

2017/11/15

# 태웅(044490)

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

## 워밍업이 끝나가는, 2018년의 기대주

Buy (Maintain)

### ■ 3Q17: 적자폭 축소, 전기로 때문이 아니라 합금강 때문

2Q17 OPM -2.4%로 적자전환한 동사는, 3Q17에 매출액 765억원, 영업적자 -5억원, 순이익 -10억원으로 적자폭을 줄였지만, 지속했다<표1>. 전기로 가동 탓으로 짐작하기 쉬운데, 이보다 합금강 단조품 가격 영향이 컸다<그림1>.

제강설비 가동에 따른 원가변화는 올해 누적으로 전년동기간대비, 재료비 비중이 기존 47.8%에서 17.5%로 -30.4%p나 개선되었지만, 반대로 종업원급여가 +5%p, 전력비/연료비가 +11%p, 감가상각비가 +7%p, 스크랩 판매 감소 +3%p, 기타 +6%p로 총 +31.8%p 악화되었다<표2>. 작년 3Q까지 매출원가 +판관비가 94.9%에서 올해 99.4%로 높아졌는데, 전기로 가동에 따른 악화요인은 1.4%p에 불과하고, 나머지 3.2%p는 합금강 스프레드 악화 등 때문이다.

### ■ 제강설비 경과: 가동률 상승 중 연말 테스트 종료 및 커미셔닝

제강사업의 가동률은 2교대 기준(연간 40만톤 CAPA), 1분기 31%, 2Q 39%를 거쳐, 3Q 58%까지 올라가고 있다<그림3>. 더딘 가동률 상승은 모든 필요 강종에 대한 품질 테스트 때문이다. 100% 원재료 자체 조달, 그리고 외부판매에 대해서 시장만 기대가 빨랐을 뿐, 회사는 속도보다 확실한 품질을 다지고 싶어한다. 전기로 투자에 6년을 장고했던 동사의 보수적인 성향을 보여준다.

연말 커미셔닝이 전기로 본격 가동의 시작점이다. 그 이후, 추가 가동률 개선, 3교대를 목도할 수 있을 테고, 전기로 가동에 따른 원가 감소 효과를 더 확인할 수 있을 전망이다. 때마침 전기로를 풀 가동하는 2018년 하반기는 시황 회복도 기대해볼 수 있는 시점이다. 동사의 전방의 절반 풍력도 부진하지만, 플랜트/산업기계 전반이 모두 부진한데, 녹산의 여러 산업재 부품사들의 수주/매출은 올해 하반기와 내년 상반기가 바닥일 것으로 예상하기 때문이다.

### ■ TP 25,000원으로 내리지만, '18년 전기로 정상가동 기대감 유효

동사의 목표주가를 기존 4만원에서 2.5만원(EV/EBITDA 15배, 타겟 PB 0.8배)으로 내린다<표4>. 오랜만의 업데이트이기도 하고, 합금강 스프레드 축소, 수주와 매출의 역성장 때문에 예상보다 실적이 부진했기 때문이다.

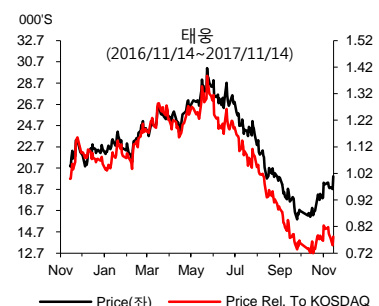
그러나 전기로의 원가 개선, 시장 침투, 잉곳/블룸의 외부 판매 효과 등을 2018년 확인해가며, 기대 이상의 실적을 시현하는 기대감은 여전하다.

