Q09 ~ 4Q10까지 488.3% 상승, 매도 후 기회비용 얻음

**도표 40. 에스엠 - 2국면 진입 후 주가상승**



자료: 에스엠 동부 리서치

**도표 41. 에스엠 - 헤게모니 보유 구간**



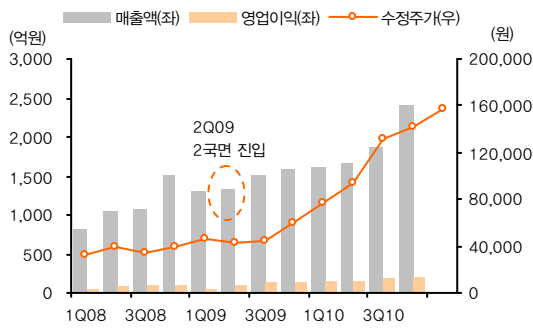
자료: 에스엠 동부 리서치

주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

**포스코캠텍 (A003670)**

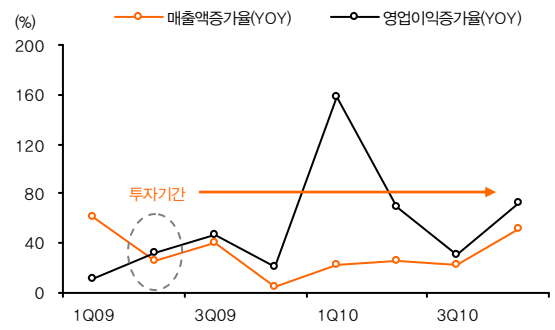
- 2국면 매수: 2Q09 매출 증가와 함께 영업이익증가율(YoY) > 매출액증가율(YoY) 기록
- 2Q09 실적발표(09년 8월) 이후 투자하여 현재까지 보유
- 투자기간인 2Q09 ~ 현재까지 259.8% 상승, 매도 신호 없음

**도표 42. 포스코캠텍 - 2국면 진입 후 주가상승**



자료: 포스코캠텍 동부 리서치

**도표 43. 포스코캠텍 - 헤게모니 보유 구간**



자료: 포스코캠텍 동부 리서치

주: 적자전환 적자확대는 200% 감소, 500%이상의 상승률은 500%로 정의

## 포트폴리오 관점에서 검증

### 각 국면별 포트폴리오 수익률 검증

포트폴리오 관점에서의 검증은 현재 거래소와 코스닥 전체 종목을 대상으로 1국면, 2국면, 3국면, 4국면으로 예상이 되는 기업을 바스켓으로 분류해서 탐방을 위해 각 국면 별 분석기준을 계량적으로 만들었으며, 또한 포트폴리오를 구성했을 때 절대 수익률과 시장대비 상대 수익률을 확인하기 위한 작업이다. 이를 통해 우리는 1국면과 2국면에 속한 종목들로 구성된 포트폴리오가 수익률에 기여할 수 있을 지를 확인하였다.

### 개별 기업의 성과를 반영하기 위해 EWI 검증

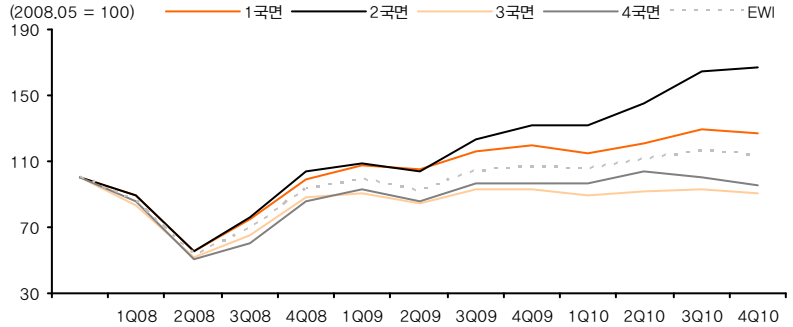
이번 검증에서도 08년 이후 각 분기별 실적 발표가 완료되는 시점(분기별 매매시점이 개별종목 검증과 동일)에 매매가 이루어진다는 혹독한 가정 하에 각각의 국면 정의와 국면 별 동일가중지수(EWI: Equal Weighted Index)를 구성하여 성과를 비교했다. KOSPI와 같은 시가총액가중지수(MWI: Market Weighted Index)로 생성할 경우에는 시가총액이 작은 기업들의 국면 변화를 정확히 확인하기 어렵다는 단점 때문에 동일가중지수를 통한 검증을 진행하였다.

