한국투자증권

true friend

기업분석 In-depth / 스몰캡

2016. 10. 27

태웅(044490)

매수(신규)

목표주가: 38,000원

Value	Growth	Turn around	Issue

Stock Data

KOSPI(10/26)		2,014
주가(10/26)		25,600
시가총액(십억원)		467
발행주식수(백만)		18
52주 최고/최저가(원)		29,100/12,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)		2,890
유동주식비율/외국인지분율(%)		47.1/3.4
주요주주(%)	태웅홀딩스 외 5 인	52.9
	신영자산운용 외 1 인	5.2

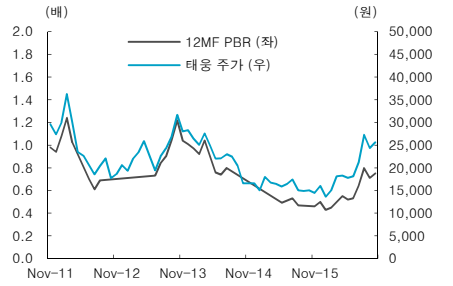
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2016F	–	725	–
2017F	–	1,666	–
2018F	–	3,132	–

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.0	42.2	60.5
상대주가(%p)	2.6	42.5	62.2

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

최문선 3276-6182
moonsun@truefriend.com

홍희주 3276-6582
heejoohong@truefriend.com

불꽃 튀는 화려한 변신

투자의견 '매수', 목표주가 38,000원 제시하며 분석 개시

제강사업 개시와 풍력시장의 고성장에 주목하며 태웅에 대해 '매수' 투자의견과 목표주가 38,000원(low-cycle 평균 PBR 1.2배)을 제시하며 분석을 개시한다. 2016년 4분기부터 제강사업을 시작해 외형이 성장하고, 제강사업과의 시너지로 단조사업의 수익성이 개선되며, 해상풍력의 고성장에 힘입어 2020년까지 실적 증가세가 이어질 것이다. 제강사업이 본격화되는 2017년을 기점으로 2020년까지 영업이익과 순이익이 연평균 각각 48.7%와 50.9% 증가할 전망이다.

제강의 불꽃으로 화려하게 변신하는 단조

태웅은 내부 원재료 조달과 외부 판매를 위해 제강 설비를 도입했다. 제강사업을 통해 단조에 필요한 원재료를 자체 조달하면 원가율이 하락해 수익성이 개선된다. 원재료비, 가열비 및 전기료, 그리고 물류비를 절감할 수 있기 때문이다. 또한 외부 판매를 통해 대규모 투자에 따른 고정비 부담을 완화하고 추가 이익을 창출할 것이다. 단조 수요 증가로 내부조달 원재료가 늘면서, 제강공장의 가동률이 상승할수록 이익이 증가할 것이다.

해상풍력이 장기 성장의 핵심 동력

전 세계 풍력발전 시장은 2020년까지 10% 이상의 성장을 지속할 전망이다. 특히 해상풍력은 아직 비중이 미미하지만, 1) 에너지 효율성, 2) 대규모 발전량, 3) 입지의 편의성 등으로 향후 높은 성장이 기대된다. 해상풍력 발전기에는 내수성이 확보된 대형 특수강 단조제품이 필요하다. 따라서, 대형 단조품을 주력으로 생산하는 태웅은 제강사업을 통해 해상풍력 시장 확대의 수혜를 극대화할 것이다.

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	412	365	388	663	890
영업이익(십억원)	8	6	13	45	83
세전이익(십억원)	9	10	16	46	86
순이익(십억원)	7	8	13	36	67
EBITDA(십억원)	20	18	33	77	115
순차입금(십억원)	(119)	(34)	61	(18)	(159)
영업이익률(%)	2.0	1.7	3.4	6.8	9.3
ROE(%)	1.3	1.3	2.1	5.2	9.2
배당수익률(%)	–	–	–	–	–
EPS(원)	385	429	725	1,666	3,132
(EPS증가율, %)	11.9	11.4	68.9	129.9	88.0
BPS(원)	31,651	32,038	30,937	32,602	35,734
DPS(원)	0	0	0	0	0
PER(x)	43.1	37.3	36.3	15.8	8.4
PBR(x)	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(x)	9.2	14.3	16.4	6.0	2.8

Company report focus

❑ 리포트 작성 목적

- 제강사업 개시와 풍력시장 성장에 따른 태웅의 구조적인 성장 가능성에 대한 분석을 통해 투자 아이디어 도출
- 제강 수직계열화에 따른 효과를 구체적인 수치로 제시
- 제강사업의 외부 판매가 가능한 상황인지 분석

❑ 핵심 가정 및 valuation

- 제강사업 개시와 풍력시장의 성장으로 실적 개선 전망
- 특히 제강 가동률이 상승할수록 영업이익이 증가할 것
- 목표주가는 low-cycle 평균 PBR 1.2배를 적용해 산출

실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	365	388	663	890	1,041	1,187
영업이익	6	13	45	83	115	149
순이익	8	13	36	67	93	122
제강가동률	N/A	N/A	67%	78%	85%	85%

자료: 한국투자증권

❑ 민감도(시나리오) 분석

- 태웅의 실적에 미치는 영향은 원/달러 환율 > 단조 가동률 > 제강 가동률 순
- 2017년 EPS는 원/달러 환율 1% 상승시 3.6%, 단조 가동률 1% 상승시 2.7%, 제강 가동률 1% 상승 시 0.8% 증가할 전망

실적 민감도 분석 (단위: 십억원, %)

		기본 가정				1% 상승		
		변수	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
원/달러 환율	2017F	1,194	663	45	35	0.7%	4.2%	3.6%
	2018F	1,194	890	83	66	0.7%	3.0%	2.5%
단조 가동률(%)	2017F	72	663	45	35	1.4%	2.7%	2.7%
	2018F	77	890	83	66	1.3%	2.2%	2.2%
제강 가동률(%)	2017F	67	663	45	35	1.1%	0.8%	0.8%
	2018F	78	890	83	66	1.0%	0.5%	0.5%

자료: 한국투자증권

❑ 위험 / 기회 요인

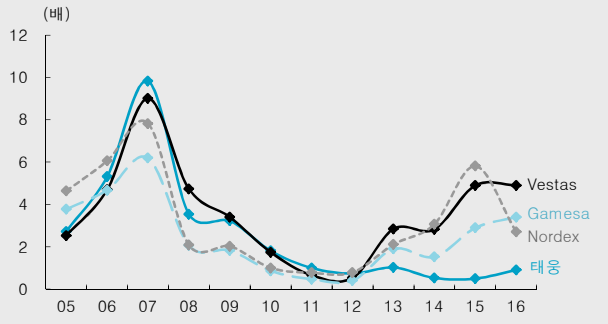
- 미상환 신주인수권부사채의 신주인수권 행사기간이 2016년 12월 22일까지여서 연내 모두 행사될 예정으로 오버행 가능성
- 제강 수직계열화에 따른 외형 및 수익성 개선과 풍력 시장, 특히 해상 풍력의 성장은 기회 요인

❑ 기업의 주요 특징

1) Historical valuation 분석

- 단조업체들은 2009년부터 다운 사이클을 맞이했으나, 2016년 상반기를 기점으로 업 사이클로 전환

글로벌 풍력발전기 업체와 태웅의 최근 10년 PBR 추이

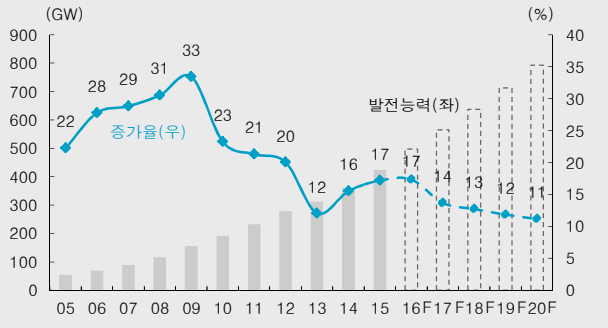


주: Nordex는 15년 Acciona의 풍력에너지 부문 인수로 16년 PBR이 조정받음
자료: Bloomberg, 한국투자증권

2) 태웅의 핵심 성장동력은 풍력발전의 지속적 성장

- 풍력발전 시장 성장률은 2020년까지 10% 상회 전망
- 제강사업을 통해 해상풍력 시장 확대의 수혜를 극대화할 것

전 세계 풍력 발전능력 및 증가율



자료: BNEF, GWEC, 한국투자증권

❑ 동종 기업 비교

- 태웅의 2016년 예상 PER 36.3배, PBR 0.9배(ROE 2.1%)로 valuation 매력이 높지 않지만, 제강사업 가동률 상승과 단조사업 성장으로 2017~2020년 EPS 증가율 고려 시 global peer대비 저평가 판단
- 4페이지의 '<표 2> Global peer valuation table' 참고

Contents

I. 투자 아이디어와 valuation 2

II. 절묘한 타이밍의 제강투자 4
1. 신의 한 수였던 투자 시기
2. 신이 도운 인력 채용

III. 제강 수직계열화 효과 분석 6
1. 원재료비 절감
2. 가열비 절감
3. 물류비 절감
4. 제강사업 효과 종합 분석

IV. 제강 외부 판매 용이할 전망 11
1. 단조용 강괴는 공급 부족
2. 단조업체들이 탐낼 라운드블룸
3. 제강 외부 판매량 전망

V. 업 사이클에 진입한 단조사업 14
1. 견뎌낸 다운 사이클
2. 구조조정과 소재가격의 턴어라운드가 이끈 업 사이클
3. 업 사이클의 최대 수혜는 대형 및 특수강 단조업체가 누릴 것

VI. 풍력발전시장이 단조 수요 증가 견인할 것 17
1. 지속 성장 중인 풍력발전
2. 해상풍력, 아직 미미하나 가파른 성장 중
3. 해상풍력이 태웅의 미래

VII. 향후 4년간 폭발적 실적 증가 20

VIII. 민감도 분석 24

IX. 위험 요인 24

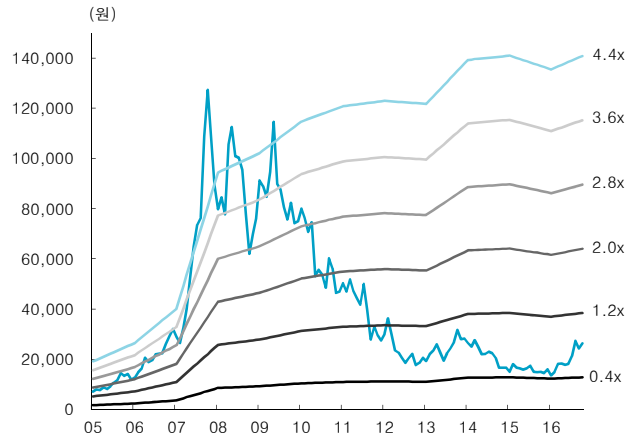
기업개요 및 용어해설 25

I. 투자 아이디어와 valuation

PBR 1.2배 적용한 목표주가 38,000원으로 커버리지 개시

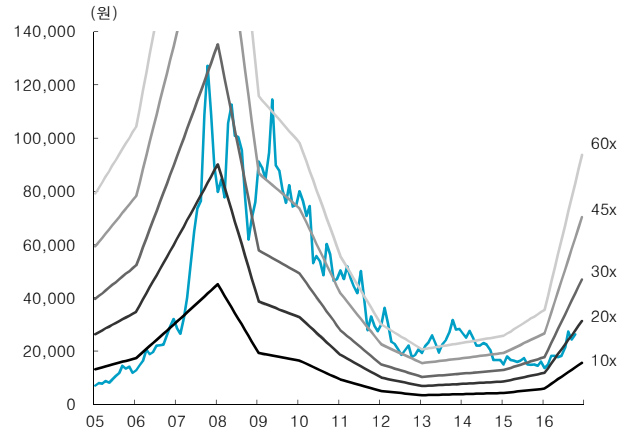
목표주가 38,000원과 투자의견 '매수'를 제시하며 태웅에 대한 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 forward BPS 31,997원에 low-cycle 평균 PBR 1.2배(2011~2015년 평균)를 적용해 산출했다. 투자포인트는 1) 2016년 4분기부터 제강사업을 시작해 외형이 성장하고, 2) 제강사업과의 시너지로 단조사업의 수익성이 개선되며, 3) 풍력 시장, 특히 해상풍력의 성장에 힘입어 2020년까지 외형과 이익이 폭발적으로 성장한다는 것이다.

