



2018/05/14

동국제강(001230)

안정적 흑자 기조, 녹록지 않은 업황

■ 18.1Q 부진한 실적, 2Q는 개선되나.....

동사의 18.1Q 연결 기준 영업이익은 206억원 [-63.8% q-q]로 시장 기대치 [493억원]를 하회했다. 이는 본사 영업이익 [107억원, -71.7% q-q]이 『1) 봉형강 부진: 판매량 감소 (17.4Q 98.5만톤 → 18.1Q 91.4만톤) 및 수익성 둔화 <그림1>, 2) 냉연 부문 수익성 악화: 냉연-열연 Roll-Margin 축소』으로 부진했기 때문이다. 또한 연결 당기순손실 389억원을 시현했는데, 전술한 영업 부진은 물론, 혜알화 가치 하락으로 브라질 CSP 관련 관계기업투자손실이 약 300억원 발생했기 때문이다.

동사의 18.2Q 연결 기준 영업이익은 520억원 [+153% q-q]으로 개선될 전망이다. 이는 1) 봉형강 판매량 증가 18.1Q 91.4만톤 → 18.2Q 101만톤, 2) 냉연 부문 수익성 소폭 개선: 내수 판매 가격 인상 분 '일부' 반영 및 미주向 수출 수익성 개선에 기인한다.

■ 녹록지 않은 18년 영업 환경

18년 동사의 영업 환경은 긍정적인 점과 부정적인 점이 혼재 되어있다. 먼저 후판 부문 업황은 긍정적이다. 현재 동아시아 후판 수급은 매우 타이트하며, <그림2> 국내 후판 가격 역시 봉형강과는 달리 최근 상승하고 있다. 이러한 타이트한 수급 상황은 동사가 원재료 [일본, 브라질산 슬래브]가격 상승 분을 (비조선向) 제품 가격 인상으로 상당 흡수할 수 있음을 시사한다. <그림3> 여기에 가격 인상이 쉽지 않은 조선向 매출 비중이 30% 이하로 감소했다는 점도 긍정적이다.

부정적인 점은 봉형강 및 냉연 업황이 좋지 않다는 것이다. <그림1>에서 살펴보았듯, 국내 봉형강 업체의 가격 인상 시도에도 봉형강 유통 가격은 지속 하락하고 있다. 국내 건설 수요가 부진하기 때문이다.

『15년~16년』 동사의 실적 호조를 견인했던 냉연 도금류 상황 역시 녹록지 않다. 고로업체 입장에서 냉연도금류 수익성은 대체로 양호하다. <그림4> 그러나 동사와 같은 [열연강판을 원료로 냉연도금류를 생산하는] 재압연업체 상황은 녹록지 않다. 재압연업체의 수익성을 나타내는 중국의 냉연-열연 스프레드는 추세적으로 하락하고 있다. <그림4> 일반 냉연 증설이 많았기 때문이

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	12,000원
종가(2018/05/11)	10,450원

Stock Indicator

자본금	589십억원
발행주식수	9,543만주
시가총액	997십억원
외국인지분율	30.1%
배당금(2017)	100원
EPS(2018E)	289원
BPS(2018E)	23,405원
ROE(2018E)	1.2%
52주 주가	9,180~15,750원
60일평균거래량	572,470주
60일평균거래대금	5.9십억원

Price Trend



다. 단기 반등 가능성은 충분하나, 이 같은 추세적 하락은 일정 부담스럽다.

12분기 연속 영업 이익 흑자를 시현하는 등 동사의 수익 구조는 안정화 국면에 접어들었으나, 18년 영업 환경은 17년 대비 우호적이지 않다.

