

KOSDAQ | 에너지

태웅 (044490)

십여년 만에 다시 찾아온 호황 국면

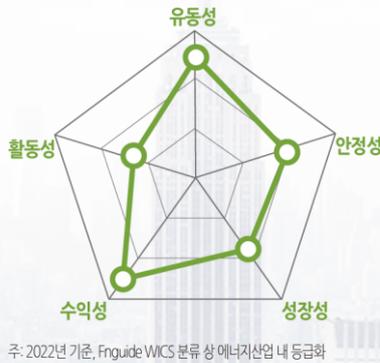
체크포인트

- 동사는 1981년 설립된 자유단조업체로 주력 수요산업인 풍력, 산업기계, 플랜트, 조선, 발전 등 수요산업에 핵심부품을 공급. 동사는 2013년부터 약 4,000억원을 투자해 전기로 제강공장을 2017년부터 상업가동, 글로벌 단조업체로서는 상공정에 진출한 독보적인 사업모델 구축. 동사는 2007년 11월 시가총액이 2조원을 상회하며 코스닥 시가총액 1위에 등극했던 업체이며, 장기간 단조업황의 침체로 경쟁사들이 대부분 도산하여 현재는 국내 유일 자유단조업체이며, 글로벌 시장에서도 15,000톤 대형 프레스 및 Φ 9,500 Ring Rolling Mill을 보유한 Top Tier업체
- 투자포인트: 1) 2011년 이후 12년래 최대 호황 국면 도래, 2) 전기로 제강공장 가동 7년만에 실적 턴어라운드 성공, 3) Winner Takes All, 동종업체 도산 이후 자유단조 시장은 無主壟山
- 1H23 매출액 2,314억원으로 YoY +24.1% 증가, OP 181억원으로 흑자전환에 성공, 2분기 매출액 1,264억원으로 1Q12 이후 11년래 최대치 경신, OPM은 13.0%로 14개년 최대치. 2023년 매출액 4,795억원으로 5,000억원에 근접, 2011년 이후 호황 국면이 12년만에 재현될 전망

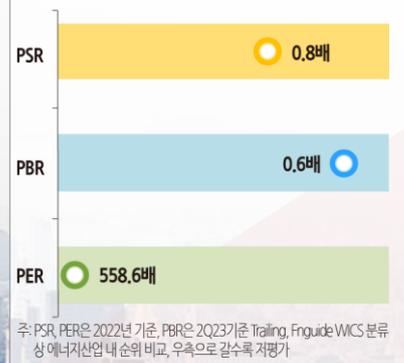
주가 및 주요이벤트



재무지표



벨류에이션 지표



국내 유일, 글로벌 Top Tier 자유단조업체

동사는 40년 이상 자유단조사업을 영위, 지난 10여년간 업황 침체로 국내 경쟁사들이 대부분 도산하면서 현재 국내 유일, 글로벌 시장에서는 소수(2~3개社)만 가능한 초대형 단조품을 공급하고 있으며, 단조업체로서는 거의 드물게 상공정 전기로 설비를 보유

십여년 만에 다시 보는 호황 국면

주력 수요처인 풍력발전, 산업기계, 플랜트, 조선 등 전방산업이 회복하고 향후 수년간 안정적 성장이 전망되는데다, 전기로 투자 이후 지난 6년간 적자기조를 보였던 제강사업 부문에서도 가동률 상승과 원가하락(감가상각, 연료비, 철스크랩 등)으로 실적 턴어라운드 성공. 고부가 대형 단조품 위주로 수주를 늘리면서 제품가격이 상승하는 가운데 원재료(철스크랩)가격이 하락하면서 제품 마진스프레드는 2012년 이후 최대치로 확대

업황 호조와 실적 턴어라운드 감안 주가 재평가 기대

현재가는 2023년 추정실적 기준 PER 8.5배, PBR 0.6배 수준. 동사의 연간 매출액과 수익성, 수주규모와 수주잔고 수치는 2011년 이후 십여년 만에 다시 보는 호황국면으로 향후 실적 호조 지속에 따른 밸류에이션 저평가 인식으로 주가 재평가 기대

Forecast earnings & Valuation

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 매출액(억원) | 3,705 | 3,444 | 3,223 | 3,939 | 4,795 |
| YoY(%) | 28.0 | -7.1 | -6.4 | 22.2 | 21.7 |
| 영업이익(억원) | -364 | 13 | 51 | 29 | 461 |
| OP 마진(%) | -9.8 | 0.4 | 1.6 | 0.7 | 9.6 |
| 지배주주순이익(억원) | -403 | -937 | 71 | 5 | 362 |
| EPS(원) | -2,012 | -4,681 | 357 | 27 | 1,808 |
| YoY(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | -92.3 | 6,508.6 |
| PER(배) | N/A | N/A | 35.0 | 358.2 | 8.5 |
| PSR(배) | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.6 |
| EV/EBIDA(배) | N/A | 14.1 | 15.1 | 13.7 | 6.0 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.6 |
| ROE(%) | -6.9 | -18.2 | 1.5 | 0.1 | 7.2 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

| | |
|----------------|-----------------|
| 현재주가 (10/20) | 15,280원 |
| 52주 최고가 | 23,800원 |
| 52주 최저가 | 8,700원 |
| KOSDAQ (10/20) | 769.25p |
| 자본금 | 100억원 |
| 시가총액 | 3,057억원 |
| 액면가 | 500원 |
| 발행주식수 | 20백만주 |
| 일평균 거래량 (60일) | 17만주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 33억원 |
| 외국인지분율 | 3.80% |
| 주요주주 | 허용도 외 5인 53.93% |

Price & Relative Performance



Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대주가 | -23.6 | 3.1 | 53.0 |
| 상대주가 | -12.3 | 18.7 | 35.3 |

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 사업부문

동사는 단조, 제강 사업을
영위하며, 풍력설비 매출비중이
40.4%로 가장 큼

태웅은 1981년 설립된 단조 업체로, 풍력, 조선, 발전, 산업플랜트, 산업기계 등에 단조제품을 공급한다. 2013년부터는 제강 사업에도 진출하며, 단조 제품생산을 위해 사용하는 원재료를 제강사업부에서 주로 조달하고 있다. 2023년 상반기 기준 매출 비중은 풍력설비 40.4%, 산업기계 22.7%, 조선&선박엔진 13.1%, 산업플랜트 13.9%, 발전(원자력 등) 4.1%, 기타 5.8%다. 전체 수출 비중은 44.4%, 내수는 55.6%로, 지역별로는 아시아 23.8%, 유럽 13.6%, 아메리카 2.0%를 차지한다.

단조사업부

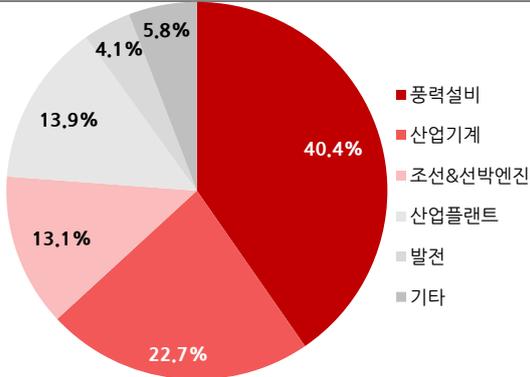
단조는 Press를 이용해 금속을 가열, 압축, 압착하여 금속 조직을 미세하고 치밀하게 만드는 기술이다. 이에 높은 내구성과 강도가 요구되는 엔진 부품이나 선박, 자동차와 같은 수송 기계, 풍력 및 원자력 발전용 부품들을 만드는 데 사용된다. 단조는 금형 사용여부에 따라 금형 단조와 자유형 단조로 나뉜다. 금형 단조는 정해진 틀을 사용해 일정한 형태의 단조품을 생산하는 방법이며, 자동차 부품, 정밀 공구와 같은 소형의 규격화된 제품을 만들 때 이용된다. 반면, 자유형 단조는 금형을 사용할 수 없는 규격이 크고 표준화되지 않은 제품을 생산하는 데 사용되는 방법으로, 풍력발전, 선박, 플랜트가 대표적인 주요 산업이다. 현재 동사의 제품들은 VESTAS, GE, SIEMENS 등 글로벌 고객사 레퍼런스를 확보한 상태이다.

제강사업부

제강사업부에서는 전기로 설비 등으로 단조의 핵심 원재료로 사용되는 잉곳(INGOT) 및 라운드블룸(ROUND BLOOM)을 생산 및 공급하고 있다. 과거 원소재를 제강사에서 구매해 단조제품을 생산해 왔던 동사는, 제강사업부를 통해 원소재를 자체 생산함으로써 일관생산체제를 구축하고 원가를 절감하고자 했다. 2013년부터 약 3년에 걸쳐 약 4,000억원을 투자했으며, 총 생산 규모 70만 톤의 전기로를 보유한 제강사업부를 신설했다.

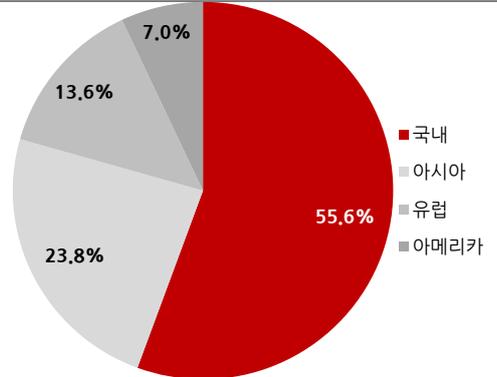
그러나, 동사의 제강사업부가 가동을 시작했던 2016년 당시는 전방 산업 부진으로 철강 업황이 부진했다. 연간 150억원에 이르는 감가상각비와 2배 가까이 증가한 종업원들의 인건비 등이 부담으로 작용했으며, 이에 2020년 1,140억원에 달하는 유형자산 손상차손을 인식했다. 제강사업부에서 기대되는 현금흐름 창출 능력이 장부가액에 미달한다고 판단한 것이다. 이에 동사의 감가상각비는 급감하게 되었다.

사업영역 매출 비중



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터, 2023년 상반기 기준

지역별 매출 비중



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터, 2023년 상반기 기준

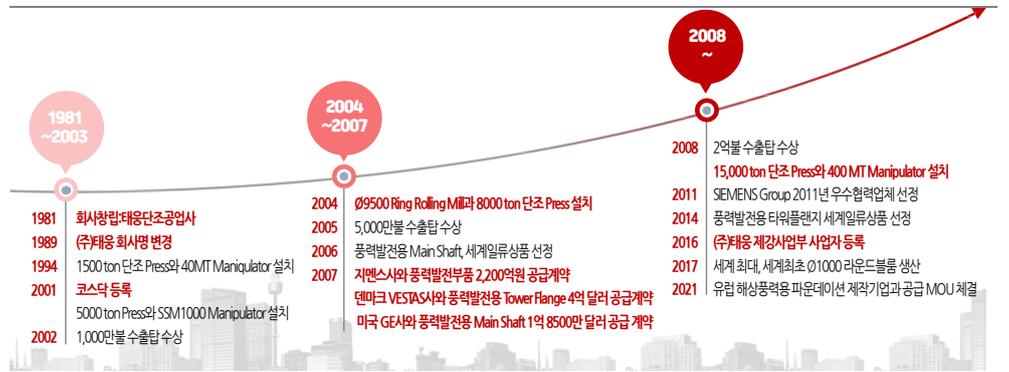
2 연혁 및 주주 구성

1981년 설립된 후,
2001년 코스닥 시장 상장

동사는 1981년 하용도 회장이 설립한 태웅단조공업사 모태로 단조 사업을 시작했다. 1989년에는 지금의 사명인 태웅으로 변경했다. 2000년대 초반부터 동사는 선박엔진, 플랜트 등 다양한 전방산업을 상대로 제품군을 보유하고 있었다. 2004년에는 Ø9500mm Ring Rolling Mill와 같은 세계 최대 규모의 대형 설비를 갖추며, 해상풍력 및 발전 설비 대형화 추세에 대응했다. 그 결과 2007년 SIEMENS, VESTAS사 등에 풍력발전 부품 등 공급에 성공했다. 2001년 동사는 코스닥에 입성한 뒤 2007년 코스닥 대장주에 등극했다. 이에 허 회장은 2009년 코스닥 주식부자 1위(6,730억 원)를 차지하기도 했다. 2008년 15,000톤 단조 프레스를 설치했으며, 2011년 SIMENS 그룹 우수협력업체로 선정되었다.