### 혹독한 조건 하에 검증: 1국면 +13% Outperform 2국면 +54% Outperform 3국면 -23% Underperform 4국면 -19% Underperform

각 국면별 성과는 우리가 기대하는 대로 유의미한 결과를 기록했다. 약 3년 동안 12개 분기 데이터를 통해 확인한 결과 1,2국면의 수익률은 각각 +27%, +67%를 상승하며 현재 상장된 종목을 기준으로 14% 상승한 동일가중지수(BM) 대비 각각 +13%, +54% OUTPERFORM을 나타냈다. 1국면의 성과가 2국면보다 미진한 원인은 턴어라운드 가능성을 단순히 계량분석만으로 확인하는 것보다 정성적인 부문에 대한 고민이 필요하기 때문이다. 그 외에도 1국면을 거치지 않고 바로 2국면으로 진입하는 경우도 많이 존재하기 때문이다.

반면, 3,4국면은 각각 -10%, -5%를 나타내며 BM대비 각각 -23%, -19% UNDERPERFORM을 기록하였다. 단순히 계량 분석만으로 만들어진 결과지만 3국면의 투자 위기와 4국면의 무관심이라는 투자 아이디어를 설명하는 결과이다. 이번 검증은 계량 분석만으로 만들어진 결과로 향후 기업과 인터뷰를 통해 정성적인 부분까지 고려된다면 더욱 변별력이 존재하는 성과를 나타낼 것으로 판단한다.

도표 44. 전종목 거래분석 결과 국면별 변별력 존재



자료: FnGuide, 동부 리서치

30일 선행 포트폴리오 검증:

- 1국면 +3% Outperform
- 2국면 +85% Outperform
- 3국면 -33% Underperform
- 4국면 -27% Underperform

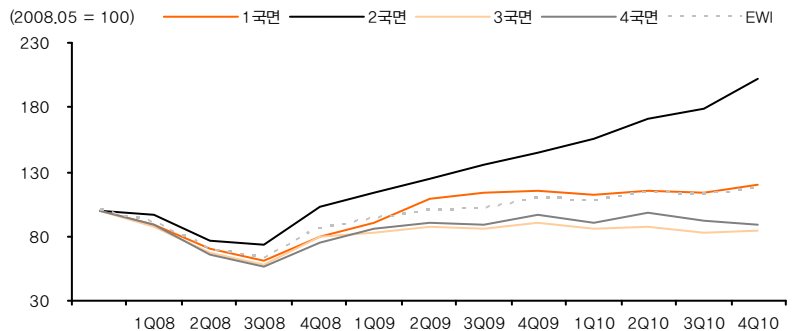
30일 선행해 검증할 경우

- 1,2국면은 더욱 Outperform
- 3,4국면은 더욱 Underperform

위의 성과는 분기 실적 발표가 모두 완료된 시점에 리밸런싱(Rebalancing)하는 최악을 고려한 시뮬레이션 사례이다. 하지만 관심 종목의 분기 실적 데이터는 실적 발표가 완료되기 이전에 방향성에 대한 확인과 추정이 가능할 것이다. 특히 대형주의 경우 컨센서스를 통해 좀 더 빨리 업데이트될 수 있다는 점에서 각각의 분기 실적을 명확하게 추정하여 1개월 앞서 포트폴리오를 리밸런싱 한다면 더욱 좋은 결과를 기록할 수 있을 것인가를 검증하였다.

우리의 예상대로 명확한 실적 추정을 가정하고 1개월 선행하여 포트폴리오를 리밸런싱 한다면 더욱 좋은 결과를 확인 할 수 있었다. 1,2국면의 성과는 각각 +19%, +102% 수익률을 기록하며 BM대비 +3%, +85% OUTPERFORM을 기록했다. 반면 3,4국면의 성과는 각각 -16%, -11%를 기록하며 BM대비 -33%, -27% UNDERPERFORM 하였다. 30일 먼저 분기실적을 확인할 경우 1,2국면의 성과는 더욱 OUTPERFORM 하였고, 3,4국면의 성과는 더욱 UNDERPERFORM을 기록했다는 점에서 지속적인 실적 확인을 통한 선제적인 대응의 필요성을 확인하였다.