■ 투자의견 Hold, 적정주가 12,000원 유지

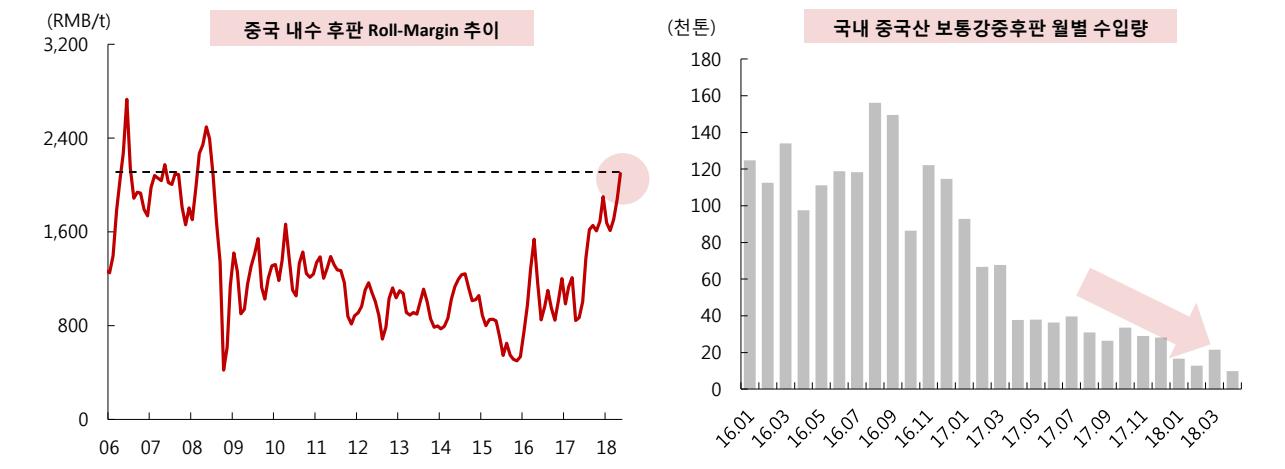
동사에 대해 투자의견 Hold와 적정주가 12,000원을 유지한다. 적정주가는 12개월 Forward BPS 23,421원에 Target PBR 0.5x [12개월 Forward ROE 3.2%, COE 7%]을 적용하여 산출하였다.

<그림 1> 최근 국내 봉형강 업체의 가격 인상 기조에도 국내 주요 봉형강 제품의 수익성은 지속 악화되고 있다. 국내 건설 경기 상황이 만만치 않을을 보여준다.



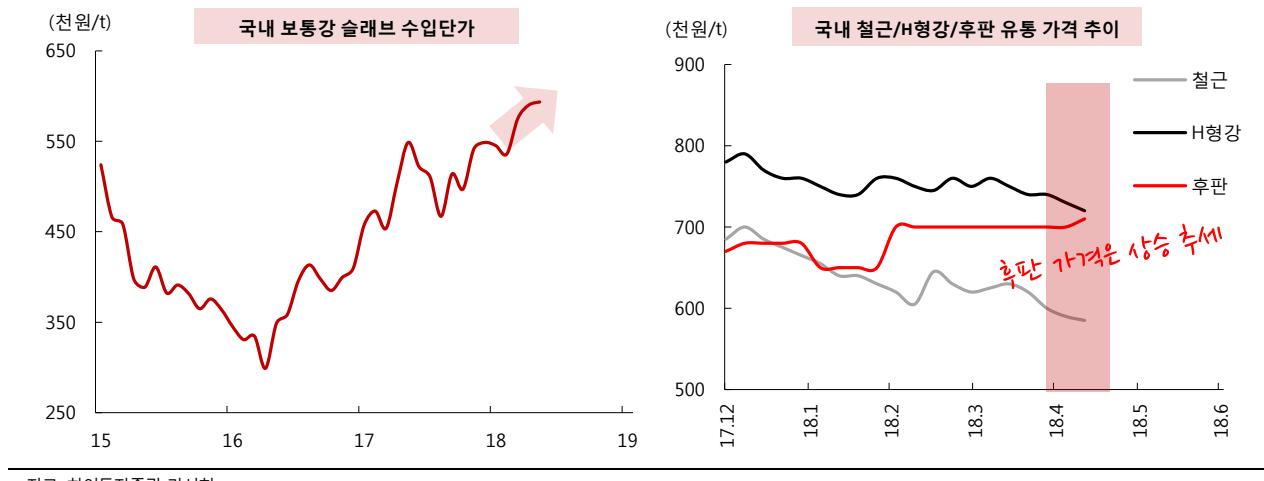
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> 중국 후판 Roll-Margin은 최근 호황 수준까지 균접했다. 일본도 후판 수출 여력이 없는 상황이다. 이에 국내 후판 수입량 역시 감소하고 있다. 동아시아 후판 수급 상황이 타이트하다는 의미이다.



