

# 대창단조 (015230, 코스피)

## 고생 끝에 낙이 왔다!

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
1,194	Positive	94,000	59,500	57.98 ↑

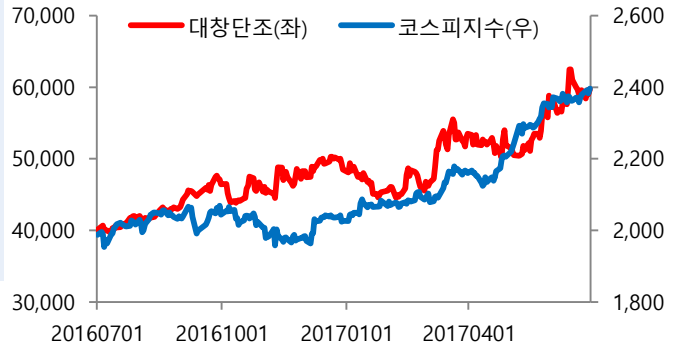
### 비즈니스 이슈

#### 중국 굴삭기 시장의 호조

중국의 굴삭기 내수 판매량(1~5월)은 65,535대로 YoY +180.1%를 기록하였다. 1월에서 5월까지 누적 판매량으로 2016년 연간 판매량을 초과하였다. 비수기인 하반기에도 35,000대 이상의 판매량을 기록할 것으로 전망되기 때문에 2017년 굴삭기 판매량은 10만대를 상회할 전망이다.

### 코스피 지수 및 대창단조 주가 추이

(단위: 원, pt)



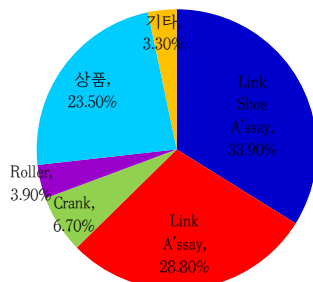
### 투자포인트

- ① G2의 건설투자 회복 - 트럼프 대통령의 인프라 1조 정책, 중국의 일대일로 프로젝트
- ② 신흥국의 성장 - 인도를 비롯한 동남아 국가의 도시화 정책
- ③ 지배구조의 개선과 배당 증가 기대
- ④ 경쟁사 대비 저평가된 Valuation - 동사 PER (8.53x)은 경쟁사인 흥국, 진성티이씨 PER (14.67x, 17.19x) 대비 저평가인 상황

### 주주현황



### 매출구성 (2017E)



### 투자자 거래종합 (단위: 주)

날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
6/30	357	-3289	2,932	6/20	최대주주등소유주식변동신고서
6/29	-20	-1858	1,878	6/15	최대주주등소유주식변동신고서
6/28	-626	0	626	5/29	최대주주등소유주식변동신고서
6/27	-553	-2227	2,780	5/15	분기보고서 (2017.03)
6/26	319	1183	-1,502	5/02	최대주주등소유주식변동신고서
6/23	69	-1252	1,183	4/07	임원·주요주주특정증권등소유 상황보고서

### 대창단조 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

구분	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	258.3	245.1	231.3	213.4	230.8	248	46	52.6	50.5	64.3	60.4	55	52	62.4
YoY(%)		-5.1%	-5.6%	-7.8%	8.2%	7.5%	-9.1%	14.3%	-3.9%	27.2%	-6.06%	-8.9%	-5.4%	20%
별도 매출액	212.5	198.8	183.9	171.3	185.4	198	37.3	44.6	41.8	47.3	50.4	44	41.6	49.9
YoY(%)		-6.5%	-7.5%	-6.9%	8.2%	7.5%		19.6%	-6.3%	13.2%	6.6%	-8.9%	-5.4%	20%
자회사	45.8	46.3	47.4	42.1	45.5	48.9	8.7	8	8.7	17	10.2	11	10.4	12.5
YoY(%)		1.0%	2.5%	-11.2%	8.2%	7.5%		-8.0%	8.8%	95.4%	-40.0%	-8.9%	-5.4%	20%
영업이익	22.5	18.3	18.9	16.5	19	21	3.9	3.8	4	3.8	4.6	4.3	4.2	5.2
영업이익률	8.7%	7.5%	8.2%	7.7%	8.23%	8.63%	6.9%	12%	7.4%	5.1%	7.64%	7.9%	8.1%	8.4%
순이익	18.1	18.1	15.8	14	16	18	2.3	5.2	2	4.5	2.1	4.3	4.2	5.2
EPS(지배주주순이익 감안)	8,989	9,275	7,858	6,972	8,381	9,223	-	-	-	-	-	-	-	-
PER	5.5	4.7	5.5	7	7.1	6.45	-	-	-	-	-	-	-	-



이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 ([www.researcharum.com](http://www.researcharum.com))에서도 이용하실 수 있습니다.

**기업개요**

**주요 부품인  
LINK A'ssay와  
LINK Shoe A'ssay**

동사는 굴삭기 및 건설기계의 하부주행체 부품을 만드는 회사로, 주로 LINK A'ssay와 LINK Shoe A'ssay, Roller 등을 생산·판매하고 있다. 이중 LINK A'ssay와 LINK Shoe A'ssay는 동사 매출의 60% 이상을 차지하는 중요한 부품이다.

LINK A'ssay 건설장비의 운영을 위한 RAIL을 제공하며 하부체를 지지하는 역할을 한다. LINK Shoe A'ssay의 경우, Shoe가 LINK에 연결되어 본체와 바닥면이 접촉함으로써 바퀴역할을 한다. LINK A'ssay와 LINK Shoe A'ssay는 하부주행체의 바퀴 역할을 하고 있기 때문에 높은 내구도와 안정성을 요구한다. 동사의 경우 높은 기술력을 보유하고 있으며, 이를 바탕으로 세계적인 건설기계 OEM 기업인 캐터필러, 볼보, 두산인프라코어 등 메이저 기업들에 납품하고 있다.

[그림 1] 주력 상품 LINK A'ssay, LINK Shoe A'ssay



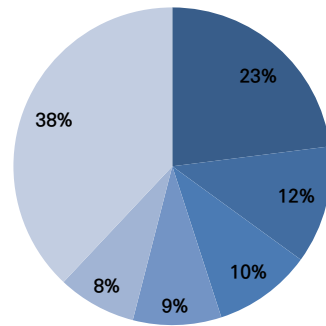
LINK A'ssay

LINK Shoe A'ssay

출처: 대창단조, VIPs

[그림 2] 대창단조 고객사 비중

■ 볼보건설기계 ■ 현대건설기계 ■ 타타히타치 ■ 두산인프라코어 ■ 자동차업체 ■ 기타



출처: 대창단조, VIPs

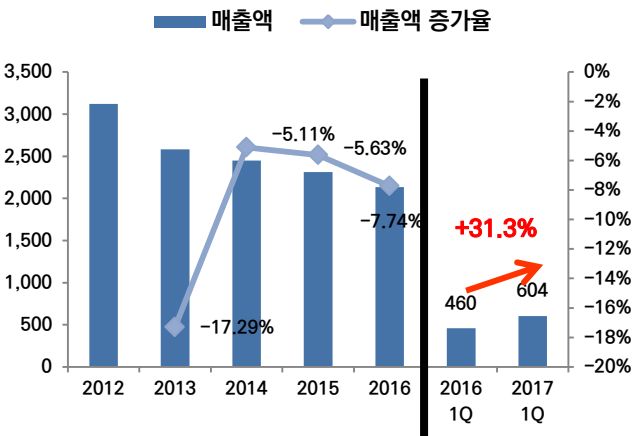
**개선된 실적  
(매출액 +31.3%  
영업이익 +43.8%)**

동사의 실적은 과거 건설기계 산업의 불황으로 인해 2011년부터 2016년까지 감소하였다. 그러나 국가별로 건설 경기 회복과 대규모의 인프라 정책으로 인해 2016년 3분기를 바닥으로 다시 회복하는 추세를 보이게 된다.

