

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



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

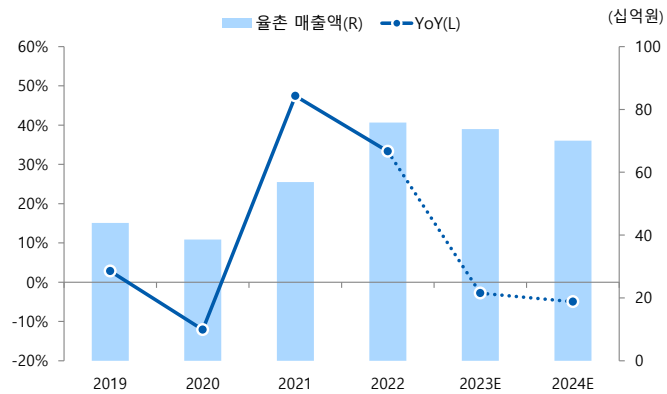
[표-1] 울촌 실적 추정

(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 ¹⁾	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 ¹⁾	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

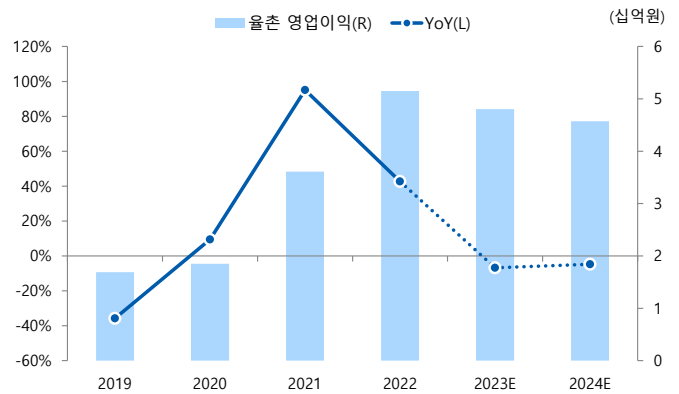
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정 포함

[그림-1] 울촌 매출액 전망



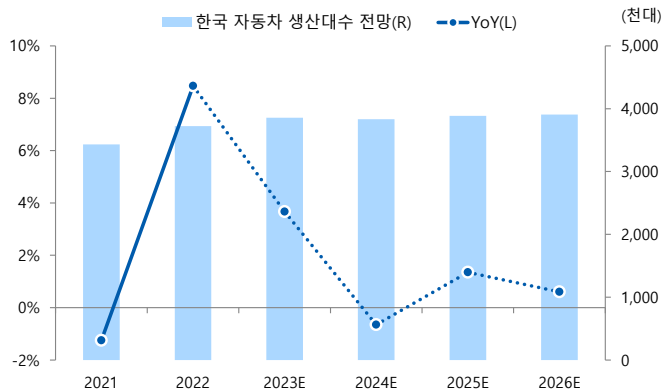
자료: 유안타증권 전망

[그림-2] 울촌 영업이익 전망



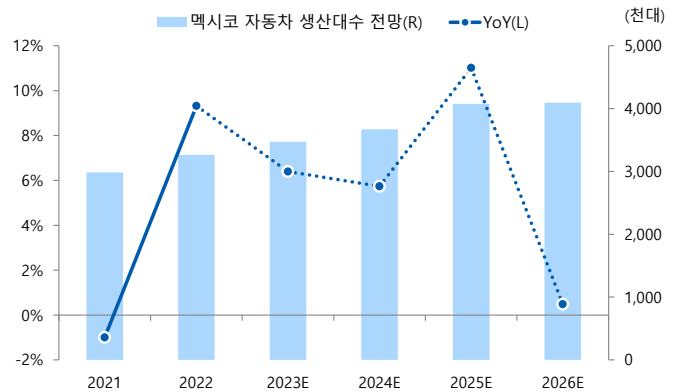
자료: 유안타증권 전망

[그림-3] 한국 자동차 생산대수 전망



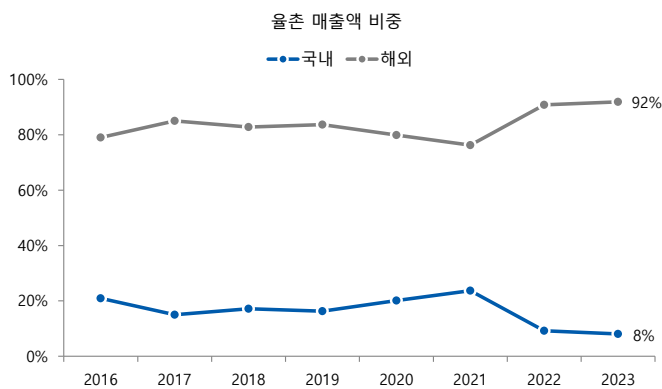
자료: Marklines, 주: GlobalData 전망(2023년 5월)