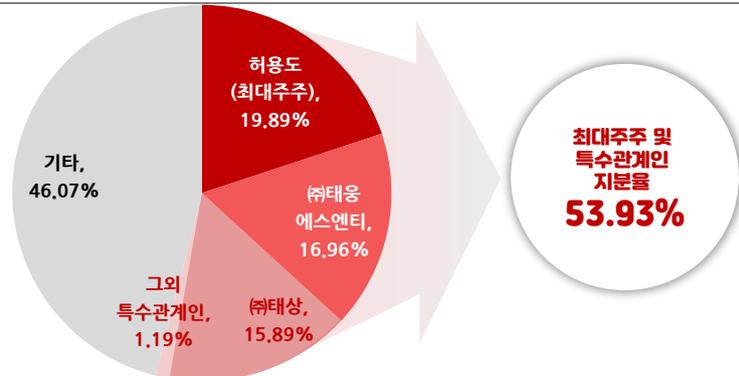
2013년에는 제강사업부 투자를 시작했으며, 2016년부터 제강사업부를 통해 단조사업의 원소재가 되는 잉곳과 리운드 블룸을 직접 만드는 일관생산 체제를 구축했다. 2020년에는 코로나 팬데믹이 발발하고 세계는 범국가적 탈탄소화를 주창하며 신재생 에너지 확대를 움직임을 보였다. 이에 2020~2021년의 풍력 신규 설치량 성장세가 이어질 것으로 예상되었으나, 예상과 달리 2022년 풍력 신규 설치량은 급감하였고, 이는 동사 실적에도 영향을 주었다

연혁



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주구성



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

1 자유단조산업은 주문제작방식, 표준화되지 않은 대형 단조제품 공급

자유단조의 주요 수요산업은
풍력발전, 플랜트, 조선, 원자력,
산업기계 등

단조(Forging)는 금속을 두들기거나 눌러서 필요한 형태로 만드는 것으로 한자로는 쇠붙릴 단(鍛), 지을 조(造)자를 쓴다. 쉽게 표현하면 과거 대장장이들이 쇠를 빨갛게 달군 후 망치로 치고 두드려서 무기나 칼, 농기구를 만들던 방식도 단조라 할 수 있다.

단조는 크게 자유단조(Free Forging)와 형단조(Die Forging)로 나뉜다. 형단조는 일정한 형상이 만들어진 다이(Die, 금형)를 사용하며, 일정한 힘을 눌러주는 프레스(Press)를 사용하고, 단순하고, 완전 자동화가 가능하여 대량생산이 가능한 대신 제품의 크기가 제한되어 주로 중소형 제품에 적합하다.

자유단조는 금형을 사용할 수 없는 규격이 크고 표준화되지 않은 제품 생산에 적합한 단조방법으로 제품 대부분이 주문제작방식이며, 주요 수요산업은 풍력발전, 플랜트(석유화학, 시멘트, 해양), 조선, 원자력발전, 산업기계 등으로 산업전반에 기초가 되는 산업에 핵심부품을 공급한다.

주요 수요산업별 생산품목으로 풍력설비는 Main Shaft, Tower Flange, Pitch & Yaw Bearing 등, 조선 및 선박엔진에는 Piston Rod, Piston Crown, Connecting Rod, Cylinder Cover, Propeller Shaft 등, 산업플랜트에는 열교환기, 압력용기, 공기제거기, 급수가열기, 탈기 등, 원자력발전용으로는 Diaphragm-용 Inner Web, Outer Ring, Shell 등, 산업기계로는 Shaft, Gear, Wheel, Tier Ring 등이 있다.

자유단조산업의 주요 원재료는 잉곳(Ingot)이나 라운드 블룸(Round Bloom)으로 대부분 전기로 제강사로부터 조달하며, 동사의 경우에는 국내외 단조업계에서는 보기 드물게 원재료를 직접 조달하기 위해 상공정 전기로 투자를 단행하여 2017년부터 자체생산한 Ingot과 Round Bloom을 조달하고 있다. 따라서 단조업체의 경우 Ingot과 Round Bloom의 가격과 단조제품(탄소강, 합금강) 가격의 차이(스프레드)가 수익성을 좌우하게 되는데, 동사의 경우에는 일반생산체제로 제강을 위해 전기로를 가동하는 만큼 철스크랩 투입가격과 단조제품 가격 차이로 수익성 변동을 가늠할 수 있다.

자유단조 수요산업



WIND POWER



OIL & GAS



INDUSTRIAL MACHINE



POWER PLANT



SHIPBUILDING



MARINE ENGINE



PETROCHEMICAL MACHINE



AEROSPACE

자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

자유단조 생산품목

| 수요산업 | 생산품목 |
|---------|---|
| 풍력발전 | Main Shaft, Tower Flange, Pitch & Yaw Bearing 등 |
| 조선·선박엔진 | Piston Rod & Crown, Connecting Rod, Cylinder Cover, Propeller Shaft, Cross Head 등 |
| 산업플랜트 | 열교환기, 압력용기, 공기제거기, 급수가열기, 탈기기 등 |
| 산업기계 | Shaft, Gear, Wheel, Tire Ring 등 |
| 원자력발전 | Diaphragm 용 Inner Web, Outer Ring, Shell 등 |

자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

자유단조산업의 전방 수요업종별 동향

풍력발전

**세계 각국은 온실가스 감축을 위해
신재생, 특히 풍력발전을 확대하는
방향으로 정책 지원 확대**

글로벌 주요국들은 2016년 파리기후협약 이후 온실가스 감축목표 달성을 위해 화석연료비중을 줄이고 신재생에너지, 특히 풍력발전비중을 확대하는 방향으로 관련 산업을 적극 지원하고 있다.

세계 풍력발전 1위로 2022년 신규 설치용량 기준 49%를 차지한 중국은 2030년 탄소배출 정점 도달, 2060년까지 탄소배출 제로정책을 발표하였으며, 2025년까지 비화석 에너지가 자국내 전체 에너지 소비에서 차지하는 비중을 25%까지 올리겠다는 목표를 제시하였다. 이를 위해 태양광과 풍력 등 신재생에너지 생산을 대폭 확대하겠다는 목표이다.

중국에 이어 풍력발전 2위국인 미국은 바이든 행정부에서 2035년까지 발전부문의 탄소중립, 2050년까지 탄소제로 달성목표를 제시하였으며, 2022년 8월에는 PTC(Production Tax Credit), ITC(Investment Tax Credit), AMP(Advanced Manufacturing Production Credit) 등의 혜택을 담은 IRA(Inflation Reduction Act, 인플레이션감축법) 법을 통과시키며, 미국내 친환경에너지 수요를 견인하고 있다. 바이든정부는 2030년까지 30GW의 해상풍력용량을 신규로 설치하는 것을 목표로 하고 있다.

EU는 2023년 10월 들어 EU 이사회를 통해 재생에너지 비중을 확대하는 신규 법안을 최종 채택하였다. 최종 에너지 소비 기준으로 2030년까지 재생에너지 발전비율을 42.5% 이상으로 기존 32%보다 10%p 이상 상향 조정하였다. 신규 법안이 관보 게재 후 20일내 발효되며, EU의 모든 회원국은 상향된 재생에너지 비중을 18개월안에 입법 화할 의무가 있다. 2030년까지 EU의 재생에너지 시장은 기존대비 두배 이상 커지는 것으로 법적으로 보장될 전망이다. 전세계적으로 재생에너지 선도국인 독일은 우크라이나 전쟁을 겪으면서 탄소저감계획에 속도를 내고 있다. 독일은 2045년 탄소중립목표를 수립하였으며, 2030년 전력 중 재생에너지 목표를 80%로 설정했다. 독일은 전력 중 재생에너지 비중이 2000년 6%에서 2022년 43%까지 증가했으며, 2030년까지 향후 8년간 두배 수준으로 증가한다는 목표이다.

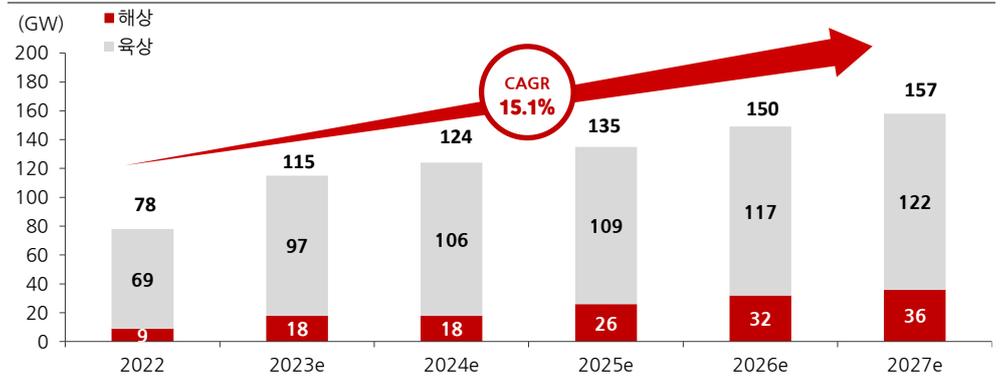
글로벌 풍력 설치량은 2027년까지 CAGR 15.1% 성장 전망, 해상풍력은 CAGR 32.0% 성장

GWEC(세계풍력위원회)는 글로벌 풍력 신규 설치량이 2022년 78GW에서 2027년 157GW로 CAGR 15.1%를 기록할 것으로 전망하였다. 육상풍력 신규 설치용량은 2022년 69GW에서 2027년 122GW로 연평균(CAGR) 12.1%로 전망되고, 해상풍력은 2022년 9GW에서 2027년 36GW로 연평균(CAGR) 32.0%로 육상풍력에 비해 가파른 성장세를 전망하였다. 향후 5년간 해상풍력은 4배나 증가하는 수치이다.

글로벌 풍력시장은 2023년 115GW로 전망되어 처음으로 100GW를 상회할 전망이며, 향후 5년간 신규로 설치되는 용량이 680GW에 달해 향후 5년간 연평균 136GW씩 증가하는 규모로 전망된다.

향후 풍력수요가 증가할 것으로 전망되는 배경으로는 1) 러-우전쟁 이후 유럽의 에너지 안보 달성을 위한 화석연료 대체 니즈 확대, 2)미국의 IRA법안 발효로 향후 10년간 신재생에너지 수요 증가, 3)중국은 14차 5개년 계획(2021-2025)에 따라 신규에너지 소비의 80%를 신재생에너지로 공급목표, 4)해상풍력 수요 본격 확대, 5) 이머징마켓의 육상 및 해상풍력 수요 증가 등이다.

