

터널의 끝을 향해...

BUY(Initiate)

목표주가	11,500 원
현재주가	9,370 원
목표수익률	22.7

Key Data 2017년 9월 8일

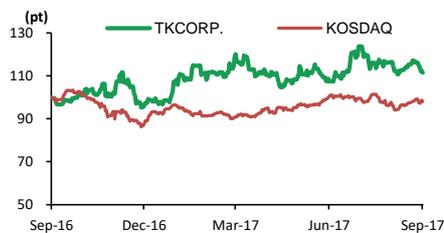
산업분류	자본재
시가총액 (억원)	2,483.1
발행주식수 (백만주)	26.5
외국인 지분율 (%)	16.9
52 주 고가 (원)	10,400
저가 (원)	8,010
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.5

주요주주 (%)	
(주)대신인터내셔널 외 6인	45.97
신영자산운용 외 4인	5.04

KOSPI 2,371.72

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(4.4)	(7.2)	11.4
상대주가	(4.8)	(15.2)	13.4

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst

서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

투자 의견 및 목표주가 : 매수(BUY) & 11,500원

동사에 대한 투자 의견 '매수' 및 목표주가 11,500원을 제시하며, 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 11,500원은 12M Fwd BPS 16,501원에 Target PBR 0.7배를 적용하였다.

투자포인트는 다음과 같다.

① **다운 사이클 종료 임박.** 전방산업 업황이 다운 사이클에서 전환. 해외 플랜트 수주 회복을 전망. 하반기 국내 EPC 기업들의 해외 대형 신규 프로젝트가 예정. '17년 보다 '18년, '19년의 동사의 실적 개선 속도 및 가시성은 높을 것으로 기대.

부진한 업황을 감안하여 구조조정 및 비용절감을 통해 고정비 부담을 축소했고, 선별적 수주를 통해 수익성 훼손을 최소화. 분기별 BEP 달성 매출액도 과거 550억원~600억원 수준에서 450억원대 수준으로 조정. 업황 회복시, 턴어라운드 속도는 더욱 가속화될 것으로 기대.

② **고부가가치(非-Carbon계) 제품 비중 확대.** 원재료별 매출비중('17년 2Q기준)은 Carbon 44.5%, Stainless 46.7%, Alloy 8.8% 등. Carbon은 정유/화학 플랜트 적용률이 높고, Stainless는 가스 플랜트, Alloy는 해양플랜트에 채택. 마진율은 Alloy, Stainless, Carbon 순. 통상적으로 Alloy 20%대, Stainless 15%대, Carbon 10%대 영업이익률. 업황 회복시 정상적 마진율 개선이 기대.

③ **높아진 Valuation 매력.** 현재 Valuation Multiple 이 매력적인 수준까지 하락하면서, 가격 모멘텀이 부각되고 있음.

Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	2,716	2,745	2,448	1,915	2,191
영업이익	억원	121	179	37	23	45
세전이익	억원	112	213	103	18	60
순이익	억원	88	159	79	15	47
지배순이익	억원	88	159	79	15	47
PER	배	34.5	15.5	27.7	168.3	52.9
PBR	배	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	17.1	10.4	23.9	33.2	25.2

투자포인트 1. 다운 사이클 종료 임박

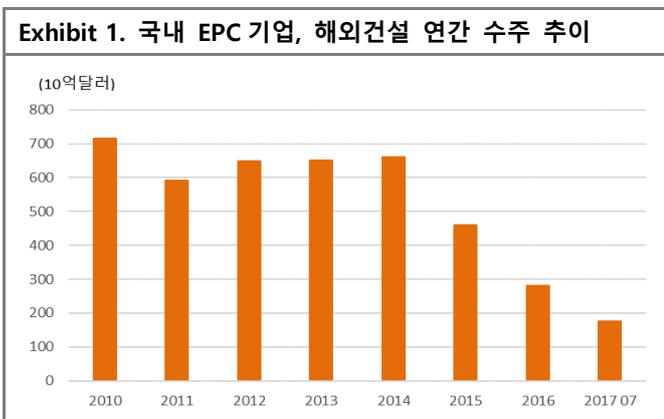
전방산업 업황이 다운 사이클에서 벗어나고 있다. 해외 플랜트 수주 회복을 전망한다. 국내 EPC 기업들의 수주실적이 '16 년을 저점으로 회복되고 있기 때문이다. 국내 EPC 기업들의 해외 건설 신규수주는 '15 년 461 억달러, '16 년 282 억달러를 기록하였다. 이중 플랜트 수주는 '15 년 342 억달러, '16 년 134 억달러를 보였다.