목표주가(12M)	25,000원
종가(2017/08/30)	19,500원

#### Stock Indicator

자본금	10십억원
발행주식수	2,001만주
시가총액	398십억원
외국인지분율	1.8%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	118원
BPS(2017E)	31,819원
ROE(2017E)	0.4%
52주 주가	15,850~30,100원
60일평균거래량	156,920주
60일평균거래대금	2.9십억원

#### Price Trend



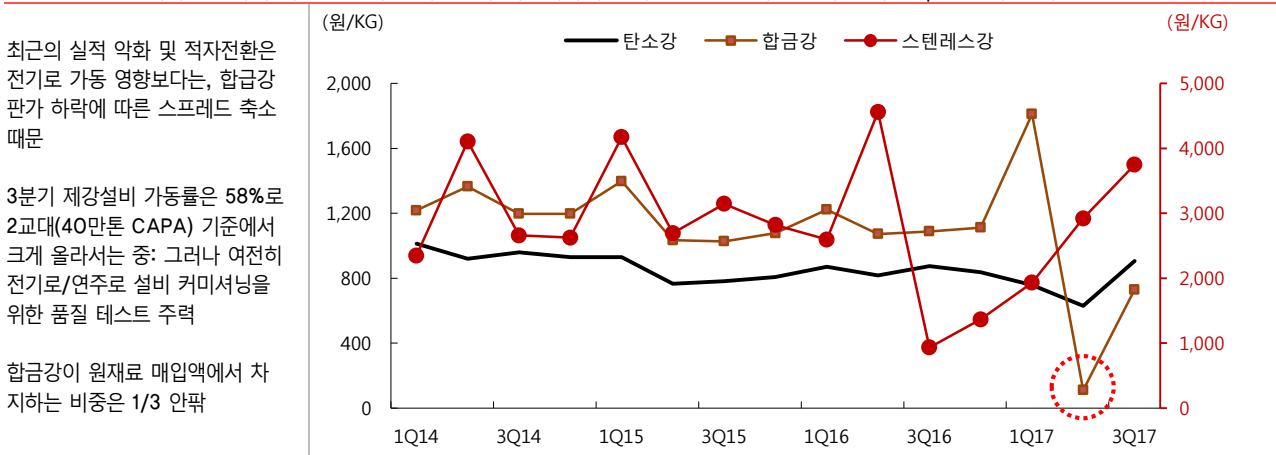
## 제강설비 가동에 따른 원가 영향

<표 1> 3Q17 실적 리뷰: 3Q에 적자폭 줄었지만, 적자지속

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	당사(㉮)	차이(㉮/㉮)
매출액	680	753	653	708	765	12%	8%	810	-6%
영업이익	54	2	35	-17	-5	적전	적지	46	-112%
영업외	-39	36	-24	36	8			-12	
세전이익	15	38	11	19	2	-83%	-87%	34	-93%
순이익	14	25	12	15	-10	적전	적전	29	-133%
영업이익률	7.9%	0.3%	5.3%	-2.4%	-0.7%	-8.6%p	1.7%p	5.7%	-6.4%p
세전이익률	2.2%	5.0%	1.7%	2.7%	0.3%	-1.8%p	-2.4%p	4.2%	-3.9%p
순이익률	2.1%	3.3%	1.8%	2.1%	-1.3%	-3.3%p	-3.4%p	3.6%	-4.9%p

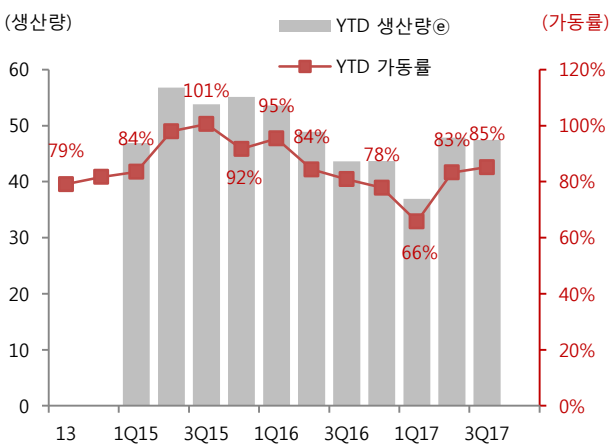
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 2분기와 3분기의 저조한 실적은 제강설비 때문이라기 보다는, 합금강 제품 판가·원재료 Spread 축소 때문



