

울촌 (146060)

이제는 유럽을 향해 나아갈 때

공정 자동화를 통한 수익성 개선

3Q24 매출액 185억원(yoy -0.3%, qoq -6.0%), 영업이익 16억원(yoy -23.9%, qoq +12.3%) 기록. 전년 동기대비 멕시코 법인은 매출액이 yoy +13.4% 개선되었으나, 국내 별도 법인의 매출은 yoy -17.1%, 영업손실은 yoy -100.3%를 기록하며 전사 실적에 악영향을 끼쳐, 1Q24 이후 연결 영업이익률과 별도 영업이익률의 차이가 1.6%p→4.2%p→8.9%p로 계속해서 커지고 있는 점은 멕시코 법인이 전사 실적을 견인하고 있음을 방증해. 이는 국내 공장과는 달리 멕시코 공장이 인발가공 외에도 조관사업을 같이 진행함에 따른 수익성 차이에 기인.

올해 국내 공장 제조 공정 중 표면처리 자동화 라인이 완료된 점은 주목해 볼만 해. 국내 공장에서의 성공적인 라인 자동화 경험을 토대로, 멕시코 및 폴란드 공장에게도 적용할 예정. 추후에도 국내 공장부터 폴란드 공장까지 추가적인 공정 자동화를 적용할 계획으로 장기적으로 전사 차원에서 수익성 개선이 기대돼.

'26년 상반기, 폴란드 법인의 매출 발생 예상

폴란드 공장은 '25년 하반기에 준공이 마무리되고 '26년 시운전 및 제품 양산에 들어가 같은 해 상반기부터 매출 발생이 전망돼. 행정적인 문제로 완공이 지연되고 있어서 완공 시기는 지켜봐야 하나, 이미 폴란드 현지에 동사의 고객사가 확보되어 있는 등 준공 완료 시 유럽으로의 매출 확대가 긍정적으로 전망돼.

자체 개발 심리스 튜브로 폴란드 법인과 시너지 기대

4-Roll 기술을 적용한 심리스 튜브(무계목강관) 기술을 개발하는 국책과제가 올해 말 마무리되면, 내년 초 화성시 마도면 공장을 매입해 심리스 공장(총 자산규모 약 912억원)을 준공할 계획. '25년 하반기부터는 자사 개발 심리스 튜브 생산이 예상되며, '26년 하반기부터는 수입산 병행 없이 자체 생산 심리스 튜브만을 판매할 계획으로 수익성 개선을 한 차례 더 기대해 볼 수 있어. 더불어 심리스 튜브를 멕시코 및 폴란드 공장에도 공급함으로써 시너지 효과를 누릴 수 있을 것으로 보여.



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가 - (M)
현재주가 (12/19) 1,118원
상승여력 -

시가총액	268억원
총발행주식수	24,015,595주
60일 평균 거래대금	2억원
60일 평균 거래량	134,628주
52주 고/저	2,495원 / 988원
외인지분율	1.55%
배당수익률	0.00%
주요주주	이인호 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.6)	(11.3)	(51.1)
상대	(3.4)	(4.2)	(38.6)
절대 (달러환산)	(7.7)	(18.8)	(55.9)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17	-13.1	-10.3	-	-
영업이익	1	-21.8	-49.4	-	-
세전계속사업이익	0	-71.2	-65.9	-	-
지배순이익	0	-21.0	-73.4	-	-
영업이익률 (%)	5.0	-0.6 %pt	-3.9 %pt	-	-
지배순이익률 (%)	1.6	-0.2 %pt	-3.8 %pt	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	76	73	74	78
영업이익	5	4	4	5
지배순이익	3	-18	2	2
PER	-	-3.5	13.2	15.5
PBR	-	1.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	-	13.1	5.9	9.2
ROE	14.9	-55.4	4.5	3.7

