

# 울촌 (146060)

## 두 번째 해외 투자

### 강관 가공 기업

동사는 ERW강관의 조관 및 인발가공 사업을 영위. 국내 공장은 인발가공만 하고 있으며 멕시코 공장은 조관 및 인발가공 사업을 함께 진행. 동사가 생산하는 제품은 다양한 산업에서 사용되며 가장 비중이 큰 수요 산업은 자동차 산업으로 3Q23 누적 매출액 기준 자동차 부품 비중은 88.5%를 기록. 이 밖에도 광산채굴용, 중장비 등에도 사용. 자동차 부품은 완충용장치, 현가장치, 조향장치 등의 자동차 부품 제조에 필요한 소재로 사용되며 자동차 부품 중에서는 완충용장치가 가장 큰 비중 차지. 3Q23 누적 매출액 기준 국내와 해외 판매 비중은 각각 8%, 92%.

### '21~'22년 크게 증가했던 매출, '23년 안정화 국면

'17~'20년 400억원 내외 수준을 기록하던 매출은 '21년 570억원(yoy +47%), '22년 760억원(yoy +33%)으로 크게 증가. 매출 증가의 주 요인은 물량보다는 판매단가 영향이 크다고 판단. 같은 시기 원재료인 SKELP 및 ERW강관 가격이 크게 상승했으며 동사는 이에 따라 제품 판매단가를 크게 인상. '23년은 원재료 및 제품 판매단가가 하락하며 매출(3Q23 누적) 역시 yoy -5% 감소. '21~'22년 매출 성장과 함께 영업이익 역시 크게 증가했으나 '23년 영업이익은 매출 축소 등의 영향으로 전년대비 감소할 것으로 전망.

### 성공적 투자로 증명된 멕시코, 다음은 폴란드

동사는 '14년 멕시코 법인 설립 이후 '17년부터 본격적인 매출을 일으키며 '22년 매출액 400억원을 기록하며 본사(360억원)보다 더 큰 수준 기록. 멕시코 법인의 정확한 영업이익 규모는 파악이 어려우나 '22년은 본사 대비 약 3배 수준의, '23년은 본사와 유사한 수준을 기록하고 있는 것으로 추정. 동사는 멕시코에 이어 '22년 두 번째 해외 생산기지를 폴란드에 설립. 멕시코와 마찬가지로 조관 및 인발가공 사업을 진행할 법인으로 멕시코 법인 사례를 볼 때 폴란드 법인의 본격적인 매출은 '25년 이후가 될 것으로 추정.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	-	-	-	-	-
영업이익	-	-	-	-	-
세전계속사업이익	-	-	-	-	-
지배순이익	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	-	-	-	-	-
지배순이익률 (%)	-	-	-	-	-

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	57	76	74	70
영업이익	4	5	5	5
지배순이익	2	3	-18	3
PER	-	-	-2.5	19.4
PBR	-	-	1.1	1.1
EV/EBITDA	-	-	9.6	9.6
ROE	9.9	14.9	-55.0	5.7

자료: 유안타증권

## 의무공표 대상 보고서



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

# NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)

현재주가 (12/12) 2,335원

상승여력 -

시가총액 505억원

총발행주식수 21,623,916주

60일 평균 거래대금 62억원

60일 평균 거래량 1,240,336주

52주 고/저 7,500원 / 2,335원

외인지분율 2.27%

배당수익률 0.00%

주요주주 이흥해 외 3인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (10.7) (63.3) 0.0