글로벌 풍력발전 신규설치용량 전망



자료: GWEC Market Intelligence 2023, 한국R협회의 기업리서치센터

산업기계

2011~2012년 이후 11년만에 다시 보는 호황 국면

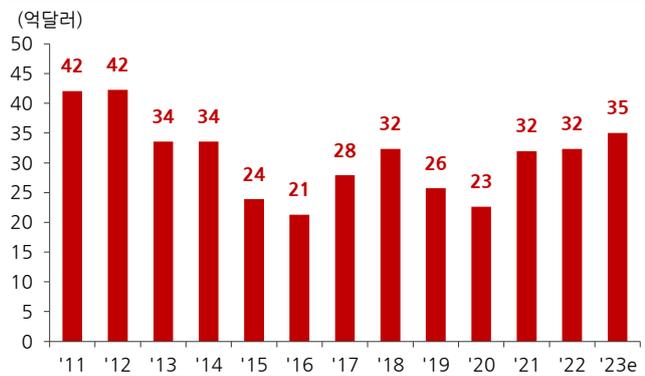
동사의 2023년 상반기 수요처별 매출비중을 보면 산업기계 부문은 22.7%로 풍력발전(40.4%)에 이어 두번째로 높은 비중을 차지하고 있다. 동사의 산업기계용 단조제품은 대형 기계 및 중장비에 사용되는 휠, 베어링, 유압실린더 부품 등에 주로 사용된다. 고객사는 캐터필러, 미쓰비시, Duferco, 현대로템, 효성 등이다.

대표적인 건설중장비인 굴삭기(HS Code: 842952)의 국내 수출액을 보면 2023년 9월 누적 기준 26.9억달러로 전년동기(24.0억달러)대비 12.0% 증가해 연간으로는 35억달러에 육박할 것으로 예상되어 2011~2012년 호황기 이후 11개년 최대치를 경신할 전망이다. 올해 3분기 누적 지역별 수출액을 보면 미국향이 수출지역 1위로 6.45억달러로 전년동기대비 +59.3%나 급증하였으며, 미국에 이어 유럽의 물류허브인 벨기에향 수출액은 5.74억달러로 +12.0%, 러시아향은 2.56억달러로 +24.7%, 튀르키예향은 1.6억달러로 +86.1%, 사우디아향은 1.14억달러로 +65.0%를 기록하였다.

과거 10여년 수출시장 중국의 공백을 미국, 유럽지역에서 상쇄 미국은 IRA법, 튀르키예 지진복구, 사우디는 네옴시티 特需 지속

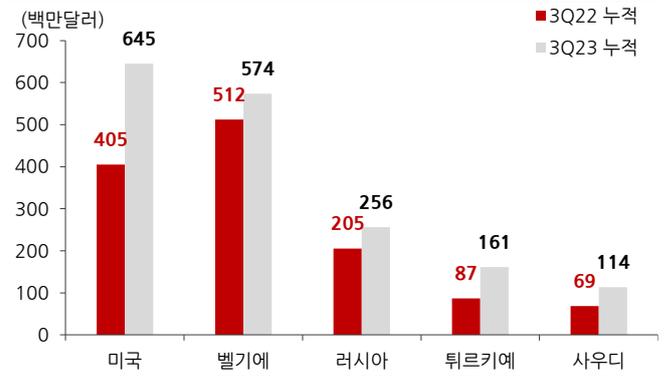
중국向 수출액은 굴삭기 수출시장의 최대 호황기였던 2011년 9.1억달러로 수출국 1위(수출비중 21.6%)였으나, 2022년 수출액이 4,100만달러로 2000년대 들어 최저치로 감소했으며, 2023년 3분기 누적 수출액은 4,411만달러로 전체 수출비중의 1.6% 수준에 그쳐 굴삭기 수출시장에서는 유의미한 비중이 아니다. 반면 미국向 수출액은 2020년 3.2억달러에서 2023년 8.6억달러에 육박할 것으로 전망되어 최근 3개년 연평균 성장률 39.4%로 가파른 성장세를 보이고 있다. 코로나19 이후 미국정부의 강력한 경기부양책과 지난해 발효된 IRA(인플레이션) 효과로 건설기계 수요가 급증하고 있는 것이다. 튀르키예와 사우디는 수출국 4, 5위를 기록하였는데 올해 들어 수출성장률이 가장 높은 국가들이다. 튀르키예는 3분기 누적 수출액이 1.6억달러로 전년동기대비 +86.1%나 급증했으며, 동기간 사우디아 수출액은 1.14억달러로 +65.0% 급증하였다. 튀르키예는 올해 2월 대지진으로 지진 복구 수요가 수출을 견인하고 있으며, 사우디는 네옴시티 건설 프로젝트가 본격화되면서 건설중장비 수출이 증가하고 있는 것으로 판단된다.

연도별 굴삭기 수출액 추이 및 전망



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주석: 2023년 전망치는 3분기 누적 수치를 기준으로 연환산

Top 5 국가별 굴삭기 수출액 비교



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

조선·선박엔진

국제유가 강세와 코로나19 이후 대형 컨테이너선 발주 증가 및 친환경 LNG선 발주 급증으로 조선 수요는 호황 국면 진입, 조선3사는 3~4년치 일감 확보

동사의 매출액 중 조선·선박엔진 부문 수요비중은 2017년 4.0%로 당시 매출액은 123억원에 불과했으나, 2022년 매출액과 매출비중은 503억원, 12.8%로 증가하였다. 국제유가 강세와 코로나19 이후 대형 컨테이너선 발주 증가와 글로벌 친환경 에너지 전환정책에 따른 LNG선 발주 급증으로 동사의 조선부문 수요는 역대 최대 호황 국면을 맞이하고 있다.

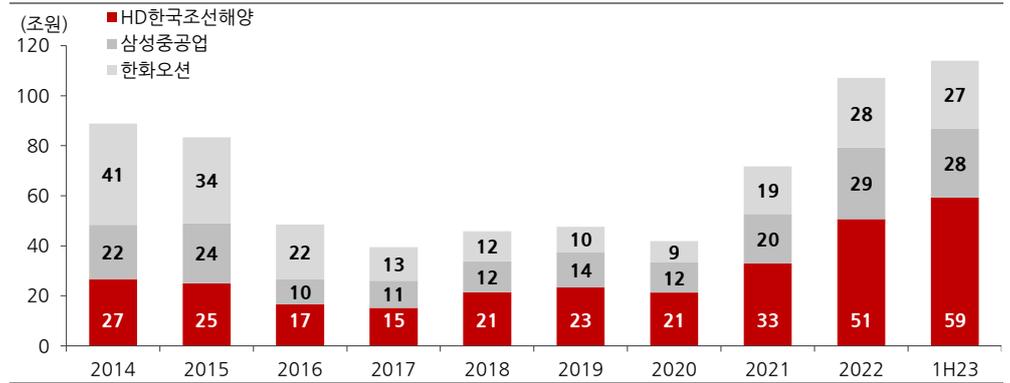
글로벌 조선 신규발주는 2021년 5,300만CGT로 2013년 이후 8개년 최대치를 기록한 이래 2022년 4,870만CGT로 전년대비 8.1% 감소했으나, 여전히 2014~2020년 침체기 평균 3,000만CGT에 비해 높은 수준을 기록했다. 2023년 3분기 누적 글로벌 조선 신규발주는 3,014만CGT로 전년동기대비 23.0% 감소하였으며, 동기간 국내 조선사의 신규수주는 742만CGT로 전년동기(1,379만CGT)대비 46.2% 감소하였다.

글로벌 신규 수주 감소는 2021년부터 이어진 대형 컨테이너선 및 LNG선의 대규모 발주에 따른 기저효과이다. 국내 조선 3사의 경우 이미 2026년까지 최소 3년 이상 건조물량이 채워져 있는 상황으로 현재 2027년 도크도 채워지고 있는 것으로 보여 향후 수년간 장기호황 국면이 이어질 것으로 예상된다.

1H23 조선3사 합산 수주액은 114조원으로 역대 최대치 경신

국내 조선3사 합산 수주잔고는 2013년 92.2조원에서 2014년부터 지속적인 감소세를 기록하였다. 국제유가가 장기 약세를 보인 데다, 2020년부터는 코로나19 팬데믹 영향으로 2020년에는 수주잔고가 41.9조원까지 감소했다. 이후 코로나 백신 보급 및 각국의 경기부양책에 따른 경기회복으로 대형 컨테이너선 발주가 증가하였고, 글로벌 에너지 대전환에 따라 친환경 LNG선 발주가 급증하면서 2021~2022년 대규모 신규수주 영향으로 수주잔고는 2021년 71.7조원, 2022년 107.1조원, 2023년 상반기말 114조원까지 역대 최대치를 경신 중이다. 2023년 상반기별 업체별 수주잔고는 HD한국조선해양 59.2조원(조선부문), 삼성중공업 27.7조원, 한화오션 27.1조원 순이다.

국내 조선3사 수주잔고 추이



자료: 업체별 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주석: HD한국조선해양은 조선 부문 수주잔고

해외건설수주 & 산업플랜트

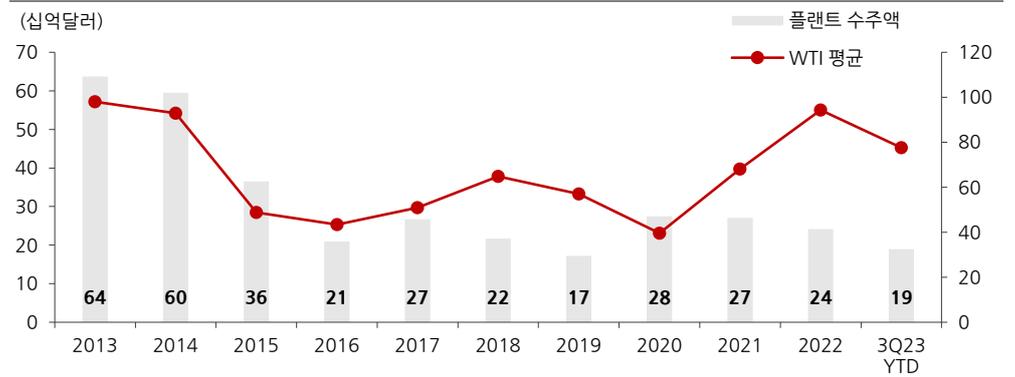
3Q23 누적 해외건설 수주액은 235억달러로 YoY +4.9% 증가

해외건설협회에 따르면 2023년 3분기 누적 해외건설 수주실적은 235억달러로 전년동기대비 4.9% 증가하여 3분기 누적기준으로는 2015년 이후 8개년 최대치로 회복세를 보이고 있다. 지역별로 보면 중동 수주액이 80억달러로 전년동기(66억달러)대비 20.3% 증가하였으며, 중동에 이어 북미 수주액이 74억달러로 전년동기(29억달러)대비 159.1% 급증하며 전체 수주를 견인하였다.

3Q23 누적 산업플랜트 수주액은 190억달러로 YoY +10.2% 증가

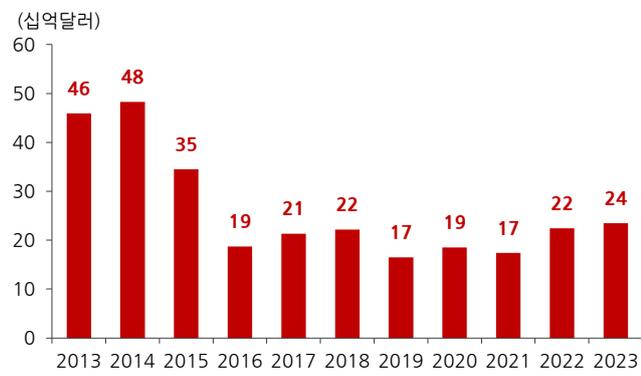
한국플랜트산업협회(KOPIA)에 따르면 국내 산업플랜트 수주액은 올해 3분기 누적 190억달러로 전년동기(172억달러)대비 10.2% 증가하였다. 국제유가가 장기 약세로 플랜트 수주액은 2014년부터 침체기를 보였으나, 2021년부터 국제유가가 강세 전환에 따른 중동과 북미지역 위주 프로젝트 증가로 회복세를 보이고 있다.