자료: 유안타증권

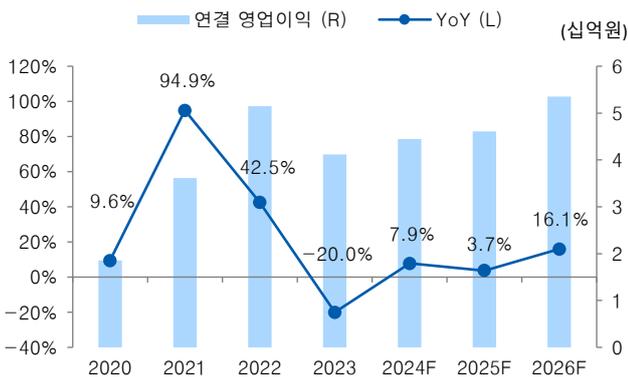
[표-1] 울촌 실적 추정

(단위: 십억원)

	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	QoQ	YoY
매출액	72.6	74.0	77.7	16.8	18.1	18.6	19.1	19.2	19.7	18.5	16.6	-10.3%	-13.1%
별도	34.8	30.7	38.0	8.7	8.9	8.3	8.8	8.6	7.7	6.9	7.5	8.9%	-14.7%
별도 외 ¹⁾	37.8	43.3	39.6	8.1	9.2	10.2	10.3	10.6	12.0	11.6	9.1	-21.7%	-11.8%
지역별													
국내	5.5			3.1		1.3	1.2	1.0	1.1	0.8			
해외	67.1			13.8		17.3	17.9	18.1	18.6	17.7			
제품별													
자동차 부품	65.2			14.3			17.9	17.9	18.4	17.7			
완충용 장치	47.3			10.2			16.2	12.6	12.0	12.1			
현가 장치	16.4			3.9			3.7	5.0	6.2	5.4			
조향 장치	1.3			0.2			0.7	0.3	0.3	0.2			
기타	0.1			0.0			-2.6	-	0.0	0.0			
기타	7.4			2.5			1.2	1.3	1.2	0.8			
영업이익	4.1	4.4	4.6	0.2	0.7	2.2	1.1	0.5	1.5	1.6	0.8	-49.4%	-21.8%
이익률	5.7%	6.0%	5.9%	1.4%	3.6%	11.7%	5.6%	2.6%	7.5%	8.9%	5.0%	-3.9%p	-0.6%p
별도	1.6	0.6	1.5	0.2	0.6	0.7	0.7	0.1	0.3	-0.0	0.2	흑전	-66.7%
이익률	4.6%	1.8%	4.0%	2.1%	7.1%	8.3%	7.8%	1.0%	3.3%	-0.0%	3.0%	3.0%p	-4.8%p
별도 외 ¹⁾	2.5	3.9	3.1	0.0	0.0	1.5	0.4	0.4	1.2	1.7	0.6	-63.3%	59.8%
이익률	6.6%	9.0%	7.7%	0.6%	0.3%	14.4%	3.7%	3.9%	10.1%	14.2%	6.7%	-7.5%p	3.0%p
세전이익	-17.1	2.3	2.2	0.5	0.5	-19.3	1.3	0.3	0.6	1.1	0.4	-65.9%	-71.2%
이익률	-23.5%	3.2%	2.8%	3.1%	2.7%	-104.2%	6.7%	1.8%	2.9%	5.9%	2.2%	-3.7%p	-4.5%p
지배순이익	-18.1	2.0	2.0	0.5	0.6	-19.5	0.3	0.3	0.5	1.0	0.3	-73.4%	-21.0%
이익률	-24.9%	2.7%	2.5%	2.7%	3.4%	-105.1%	1.8%	1.4%	2.3%	5.4%	1.6%	-3.8%p	-0.2%p

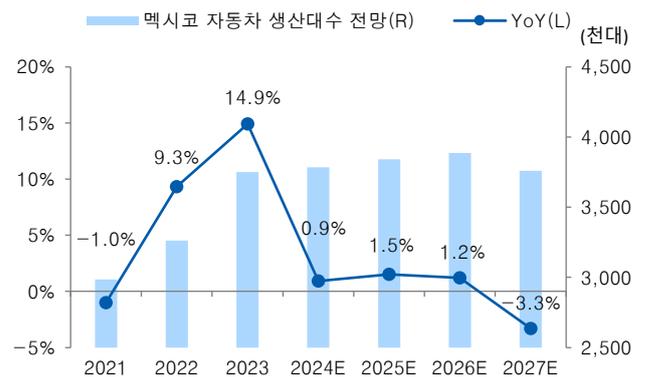
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정 포함

