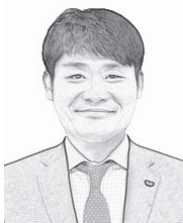


SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	91 억원
발행주식수	2,001 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,172 억원
주요주주	
태웅홀딩스(외6)	53.85%
신영자산운용(외3)	6.51%
외국인지분률	4.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/27)	25,300 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	30,500 원
52주 최저가	16,750 원
60일 평균 거래대금	20 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	5.1%
6개월	2.8%	16.9%
12개월	49.9%	70.6%

태웅 (044490/KQ | 매수(신규편입) | T.P 33,000 원(신규편입))

체질 개선은 완료, 수확의 시기가 도래하고 있다

단조사업의 수주증가, 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011년 이후 6년 만이다. 2017년 매출액은 전년대비 24.5% 증가한 4,010 억원, 영업이익은 135.7% 증가한 305 억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익 기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018년부터는 연간 비용절감효과가 420 억원에 달할 것이다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000 원으로 제시한다.

제강설비, 본궤도 안착

제강설비가 본궤도에 안착하고 있다. 3월 현재 가동률이 50%까지(2조 2교대) 높아지면서 정상화의 그림이 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 기존에 보유하고 있던 재고가 소진되는 5월부터는 자체 원재료를 사용한 제품생산이 가능할 전망이다. 이에 따라 원재료 자체 조달에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 수익개선 효과는 연 생산량 40만톤 기준으로 420 억원에 달할 것으로 예상된다.

단조부문, 완만한 성장

단조사업부는 완만한 성장이 예상된다. 업계내 구조조정이 진행된 가운데 전방산업의 점진적인 회복이 예상되기 때문이다. 미국의 생산세액공제(PTC)가 2020년까지 연장되면서 풍력부문 수주는 안정적인 것이다. 조선과 원자력은 다소 정체국면이지만 산업플랜트 수요는 회복이 예상된다. 특히 중동지역을 중심으로 한 정유플랜트 발주재개에 따른 물량 증가가 기대된다. 금년도 신규수주는 전년대비 15% 증가한 3,300 억원을 넘어설 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 33,000 원을 제시하며 신규편입

단조사업부의 수주증가와 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011년 이후 6년 만이다. 2017년 매출액은 전년대비 19.2% 증가한 4,010 억원, 영업이익은 135.7% 증가한 305 억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익 기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018년부터는 연간 비용절감효과가 420 억원에 달할 것이다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000 원으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,115	3,653	3,220	4,010	4,780	5,320
yoy	%	0.3	-11.2	-11.9	24.5	19.2	11.3
영업이익	억원	83	61	129	305	486	602
yoy	%	-18.3	-26.7	112.5	135.7	59.4	23.9
EBITDA	억원	198	175	291	1,240	1,360	1,392
세전이익	억원	86	101	169	328	514	632
순이익(지배주주)	억원	70	78	140	248	390	479
영업이익률%	%	2.0	1.7	4.0	7.6	10.2	11.3
EBITDA%	%	4.8	4.8	9.0	30.9	28.5	26.2
순이익률	%	1.7	2.1	4.3	6.2	8.2	9.0
EPS	원	385	429	764	1,242	1,948	2,394
PER	배	43.1	37.3	29.4	20.8	13.3	10.8
PBR	배	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	9.3	14.8	15.8	4.4	3.7	3.1
ROE	%	1.3	1.4	2.3	3.8	5.7	6.6
순차입금	억원	-1,186	-345	412	283	-173	-884
부채비율	%	32.9	47.8	54.0	60.1	61.6	58.5

제강설비, 본궤도 안착

**제강설비 본궤도 안착, 가동률
50%까지 상승**

제강설비가 본궤도에 안착하고 있다. 3월 현재 가동률이 50%까지(2조 2교대) 높아지면서 정상화의 그림이 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 기존에 보유하고 있던 재고가 소진되는 5월부터는 자체 원재료를 사용한 제품생산이 가능할 전망이다. 이에 따라 원재료 자체 조달에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다.