상대 (16.0) (60.7) 0.0

절대 (달러환산) (10.5) (62.9) 0.0

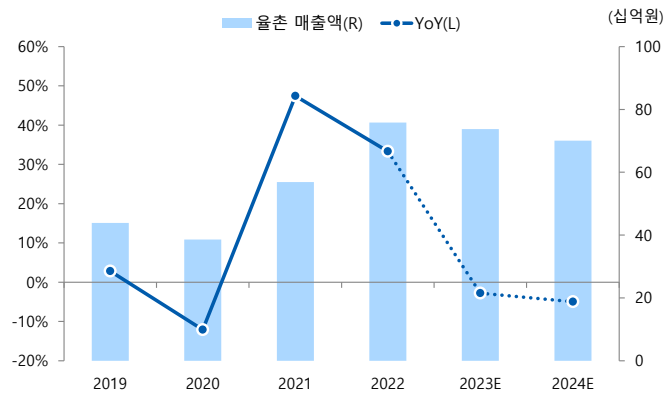
[표-1] 울촌 실적 추정

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023E	YoY	2024E	YoY
매출액	57	76	74	-2.8%	70	-5.0%
별도	33	36	36	-0.8%	34	-6.0%
별도 외 <sup>1)</sup>	24	40	38	-4.6%	36	-4.1%
국내	13	7				
해외	43	69				
자동차 부품	49	66				
완충용 장치	35	43				
현가 장치	13	22				
조향 장치	1	1				
기타	0	0				
기타	8	9				
영업이익	4	5	5	-7.6%	5	-3.7%
이익률	6.3%	6.8%	6.5%	-0.3%p	6.5%	0.1%p
별도	2	1	2	82.0%	2	-17.5%
이익률	6.5%	3.3%	6.0%	2.7%p	5.3%	-0.7%p
별도 외 <sup>1)</sup>	1	4	3	-34.2%	3	7.7%
이익률	6.1%	10.0%	6.9%	-3.1%p	7.7%	0.8%p
세전이익	2	5	-18	적전	3	흑전
이익률	3.6%	5.9%	-24.2%	-30.1%p	4.6%	28.8%p
지배순이익	2	3	-18	적전	3	흑전
이익률	3.0%	3.9%	-24.8%	-28.7%p	3.7%	28.5%p

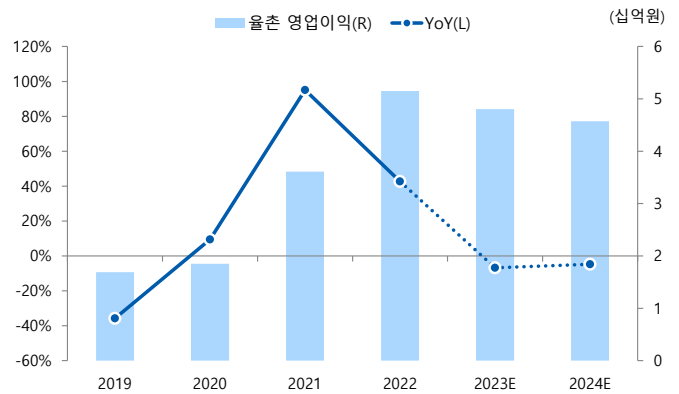
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정 포함

[그림-1] 울촌 매출액 전망



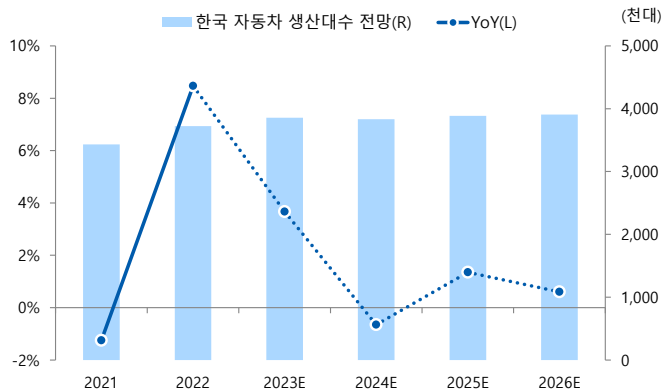
자료: 유안타증권 전망

[그림-2] 울촌 영업이익 전망



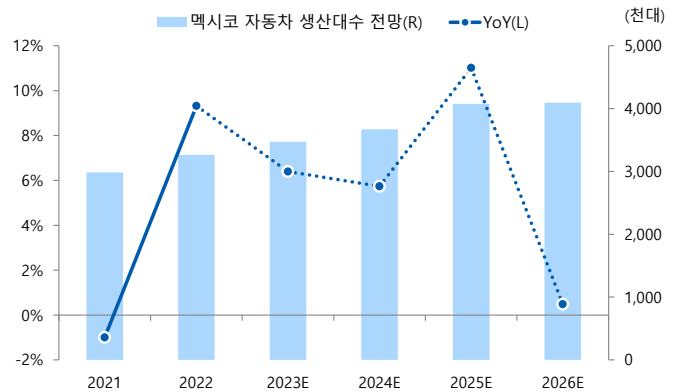
자료: 유안타증권 전망

[그림-3] 한국 자동차 생산대수 전망



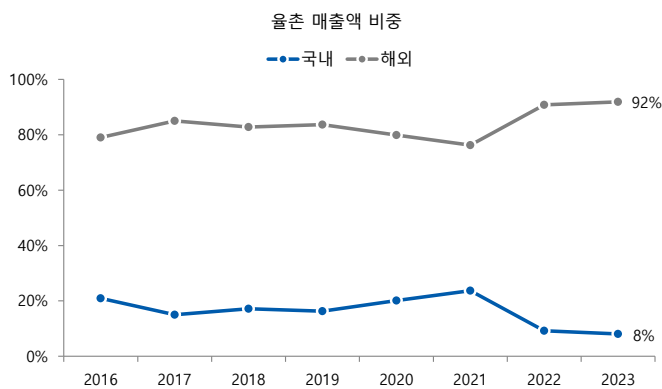
자료: Marklines, 주: GlobalData 전망(2023년 5월)