동사의 2017년 1분기 매출액은 604억 원으로 전년 1분기 대비 31.3%로 증가하였다. 동사의 영업이익 역시, 매출액 개선과 고정비 분산효과로 인해 전년 1분기 대비 43.8%로 더 크게 성장하였다. 향후 국가별로 대규모의 인프라 투자가 계획되어 있기 때문에 이러한 회복은 일시적 현상이 아닌 앞으로도 지속될 것으로 기대하고 있다.

[그림 3] 대창단조 매출액 추이

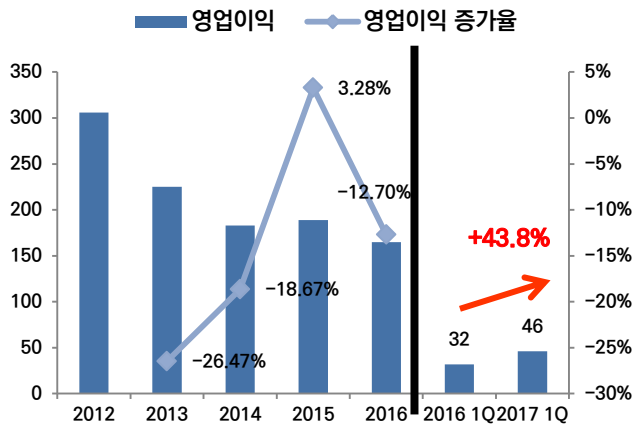
단위 : 억 원



출처: 대창단조, VIPs

[그림 4] 대창단조 영업이익 추이

단위 : 억 원



출처: 대창단조, VIPs

산업분석

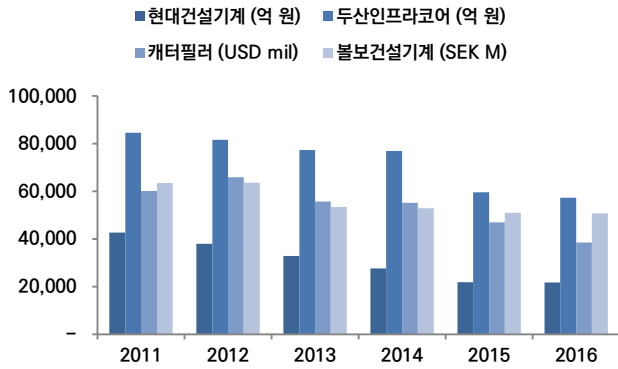
건설기계산업의 특징

동사는 건설기계 산업에 속해있으며, 건설기계 산업의 다음과 같은 중요한 특징을 가지고 있다.

1. 부품 종류의 다각화가 어렵기 때문에 서로의 영역을 침범하지 않는 시장구조
2. 독보적인 세트업체 - 부품업체의 관계가 존재하지 않음 (다각화된 계약구조)
3. 수년간의 테스트를 거치는 부품업체 선정과정으로 인해 거래처 교체 가능성 희박
4. 세트업체와 부품업체 사이의 관계가 긴밀하여 실적이 유사하게 움직임

이와 같은 특징들을 가지고 있고 신규업체들이 진입하기 어렵기 때문에 향후 건설기계 사업이 회복한다면 기존에 부품을 납품하는 업체들만 수혜를 입을 것으로 기대하고 있다. 대창단조의 경우 고객사가 다 변화되어 있고 오랜 업력과 기술 경쟁력을 보유하고 있기 때문에 향후 있을 건설기계 산업 회복의 직접적인 수혜를 입을 것이다.

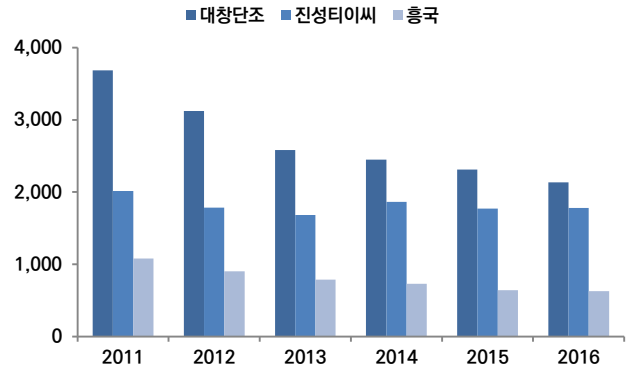
[그림 5] 주요 세트업체의 매출액 추이



출처: 각 사 사업보고서, VIPs

[그림 6] 주요 부품업체의 매출액 추이

단위: 억 원



출처: 각 사 사업보고서, VIPs

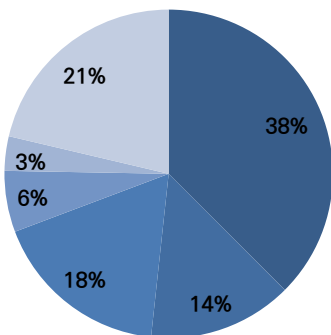
건설기계 산업과 턴어라운드

건설기계는 건설업에서 이용되기 때문에 건설업과 밀접한 관계를 맺고 있다. 그렇기 때문에 건설업이 회복하지 않고는 건설기계 산업이 회복할 수 없다. 미국 서브프라임 사태로 인해 경기가 악화되면서 건설업 또한 악화된 상황이다. 그러나 최근 들어 세계 경기가 회복됨에 따라 건설업도 회복하는 추세이다. 또한 국가별로 대규모 인프라가 계획되어 있어 건설업은 빠르게 회복될 전망이다.

건설기계 산업에서 과반을 차지하고 있는 G2(미국, 중국) 시장의 경우, 트럼프의 1조 달러 인프라 정책과 일대일로 프로젝트와 같은 대규모 인프라가 계획되어 있다. 한편, 인도를 비롯한 신흥국은 도시화에 많은 투자가 이루어지고 있다. 이 외에도 일본, 유럽도 역 성장에서 회복으로 전환되는 추세이다. 세계적인 리서치 업체인 Off-Highway도 연평균 6.59%의 성장세를 보이며 회복할 것으로 전망하고 있다.