**연간 최대 생산능력 70 만톤,
감가상각비는 150 억원**

신규설비의 총 투자규모는 4,500 억원이다. 토지 매입비 664 억원을 비롯해 건물 1,300 억원, 기계장치 1,500 억원 등에 사용된다. 120 톤 규모의 전기로, 지름 1m 의 라운드블룸(Round Bloom)을 생산할 수 있는 설비를 갖추었다. 투자완료시 생산능력은 라운드블룸과 인고트를 합하여 70 만톤에 달할 것으로 전망된다. 제강사업부의 연간 감가 상각비는 150 억원(건물 30 년, 구축물 15 년, 기계 장치 10~20 년 등)이다.

**2017 년 생산량 30 만톤 상회,
2018 년에는 50 만톤까지 증가할
전망**

2017 년 생산량은 30 만톤을 소폭 상회할 것이다. 지난해 원재료 사용량이 30 만톤(제품생산량은 20 만톤)임을 감안할 때 금년 생산분의 대부분은 자체 조달용으로 쓰일 것이다. 2018 년에는 생산량이 50 만톤에 달할 것으로 전망된다. 외부판매와 자회사인 태상(다대공장 및 신규공장인 미음공장)의 소요량이 최소 20 만톤을 넘어서기 때문이다.

제강공장



자료: 태웅

세계 최대 라운드 블룸



자료: 언론자료

**수익개선 효과는 연간 40 만톤
기준으로 420 억원에 달해**

수익개선 효과는 연 생산량 40 만톤 기준으로 420 억원에 달할 것으로 예상된다. 절감 비용(회사측이 목표로 하는 절감비용 710 억원을 80%만 반영)과 감가상각비 150 억원을 고려한 수치이다. 주요 비용절감 항목에는 원소재 구입 마진 절감효과 361 억원, 원재료 운송에 따른 운반비 및 기타 부대 물류비용 감소 180 억원, 라운드 블룸 사용에 따른 원소재 회수율 증대 242 억원, 열간 이송(원재료의 고온 상태를 유지한 채 이송)을 통한 가열연료 및 전기 사용량의 증가 118 억원 등이 있다.

절감 내역

부문	절감내역
구입마진절감 (원소재)	- 원소재 구입마진 절감: 400,000ton/년 * 1,290/kg * 0.07 = 361억원/년 - 전체 매출 대비 원소재 비율은 65%
물류비용절감	- 원재료 운송에 따른 운반비 및 기타 부대 물류비용(180억원/년) - 해외 75,000원/ton * 25만톤, 국내 25,000원/ton * 15만톤
원소재 회수율 증대 (Ingot, Bloom)	- Bloom생산을 통한 Ingot, Slab대비 회수율 증가 - 적정 Ingot생산을 통한 회수율 증대 - 회수율 증대로 인한 절감(소재 절감량 * 소재구매 평균단가) = 242억원/년
가열 연료 절감	- 냉괴보다 가열연료 및 전기 사용량 절감(연료비 35% 감소) - 가열연료비 절감: 400,000ton/년, 열간 이송 50% 가정시 118억원/년
품질비용 절감	- 원소재 불량 발생 비율 하락(13억원/년) - 소재불량 절감: 23.6억원(연간 불량비용) * 54.6%(소재관련 불량률)
유통마진 절감	- 제강의 원소재인 고철을 재투입함으로써 수집상 마진 절감 - 유통마진 절감은 14억원/년
비용 절감 합계	- 711억원/년