[그림-4] 멕시코 자동차 생산대수 전망



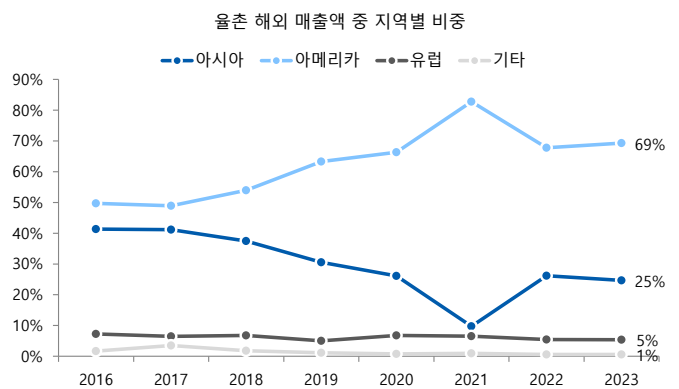
자료: Marklines, 주: GlobalData 전망(2023년 3월)

[그림-5] 율촌 매출액 비중



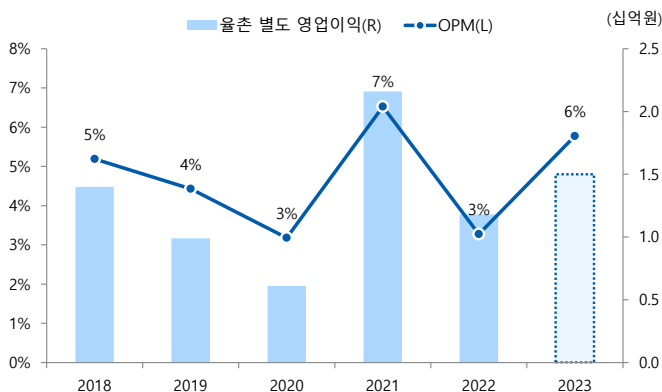
자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적

[그림-6] 율촌 해외 매출액 중 지역별 비중



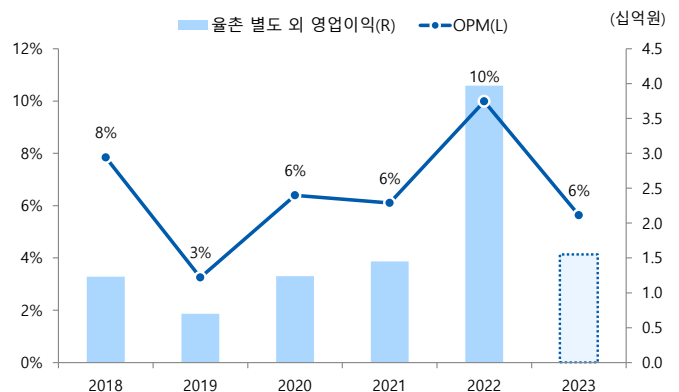
자료: 율촌, 주: 2023년은 3Q23 누적

[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

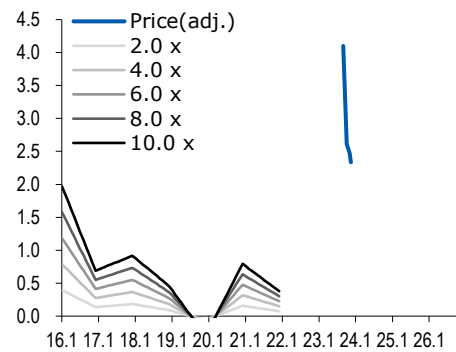
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	31	34	52	52	52
현금및현금성자산	1	3	10	10	10
매출채권 및 기타채권	18	21	18	18	19
재고자산	10	10	9	9	9
비유동자산	37	40	41	43	46
유형자산	36	39	39	42	45
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	68	74	93	95	98
유동부채	38	44	35	35	35
매입채무 및 기타채무	8	10	10	9	10
단기차입금	23	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

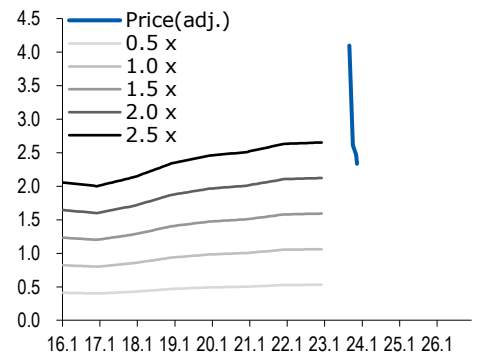
P/E band chart

(천원)



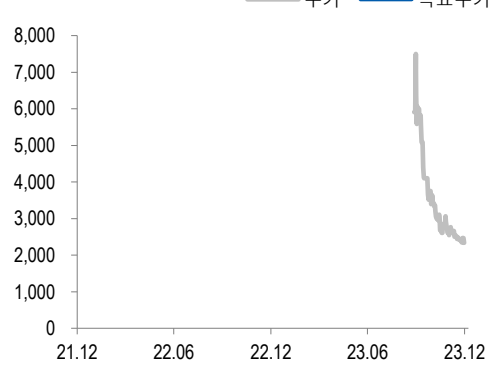
P/B band chart

(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.