[그림 7] 세계 건설기계산업 지역별 비중

■ 북미 ■ 중국 ■ 유럽 ■ 일본 ■ 인도 ■ 기타

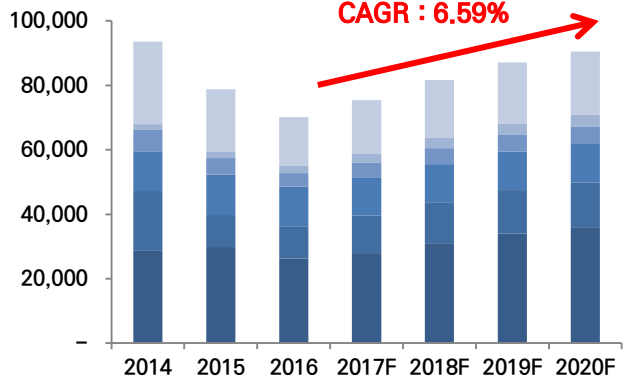


출처: Off-Highway, VIPs

[그림 8] 세계 건설기계산업 지역별 전망

단위: 억 원

■ 북미 ■ 중국 ■ 유럽 ■ 일본 ■ 인도 ■ 기타



출처: Off-Highway, VIPs

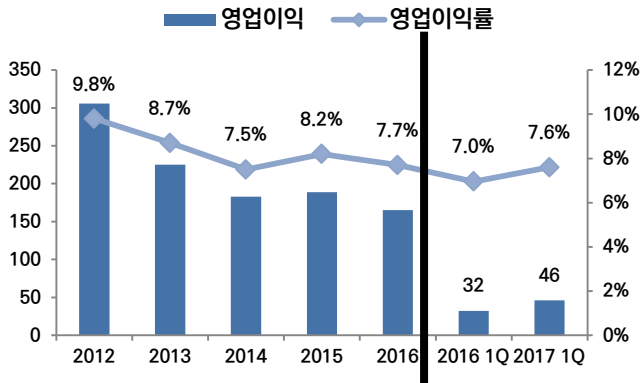
**재무분석**

**영업이익을 개선과  
아쉬운 당기순이익  
(외환평가손실)**

동사의 실적은 건설기계 산업에 힘입어 개선되는 상황이다. 영업이익은 고정비 분산효과로 매출보다 더 개선되는 상황이다. 이와 더불어 본사의 구조조정으로 향후 빠르게 개선될 것으로 기대된다. 2017년 1분기 영업이익은 전년대비 43.8%의 증가를 보였다. 영업이익률도 7%에서 7.6%로 개선된 상황이다.

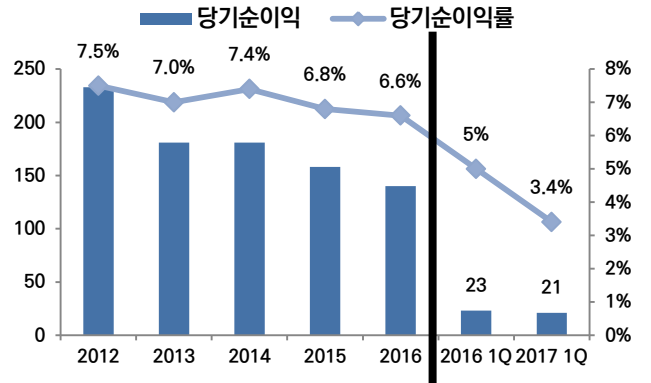
그러나 당기순이익은 저조했다. 그 이유는 외환평가손실 때문이다. 동사는 2016년 12월에 동사의 미국 법인 Trek Inc에 채무보증 7.2백만 달러를 체결했다. 당시 체결 환율은 1,202.90원이었다. 그러나 1분기 말 환율은 1118.50원으로 하락하면서 약 6억 원 이상의 평가손실이 발생했다. 그러나 이는 일시적인 손실이며 현금의 유출이 없는 손실이기 때문에 우려할 상황은 아니라고 판단하였다. 이러한 일시적인 손실을 감안한다면 당기순이익도 개선되었다고 판단할 수 있다.

[그림 9] 대창단조 영업이익, 영업이익률 추이      단위 : 억 원



출처: 대창단조, VIPs

[그림 10] 대창단조 당기순이익, 당기순이익률 추이      단위 : 억 원



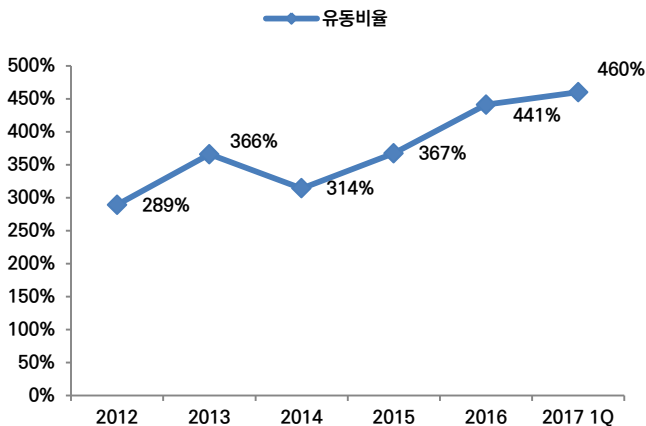
출처: 대창단조, VIPs

**안정적인 재무구조  
(높은 유동비율,  
낮은 부채비율)**

동사의 재무구조는 안정적인 상황이다. 우선 유동비율을 460%대로 향후 있을 단기 유동성 위기 가능성이 상당히 낮다. 또한 유동자산들을 항목별로 보면, 현금 및 현금성자산과 단기금융자산이 460억 원이다. 이는 시가총액의 40% 이상으로, 동사는 우량한 재무구조를 보유하고 있다. 나머지 유동자산들은 매출채권과 재고자산인데, 향후 건설기계산업이 회복됨에 따라 이는 빠르게 현금화될 여지가 크다.

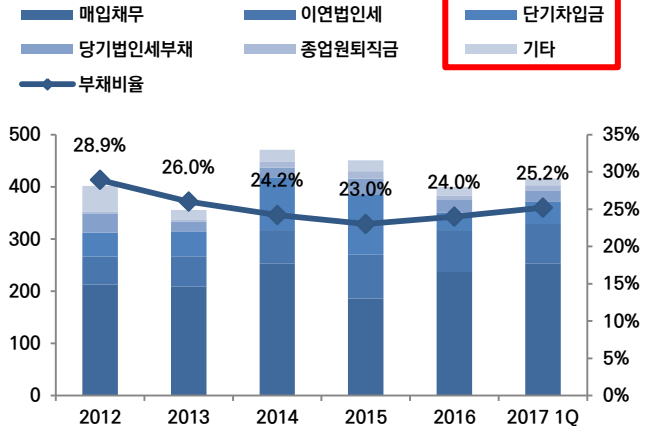
부채비율의 경우 20%대로 꾸준히 낮아지는 추세이다. 또한 부채 중 대부분이 매입채무와 법인세로 이루어져 있으며, 이자발생부채는 406억 원 중 55억 원에 불과하다. 이자 비용이 적게 발생하기 때문에 지급불능 상태에 빠질 가능성은 낮으며, 향후 매출 증가 시 이익 개선을 극대화할 수 있다.

[그림 11] 대창단조 유동비율 추이



출처: 대창단조, VIPs

[그림 12] 대창단조 부채, 부채비율 추이      단위 : 억 원



출처: 대창단조, VIPs

**투자포인트1. G2의 건설투자 회복 (건설기계산업 회복)**

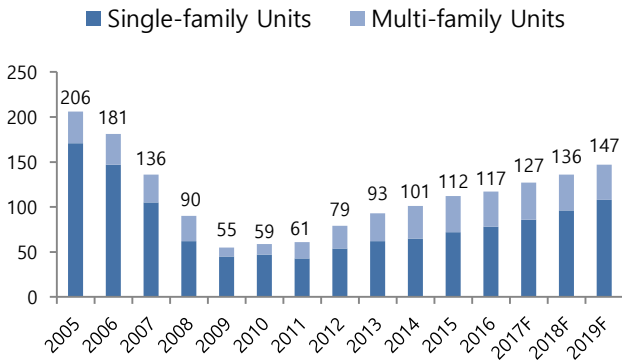
**미국의 주택시장 (회복하는 신규 건설)**

미국의 주택시장은 서브 프라임 사태 이후 주택건설에 대한 규제가 강화되면서 침체되었다. 주택대출이 서브 프라임 사태의 원인이었기 때문에, 신규 주택건설에 대한 허가와 대출이 이루어지지 않았다. 그 결과 미국 주택 시장은 급격히 악화되었다. 그러나 최근 미국 경기가 회복되면서 신규주택 착공 건수가 증가하고 있다. 미국 주택시장은 신규주택 착공의 회복에 힘입어 성장할 것으로 기대된다. 연평균 9%의 성장률을 보이며 회복할 전망이다.