도표 45. 실적을 명확하게 추정하고 1개월 선행 대응 시 더 좋은 성과 기록



자료: FnGuide, 동부 리서치

이번 분석의 성과:

- 1) 주기적 점검으로 수익률 극대화
- 2) 효율성 있는 기업탐방

이번 분석을 통해 얻은 중요한 성과 중 하나는 포트폴리오의 주기적인 점검을 통하여 포트폴리오 수익률을 극대화할 수 있다는 점과 기업탐방 시 1,2국면에 속하는 기업에 집중하고 3,4국면에 속하는 기업에 대해서는 기회비용을 줄임으로써 투자의 효율성을 크게 높일 수 있다는 점이다.

글을 마치며...

헤게모니 분석을 통한 주도주 발굴은 검증 결과와 같이 전반적인 주도주에 맞는 것은 사실이나, 중기적으로 산업 구조조정 기간 동안 소외된 종목에 보다 적합한 리서치 방법임에는 틀림이 없습니다. 동부 스몰캡은 헤게모니와 관련된 리서치를 좀더 강화하여 향후 터어라운드가 기대되는 주도주를 발굴하고, 이미 헤게모니를 보유한 기업에 대해 경쟁과 관련된 관점으로 리서치를 수행함으로써 좋은 수익률에 기여할 수 있도록 노력하겠습니다.

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - **Buy:** 초과 상승률 10%p 이상
  - **Hold:** 초과 상승률 -10~10%p
  - **Underperform:** 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - **Overweight:** 초과 상승률 10%p 이상
  - **Neutral:** 초과 상승률 -10~10%p
  - **Underweight:** 초과 상승률 -10%p 미만



**동부증권 리서치센터**

팀명	담당	애널리스트	직위	(02) 369-	@dongbuhappy.com
리서치센터		용대인	리서치센터장	3448	yong3490
기업분석본부		이민희	기업분석본부장	3368	minhee.lee
투자전략본부	채권전략	신동준	투자전략본부장	3273	djshin
주식전략팀	전략/경제	장화탁	팀장	3370	mousetak
	퀀트	양해정	연구위원	3712	hjiang
	경제분석	김효진	선임연구원	3432	hjkim1984
	중국분석	가오징	선임연구원	3721	jing10
	주식전략	이은택	선임연구원	3479	go4it.lee
	주식전략	유경하	선임연구원	3353	last88
	주식전략	김일혁	연구원	3709	run2you
	RA	박헌석	연구원	3269	oldstone
	RA	김보슬	연구원	3138	boseulkim
	채권전략팀	신용분석	박정호	수석연구위원	3337
신용분석		이경록	연구위원	3426	newgift7
채권전략		문홍철	수석연구원	3436	m304050
채권전략		박유나	선임연구원	3377	yuna.park
채권전략		노상원	선임연구원	3737	swnoh
Translator/RA		문세민	선임연구원	3396	sammoon
기업분석 1팀	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	음식료/유통	차재현	수석연구위원	3378	imcjh
	조선/기계	김홍균	수석연구위원	3102	usckim10
	철강/금속	김지환	수석연구원	3734	interlaw
	유틸리티/운송	유덕상	선임연구원	3458	ds.yoo
	제약/화장품	김태희	선임연구원	3367	taehee.kim
	RA	박대업	연구원	3389	dupark83
	RA	원형운	연구원	3314	hwon09
	기업분석 2팀	전기전자/가전	권성률	팀장	3724
화학/에너지		이제훈	수석연구위원	3730	alee2007
자동차/타이어		임은영	수석연구위원	3713	erica1
반도체/태양광		신현준	연구위원	3267	hjshin
인터넷/게임/통신		이승응	수석연구원	3321	jason.lee
전자부품		이민영	선임연구원	3053	mylee01
장비/부품		강정호	연구원	3373	jeongho.kang
RA		변재희	연구원	3374	jhbyun
스몰캡팀		Small-cap	김항기	팀장	3375
	Small-cap	김승희	수석연구원	3747	kimsh9
	Small-cap	최보근	수석연구원	3388	small0
	Small-cap	손만승	선임연구원	3447	rcrack79
	RA	권윤구	연구원	3457	ygkwon84
	Coordinator	김예은	사원	3346	angel17

# 동부증권

## 본사

본사 영업부	02) 369-3200	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 1~2층)
여의도금융센터	02) 369-3700	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 10층)