'17 년 7 월 기준, 누적 플랜트 수주는 156 억달러를 기록하였다. '16 년 연간 수주액을 상회하고 있다. '15 년 수준으로 회복할 것으로 기대한다. '16 년을 저점으로 수주 회복이 가시화되고 있는 것이다. 과거 저가수주로 인한 수익성 훼손 우려도 상당부분 희석되었다. 본질적 가치에 충실할 수 있는 시점이 도래하고 있다.

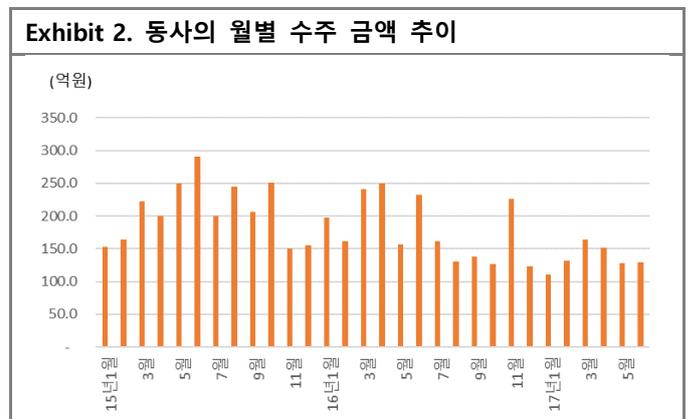
동사의 수주실적도 전방산업의 회복에 따라 저점을 통과 중이다. 통상적으로 국내 EPC 기업들의 해외 플랜트 수주 이후 약 10~12 개월 내외 시차를 두고 피팅 등 기자재 발주가 시작된다. 현재는 '16 년 수주된 프로젝트들이 실적에 반영되고 있다. '17 년 수주물량은 '18 년 실적에 반영될 예정이다.

향후 Esfahan Oil Refining Co.(완공 예정일 2021-12-31) 쿠웨이트 Al-Zour LNG Import Project(완공 예정일 2021-02-12), Abu Dhabi Oil Refining Company 의 RRW Restoration(완공 예정일 2018-12-10), Duqm Refinery 등 주요 해외 프로젝트들이 발주를 시작할 예정이다.

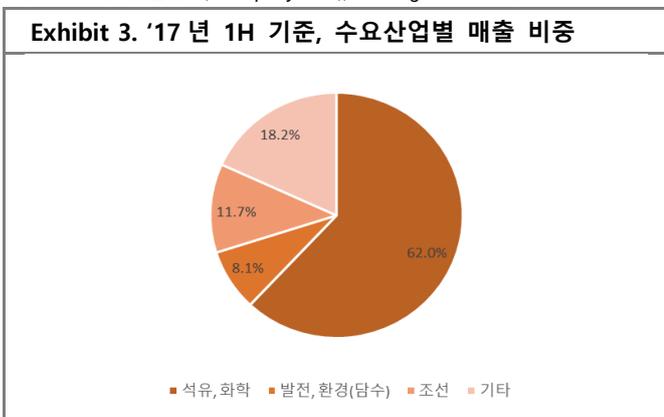
하반기 국내 EPC 기업들의 해외 대형 신규 프로젝트가 예정되어 있다. '17 년 보다 '18 년, '19 년의 동사의 실적 개선 속도 및 가시성은 높아질 것으로 전망한다. '17 년 하반기 동사를 주목하는 이유이다.



