

Company Analysis **S&T 그룹**

S&TC (100840)	[Buy]	목표주가 47,000원
S&T중공업 (003570)	[Buy]	목표주가 22,800원
S&T대우 (064960)	[Buy]	목표주가 33,400원



절제된 M&A의 미덕

자동차/기계/조선 Analyst
강영일 연구위원
02)3787-2302
jerry@hmcib.com

안세환 연구원
02)3787-2584
sehwan.ahn@hmcib.com

서브프라임 사태를 겪기 전 우리는 거의 모든 M&A에 박수를 보냈다. 결혼식장에서 누구도 '잘못된 만남' 이니 헤어지라고 말하지 않듯이. 금호, 두산, STX, S&T그룹 등이 M&A로 성장했지만, S&T그룹은 가장 성공적인 M&A 성과를 보여주고 있다. 동그룹의 영업이익률은 2006년 4.7%에서 2009년 11.1%로 상승했고, 같은 기간 순차입금은 1,181억원에서 -1,541억원(순현금)으로 감소했다. 반면, S&T그룹 주요 3사(S&TC, S&T중공업, S&T대우)의 합산 재무제표 기준 2010년 PER은 6.8배, EV/EBITDA 3.6배, ROE 12.1%, PBR 0.8배로 거의 모든 측면에서 저평가 되어 있다.

Contents

Investment Point | 01

I. 차별화된 M&A 성과 | 02

- S&T 그룹의 M&A성과가 가장 성공적 | 02
- 절제된 M&A의 미덕 | 02
- 자산재평가와 낮은 배당성향으로 ROE 하락 | 02
- 모든 주가 지표상 저평가 | 06

II. 관련기업분석 | 08

1. S&TC (100840) | 08
2. S&T중공업 (003570) | 13
3. S&T대우 (064960) | 18



본 조사지표는 고객의 투지에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

2010. 02. 10

S&T그룹

절제된 M&A의 미덕

강영일 연구위원

02) 3787-2302 jerry@hmcib.com

안세환 연구위원

02) 3787-2584 sehwan.ahn@hmcib.com

S&TC (100840)	[매수]	목표주가 47,000원
S&T중공업 (003570)	[매수]	목표주가 22,800원
S&T대우 (064960)	[매수]	목표주가 33,400원

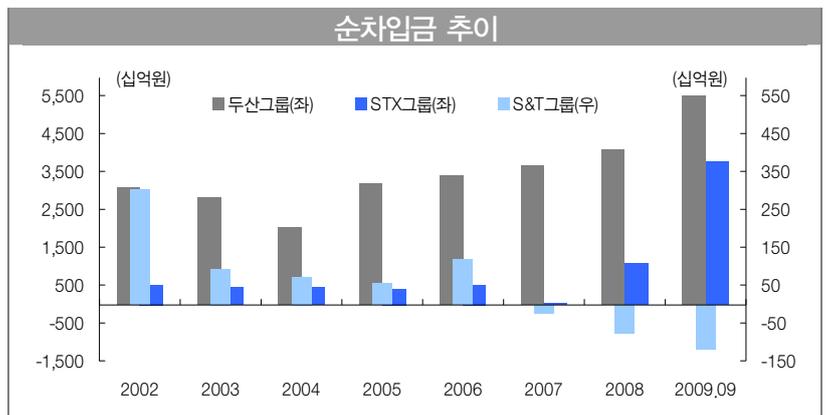
가장 성공적인 M&A 사례를 보여준 S&T그룹

IMF 이후 한국기업들은 M&A를 통한 성장을 선호하였으나 서브프라임 사태 이후 각 그룹간 희비가 엇갈리고 있다. 그 중 S&T그룹은 가장 성공적인 M&A 성과를 보여주고 있다. S&T그룹의 영업이익률은 2006년 4.7%에서 2009년 11.1%로 상승했고, 동 기간 순차입금은 1,181억원에서 -1,541억원(순현금)으로 감소했다(인수 시기와 무관 : S&T홀딩스, S&TC, S&T중공업, S&T대우, S&T모터스). 하지만 2006년에서 2009년 1~9월 간 두산그룹과 STX그룹의 영업이익률은 각각 6.4%에서 4.5%, 4.4%에서 1.8%로 하락했고, 순차입금은 각각 2.5조원에서 6.4조원, 0.6조원에서 3.4조원으로 증가했다(두산그룹은 두산, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산건설, 두산엔진, 두산메카텍, STX 그룹은 STX, STX조선, STX엔진, STX팬오션, STX엔파코).

S&T그룹 M&A의 두 가지 원칙

S&T그룹의 M&A에는 두 가지 원칙이 있다. 첫째, LBO처럼 과도한 외부차입에 근거한 M&A는 하지 않는다. S&T대우(구 대우정밀) 인수에는 산은캐피탈, 산업은행, KTB 등이 FI(재무적 투자자)로 참여했지만 외부차입은 하지 않았고, S&T중공업 인수는 토지매각과 보유현금으로 충당했다. 둘째, 욕심이 나도 비싸면 사지 않는다. S&T대우 인수 시 S&T중공업은 차점자였으나, 우선협상자인 효성이 인수를 포기해서 S&T대우를 차지했다. 풍부한 현금을 보유한 S&T그룹이 추가적인 M&A에 나설 가능성도 배제할 수는 없다. 하지만 경기회복과 M&A프리미엄 하락이라는 경제환경에 S&T그룹의 두 원칙이 지켜진다면 추가 M&A는 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

순차입금 추이



I. 차별화된 M&A 성과

S&T 그룹의 M&A성과가 가장 성공적

흔히 M&A는 결혼에 비유된다. 서로 좋아한다고 반드시 결혼에 이르는 것이 아니듯, 실제 M&A 계약이 성사되기까지 많은 우여곡절이 존재하기 때문이다. 또한 결혼이 반드시 행복을 보장하는 것이 아니듯, M&A의 성과 또한 천차만별이다. 서브 프라이م 사태를 겪기 전 우리는 거의 모든 M&A에 박수를 보냈다. 결혼식장에서 누구도 '잘못된 만남' 이니 헤어지라고 말하지 않듯이, 상장사 중에서는 금호, 두산, STX, S&T그룹 등이 M&A로 성장했지만, 경제위기를 겪고 난 지금 각 그룹의 실적은 뚜렷이 구분된다. 그 중 S&T그룹은 가장 성공적인 M&A 성과를 보여주고 있다. 동 그룹의 영업이익률은 2006년 4.7%에서 2009년 11.1%로 상승했고, 같은 기간 순차입금은 1,181억원에서 -1,541억원(순현금)으로 감소했다(인수시기와 무관 : S&T홀딩스, S&TC, S&T중공업, S&T대우, S&T모터스). 두산그룹의 영업이익률은 2006년 6.4%에서 2009년 1~9월 4.5%로 하락했고, 순차입금은 2.5조원에서 6.4조원으로 증가했다(두산, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산건설, 두산엔진, 두산메카텍). 같은 기간 STX그룹의 영업이익률은 4.4%에서 1.8%로 하락했고, 순차입금은 0.6조원에서 3.4조원으로 증가했다(STX, STX조선, STX엔진, STX펜오션, STX엔파코).

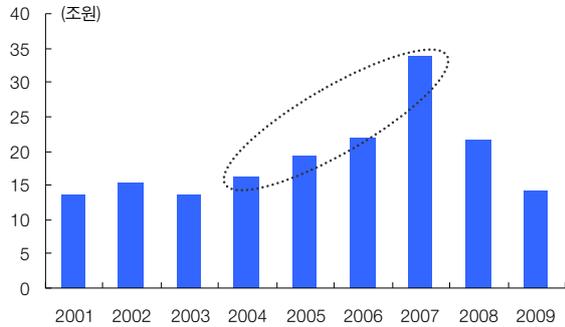
절제된 M&A의 미덕

아무리 연애를 오래해도 상대방을 다 알 수는 없다. 성공적인 M&A에는 운도 따르기 마련이다. 하지만 배우자를 선택하는 기준이 있어야 하듯이, M&A에도 원칙은 있어야 한다. S&T그룹에는 두 가지 원칙이 있는 듯하다. 첫째, LBO처럼 과도한 외부차입에 근거한 M&A는 하지 않는다. 규모가 가장 컸던 S&T대우(구 대우정밀) 인수에는 산은캐피탈, 산업은행, KTB 등이 FI(재무적 투자자)로 참여했지만 외부차입은 하지 않았다. S&T중공업은 인수대금 602억원 중 266억원은 토지매각으로 나머지는 보유현금으로 충당했다. 둘째, 욕심이 나도 비싸면 사지 않는다. S&T대우 인수가 대표적인 예다. 당시 S&T중공업은 차점자였으나, 우선협상자인 효성이 인수를 포기해서 S&T대우를 차지했다. 2007년 이후 S&T그룹은 각종 M&A의 단골후보로 거론됐었다. 하지만 당시는 이미 국내 M&A 시장이 과열된 상태였고, S&T그룹은 2007년 6월 효성기계공업(현 S&T모터스)를 113억원에 인수하는 것을 마지막으로 추가적인 M&A를 하지 않았다. 보유 현금을 바탕으로 또 다른 M&A에 나설 가능성도 배제할 수는 없다. 하지만 지금은 경기가 회복세에 접어들었고 M&A프리미엄도 크게 하락했다. S&T그룹이 지금까지의 원칙을 지킨다면 추가 M&A는 오히려 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

자산재평가와 낮은 배당성향으로 ROE 하락

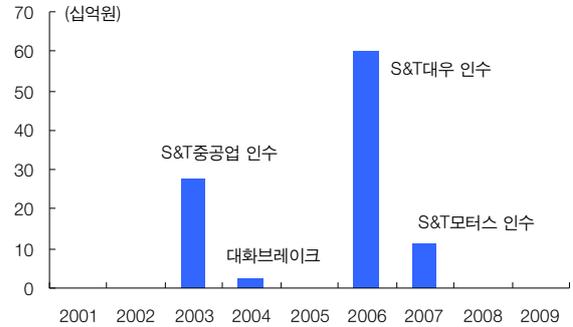
S&T그룹도 주가측면에서는 ROE와 배당성향이 낮은 약점이 있다. 2008년 말 자산재평가로 S&TC 893억원, S&T중공업 2,700억원, S&T대우 1,687억원, S&T모터스 326억원의 재평가차익이 발생했다. 이로 인해 ROE(영업이익 기준)가 2007년 14.3%에서 2008년 11.9%, 2009년 9.3%로 낮아졌다. 자산재평가를 배제한 2008년 및 2009년 ROE(영업이익 기준)는 16.1%, 15.1%로 2007년부터 ROE가 상장사 평균을 상회하기 시작했다. 2010년에는 지난해 적자를 기록한 S&T모터스가 흑자로 전환되고, S&T대우와 S&T중공업의 실적이 크게 개선되어 자산재평가를 포함하더라도 ROE가 상승할 것이다. 한편, 상장사 평균 배당성향이 20%를 상회하는데 비해 S&T그룹사의 배당성향은 10% 수준에 그친다. 더구나 2007년 이후 보유현금이 지속적으로 증가했음에도 배당성향이 개선되지 않았다는 것은 주가의 디스카운트 요인이 될 수도 있다.