[그림-4] 멕시코 자동차 생산대수 전망



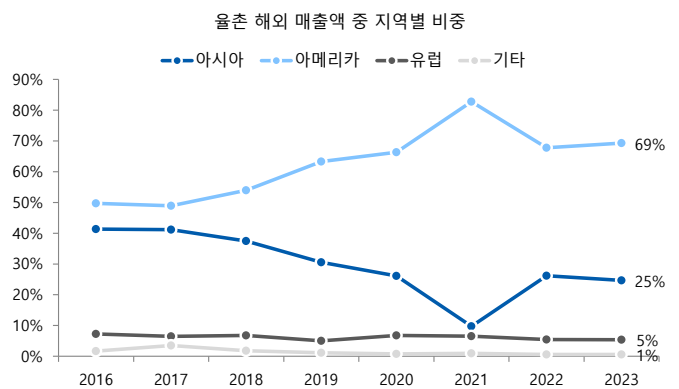
자료: Marklines, 주: GlobalData 전망(2023년 3월)

[그림-5] 율촌 매출액 비중



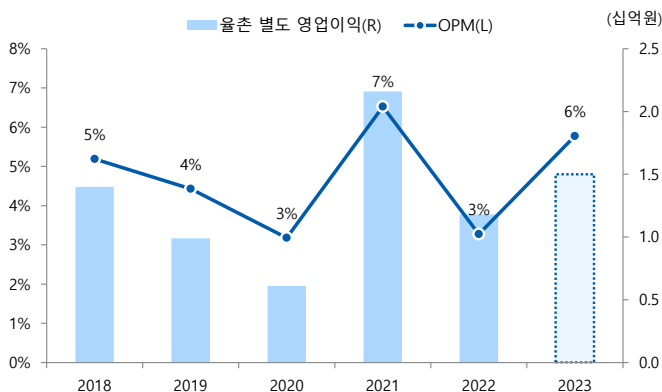
자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적

[그림-6] 율촌 해외 매출액 중 지역별 비중



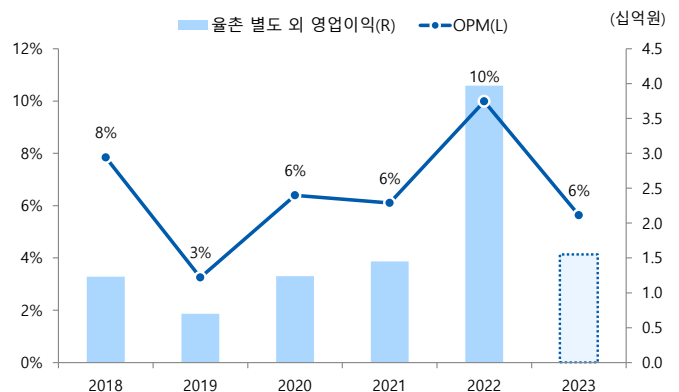
자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적

[그림-7] 율촌 별도 영업이익



자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적

[그림-8] 율촌 별도 외 영업이익



자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적, 연결 영업이익-별도 영업이익

울촌 (146060) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	57	76	74	70	71
매출원가	49	64	62	59	59
매출총이익	8	12	12	11	11
판매비	4	7	7	7	7
영업이익	4	5	5	5	5
EBITDA	5	7	7	7	7
영업외손익	-2	-1	-23	-1	-1
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-1	-2	-2	-1	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-21	0	0
법인세비용차감전순이익	2	5	-18	3	3
법인세비용	0	1	0	1	1
계속사업순이익	2	3	-18	3	3
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	3	-18	3	3
지배지분순이익	2	3	-18	3	3
포괄순이익	2	5	-18	3	3
지배지분포괄이익	2	4	-18	3	3

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	0	5	3	5	5
당기순이익	2	3	-18	3	3
감가상각비	2	2	2	2	2
외환손익	-4	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	0	19	0	0
투자활동 현금흐름	-1	-1	0	9	9
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-2	-1	-5	-5
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	1	14	14
재무활동 현금흐름	0	-3	-1	-36	-36
단기차입금	2	-5	-3	0	0
사채 및 장기차입금	-1	4	-1	0	0
자본	0	0	38	0	0
현금배당	-1	-1	0	0	0
기타현금흐름	-1	-1	-35	-36	-36
연결범위변동 등 기타	0	0	8	22	22
현금의 증감	-1	1	10	0	0
기초 현금	3	1	0	10	10
기말 현금	1	3	10	10	10
NOPLAT	4	5	5	5	5
FCF	-1	4	3	0	0