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band

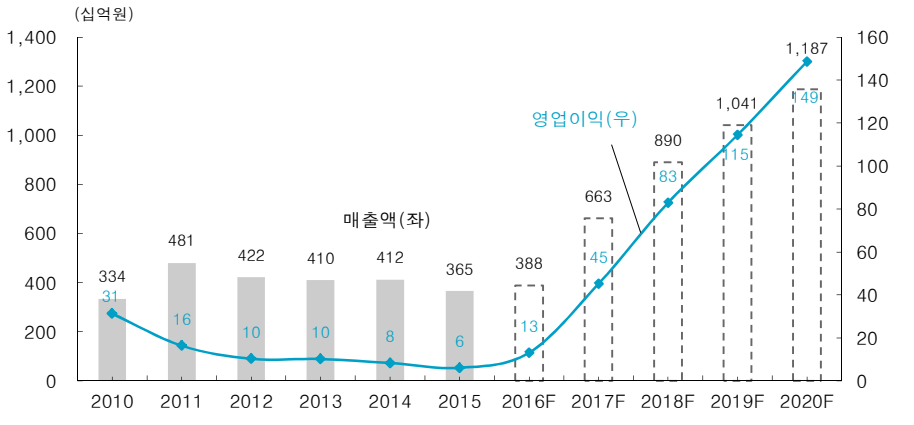


자료: 한국투자증권

제강사업 가동률 상승으로 2017년 실적 크게 개선될 전망

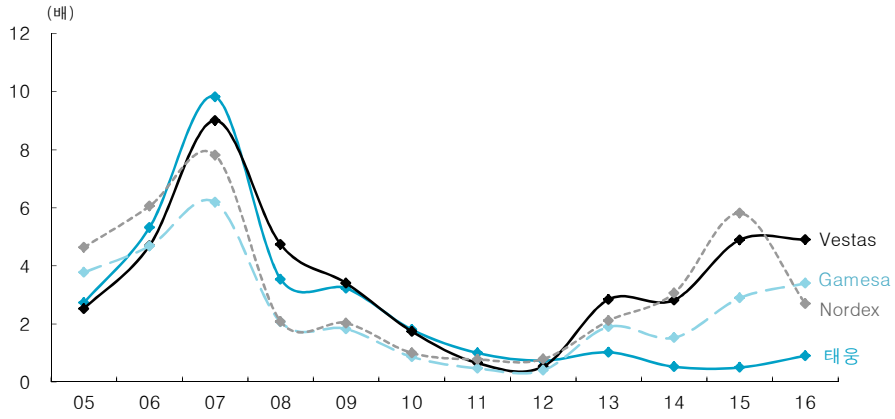
2016년 실적 전망 기준으로 PER 36.3배, PBR 0.9배(ROE 2.1%)로 valuation 매력이 높지 않다. 제강사업 개시에 따른 실적 개선 기대감이 선반영됐기 때문이다. 그러나 제강사업은 태웅의 근본을 바꿀 만한 큰 변화를 가져오고 그 효과는 지속적으로 확대될 것이다. 2016년 실적만 놓고 비싸다고 치부해선 안 된다. 특히 2017년에는 제강사업의 가동률 상승으로 실적이 크게 개선될 것이다. 2017년 매출액과 영업이익은 6,631억원과 452억원으로 각각 70.8%, 244.6% 증가할 전망이다. 이와 같은 실적 개선세는 제강 가동률 상승과 단조사업 성장으로 2020년까지 이어질 것이다.

[그림 3] 2010~2020년 매출액과 영업이익 전망



자료: 한국투자증권

[그림 4] 글로벌 풍력발전 Set 업체와 태웅의 최근 10년 PBR 추이



주: Nordex(독일)는 15년 Acciona(스페인)의 풍력에너지 부문 인수로 16년 PBR이 조정 받음
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 1> 글로벌 peer valuation table

(단위: USD mn, %, x)

업체명		태웅	동국S&C	씨에스윈드	Vestas	Gamesa	Nordex	Goldwind	Inox wind
시가총액	2016-10-26	412	424	375	17,482	6,478	2,483	6,024	726
현재주가	2016-10-26	25,600	8,420	24,600	538	21	23	16	219
매출액	2015	323.0	186.8	262.7	9,349.6	3,889.2	2,697.4	4,750.1	673.8
	2016F	325.3	350.5	309.1	10,624.2	4,812.3	3,795.1	4,605.9	759.1
	2017F	555.6	365.6	398.5	10,646.2	6,768.4	4,179.1	5,012.4	783.8
EBITDA	2015	15.5	20.0	44.0	1,396.4	464.9	193.1	628.0	105.8
	2016F	27.3	37.2	24.6	1,800.1	719.6	318.5	708.3	116.7
	2017F	64.8	40.5	57.4	1,719.1	721.8	404.0	827.4	119.8
영업이익	2015	5.4	16.9	32.2	1,005.7	358.2	122.9	541.3	100.7
	2016F	11.0	31.4	14.6	1,333.2	469.8	207.6	573.0	88.7
	2017F	37.9	32.8	42.9	1,349.6	507.5	265.6	669.9	91.5
순이익	2015	6.9	21.0	18.9	760.4	188.9	58.0	453.5	69.1
	2016F	11.0	24.2	10.0	981.1	300.6	128.6	487.4	73.6
	2017F	29.8	25.9	32.8	983.8	433.2	171.8	552.1	76.6
ROE(%)	2015	1.3	12.7	7.0	29.7	13.7	10.0	18.6	27.9
	2016F	2.1	10.0	10.4	26.0	15.4	16.8	17.7	20.4
	2017F	5.2	9.3	13.2	24.4	14.5	17.7	16.6	20.1
Valuation	PBR(x)	0.9	1.7	1.3	4.8	3.4	2.6	2.3	2.1
	PER(x)	36.9	17.9	38.7	17.9	21.5	18.8	13.0	9.8
	EV/EBITDA(x)	16.8	11.8	13.6	71.0	8.4	8.0	10.8	7.4

주: 1) 주가는 현지통화, 실적 및 지표는 달러 기준
2) Valuation 지표는 2016년 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 절묘한 타이밍의 제강투자

1. 신의 한 수였던 투자 시기 – 설비 투자비 절감

제강사업 설비투자 금액 3,200억원, 톤당 26.7만원, 일반적인 전기로에 비해 낮은 수준

태웅은 2013년부터 제강사업(120톤 전기로)에 총 4,500억원을 투자해 11월 준공을 앞 두고 있다. 이 중 설비에 투자된 금액은 3,200억원으로 추정된다. 일반적으로 120톤 전기로의 철강 생산능력은 탄소강 기준 120만톤이므로, 톤당 설비투자 금액은 26.7만원이다. 일반적으로 전기로 투자에 톤당 300달러(약 33만원)가 소요되는 점을 감안하면 상대적으로 낮은 수준이다. 2007년부터 2009년에 걸쳐 대규모로 전기로 설비에 투자했던 동부제철의 경우 250만톤의 전기로 열연 설비에 총 8,640억원(총 투자비 1조 500억원), 톤당 34.6만원이 소요되었다. 태웅과의 차이는 열연 압연 설비가 있다는 점인데, 동부제철의 경우 기반 설비가 되어 있어 톤당 투자비가 낮은 편이었다.

<표 2> 동부제철과 태웅 전기로 톤당 투자비 비교

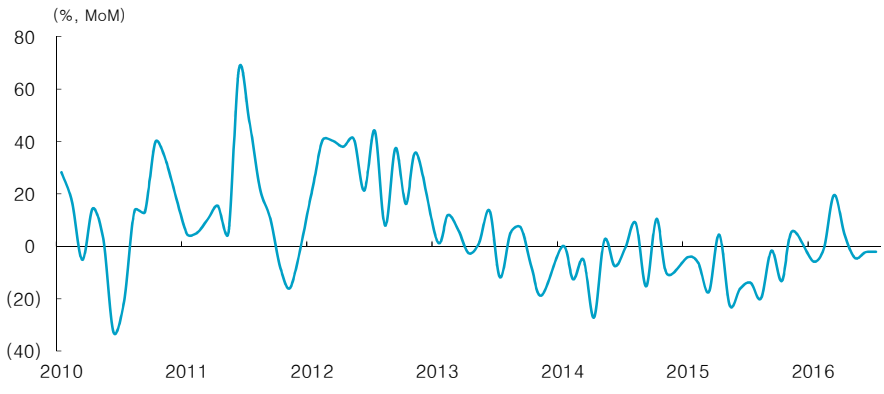
		동부제철	태웅
투자 기간		2007~2009년	2013~2016년
설비 내역	전기로	160톤 전기로 2기	120톤 전기로 1기
	연속주조	슬라브	잉곳, 블룸
	압연	열연	
탄소강 환산 Capa(천톤)		2,500	1,200
설비 투자비용(십억원)		864	320
톤당 설비투자비(천원)		346	267

자료: 한국투자증권

철강 업황 하락시기에 투자해 투자비 절감 가능

투자비가 상대적으로 적은 것은 투자 시기가 철강 업황이 이미 하락기에 진입한 이후이기 때문으로 풀이된다. 철강 과잉 생산으로 설비투자가 감소하기 시작해 설비 가격이 하락했을 것이다. 참고로 철강 설비 업체들의 최대 고객인 중국의 고정자산투자 증가율은 2013년 하반기부터 마이너스로 전환되었다.

[그림 5] 중국 철강 고정자산 투자 증가율



자료: CEIC, 한국투자증권

제강사업에 따른 추가 감가상각비 연 163억원에 불과

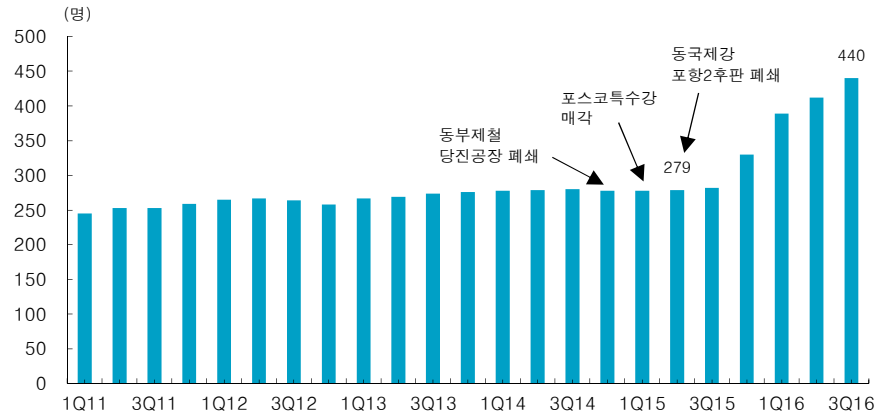
투자비 절감으로 제강사업의 초기 감가상각비 부담이 낮다. 태웅은 기계장치에 대해 10~20년 내용연수로 정액법으로 상각한다. 우리는 취득원가 3,200억원, 잔존가치 800억원, 내용연수 20년을 기준으로 감가상각비를 반영했다. 이 경우 제강사업 기계장치 감가상각비는 연간 120억원이다. 한편 건물은 30년 내용연수로 정액법으로 상각하므로 연간 감가상각비는 43억원(1,300억원/30년)로 제강사업에 따른 추가 감가상각비는 연간 163억원으로 추정된다. 감가상각비율이 3.6%에 불과해 감가상각비 부담이 낮다.