〈그림1〉 국내 기업간 M&A 추이



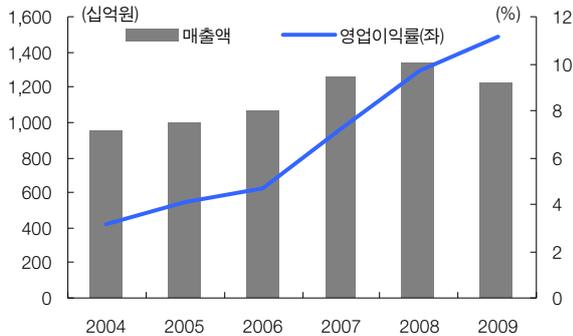
자료 : 공정거래위원회, HMC투자증권

〈그림2〉 S&T그룹 M&A 추이



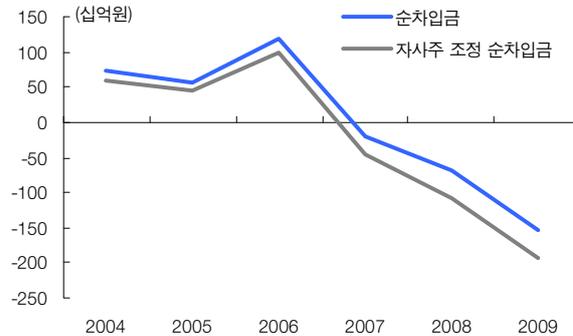
자료 : HMC투자증권

〈그림3〉 S&T그룹 실적 추이



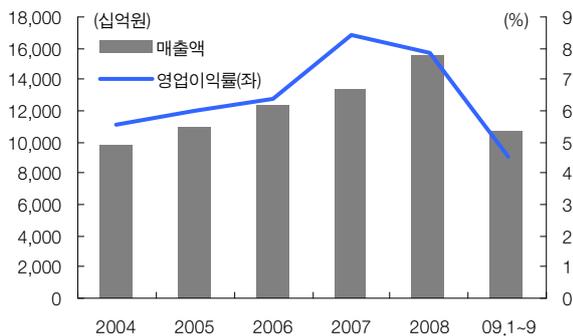
주 : S&T홀딩스, S&TC, S&T중공업, S&T대우, S&T모터스 합산기준
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림4〉 S&T그룹 순차입금 추이



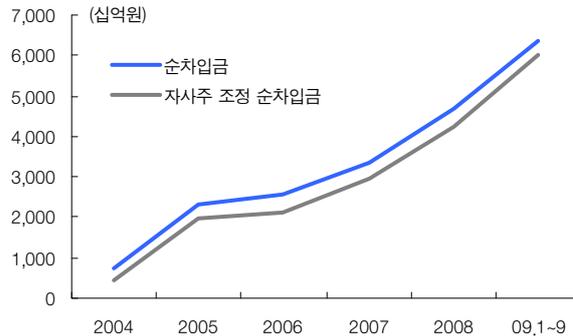
주 : 자사주는 장부가로 평가
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림5〉 두산그룹 실적 추이



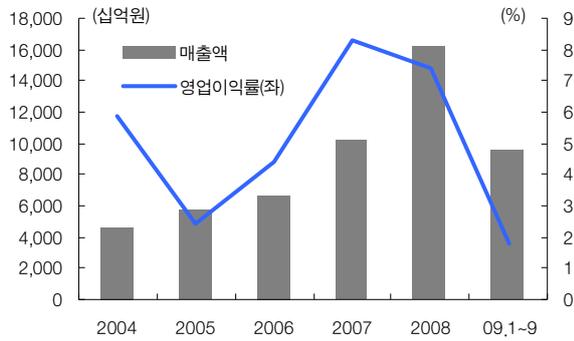
주 : 두산, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산건설, 두산엔진, 두산메카텍 합산기준
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림6〉 두산그룹 순차입금 추이



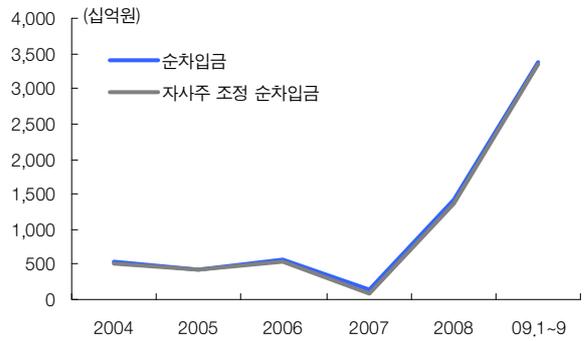
주 : 자사주는 장부가로 평가
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림7〉 STX그룹 실적 추이



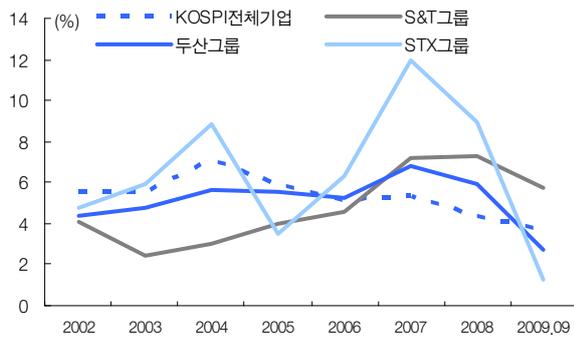
주 : STX, STX조선, STX엔진, STX팬오션, STX엔피코 합산 기준
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림8〉 STX그룹 순차입금 추이



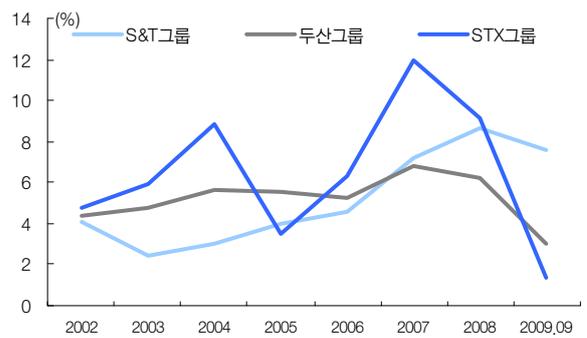
주 : 자사주는 장부가로 평가
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림9〉 ROA(영업이익 기준) 추이



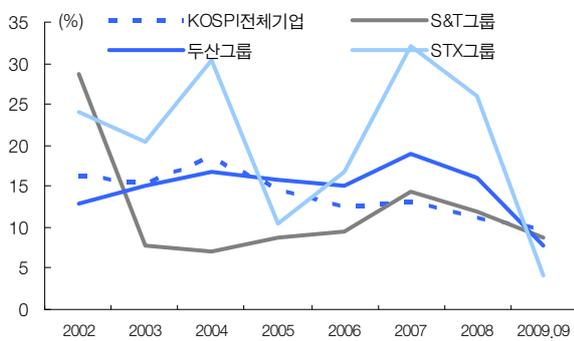
주 : 2002년 이후 각 그룹 상장사의 합산 재무제표 기준, 인수시기와 무관
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림10〉 ROA 추이 - 자산재평가금액 제외



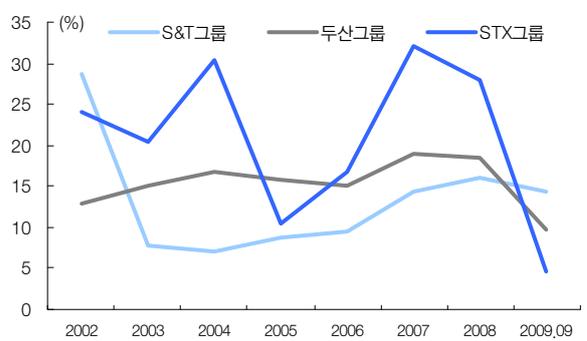
주 : 2008년 S&T그룹은 5,606억원, 두산그룹 1조 4,349억원, STX그룹 6,073억원의 자산재평가차액 발생
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림11〉 ROE(영업이익 기준) 추이



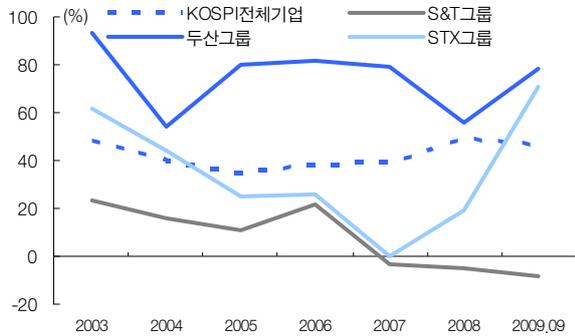
주 : 2002년 이후 각 그룹 상장사의 합산 재무제표 기준, 인수시기와 무관
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림12〉 ROE 추이 - 자산재평가 배제 시



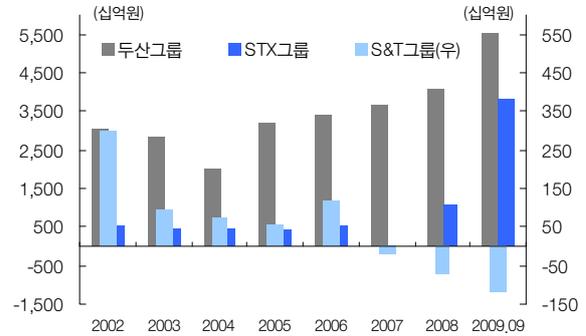
주 : 2002년 이후 각 그룹 상장사의 합산 재무제표 기준, 인수시기와 무관
자료 : WiseIn, HMC투자증권