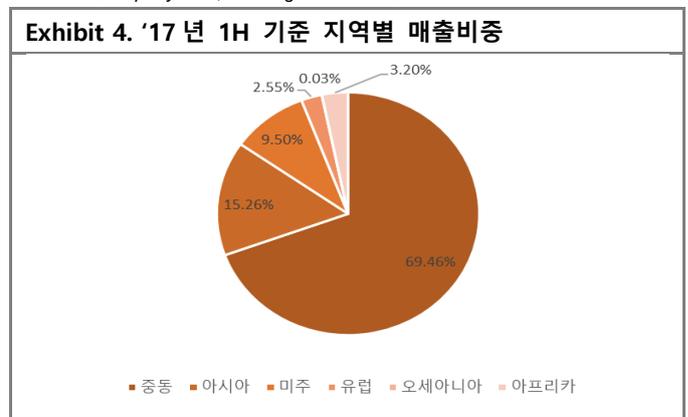
Source: 해외건설협회, Company data,, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data,, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

긍정적인 측면은 '17년 수주가 전년동기대비 증가세로 전환되었다는 점이다. 반면 절대량은 아직 부족한 상황이라는 점은 아쉽다. 수요산업별 매출은 석유화학 플랜트가 62.0%, 조선 11.7%, 발전 8.1% 등 순이다. 지역별 매출비중은 중동이 절대적이다. '17년 상반기 기준 중동이 69.5%, 아시아 15.3%, 미주 9.5% 등이다. 중동향 석유화학 플랜트 시황 개선이 요구되는 시점이다. '17년 하반기부터 해외 플랜트의 완만한 수주회복이 시작될 것으로 기대한다.

투자포인트 2. 고부가가치(非-Carbon 계) 제품 비중 확대

전방산업은 조선, 석유화학, 해양 플랜트, 발전, 건설 등이다. 동사는 글로벌 M/S 의 약 10%를 점유하고 있다. 진입장벽이 높아 신규업체 시장 진입이 제한적인 상황에서 유럽의 Tectubi, Tecnoforge 등 소수의 기업들과 과점화를 이루고 있다. 통상적으로 정유/화학 플랜트는 총공사비의 2% 내외, 가스 및 해양 플랜트는 1.5% 비중으로 피팅이 소요된다.

주요 제품은 Elbow(ㄱ 모양의 관 이음쇠), Tee(T 모양의 관 이음쇠), Reducer(큰 파이프와 작은 파이프의 연결에 사용되는 관 이음쇠)이다. 매출비중은 각각 64.0%, 18.8%, 7.6%이다.

제품별 평균 가격은 Elbow 114,835 원, Tee 148,336 원, Reducer 110,078 원이다. 제품별 기본단가에 적용 소재에 따라 판매단가가 결정된다.

Exhibit 5. Elbow



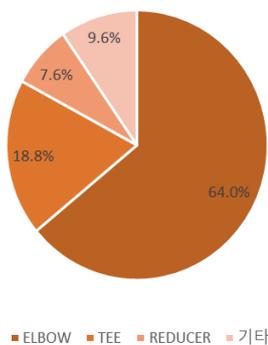
Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 6. Tee



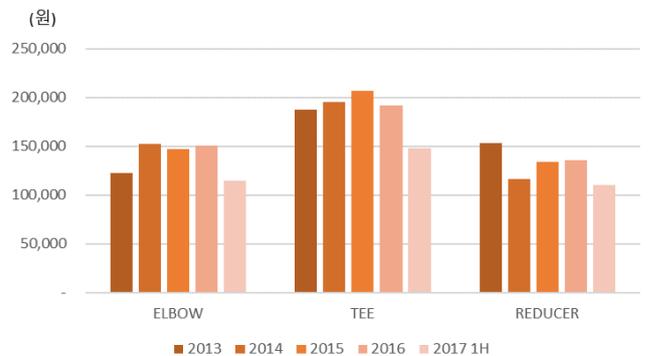
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. '17년 1H 기준, 제품별 매출 비중