[그림-1] 울촌 영업이익 전망



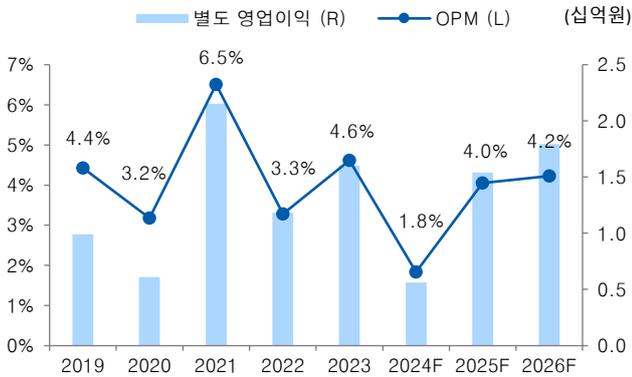
자료: 울촌, 유안타증권 전망

[그림-2] 멕시코 자동차 생산대수



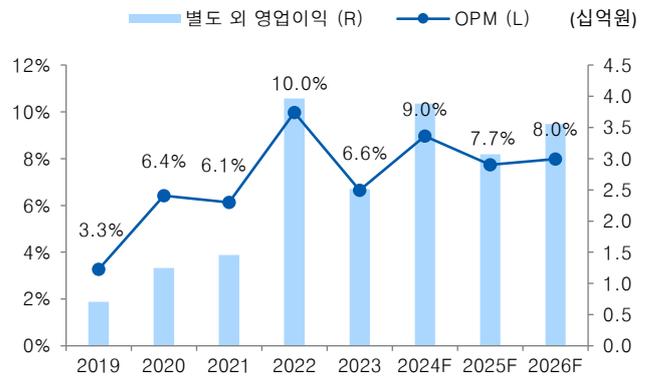
자료: Marklines

[그림-3] 율촌 별도 영업이익



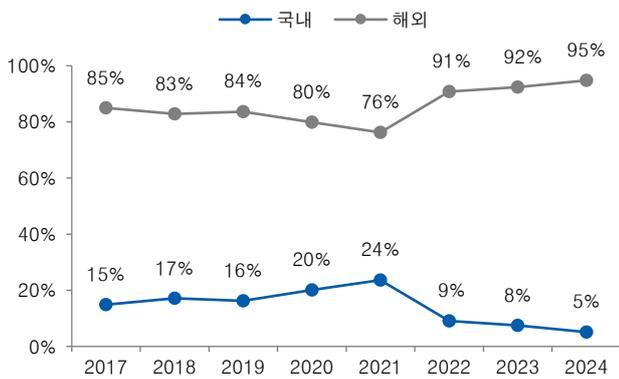
자료: 율촌, 유안타증권 전망

[그림-4] 율촌 별도 외 영업이익



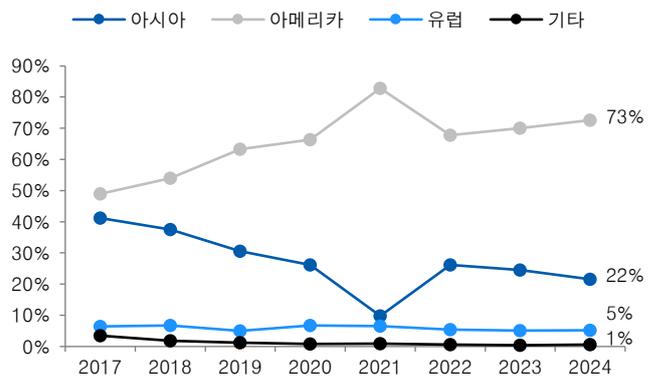
자료: 율촌, 유안타증권 전망, 주: 연결 영업이익-별도 영업이익

[그림-5] 율촌 매출액 비중



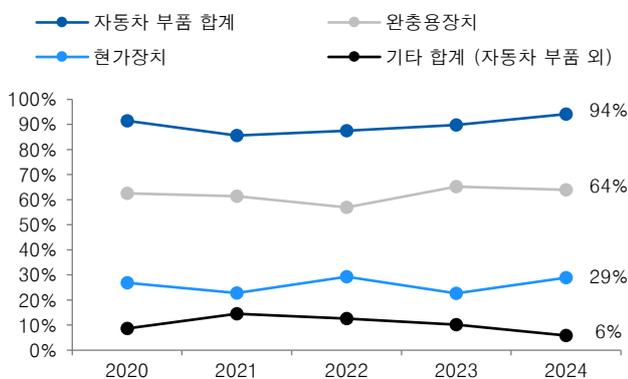
자료: 율촌, 주: 2024년은 2024년 3분기 누적

[그림-6] 율촌 해외 매출액 중 지역별 비중



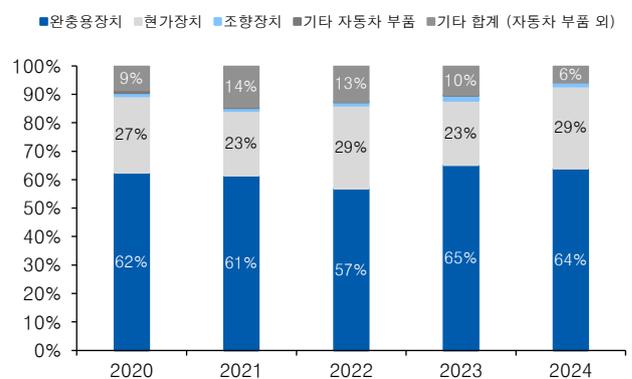
자료: 율촌, 주: 2024년은 2024년 3분기 누적

[그림-7] 율촌 제품별 매출 비중 추이



자료: 율촌, 주: 2024년은 2024년 3분기 누적

[그림-8] 율촌 제품별 매출 비중



자료: 율촌, 주: 2024년은 2024년 3분기 누적

울촌 (146060) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	76	73	74	78	87
매출원가	64	61	62	66	73
매출총이익	12	12	12	12	14
판매비	7	7	8	7	8
영업이익	5	4	4	5	5
EBITDA	7	6	7	7	8
영업외손익	-1	-21	-2	-3	-3
외환관련손익	1	1	-1	0	0
이자손익	-2	-2	-1	-2	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-20	0	-1	-1
법인세비용차감전순이익	5	-17	2	2	2
법인세비용	1	1	0	0	0
계속사업순이익	3	-18	2	2	2
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-18	2	2	2
지배지분순이익	3	-18	2	2	2
포괄순이익	5	-15	-1	1	2
지배지분포괄이익	4	-16	-1	1	1

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	8	5	4	3
당기순이익	3	-18	2	2	2
감가상각비	2	2	2	2	2
외환손익	0	-1	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	3	1	-1	-2
기타현금흐름	0	21	-1	1	1
투자활동 현금흐름	-1	14	-6	-32	0
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-2	-5	-31	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	16	0	0	0
재무활동 현금흐름	-3	-5	1	20	-9
단기차입금	-5	-2	2	8	-3
사채 및 장기차입금	4	-2	-5	10	-7
자본	0	38	3	1	0
현금배당	-1	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-38	1	1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-1	-3
현금의 증감	1	17	1	-8	-9
기초 현금	1	3	20	21	13
기말 현금	3	20	21	13	4
NOPLAT	5	4	4	5	5
FCF	4	6	0	-27	3