〈그림13〉 순차입금/자본총계 추이



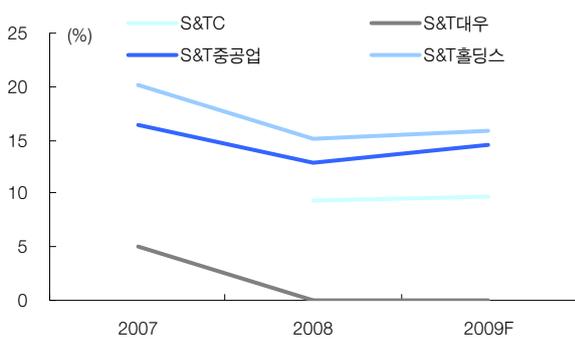
주 : 2002년 이후 각 그룹 상장사의 합산 재무제표 기준, 인수시기와 무관
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림14〉 순차입금 추이



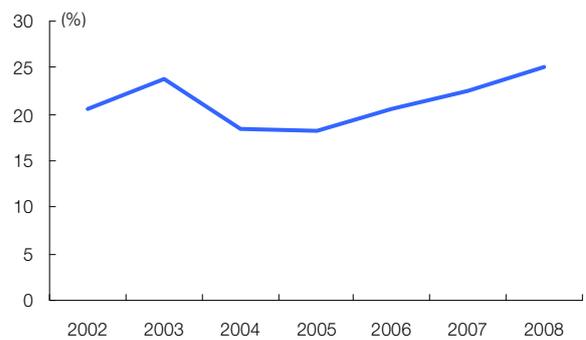
주 : 2002년 이후 각 그룹 상장사의 합산 재무제표 기준, 인수시기와 무관
자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림15〉 S&T 주요 계열사 배당성향



자료 : Wisefn, HMC투자증권

〈그림16〉 상장사 배당성향

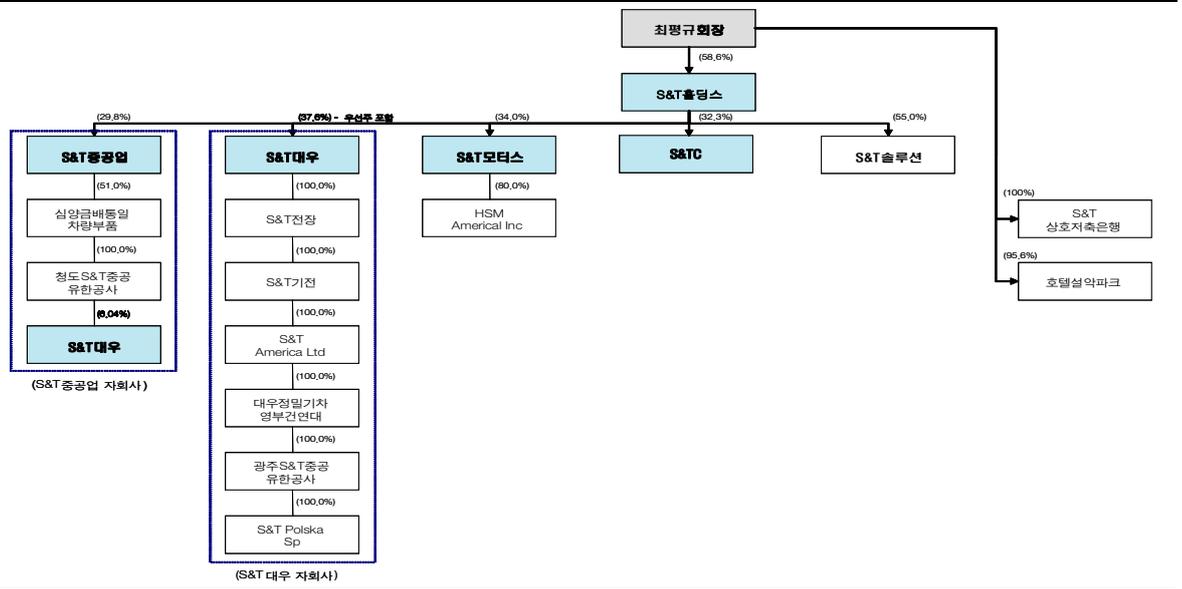


자료 : Wisefn, HMC투자증권

모든 주가는 지표상 저평가

S&T그룹 주요 3사(S&TC, S&T중공업, S&T대우)의 합산 재무제표 기준 2010년 PER은 6.6배, EV/EBITDA 3.5배, ROE(순이익 기준) 12.1%, PBR 0.8배로 거의 모든 측면에서 저평가 되어 있다. 또한 순현금이 1,321억원으로 재무구조도 우량하다. 보유현금이 많아 자산효율성을 떨어뜨릴 수도 있으나, 경제상황이 불안할 때는 할증요인이 될 수도 있을 것이다. S&TC(100840, 목표주가 47,000원)와 S&T중공업(003570, 목표주가 22,800원)에 대해 매수 의견을 유지하며, S&T대우(064960, 목표주가 33,400원)는 매수 의견으로 신규 커버리지를 개시한다. 주요 계열사의 실적개선으로 S&T홀딩스의 주가도 탄력을 받을 것으로 보이며, 올해 흑자전환과 전기 스쿠터 출시가 예정되어 있는 S&T모터스에도 관심을 가질 만하다.

<그림 17> S&T 그룹 지배구조



자료: HMC투자증권

<표1> S&T 홀딩스 적정주가 계산

보유주식	주식수	총 주식수	지분율	시총(십억원)	NAV(십억원)
listed					
S&TC	2,950,000	2,373,000	32.3%	226.7	73.3
S&T중공업	9,670,441	32,231,700	29.8%	409.2	121.9
S&T대우	5,499,000	14,623,136	37.6%	288.1	108.3
S&T모터스	37,620,979	110,592,218	34.0%	65.2	22.2
소계					325.7
지회사 지분가치					325.7
a) Discount된 지분가치			Discount 30%		228.0
b) 순현금					33.0
적정시총(a+b)					261.0
적정주가(원)					17,031
현재 홀딩스 주가					14,000
상승여력					21.6%

자료: HMC투자증권

S&T그룹 주요 3사 합산 재무제표 (S&TC, S&T중공업, S&T대우)

(단위:십억원)

손익계산서	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	970	1,187	1,091	1,471	1,839
매출원가	822	985	896	1,198	1,497
매출총이익	149	202	195	273	342
판매관리비	71	87	78	98	113
인건비	10	14	13	15	17
일반관리비	42	49	45	55	63
판매비	18	22	19	26	32
영업이익	78	114	117	175	230
(영업이익률)	8.0	9.6	10.7	11.9	12.5
영업외수익	35	87	47	42	43
이자수익	5	8	10	12	13
외환이익	2	41	27	22	22
지분법이익	13	4	4	4	5
영업외비용	30	71	55	45	40
이자비용	16	10	16	10	7
외환손실	8	36	31	24	21
지분법손실	0	6	6	5	5
(영업외수지)	5	16	-9	-3	3
세전사업이익	82	131	108	172	233
법인세비용	9	30	22	31	49
계속사업이익	73	100	87	141	184
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	73	100	87	141	184
EBITDA	102	139	144	204	260

(단위:십억원)

대차대조표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	564	680	835	895	1,116
현금성자산	163	248	384	324	414
단기투자자산	0	6	6	6	6
매출채권	270	243	281	362	447
재고자산	108	160	143	175	214
비유동자산	396	987	987	1,004	1,025
투자자산	91	130	122	127	131
유형자산	284	851	856	870	886
무형자산	6	2	5	5	5
자산총계	960	1,667	1,822	1,899	2,142
유동부채	438	478	541	485	556
매입채무	199	201	207	279	348
단기차입금	61	178	234	104	104
유동성장기부채	104	1	0	0	0
비유동부채	73	181	185	187	190
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	511	659	725	672	746
자본금	154	160	160	160	160
자본잉여금	29	89	89	89	89
자본조정 등	-13	399	408	408	408
이익잉여금	280	361	440	570	739
자본총계	449	1,008	1,097	1,227	1,396
부채와자본총계	960	1,667	1,822	1,899	2,142

(단위:십억원)

현금흐름표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	93	136	104	132	158
당기순이익	73	100	87	141	184
유형자산감가상각비	22	23	25	27	28
무형자산상각비	2	2	2	2	2
외환손실(이익)	6	-6	6	0	-2
지분법손실(이익)	-12	2	2	1	0
운전자본감소(증가)	-13	-15	-14	-40	-56
기타	15	30	-3	2	2
투자활동현금흐름	1	-38	-108	-18	-57
설비투자	-17	-32	-30	-40	-45
투자자산감소(증가)	61	-6	11	-4	-4
유형자산처분	2	2	5	12	10
기타	-46	-2	-94	13	-18
재무활동현금흐름	-38	-22	48	-140	-15
단기차입금증가(감소)	1	117	56	-130	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-6	-7	-7	-10	-15
자본금증가(감소)	0	0	1	0	0
기타	-34	-131	-1	0	0
현금증가(감소)	56	77	44	-26	86
기초현금	55	123	200	244	217
기말현금	111	200	244	217	303

(단위:원배,%)

투자지표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
EPS	1,657	1,979	1,694	2,746	3,596
수정EPS	1,657	1,979	1,694	2,746	3,596
BPS	10,226	19,853	21,429	23,970	27,267
DPS	151	137	188	281	354
CFPS	2,118	2,672	2,039	2,579	3,091
EBITDAPS	2,329	2,741	2,818	3,984	5,081
PER	11.0	5.1	13.0	6.6	5.0
수정PER	11.0	5.1	13.0	6.6	5.0
PBR	1.8	0.5	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.8	3.2	6.8	3.5	2.4
배당수익률	0.8	1.4	0.9	1.6	2.0
매출총이익률	15.3	17.0	17.9	18.5	18.6
영업이익률	8.0	9.6	10.7	11.9	12.5
순이익률	7.5	8.5	7.9	9.6	10.0
EBITDA Margin	10.5	11.7	13.2	13.9	14.1
ROE	16.2	10.0	8.2	12.1	14.0
ROA	7.6	6.0	5.0	7.6	9.1
매출액증가율	16.2	22.3	-8.1	34.8	25.0
영업이익증가율	69.4	47.4	2.4	49.6	31.0
순이익증가율	91.7	38.2	-13.8	62.2	30.9
부채비율	113.8	65.3	66.1	54.8	53.4
순차입금비율	0.3	-6.8	-13.7	-17.9	-22.2
이자보상배율	4.8	11.5	7.3	18.0	34.4