**트럼프와 인프라 (심각한 인프라 노후화)**

미국토목학회(ASCE)의 자료에 의하면, 미국의 인프라 평점은 D+로 상당히 노후화된 상태이다. 이에 따른 개선 비용으로 4.6조 달러로 책정하고 있다. 그렇기 때문에 트럼프의 1조 원 인프라 투자는 합리적인 정책이라 할 수 있다. 또한 트럼프의 인프라 정책에 대한 의지가 강해 머지 않아 현실화될 전망이다.

[그림 13] 미국 신규주택 착공건수 **단위 : 만 호**



출처: American Society of Civil Engineering, KOICA, VIPs

[그림 14] 미국토목학회(ASCE)의 인프라 항목별 평점

항목	1988	1998	2001	2005	2009	2013	2017
항공	B-	C-	D	D+	D	D	D
교량	-	C-	C	C	C	C+	C+
댐	-	D	D	D+	D	D	D
식수	B-	D	D	D-	D-	D	D
에너지	-	-	D+	D	D+	D+	D+
유해 폐기물	D	D-	D+	D	D	D	D+
내륙 수로	B-	-	D+	D-	D-	D-	D
제방	-	-	-	-	D-	D-	D
공원	-	-	-	C-	C-	C-	D+
철도	-	-	-	C-	C-	C+	B
도로	C+	D-	D+	D	D-	D	D
학교	D	F	D-	D	D	D	D+
고형 폐기물	C-	C-	C+	C+	C+	B-	C+
운송	C-	C-	C-	D+	D	D	D-
폐수	C	D+	D	D-	D	D	D+
항만	-	-	-	-	-	C	C+
<b>미국 인프라 종합</b>	<b>C</b>	<b>D</b>	<b>D+</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D+</b>	<b>D+</b>
<b>개선비용</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>\$1.3조</b>	<b>\$1.6조</b>	<b>\$2.2조</b>	<b>\$3.6조</b>	<b>\$4.6조</b>

출처: 대창단조, VIPs

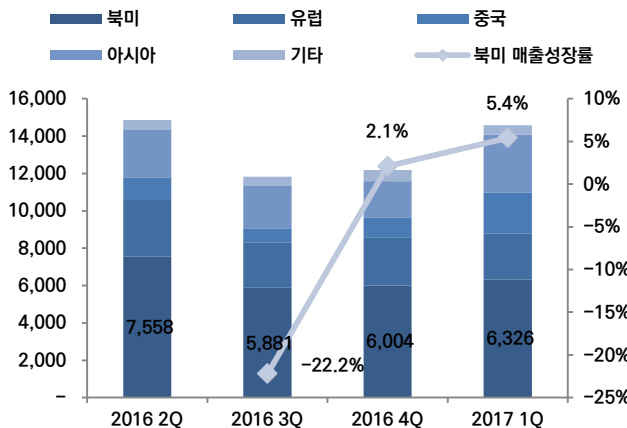
**주요 거래처인 두산인프라코어 선전**

동사의 주요 매출처인 두산인프라코어는 밥캣을 인수하면서 미국 건설기계 시장 점유율 2위로 성장했다. 높은 점유율과 기술력을 바탕으로 향후 주택시장의 회복과 트럼프의 인프라 정책의 수혜를 직접적으로 입을 것으로 기대된다. 실적 또한 2016년 3분기를 바닥으로 상승 전환하였다.

**미국 법인의 회복 Trek Inc**

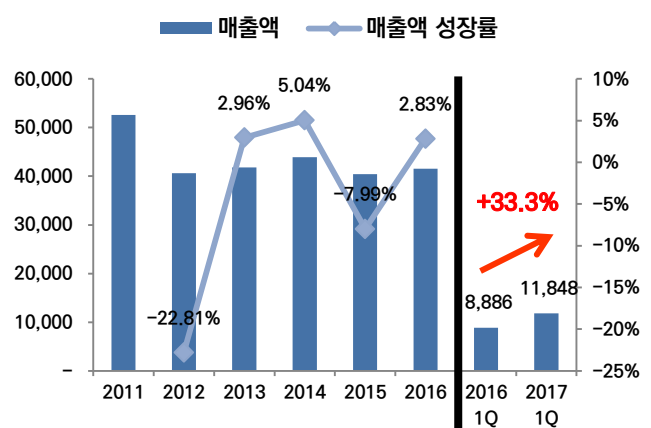
동사는 북미에 법인 Trek Inc를 설립하여 캐터필러, John Deere, Komatsu 등 메이저 업체의 A/S 부품을 판매하고 있다. 이미 메이저 업체의 부품을 판매할 수 있을 정도로 기술 경쟁력은 보장되어 있는 상황이다. 이러한 기술력을 바탕으로 OEM 연계를 늘려가는 상황이다. 한편, 링크는 사용에 따라 소모되는 제품이기 때문에 향후 대규모 인프라가 시행될 경우, 링크의 소모가 증가하여 링크 판매가 증가할 것으로 예상된다.

[그림 15] 두산인프라코어 지역별 분기 매출 **단위 : 억 원**



출처: 대창단조, VIPs

[그림 16] 북미법인 Trek Inc 매출추이 **단위 : 천 달러**



출처: 대창단조, VIPs

**투자포인트1. G2의 건설투자 회복 (건설기계산업 회복)**

**공급과잉해소와 교체주기 도래**

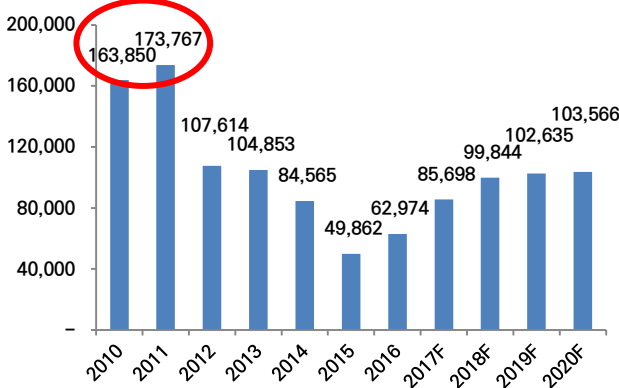
예상 판매량은 10만대  
전망치인 8.5만대 상회

과거 2010, 2011년 중국 굴삭기 시장은 공급과잉 현상이 발생했다. 그 결과 중국 굴삭기 시장은 빠르게 약화되었다. 굴삭기의 사용기간은 6~7년으로 2017년 현재 2010, 2011년의 판매되었던 굴삭기의 교체주기가 도래하였다. 또한 중국 내에서 공급과잉을 해결하기 위해 건설기계 업체들이 구조조정을 시행하였다. 공급과잉 해소와 구조조정의 영향으로 중국 굴삭기 시장은 회복될 전망이다.