## 서울지역

강남구청역	02) 512-6000	서울시 강남구 삼성동 8-2 (브라운스톤 레전드상가 2층)
강남금융센터	02) 3474-9000	서울시 서초구 서초동 1329-8 (삼원빌딩 3층)
구로디지털	02) 3281-1600	서울시 구로구 구로동 212-1 (에이스타워빌딩 1차 3층)
노원	02) 3391-6400	서울시 노원구 상계동 734-4 (동광빌딩 3층)
대치	02) 561-6000	서울시 강남구 대치동 509 (하이마트빌딩 5층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울시 강남구 대치동 651 (여천빌딩 2층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울시 강남구 대치동 891-10 (동부금융센터빌딩 3층)
마포	02) 711-9500	서울시 마포구 도화동 559 (트라켈리스 2층)
명일	02) 3013-2000	서울시 강동구 명일동 306-1 (시온캐슬빌딩 4층)
목동	02) 2636-6000	서울시 양천구 목동 917-1 (CBS7동교방송국 1층)
방배	02) 599-9922	서울시 서초구 방배동 811-6 (방배범왕빌딩 2층)
서초	02) 597-9100	서울시 서초구 서초동 1573-10 (로이아즈 타워 3층)
신논현역	02) 3482-9100	서울시 서초구 서초동 1303-3 (중앙화춘빌딩 3층)
압구정로말	02) 3445-8800	서울시 강남구 신사동 575 (기오닉스 스포츠센터 A동 9층)
올림픽	02) 416-8500	서울시 송파구 방이동 44-3 (현대토탈빌딩 4층)
용산	02) 798-6060	서울시 용산구 용산동5가 24-1 (피크타워 102동 1층)
을지로	02) 753-9000	서울시 중구 대동 103 (동부빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울시 송파구 잠실동 181-2 (성지빌딩 4층)
중로	02) 2075-5200	서울시 중로구 중로1가 24 (르메이에르 중로타운 I 5층)
청담	02) 514-1414	서울시 강남구 삼성동 78-1 (동홍빌딩 2층)

## 경기지역

분당	031) 718-7000	성남시 분당구 구미동 185-4 (보영프라자 4층)
서현	031) 709-9600	성남시 분당구 서현동 246-2 (신영갤러리타워 3층)
수원	031) 222-6565	수원시 팔달구 인계동 1125-2 (벽산코아 2층)
인천	032) 518-3434	인천시 부평구 상산동 464-1 메디캐슬빌딩 2층
일산	031) 915-6300	고양시 일산서구 주엽동 72-2 (한솔코아 2층)
평촌	031) 382-6200	안양시 동안구 호계동 1041 (흥국생명빌딩 4층)
양주	031) 859-9200	경기도 양주시 화정동 345-19 둔계빌딩 2층
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현리 347-23 3층

## 대전·충청지역

대전	042) 522-6600	대전시 서구 도마2동 172-15 (도마 라이프클럽리뉴센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전시 서구 둔산동 1456 (메디빌딩 1~2층)
천안	041) 569-7000	천안시 불당동 799 (유강베트르타워 3층)
청주	043) 253-9400	청주시 상당구 문화동 100-3 (경산타워 3층)
세종	041) 868-2300	충청남도 연기군 조치원읍 원리 4-12 피에리티타워 2층

## 부산·경상지역

남포	051) 242-6000	부산시 중구 남포동 6가 63번지 (남포메디칼센터 2층)
대구	053) 476-4000	대구시 서구 봉덕동 1300-1 (외환은행빌딩 2층)
동래	051) 521-0600	부산시 동래구 인락동 423-9 (대중빌딩 1층)
범어	053) 745-4900	대구시 수성구 수성동3가 12-1 (수합빌딩 2층)
부산	051) 515-6200	부산시 금정구 부곡3동 225-27 (농심빌딩 6층)
센텀	051) 741-7200	부산시 해운대구 우2동 1498 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	양산시 중부동 692-1 (영동플리자 1층)
창원	055) 600-5500	창원시 두대동 The City 7 (트레이드센터 3층)
포항	054) 275-3100	포항시 북구 죽도2동 67-4 (신아빌딩 1층)
울산	055) 363-7100	경상남도 양산시 평산동 146-1 2층

## 광주·전라지역

광주	062) 225-6900	광주시 남구 봉선동 111-4 (비아로마상환빌딩 4층)
전주	063) 229-2211	전주시 완산구 효자동1가 173-8 (효자메디칼센터 2층)
첨단	062) 975-1000	광주시 광안구 월계동 867-1 (센트럴빌딩 1층)
영광	061) 351-6800	전남시 영광군 영광읍 신하리 8-7 그린산부인과 2층

## 강원지역

강릉	033) 641-7800	강릉시 교동 137-9 (구) 고속버스터미널 건너편
원주	033) 765-9400	원주시 단구동 1512-1 (리더스타워 3층)

본 조서자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조서자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.