자료: HMC투자증권

1. S&TC (100840)

강영일 연구위원
02) 3787-2302 / jerry@hmcib.com
안세환 연구원
02) 3787-2584 / sehwan.ahn@hmcib.com

Buy (유지)

현재가(2/8) : 32,000원
목표주가 : 47,000원

52주 최고/최저: 40,850원/12,100원

시가총액: 2,267억원

일평균거래대금(60일): 28.6억원

자본금/액면가: 36억원/500원

외국인지분: 1.45%

주요주주: S&T홀딩스 32.3%

2010년 PER 6.1배, PBR 1.1배, ROE 19.0배로 절대 저평가

S&TC에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 47,000원을 유지한다. 동사는 2010년 PER 6.1배, PBR 1.1배, ROE 19.0배에 불과하다. 시장평균 PER이 10배 수준임을 감안하면 절대 저평가된 상황이다. ROE와 PBR의 관계를 고려하더라도 너무 싸다. 2010년 실적 또한 양호할 것으로 전망된다. 올해 신규수주는 3,700억원으로 전년 대비 23% 증가할 전망이다. Air Cooler는 작년 수준(2,300억원)을 유지할 것이고, HRSG는 LNG의 상대가격 하락과 미국의 복합화력 발전소 증설로 수주가 증가할 것이다. 또한 Foster Wheeler의 기술이전으로 신울진 1.2호기 원전 BOP 수주가 기대되며, 서유럽 수준으로 대기오염 물질을 규제해야 하는 동유럽에서 탈질설비를 수주할 가능성이 높다.

업계 최고의 수익성과 재무구조, 강력한 수주모멘텀

업계 최고의 수익성과 재무구조, 강력한 수주 모멘텀을 가진 동사의 주가는 재평가되어야 한다. 환율하락으로 2010년 영업이익률은 하락할 가능성이 높지만, 동사의 수익성은 여전히 업계 최고 수준이다. 원/달러 환율이 1,000원을 하회했던 2006년과 2007년에도 영업이익률이 10%를 상회했다. 환율이 1,100원대를 하회하지 않는다면, 동사는 18% 내외의 고수익을 유지할 수 있을 것이다. 2010년 영업이익률은 17.8%로 전망된다.

자산가치 또한 탁월하다. 작년 말 500억원의 순현금을 보유하고 있고, 보유 부동산의 장부가만 1,176억원이다. 현금과 부동산 가치만 해도 시가총액 2,267억원의 74%에 달한다. 작년 말 자산재평가로 장부가가 시장가치와 근접했지만, 금년 말 기준 PBR 1.1배는 동사의 ROE 19.0%에 비해 지나치게 낮다. 동사의 자본비용이 10.4%이므로 논리적으로는 PBR이 1.8배까지 상승해야 한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2007	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0/0.0	0.0	0.0	0.0
2008	200	38	42	30	39	4,748	0.0	6.8/1.4	1.0	2.6	41.7
2009F	183	44	47	36	45	5,094	7.3	6.9	1.4	4.3	22.2
2010F	249	44	48	37	46	5,248	3.0	6.1	1.1	3.6	19.0
2011F	308	54	60	46	57	6,543	24.7	4.9	0.9	2.5	19.8

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강영일, 안세환) 이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주가차로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶업종 투자의견 분류:HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함

- 비중확대(Overweight) : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- 중립(Neutral) : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- 비중축소(Underweight) : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶투자기간 및 투자의견:HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자의견은 3단계로 구분함.

- 매수(Buy) : 해당 종목의 초과수익률 15%p 이상
- 보유(Hold) : 해당 종목의 초과수익률 -15~15%p 이내
- 매도(Sell) : 해당 종목의 초과수익률 -15%p 이하

Air Cooler에 HRSG 더해져 2010년 본격 성장 진입

중동발 플랜트 발주 붐으로 Air Cooler 수주 증가

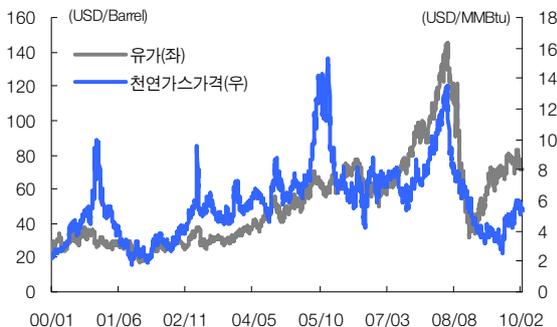
유가상승으로 중동국가들의 플랜트 투자가 본격화되면서 S&TC의 Air Cooler 수주는 향후 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 중동국가의 플랜트 발주는 08년 말 유가하락과 함께 주춤하였으나, 작년 유가가 회복세를 보이면서 다시 붐을 일으키고 있다. 국내 EPC업체들이 2009년 하반기 중동지역으로부터 수주한 산업설비는 257억 달러로 상반기 대비 800% 이상 증가했다. 통상적으로 EPC업체의 수주시점부터 6개월 후에 부문별 재발주가 이루어지기 때문에 올해 상반기에도 동사의 Air Cooler 수주 모멘텀은 지속될 것으로 전망된다. 향후 유가의 추가적인 하락 가능성은 낮아 중동국가들의 플랜트 투자가 지속될 것이라는 점 또한 긍정적이다.

Air Cooler의 저가 수주 가능성도 낮다. 국내 Air Cooler 시장은 S&TC와 비상장사인 KHE의 과점체제고, KHE는 대규모 KIKO손실을 입어 S&TC와 저가에 수주 경쟁을 벌일 가능성은 낮아 보인다. 또한 동사의 Air Cooler 수주에서 국내업체 비중은 15~20%에 불과하다.

HRSG 수주 본격 회복: 1)원유와 LNG 가격 gap 2)미국가스발전소 증설

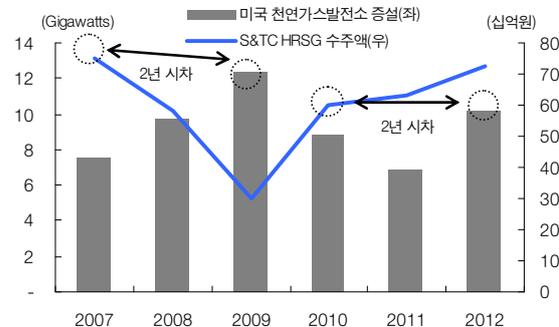
2010년은 동사의 HRSG 수주의 본격적인 회복을 알리는 해가 될 것이다. 이유는 1) LNG와 원유의 가격 갭(gap)이 크고 2) 미국가스발전소 증설로 미국발 수주가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 1) 우선 현재의 고유가와 저LNG가격이라는 환경은 동사의 폐열회수장치 수주에 우호적으로 작용할 전망이다. 08년 말 유가는 저점을 찍은 후 배럴당 70달러까지 반등한데 비해 LNG 가격은 여전히 5~6달러/MMBtu 수준에 머물러 있다. 중국, 인도 등 신흥국의 석유 수요 증가와 세계 경제 회복을 고려할 때 유가는 현재의 70~80달러 수준을 유지할 것으로 보이며, 과잉공급으로 인한 현재의 낮은 LNG 가격 또한 지속될 가능성이 높다. LNG 가격이 낮아짐에 따라 청정연료를 사용하는 LNG 복합화력발전소 건설은 증가할 것이다. 2) 미국은 2012년에 총 10,156 MW의 천연가스 복합화력발전소 증설을 계획 중이다. 통상 발전소 완공과 설비수주 사이에는 2년의 시간차가 존재한다. 이는 발전소 건설에 2년 선행하는 S&TC의 HRSG 수주 증가로 이어질 가능성이 높다.

〈그림1〉 유가와 천연가스 가격 추이



자료 : Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 미국가스발전소 증설과 S&TC의 HRSG수주액 추이



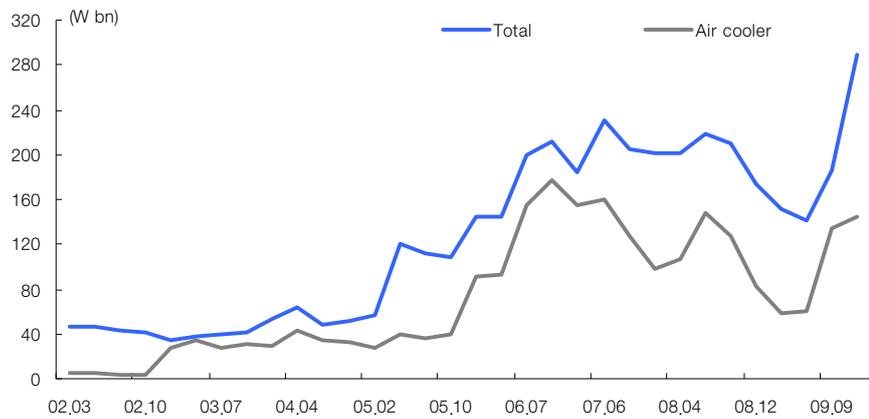
자료 : S&TC, EIA, HMC투자증권

<표1> 2009 이후 주요 수주 실적

프로젝트별 수주설비	수주시기	완공시기	수주액(십억원)	계약상대
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.01	2009.12	3.3	J. Ray Modermott
폐열회수장치(HRSG) 공급계약	2009.03	2010.04	7.3	Vogt Power
폐열회수장치(HRSG) 공급계약	2009.03	2010.02	3.9	CMI
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.04	2010.03	10.4	Saipem
호남화력 1,2호기 탈질설비 공사	2009.05	2010.08	16.1	한국동서발전
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.06	2010.04	8.3	Petrofac
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.07	2010.08	4.4	현대중공업
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.09	2010.10	16.3	Tehran-Joncob Bina JV
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.09	2011.08	68.8	kellogg Joint Venture
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.10	2010.09	5.5	Petrofac
폐열회수장치(HRSG) 공급계약	2009.10	2010.10	4.7	VPI
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.10	2011.02	15.7	TECHNIP
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.10	2010.09	11.4	SKEC
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.10	2011.07	18.5	JGC/Tecnimont JV
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.11	2010.06	4.3	Saipem
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2009.12	2010.12	12.4	Tecnicas Reunidas
공랭식열교환기(Air Cooler) 공급계약	2010.01	2011.02	40.7	JGC/Tecnimont JV
폐열회수장치(HRSG) 공급계약	2010.01	2010.08	6.8	L&T
합 계			258.7	