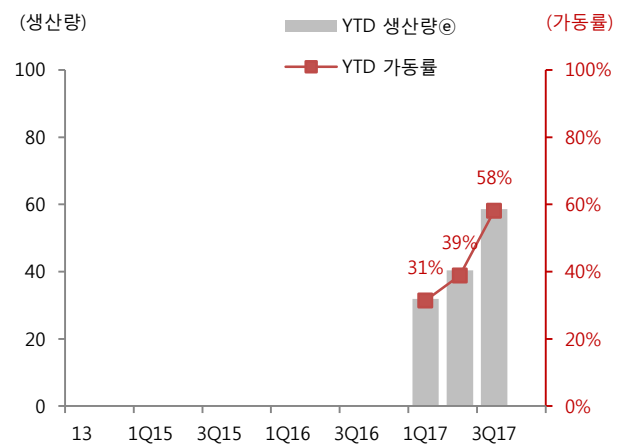
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 단조 사업부 생산량과 가동률: 상반기 75%로 2016년의 85% 대비 가동률 및 조업량 감소



자료: 하이투자증권, 스틸데일리

<그림 3> 신규 가동 제강설비 가동률 39%로 테스트 과정을 지나는데



자료: 하이투자증권, 스틸엔메탈뉴스

## 제강설비 가동에 따른 원가 영향

<표 2-1> 제강설비 가동 이후 원가 구조의 변화: COGS+판관비 대비 원재료비는 전년동기대비 30%p 감소했지만 전력비와 연료비 +11%p, 종업원급여 5%p 증가, 감가상각비 7%p 등으로 전년동기대비 매출원가는 1%p 악화

구 분		3Q17	←		3Q16	~3Q17 YoY		←	~3Q16	
매출		765			680	2,126	86%		2,467	(억원)
		/ Sales			/ Sales	/ Sales			/ Sales	
제품의 변동		-454 -59%			-44 -6%	-1,142 -54%			73 3%	
재공품의 변동		-75 -10%			9 1%	-274 -13%			41 2%	
원재료와 부산물의 사용액		666 87%			290 43%	1,787 84%			1,066 43%	
		-233 18%	-20%p ▼		-924 38%	17%	-30%p ▼		48%	
원재료 등의 판매		63 8%	2%p △		42 6%	146 7%	3%p △		88 4%	
종업원급여		70 9%	4%p △		38 6%	192 9%	5%p △		110 4%	
감가상각비		78 10%	6%p △		28 4%	232 11%	7%p △		85 3%	
전력비와 연료비		142 19%	10%p △		55 8%	395 19%	11%p △		200 8%	
외주가공비		109 14%			100 15%	320 15%			335 14%	
경상연구개발비		9 1%			4 1%	19 1%			12 0%	
지급수수료		16 2%			14 2%	53 2%			50 2%	
운반비		6 1%			3 0%	16 1%			8 0%	
수출경비		47 6%			40 6%	134 6%			145 6%	
기타		92 12%	5%p △		46 7%	235 11%	6%p △		127 5%	
매출원가 + 판관비		770			626	2,113			2,340	
		100.7%	8%p △		92.1%	99.4%	1%p ▼		94.9%	
		나빠졌고				나빠졌음				