산업플랜트 수주액 & 국제유가 추이



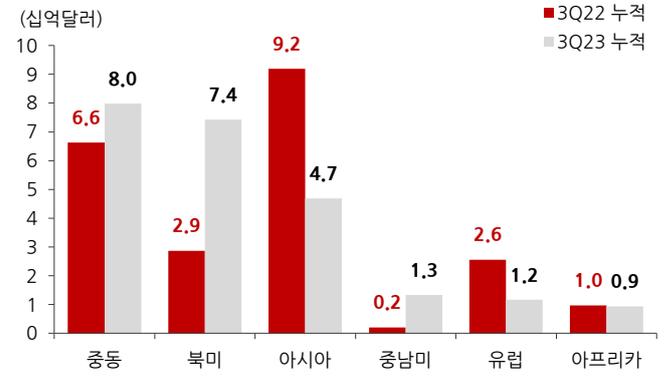
자료: 한국플랜트산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 3분기 누적 기준 해외건설 수주금액 추이



자료: 해외건설협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 전년동기대비 해외건설 수주금액 추이



자료: 해외건설협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 2011년 이후 12년래 최대 호황 국면 도래

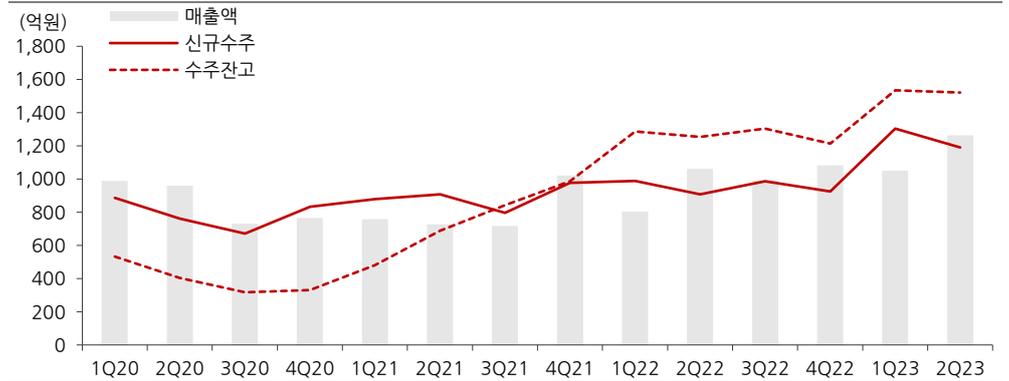
Q(Quantity): 수주잔고 및 매출 외형 증가

2023년 신규수주와 매출액은 5,000억원에 육박하며 2011년 수준과 유사, 12년래 최대치 전망

동사 매출비중의 40% 이상을 차지하는 풍력발전 수요가 해상풍력용 대형제품 위주로 증가하는 가운데 풍력발전 에 더해 산업기계, 산업플랜트, 조선부문의 호황이 장기화될 것으로 보여 동사의 실적개선 추세가 지속될 전망이다.

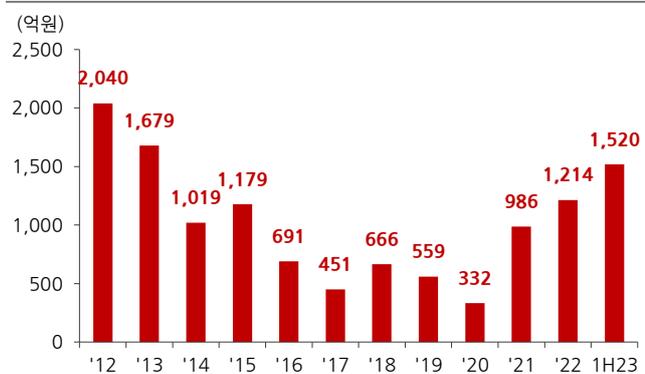
동사의 미래 실적을 예측해볼 수 있는 수주상황을 보면 신규수주 및 수주잔고가 2020년 저점 이후 3년 연속 증가 하고 있다. 신규수주는 2020년 3,152억원에서 2021년 3,560억원, 2022년 3,808억원을 기록했으며, 2023년 상반기 에만 2,493억원으로 전년동기대비 +31.5% 증가하여 연간 기준으로는 5,000억원에 육박할 전망이다. 1H23 매출 액은 2,314억원으로 연간기준으로는 4,795억원으로 전망되어, 2023년 신규수주 및 매출액은 2011년(신규수주 4,763억원, 매출액 4,807억원) 수준으로 12년래 최대치를 경신할 전망이다.

분기별 매출액, 신규수주, 수주잔고 추이



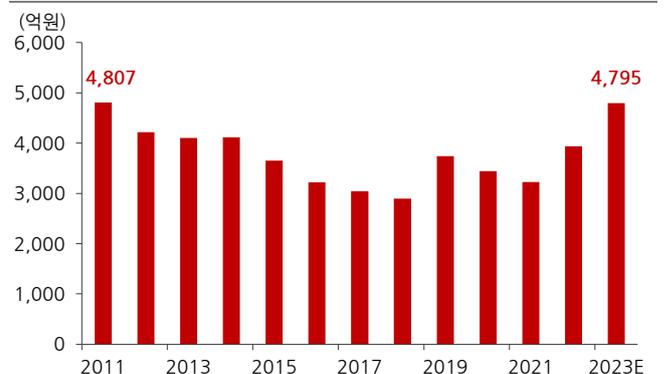
자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

기말 수주잔고 추이



자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 매출액 추이



자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

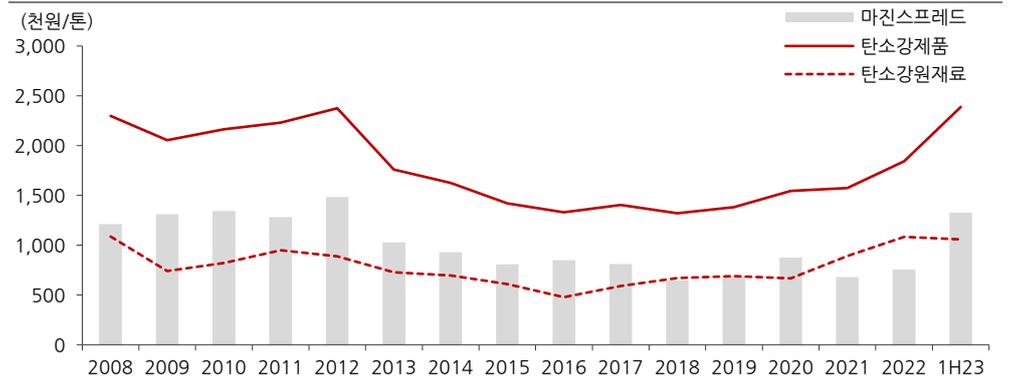
P(Price): 제품 대형화로 가격 상승

해상풍력비중 확대와 환율 호재로 1H23 탄소강제품판매단가는 239만원으로 YoY +45.5% 급등, 탄소강제품마진스프레드는 2012년 이래 11개년 최대 호황

동사의 2023년 상반기 탄소강 평균제품가격(ASP)는 톤당 239만원으로 전년동기(164만원/톤)대비 +45.5%나 급등하였다. 제품단가 급등요인은 풍력부문에서 해상풍력용 대형 단조제품비중 확대 영향으로 추정된다. 해상풍력용 제품은 육상풍력용에 비해 크기가 대형화되면서 판매단가가 높아진다. 특히 풍력발전 부문 매출액은 대부분 해외 수출인 만큼 환율상승(YoY +5%)도 제품단가 상승에 기여한 것으로 판단된다. 2023년 상반기 평균환율은 1,290원으로 전년동기(1,230원)대비 60원(5%) 상승하였다.

반면 동기간 단조부문의 탄소강 원재료가격은 톤당 106만원으로 전년동기(108.5만원)대비 -2.4% 하락해 탄소강 제품마진스프레드(제품가격-원재료가격)은 2022년 상반기 톤당 55.5만원에서 2023년 상반기 133만원으로 톤당 77.5만원(YoY +139.3%)으로 확대되었다. 원재료가격은 철강시황 침체 영향으로 소폭 하락한 반면 단조제품가격은 전방산업(풍력발전, 산업기계, 산업플랜트, 조선 등)의 업황 동반 호조가 이어지고 있다. 초대형 단조품을 생산할 수 있는 업체가 국내는 동사가 유일한데다, 글로벌 시장에서도 동사를 포함하여 3개업체 정도 밖에 안되는 상황에서 타이트한 수급 영향으로 제품단가가 강세를 보이고 있는 것이다. 톤당 탄소강마진스프레드가 130만원을 상회했던 시기는 2012년(149만원)으로 현 수준은 11년래 최대치 호황 국면인 셈이다.

탄소강 제품 마진스프레드 추이



자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

C(Cost): 감가상각비, 원료비용(철스크랩), 연료비용(가스비) 단가 하락

1H23 매출원가율은 86.1%로 YoY -7.1%p 하락, 원가율 하락은 철스크랩, 연료비, 감가상각비 감소 영향

2023년 상반기 매출원가율은 86.1%로 전년동기(93.2%)대비 -7.1%p 하락하였다. 2023년 2분기뿐만 보면 매출원가율은 81.6%까지 하락하여 2020년 3분기 이래 3년래 최저치이다.

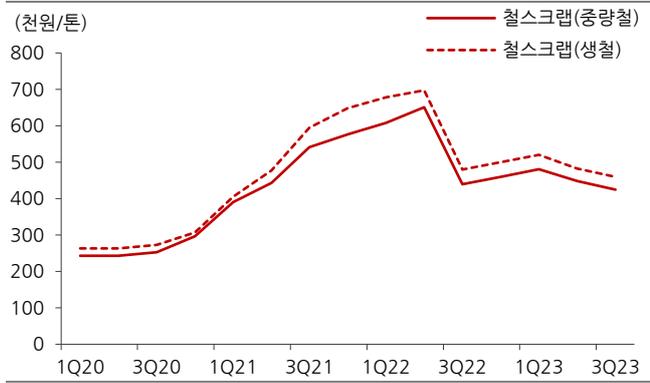
원가율 하락은 동사가 2020년 회계연도 감사보고서에 유형자산손상차손을 1,140억원 인식한 이래 감가상각비용이 기존 300억원대에서 연간 200억원 수준으로 감소한데다, 철강 원소재(철스크랩, 슬라브)가격 하향 안정, 단조용 원소재 추가열에 쓰이는 가스비용이 대폭 절감된 덕분이다.

철스크랩 가격을 보면 2022년 2분기에는 라우전쟁 발발 이후 철강원료 및 강재가격 급등으로 철스크랩 평균가격이 톤당 65만원(중량철 기준)까지 급등했으나, 이후 하향 안정화되며 2023년 2분기 평균가격은 톤당 45만원선까지 하락, 전년동기대비 하락폭이 20만원(-30.8%)에 달한다.