자료 : S&TC, HMC투자증권

<그림3> S&TC의 Air Cooler 수주잔액 추이



주: 07년 이전은 분할 전 S&TC 숫자임
 자료: S&TC, HMC투자증권

〈표2〉 KHE 주요 재무사항

(단위: 백만원)

항목	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
매출액	15,429	21,497	16,056	26,638	33,064	60,063	78,881	83,543	71,825
영업이익	-1,039	1,188	-6,211	2,474	3,538	4,751	7,303	6,405	8,330
영업이익률	-6.7	5.5	-38.7	9.3	10.7	7.9	9.3	7.7	11.6
당기순이익	-1,794	35	-7,554	1,218	1,450	2,521	4,025	3,010	-11,618
자산총계	30,302	29,204	19,926	27,720	31,265	40,073	59,669	83,976	99,614
총차입금	15,383	12,267	13,484	13,334	14,800	12,637	18,081	28,741	57,480
자본총계	9,577	9,692	2,138	4,924	6,381	8,902	12,671	22,200	22,069

자료: KHE, HMC투자증권

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
09/09/15	매수	47,000원			
09/11/24	매수	47,000원			
10/02/10	매수	47,000원			

▶ 최근 2년간 S&TC 주가 및 목표주가



(단위:십억원)

손익계산서	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	0	200	183	249	308
매출원가	0	148	125	186	231
매출총이익	0	52	58	63	77
판매관리비	0	15	14	19	23
인건비	0	4	4	5	6
일반관리비	0	5	5	7	8
판매비	0	5	5	6	8
영업이익	0	38	44	44	54
(영업이익률)	0.0	18.9	24.1	17.8	17.6
영업외수익	0	19	14	13	15
이자수익	0	1	2	3	4
외환이익	0	18	12	10	11
지분법이익	0	0	0	0	0
영업외비용	0	15	12	9	9
이자비용	0	0	2	2	2
외환손실	0	8	10	7	7
지분법손실	0	0	0	0	0
(영업외수지)	0	5	2	4	6
세전사업이익	0	42	47	48	60
법인세비용	0	12	10	11	13
계속사업이익	0	30	36	37	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	30	36	37	46
EBITDA	0	39	45	46	57

(단위:십억원)

대차대조표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	0	93	176	192	235
현금성자산	0	25	101	93	118
단기투자자산	0	6	6	6	6
매출채권	0	40	46	62	74
재고자산	0	17	16	22	28
비유동자산	0	124	129	137	144
투자자산	0	7	7	7	7
유형자산	0	117	119	128	135
무형자산	0	0	2	2	2
자산총계	0	217	304	329	380
유동부채	0	51	104	94	101
매입채무	0	24	26	35	42
단기차입금	0	0	50	30	30
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	21	22	22	23
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	0	72	125	116	124
자본금	0	4	4	4	4
자본잉여금	0	43	43	43	43
자본조정 등	0	69	69	69	69
이익잉여금	0	30	64	97	140
자본총계	0	146	179	213	256
부채와자본총계	0	217	304	329	380

(단위:십억원)

현금흐름표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	0	23	32	23	34
당기순이익	0	30	36	37	46
유형자산감가상각비	0	1	1	2	2
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
외환손실(이익)	0	-3	3	0	-1
지분법손실(이익)	0	0	0	0	0
운전자본감소(증가)	0	-6	-4	-13	-10
기타	0	1	-4	-3	-3
투자활동현금흐름	0	-10	-53	-8	-5
설비투자	0	0	-3	-10	-10
투자자산감소(증가)	0	-3	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
기타	0	-7	-50	2	5
재무활동현금흐름	0	0	47	-24	-4
단기차입금증가(감소)	0	0	50	-20	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-3	-4	-4
자본금증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금증가(감소)	0	13	27	-9	25
기초현금	0	12	25	51	43
기말현금	0	25	51	43	68

(단위:원,배%)

투자지표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
EPS	0	4,748	5,094	5,248	6,543
수정EPS	0	4,745	5,094	5,248	6,543
BPS	0	20,577	25,272	30,021	36,065
DPS	0	400	500	500	600
CFPS	0	4,903	5,276	5,514	6,887
EBITDAPS	0	6,061	6,395	6,494	7,978
PER	0.0	4.2	6.9	6.1	4.9
수정PER	0.0	4.2	6.9	6.1	4.9
PBR	0.0	1.0	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	0.0	2.6	4.3	3.6	2.5
배당수익률	0.0	2.2	1.4	1.6	1.9
매출총이익률	0.0	26.1	31.8	25.2	25.0
영업이익률	0.0	18.9	24.1	17.8	17.6
순이익률	0.0	15.2	19.7	15.0	15.1
EBITDA Margin	0.0	19.4	24.8	18.5	18.4
ROE	0.0	41.7	22.2	19.0	19.8
ROA	0.0	28.0	13.8	11.7	13.1
매출액증가율	0.0	0.0	-8.8	35.9	23.9
영업이익증가율	0.0	0.0	16.3	0.3	22.6
순이익증가율	0.0	0.0	18.6	3.0	24.7
부채비율	0.0	49.2	69.9	54.5	48.6
순차입금비율	0.0	-17.1	-28.8	-29.8	-34.4
이자보상배율	0.0	0.0	29.3	27.6	36.1

2. S&T중공업 (003570)

강영일 연구위원
02) 3787-2302 / jerry@hmcib.com
안세환 연구원
02) 3787-2584 / sehwan.ahn@hmcib.com

Buy (유지)

현재가(2/8) : 12,600원
목표주가 : 22,800원

52주 최고/최저 : 17,200원/7,940원

시가총액 : 4,092억원

일평균거래대금(60일) : 29.1억원

자본금/액면가 : 837억원/2,500원

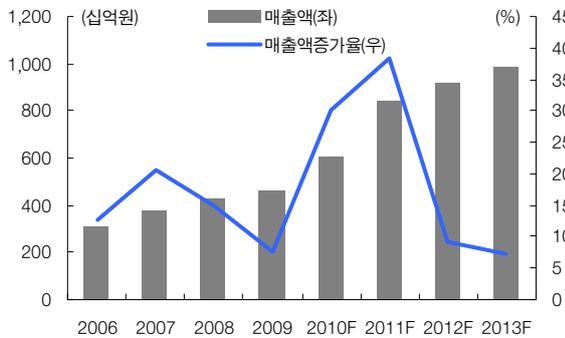
외국인지분 : 6.86%

주요주주 : S&T홀딩스 29.8%

방위산업은 진정한 Long-term Business

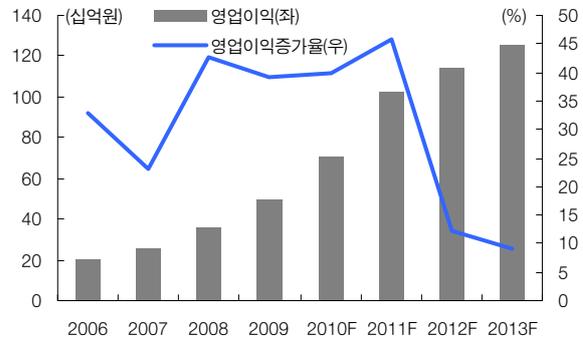
S&T중공업에 대해 ‘매수’ 의견과 목표주가 22,800원을 유지한다. 2010년과 2011년 PER은 각각 6.8배와 4.7배에 불과하다. 이익기여도가 65~70%에 달하는 방산부문의 실적 가시성이 높기 때문에 시장보다 할증하는 것이 타당하며, 현재 주가는 매우 저평가됐다. EPS는 2009년 1,287(+28.7%)원에서, 2010년 1,858원(+ 44.3%), 2011년 2,678원(+ 44.2%)로 가파르게 증가할 것이다. 방산부문에서는 국내 사업의 성장에 해외수출이 더해질 것이고, 상용차 부품의 해외OEM 납품이 증가하고, 가장 부진했던 공작기계도 수익 사업으로 성장할 것이다. 방산 매출(군용차량 포함)은 2009년 2,468억원에서 2011년 4,520억원으로, 상용차 부품 수출은 320억원에서 1,410억원으로, 공작기계 매출은 457억원에서 751억원으로 증가할 전망이다. S&T중공업의 2010년 실적은 매출액 6,088억원, 영업이익 703억원, 순이익 603억원으로 추정된다. 한국의 인구조상 국방에 대한 투자는 장기적으로 지속될 수 밖에 없다. 국방개혁 2020에 따라 정규군을 2020년까지 51.8만명 수준으로 감축하더라도 2023년부터 입영자원이 부족해진다. 이러한 인력 공백은 화력장비에 대한 투자와 무인화로 해결할 수 밖에 없을 것이다. 또한 정부입장에서는 방산 분야에 대규모 투자가 불가피하기 때문에 이를 수출산업으로 육성하고자 하는 것이다.

〈그림4〉 S&T중공업 매출액 추이



자료: S&T중공업, HMC투자증권

〈그림5〉 S&T중공업 영업이익 추이



자료: S&T중공업, HMC투자증권

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2007	378	25	32	26	34	814	-6.1	20.0/6.8	1.3	9.8	10.8
2008	435	36	46	32	46	1,000	22.9	13.5/5.4	0.5	5.5	8.5
2009F	468	50	52	42	61	1,287	28.7	12.7	0.9	6.8	7.9
2010F	609	70	75	60	82	1,858	44.3	6.8	0.7	3.1	10.3
2011F	842	102	109	87	115	2,678	44.2	4.7	0.6	1.9	13.4

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성: 강영일, 안세환) 이 조서자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등)발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주권사로 참여하지 않았습니다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

▶업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자기준은 3등급으로 구분되며, 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함

- 비중확대(Overweight) : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- 중립(Neutral) : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- 비중축소(Underweight) : 업종 펀더멘털의 악화과 함께 업종주가의 하락 기대

▶투자기간 및 투자 의견: HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자 의견은 3단계로 구분함.