2. 신이 도운 인력 채용 – 숙련된 인력 확보

철강 업계 구조조정으로 제강사업 인력 채용 용이

2015년 2분기 말 279명이었던 전체 인원이 2016년 3분기 말 현재 440명으로 160명 넘게 늘었다. 제강사업을 위해 인력을 꾸준히 채용해 왔기 때문이다. 제강사업은 태웅에 새로운 분야로 내부에 숙련된 기술이 축적되어 있지 않다. 여기에 제강사업에 대한 우려가 있다. 그런데 태웅은 어렵지 않게 전기로 가동, 특수강 제강, 연속주조 등 주요 공정에 필요한 숙련 인력을 확보할 수 있었다. 동부제철이 2014년 11월부터 당진 전기로 열연 공장을 폐쇄했고, 포스코가 2015년 3월에 포스코특수강을 세아그룹에 매각했고, 동국제강이 2015년 8월에 포항2후판 라인을 폐쇄했다. 이 과정에서 전기로 가동, 특수강 제강, 연속주조와 관련된 숙련된 인력들이 유출됐고 태웅은 어렵지 않게 이 인력들을 흡수할 수 있었다.

[그림 6] 태웅 인원 수 증가 추세



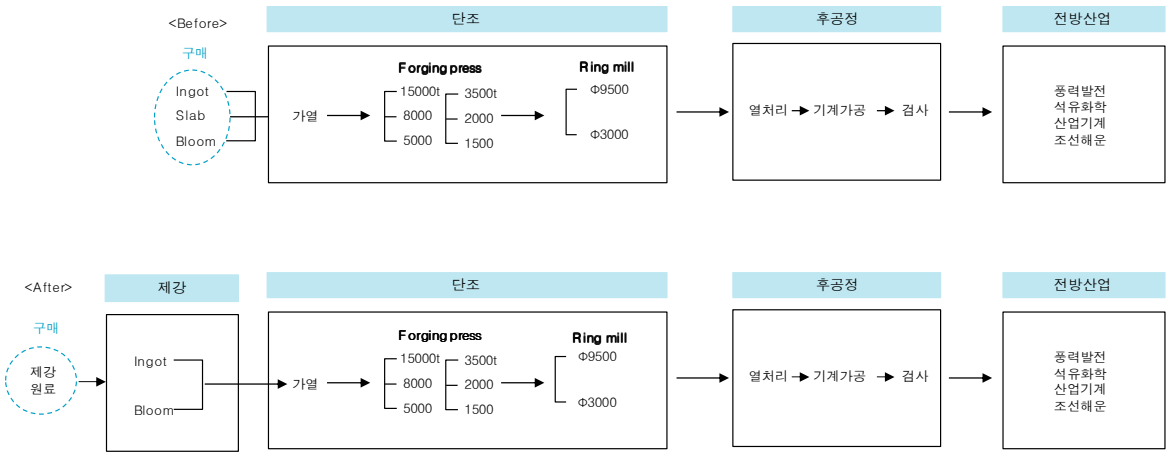
자료: 한국투자증권

III. 제강 수직계열화 효과 분석

제강사업을 통해 단조에 필요한 원재료 자체 조달

태웅은 그 동안 강괴(Ingot), 슬라브(Slab), 블룸(Bloom) 등의 원재료를 제강사에서 구매해 단조제품을 생산해 왔다. 앞으로 태웅이 단조에 필요한 원재료를 제강사업을 통해 자체 조달하게 되면 여러 가지 변화가 발생한다. 우리를 태웅이 제강사업을 2015년부터 시작했고 단조에 필요한 원재료를 100% 자체 조달한 경우를 가정해 주요 효과를 분석해 보았다.

[그림 7] 제강사업 전후 공정 비교



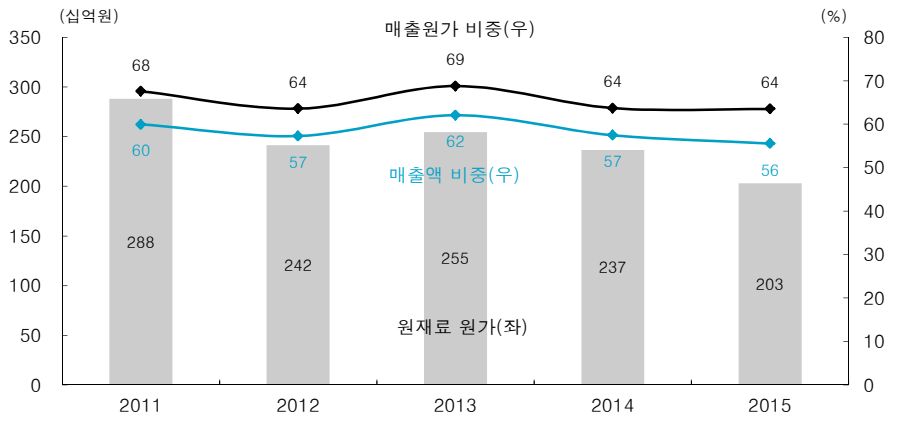
자료: 한국투자증권

1. 원재료비 절감

이익을 결정하는 중요 요소인 원재료 조달 비용 절감 효과 발생

태웅의 2015년 원재료 원가는 2,030억원으로 매출액 비중은 56%, 매출원가 비중은 64%였다. 원재료 조달 비용이 이익을 결정하는 가장 중요한 요소인 것이다. 태웅이 대규모 자본을 투자하면서 제강사업에 뛰어 든 이유가 바로 원재료 조달 비용을 줄이기 위함이다. 그 효과는 다음과 같다.

[그림 8] 원재료 원가의 매출원가와 매출액 비중



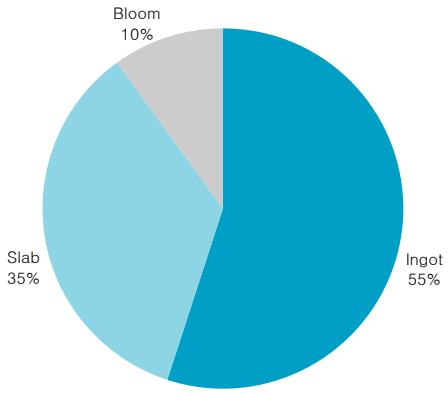
자료: 한국투자증권

1) 수율 개선

자체 제강 시 주요 원재료 투입 비율은 강괴 46%, 라운드블룸 54%

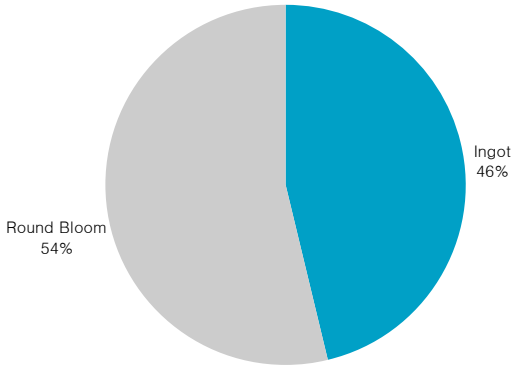
태웅은 단조를 위해 강괴, 슬라브, 블룸 등 세 종류의 원재료를 구매한다. 그러나 자체 제강을 통해 단조에 최적화된 강괴와 기존의 강괴, 슬라브, 블룸은 라운드블룸(Round Bloom)으로 대체 투입하게 된다. 기존에는 강괴 55%, 슬라브 35%, 블룸 10%가 투입되었으나, 자체 제강 이후에는 강괴 46%, 라운드블룸 54%가 투입된다.

[그림 9] 기존 원재료 투입 비중



자료: 한국투자증권

[그림 10] 향후 원재료 투입 비중

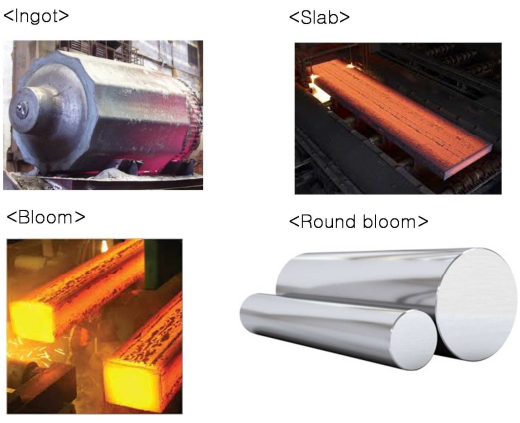


자료: 한국투자증권

기존의 강괴, 슬라브, 블룸이 라운드블룸으로 대체

핵심은 기존의 강괴 일부와 슬라브, 블룸이 전부 라운드블룸으로 대체되는 것이다. 태웅의 단조 제품은 주로 원형이다. 그런데 강괴의 형상은 원통형(파프리카와 유사)이고, 슬라브와 블룸은 직육면체이다. 태웅은 지금까지 원형의 단조 제품을 만들기 위해 먼저 원재료를 프레스로 원형으로 가공해야 했다. 슬라브와 블룸은 철강의 중간 제품이다. 이를 가공해 후판, 열연, 형강, 봉강 등의 다양한 제품이 만들어진다. 제강사는 중간 제품 판매가 아니라 위와 같은 최종 제품을 판매하기 위해 제강을 한다. 원형 단조 제품을 만드는 단조업체를 위해 원형의 중간 제품을 만들 이유가 없다(일부 제강사가 라운드블룸을 생산하지만 태웅과 같은 대형 단조에 사용할 만한 크기의 라운드블룸을 생산하는 곳은 찾기 어렵다). 그래서 지금까지 원재료를 원형으로 만드는 공정이 필요했고 이 과정에서 원가가 발생하고, 강의 성질이 변하면서 수율이 낮았다.

[그림 11] 강괴, 슬라브, 블룸, 라운드 블룸 모양



자료: 한국투자증권

[그림 12] 원재료를 원형으로 만드는 프레스 과정

자료: 한국투자증권

자체 제강을 통해 라운드블룸 생산 시 수율 개선으로 원재료비 절감

태웅이 자체 제강사업을 통해 추구한 것 중의 하나가 제강사에서 조달할 수 없는 대형 라운드블룸의 생산이다. 라운드 블룸으로 강괴, 슬라브, 블룸을 대체해 수율을 높일 수 있기 때문이다. 100% 자체 원재료를 투입하면 수율이 개선되며 원재료 투입량이 5.4% 감소하게 된다(〈표 3〉 참고). 특히 잉곳을 라운드블룸으로 대체하는 부분에서 수율 개선이 가장 크게 나타난다. 2015년 원재료 원가는 2,030억원인데 만약 2015년에 원재료를 외부에서 조달하지 않고 자체 조달했을 경우 수율 개선에 힘입어 원재료 원가를 110억원(2,030억원 x 5.4%) 절감할 수 있었다.

〈표 3〉 외부 조달과 자체 조달 원재료 투입량 비교 (단위: 톤)

외부조달				내부조달			
원재료	투입량(A)	수율(B)	생산량(C)	원재료	생산량(C)	수율(D)	투입량(E=C/D)	절감률(1-E/A)
Ingot	45	70%	31.5	Ingot	31.5	72%	43.8	2.8%
Ingot	10	70%	7.0	Round Bloom	7.0	92%	7.6	23.9%
Slab	35	88%	30.8	Round Bloom	30.8	92%	33.5	4.3%
Bloom	10	90%	9.0	Round Bloom	9.0	92%	9.8	2.2%
전체	100	78.3%	78.3	전체	78.3	82.8%	94.6	5.4%

자료: 한국투자증권

2) 구매비 절감

제강사 판매 마진을 내재화해 구매비 절감

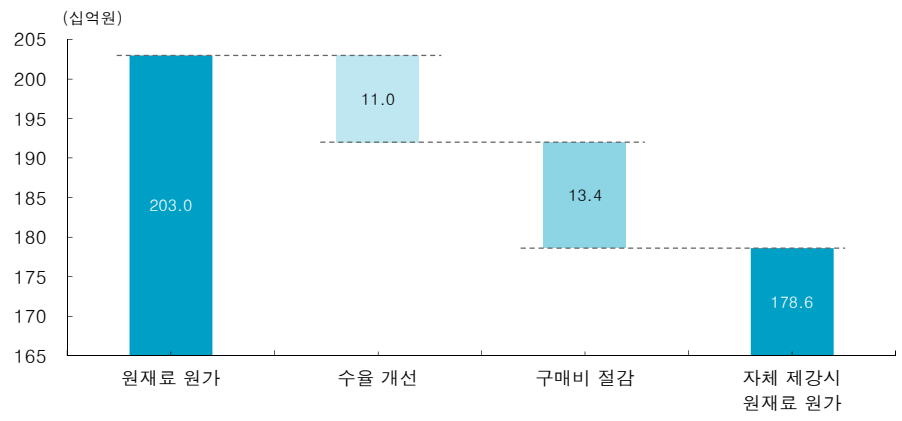
자체 제강사업으로 원재료를 조달하면 제강사가 누리는 부가가치를 태웅이 내재화할 수 있다. 일반적으로 제강사의 중간 제품인 강괴, 슬라브, 블룸 등의 판매 마진은 7% 내외다. 만약 2015년에 원재료를 100% 자체 조달했다면, 원재료 원가는 2,030억원이 아니라 제강사 마진 7%(142억원)를 제거한 1,888억원이 된다.