중국 공정기계협회의 2017년 전망치는 8.5만 대이다. 그러나 1월부터 5월까지 누적 판매 대수는 6.5만 대이며 하반기에는 3.5만 대 이상 팔릴 것으로 예상된다. 따라서 2017년 판매량은 10만 대를 상회할 것으로 예상된다. 이러한 추세는 향후 중국 건설 투자 증가에 힘입어 지속될 전망이다.

[그림 17] 연도별 중국굴삭기 판매추이

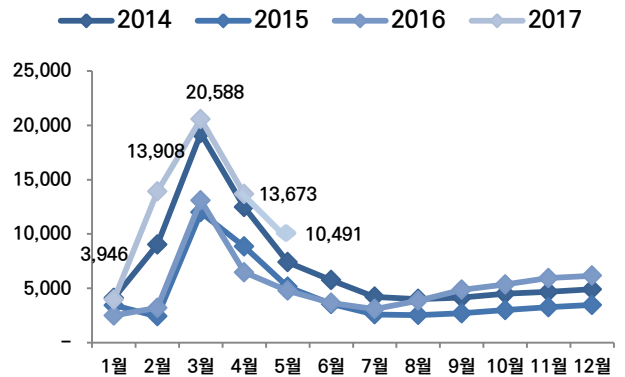
단위 : 대



출처: 중국 공정기계협회, VIPs

[그림 18] 월별 중국굴삭기 판매추이

단위 : 대



출처: 중국 공정기계협회, VIPs

**중국 건설시장 전망**

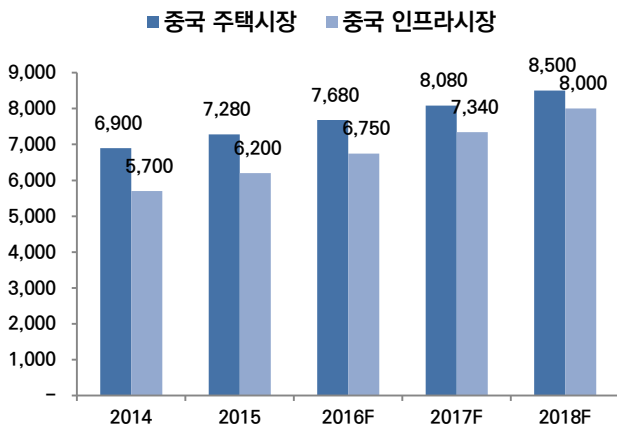
현재와 같이 중국의 굴삭기 판매가 회복되는 것은 공급과잉 해소와 더불어 중국 건설시장이 빠르게 성장하고 있기 때문이다. 리서치 업체 HIS에 따르면, 중국의 주택 시장은 연평균 5.4% 씩 성장할 전망이며, 인프라 시장은 8.8%로 주택시장보다 빠르게 성장할 전망이다.

**일대일로 프로젝트와 대규모 인프라 투자**

한편, 중국이 공을 들이고 있는 부분은 일대일로(一帶一路) 프로젝트다. 중국은 AIIB 설립과 함께 일대일로 프로젝트를 계획하고 있다. 일대일로 프로젝트는 아시아, 유럽, 아프리카 세 대륙을 잇는 해양, 내륙 인프라를 구축하는 대규모 프로젝트이다. 2049년을 완성을 목표로 하여 인프라 건설 규모는 약 185조 원으로 추정된다(연간 6조 원 이상 투자). 2017년 하반기부터 본격화될 것이기 때문에 중국의 굴삭기 시장은 회복 추세 이상의 성장으로 이어질 것으로 기대된다.

[그림 19] 중국 건설시장 전망

단위 : 억 달러



출처: IHS, VIPs

[그림 20] 일대일로 프로젝트 계획



출처: 언론보도, VIPs

**투자포인트2. 신흥국의 성장 (성장의 원동력)**

**열악한 신흥국 인프라 도시화 정책**

**신흥국 건설기계 의 빠른 수요 증가세**

EIA와 세계은행의 자료에 의하면, 신흥국의 인프라는 아직 열악한 수준이다. 1인당 전력 상황의 경우, 비교적 선진국인 한국, 일본, 싱가포르에 비하면 1/2~1/10 수준으로 전력 공급이 원활하지 않다. 교통 인프라를 대변하는 도로와 철도의 경우, 신흥국이 선진국보다 넓은 토지를 보유함에도 불구하고 아직도 선진국에 비하면 턱없이 부족한 상황이다. 마지막으로 급수 수준 역시 선진국의 경우 100% 충족하지만, 신흥국은 100%를 미달하는 상황이다.

이러한 상황을 개선하기 위해 신흥국에서는 도시화 정책이 시행 중이며, 이는 건설기계 수요로 이어지고 있다. 건설기계 리서치 회사인 Off-Highway에 자료의 의하면 신흥국의 수요는 연간 8.5% 씩 성장하며, 인도의 경우 11.1%로 더 빠르게 성장할 전망이다.

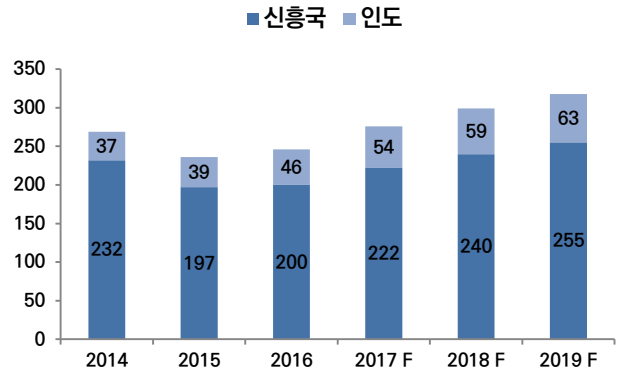
[그림 21] 아시아 인프라 현황

	전력(kw)	도로(km/1000km <sup>2</sup> )	철도(km/1000km <sup>2</sup> )	급수(%)
한국	1.887	1089	37.5	98
일본	2.229	930	55.2	100
싱가포르	2.024	487	-	100
말레이시아	0.983	473	5.1	98
인도네시아	0.193	274	2.8	87
태국	0.802	352	7.6	98
베트남	0.276	516	8.7	96
필리핀	0.176	677	1.6	92
미얀마	0.068	58	5.1	81
인도	0.202	1578	21.7	94
파키스탄	0.129	341	10.1	91
방글라데시	0.056	1838	21.8	86

출처: EIA, 세계은행, VIPs

[그림 22] 신흥국, 인도 건설기계 수요전망

단위 : 대



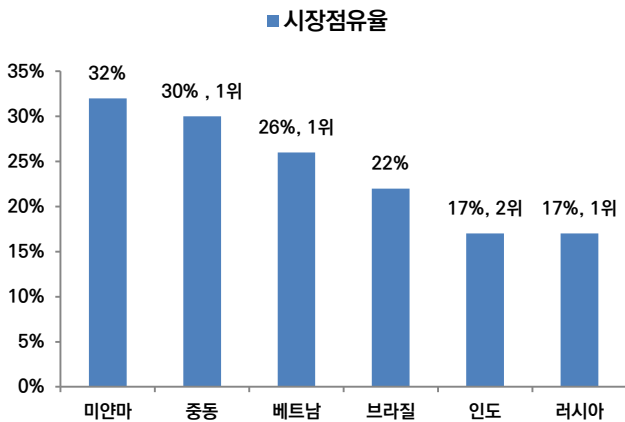
출처: Off-highway, VIPs

**신흥국의 강자 현대건설기계와 타타히타치**

신흥국의 건설기계 시장에서는 현대건설기계와 타타히타치가 시장을 선점하고 있다. 현대건설기계와 타타히타치는 동사 매출 비중의 각각 두 번째, 세 번째를 차지하는 회사로 동사의 주요한 매출처이다. 이러한 주요 매출처가 신흥국 시장에서 점유율 1,2위를 선점하고 있기 때문에 신흥국의 도시화 정책과 증가하는 수요를 직접적으로 받을 것으로 예상된다.