- 매수(Buy) : 해당 종목의 초과수익률 15%p 이상
- 보유(Hold) : 해당 종목의 초과수익률 -15~15%p 이내
- 매도(Sell) : 해당 종목의 초과수익률 -15%p 이하

2010년이 기다려지는 세 가지 이유

1. 방산: 내수 뿐 아니라 수출도 있다.

우선 국내에 집중됐던 방산수주가 해외로 확대될 가능성이 높다. 정부는 방산물자 교역지원센터를 출범시켜 수출을 촉진하려 한다. 더구나 동사는 완성품이 아닌 구성품을 생산하기 때문에 수출 확대가 더 용이할 것이다. 영업이익 기여도가 높은 방산부문의 매출비중이 늘어남에 따라 전체 영업이익률 또한 상승할 전망이다. 방산부문의 이익기여도는 올해 70%를 상회할 것으로 보인다.

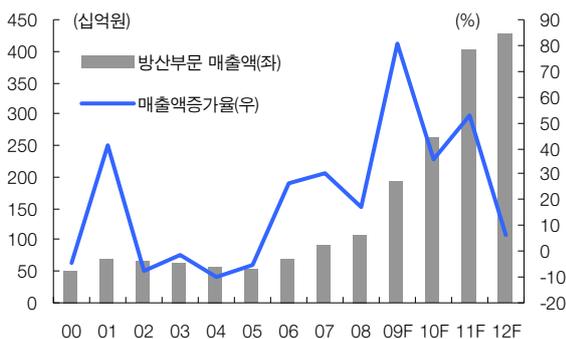
2. 상용차 수요회복과 글로벌 소싱

수요회복과 글로벌 소싱이 맞물리면서 상용차 부품 수출과 수주가 급증할 것이다. 기존의 다임러 트럭뿐만 아니라, 만(MAN)/나비스타(Navistar)/볼보(Volvo)/존디어(John Deere)와도 계약을 진행 중이거나 체결했다. 차량부문의 수출액은 2009년 319억원, 2010년 581억원, 2011년 1,401억원으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 또한 수출 마진이 더 높아 현재 5% 수준인 차량부문의 영업이익률이 2011년엔 7%를 상회할 것이다.

3. 공작기계: 선택과 집중으로 수익성 향상

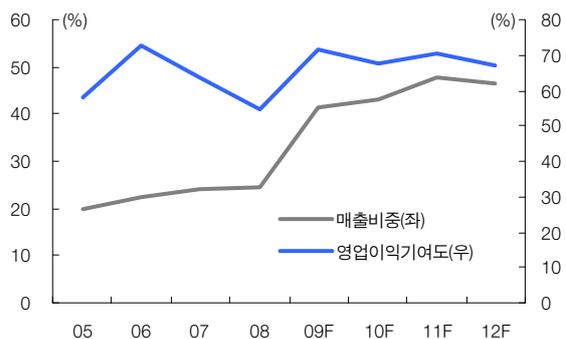
2006년까지 만성적자를 기록했던 공작기계의 수익성이 크게 개선될 것이다. 수직선반, 기어 가공기 등 대형공작기계로 사업을 집중시켜 동 부문의 영업이익률은 08년 1.3%에서 09년 4.5%, 10년 8.0%로 상승할 전망이다. 동사가 집중하고 있는 대형공작기계는 풍력, 플랜트부품 제작에 주로 사용되기 때문에 지금도 수요가 좋다. 대형공작기계는 동사가 신규사업으로 추진중인 풍력용 증속기 생산에도 그대로 적용될 수 있다. 공작기계 수요 또한 회복되고 있어 올해 713억원, 2011년 750억원의 매출이 예상된다.

<그림6> 방산부문 매출액 증가 추이



자료: S&T중공업, HMC투자증권

<그림7> 방산부문 영업이익 기여도



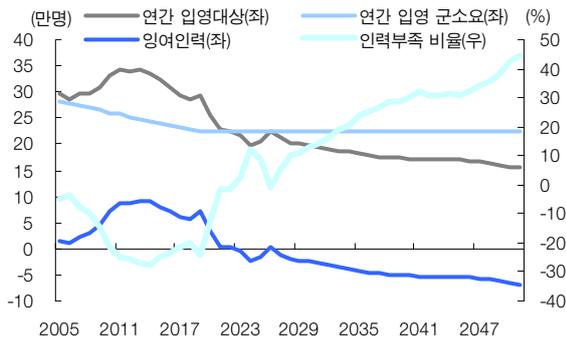
자료: S&T중공업, HMC투자증권

〈표3〉 S&T중공업 주요 방산 수주 내역

방산업체	판매제품	계약금액(십억원)	공급기간
국방과학연구소	1500마력 변속기 개발계약	-	-
삼성테크윈	K9 변속기 외 4종	110.5	'08.12 ~ '12.06
삼성테크윈	K10 변속기 외 3종	94.5	'08.12 ~ '11.03
방위사업청	40mm 함포포신 외 3항목	9.0	'08.12 ~ '14.10
AT (미국)	X1100 변속기 Kit Offset	17.0	'08.12 ~ '12.12
삼성테크윈	K77 동력전달장치 조립체	6.5	'08.12 ~ '10.09
두산DST	K21 자동변속기 외 8항목	84.7	'08.12 ~ '10.09
삼성테크윈(터키)	K9 변속기	18.4	'09.03 ~ '09.10
방위사업청	장갑차 변속기 성능개량	12.7	'09.05 ~ '10.11
GD ATP (미국)	A-50 경공격기 Gun System	14.2	'09.07 ~ '13.12
방위사업청	차기중기관총 체계통합/화기	1.6	'09.09 ~ '10.12
방위사업청	스마트무인항공기 개발	-	-
두산DST	K21 자동변속기 등 공급계약	134.2	10.01 ~ '12.11

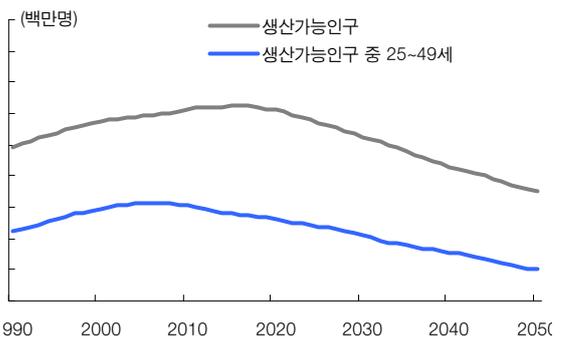
자료: S&T중공업, HMC투자증권

〈그림8〉 한국의 입영대상 인력 부족 비율



자료: 통계청, 국방부, HMC투자증권

〈그림9〉 한국의 생산가능인구 추이



자료: 통계청, HMC투자증권

〈표4〉 글로벌 상용차업체와 상용차부품 공급현황

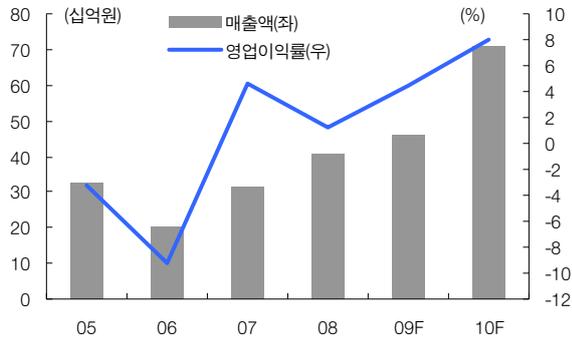
순위	업체명	2008년		2007년	
		판매량 (천대)	시장점유율 (%)	판매량 (천대)	시장점유율 (%)
1	Daimler Trucks	329,8	15,2	349,6	14,9
2	Volvo Global Trucks	176,0	8,1	178,5	7,6
3	Dongfeng	166,9	7,7	162,4	6,9
4	FAW	155,5	7,1	155,0	6,6
5	Paccar Group	122,8	5,6	130,6	5,6
6	Tata Motors	113,3	5,2	148,3	6,3
7	Navistar	92,8	4,3	105,5	4,5
8	MAN Commercial vehicles	82,5	3,8	77,3	3,3
9	Toyota/Hino	78,8	3,6	66,3	2,8
10	Isuzu Motors	72,0	3,3	61,2	2,6
11	Iveco	70,0	3,2	71,6	3,1
12	Scania	60,3	2,8	61,4	2,6
13	Foton	59,3	2,6	52,6	2,6

주1: Daimler truck은 Benz truck(독), Freightliner(미), MFTBC(일)을 포함

주2: 실선은 S&T중공업이 현재 양산공급중인 업체, 점선은 계약 진행중인 업체

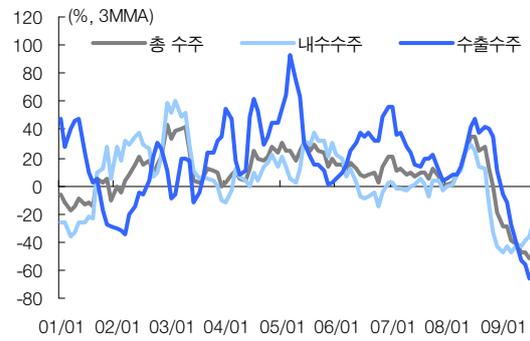
자료: S&T중공업, HMC투자증권

〈그림10〉 공작기계사업의 매출액과 영업이익률 추이



자료: S&T중공업, HMC투자증권

〈그림11〉 한국 공작기계 수주 추이



자료: 한국공작기계공업협회, HMC투자증권

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	일자	투자이건	목표주가
09/06/01	매수	22,800원			
09/08/06	매수	22,800원			
09/12/03	매수	22,800원			
10/02/10	매수	22,800원			

▶ 최근 2년간 S&T중공업 주가 및 목표주가



(단위:십억원)

손익계산서	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	378	435	468	609	842
매출원가	337	381	400	517	713
매출총이익	42	54	68	91	129
판매관리비	16	18	18	21	26
인건비	5	6	5	6	6
일반관리비	7	8	7	9	12
판매비	4	5	5	6	8
영업이익	25	36	50	70	102
(영업이익률)	6.7	8.3	10.7	11.5	12.2
영업외수익	13	20	11	11	10
이자수익	2	3	3	5	5
외환이익	1	10	3	2	1
지분법이익	7	0	0	0	0
영업외비용	6	10	9	6	4
이자비용	5	3	4	1	0
외환손실	0	1	3	2	1
지분법손실	0	1	0	0	0
(영업외수지)	7	10	2	5	6
세전사업이익	32	46	52	75	109
법인세비용	6	14	10	15	22
계속사업이익	26	32	42	60	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	32	42	60	87
EBITDA	34	46	61	82	115