3) 수율 개선과 구매비 절감 복합 효과 분석

수율 개선과 구매비 절감을 통해 원재료 원가 12% 감소

수율 개선과 구매비 절감은 동시에 나타난다. 자체 원재료를 투입하면 더 적은 원재료를 더 싸게 투입하게 되는 것이다. 이 두 가지의 복합적인 효과로 원재료 원가는 외부 조달에 비해 12% 감소하는 것으로 분석된다. 예를 들어 외부 조달 원재료 원가를 100원이라 가정하면 1) 수율 개선에 의한 구매량 감소로 원재료 원가는 94.6원(100원x(1-0.054))이 되고, 2) 구매비 절감 효과가 더해지며 원가가 88원(94.6원x(1-0.07)이 된다. 2015년에 원재료를 100% 내부 조달했다고 가정할 경우 원재료 원가는 2,030억원이 아니라 1,786억원으로 244억원이나 감소한다. 2015년 영업이익이 61억원이 아니라 305억원으로 늘어나는 것이다. 제강 수직계열화에 따른 원재료 절감 효과는 펀더멘털을 개선하는 요인으로 작용할 것이다.

[그림 13] 2015년 기준 원재료 절감 비교



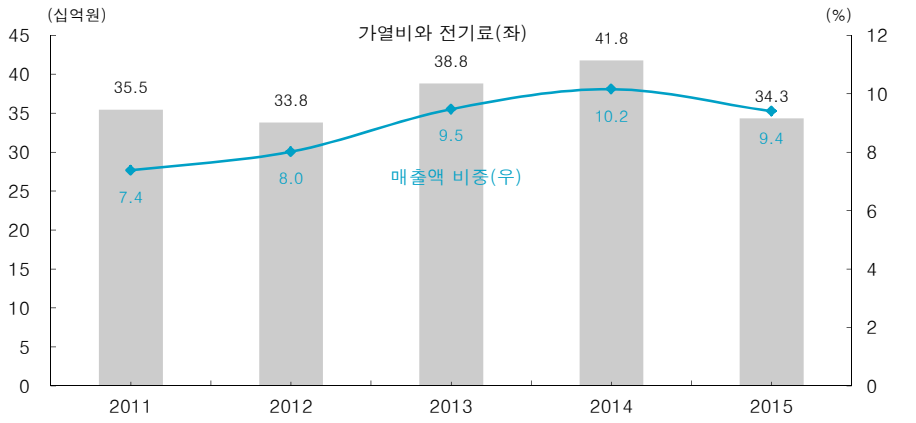
자료: 한국투자증권

2. 가열비 절감

가열 시간을 단축해 가열비와 전기료를 상온 상태의 원재료 대비 70% 절감

태웅은 제강사에서 상온 상태의 원재료를 구매해 단조 공정을 하기 전에 1,400도 이상으로 가열한다(대장간에서 망치로 쇠를 치기 전에 가열하는 것과 같다). 2015년 이 공정에 소요된 가열 연료와 전기료는 343억원이었다. 그런데 제강사업을 시작하면 상온으로 식기 이전에 단조 공정에 투입 가능하다. 이 경우 아직 뜨거운 상태의 원재료를 추가 가열하면 되므로 가열 시간이 단축돼 가열 연료와 전기료가 절감되며 상온 상태의 원재료에 비해서는 70%나 절감이 가능하다. 다만 제강공장과 단조공장이 떨어져 있어 별도의 장치를 탑재한 차량으로 운반해야 하므로 자체 조달 원재료의 50%만 단조공장에 투입할 것으로 예상된다. 즉 원재료를 100% 자체 조달할 경우 가열 연료와 전기료를 기존 대비 35%(고온 원재료 투입 50% x 절감비율 70%)나 절감할 수 있다. 만약 2015년에 원재료를 100% 자체 조달했다면 가열 연료와 전기료는 343억원으로 120억원 감소했을 것이다.

[그림 14] 가열비와 전기료 추이 및 매출액 비중



자료: 한국투자증권

3. 물류비 절감

원재료 내부조달을 통해 운반비 및 기타 부대비용 절감

원재료를 외부에서 조달하는 경우에는 국내는 톤당 2.5만원, 해외는 톤당 7.5만원의 운반비 및 기타 부대비용이 발생한다. 태웅은 원재료의 60% 이상을 해외에서 수입하므로 물류비용이 적지 않다. 2015년 태웅이 사용한 원재료는 25만톤이며, 이와 관련한 물류비(부대비용 포함)는 142억원으로 추정된다. 2015년에 원재료를 100% 내부 조달했다고 가정할 경우 물류비 142억원을 줄일 수 있었다.

<표 4> 2015년 물류비 추정 내역

추정 내역	
원재료 사용량(톤)	252,130
- 내수	94,549
- 수입	157,581
톤당 물류비(천원/톤)	
- 내수	25
- 수입	75
물류비용(십억원)	14.2
- 내수	2.4
- 수입	11.8

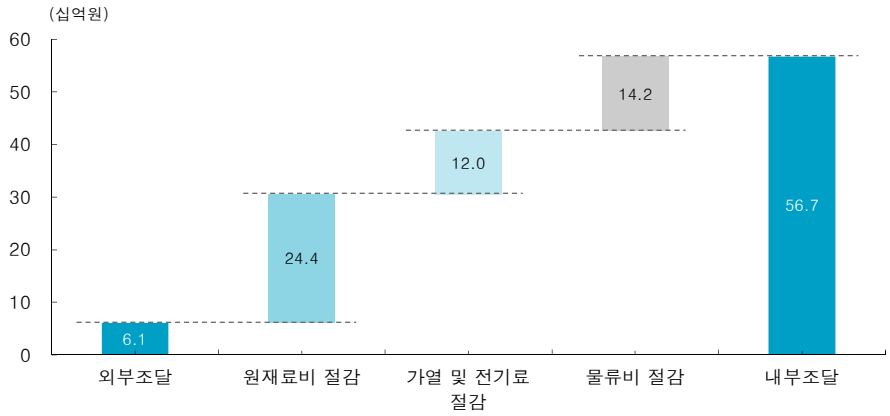
자료: 한국투자증권

4. 제강사업 효과 종합 분석

제강사업으로 원재료 100% 자체조달 시
1) 원재료비 12%,
2) 가열비 및 전기료 35%
3) 물류비 100% 절감

원재료를 100% 내부 조달하고 제조원가가 외부 조달하는 경우와 동일하다고 가정할 경우의 효과를 종합하면 1) 원재료비가 12%, 2) 가열비 및 전기료가 35%, 3) 물류비는 100% 감소한다. 2015년 영업이익은 61억원이었는데 이 효과를 모두 반영할 경우 영업이익은 567억원으로 늘어난다. 과거 자료를 통해 이러한 분석을 제시하는 이유는 제강사업의 효과를 1) 구체적인 수치로 제시하고, 2) 생산량에 따른 변화를 확인하기 위해서다. 위에서 분석한 결과를 보면 제강사업을 통해 원가율이 하락하는 게 확인된다. 생산량이 늘어 매출액이 증가할수록 영업이익이 확대될 것이다.

[그림 15] 2015년 영업이익 비교



자료: 한국투자증권

IV. 제강 외부 판매 용이할 전망

제강사업의 목적은
1) 내부 원재료 조달
2) 외부 판매

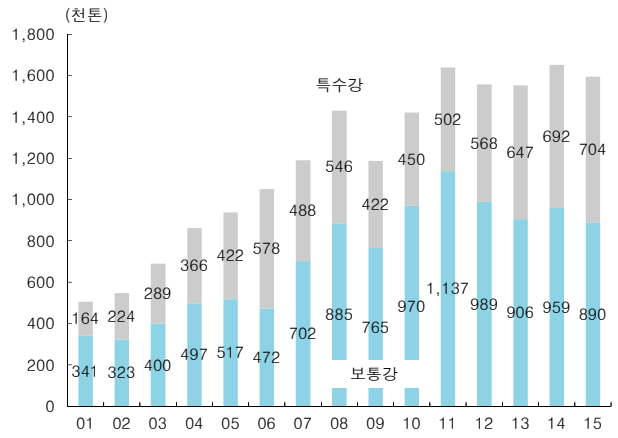
태웅이 도입한 120톤 전기로의 연간 생산능력은 일반적으로 120만톤이다.그런데 태웅이 제시한 연간 생산능력은 70만톤에 불과하다. 태웅은 탄소강, 특수강, 그리고 스텐레스강 등을 모두 생산해야 하므로 강종간 가동 전환이 이뤄져야 한다. 그래서 하루에 전기로를 가동하는 횟수(Charge)가 단일 강종을 생산할 때에 비해 적다. 태웅 단조 설비의 연간 최대 생산능력은 32만톤(66톤/시간 x 13.4시간/일 x 365일)이다. 단조가 풀 가동일 때 필요한 원재료는 39만톤(32만톤 ÷ 내부 조달 수율 82.8%)이다. 내부적으로 필요한 원재료보다 규모가 더 큰 제강 설비를 도입한 것이다. 이번 제강사업은 필요한 원재료를 내부에서 조달하고 외부에 판매하는 것도 감안한 것으로 생각한다. 물론 단조 생산능력을 더 늘리는 경우를 생각해 볼 수도 있다. 그러나 현재 단조 가동률은 70%를 하회하는 것으로 추정된다. 단조 생산능력 확대를 감안해 규모가 더 큰 제강 설비를 도입할 상황이 아닌 것이다. 외부 판매를 통해 1) 대규모 투자에 따른 고정비 부담을 완화하고, 2) 추가 이익을 창출하기 위한 목적도 고려했을 것이다. 그렇다면 외부 판매가 가능한 상황인지 검토해야 한다. 우리는 품질 문제만 없다면 외부 판매가 용이할 것으로 판단한다. 그리고 품질은 위에서 언급한 바와 같이 제강에 숙련된 인력을 확보해 문제가 없을 것이다.

1. 단조용 강괴는 공급 부족

단조 원재료의 50% 이상을 차지하는 강괴는 공급 부족

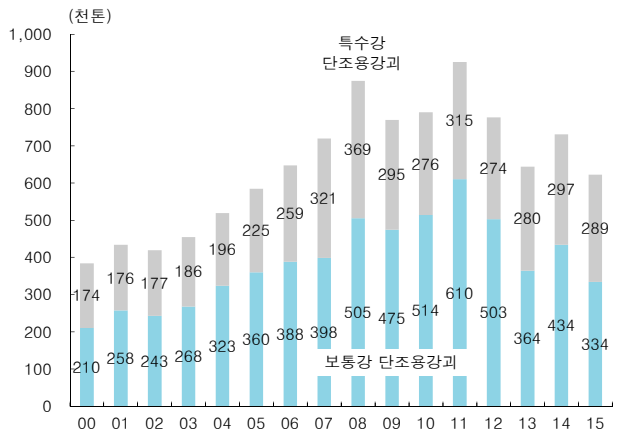
2015년을 기준으로 국내 단조 생산량은 보통강 89만톤, 특수강 70만톤으로 160만톤에 달한다. 그런데 단조용 강괴 생산량은 보통강 33만톤, 특수강 29만톤으로 62만톤에 불과하다. 강괴가 단조 원재료의 50% 이상을 차지하므로 국내 단조용 강괴는 공급 부족이다. 강괴의 무역수지가 이를 뒷받침한다. 우리나라의 경우 강괴는 보통강과 특수강 모두 순수입국이다. 앞으로 태웅이 생산하는 강괴가 수입 물량을 대체할 것이다.