자료: 유안타증권

주: 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

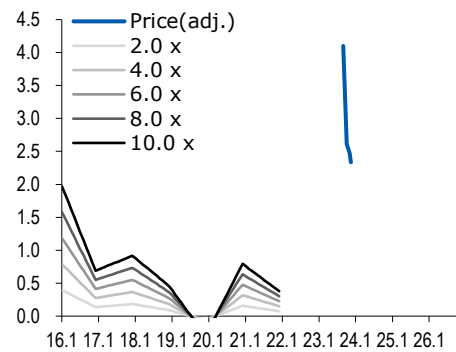
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	31	34	52	52	52
현금및현금성자산	1	3	10	10	10
매출채권 및 기타채권	18	21	18	18	19
재고자산	10	10	9	9	9
비유동자산	37	40	41	43	46
유형자산	36	39	39	42	45
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	68	74	93	95	98
유동부채	38	44	35	35	35
매입채무 및 기타채무	8	10	10	9	10
단기차입금	23	19	21	21	21
유동성장기부채	1	8	4	4	4
비유동부채	11	7	11	11	11
장기차입금	8	6	7	7	7
사채	2	0	3	3	3
부채총계	49	51	46	46	46
지배지분	18	22	45	47	50
자본금	1	1	2	2	2
자본잉여금	0	0	37	37	37
이익잉여금	19	21	4	6	9
비지배지분	1	2	2	2	2
자본총계	19	23	47	50	52
순차입금	38	36	12	13	13
총차입금	40	39	35	35	35

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	91	158	-936	121	125
BPS	833	1,000	2,071	2,192	2,318
EBITDAPS	252	328	312	315	332
SPS	2,631	3,506	3,410	3,239	3,271
DPS	64	0	0	0	0
PER	-	-	-2.5	19.4	18.7
PBR	-	-	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	-	-	9.6	9.6	9.1
PSR	-	-	0.7	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	47.4	33.3	-2.8	-5.0	1.0
영업이익 증가율 (%)	94.9	42.5	-7.6	-3.7	2.5
지배지분이익 증가율 (%)	흑전	74.3	적전	흑전	3.5
매출총이익률 (%)	14.0	16.2	15.8	15.9	16.0
영업이익률 (%)	6.4	6.8	6.5	6.5	6.6
지배지분이익률 (%)	3.0	3.9	-24.8	3.7	3.8
EBITDA 마진 (%)	9.6	9.4	9.1	9.7	10.1
ROIC	5.5	6.3	8.1	6.0	5.9
ROA	2.6	4.2	-21.9	2.8	2.8
ROE	9.9	14.9	-55.0	5.7	5.5
부채비율 (%)	252.8	217.4	97.8	92.3	87.7
순차입금/자기자본 (%)	212.1	167.6	26.9	26.4	25.1
영업이익/금융비용 (배)	2.9	3.1	2.7	2.7	2.8

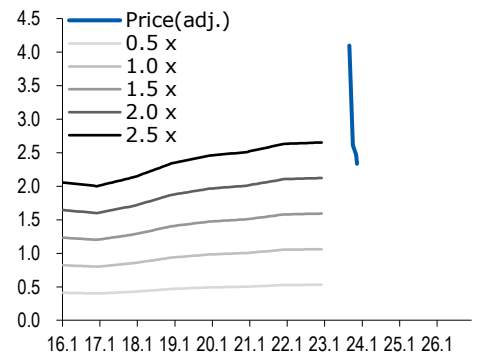
P/E band chart

(천원)



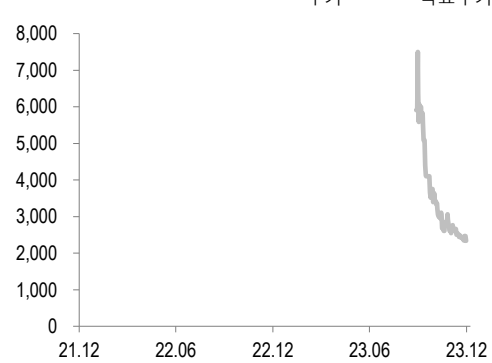
P/B band chart

(천원)



유포 (146060) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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)	88.6
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-12-13

※ 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 해당 기업과 이해관계(1% 이상 지분보유)에 있습니다.
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.