(단위:십억원)

대차대조표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	251	274	372	393	512
현금성자산	88	79	180	154	190
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	102	111	112	140	194
재고자산	55	79	75	91	118
비유동자산	210	484	480	485	493
투자자산	48	55	49	49	49
유형자산	149	427	429	434	442
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	461	757	852	878	1,005
유동부채	163	169	203	172	219
매입채무	67	74	94	122	168
단기차입금	55	45	60	0	0
유동성장기부채	1	1	0	0	0
비유동부채	40	91	93	95	97
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	203	260	296	267	317
자본금	81	83	84	84	84
자본잉여금	5	22	22	22	22
자본조정 등	-13	191	211	211	211
이익잉여금	187	202	239	294	371
자본총계	259	498	556	610	688
부채와자본총계	461	757	852	878	1,005

(단위:십억원)

현금흐름표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	37	29	73	55	66
당기순이익	26	32	42	60	87
유형자산감각비	8	9	10	11	12
무형자산감각비	1	1	1	1	1
외환손실(이익)	0	-2	2	0	-1
지분법손실(이익)	-7	1	0	0	0
운전자본감소(증가)	3	-22	21	-16	-34
기타	7	11	-3	0	1
투자활동현금흐름	33	24	17	-19	-28
설비투자	-9	-14	-12	-15	-20
투자자산감소(증가)	76	13	7	0	0
유형자산처분	1	1	0	2	0
기타	-35	24	22	-6	-8
재무활동현금흐름	-37	-39	10	-66	-9
단기차입금증가(감소)	0	-10	15	-60	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-3	-4	-4	-6	-9
자본금증가(감소)	0	0	1	0	0
기타	-34	-24	-1	0	0
현금증가(감소)	33	14	100	-30	28
기초현금	17	51	65	164	134
기말현금	51	65	164	134	163

(단위:원,배%)

투자지표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
EPS	814	1,000	1,287	1,858	2,678
수정EPS	795	938	1,258	1,858	2,678
BPS	8,812	16,538	17,593	19,262	21,658
DPS	150	150	200	300	400
CFPS	1,087	1,295	1,618	2,213	3,067
EBITDAPS	1,058	1,420	1,877	2,519	3,542
PER	14.0	8.8	12.7	6.8	4.7
수정PER	14.3	9.4	13.0	6.8	4.7
PBR	1.3	0.5	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.8	5.5	6.8	3.1	1.9
배당수익률	1.3	1.7	1.2	2.4	3.2
매출총이익률	11.0	12.4	14.5	15.0	15.3
영업이익률	6.7	8.3	10.7	11.5	12.2
순이익률	6.9	7.4	8.9	9.9	10.3
EBITDA Margin	9.0	10.5	13.0	13.4	13.7
ROE	10.8	8.5	7.9	10.3	13.4
ROA	5.8	5.3	5.2	7.0	9.2
매출액증가율	20.5	15.0	7.5	30.2	38.3
영업이익증가율	23.1	42.5	39.3	40.0	45.7
순이익증가율	-6.1	22.1	30.3	44.4	44.2
부채비율	78.3	52.2	53.2	43.8	46.0
순차입금비율	-12.3	-6.6	-21.5	-25.3	-27.6
이자보상배율	5.6	11.5	14.3	58.6	0.0

3. S&T대우 (064960)

강영일 연구위원
02) 3787-2302 / jerry@hmcib.com
안세환 연구위원
02) 3787-2584 / sehwan.ahn@hmcib.com

Buy (신규)

현재가(2/8) : 24,750원
목표주가 : 33,400원

52주 최고/최저 30,500원/7,690원

시가총액 2,881억원

일평균거래대금(60일) 12.2억원

자본금/액면가: 582억원/5,000원

외국인지분: 3.81%

주요주주: S&T홀딩스 22.4%

위기 후 수익창출력 더욱 강화

S&T대우에 대해 '매수' 의견과 목표주가 33,400원을 제시한다. 작년 2분기부터 시작된 강력한 실적 턴어라운드 는 올해도 지속될 것이다. 매출액은 6,133억원, 영업이익 608억원, EPS 2,946원으로 전년 대비 각각 39.3%, 165%, 390% 증가할 전망이다. 2010년 PER과 EV/EBITDA는 각각 6.7배와 3.7배에 불과하다. 목표주가는 Forward EPS 3,034원에 PER 11배를 적용했다.

동사는 GM대우 실적 악화의 직격탄을 맞아 2008년 2분기부터 2009년 1분기까지 실적이 급속히 악화됐다. 그러나 작년 2분기부터 실적이 개선되기 시작했고, 현재는 최고의 수익성을 달성했던 2007년보다 수익창출력이 더 강화됐다. 우선 인력구조조정으로 고정비 부담이 감소했다. 직원 수는 2007년 1,168명에서 2009년 950명으로 19% 줄었다. 같은 기간 GM대우에 대한 매출의존도는 69%에서 52%로 감소했다. 대신 현대모비스와 방위사업청에 대한 매출비중이 각각 3.5%에서 7.3%, 5.6%에서 13.3%로 증가했으며, GM의 월드카 전략에 따라 GME(유럽), GMNA(북미), SGM(중국)의 차기 소형차에 대한 수주가 크게 증가하고 있다. 뿐만 아니라 푸조 등 Non-GM에 대한 수주도 확대되고 있다. 인력감축에 따른 고정비 감소와 매출처 다변화는 수익성 향상으로 이어질 전망이다.

동사는 국내에서 유일하게 하드타입 하이브리드카(저속 운행시 모터로 구동)에 적용가능한 BLDC모터 기술을 확보하고 있어 향후 그린카 성장에 따른 수혜가 예상된다. 이미 GM Volt에 적용될 Oil Pump 모터를 수주했고, 금년 상반기 중 Volt 이후 차기 PHEV 구동모터(Traction Motor) 수주도 가능할 것으로 보인다. 또한 관계사인 S&T모터스가 개발한 전기스쿠터 구동모터도 개발 완료했다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2007	592	52	50	46	68	3,179	307.2	10.5/4.3	2.3	6.8	27.6
2008	551	40	42	38	55	2,600	-18.2	12.5/2.1	0.3	1.7	13.7
2009F	440	23	10	9	38	602	-76.8	39.4	1.0	9.7	2.4
2010F	613	61	48	43	76	2,946	389.5	6.7	0.7	3.7	11.3
2011F	689	73	64	51	89	3,471	17.8	5.7	0.6	2.9	11.9

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 강영일, 안세환) 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자시 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. / 추천종목은 당사와 계열회사의 관계가 없습니다. / 추천종목은 전일 기준 유가증권DR, CB, IPO, 시장조성 등발행과 관련하여 지난 6개월간 당사가 주안사로 참여하지 않았습니 다. 추천종목은 전일 기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. / 추천종목은 전일 기준 조사분석 담당자가 보유하고 있지 않습니다. / 6개월 이내에 당해 기업에 대한 후속 조사분석자료가 공표되지 않을 수 있습니다.

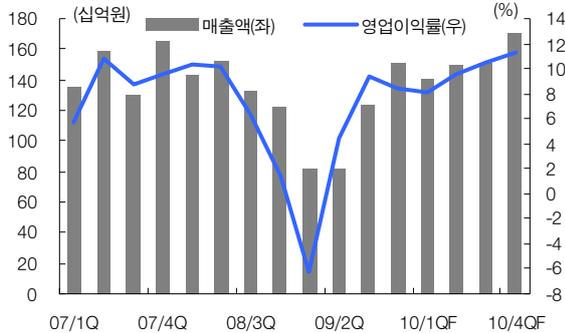
▶업종 투자의견 분류:HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함

- 비중확대(Overweight) : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- 중립(Neutral) : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- 비중축소(Underweight) : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶투자기간 및 투자자의견:HMC투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자의견은 3단계로 구분함.

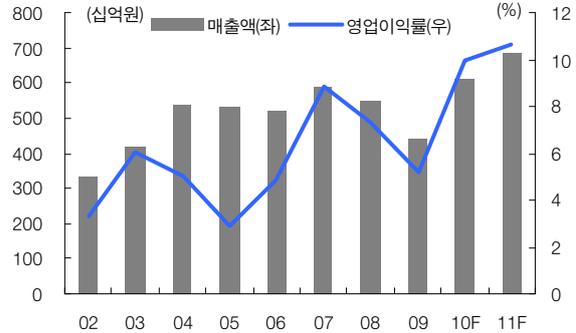
- 매수(Buy) : 해당 종목의 초과수익률 15%P 이상
- 보유(Hold) : 해당 종목의 초과수익률 -15~15%P 이내
- 매도(Sell) : 해당 종목의 초과수익률 -15%P 이하