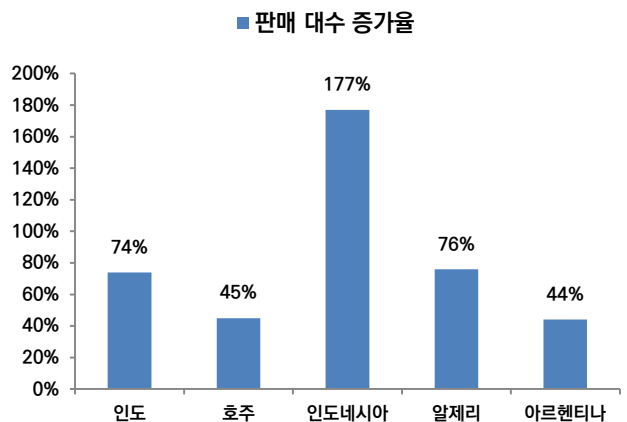
신흥국의 도시화 정책에 힘입어 주요 거래처인 현대건설기계의 신흥국 판매 대수는 인도네시아가 177%, 인도가 74%, 알제리 76% 등 판매 대수가 빠르게 증가하였다. 이러한 결과 '현대'라는 브랜드 이미지가 주는 신뢰에 의한 것으로 판단된다. 향후 현대건설기계는 기술력, 브랜드 이미지를 통해 시장을 선점해 나갈 계획이다.

[그림 23] 현대건설기계 신흥국 시장점유율 (2016)



출처: 현대건설기계, 보도자료, VIPs

[그림 24] 현대건설기계 신흥국 판매 대수 증가율 (2016)



출처: 현대건설기계, 보도자료, VIPs

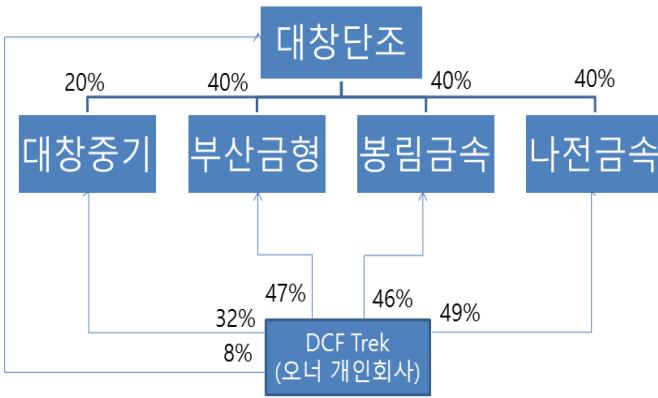
**투자포인트3. 지배구조 개선과 배당금 증가**

**지배구조의 개선에 따른 디스카운트 요인 해소**

과거, 동사의 지배구조는 기형적 지배구조로 되어있었다. 따라서 우량한 자회사들의 실적이 기업가치에 제대로 반영되지 못하고 있었다. 그러나 2014년 일부 주주들의 요구를 대주주 측이 받아들여 계열사 지분을 매입키로 하였다. 그 결과 현재와 같이 지배구조가 개선되었다.

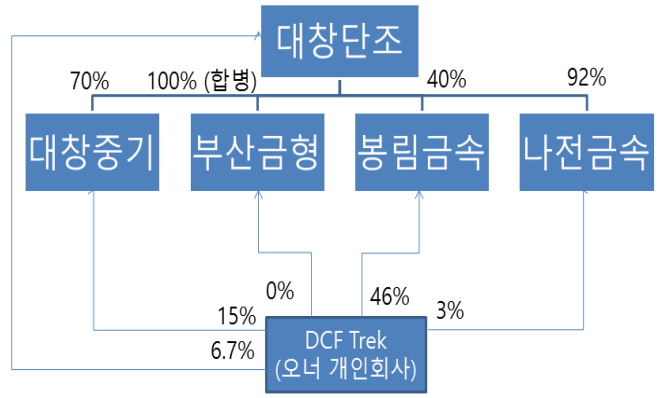
아직도 DCF Trek(대주주 측의 개인오너회사)가 가지고 있는 자회사들의 지분이 남아있다. 그러나 정권이 바뀌면서 경제 민주화 바람이 일고 있다. 스투어드쉽 코드 도입 등 소액주주의 영향력이 강해지는 상황이다. 그렇기 때문에 남은 지분도 대창단조로 편입될 확률이 높으며, 지배구조는 지속적으로 개선될 것이다. 지배구조에 의해 디스카운트 받는 요인 개선에 따라 보다 빠르게 적정주가를 찾아갈 것으로 예상된다.

[그림 25] 대창단조 지배구조 (2014)



출처: 대창단조, VIPs

[그림 26] 대창단조 지배구조 (2017)



출처: 대창단조, VIPs

**금리보다 높은 배당률**

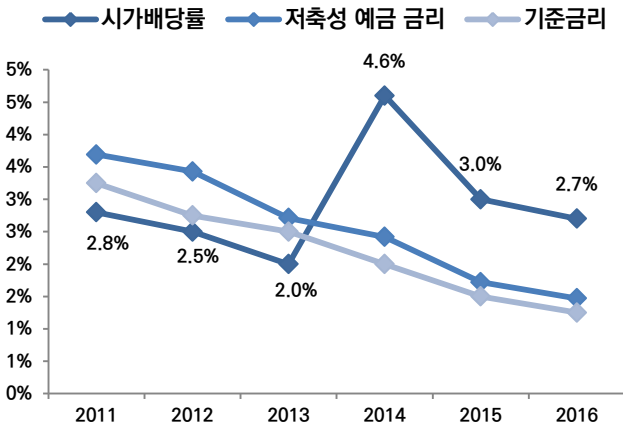
동사는 과거부터 2~5% 사이의 시가배당률을 유지해왔다. 이는 기준금리와 저축성 예금 금리에 2배 정도 되는 수준으로 양호하다.

**지배구조 개선과 배당금 증가 기대**

한편, 최근 3년간 평균 18.93%의 배당성향을 유지하고 있다. 그렇기 때문에 향후 실적이 개선된다면 배당금을 높일 것으로 기대된다. 또한 동사는 승계 이슈가 존재한다. 이에 따른 주식 매입과 상속세 발생하는 것을 충당하기 위해 배당금을 높일 유인이 충분히 존재한다.

동사의 배당 정책은 지배구조 개선과 함께 높아질 것으로 예상되기 때문에 저금리인 현재 상황에서도 새로운 투자 대안이 될 수 있을 것이다.