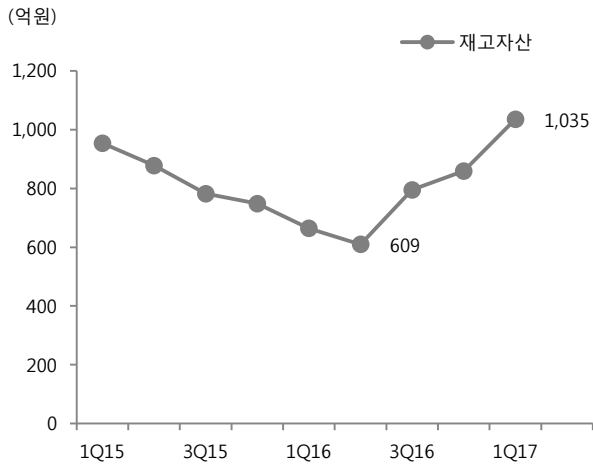
자료: 하이투자증권 리서치

<표 2-2> 제강설비 가동 이후 원가 구조의 변화: 1Q17, 2Q17 에서

구 분		1Q17	←		1Q16	2Q17		←	2Q16	
매출		653			907	708			880	
		/ Sales			/ Sales	/ Sales			/ Sales	
제품의 변동		-325 -50%			34 4%	-363 -51%			83 9%	
재공품의 변동		-141 -22%			13 1%	-58 -8%			18 2%	
원재료와 부산물의 사용액		538 82%			417 46%	582 82%			359 41%	
		73 11%	-40%p ▼		464 51%	161 23%	-30%p ▼		460 52%	
원재료 등의 판매		41 6%	3%p △		26 3%	43 6%	4%p △		20 2%	
종업원급여		61 9%	5%p △		35 4%	62 9%	5%p △		37 4%	
감가상각비		77 12%	9%p △		29 3%	77 11%	8%p △		29 3%	
전력비와 연료비		124 19%	10%p △		80 9%	129 18%	11%p △		64 7%	
외주가공비		106 16%			125 14%	106 15%			111 13%	
경상연구개발비		6 1%			3 0%	5 1%			6 1%	
지급수수료		18 3%			18 2%	19 3%			17 2%	
운반비		4 1%			3 0%	6 1%			3 0%	
수출경비		42 6%			51 6%	45 6%			54 6%	
기타		67 10%	6%p △		41 4%	75 11%	6%p △		40 5%	
매출원가 + 판관비		618			874	725			840	
		94.7%	-7%p ▼		96.3%	102.4%	3%p △		95.5%	
		더 좋았고				나빠졌고				

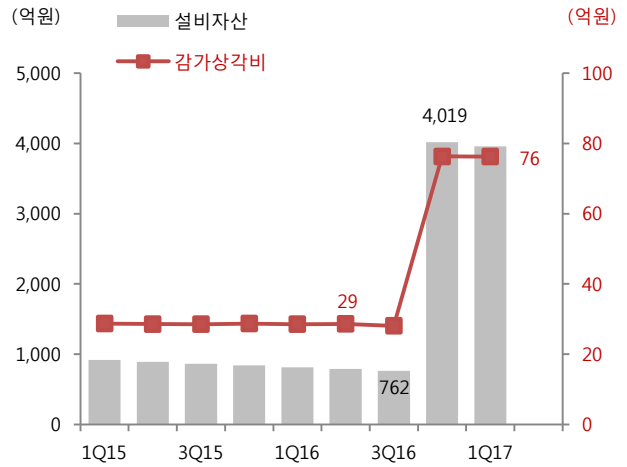
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 태웅의 재고자산: 제강설비 초도 가동에 따라 스크랩 등의 원재료 재고 증가 및 내부 재고자산 리드타임도 증가 가늠