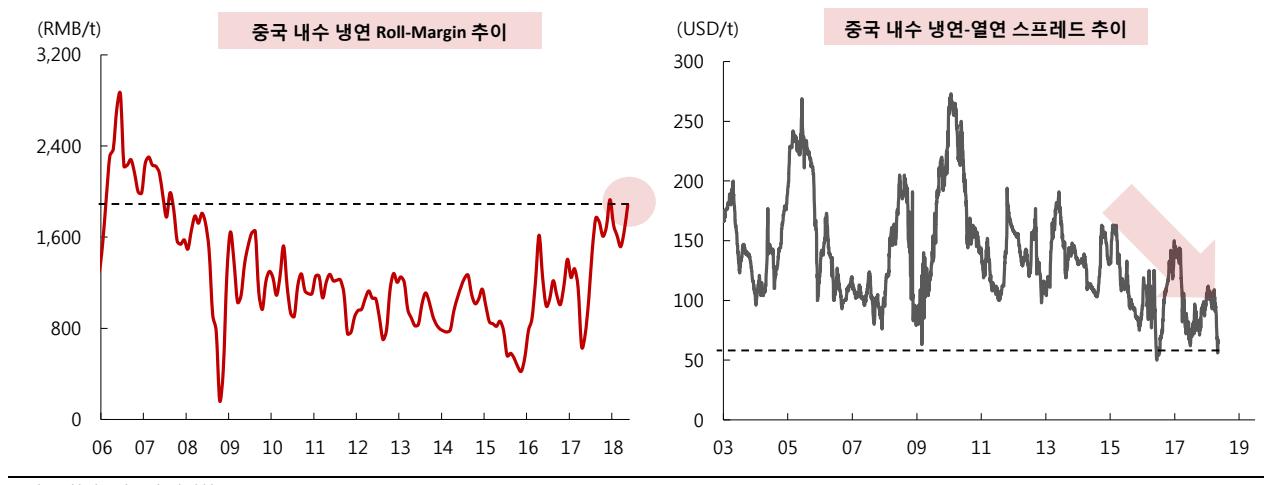
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> 동사 원료인 슬래브 수입 단가도 상승하고 있으나, 이는 전술한 타이트한 수급에 기반한, 후판 가격 인상을 통해 상당 흡수될 것이다.



자료: 하이투자증권 라서치

<그림 4> 고로업체의 냉연 Roll-Margin은 대체로 양호하다. 그러나 재압연업체의 수익성을 나타내는 냉연-열연 스프레드는 지속 하락하고 있다. 단기 반등 가능성은 물론 존재하나, 이러한 추세적 하락은 부담스럽다.



자료: 하이투자증권 라서치

〈표 1〉 동국제강 18.1Q Review

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,514	1,510	1,554	1,471	1,401	-7.4%	-4.8%	1,460	-4.1%
영업이익	58	54	73	57	21	-64.2%	-63.8%	49	-58.2%
세전이익	57	-81	19	43	-37	적전	적전	6	적전
순이익	42	-69	13	20	-39	적전	적전	9	적전
영업이익률	3.8%	3.6%	4.7%	3.9%	1.5%			3.4%	-1.9%p
세전이익률	3.8%	-5.4%	1.2%	2.9%	-2.6%			0.4%	-3.0%p
순이익률	2.8%	-4.6%	0.8%	1.3%	-2.8%			0.6%	-3.4%p

자료: 동국제강, 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 동국제강 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	1,377	1,394	1,350	1,303	5,424	1,264	1,358	1,323	1,372	5,317
영업이익	32	43	54	38	167	11	39	31	38	119
영업이익률	2.4%	3.1%	4.0%	2.9%	3.1%	0.8%	2.9%	2.4%	2.8%	2.2%