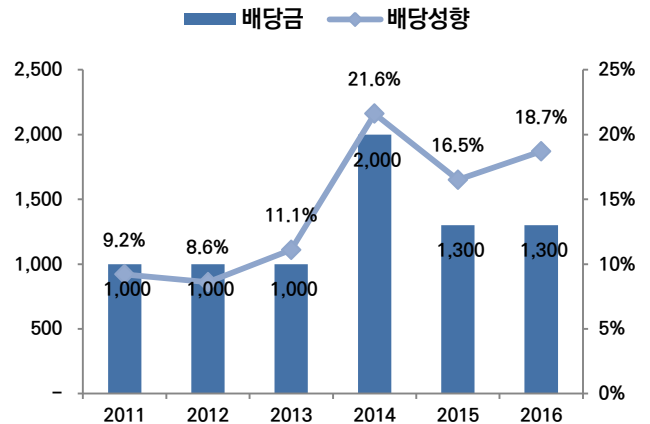
[그림 27] 시가배당률과 금리 비교



출처: 대창단조, VIPs

[그림 28] 주당 배당금과 배당성향

단위: 원, %



출처: 대창단조, VIPs



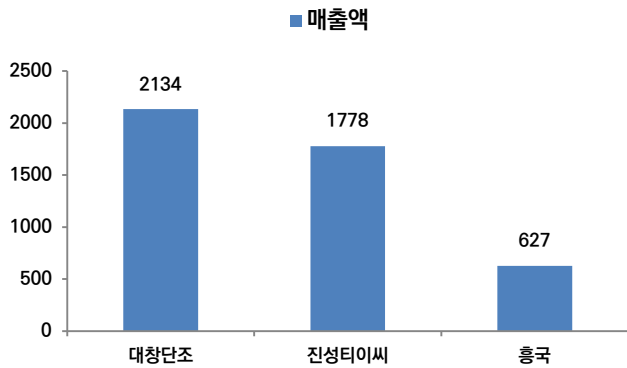
**투자포인트4. 경쟁사 대비 저평가된 Valuation**

부족한 점 없는  
대창단조  
(매출 규모, 이익률)

동사는 건설기계 산업에 속해 있으며, 건설기계 부품을 생산하고 있다. 동사가 생산하는 부품은 LINK와 Roller가 있다. LINK의 경우 현대제철의 건설기계 부품 부문과 경쟁관계에 있으며, Roller의 경우 흥국과 진성티이씨가 경쟁관계에 있다. 현대제철의 경우, 건설기계 부품 비중이 낮고 철강업체에 더 가깝기 때문에 비교하기에는 적절치 않다고 판단했다. 오히려 사업의 성격이 비슷한 건설기계 부품업체인 진성티이씨와 흥국을 비교 대상으로 선정하였다.

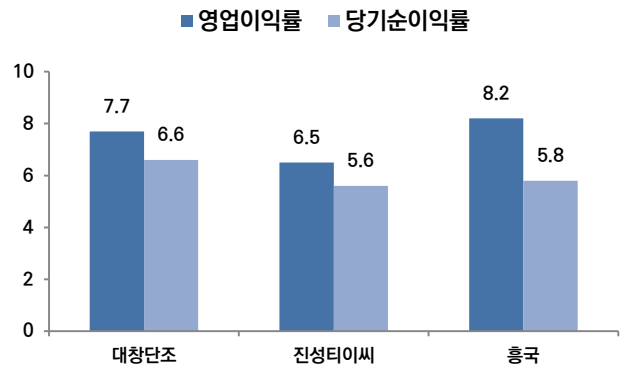
우선 매출 규모에서 보면, 동사가 경쟁사 대비 더 높은 상황이다. 효율적인 제품생산과 기업운영의 척도라고 할 수 있는 영업이익률과 당기순이익률을 비교하더라도 경쟁사보다 높거나 유사한 수준을 보이고 있다.

[그림 29] 경쟁사와 매출액 비교 (2016) 단위 : 억 원



출처: 각 사 사업보고서, VIPs

[그림 30] 경쟁사와 이익률 비교 (2016) 단위 : %

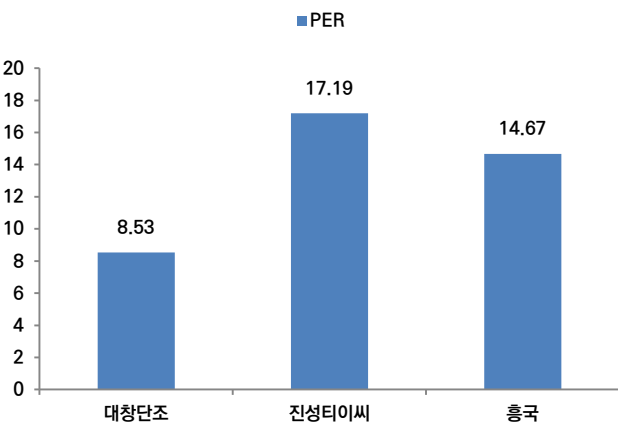


출처: 각 사 사업보고서, VIPs

경쟁사 대비 저평가  
(낮은 PER, PBR)

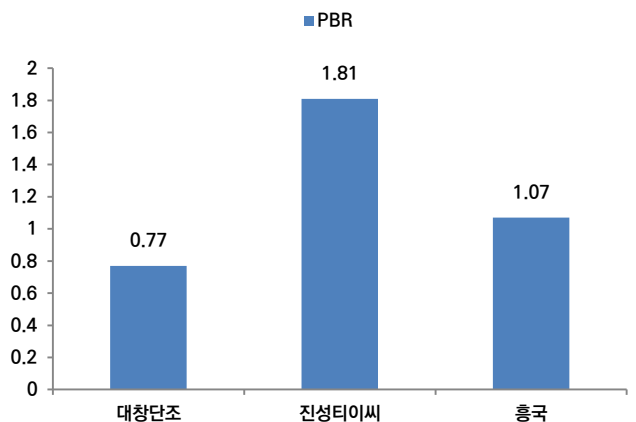
동사의 경우, 매출 규모나 이익률 면에서 보더라도 경쟁사 대비 부족한 부분이 존재하지 않는다. 그럼에도 불구하고 Valuation은 경쟁사 대비 낮은 상황이다. 우선 동사의 PER은 8.53x로 진성티이씨의 17.19x, 흥국의 14.67x에 비해 월등히 낮다. PBR 역시 동사의 PBR은 0.77x인 반면, 진성티이씨의 1.81x, 흥국의 1.07x 대비 저평가된 상태이다. 보수적인 추정을 위해, 가장 낮은 수치인 흥국의 PBR을 적용하더라도 38.96%의 상승여력이 있음을 확인하였다.

[그림 31] 경쟁사와 PER 비교 단위 : 배



출처: 네이버 금융, VIPs

[그림 32] 경쟁사와 PBR 비교 단위 : 배



출처: 네이버 금융, VIPs

**ISSUE & RISK**

**ISSUE**  
**세트업체의 구조조정**

과거에 건설기계 세트업체들은 건설기계 부품을 직접 생산하여 원가를 절감하였다. 그러나 2010년 이후 건설기계 산업이 침체를 겪으면서 세트업체들은 구조조정을 시행하기 시작했다. 세계 1위 건설기계 세트업체인 캐터필러를 비롯하여 볼보, 고마쓰, 현대건설기계 등 대부분의 세트업체들이 구조조정을 시행 중에 있으며 앞으로도 계획 중에 있다.