동사의 반기보고서 중 재무제표 주석부문 비용의 성격적 분류를 참고하면 원재료 비용은 2023년 1분기 954억원

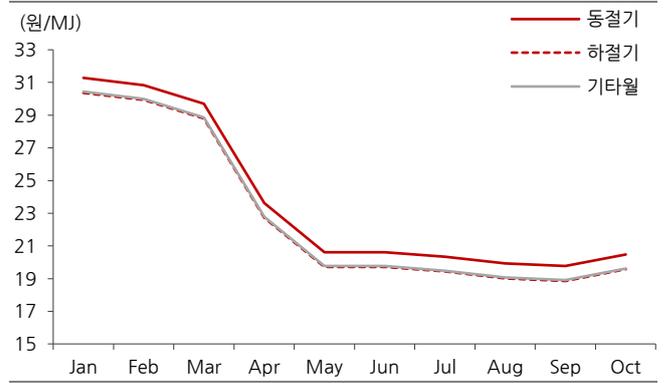
에서 2분기에는 867억원으로 전분기대비 87억원 감소했으며, 전력료/연료비는 2023년 1분기 200억원에서 2분기에는 157억원으로 43억원 줄었으며, 감가상각비는 분기별 50억원 수준이 이어졌다.

철스크랩 가격 추이



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 월별 산업용 도시가스 도매요금 추이



자료: 한국가스공사, 한국IR협의회 기업리서치센터

전기 제강공장 가동 7년만에 실적 턴어라운드 성공

2016년 전기 제강공장 가동으로 국내 단조업체로서는 유일하게 상공정을 보유, 일관생산체제 구축

동사는 단조업체로서는 국내에서 유일하게 제강공장(전기로)을 보유하고 있으며, 이는 해외에서도 매우 드문 일이다. 동사는 2013년부터 약 4천억원을 투자하여 연산 70만톤 생산능력의 제강공장 투자에 착수하여 2016년 11월 준공을 거쳐 2017년부터 본격적인 상업가동에 들어갔다. 단조업체들은 통상 철강업체로부터 원재료인 반제품 Ingot과 Round Bloom 등을 조달하는데, 동사는 전기로 공정의 원소재인 철스크랩을 조달하여 직접 제강공장에서 세계 최대크기의 자유단조용 Ingot과 Round Bloom을 생산해 단조공장에 공급한다. 원재료 조달부터 제품생산까지 일관생산체제를 구축한 것이다.

동사가 막대한 투자비에도 불구하고 제강공정 투자에 나선 이유는 원가절감을 통한 경쟁력 확보에 있다.

Hot Charge에 따른 연료비 절감

동사는 기존 제강공장 구축 이전에는 전기로 제강사(현대제철, 세아베스틸 등)로부터 원소재인 Ingot이나 Round Bloom을 조달하였으며, 원소재는 상온에서 차갑게 식은 상태였다. 이 경우 단조공정을 위해서는 가열로에서 0℃에서 1,250℃까지 뜨겁게 소재를 달궈야 하는데, 이때 가스비 등 연료비가 많이 들었다.

동사는 현재 제강공장이 소재한 화전산단에서 단조공장이 소재한 녹산산단까지 불과 4KM 밖에 떨어져 있지 않아 제강공장에서 뜨겁게 달궈진 원소재를 Hot Box에 담아 운반해 단조공정에 바로 Hot Charge할 수 있게 되면서 가열로에 투입되는 가스비용을 대폭 절감할 수 있다. 기존에는 상온 0℃에서 1,250℃까지 소재를再加열해야 했다면 현재는 제강공정에서 750℃로 달궈진 소재를 가져오기 때문이다.

원소재 납기 단축 및 운반비 절감

동사의 제강공정에서는 대부분 단조공장에 자가공급을 위한 소재를 공급하는데 제강공장(화전산단)에서 단조공장

(녹산산단)까지 거리가 4KM에 불과할 만큼 가깝다. 단조공장에 필요한 원소재를 즉시 납품가능하고, 근거리로 운반비 절감효과가 크다.

제강사 마진 절감

단조의 상공정인 제강공장을 보유하면서 동사는 제강사 마진을 절감할 수 있다. 즉 제강사가 철스크랩으로부터 단조용 소재(Ingot, Round Bloom)를 공급하면서 취할 수 있는 마진을 동사가 절감할 수 있는 것이다.

고객사의 니즈에 맞는 원소재 물성 충족

동사가 기존 원소재를 현대제철 등 철강사에 의존할 때는 고객사가 원하는 물성을 정확히 충족시키기 어려웠으나, 제강공정을 내재화하면서 고객사의 니즈에 맞게 철스크랩과 합금철 비율을 조절할 수 있다.

철스크랩 재활용

단조공장에서 철스크랩을 회수하여 전기로 제강공정에 再투입하게 되면서 원료비용을 절감할 수 있다.

**2017~2019년 연속 적자에 따른
2020년 감사보고서 한정의견으로
2021년 3월 상장폐지사유 발생,
2020년 유형자산손상차손
1,140억원 인식 이후
주식거래 재개,
감가상각비 대폭 축소 효과**

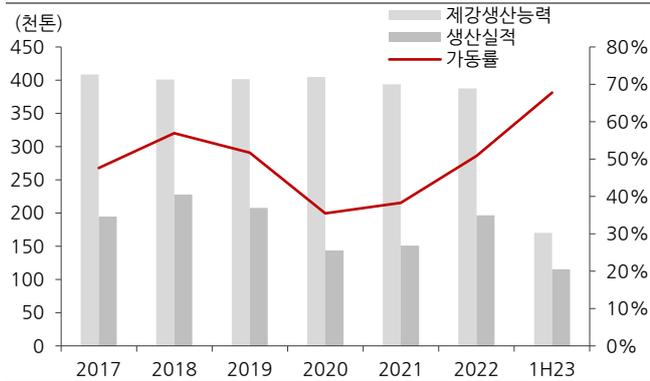
동사는 2013년부터 3년여간의 설비투자를 거쳐 2016년 11월 제강공장을 준공, 2017년부터 본격 상업가동에 들어갔다. 총 투자비가 4,000억원이 넘는 대규모 설비가 가동하면서 감가상각비는 기존 100억원대 초반에서 2017년 이후 300억원대로 3배 급증하였다. 동기간 매출규모는 전방 산업 부진으로 감소하였고, 영업이익은 3년 연속 적자를 시현하였다. 이에 따라 동사는 2020년 감사보고서에 대한 감사인의 감사의견이 감사범위제한으로 인한 한정의견으로 상장폐지사유가 발생하였으며, 이에 동사의 이의신청에 따른 거래소의 개선기간 부여로 2021년 3월 22일부터 2022년 4월 26일까지 주식매매거래가 정지되었다. 결국 동사는 2020년 회계연도 자산에 대해 유형자산손상차손을 1,140억원 인식하면서 주식매매 중단사태가 마무리되었고, 주식거래는 2022년 4월 27일 재개되었다. 1,100억원대의 대규모 손실을 실적에 반영하면서 당시 주가는 약세를 면치 못했으나, 오히려 감가상각비 부담은 대폭 감소했다. 이는 향후 동사 실적 턴어라운드的重要한 터닝포인트가 되었다. 동사의 감가상각비는 2017~2020년 평균 300억원대 초반을 유지하다, 2021년 189억원, 2022년 193억원으로 감소하였으며, 2023년 들어서도 분기당 50억원 정도 발생하고 있다.

**제강공장은 2016년 완공 이후
7년만에 실적 턴어라운드 성공**

제강공장 가동률은 2017년 상업가동 이후 평균 50% 미만으로 부진했으나, 2023년 상반기 68%까지 상승하며 실적 턴어라운드에 성공했다. 가동률이 상승한데다, 감가상각비 감소(100억원/년, 철스크랩價 하락 안정(22년 52만 원/톤 → 1H23 46.5만원), 전력료/연료비 감소(1Q23 200억원에서 2Q23 157억원) 등으로 지난 2Q23 영업이익은 164억원으로 2009년 2분기(193억원) 이후 14년만에 최대치였다. 영업이익률은 13.0%로 2009년 1분기(15.6%) 이후 최고치이다. 단조부문의 외형증가세와 더불어 제강부문의 가동률 상승 및 원가하락요인이 맞물리면서 제강사업의 투자효과가 본격화되고 있는 시그널로 판단된다.

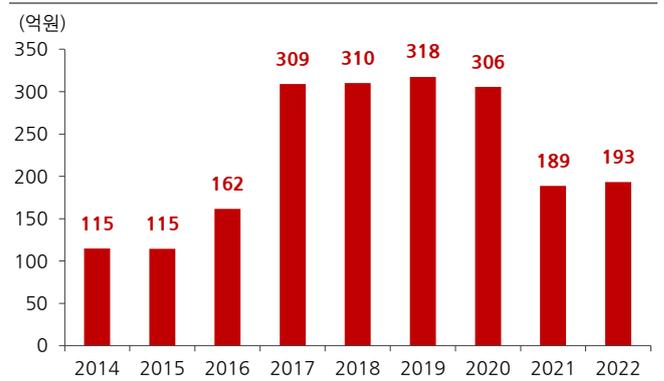
제강공장은 당초 연산 70만톤 생산능력 중 절반인 35만톤 정도를 손익분기점으로 추정되었으나, 현재는 20만톤 이상에서도 BEP 수준으로 원가율이 낮아진 상황이다.

제강공장 가동률 추이



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

연도별 감가상각비 추이



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

Winner Takes All, 동종업체 도산 이후 자유단조시장은 無主空山

과거 10년간 국내 경쟁업체는
업황침체 및 재무구조 악화로
대부분 도산

동사는 과거 10년여에 걸친 단조 업황의 장기침체로부터 국내에서 거의 유일하게 살아남은 자유단조업체이다. 동사도 전기로 제강공장 구축에 막대한 자금을 투자하고 업황 침체로 적자가 누적되어 2021년 상장폐지사유까지 발생하였으나, 극적으로 회생하였다.

그동안 국내 단조업체들은 업황 침체를 이겨내지 못하고 재무구조 악화로 상장폐지가 되거나, 청산되거나, 업종변경으로 더 이상 사업을 영위하지 않고 역사속으로 사라졌다. 과거 경쟁사로 꼽히던 (주)평산은 2012년, (주)마이스코는 2013년, 현진소재는 지난해 2022년 상장폐지되었다. 현진소재의 자회사였던 (주)용현BM은 2015년말 중국 온라인게임업체인 (주)투코리아에 인수되며 업종이 변경되었다. 풍력터빈업체인 유니스(주)는 풍력사업에 집중하기 위해 2011년 단조사업에서 완전히 철수했다. 결국 대형 단조업체로 살아남은 건 동사밖에 없다. 경쟁업체들의 도산으로 대형 단조시장에서 공급과잉 및 수주경쟁은 대폭 완화되었다.

동사는 세계 최대 Ø9,500mm
Ring Rolling Mill과 15,000톤급
대형 프레스를 보유한 글로벌 시장
최대 규모 대형 자유단조기업

동사는 세계 최대 규모인 Ø9,500mm 크기의 Ring Rolling Mill과 15,000톤급 대형 프레스를 보유하고 있는데, 전 세계적으로도 3개 내외 기업만 대형 단조품을 생산할 수 있다. 글로벌 시장의 자유단조업체로는 동사를 포함해 일본의 Japan Steel Works, Kobe Steel, 스페인 EuskalForging 등 소수에 불과하다. 특히 동사의 수요비중의 가장 높은 풍력부문 유럽시장 경쟁사로는 스페인 Euskalforging 1개사 뿐이다. 동사의 글로벌 시장점유율은 20~30%대로 추정되나, 대형 단조시장에서는 스페인 Euskalforging을 포함하여 3개 업체 정도가 시장을 과점하고 있으며, 동사의 M/S는 50% 내외로 추정된다.