자료 태웅

단조사업, 완만한 성장

단조사업부는 완만한 성장 예상,
업계 경쟁강도 약화 + 신규수주
회복

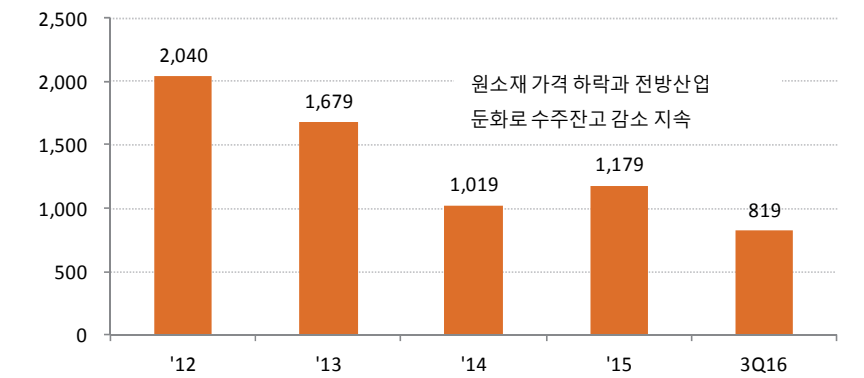
단조사업부는 완만한 성장이 예상된다. 업계내 구조조정이 진행된 가운데 전방산업의 점진적인 회복이 예상되기 때문이다. 미국의 생산세액공제(PTC, 생산량에 따른 세금 감면)가 2020년까지 연장되면서 풍력부문 수주는 안정적인 것이다. 경제성을 확보한 발전단가, 신재생에너지에 대한 각국의 투자증가는 진행형이다. 조선과 원자력은 다소 정책국면이지만 산업플랜트 수요는 회복이 예상된다. 특히 중동지역을 중심으로 정유플랜트 발주재개에 따른 물량 증가가 기대된다.

신규수주도 반등 예상

신규수주도 반등이 예상된다. 주요 전방산업의 수요둔화와 원소재 가격 하락으로 신규 수주는 지속적인 감소를 면치 못했다. 2013년 4,111억이었던 신규수주가 지난해에는 2,700억원까지 하락한 상황이다. 그러나 최근 탄소강 등 주요 원소재 가격이 바닥을 확인하였고 플랜트를 중심으로 신규수주도 회복되는 양상이다. 금년도 신규수주는 전년대비 15% 증가한 3,300억원을 넘어설 것으로 전망된다.

수주잔고 추이

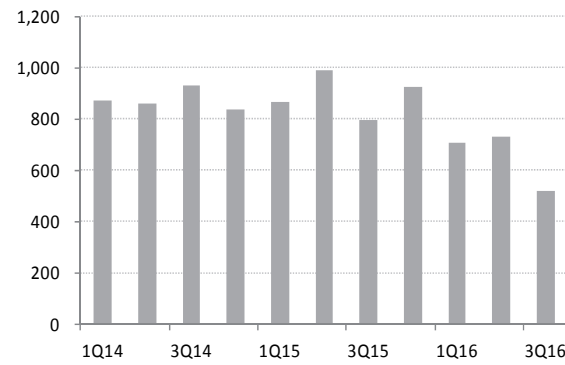
(단위 : 억원)



자료 : 태웅

분기 신규수주 추이

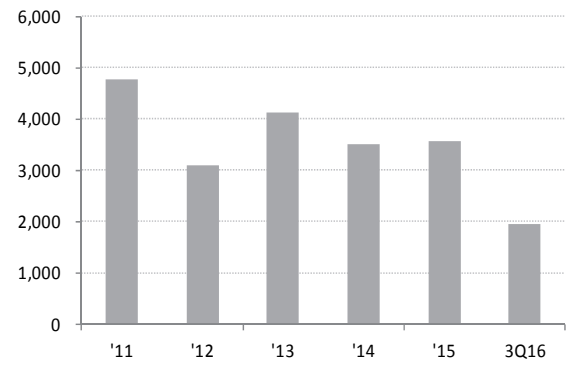
(단위 : 억원)



자료 : 태웅

연간 신규수주 추이

(단위 : 억원)



자료 : 태웅

실적 및 밸류에이션

목표주가 33,000 원 제강설비
가동에 따른 비용절감 효과와
전방산업 회복에 따른 수주증가로
실적개선세 지속될 것

단조사업부의 수주증가와 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011 년 이후 6 년 만이다. 2017 년 매출액은 전년대비 19.2% 증가한 4,010 억원, 영업 이익은 135.7% 증가한 305 억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018 년부터는 연간 비용절감효과가 420 억원에 달할 것이다. 원재료도 바닥을 확인하고 상승하고 있어 ASP 상승도 기대해 볼 만하다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000 원으로 제시한다. 제강설비 가동에 따른 비용절감 효과와 전방산업 회복에 따른 수주증가로 실적개선은 지속될 전망이다.