[그림 16] 국내 단조 생산량



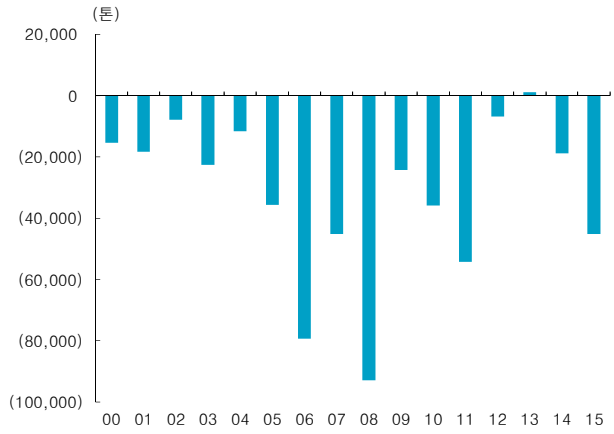
자료: 한국철강협회, 한국투자증권

[그림 17] 국내 단조용 강괴 생산량



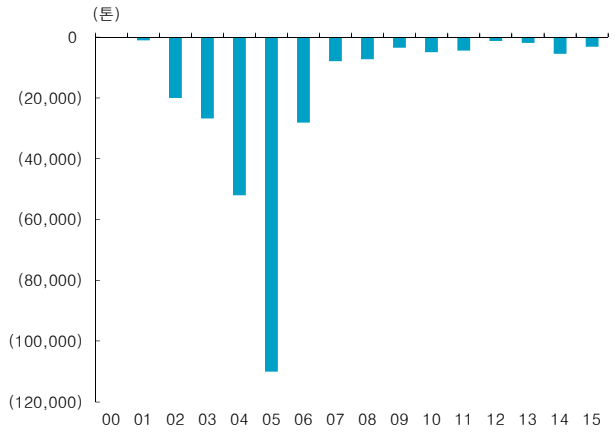
자료: 한국철강협회, 한국투자증권

[그림 18] 국내 보통강 강괴 무역수지



자료: 한국철강협회, 한국투자증권

[그림 19] 국내 특수강 강괴 무역수지



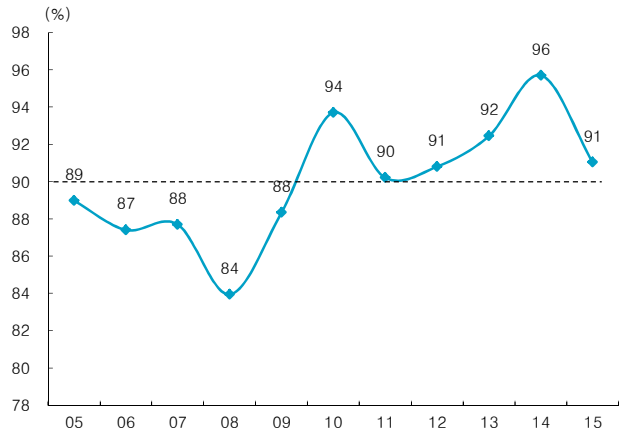
자료: 한국철강협회, 한국투자증권

2. 단조업체들이 탐낼 라운드블룸

단조 경쟁업체들도 태웅의 라운드블룸을 구매해 수익성 제고할 것

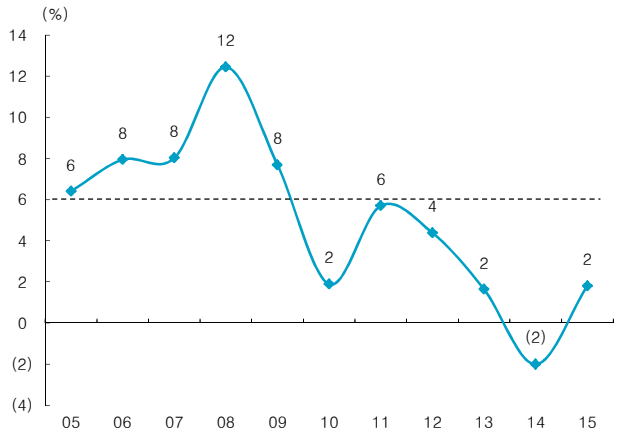
라운드블룸은 경쟁사들의 수요도 강할 것이다. 태웅은 잉곳을 라운드블룸으로 대체해서 투입할 경우 수율이 70%에서 92%로 급격히 상승한다. 이는 다른 단조업체들도 마찬가지일 것이다. 원형의 단조 제품을 만드는 데 있어 원형의 라운드블룸은 잉곳에 비해 가공 시간과 강의 성질 면에서 월등히 우수하기 때문이다. 경쟁사의 제품을 구매한다는 게 꺼림직할 수 있다. 그러나 태웅을 제외한 주요 단조업체들은 2010년 이후 합산 매출원가율이 90%를 상회하고, 영업이익률은 6%를 넘지 못하고 있다. 비록 경쟁사이지만 수익성 개선이 가능하므로 태웅으로부터 라운드블룸을 구매하려 할 것이다.

[그림 20] 단조업체 합산 매출원가율



자료: 한국투자증권

[그림 21] 단조업체 합산 영업이익률



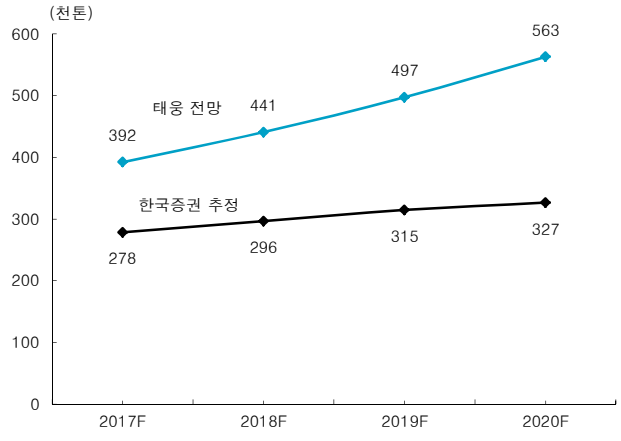
자료: 한국투자증권

3. 제강 외부 판매량 전망

관계사로의 공급 분류에 따라 제강의 내부 및 외부 판매량 전망에 차이 발생

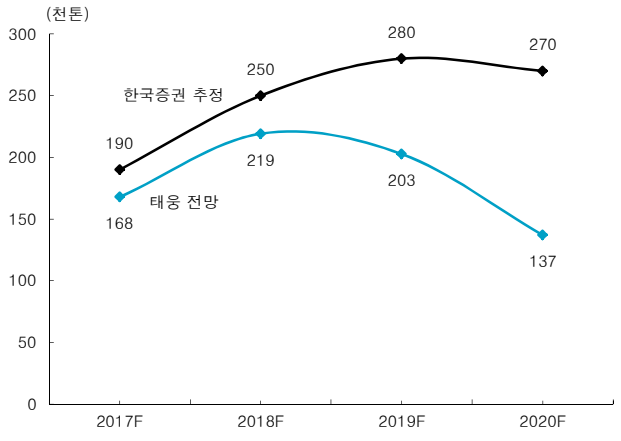
태웅은 제강의 내부 및 외부 판매량 전망을 제시하고 있는데 우리의 추정과는 차이가 있다. 우리 추정은 1) 내부 판매량은 태웅 전망보다 낮고, 2) 외부 판매량은 태웅 전망보다 높다. 태웅은 관계사로의 공급을 내부 판매로 분류했으나 우리 추정에는 외부 판매로 구분했기 때문이다. 전체 판매량도 보수적인 추정을 위해 태웅이 제시한 수치보다 낮게 가정했다.

[그림 22] 내부 판매량 전망



자료: 한국투자증권

[그림 23] 외부 판매량 전망



자료: 한국투자증권

<표 5> 판매량 전망 비교

(단위: 톤)

			2017년	2018년	2019년	2020년
태웅 전망	내부	탄소강	233,750	250,113	267,621	286,354
		합금강	146,250	175,500	210,600	252,720
		STS	12,207	15,259	19,073	23,842
		계	**392,207**	**440,872**	**497,294**	**562,916**
	외부	탄소강	26,250	59,887	62,379	43,646
		합금강	113,750	114,500	89,400	47,280
		STS	27,793	44,741	50,927	46,158
		계	**167,793**	**219,128**	**202,706**	**137,084**
	계		**560,000**	**660,000**	**700,000**	**700,000**
한국증권 전망	내부	탄소강	208,225	176,681	178,477	175,815
		합금강	62,193	110,543	125,234	138,355
		STS	7,881	9,226	10,889	12,530
		계	**278,299**	**296,450**	**314,600**	**326,700**
	외부	탄소강	70,000	110,000	130,000	120,000
		합금강	100,000	100,000	100,000	100,000
		STS	20,000	40,000	50,000	50,000
		계	**190,000**	**250,000**	**280,000**	**270,000**
	계		**468,299**	**546,450**	**594,600**	**596,700**

자료: 한국투자증권

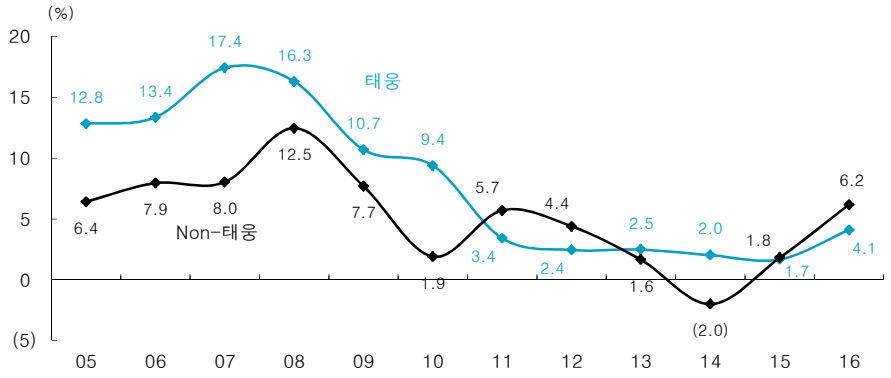
V. 업 사이클에 진입한 단조산업

1. 견뎌낸 다운사이클

2011~2015년까지 극심한 다운사이클 겪은 단조업체

국내 단조업체들은 2009년부터 다운 사이클을 맞이했고, 2011~2015년 극심한 불황을 겪었다. 그 여파로 단조사업을 중단하거나 설비를 매각하는 경우도 있었다. 태웅도 2011년부터 2015년까지 영업이익률이 4%를 넘지 못하고 하락세였다. 2016년 상반기에는 태웅의 영업이익률이 4.1%로, 다른 단조업체들 합산 영업이익률은 6.2%로 회복되었다.

[그림 24] 태웅과 non-태웅 단조업체 영업이익률



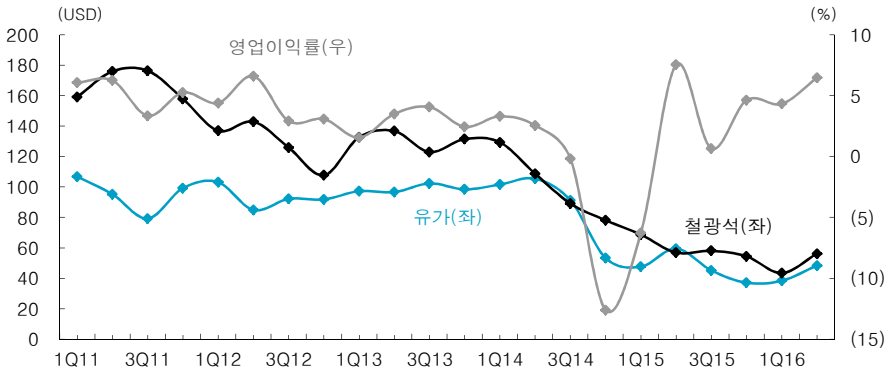
주: Non-태웅 단조업체는 대창단조, 포메탈, 흥국, 한일단조, 현진소재 등의 합산 영업이익률
자료: 한국투자증권

2. 구조조정과 소재 가격의 턴어라운드가 이끈 업 사이클

2016년 상반기부터 공급 감소, 소재가격 상승에 힘입어 업 사이클로 전환

우리는 금년 상반기가 단조산업 사이클의 변곡점이었다고 판단한다. 우선 다운 사이클의 원인을 보면 1) 조선산업의 다운 사이클이 진행되며, 2) 단조업체들이 풍력산업으로 몰리며 경쟁이 심화되는 가운데, 3) 소재 가격이 지속적으로 하락했기 때문이다. 여기에 중국 업체가 부상하며 국내 업체의 어려움이 가중됐다. 현재 상황은 조선산업의 사이클은 회복되지 않는 가운데 단조 업계의 구조조정(평산, 유니슨, 마이스코, SPP율촌에너지 등)으로 공급이 감소한 상황에서 소재 가격이 상승해 업 사이클을 맞이한 것이다. 이제 다운 사이클을 견뎌 낸 업체들의 향유가 시작될 것이다.