자료: 유안타증권

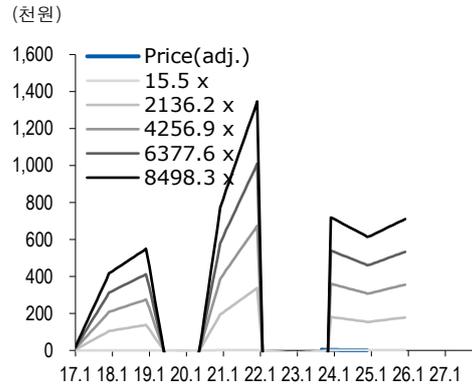
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	34	49	46	40	34
현금및현금성자산	3	20	21	13	4
매출채권 및 기타채권	21	18	15	17	19
재고자산	10	11	9	10	11
비유동자산	40	42	42	71	69
유형자산	39	41	41	70	68
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	74	91	89	111	103
유동부채	44	40	40	60	50
매입채무 및 기타채무	10	9	8	9	10
단기차입금	19	21	23	23	23
유동성장기부채	8	9	8	18	11
비유동부채	7	5	1	1	1
장기차입금	6	2	0	0	0
사채	0	3	0	0	0
부채총계	51	45	41	61	52
지배지분	22	44	45	48	49
자본금	1	2	2	2	2
자본잉여금	0	37	40	41	41
이익잉여금	21	3	5	7	9
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	23	46	48	50	52
순차입금	36	14	10	36	35
총차입금	39	34	31	49	39

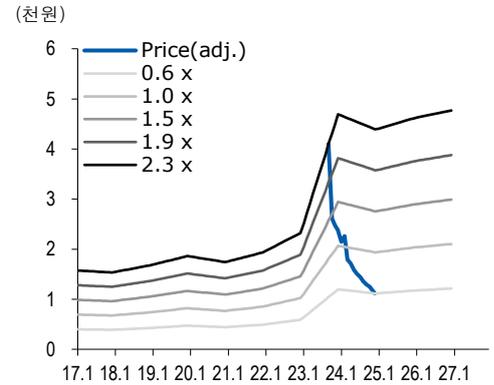
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	158	-927	85	72	84
BPS	1,000	2,020	1,891	1,986	2,053
EBITDAPS	328	290	282	296	316
SPS	3,506	3,358	3,138	3,234	3,622
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	-3.5	13.2	15.5	13.4
PBR	-	1.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	-	13.1	5.9	9.2	8.5
PSR	-	1.0	0.4	0.3	0.3

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	33.3	-4.2	1.9	5.0	12.0
영업이익 증가율 (%)	42.5	-20.0	7.9	3.7	16.1
지배순이익 증가율 (%)	74.3	적전	흑전	-13.1	15.9
매출총이익률 (%)	16.2	16.0	16.4	15.5	15.6
영업이익률 (%)	6.8	5.7	6.0	5.9	6.2
지배순이익률 (%)	3.9	-24.9	2.7	2.2	2.3
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.6	9.0	9.1	8.7
ROIC	6.3	7.2	7.0	6.0	5.8
ROA	4.2	-21.9	2.2	1.7	1.9
ROE	14.9	-55.4	4.5	3.7	4.1
부채비율 (%)	217.4	98.6	86.0	122.9	99.7
순차입금/자기자본 (%)	167.6	32.3	22.4	75.7	71.3
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.8	2.5	2.6	2.7

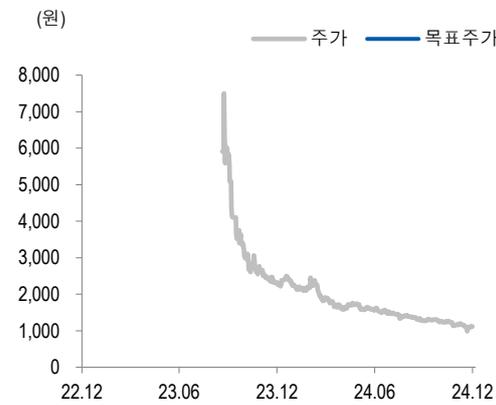
P/E band chart



P/B band chart



유탄 (146060) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-12-20	Not Rated	-	1년		
2024-12-13	1년 경과 이후		1년		
2023-12-13	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89
Hold(중립)	11
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-12-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.