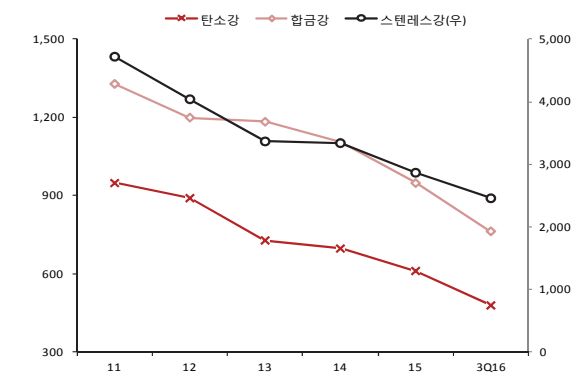
글로벌 Peer Valuation 비교

구분	년도	Vestas (대만)	Gamesa (대만)	씨에스윈드 (112610.KS)	태광 (023160.KQ)	동국S&C (100130.KQ)	성광벤드 (014620.KQ)
주가(Local)		551	22	18,000	9,250	6,010	10,400
사가총액(USDmn)		17,790	6,644	279	220	308	267
매출액 (USDmn, 억원)	2014	9,180	3,781	3,292	2,716	2,031	2,920
	2015	9,350	3,889	2,971	2,745	2,113	2,499
	2016E	11,040	4,854	3,017	2,448	3,839	2,012
	2017E	10,766	5,516	2,655	2,214	4,486	2,240
영업이익 (USDmn, 억원)	2014	806	241	688	121	126	537
	2015	1006	358	364	179	152	228
	2016E	1520	490	172	37	256	33
	2017E	1423	607	253	35	462	83
P/E (x)	2014	17.0	20.3	6.8	33.5	16.2	9.0
	2015	20.9	24.6	20.2	15.5	11.7	12.7
	2016E	16.4	20.6	11.8	27.7	20.1	-
	2017E	16.4	17.5	12.1	62.7	9.6	38.9
P/B (x)	2014	2.8	1.5	1.4	0.7	0.7	0.9
	2015	4.9	2.9	1.2	0.6	1.0	0.5
	2016E	4.8	3.5	0.8	0.5	1.2	0.6
	2017E	4.4	3.3	1.0	0.6	-	0.6
ROE (%)	2014	20%	8%	26.4	2.1	4.8	10.0
	2015	26%	12%	6.9	3.8	9.3	4.2
	2016E	31%	17%	-4.9	1.8	5.7	-0.2
	2017E	28%	17%	-	-19.1	-	1.6

자료 : Bloomberg, SK 증권

원재료 가격 추이(연간)

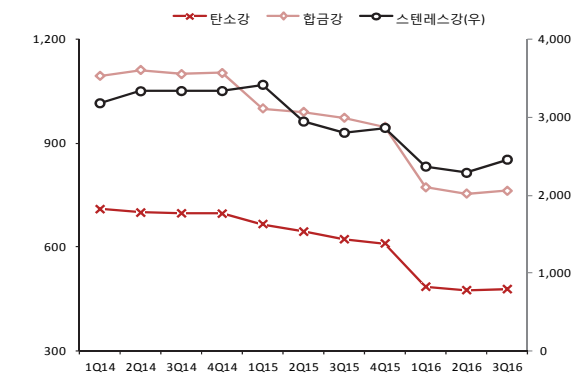
(단위 : kg/원)



자료 : 태웅

원재료 가격 추이(분기)

(단위 : kg/원)



자료 : 태웅

투자자의견변경

일시

투자자의견

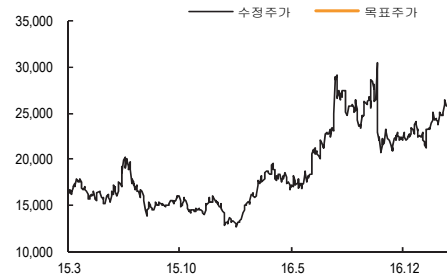
목표주가

2017.03.27

매수

33,000원

(원)