〈그림12〉 S&T대우 분기실적 추이



자료: S&T대우, HMC투자증권

〈그림13〉 S&T대우 연간 실적 추이



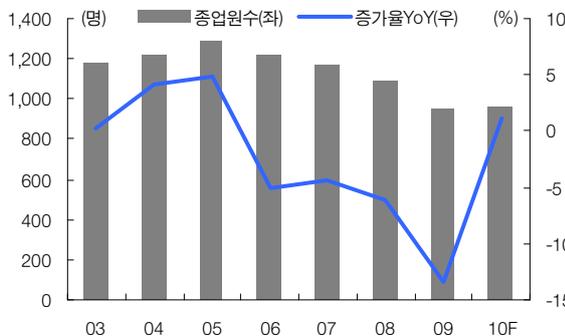
자료: S&T대우, HMC투자증권

매출처 다변화와 모터사업의 고성장

GM대우 의존도 완화

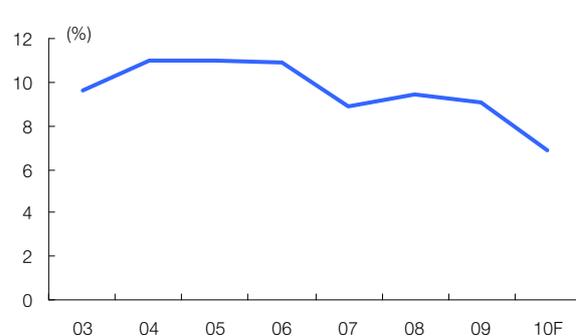
GM대우에 대한 지나친 매출의존은 2008년 2분기부터 작년 1분기까지 급속한 실적악화로 연결됐다. GM대우의 생산량은 작년 3분기부터 회복됐고, S&T대우의 실적도 크게 개선됐다. 하지만 GM대우에 대한 매출의존도는 08년 2분기 67%에서 09년 3분기 47%로 감소했다. GM대우에 대한 매출비중 감소는 수익성 개선에도 도움이 된다. 동사의 사업부별 마진은 현가장치가 주를 이루는 자품사업이 가장 낮은 것으로 판단된다. GM대우가 국내에 공장을 보유하고 있어 자품사업의 매출비중과 GM대우의 매출비중은 거의 같은 방향으로 움직인다. 따라서 GM대우 매출의존도 완화는 상대적으로 마진이 높은 전자 및 모터사업의 매출비중 상승으로 이어지고 있다. 또한 모터 및 전장부문을 중심으로 Non-GM에 대한 부품공급을 확대하고 있다. 아반떼 HD이후 출시되는 현대/기아차의 1600cc급 전차종에 MDPS시스템을 공급하고 있으며, YF소나타 2.4모델에도 MDPS를 공급할 예정이다. 또한 푸조에 RSE(Rear Seat Entertainment)와 TNB를 수주했고, Arvinmeritor를 통해 Daimler와 상하이VW항 선루프모터도 수주했다. 총포류를 생산하는 방산부문도 안정적 성장이 예상된다. 동사가 개발한 XK-11(차세대 복합소총)은 작년 하반기부터 우리군에 공급되기 시작했고, 수출 가능성도 높다.

〈그림14〉 직원 수 추이



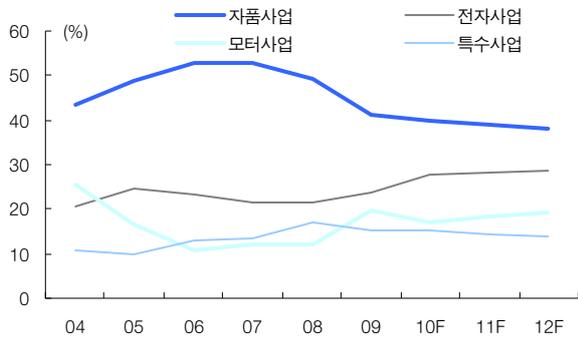
자료: S&T대우, HMC투자증권

〈그림15〉 매출액 대비 인건비 비중



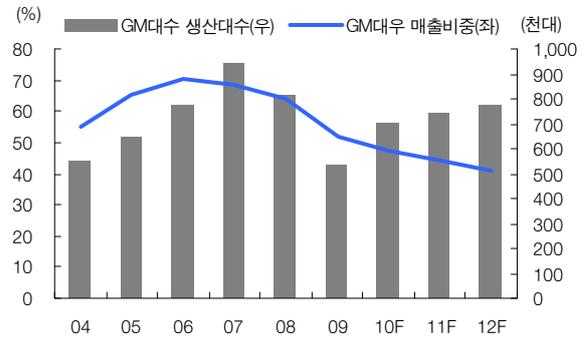
자료: S&T대우, HMC투자증권

〈그림16〉 사업부별 매출비중



자료: S&T대우, HMC투자증권

〈그림17〉 GM대우 생산대수와 GM대우 매출비중



자료: S&T대우, HMC투자증권

〈표5〉 Non-GM 수주 현황

품목	발주처	공급처	공급기간	예상공급금액	적용차량
RSE	Peugeot	PSA	2009~2013	214억원(5년간)	T84, Y87, W2
TNB	Peugeot	PSA	2010~2013	275억원(4년간)	W2, B7, A9
싼루프모터	ArvinMeritor	Daimler 상하이 VW	2009~2013	142억원(5년간)	Benz E/M Class, Grand Cherokee
X2T모터	Magna	GM,Ford	2009~	300억원(연간)	GMT-900, Navigator
소화기류	방위사업청	방위사업청, KAI, 인도네시아, 필리핀 등	2009	530억원	K2, K11, KHP용 기관총
MDPS 모터	현대모비스	현대모비스	2009~	200억원(연간)	YF소나타
네미게이션	SK이노베이션컴퍼니	SK이노베이션컴퍼니 외 2	2009~2010	200억원	7인치 휴대용네비게이션

자료: S&T대우, HMC투자증권

2. 전기차용 고기능성 모터 사업 확대

과거 동사의 모터사업은 시트모터, 페달모터 등을 주로 생산하는 저마진 사업이었다. 그러나 MDPS모터를 시작으로 고기능성 제품으로 사업영역을 확장하면서 수익성이 크게 개선됐다. 또한 국내에서 유일하게 하드타입 하이브리드카(저속 운행시 모터로 구동)에 적용가능한 BLDC모터 기술을 확보하고 있어 향후 그린카 성장에 따른 수혜가 예상된다. 이미 GM Volt에 적용될 Oil Pump 모터를 수주했고, 금년 상반기 중에 Volt 이후 차기 PHEV 구동모터(Traction Motor) 수주도 가능할 것으로 보인다. 금년 중반 출시예정인 YF소나타 하이브리드에 ISG(Integrated Starter & Generator)를 공급할 예정이고, 관계사인 S&T모터스가 개발한 전기스쿠터 구동모터도 개발 완료했다.

〈표6〉 S&T대우 xEV용 모터 개발 현황

종류	기능	발주처	적용차종	양산시점	예상매출액	진행현황
구동모터	xEV용 구동모터	GM	Global Mini Electric Car	2013년 초	연 3,000억원	개발 중
Aux-Pump	트랜스미션용 오일펌프 구동모터	GM	Chevrolet Volt	2010년 말	연 300억원	개발완료
ISG	HEV용 Starter & Generator	현대차	YF Sonata	2010년 6월	연 100억원	개발완료
더블클러치 트랜스미션	DCT의 Clutch 및 Shift/Select 구동모터	Getrag(트랜스미션 전문업체)	Ford, VW	2012년 말	연 300억원	개발 중

자료: S&T대우, HMC투자증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
10/02/10	매수	33,400원			

▶ 최근 2년간 S&T대우 주가 및 목표주가



(단위:십억원)

손익계산서	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	592	551	440	613	689
매출원가	485	456	371	495	552
매출총이익	107	95	69	119	137
판매관리비	55	55	46	58	63
인건비	5	5	4	4	4
일반관리비	35	36	32	39	43
판매비	13	12	10	14	15
영업이익	52	40	23	61	73
(영업이익률)	8.8	7.3	5.2	9.9	10.6
영업외수익	22	48	21	18	18
이자수익	4	5	4	4	4
외환이익	2	13	12	10	10
지분법이익	6	4	4	4	4
영업외비용	24	46	34	30	27
이자비용	12	7	11	7	5
외환손실	8	26	18	15	14
지분법손실	0	5	6	5	5
(영업외수지)	-2	2	-13	-12	-9
세전사업이익	50	42	10	48	64
법인세비용	4	4	1	5	13
계속사업이익	46	38	9	43	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	38	9	43	51
EBITDA	68	55	38	76	89

(단위:십억원)

현금흐름표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	56	84	0	54	58
당기순이익	46	38	9	43	51
유형자산감가상각비	14	13	14	14	15
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외화환산손실(이익)	6	-1	2	0	0
지분법손실(이익)	-6	1	2	1	0
운전자본감상(증가)	-16	13	-32	-11	-12
기타	9	18	5	5	4
투자활동현금흐름	-32	-51	-73	9	-24
설비투자	-8	-17	-15	-15	-15
투자자산감상(증가)	-15	-16	4	-3	-4
유형자산처분	1	0	5	10	10
기타	-11	-19	-66	17	-15
재무활동현금흐름	-1	17	-9	-50	-3
단기차입금증가(감소)	1	127	-9	-50	0
장기차입금증가(감소)	0	0	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-2	-3	0	0	-3
자본금증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	0	-107	0	0	0
현금증가(감소)	23	50	-82	12	32
기초현금	38	60	110	28	40
기말현금	60	110	28	40	72

(단위:십억원)

대차대조표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	313	313	287	310	369
현금성자산	75	144	103	77	107
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	169	93	123	159	179
재고자산	53	65	52	61	69
비유동자산	186	379	378	383	388
투자자산	43	69	67	71	76
유형자산	136	307	308	308	309
무형자산	5	1	2	2	2
자산총계	499	692	665	693	757
유동부채	276	258	234	219	235
매입채무	132	103	88	123	138
단기차입금	6	133	124	74	74
유동성장기부채	103	0	0	0	0
비유동부채	33	70	70	70	70
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	308	327	304	289	305
자본금	73	73	73	73	73
자본잉여금	24	24	24	24	24
자본조정 등	0	139	128	128	128
이익잉여금	93	128	137	179	227
자본총계	190	365	361	404	452
부채와자본총계	499	692	665	693	757

(단위:원,배%)

투자지표	2007	2008	2009F	2010F	2011F
EPS	3,179	2,600	602	2,946	3,471
수정EPS	3,282	2,628	602	2,946	3,471
BPS	13,017	24,938	24,714	27,629	30,925
DPS	200	0	0	150	150
CFPS	4,263	3,584	1,635	3,996	4,530
EBITDAPS	4,657	3,749	2,598	5,208	6,058
PER	9.3	2.7	39.4	6.7	5.7
수정PER	9.0	2.6	39.4	6.7	5.7
PBR	2.3	0.3	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.8	1.7	9.7	3.7	2.9
배당수익률	0.5	0.0	0.0	0.6	0.6
매출총이익률	18.1	17.2	15.7	19.4	19.8
영업이익률	8.8	7.3	5.2	9.9	10.6
순이익률	7.9	6.9	2.0	7.0	7.4
EBITDA Margin	11.5	9.9	8.6	12.4	12.9
ROE	27.6	13.7	2.4	11.3	11.9
ROA	9.8	6.4	1.3	6.3	7.0
매출액증가율	13.6	-6.9	-20.1	39.3	12.3
영업이익증가율	107.2	-22.6	-43.4	165.8	20.2
순이익증가율	364.5	-18.2	-76.8	389.5	17.8
부채비율	162.0	89.7	84.1	71.5	67.4
순차입금비율	17.4	-3.0	5.8	-0.6	-7.2
이자보상배율	4.5	6.0	2.1	8.8	14.1