유럽시장에서 동사의 경쟁사인 Euskalforging社의 주력제품은 Seamless Rolled Ring으로 Max Dia Ø10,000mm, Max Weight 80톤의 단조 Ring 제품 생산이 가능하다. 특히 해상풍력용 대형 Tower Flange 등 해상풍력용 제품에 특화되어 있다. 주요 거래처도 해상풍력 글로벌 1위업체인 Siemens Gamesa(독일), Vestas(덴마크), GE(미국), Enercon(독일) 등으로 동사의 고객사와 겹친다.



실적 추이 및 전망

1 2023년 상반기 실적 분석

1H23 매출액 2,314억원으로 YoY +24.1% 증가, OP 181억원으로 흑자전환에 성공

1H23 매출액은 2,314억원으로 전년동기대비 24.1% 증가했으며, 영업이익은 181억원으로 전년동기대비 흑자전환에 성공하였다. 상반기 영업이익률은 7.8%로 전년동기(OPM -1.4%)대비 9.2%p 상승하였다.

사업부문별로 보면 풍력설비, 산업기계, 산업플랜트, 조선 등 발전(원자력)부문을 제외하고는 전 사업부문에서 큰 폭의 외형성장세를 시현했다. 풍력설비 부문 상반기 매출액은 934억원으로 전년동기대비 +16.8%, 산업기계 부문 매출액은 526억원으로 전년동기대비 +70.6%, 산업플랜트 매출액은 322억원으로 전년동기대비 +55.0%, 조선 부문 매출액은 303억원으로 전년동기대비 +45.5% 급증하며, 대부분의 전방산업에서 외형 성장에 기여하였다. 상반기 부문별 매출비중은 풍력설비 40.4%, 산업기계 22.7%, 산업플랜트 13.9%, 조선 13.1%, 발전(원자력) 4.1%, 기타 5.7%이다.

2분기 매출액 1,264억원으로 1Q12 이후 11년래 최대치 경신, OPM은 13.0%로 14개년 최대치

2분기 실적만 보면 매출액은 1,264억원으로 전년동기대비 +19.2% 성장, 2012년 1분기 이후 11개년 최대치이다. 2분기 영업이익은 164억원을 기록, 전년동기(38억원)대비 330.8%나 급증하였으며, 이는 2009년 2분기 이래 14개년만에 최대치를 경신한 것이다. 2분기 영업이익률은 13.0%로 전년동기대비 +9.4%p, 직전분기대비 +11.4%p 상승한 수치로, 2009년 1분기(OPM 15.7%) 이후 14개년 최고치이다.

실적호조 배경:

1)사업부문별 매출액 동반 성장

2)제강공장 가동률 상승

3)감가상각비, 연료비, 원료비 감소

상반기 실적 호조는 1)사업부문별 외형 동반 성장, 2)제강공장 가동률 상승에 따른 실적 턴어라운드, 3)감가상각비, 연료비, 철스크랩가격 등 원가 하락 영향이다. 동사가 최초 전기로 제강공장을 투자 당시에는 연산 70만톤 생산능력 기준 35만톤 정도를 손익분기점(BEP)로 추정하였으나, 유형자산손상차손 인식 이후 감가상각비 축소(연간 300억원대에서 200억원 수준으로 축소) 및 가동률 상승(1H23 가동률 68%)으로 현재는 연산 20~25만톤 수준에서도 손익분기점 달성이 가능한 것으로 추정된다.

동사의 전력료/연료비는 상반기 중 357억원을 기록하였는데, 분기별로 보면 1분기 200억원에서 2분기 들어 가스비 하락으로 157억원을 기록, 1분기대비 43억원 감소하였다.

제품별 상승과 철스크랩액 약세로 상반기 탄소강 제품마진스프레드는 2012년 이후 최대치로 회복

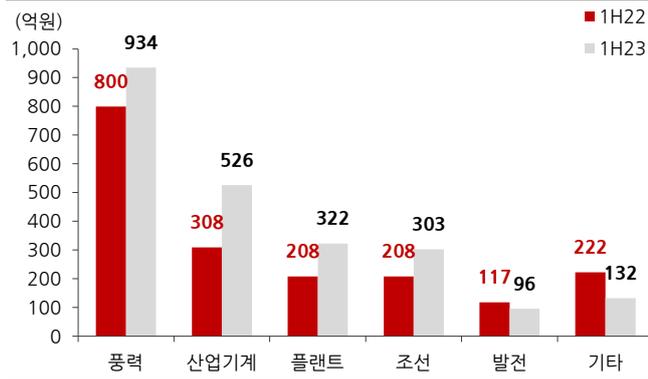
상반기 철스크랩 유통(중량철)은 46.5만원/톤으로 전년동기(63만원)대비 16.5만원(YoY -26.2%) 하락하였으며, 2분기 평균가격은 45만원, 3분기에는 42-43만원대까지 추가하락하여 하반기에도 원재료 가격 하향 안정세가 예상된다. 철스크랩가격 하향 안정에도 불구하고, 동기간 제품가격은 전방 수요 증가 및 풍력부문 해상풍력비중 확대에 따른 단가인상 효과, 대형 단조시장의 Sellers' Market 전환으로 상승세를 시현했다.

특히 상반기 탄소강제품가격은 톤당 239만원으로 전년동기(164만원/톤)대비 +45.5%나 급등하여 제품마진스프레드(제품가격-철스크랩)는 전년동기 55.5만원에서 올해 상반기 133만원으로 +77.5만원(YoY +139.3%) 확대되었다. 동사의 제품마진스프레드가 현 수준을 기록했던 시기는 2012년으로 11년만에 최대 마진수준을 회복한 것이다.

1H23 수주잔고는 1,520억원으로 2013년 이후 10개년 최대치 경신

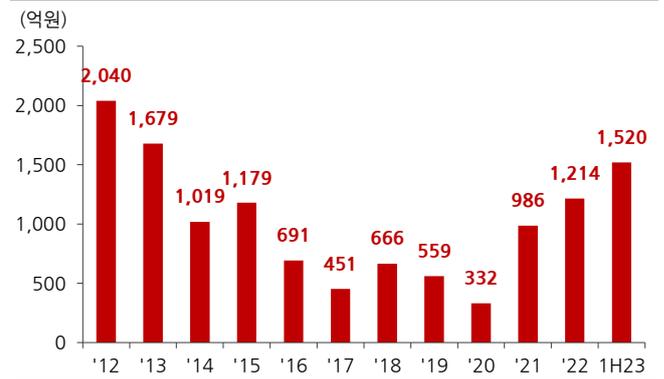
전방 수요사업 호황으로 동사의 신규수주 및 수주잔고도 증가세이다. 신규수주는 2020년 3,152억원에서 2021년 3,560억원, 2022년 3,808억원으로 증가했으며, 2023년 상반기에만 2,493억원으로 전년동기대비 +31.5% 증가하여 연간 기준으로는 5,000억원에 육박할 전망이다. 2023년 상반기말 수주잔고는 1,520억원으로 2013년 이후 10년만에 최대치를 기록했다.

1H23 사업부문별 매출액 비교



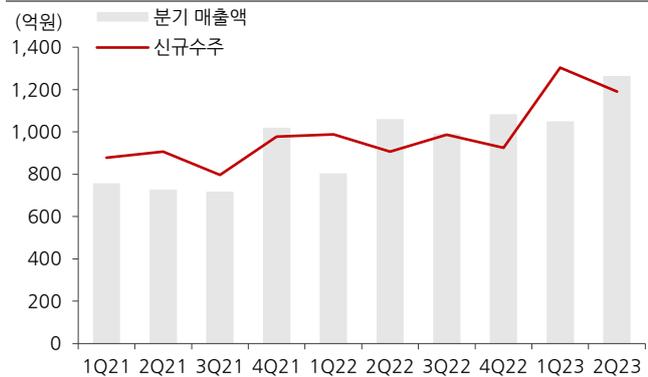
자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

수주잔고 추이



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

분기 매출액 & 신규수주 추이



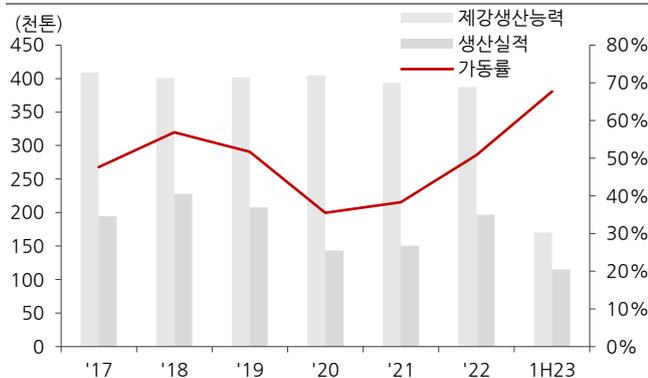
자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

분기별 영업이익 & 영업이익률 추이



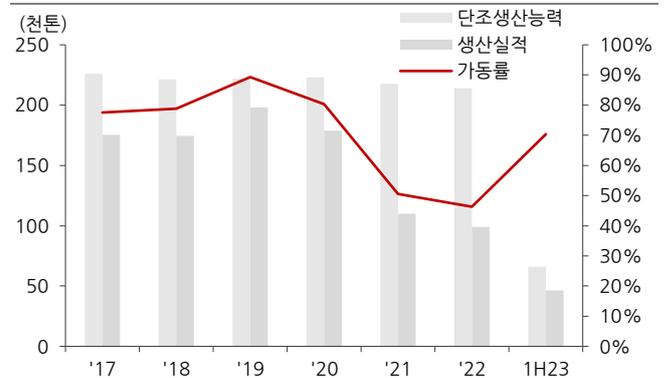
자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

제강사업부 가동률 추이



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

단조사업부 가동률 추이



자료: 태웅, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액 4,795억원으로 5,000억원에 근접, 2011년 이후 호황 국면 12년만에 재현할 전망

2023년 연간 매출액은 4,795억원으로 전년대비 21.7% 증가하고, 영업이익은 461억원으로 전년대비 1,472.9% 급증할 전망이다. 영업이익률은 9.6%로 전년대비 +8.9%p 상승, 10%선에 육박하며 2009년 이후 14개년 최고치를 경신할 전망이다. 신규수주와 매출액이 4천억대 후반에서 5,000억원에 근접하며 2011년 호황국면이 12년만에 재현될 전망이다.

2분기 실적호조에 이어 하반기에도 건조한 전방 수요 및 원가하락으로 펀더멘탈 개선에 따른 실적 호조세 지속 전망

분기별 실적은 2분기 들어 외형과 이익이 드라마틱한 성장세를 보였는데, 전방 수요 상황과 원가측면을 감안할 때 일시적인 반등이 아닌 펀더멘탈 개선에 따른 추세적 실적 회복세로 판단된다.

하반기 이후 추세적 실적 호조를 전망하는 주요 근거로는 1)풍력부문 대형 해상풍력용 제품 수주 증가에 따른 단가 상승 효과, 2)국내 조선3사 3~4년치 일감 확보에 따른 건조한 수요, 3)국제유가 강세에 따른 산업기계 및 플랜트 수요 증가세, 4)제강공장 가동률 상승과 원가 하락에 따른 흑자기조 지속, 5)국내외 대형 단조시장에서의 동사의 독보적 시장지위와 이에 따른 수혜 전망 등이다.