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,293	3,312	4,150	5,115	5,999
현금및현금성자산	457	635	1,074	1,650	2,261
매출채권및기타채권	1,054	719	896	1,068	1,189
재고자산	749	859	1,070	1,276	1,420
비유동자산	5,308	6,457	6,401	6,161	5,814
장기금융자산	79	81	81	81	81
유형자산	4,983	6,128	6,043	5,789	5,429
무형자산	6	6	8	9	10
자산총계	8,602	9,769	10,551	11,275	11,813
유동부채	1,313	924	1,144	1,358	1,509
단기금융부채	64	29	29	29	29
매입채무 및 기타채무	1,127	798	993	1,184	1,318
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,469	2,502	2,817	2,940	2,850
장기금융부채	1,041	2,067	2,377	2,497	2,397
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,782	3,426	3,961	4,298	4,359
지배주주지분	5,820	6,343	6,589	6,977	7,454
자본금	91	100	100	100	100
자본잉여금	1,133	1,508	1,508	1,508	1,508
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,938	4,076	4,324	4,714	5,193
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,820	6,343	6,589	6,977	7,454
부채외자본총계	8,602	9,769	10,551	11,275	11,813

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	311	537	966	1,058	1,114
당기순이익(손실)	78	140	248	390	479
비현금성항목등	149	188	991	971	913
유형자산감가상각비	115	162	935	874	789
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	10	13	-7	2	7
운전자본감소(증가)	109	261	-194	-178	-125
매출채권및기타채권의 감소(증가)	75	329	-177	-172	-121
재고자산감소(증가)	172	-99	-211	-206	-144
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-86	-104	196	191	134
기타	-51	135	-2	8	6
법인세납부	-25	-52	-79	-124	-153
투자활동현금흐름	-833	-1,683	-821	-583	-382
금융자산감소(증가)	308	-59	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,167	-1,653	-850	-620	-430
무형자산감소(증가)	1	-1	-1	-1	-1
기타	25	30	31	39	49
재무활동현금흐름	594	1,322	293	101	-120
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	310	120	-100
자본의증가(감소)	0	385	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-8	-46	-17	-19	-20
현금의 증가(감소)	73	179	439	576	611
기초현금	384	457	635	1,074	1,650
기말현금	457	635	1,074	1,650	2,261
FCF	-451	-1,526	120	443	689

자료 : 태웅, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,653	3,220	4,010	4,780	5,320
매출원가	3,196	2,695	3,248	3,824	4,203
매출총이익	457	525	762	956	1,117
매출총이익률 (%)	12.5	16.3	19.0	20.0	21.0
판매비와관리비	396	395	457	470	515
영업이익	61	129	305	486	602
영업이익률 (%)	1.7	4.0	7.6	10.2	11.3
비영업손익	40	40	23	28	30
순금융비용	-21	-16	-14	-19	-29
외환관련손익	-15	-2	-7	2	-1
관계기업투자등 관련손익	6	9	9	9	9
세전계속사업이익	101	169	328	514	632
세전계속사업이익률 (%)	2.8	5.3	8.2	10.8	11.9
계속사업법인세	23	29	79	124	153
계속사업이익	78	140	248	390	479
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	78	140	248	390	479
순이익률 (%)	2.1	4.3	6.2	8.2	9.0
지배주주	78	140	248	390	479
지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	4.34	6.2	8.15	9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	70	138	247	388	477
지배주주	70	138	247	388	477
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	175	291	1,240	1,360	1,392

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-11.2	-11.9	24.5	19.2	11.3
영업이익	-26.7	112.5	135.7	59.4	23.9
세전계속사업이익	17.1	67.3	93.8	56.8	22.9
EBITDA	-11.3	65.9	326.1	9.8	2.3
EPS(계속사업)	11.5	78.1	62.5	56.8	22.9
수익성 (%)					
ROE	14	2.3	3.8	5.7	6.6
ROA	1.0	1.5	2.5	3.6	4.2
EBITDA마진	4.8	9.0	30.9	28.5	26.2
안정성 (%)					
유동비율	250.8	358.2	362.7	376.5	397.6
부채비율	47.8	54.0	60.1	61.6	58.5
순차입금/자기자본	-5.9	6.5	4.3	-2.5	-11.9
EBITDA/이자비용(배)	46.3	22.7	73.8	70.5	68.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	429	764	1,242	1,948	2,394
BPS	32,038	31,701	32,934	34,873	37,258
CFPS	1,060	1,648	5,913	6,318	6,339
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.0	39.9	21.3	13.6	11.1
PER(최저)	32.4	16.6	17.1	10.9	8.9
PBR(최고)	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	15.1	13.6	4.4	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	19.1	20.6	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA(최저)	12.6	9.4	0.2	-0.1	-0.6