Source: Company data,, Leading Research Center

Exhibit 8. '17년 1H 기준, 제품별 연간 ASP 추이

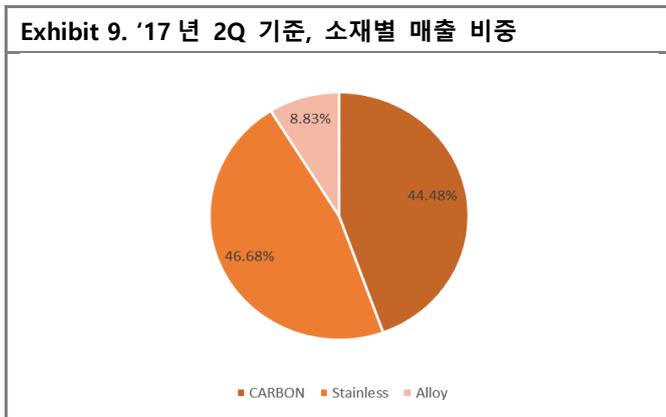


Source: Company data, Leading Research Center

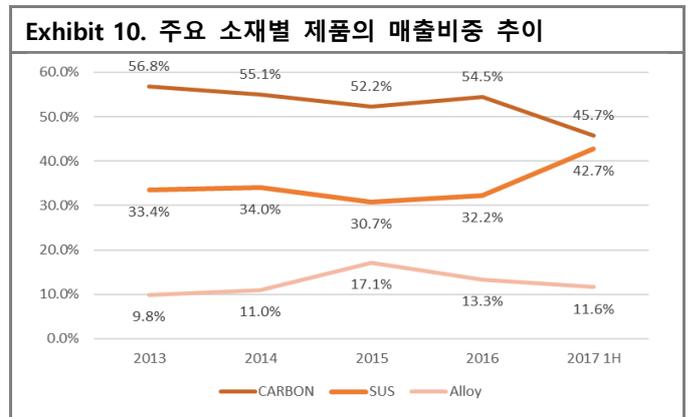
원재료별 매출비중('17년 2Q 기준)은 Carbon 44.5%, Stainless 46.7%, Alloy 8.8% 등이다. Carbon 은 정유/화학 플랜트 적용률이 높고, Stainless 는 가스 플랜트, Alloy 는 해양플랜트에 채택된다.

마진율은 Alloy, Stainless, Carbon 순이다. 통상적으로 Alloy 20%대, Stainless 15%대, Carbon 10%대 영업이익률을 보인다. 업황 회복시 정상적 마진율 개선이 기대된다. 非-Carbon 소재 제품의 매출비중이 확대되고 있다는 점은 향후 동사의 수익성에 긍정적 효과를 가져온다.

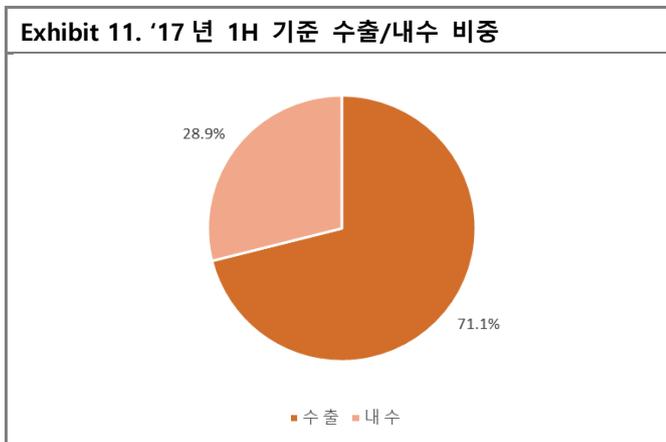
非-Carbon 계 제품은 설치 조건이 특수한 환경에 적용되는 제품이고, 글로벌 선진국의 에너지 정책이 원자력에서 친환경 에너지 및 LPG 가스의 비중을 확대하고 있다. 동사는 LPG 가스 산업의 성장의 수혜가 기대된다. 非-Carbon 계 제품의 매출비중은 점증적으로 높아질 것으로 전망한다.



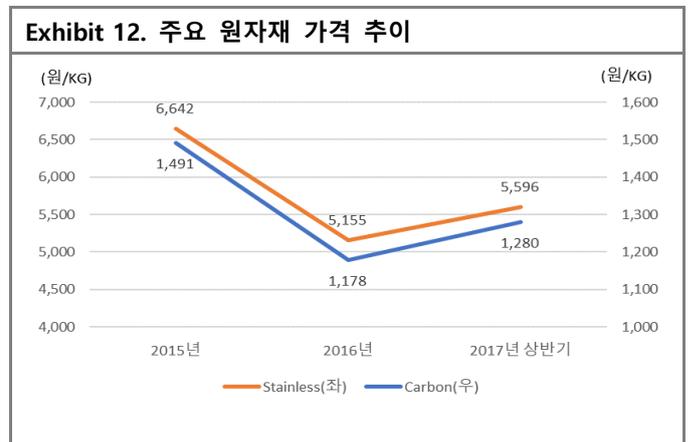
Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

'17년 실적전망

동사의 '17년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 1,915 억원(YoY -21.8%), 영업이익 23 억원(YoY -36.8)을 전망한다. '17년 실적은 '16년 국내 EPC 기업들의 해외 플랜트 수주부진으로 동사의 외형 및 수익 둔화가 불가피한 상황이다. '17년 대형 플랜트 프로젝트의 발주가 예상되는 '18년부터 본격적인 회복세를 보일 것으로 전망한다.