자료: 하이투자증권, 스틸데일리

<그림 5> 4Q16 에 0.4 조원 유형자산 인식하고, 매분기 감가상각비 47 억원 증가해서 76 억원



자료: 하이투자증권, 스틸앤메탈뉴스

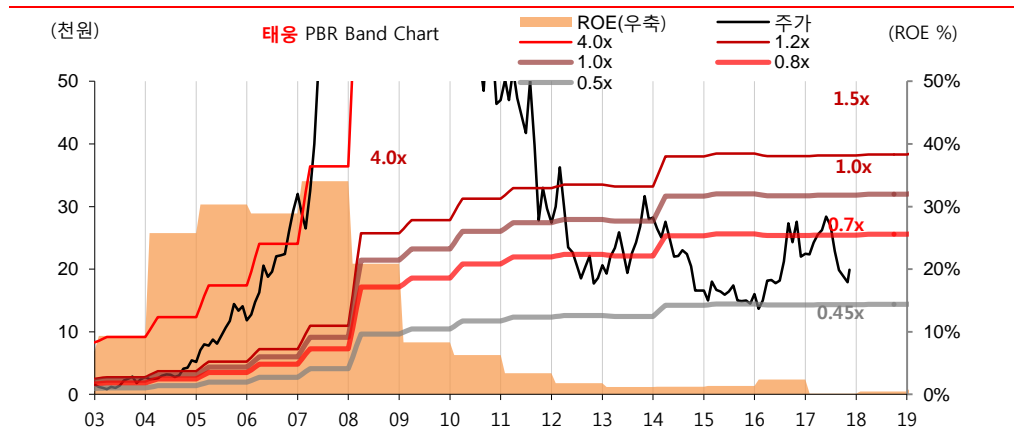
## 실적과 VALUATION

<표 3> 실적 예상: 합금강 단조품 가격 회복세에, 이익률 소폭 회복 가정, 제강설비 외부판매 2018년 시작 및 적자 추정치 적용

(억원)													
태웅(별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	653	708	765	853	880	884	845	939	3,653	3,220	2,978	3,548	3,999
YoY	-28%	-20%	12%	13%	35%	25%	11%	10%	-11%	-12%	-8%	19%	13%
영업이익	35	-17	-5	1	19	15	20	17	61	129	13	71	118
	↑ 서프라이즈!												
감가상각비	77	77	76	76	76	76	76	76	115	162	306	303	303
EBITDA	111	60	71	76	95	90	95	93	175	291	319	374	421
금융/기타영업외	-24	36	8	-10	-10	-10	-10	-9	40	40	10	-39	-36
이자손익	-8	-8	-17	-12	-16	-15	-15	-15	21	16	-44	-61	-58
											↑ 이자비용 증가 반영(3%)		
세전사업이익	11	19	2	-10	9	5	10	8	101	169	23	32	81
순이익	12	15	-10	-8	8	4	8	6	78	140	9	26	63
영업이익률	5.3%	-2.4%	-0.7%	0.1%	2.2%	1.6%	2.3%	1.8%	1.7%	4.0%	0.4%	2.0%	2.9%
순이익률	1.8%	2.1%	-1.3%	-0.9%	0.9%	0.4%	1.0%	0.7%	2.1%	4.3%	0.3%	0.7%	1.6%
EPS(원)	58	75	-49	-39	38	19	40	31	429	756	45	128	314
BPS(원)	31,757	31,831	31,781	31,747	31,784	31,803	31,844	31,875	32,038	31,701	31,747	31,875	32,188

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 태웅 PBR 밴드: 현재 추세가 유지될 경우 FWD ROE 가 낮다는 문제



자료: 하이투자증권 리서치

<표 4-1> 목표주가를 EV/EBITDA Multiple 과거 평균 15 배 적용해 동사의 2018 년 적정주가를 25,000 원으로 제시  
대규모 제강설비 투자에 따른 감가상각비 증가에 따라 동사에 대한 VALUATION 은 EBITDA 를 기반으로 하는 것이 적합

항목	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
(억 원)											
EBITDA	940	381	285	229	220	198	175	291	319	374	421
EV/EBITDA 멀티플	13	19	15	11	18	9	15	18	15	15	15
		↑	시장 인정 멀티플 역산				↑	과거 09년~16년 평균 15배			
④ 영업가치(억 원)	11,869	7,314	4,263	2,470	3,929	1,829	2,562	5,147	4,781	5,610	6,308
⑤ 순차입금	-573	-493	-288	-951	-1,135	-1,186	-345	412	653	563	436
적정 시가총액(④+⑤)	12,441	7,807	4,551	3,422	5,064	3,015	2,906	4,735	4,128	5,047	5,872
주식수(백만주)	17	17	17	17	18	18	18	20	20	20	20
								↑ PEF 전환			
주당(원)											
적정주가	74,900	47,000	27,400	20,600	27,878	16,600	16,000	23,667	21,000	25,000	29,348
가중치									0%	100%	
목표주가									목표주가 : 25,000		
증가(11.14)										19,900	
상승여력										26%	

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4-2> PBR VALUATION 크로스체크: 타겟 PB 0.8 배를 적용한 셈

