

동국제강 (001230)

철강

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	12,000원 (D)
현재주가 (7/4)	7,440원
상승여력	61%

시가총액	7,100억원
총발행주식수	95,432,737주
60일 평균 거래대금	55억원
60일 평균 거래량	548,315주
52주 고	15,200원
52주 저	7,440원
외인지분율	28.80%
주요주주	장세주 외 12 인 25.21%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(27.8)	(24.5)	(50.6)
상대	(22.0)	(19.7)	(48.1)
절대(달러환산)	(30.5)	(28.2)	(49.0)

2Q18 Preview: 달러강세에 문힌 영업환경 개선

2Q18 Preview: 영업이익은 견조하지만 세전손익은 적자 가능성 높아

별도 영업이익 364억원(yoy -15%), 연결 영업이익 479억원(yoy -12%) 전망

2Q18 별도 영업이익은 봉형강부문 계절적 성수기, 후판부문 적자폭 축소, 냉연부문 적자탈피 등으로 364억원을 기록할 것으로 판단된다. 봉형강부문은 2Q 철근 유통가격이 약세를 나타냄에 따라 철근 ASP에 부정적 영향을 미쳤을 것으로 사료되나 H형강 가격 인상이 지속적으로 반영되며 봉형강 전체 ASP는 전분기대비 소폭 상승했을 것으로 추정된다. 후판ASP는 수입산 후판가격 상승과 조선항 판매 가격 인상 등의 영향으로 전분기대비 상승했을 것으로 추정된다. 냉연부문은 1Q 크게 축소됐던 냉연-열연 스프레드가 2Q에는 개선되며 적자를 탈피했을 것으로 전망된다. 그러나 연결순손익은 적자를 피하기 힘들었을 것으로 사료된다. 외화부채(특히 USD) 규모가 큰 동사의 경우 2Q 원화약세에 따라 외환관련손실이 500억원 가량 계상됐을 것으로 추정된다. 또한, 자본법손익에 영향을 미치는 브라질 CSP 역시 미국 달러화 대비 브라질 헤알화가 큰 폭의 약세를 시현하며 영업외손익에 부정적 영향을 가져왔을 것으로 판단된다.

수익성 개선의 key는 후판부문

후판부문 및 냉연부문 수익성 개선 이어질 것

동사는 국내 후판 3사 중 가장 취약한 원가구조를 가지고 있다. POSCO와 현대제철은 제선공정에서(후판)압연공정까지 보유하고 있는 반면, 동국제강은 후판의 반제품인 슬래브를 구매하기 때문이다. 같은 후판가격 하에서도 수익성이 낮을 수 밖에 없다. 그러나, 하반기 비조선항뿐만 아니라 조선항 후판도 가격 인상이 이어질 것으로 보여 동국제강의 후판 판매량 확대 가능성을 예상해볼 수 있다. 스프레드(후판가격-슬래브가격) 개선과 가동률 상승에 따라 후판부문의 수익성 개선 폭이 빨라 질 수 있다는 판단이다. 브라질CSP 역시 브라질 슬래브 수출가격이 높은 수준에서 유지되고 있고 가동률이 상승하고 있는 만큼 영업적인 측면에서는 실적개선이 이어질 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 하향

2019년 실적기준 Target EV/EBITDA 7.3x을 유지하나 추정 Net debt의 증가로 목표주가를 14,500원에서 12,000원으로 하향 조정한다. 2Q18 연결순적자 가능성 등으로 6월 중순 이후 주가가 조정을 크게 받고 있으나 영업적인 측면에서 개선되고 있다는 점을 고려한다면 3Q18 이후 주가의 방향성은 추가적인 하락보다는 우상향의 가능성이 높다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,680	10.5	19.0	15,400	8.3
영업이익	479	-11.8	133.0	480	-0.1
세전계속사업이익	-768	적지	적지	8	-
지배순이익	-710	적지	적지	-98	-
영업이익률 (%)	2.9	-0.7 %pt	+1.4 %pt	3.1	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	-4.3	적지	적지	-0.6	-3.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	50,066	60,493	64,675	68,918
영업이익	2,566	2,413	1,827	2,636
지배순이익	613	45	-583	1,325
PER	12.8	257.9	-	5.4
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	7.8	8.4	6.7
ROE	2.9	0.2	-2.6	5.9

자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액	5,424	5,548	5,892	1,377	1,394	1,350	1,303	1,264	1,410	11.5%	1.1%	1,399	1,475
봉형강	2,515	2,815	3,036	575	646	644	650	625	724	15.8%	12.1%	699	768
후판	609	751	839	150	151	140	168	161	183	14.1%	21.4%	198	209
냉연	1,731	1,764	1,800	430	438	440	423	424	449	5.7%	2.4%	447	444
기타	569	217	217	221	159	126	62	54	54	0.0%	-66.0%	54	54
판매량	6,883	6,750	6,922	1,684	1,766	1,753	1,680	1,590	1,759	10.6%	-0.4%	1,660	1,741
봉형강	4,054	3,955	4,056	959	1,062	1,049	984	914	1,054	15.3%	-0.7%	953	1,034
후판	932	950	990	243	230	219	240	223	238	6.6%	3.3%	242	247
냉연	1,897	1,846	1,876	482	474	485	456	453	467	3.1%	-1.5%	465	460
봉형강 ASP	620	712	749	600	608	614	661	684	687	0.4%	12.9%	734	742
후판 ASP	654	791	847	619	656	640	700	720	771	7.0%	17.5%	819	847
냉연 ASP	912	956	959	893	924	906	927	937	961	2.6%	3.9%	961	965
영업이익	167	136	214	32	43	54	38	11	36	241.2%	-15.1%	37	52
이익률	3.1%	2.5%	3.6%	2.4%	3.1%	4.0%	2.9%	0.8%	2.6%	1.7%p	-0.5%p	2.6%	3.5%