동사는 부진한 업황을 감안하여 구조조정 및 비용절감을 통해 고정비 부담을 축소했고, 선별적 수주를 통해 수익성 훼손을 최소화하고 있다. 분기별 BEP 달성 매출액도 과거 550 억원~600 억원 수준에서 450 억원대 수준으로 낮추었다. 업황 회복시, 턴어라운드 속도는 더욱 가속화될 것으로 기대한다.

동사에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 11,500 원을 제시하며, 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 11,500 원은 12M Fwd BPS 16,501 원에 Target PBR 0.7 배를 적용하였다.

투자포인트는 다음과 같다.

- ① **다운 사이클 종료 임박.** 전방산업 업황이 다운 사이클에서 전환. 해외 플랜트 수주 회복을 전망. 하반기 국내 EPC 기업들의 해외 대형 신규 프로젝트가 예정. '17 년 보다 '18 년, '19 년의 동사의 실적 개선 속도 및 가시성은 높을 것으로 전망
- ② **고부가가치(非-Carbon 계) 제품 비중 확대.** 원재료별 매출비중('17 년 2Q 기준)은 Carbon 44.5%, Stainless 46.7%, Alloy 8.8% 등. Carbon 은 정유/화학 플랜트 적용률이 높고, Stainless 는 가스 플랜트, Alloy 는 해양플랜트에 채택. 마진율은 Alloy, Stainless, Carbon 순. 통상적으로 Alloy 20%대, Stainless 15%대, Carbon 10%대 영업이익률. 업황 회복시 정상적 마진을 개선이 기대.
- ③ **높아진 Valuation 매력.** 현재 Valuation Multiple 이 매력적인 수준까지 하락하면서, 가격 모멘텀이 부각되고 있음.

Exhibit 13. 매출액 및 매출액 증가율 전망 추이



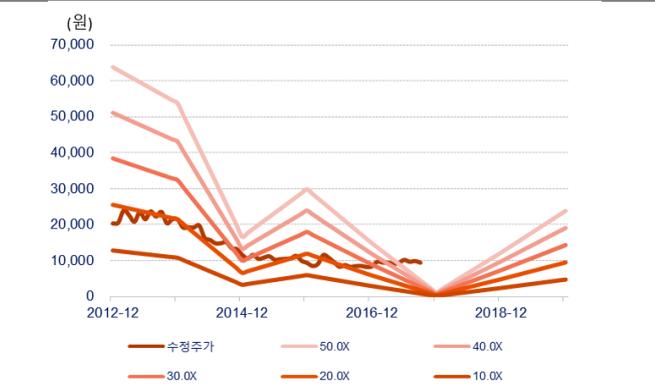
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 증가율 전망