실적 전망치 요약

(단위: 억원, %)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------------|--------|--------|--------|----------------|
| 매출액 | 3,444 | 3,223 | 3,939 | 4,795 |
| 풍력설비 | 1,990 | 1,501 | 1,651 | 1,909 |
| 산업기계 | 430 | 465 | 743 | 1,131 |
| 산업플랜트 | 453 | 430 | 513 | 692 |
| 조선 | 285 | 291 | 503 | 633 |
| 발전(원자력) | 104.59 | 123.14 | 180.73 | 162.67 |
| 기타 | 181.6 | 413.4 | 347.2 | 266.2 |
| 매출비중 | | | | |
| 풍력설비 | 57.8% | 46.6% | 41.9% | 39.8% |
| 산업기계 | 12.5% | 14.4% | 18.9% | 23.6% |
| 산업플랜트 | 13.1% | 13.3% | 13.0% | 14.4% |
| 조선 | 8.3% | 9.0% | 12.8% | 13.2% |
| 발전(원자력) | 3.0% | 3.8% | 4.6% | 3.4% |
| 기타 | 5.3% | 12.8% | 8.8% | 5.6% |
| 영업이익 | 13 | 51 | 29 | 461 |
| 영업이익률 | 0.4 | 1.6 | 0.7 | 9.6 |
| 당기순이익 | -937 | 71 | 5 | 362 |
| 매출액성장률 | -7.1 | -6.4 | 22.2 | 21.7 |
| 영업이익증가율 | 흑전 | 292.4 | -42.3 | 1,472.9 |
| 순이익증가율 | 적지 | 흑전 | -92.3 | 6,508.6 |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

주가는 2023년 추정실적대비 PER 8.5배, PBR 0.6배 수준

주가는 2023년 추정실적대비 PER 8.5배, PBR 0.6배로 코스닥평균 PBR 2.7배에 현저히 낮은 수준이며, 동사의 과거 5개년 평균 PBR 0.5배대비로는 소폭 높은 수준이다. 주가는 연초대비 +55.9% 상승하여 동기간 코스닥지수 상승률(+13.2%)을 +42.7%p 상회하였다. 주가는 연초 이후 추세적인 상승세를 보이며, 8월말에는 24,000원선까지 연초대비 +145%까지 상승하기도 하였으나, 9월 이후 주가는 하락세로 반전하여, 8월말 고점대비 하락폭은 36%를 기록 중이다. 9월 들어서며 주가가 급락세를 보인 배경으로는 1) 미국의 국채금리가 최근 2007년 이후 최고치인 5%대를 돌파하면서 고금리 환경이 지속될 수 있다는 우려에 글로벌 증시가 약세를 보이고 있는데다, 2) 9월 들어 글로벌 최대 해상풍력개발업체인 덴마크 오스테드(Orsted)사가 고금리와 인플레이션으로 미국 해상풍력 프로젝트에서 대규모 수조원대 손실액을 발표하면서 국내 해상풍력 관련주에 대한 투자심리가 악화된 영향이 크다.

주가는 전기로 제강사대비 고평가, 풍력업종대비로는 현저한 저평가 국면

동사는 자유단조업을 영위하고 있는 동시에 상공정에 진출하여 전기로 제강공장을 보유하고 있는 글로벌 시장에서 보기 드문 업체이다. 지난 십여년간 전방 수요산업 부진으로 대형 단조업종 침체가 지속되면서 기존 동사의 자유단조 부문 경쟁사이던 업체들(평산, 현진소재, 용현BM 등)은 대부분 재무구조 악화로 도산하거나, 상장폐지, 또는 사업철수로 현재 국내에는 동사와 비교할 만한 자유단조업체가 없다.

동사는 전기로 상공정을 보유한 만큼 국내 철강업종 전기로업체와도 밸류에이션 비교가 가능하겠지만, 동사의 최대 수요산업은 풍력산업으로 글로벌 풍력업종에 실적과 주가가 보다 더 민감하게 영향을 받는 만큼 제강사보다는 국내의 풍력 관련업체들을 Peer로 비교하는 것이 타당해 보인다.

국내 풍력발전 5개사(두산에너빌리티, 유니스, 씨에스윈드, 씨에스베어링, 동국S&C)의 평균 PBR은 1.9배로 동사의 PBR(0.6배) 수준은 현저히 낮은 수준이다. 해외 풍력업체들의 경우 글로벌 1위 풍력터빈업체인 Vestas는 PBR 6.8배, 미국 GE는 3.7배로 높고, Orsted/Siemens/Iberdrola 등은 1.0~1.4배 수준에 형성되어 있어 해외 풍력업체들 대비로도 동사의 밸류에이션은 저평가되어 있다.

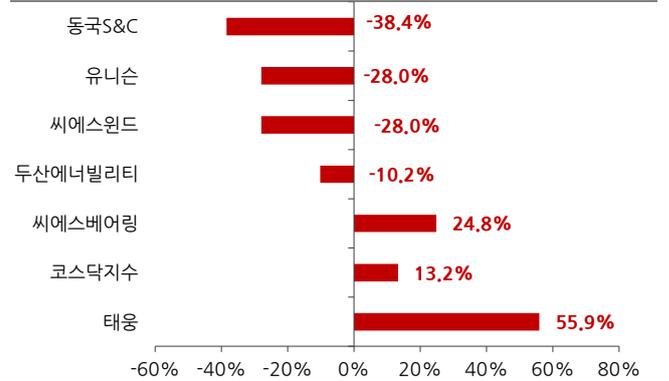
다만 동사의 주가를 철강업종 전기로업체인 현대제철, 동국제강, 세아베스틸지주, 한국철강, 대한제강 등 5개사의 비교해보면 전기로 5개사의 평균 PBR은 0.3배로 동사에 비해 저평가되어 있다.

풍력관련주 ROE-PBR 비교



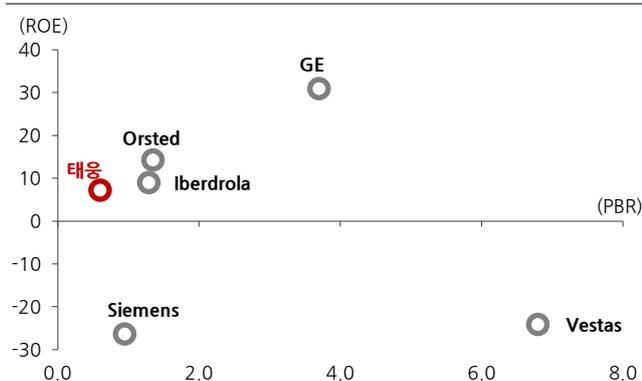
자료: Fn-Guide 컨센서스, 한국IR협의회 기업리서치센터

풍력관련주 연초대비 주가수익률 비교



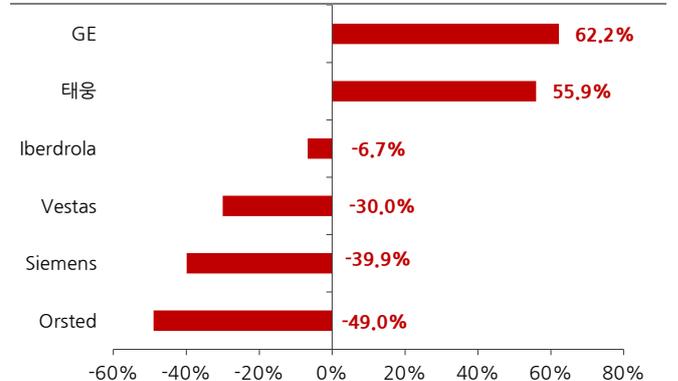
자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 풍력관련주 ROE-PBR 비교



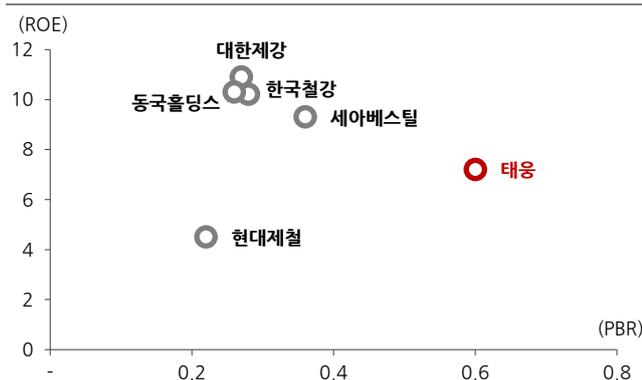
자료: Yahoo Finance, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 풍력관련주 연초대비 주가수익률 비교



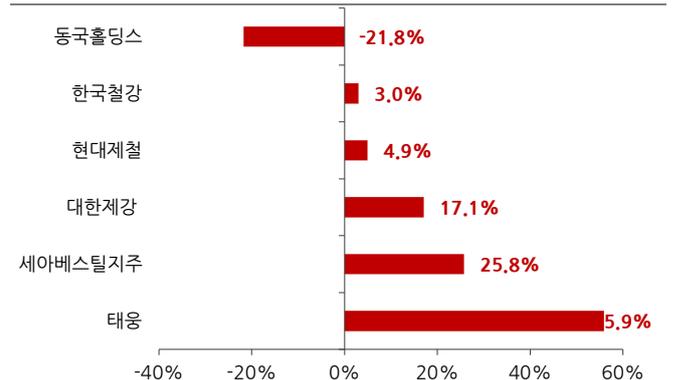
자료: 태웅, 한국IR협의회 기업리서치센터

전기로 제강업종 ROE-PBR 비교



자료: Fn-Guide 컨센서스, 한국IR협의회 기업리서치센터

전기로 제강업종 연초대비 주가수익률 비교



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

**향후 주가는 장기간 저평가에서
업황 및 실적 호조를 반영하여
재평가 기대**

향후 주가는 장기간의 디스카운트 국면에서 벗어날 개연성이 크다고 판단된다. 동사의 주력 수요산업인 풍력, 신업기계, 플랜트, 조선 등 전방산업이 장기간의 침체에서 벗어나 향후 수년간 호황 국면을 예상하고 있다. 또한 2017년 상업가동 이후 업황 침체에 따른 가동률 하락으로 적자기조가 지속되었던 제강사업부는 2023년 상반기 들어 가동률이 상승한데다, 2020년 회계연도에 유형자산손상차손(1,140억원)을 반영하면서 감가상각비용이 대폭 축소되었다. 철스크랩(원재료), 가스비(연료비) 등 원가가 하락하는 가운데 제품가격은 고수의 대형 단조품 위주 수주 확대를 통해 가격이 상승하면서 제품마진스프레드가 확대되고 있다.

동사의 연간 매출액과 수익성, 수주규모와 수주잔고 수치는 2011년 이후 십여년 만에 다시 호황국면이 도래하고 있음을 말하고 있다. 향후 전방 업황 호조로 신규 수주가 증가하는 가운데 하반기 이후에도 실적 호조가 이어진다면 주가는 재평가될 것으로 기대한다.