자료: 동국제강, 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 동국제강 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	1,514	1,510	1,554	1,471	6,049	1,401	1,617	1,578	1,630	6,226
영업이익	58	54	73	57	241	21	52	45	51	168
세전이익	57	-81	19	43	38	-37	35	22	28	48
순이익	42	-69	13	20	5	-39	32	16	21	29
영업이익률	3.8%	3.6%	4.7%	3.9%	4.0%	1.5%	3.2%	2.8%	3.1%	2.7%
세전이익률	3.8%	-5.4%	1.2%	2.9%	0.6%	-2.6%	2.2%	1.4%	1.7%	0.8%
순이익률	2.8%	-4.6%	0.8%	1.3%	0.1%	-2.8%	2.0%	1.0%	1.3%	0.5%

자료: 동국제강, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,049	1,953	2,018	2,163		매출액	6,049	6,226	6,483	6,489	
현금 및 현금성자산	379	256	254	398		증가율(%)	20.8	2.9	4.1	0.1	
단기금융자산	32	32	32	32		매출원가	5,434	5,726	5,973	5,978	
매출채권	894	900	935	936		매출총이익	615	500	510	511	
재고자산	771	791	823	824		판매비와관리비	374	332	342	342	
비유동자산	4,042	3,867	3,692	3,517		연구개발비	11	11	12	12	
유형자산	3,655	3,483	3,311	3,140		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	95	92	88	85		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	6,091	5,820	5,710	5,680		영업이익	241	168	168	169	
유동부채	2,978	2,776	2,707	2,716		증가율(%)	-6.0	-30.3	-0.1	0.4	
매입채무	540	556	579	579		영업이익률(%)	4.0	2.7	2.6	2.6	
단기차입금	1,889	1,889	1,889	1,889		이자수익	4	3	3	4	
유동성장기부채	377	152	52	52		이자비용	106	96	90	88	
비유동부채	742	692	642	592		지분법이익(손실)	-	-	-	-	
사채	170	170	170	170		기타영업외손익	-25	-15	-15	-15	
장기차입금	402	352	302	252		세전계속사업이익	38	48	78	82	
부채총계	3,720	3,468	3,349	3,308		법인세비용	33	19	21	22	
지배주주지분	2,254	2,234	2,240	2,249		세전계속이익률(%)	0.6	0.8	1.2	1.3	
자본금	589	589	589	589		당기순이익	5	29	57	60	
자본잉여금	102	102	102	102		순이익률(%)	0.1	0.5	0.9	0.9	
이익잉여금	818	836	881	928		지배주주귀속 순이익	5	28	54	57	
기타자본항목	745	706	668	629		기타포괄이익	94	-39	-39	-39	
비지배주주지분	117	118	121	124		총포괄이익	99	-10	18	21	
자본총계	2,371	2,352	2,361	2,373		지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	90	384	353	400	
당기순이익	5	29	57	60	
유형자산감가상각비	234	252	252	251	
무형자산상각비	4	3	3	3	
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	
투자활동 현금흐름	-15	-301	-276	-276	
유형자산의 처분(취득)	-26	-80	-80	-80	
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	
금융상품의 증감	181	-40	-15	-15	
재무활동 현금흐름	-183	-285	-159	-59	
단기금융부채의증감	-	-226	-100	-	
장기금융부채의증감	-167	-50	-50	-50	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	0	0	0	0	
현금및현금성자산의증감	-114	-122	-3	144	
기초현금및현금성자산	493	379	256	254	
기말현금및현금성자산	379	256	254	398	

주요투자지표					
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		47	289	568	596
BPS		23,619	23,405	23,469	23,562
CFPS		2,539	2,963	3,238	3,263
DPS		100	100	100	100
Valuation(배)					
PER		231.7	36.1	18.4	17.5
PBR		0.5	0.4	0.4	0.4
PCR		4.3	3.5	3.2	3.2
EV/EBITDA		7.3	7.7	7.4	6.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE		0.2	1.2	2.4	2.5
EBITDA 이익률		7.9	6.8	6.5	6.5
부채비율		156.9	147.5	141.9	139.4
순부채비율		102.4	96.7	90.0	81.4
매출채권회전율(x)		7.1	6.9	7.1	6.9
재고자산회전율(x)		8.9	8.0	8.0	7.9

자료 : 동국제강, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(동국제강)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-25(담당자변경)	Hold	10,500	6개월	13.9%	31.9%
2017-05-19	Hold	13,000	6개월	-3.4%	21.2%
2017-11-21	Hold	12,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김윤상\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-