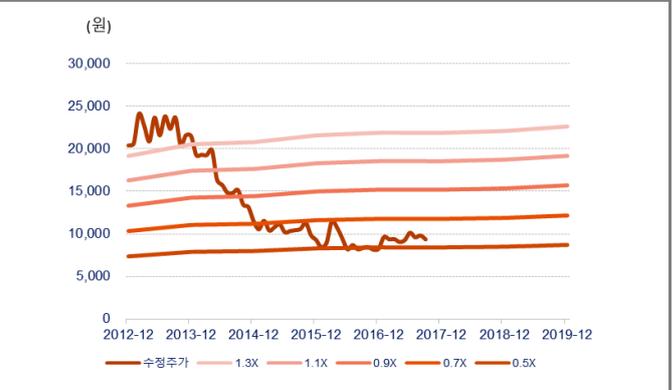
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	4,798	4,747	4,758	4,951	5,152
유동자산	3,201	3,099	2,938	3,082	3,207
현금 및 현금성자산	360	627	559	582	606
단기금융자산	201	236	257	268	278
매출채권 및 기타채권	1,141	980	904	965	1,005
재고자산	1,497	1,253	1,212	1,262	1,313
비유동자산	1,597	1,648	1,820	1,869	1,945
장기금융자산	144	220	339	353	367
관계기업 등 투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,432	1,393	1,418	1,475	1,535
무형자산	11	11	11	12	12
부채총계	507	394	405	568	725
유동부채	375	276	228	237	246
단기차입부채	0	0	0	0	0
기타 단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	320	259	215	224	233
비유동부채	132	119	177	331	479
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타 장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계	4,292	4,353	4,353	4,383	4,427
지배주주지분	4,292	4,353	4,353	4,383	4,427
비지배주주지분	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	194	423	130	175	181
당기순이익	213	103	10	47	60
현금유출입이 없는 수익(비용)	54	23	45	52	56
자산상각비	57	55	52	54	56
영업자산부채변동	(59)	350	77	75	66
매출채권 감소(증가)	(76)	184	64	(61)	(39)
재고자산 감소(증가)	94	244	40	(49)	(51)
매입채무 증가(감소)	(65)	(59)	(40)	9	9
투자활동 현금흐름	(55)	(138)	(207)	(136)	(141)
투자활동현금유입액	250	241	193	0	0
유형자산	0	0	4	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	304	378	400	136	141
유형자산	48	17	80	111	115
무형자산	0	0	0	1	1
재무활동 현금흐름	(0)	(26)	(15)	(16)	(16)
재무활동현금유입액	0	0	0	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	0	2	4	4
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	0	0	18	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	2	8	5	0	0
현금변동	141	268	(68)	23	24
기초현금	219	360	627	559	582
기말현금	360	627	559	582	606

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,745	2,448	1,915	2,191	2,411
매출원가	2,345	2,199	1,684	1,902	2,086
매출총이익	400	249	231	289	325
판매비와관리비	221	212	208	244	265
영업이익	179	37	23	45	60
EBITDA	236	92	75	99	116
비영업손익	34	66	(5)	15	16
이자수익	8	13	13	15	17
이자비용	0	1	1	1	1
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	25	43	(24)	0	0
관계기업등 관련손익	0	0	0	0	0
타 비영업손익	2	10	7	0	0
세전계속사업이익	213	103	18	60	77
법인세비용	55	24	3	13	17
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	159	79	15	47	60
지배주주순이익	159	79	15	47	60
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타 포괄손익	4	8	(2)	(4)	(4)
총포괄손익	162	87	13	43	56

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 추가배수					
EPS	599	299	56	177	226
BPS	16,195	16,426	16,427	16,541	16,704
CFPS	730	1,596	492	660	684
SPS	10,358	9,237	7,227	8,268	9,098
EBITDAPS	890	347	283	372	438
DPS(보통,현금)	100	50	49	49	49
배당수익률(보통,현금)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
배당성향(보통,현금)	16.3	16.3	87.7	27.6	21.6
PER	15.5	27.7	168.3	52.9	41.5
PBR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PCFR	12.7	5.2	19.1	14.2	13.7
PSR	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.4	23.9	33.2	25.2	21.4
재무비율					
매출액증가율	1.1	(10.8)	(21.8)	14.4	10.0
영업이익증가율	47.8	(79.5)	(36.8)	95.2	33.4
지배주주순이익증가율	79.4	(50.1)	(81.4)	218.1	27.6
매출총이익률	14.6	10.2	12.1	13.2	13.5
영업이익률	6.5	1.5	1.2	2.1	2.5
EBITDA이익률	8.6	3.8	3.9	4.5	4.8
지배주주순이익률	5.8	3.2	0.8	2.1	2.5
ROA	3.8	0.8	0.5	0.9	1.2
ROE	3.8	1.8	0.3	1.1	1.4
ROIC	3.7	0.8	0.6	1.1	1.5
부채비율	11.8	9.1	9.3	12.9	16.4
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	(12.3)	(18.4)	(17.5)	(18.1)	(18.6)

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

태광(023160)	
일자	2017-09-11
투자의견	BUY(신규)
목표주가	11,500 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%