Peer 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 배, %)

| | | 태웅 | 씨에스윈드 | 씨에스베어링 | 동국 S&C | 유니슨 | 두산에너빌리티 |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|---------|
| 시가총액 | | 3,057 | 20,896 | 2,757 | 1,606 | 1,478 | 88,782 |
| 자산총계 | 2021 | 7,720 | 17,711 | 1,362 | 4,511 | 2,716 | 237,206 |
| | 2022 | 7,589 | 17,795 | 1,559 | 5,030 | 2,620 | 230,498 |
| | 2023E | 8,170 | 22,175 | 1,754 | N/A | N/A | 249,686 |
| 자본총계(지배) | 2021 | 4,756 | 8,942 | 558 | 2,715 | 774 | 60,914 |
| | 2022 | 4,814 | 8,766 | 871 | 2,584 | 672 | 71,133 |
| | 2023E | 5,176 | 9,609 | 951 | N/A | N/A | 76,432 |
| 매출액 | 2021 | 3,223 | 11,950 | 956 | 3,788 | 1,497 | 109,909 |
| | 2022 | 3,939 | 13,749 | 490 | 4,771 | 2,392 | 154,211 |
| | 2023E | 4,795 | 17,245 | 1,154 | N/A | N/A | 182,235 |
| 영업이익 | 2021 | 51 | 1,011 | 5 | 184 | 50 | 8,694 |
| | 2022 | 29 | 421 | -88 | -114 | 19 | 11,061 |
| | 2023E | 461 | 1,517 | 77 | N/A | N/A | 14,939 |
| 영업이익률 | 2021 | 1.6 | 8.5 | 0.5 | 4.8 | 3.3 | 7.9 |
| | 2022 | 0.7 | 3.1 | -18.0 | -2.4 | 0.8 | 7.2 |
| | 2023E | 9.6 | 8.8 | 6.7 | N/A | N/A | 8.2 |
| 당기순이익(지배) | 2021 | 71 | 662 | -11 | 168 | -13 | 4,953 |
| | 2022 | 5 | -10 | -174 | -78 | -131 | -7,725 |
| | 2023E | 362 | 844 | 50 | N/A | N/A | 4,599 |
| PER | 2021 | 35.0 | 41.0 | N/A | 18.2 | N/A | 19.9 |
| | 2022 | 358.3 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | 2023E | 8.5 | 22.7 | 54.9 | 100 | N/A | 19.3 |
| PBR | 2021 | 0.5 | 3.1 | 3.1 | 1.1 | 4.4 | 1.8 |
| | 2022 | 0.4 | 3.3 | 2.5 | 1.0 | 3.0 | 1.4 |
| | 2023E | 0.6 | 2.1 | 2.9 | 0.6 | 2.5 | 1.2 |
| ROE(지배) | 2021 | 1.5 | 10.1 | -2.1 | 6.3 | -1.7 | 10.7 |
| | 2022 | 0.1 | -0.1 | -24.3 | -3.0 | -18.1 | -11.7 |
| | 2023E | 7.2 | 10.0 | 5.5 | 0.6 | -34.0 | 6.2 |
| 현금배당수익률 | 2021 | 0.0 | 0.9 | 0.0 | 1.9 | 1.2 | 1.3 |
| | 2022 | 0.0 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 1.9 | 1.5 |
| | 2023E | 0.0 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: Fnguide, REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터, Peer는 컨센서스 기준


리스크 요인
금리인상과 인플레이션에 따른 글로벌 해상풍력 프로젝트 좌초 우려

해상풍력 프로젝트는 7~8년 이상 소요되며, 막대한 투자비 투입으로 인플레이 및 금리상승에 취약

동사의 수요산업 중 풍력발전은 2022년 매출액 기준 42%를 차지한 최대 수요산업이다. 특히 육상풍력에 비해 높은 성장률이 전망되는 해상풍력 부문은 제품의 대형화와 제한적 공급에 따른 단가 상승으로 육상풍력용 제품에 비해 수익성이 높은 것으로 추정된다.

하지만 최근 금리인상과 인플레이션이 지속되면서 유럽 및 미주지역 해상풍력시장에 역풍이 불고 있는 것은 우려 요인이다. 세계 최대 해상풍력 개발업체인 덴마크 오스테드(Orsted)사는 최근 실적발표를 통해 미국에서 진행 중인 해상풍력 프로젝트와 관련하여 총 23억달러의 손상차손이 발생할 수 있다고 발표했다. 원인은 既수주한 프로젝트가 인플레이션과 금리인상으로 수익성을 확보할 수 없기 때문이다.

오스테드 뿐만 아니라 스웨덴 국영 에너지기업 바텐폴(Vattenfall)사도 지난 7월 영국 북해에서 진행하던 1.4GW 규모의 Boreas 해상풍력 프로젝트 건설 1단계 Norfolk 프로젝트를 중단한다고 발표했다.

회사는 터빈가격, 인건비, 자금조달문제로 건설비용이 약 40% 상승, 프로젝트 추진이 어렵다고 밝혔다.

바텐폴은 Boreas사업으로 올해 2분기에만 55억코로나(6,800억원)의 손실이 발생하였다고 발표하였다.

Norfolk 프로젝트는 영국 북해에 최대 높이 350미터, 블레이드폭 최대 300미터의 대형터빈 140개를 건설하는 프로젝트로 완공시 북해 최대 해상풍력단지로 주목받았다.

스페인 에너지기업인 이베르드롤라(Iberdrola)의 자회사인 아반그리드(Avangrid)사도 공급망 차질과 비용 상승 영향으로 지난 8월 미국 매사추세츠 프로젝트(1.2GW) 계약을 철회한다고 발표하였다.

해상풍력은 통상 수주에서 완공까지 7~8년이 소요되는 장기 프로젝트로 사업비가 수조원에 달하는 등 초기 투자비가 크다 보니 금리인상에 취약할 수밖에 없는 구조이다. 오스테드사의 경우에도 23억달러로 추정되는 손상액 중 1/3이 이자율 급등 탓이라고 밝혔다.

포괄손익계산서

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|----------|
| 매출액 | 3,705 | 3,444 | 3,223 | 3,939 | 4,795 |
| 증가율(%) | 28.0 | -7.1 | -6.4 | 22.2 | 21.7 |
| 매출원가 | 3,713 | 3,166 | 2,930 | 3,641 | 4,075 |
| 매출원가율(%) | 100.2 | 91.9 | 90.9 | 92.4 | 85.0 |
| 매출총이익 | -8 | 278 | 293 | 298 | 719 |
| 매출이익률(%) | -0.2 | 8.1 | 9.1 | 7.6 | 15.0 |
| 판매관리비 | 356 | 265 | 242 | 268 | 259 |
| 판매비율(%) | 9.6 | 7.7 | 7.5 | 6.8 | 5.4 |
| EBITDA | -46 | 318 | 239 | 223 | 655 |
| EBITDA 이익률(%) | -1.3 | 9.2 | 7.4 | 5.7 | 13.7 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | -24.8 | -7.0 | 194.1 |
| 영업이익 | -364 | 13 | 51 | 29 | 461 |
| 영업이익률(%) | -9.8 | 0.4 | 1.6 | 0.7 | 9.6 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 292.4 | -42.3 | 1,472.9 |
| 영업외손익 | -5 | -1,197 | 24 | -28 | -53 |
| 금융수익 | 101 | 92 | 83 | 61 | 58 |
| 금융비용 | 125 | 170 | 52 | 122 | 114 |
| 기타영업외손익 | 19 | -1,119 | -7 | 33 | 3 |
| 종속/관계기업관련손익 | 2 | 5 | 1 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -366 | -1,179 | 76 | 1 | 408 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | -98.1 | 27,906.5 |
| 법인세비용 | 36 | -242 | 4 | -4 | 46 |
| 계속사업이익 | -403 | -937 | 71 | 5 | 362 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -403 | -937 | 71 | 5 | 362 |
| 당기순이익률(%) | -10.9 | -27.2 | 2.2 | 0.1 | 7.5 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | -92.3 | 6,508.6 |
| 지배주주지분 순이익 | -403 | -937 | 71 | 5 | 362 |

현금흐름표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------------|------|------|------|------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | -26 | 404 | 278 | 92 | 262 |
| 당기순이익 | -403 | -937 | 71 | 5 | 362 |
| 유형자산 상각비 | 316 | 304 | 189 | 193 | 194 |
| 무형자산 상각비 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 16 | 47 | 3 | 24 | 0 |
| 운전자본의감소(증가) | -51 | 54 | -25 | -167 | -297 |
| 기타 | 94 | 934 | 40 | 37 | 3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 139 | 391 | -66 | 368 | -39 |
| 투자자산의 감소(증가) | 9 | 35 | 62 | 30 | -0 |
| 유형자산의 감소 | 3 | 1 | 2 | 2 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -177 | -88 | -37 | -46 | -45 |
| 기타 | 304 | 443 | -93 | 382 | 6 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -27 | -505 | -448 | -307 | -266 |
| 차입금의 증가(감소) | -28 | -503 | -447 | -307 | -266 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -3 | -29 | -2 | -10 | 1 |
| 현금의증가(감소) | 83 | 262 | -237 | 143 | -41 |
| 기초현금 | 110 | 192 | 455 | 218 | 361 |
| 기말현금 | 192 | 455 | 218 | 361 | 320 |

재무상태표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 3,884 | 3,464 | 3,346 | 3,302 | 4,032 |
| 현금성자산 | 192 | 455 | 218 | 361 | 320 |
| 단기투자자산 | 981 | 523 | 558 | 138 | 128 |
| 매출채권 | 1,210 | 1,093 | 1,398 | 1,473 | 1,989 |
| 재고자산 | 1,460 | 1,321 | 1,134 | 1,292 | 1,551 |
| 기타유동자산 | 41 | 72 | 38 | 37 | 45 |
| 비유동자산 | 5,964 | 4,544 | 4,374 | 4,287 | 4,138 |
| 유형자산 | 5,737 | 4,330 | 4,186 | 4,061 | 3,912 |
| 무형자산 | 16 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 투자자산 | 208 | 206 | 181 | 218 | 218 |
| 기타비유동자산 | 3 | 4 | 3 | 4 | 4 |
| 자산총계 | 9,849 | 8,008 | 7,720 | 7,589 | 8,170 |
| 유동부채 | 1,340 | 1,092 | 1,125 | 1,069 | 1,422 |
| 단기차입금 | 450 | 247 | 0 | 64 | -2 |
| 매입채무 | 429 | 379 | 374 | 475 | 807 |
| 기타유동부채 | 461 | 466 | 751 | 530 | 617 |
| 비유동부채 | 2,895 | 2,245 | 1,839 | 1,706 | 1,573 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 2,300 | 1,900 | 1,500 | 1,400 | 1,200 |
| 기타비유동부채 | 595 | 345 | 339 | 306 | 373 |
| 부채총계 | 4,235 | 3,338 | 2,964 | 2,775 | 2,995 |
| 지배주주지분 | 5,614 | 4,670 | 4,756 | 4,814 | 5,176 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 1,508 | 1,508 | 1,508 | 1,508 | 1,508 |
| 자본조정 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익누계액 | 650 | 639 | 630 | 668 | 668 |
| 이익잉여금 | 3,355 | 2,423 | 2,517 | 2,538 | 2,900 |
| 자본총계 | 5,614 | 4,670 | 4,756 | 4,814 | 5,176 |

주요투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배) | N/A | N/A | 35.0 | 358.2 | 8.5 |
| P/B(배) | 0.3 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.6 |
| P/S(배) | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | N/A | 14.1 | 15.1 | 13.7 | 6.0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EPS(원) | -2,012 | -4,681 | 357 | 27 | 1,808 |
| BPS(원) | 28,059 | 23,342 | 23,769 | 24,061 | 25,869 |
| SPS(원) | 18,520 | 17,214 | 16,111 | 19,686 | 23,964 |
| DPS(원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROE | -6.9 | -18.2 | 1.5 | 0.1 | 7.2 |
| ROA | -4.0 | -10.5 | 0.9 | 0.1 | 4.6 |
| ROIC | -4.8 | -3.1 | 0.8 | 1.8 | 7.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 유동비율 | 290.0 | 317.1 | 297.3 | 308.8 | 283.5 |
| 부채비율 | 75.4 | 71.5 | 62.3 | 57.6 | 57.9 |
| 순차입금비율 | 29.9 | 29.4 | 23.7 | 22.8 | 17.0 |
| 이자보상배율 | -4.4 | 0.2 | 1.2 | 0.4 | 5.7 |
| 활동성(%) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 매출채권회전율 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.7 | 2.8 |
| 재고자산회전율 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 3.2 | 3.4 |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.