[그림 25] 유가, 철광석 가격, 단조 영업이익률



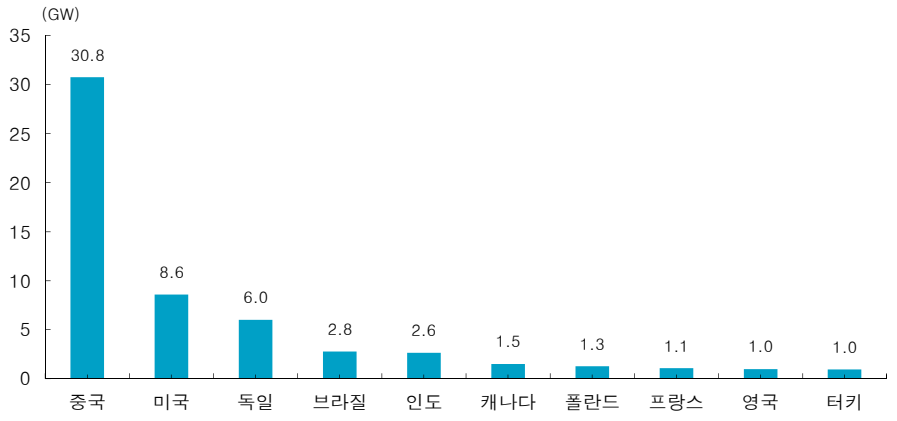
자료: CEIC, Quantiwise, 한국투자증권

3. 업 사이클의 최대 수혜는 대형 및 특수강 단조 업체가 누릴 것

중소형 보통강 단조 제품, 경쟁력 갖춘 중국 단조업체가 수혜 누릴 것

다운 사이클에서 살아남은 모든 업체가 업 사이클을 즐길 수 있는 건 아니다. 이미 부상한 중국업체와의 경쟁은 여전해 업 사이클이라 해도 수혜의 정도가 다를 수 있다. 이미 중국업체가 경쟁력을 갖춘 중소형 크기의 보통강 단조제품은 그 수혜가 한국업체가 아닌 중국업체로 돌아갈 가능성이 높다. 단조의 최대 전방산업인 풍력발전 시장은 중국이 주도하고 있다. 그리고 중국의 풍력발전 시장은 중소형 단조 제품이 주로 탑재되는 육상 풍력이 주력이다.

[그림 26] 2015년 국가별 풍력발전능력 증가량 top 10



자료: GWEC, 한국투자증권

대형 및 특수강 단조 제품, 중국업체 대비 경쟁력 갖춘 태웅이 수혜를 누릴 것

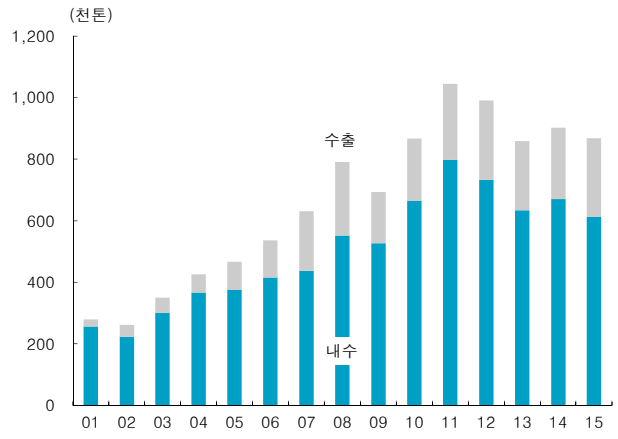
그러나 특수강 단조는 태웅이 중국업체 대비 경쟁력을 갖고 있다. 이는 국내 단조 출하량 추이에 드러난다. 보통강 단조 출하량이 2011년 이후 내수는 감소하고, 수출은 정체된 반면 특수강 단조 출하량은 내수와 수출 모두 증가하고 있다. 이에 단조 중 특수강 비중은 2011년 30%에서 2015년에는 44%로 2001년 이후 가장 높게 상승했다. 한편 중국의 단조 생산량은 중국철강협회조차 data를 제공하지 않고 있는데, 대부분의 업체들이 철강협회에 가입하지 않아서 data를 집계할 수 없기 때문이다. 중국의 철강산업 규모를 감안할 때 백만톤 규모의 초대형 단조업체가 있다 하더라도 8억톤에 달하는 조강생산량의 불과 0.13%에 그칠 뿐이다. 그나마 인터넷 검색을 통해 중국에서 풍력발전 플랜지(flange)를 주력으로 생산하는 업체를 조사했으나 태웅과 필적할 만한 단조업체를 찾지 못했다. 태웅과 같이 대형 및 특수강 단조 제품의 생산이 가능한 업체는 중국 업체와의 경쟁을 피해 업 사이클의 수혜를 만끽할 것이다.

<표 6> 중국 풍력 플랜지 제조업체와 태웅 설비 비교

Company	Forging Press	Ring Mill	연 생산능력(톤)
Wuxi Baolu Forging	3600T	4500mm	n/a
Shanghai Donghuang Forging	n/a	5000mm	n/a
Hebei Huayu Flange Manufacturing	4000T	7000mm	n/a
Zhangjiagang Sanlin Flange Forging	4000T 6300T	6300mm	50,000
Jiangyin Zenkung Forging	2000T 4500T	4000mm	80,000
DFN, INC.	3500T 6000T	7000mm	n/a
Wuxi Paike Heavy Casting and Forging	2000T 3600T	3500mm 5000mm	60,000
Shanghai Sinco International Trade	800T 2000T 4000T	1000mm 2000mm 5000mm	n/a
Rongcheng Ring Forgings	3000T 7000T	1600mm 2500mm 5000mm	n/a
Jiangyin Fangyuan Ringlike Forging & Flange	800T 1600T 2000T 3500T 3600T	2000mm 2500mm 3500mm 5000mm	150,000
태웅	1500T 2000T 3500T 5000T 8000T 15000T	3000mm 9500mm	320,000

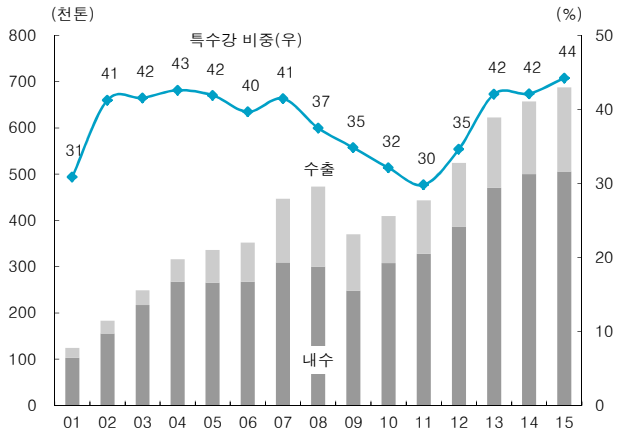
자료: 한국투자증권

[그림 27] 한국 보통강 단조 내수와 수출 출하량



자료: 한국철강협회, 한국투자증권

[그림 28] 한국 특수강 단조 생산량 및 비중



자료: 한국철강협회, 한국투자증권

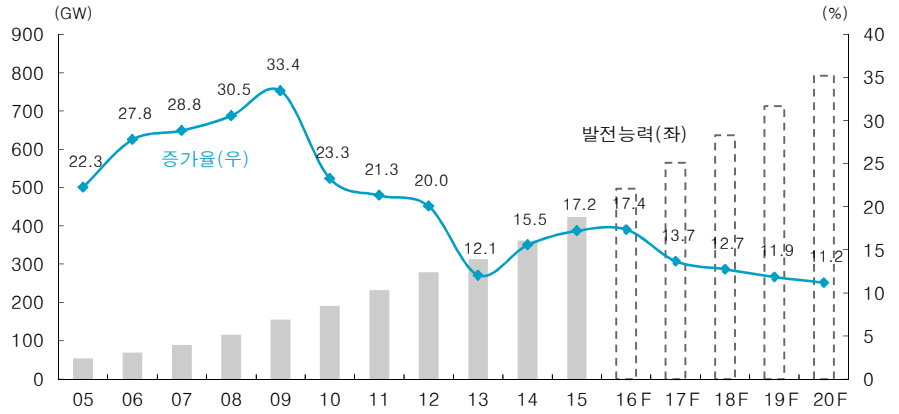
VI. 풍력발전시장이 단조 수요 증가 견인할 것

1. 지속 성장 중인 풍력발전

향후 태웅의 핵심 성장동력은 풍력발전의 지속적 성장

2015년 전 세계 풍력발전설비의 발전능력은 423.4GW로 전년 대비 17.2% 증가했다. 발전능력 증가율이 20% 이상이었던 2010년 이전의 초고성장기에 비해 둔화됐지만 풍력발전은 여전히 성장하고 있다. 특히 2013년을 저점으로 성장률이 회복하고 있다. 전망기관들은 2017년부터 증가율이 다시 둔화되나, 2020년까지 10%를 넘을 것으로 예상하고 있다. 풍력발전의 성장은 지속된다. 풍력발전산업은 2016년 상반기를 기준으로 태웅 매출액의 60%를 차지한다. 경쟁 심화로 수익성은 낮지만 향후 핵심 성장 동력임에는 분명하다.

[그림 29] 전 세계 풍력 발전능력 및 증가율



자료: BNEF, GWEC, 한국투자증권

2. 해상 풍력, 아직 미미하나 가파른 성장 중

해상 풍력은 비용이 많이 들지만, 풍력 발전량이 육상풍력에 비해 많음

풍력에너지는 풍속의 세제곱에 비례한다. 예를 들어 평균풍속이 10m/s에서 10% 빨라져 11m/s가 되면 풍력에너지는 33% 증가한다. 풍력에너지가 증가하면 풍력발전량을 늘릴 수 있다. 평균 풍속은 육상이 4~8m/s, 해상이 8~12m/s다. 해상이 육지보다 풍력 발전을 통해 더 많은 전기를 생산할 수 있다. 그러나 초기 투자비용이 육상 풍력의 3배에 달하고, 유지/보수 비용도 크다.