계정	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS	1,636	928	500	369	385	429	756	45	128	314
BPS	23,788	27,444	27,929	27,653	31,651	32,038	31,701	31,747	31,875	32,188
PBR(고)	4.3	2.0	1.3	1.2	1.1	0.6	1.0	1.0		
PBR	2.6	1.5	0.9	0.8	0.5	0.5	0.7	0.6		
PBR(저)	1.9	0.9	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.7		
ROE	7%	4%	2%	1.2%	1.3%	1.3%	2%	0%	0%	1%
COE(고)	1%	1%	1.1%	1.1%	1.2%	2.9%	1.3%	0.3%		
COE(평)	2%	2%	1.8%	1.5%	2.5%	3.6%	1.7%	0.5%		
Target PBR							0.96	0.7	0.8	
적용 BPS = FWD 2Y							31,724	31,811	32,031	
적정주가1							30,600	22,000	26,000	
가중치								0%	100%	
적정주가2									26,000	
증가(11.14)									19,900	
상승여력									31%	

자료: 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	331	423	426	453
현금 및 현금성자산	64	69	56	62
단기금융자산	105	136	143	150
매출채권	73	96	106	124
재고자산	86	119	118	114
비유동자산	646	615	614	614
유형자산	613	579	578	578
무형자산	1	1	1	1
자산총계	977	1,038	1,040	1,067
유동부채	92	90	109	128
매입채무	35	46	72	99
단기차입금	1	2	7	7
유동성장기부채	2	3	2	2
비유동부채	250	313	294	294
사채	-	-	-	-
장기차입금	207	267	247	247
부채총계	343	402	403	423
지배주주지분	634	635	638	644
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	151	151	151	151
이익잉여금	408	408	411	417
기타자본항목	66	66	66	66
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	634	635	638	644

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	322	298	355	400
증가율(%)	-11.9	-7.5	19.1	12.7
매출원가	270	258	303	342
매출총이익	52	40	51	58
판매비와관리비	40	39	44	46
연구개발비	2	2	2	2
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	13	1	7	12
증가율(%)	112.5	-90.0	447.8	66.6
영업이익률(%)	4.0	0.4	2.0	2.9
이자수익	3	2	2	2
이자비용	1	7	8	8
지분법이익(손실)	1	1	-	-
기타영업외손익	1	4	3	3
세전계속사업이익	17	2	3	8
법인세비용	3	1	1	2
세전계속이익률(%)	5.3	0.8	0.9	2.0
당기순이익	14	1	3	6
순이익률(%)	4.3	0.3	0.7	1.6
지배주주귀속 순이익	14	1	3	6
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	14	1	2	6
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	52	-36	52	66
당기순이익	14	1	3	6
유형자산감가상각비	16	31	31	30
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	1	1	-	-
투자활동 현금흐름	-171	-28	-36	-36
유형자산의 처분(취득)	-165	3	-30	-30
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	137	62	-16	0
단기금융부채의증감	-	2	4	-
장기금융부채의증감	98	60	-20	-
자본의증감	38	0	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	18	5	-13	6
기초현금및현금성자산	46	64	69	56
기말현금및현금성자산	64	69	56	62

주요투자지표	2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	764	45	128	314
BPS	31,701	31,747	31,875	32,188
CFPS	1,648	1,587	1,655	1,836
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		438.8	155.8	63.5
PBR		0.6	0.6	0.6
PCR		12.5	12.0	10.8
EV/EBITDA	#VALUE!	14.5	12.1	10.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.3	0.1	0.4	1.0
EBITDA 이익률	9.0	10.8	10.6	10.6
부채비율	54.0	63.4	63.1	65.6
순부채비율	6.5	10.5	8.8	6.7
매출채권회전율(x)	3.6	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율(x)	4.0	2.9	3.0	3.4

자료 : 태웅, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(태웅)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-08-17(담당자변경)	Buy	33,000	6개월	-26.6%	-7.6%
2017-05-16	Buy	40,000	6개월	-44.7%	-24.8%
2017-11-15	Buy	25,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-