세트업체의 구조조정은 부품사들에게는 호재라고 할 수 있다. 세트업체들이 구조조정을 하면서 부품 생산의 아웃소싱 비중이 늘기 때문이다. 그렇기 때문에 세트업체의 구조조정이 지속될수록 부품업체인 대창단조의 실적은 더욱 개선될 전망이다.

**RISK**  
**트럼프의 탄핵위기**

트럼프가 대선 당시 러시아와 모종의 거래를 했다는 스캔들로 인해 탄핵의 목소리가 커지고 있다. 그러나 이는 대선 후보 당시의 일이기 때문에 트럼프가 탄핵될 가능성은 상당히 낮은 것으로 보인다.

또한 트럼프가 탄핵되더라도 인프라에 대한 투자는 지속될 것으로 예상된다. 과거 대선 당시 주요 대선 후보였던 힐러리와 트럼프의 인프라 정책을 비교해보면, 트럼프와는 금액에서 차이가 있지만 힐러리 역시 연간 2,750억 달러를 투자한다는 공약을 내세웠다.

이는 트럼프 뿐만 아니라, 많은 사람이 미국 인프라 노후화에 대해 크게 우려하고 있음을 확인할 수 있는 부분이다. 그렇기 때문에 향후에 트럼프가 탄핵되더라도 인프라 투자는 지속될 것이기 때문에, 인프라 투자에 대한 걱정은 기우라고 판단된다.

**[그림 33] 세트업체의 구조조정 현황**

	연도	내용
캐터필러	2016년	미국 내 5개 공장 문을 닫고 820명 해고
	2017년	인원 5,000명 감축
	2018년	인원 10,000명 감축, 20개의 공장 통폐합
볼보건설기계	2015년	인원 3,500명 감축
고마쓰	2016년	중국 현지 공장 500여명 감원
현대건설기계	2015년	5개월 간 생산공장 가동 중지
	2016년	30여명 조선소로 전환배치

출처: 보도자료, VIPs

**[그림 34] 미국 대선 당시 인프라 정책**

힐러리 대선 정책
향후 5년간 인프라 투자에 연간 2,750억 달러(약 310조원) 달러 중 2,500억 달러를 직접 투자를 250억 달러를 사회간접투자은행에 투자
트럼프 대선 정책
경제 활성화를 위한 인프라의 투자의 중요성을 강조하며 힐러리 클린턴 보다 '적어도 두 배' 이상의 재원을 인프라에 투자 → 1조 인프라 투자 정책

출처: 보도자료, VIPs

Valuation

매출액 추정  
주요 가정

- 세계 건설투자 증가 → 건설기계 세트업체의 성장 → 부품사 성장
- 세트업체와 부품사의 다각화된 관계로 향후 건설기계 산업이 회복된다면 기존 부품사의 수혜
- 건설기계 중 굴삭기 비중은 30~40%로 건설기계 수요 전망치를 사용 (Off-Highway)
- 대창단조의 지역별 매출액에 지역별 성장치를 반영

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>글로벌 건설장비 수요 전망 (\$ mil)</b>	<b>70,121</b>	<b>75,381</b>	<b>81,635</b>	<b>87,139</b>	<b>90,529</b>
북미	26,302	27,895	30,988	33,964	36,008
인도	2,376	2,767	3,193	3,293	3,517
유럽	12,306	11,696	11,823	11,950	12,054
중국	9,962	11,712	12,707	13,520	13,757
기타	14,950	16,628	17,954	19,083	19,731
<b>(출처 : Off-Highway)</b>					
국내 매출액	435	480	480	480	481
국내 매출액 증가율(%)		10.2%	0.1%	0.1%	0.1%
북미 매출액	482	511	568	623	660
북미 매출액 증가율 (%)		6.1%	11.1%	9.6%	6.0%
동남아(인도) 매출액	427	497	574	592	632
동남아(인도) 매출액 증가율 (%)		16.5%	15.4%	3.1%	6.8%
유럽 매출액	427	406	410	414	418
유럽 매출액 증가율 (%)		-5.0%	1.1%	1.1%	0.9%
중국 매출액	171	201	218	232	236
중국 매출액 증가율 (%)		17.6%	8.5%	6.4%	1.8%
기타지역 매출액	192	214	231	246	254
기타지역 매출액 증가율 (%)		11.2%	8.0%	6.3%	3.4%
<b>총 매출액</b>	<b>2,134</b>	<b>2,309</b>	<b>2,481</b>	<b>2,587</b>	<b>2,681</b>
총 매출액 증가율 (%)		8.2%	7.4%	4.3%	3.6%

RIM(잔여이익모델)  
기타 추정

- 배당성향 : 최근 3년 평균 배당성향 18.93%
- 무위험 수익률 : 3%
- 시장수익률 : 2017년 KOSPI Forward PER (9.6배) 역수 10.41% 이용
- Beta : 52주 베타 이용

	2016	2017 F	2018 F	2019 F	2020 F
Net Income	140	160	180	189	195
Shareholder's Equity	1,632	1,762	1,908	2,061	2,219
Forecasting ROE	8.9%	9.5%	9.8%	9.5%	9.1%
Spread(ROE-COE)	1.3%	1.8%	2.2%	1.9%	1.5%
RI		32.4	41.4	39.0	33.5
PV of RI		30.3	36.4	32.1	25.8
Sum of PV	124.6				
PV of Continuous Value	124.8			연속계수(ω)	0.86
Equity Value	1,881			Dividend	18.93%
# of Stocks	0.02			Rf	3%
Target Price	94,071			Beta	0.66
Current Price	59,500			Rm	10.41%
Upside Potential	58.1%			COE	7.62%

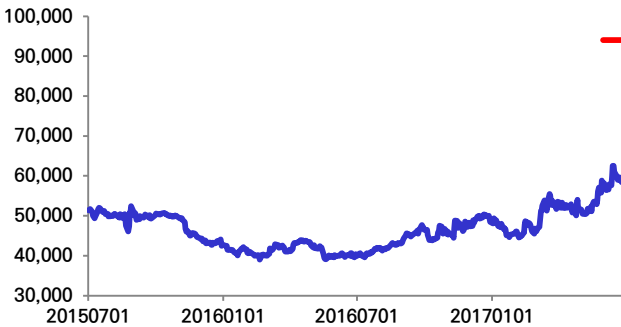
### Compliance Notice

- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : VIPs)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

### 기업 및 산업분석 주가전망 구분

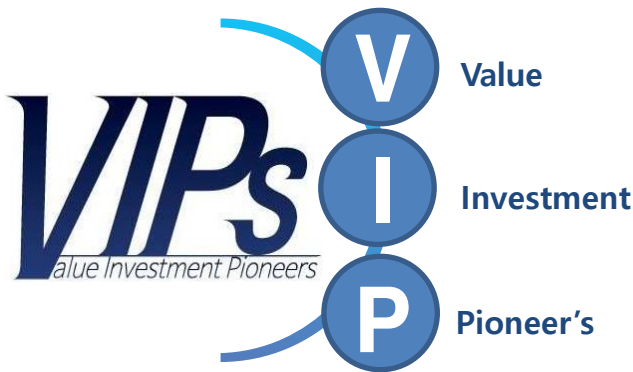
- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

대창단조 주가추이 및 적정주가 (단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017. 07.01	94,000 원	Positive



VIP's는 가치투자 개척자의 약자입니다

가치투자자의 개척자가 되도록 하겠습니다.

당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어 금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37 에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870