<표 7> 해상 풍력과 육상 풍력의 장단점

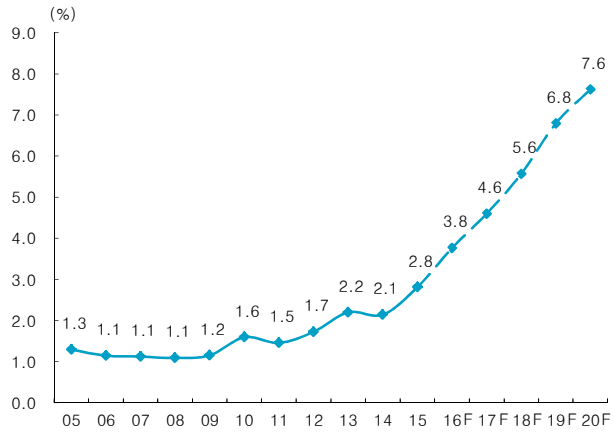
	해상 풍력	육상 풍력
장점	발전량이 상대적으로 많음	해상 대비 초기 투자 비용이 1/3 수준 (해상풍력 $2,500~3,500/KW, 육상풍력 $850~1,350/KW)
	풍력 에너지의 전기 에너지 전환율이 40%로 육상 풍력의 25%보다 높음	
	공간적 제약이 없어 대단지 조성 가능	
	일반적으로 풍속이 전기 수요가 가장 많은 오후에 증가	
	주요 도시들이 해안가에 있어, 도시로의 송전 거리 단축 가능	
단점	초기 투자비용이 육상 풍력의 3배 수준 - 타워가 바다에 잠기므로 대형화와 내수성 요구	발전량이 상대적으로 낮음 높은 풍속, 풍향 변화 대응 어려움
	높은 유지보수 비용 - 터빈 유지/보수하려면, 헬리콥터, 기술자, jack-up rig(시추설비) 등이 필요	공간 제약(소음, 지형, 경관 훼손)이 있어 대규모 단지 조성이 어려움

자료: 한국투자증권

1) 에너지 효율성, 2) 대규모 발전량, 3) 입지 편의성으로 해상풍력의 높은 성장 기대

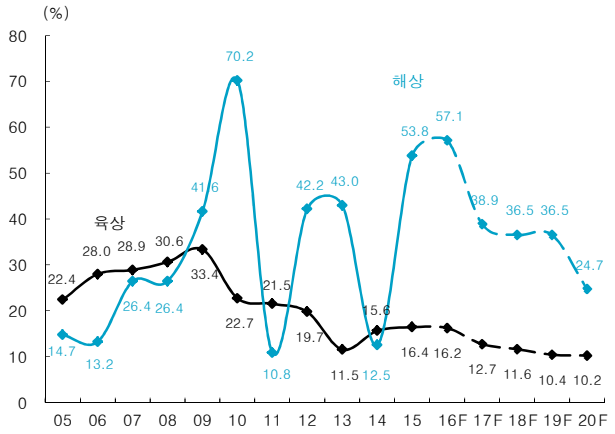
비용 측면의 단점으로 인해 해상 풍력은 2015년 기준으로 전 세계 풍력발전의 불과 2.8%를 차지해 아직은 미미한 상황이다. 그러나 유럽을 필두로 해상 풍력을 확대해 나가고 있다. 해상 풍력은 단일 발전단지의 규모가 커 하나의 단지를 조성할 때 대규모 설비가 투입된다. 다시 말하면 발전설비의 증가율이 높다. 에너지 효율성, 대규모 발전량, 입지의 편의성 등으로 향후 해상 풍력은 높은 성장을 보일 것으로 판단된다.

[그림 30] 풍력발전 중 해상풍력 비중



자료: BNEF, GWEC, 한국투자증권

[그림 31] 육상 풍력과 해상 풍력 발전능력 증가율



자료: BNEF, GWEC, 한국투자증권

3. 해상 풍력이 태웅의 미래

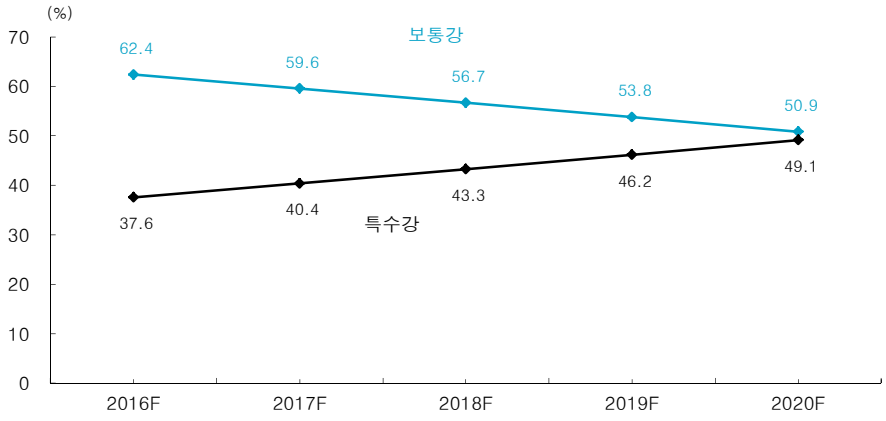
해상 풍력 발전기에는 내수성 확보된 대형 특수강 단조 제품 필요

해상 풍력은 바다 속에 타워를 세워야 하고 높은 습도와 더 강한 바람을 견뎌야 한다. 따라서 1) 더 굵은 타워가 세워지고, 2) 발전기도 커지며 3) 물에 부식되지 않는 소재를 사용한 부품이 필요하다. 발전기에 탑재되는 부품의 대형화와 내수성이 확보되어야 한다. 중소형 보통강 단조 부품이 아니라 대형 특수강 단조 제품이 필요하다.

제강사업 통해 해상 풍력 시장 확대의 수혜를 극대화

태웅은 직경 9,500mm 링 밀(ring mill)을 보유하고 있어 대형 단조품을 주력으로 생산한다. 풍력발전 시장에서 해상 풍력이 확대되는 것은 태웅에 매우 유리하다. 여기에 제강사업을 시작하면서 특수강(합금강, 스테인레스) 단조 제품을 확대할 수 있는 토대가 마련됐다. 사실 태웅이 막대한 자금을 투자하면서 제강사업을 시작하는 이유가 여기에 있다. 제강사업은 해상 풍력 시장 확대에 맞춰 수혜를 극대화하기 위한 전략이다. 이는 태웅이 제시한 제강사업의 판매량 전망에서 확인할 수 있다.

[그림 32] 보통강과 특수강 내부 수요 비중



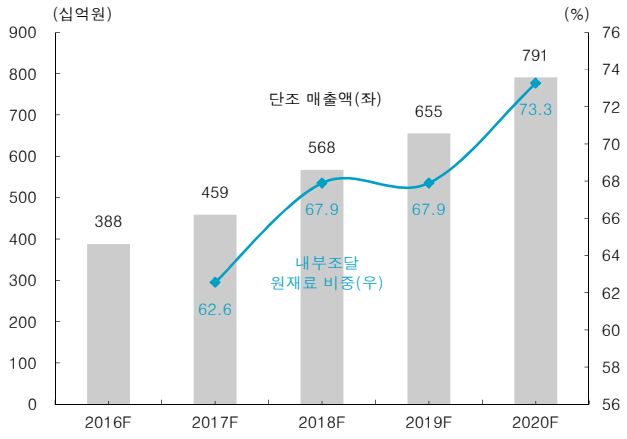
자료: 한국투자증권

VII. 향후 4년간 폭발적 실적 증가 전망

제강사업 개시와 풍력 시장 성장으로 실적 개선 예상

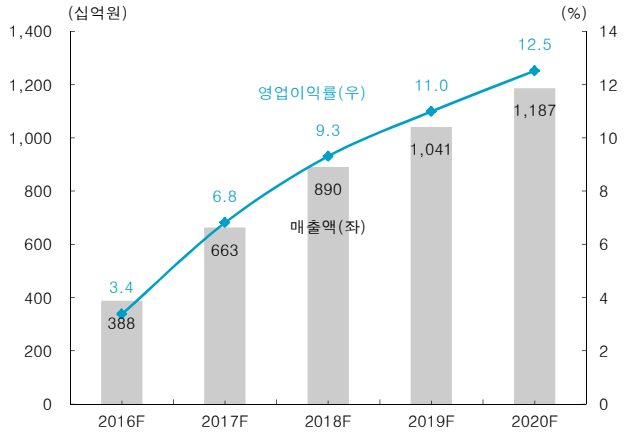
제강사업 개시와 풍력시장의 성장으로 실적이 획기적으로 개선될 것으로 예상된다. 특히 단조 수요 증가로 내부조달 원재료가 늘면서 제강공장의 가동률이 상승할수록 이익이 증가할 것이다. 우리는 2020년까지 풍력발전, 특히 해상풍력 시장의 고성장으로 단조사업이 지속적으로 확대될 것으로 전망한다. 매출 확대가 이어지면서 수익성도 향상되는 황금기를 맞이할 것으로 판단한다.

[그림 33] 단조 매출액과 내부조달 원재료 비율



자료: 한국투자증권

[그림 34] 매출액과 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

1. 총액 기준 실적 전망(내부거래 제거 전)

2017년부터 제강사업의 외부 매출에 힘입어 총액 기준 매출액 증가, 이익률 상승

우선 제강사업의 실적 전망을 별도로 구분하기 위해 원재료와 자가발생스크랩의 내부거래를 제거하지 않은 총액 기준 실적 전망을 제시한다. 2020년 매출액은 1조 4,510억원, 영업이익은 1,490억원으로 예상된다. 2017년부터 제강사업의 외부 매출이 본격화되면서 외형 성장이 시작되고, 이익률도 동시에 상승할 것이다. 다만 제강사업은 가동률을 보수적으로 가정해 2020년까지 적자가 예상된다. 한편 2020년 제강사업의 영업이익률이 더 낮아지는 것은 이익이 발생하지 않는 내부 판매 비중이 상승하기 때문이다.

<표 8> 총액기준 간단 실적 전망 (단위: 십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
단조	매출액	410	412	365	388	473	585	674	811
	매출원가	370	371	320	334	348	426	480	545
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	73.4%	72.8%	71.2%	67.1%
	영업이익	10	8	6	13	101	130	161	228
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	21.3%	22.2%	23.9%	28.2%
제강	가동률					67%	78%	85%	85%
	매출액					339	504	590	640
	매출원가					377	526	608	689
	매출원가율					111.0%	104.4%	103.1%	107.8%
	영업이익					(55)	(47)	(47)	(80)
	영업이익률					(16.3%)	(9.3%)	(8.0%)	(12.5%)
합산	매출액	410	412	365	388	813	1,089	1,264	1,451
	매출원가	370	371	320	334	725	952	1,088	1,234
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	89.1%	87.4%	86.1%	85.1%
	영업이익	10	8	6	13	45	83	115	149
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	5.6%	7.6%	9.1%	10.2%

자료: 한국투자증권

<표 9> 총액 기준 세부 실적 전망

(단위: 십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
단조	매출액	410	412	365	388	473	585	674	811
	- 단조	410	412	365	388	459	568	655	791
	- 자가발생 스크랩					15	17	19	21
	매출원가	370	371	320	334	348	426	480	545
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	73.4%	72.8%	71.2%	67.1%
	- 원재료비	255	237	203	188	216	268	300	332
	내부 조달					135	182	204	243
	외부 조달	255	237	203	188	81	86	96	89
	- 가열 및 전기료	39	42	34	33	35	43	50	58
	- 감가상각비	9	9	9	15	9	9	9	9
	- 기타	67	84	73	98	87	106	122	145
	매출원가 비중								
	- 원재료비	69%	64%	64%	56%	62%	63%	62%	61%
	- 가열 및 전기료	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	11%
	- 감가상각비	3%	2%	3%	4%	3%	2%	2%	2%
	- 기타	18%	23%	23%	29%	25%	25%	25%	27%
	판관비	30	32	40	41	25	29	33	38
	영업이익	10	8	6	13	101	130	161	228
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	21.3%	22.2%	23.9%	28.2%
제강	매출액					339	504	590	640
	- 내부 판매					135	182	204	243
	- 외부 판매					204	323	386	396
	매출원가					377	526	608	689
	매출원가율					111.0%	104.4%	103.1%	107.8%
	- 원재료비					301	428	495	576
	외부 구매					286	410	476	555
	자가발생 스크랩					15	17	19	21
	- 전기료					23	33	39	39
	- 감가상각비					16	16	16	16
	- 인건비					8	8	8	8
	- 기타					29	42	49	49
	매출원가 비중								
	- 원재료비					76%	78%	78%	81%
	- 전기료					6%	6%	6%	6%
	- 감가상각비					4%	3%	3%	2%
	- 인건비					2%	1%	1%	1%
	- 기타					8%	8%	8%	7%
	판관비					18	25	28	30
	영업이익					(55)	(47)	(47)	(80)
	영업이익률					(16.3%)	(9.3%)	(8.0%)	(12.5%)
합산 영업이익		10	8	6	13	45	83	115	149

자료: 한국투자증권

2. 순액 기준 실적 전망(내부거래 제거 후)

내부거래 제거 시 제강의 손실과 단조의 이익이 확대됨

단조와 제강사업간의 내부거래를 제거한 순액 기준 2020년 매출액은 1조 1,870억원, 영업이익은 1,490억원으로 예상된다. 당연히 영업이익은 총액 기준과 동일하다. 제강사업이 본격화되는 2017년을 기점으로 2020년까지 매출액은 연평균 21.4%, 영업이익은 48.7%, 순이익은 50.9% 증가할 것으로 예상된다. 제강에서 단조에 공급하는 원재료에 대해 1) 제강은 매출액이 제거되고, 2) 단조는 원재료 원가가 제거된다. 이에 따라 단조사업의 이익은 커지나 제강의 손실도 확대된다. 가동률이 우리 예상보다 상승할 경우 제강의 손실이 감소해 전체 영업이익이 증가할 수 있다.

<표 10> 순액기준 간단 실적 전망

(단위: 십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
단조	매출액	410	412	365	388	459	568	655	791
	매출원가	370	371	320	334	213	244	277	301
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	46.4%	43.0%	42.2%	38.1%
	영업이익	10	8	6	13	216	289	340	444
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	47.2%	50.9%	51.9%	56.1%
제강	가동률					67%	78%	85%	85%
	매출액					204	323	386	396
	매출원가					362	509	589	668
	매출원가율					177.2%	157.8%	152.6%	168.7%
	영업이익					(171)	(206)	(226)	(295)
	영업이익률					(83.7%)	(63.9%)	(58.5%)	(74.5%)
합산	매출액	410	412	365	388	663	890	1,041	1,187
	매출원가	370	371	320	334	575	753	865	970
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	86.7%	84.6%	83.1%	81.7%
	영업이익	10	8	6	13	45	83	115	149
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	6.8%	9.3%	11.0%	12.5%

자료: 한국투자증권

<표 11> 순액 기준 세부 실적 전망

(단위: 십억원, %)

		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
단조	매출액	410	412	365	388	459	568	655	791
	- 단조	410	412	365	388	459	568	655	791
	- 자가발생 스크랩								
	매출원가	370	371	320	334	213	244	277	301
	매출원가율	90.3%	90.2%	87.5%	86.1%	46.4%	43.0%	42.2%	38.1%
	- 원재료비	255	237	203	188	81	86	96	89
	내부 조달								
	외부 조달	255	237	203	188	81	86	96	89
	- 가열 및 전기료	39	42	34	33	35	43	50	58
	- 감가상각비	9	9	9	15	9	9	9	9
	- 기타	67	84	73	98	87	106	122	145
	매출원가 비중								
	- 원재료비	69%	64%	64%	56%	38%	35%	35%	30%
	- 가열 및 전기료	10%	11%	11%	10%	17%	18%	18%	19%
	- 감가상각비	3%	2%	3%	4%	4%	4%	3%	3%
	- 기타	18%	23%	23%	29%	41%	44%	44%	48%
	판관비	30	32	40	41	30	34	39	46
	영업이익	10	8	6	13	216	289	340	444
	영업이익률	2.5%	2.0%	1.7%	3.4%	47.2%	50.9%	51.9%	56.1%
제강	매출액					204	323	386	396
	- 내부 판매					-	-	-	-
	- 외부 판매					204	323	386	396
	매출원가					362	509	589	668
	매출원가율					177.2%	157.8%	152.6%	168.7%
	- 원재료비					286	410	476	555
	외부 구매					286	410	476	555
	자가발생 스크랩								
	- 전기료					23	33	39	39
	- 감가상각비					16	16	16	16
	- 인건비					8	8	8	8
	- 기타					29	42	49	49
	매출원가 비중								
	- 원재료비					79%	81%	81%	83%
	- 전기료					6%	7%	7%	6%
	- 감가상각비					5%	3%	3%	2%
	- 인건비					2%	2%	1%	1%
	- 기타					8%	8%	8%	7%
	판관비					13	19	23	23
	영업이익					(171)	(206)	(226)	(295)
	영업이익률					(83.7%)	(63.9%)	(58.5%)	(74.5%)
합산 영업이익		10	8	6	13	45	83	115	149

자료: 한국투자증권

VIII. 실적 민감도 분석

태웅 실적과 관련된 주요 변수의 영향은 환율 > 단조 가동률 > 제강 가동률 순

태웅은 1) 원/달러 환율, 2) 단조 가동률, 3) 제강 가동률 등이 실적을 좌우하는 주요 변수다. 제강 가동률 상승은 외부 판매에 기인한다고 가정하고 위 세 가지 변수들에 대한 실적 민감도를 분석했다. 결과적으로 실적에 미치는 영향은 원/달러 환율 〉 단조 가동률 〉 제강 가동률 순이다. 태웅은 매출액의 70% 이상이 해외에서 발생해 원/달러 환율 변동에 따라 매출액이 크게 영향 받기 때문이다. 그리고 제강보다 단조 가동률의 민감도가 큰데, 단조 가동률이 상승하면 원재료를 공급해야 하는 제강 가동률도 자동적으로 상승하는 이중효과가 있기 때문이다.

<표 12> 실적 민감도 분석

(단위: 십억원, %)

		기본 가정				1% 상승			차이		
		변수	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
원/달러 환율	2017F	1,194	663	45	35	668	47	36	0.7%	4.2%	3.6%
	2018F	1,194	890	83	66	897	85	68	0.7%	3.0%	2.5%
단조 가동률	2017F	72	663	45	35	672	46	36	1.4%	2.7%	2.7%
(%)	2018F	77	890	83	66	902	85	68	1.3%	2.2%	2.2%
제강 가동률	2017F	67	663	45	35	671	46	35	1.1%	0.8%	0.8%
(%)	2018F	78	890	83	66	899	83	66	1.0%	0.5%	0.5%

자료: 한국투자증권

IX. 위험 요인

태웅의 미상환 신주인수권부사채의 신주인수권은 연내에 모두 행사될 것

태웅은 2011년 12월 권면총액 970억원의 신주인수권부사채를 발행했다. 분리형인 사채 970억원은 2013년 12월에 전액 상환했으나, 행사가능주식수 3,085,976주(행사가액 20,901원)의 신주인수권이 행사되지 않은 상태다. 이 신주인수권의 행사가능기간은 2016년 12월 22일까지여서 연내에 모두 행사될 것이다. 따라서 2016년 기말 발행주식수는 현재 18,237,134주에서 21,323,110주로 16.9% 증가한다. 본 보고서에 명기된 2016년 투자관련 지표는 신주인수권이 행사가능 마지막 날인 12월 22일에 전량 행사된다고 가정했다.

<표 13> 신주인수권 미행사 내역

(단위: 천주, 원)

구분	내역
현재 발행 주식수(천주)	18,237
행사 가능 주식수(천주)	3,086
행사 가격(원)	20,901
행사 후 발행 주식수(천주)	21,323

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

태웅은 1981년 설립된 단조제품 생산업체로 풍력발전, 플랜트산업, 조선업, 산업기계 등 전방산업에 사용되는 핵심 단조부품을 공급한다. 2013년부터 전기로 제강사업에 설비 투자해 일관생산체제를 구축했으며, 세계 최대 규모의 15,000톤 자유형 단조 프레스와 9,500mm 링 롤링 밀을 갖추고 있어 대형 단조제품 시장에서 경쟁력이 있다.

■ 용어해설

- 단조: 고체인 금속재료를 일정한 온도로 가열한 다음 기계나 해머로 여러 번 두드려 일정한 모양으로 만드는 가공 공정
- 잉곳: 금속 또는 합금을 한번 녹인 다음 주형에 흘려넣어 굳힌 것
- 슬라브: 두꺼운 강판을 만들기 위한 직사각형의 반제품
- 블룸: 봉형강류의 재료로 사용되는 대형 장방형의 반제품
- 플랜지: 부품의 보강 또는 이음을 위하여 부품의 끝 또는 접합부 주위에 붙인 둥근 테두리

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	379	329	333	502	674
현금성자산	38	46	49	83	111
매출채권및기타채권	116	106	97	133	178
재고자산	92	75	78	99	134
비유동자산	385	531	783	787	788
투자자산	20	20	21	36	48
유형자산	353	498	748	728	708
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	764	860	1,116	1,290	1,462
유동부채	135	131	196	273	401
매입채무및기타채무	91	121	128	219	294
단기차입금및단기사채	38	5	0	0	0
유동성장기부채	2	1	0	0	0
비유동부채	54	147	260	322	298
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	104	214	244	194
부채총계	189	278	456	594	700
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	113	113	176	176	176
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	387	394	407	442	509
자본총계	575	582	660	695	762

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	412	365	388	663	890
매출원가	371	320	334	575	753
매출총이익	40	46	54	88	137
판매관리비	32	40	41	43	54
영업이익	8	6	13	45	83
금융수익	4	3	3	4	6
이자수익	4	2	3	4	6
금융비용	1	0	2	5	4
이자비용	1	0	2	5	4
기타영업외손익	(4)	1	1	1	1
관계기업관련손익	0	1	0	0	0
세전계속사업이익	9	10	16	46	86
법인세비용	2	2	2	10	19
당기순이익	7	8	13	36	67
기타포괄이익	66	(1)	0	0	0
총포괄이익	73	7	13	36	67
EBITDA	20	18	33	77	115

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	31	33	112	115	172
당기순이익	7	8	13	36	67
유형자산감가상각비	11	11	20	32	32
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	10	11	79	45	71
기타	3	3	0	2	2
투자활동현금흐름	(32)	(86)	(278)	(111)	(93)
유형자산투자	(37)	(117)	(270)	(12)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	5	31	(1)	(15)	(12)
무형자산순증	0	0	(0)	(0)	(0)
기타	0	0	(7)	(84)	(69)
재무활동현금흐름	29	60	169	30	(50)
자본의증가	0	0	64	0	0
차입금의순증	18	60	104	30	(50)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	11	0	1	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	28	7	3	34	28

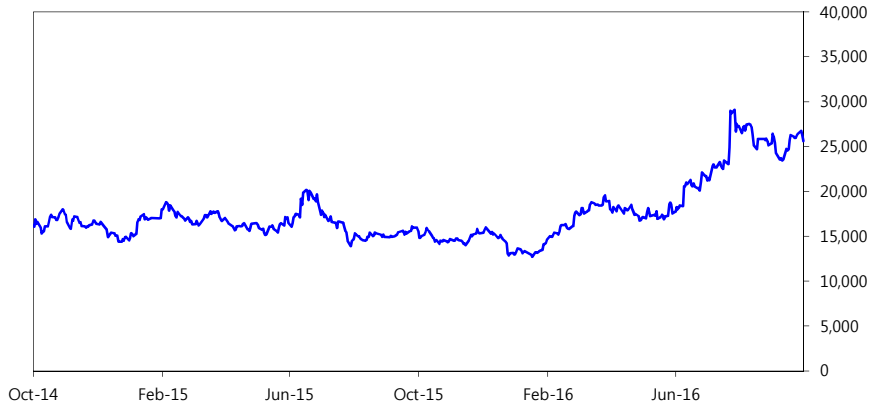
주: K-IFRS (별도) 기준

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	385	429	725	1,666	3,132
BPS	31,651	32,038	30,937	32,602	35,734
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.3	(11.2)	6.3	70.8	34.2
영업이익증가율	(18.3)	(26.7)	115.4	244.6	83.5
순이익증가율	18.0	11.5	69.1	169.5	88.0
EPS증가율	11.9	11.4	68.9	129.9	88.0
EBITDA증가율	(10.1)	(11.3)	86.1	137.0	48.8
수익성(%)					
영업이익률	2.0	1.7	3.4	6.8	9.3
순이익률	1.7	2.1	3.4	5.4	7.5
EBITDA Margin	4.8	4.8	8.4	11.7	12.9
ROA	1.0	1.0	1.3	3.0	4.9
ROE	1.3	1.3	2.1	5.2	9.2
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(119)	(34)	61	(18)	(159)
차입금/자본총계비율(%)	8.6	19.0	32.5	35.2	25.5
Valuation(X)					
PER	43.1	37.3	36.3	15.8	8.4
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.2	14.3	16.4	6.0	2.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
태웅(044490)	2016.10.26	매수	38,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 10월 26일 현재 태웅 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 −15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.9.30 기준)

매　수	중　립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 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.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.