자료: 유안타증권

[표-2] 동국제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액	6,049	6,468	6,892	1,514	1,510	1,554	1,471	1,401	1,668	19.0%	10.5%	1,671	1,728
철강	5,897	6,009	6,360	1,491	1,506	1,477	1,423	1,369	1,528	11.6%	1.5%	1,519	1,593
(본사)	5,424	5,548	5,892	1,377	1,394	1,350	1,303	1,264	1,410	11.5%	1.1%	1,399	1,475
(본사 외)	473	461	468	114	112	127	120	105	118	13.1%	5.8%	120	118
운송	521	490	498	132	132	129	129	111	127	15.0%	-3.1%	126	126
무역	467	429	437	112	123	122	110	93	114	22.5%	-7.2%	112	110
(기타 및 연결조정)	835	817	871	221	251	173	190	171	220	-	-	207	219
영업이익	241	183	264	58	54	73	57	21	48	133.0%	-11.8%	49	65
이익률	4.0%	2.8%	3.8%	3.8%	3.6%	4.7%	3.9%	1.5%	2.9%	1.4%p	-0.7%p	2.9%	3.8%
철강	177	146	226	35	44	56	42	13	39	211.8%	-12.2%	40	55
이익률	3.0%	2.4%	3.6%	2.4%	2.9%	3.8%	2.9%	0.9%	2.6%	1.6%p	-0.4%p	2.6%	3.5%
(본사)	167	136	214	32	43	54	38	11	36	241.2%	-15.1%	37	52
(이익률)	3.1%	2.5%	3.6%	2.4%	3.1%	4.0%	2.9%	0.8%	2.6%	1.7%p	-0.5%p	2.6%	3.5%
(본사 외)	10	10	13	3	2	2	4	2	3	40.3%	65.7%	3	3
(이익률)	2.1%	2.3%	2.7%	2.5%	1.4%	1.5%	3.3%	1.8%	2.2%	0.4%p	0.8%p	2.4%	2.6%
운송	14	9	12	5	4	3	2	1	3	228.3%	-18.1%	3	3
이익률	2.7%	1.9%	2.3%	4.0%	2.7%	2.4%	1.8%	0.8%	2.3%	1.5%p	-0.4%p	2.2%	2.1%
무역	32	22	27	11	7	6	7	4	6	47.1%	-14.4%	6	6
이익률	6.8%	5.2%	6.1%	9.9%	5.9%	5.2%	6.2%	4.6%	5.5%	0.9%p	-0.5%p	5.4%	5.4%
(기타 및 연결조정)	-19	-4	1	-6	1	-8	-6	-3	0	-	-	1	1
세전이익	38	-49	171	57	-81	19	43	-37	-77	적지	적지	25	41
이익률	0.6%	-0.8%	2.5%	3.8%	-5.4%	1.2%	2.9%	-2.6%	-4.6%	-2.0%p	0.8%p	1.5%	2.4%
지배순이익	5	-58	133	41	-71	11	23	-38	-71	적지	적지	19	32
이익률	0.1%	-0.9%	1.9%	2.7%	-4.7%	0.7%	1.6%	-2.7%	-4.3%	-1.5%p	0.4%p	1.1%	1.9%

자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

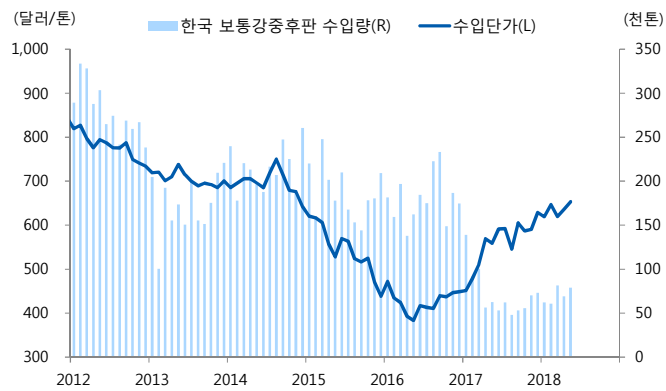
[표-3] 동국제강 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
별도	매출액	1,412	5,444	5,608	1,410	5,548	5,892	-0.2%	1.9%	5.1%
	영업이익	53	158	213	36	136	214	-31.6%	-13.8%	0.4%
	OPM	3.8%	2.9%	3.8%	2.6%	2.5%	3.6%	-1.2%p	-0.4%p	-0.2%p
연결	매출액	1,670	6,376	6,640	1,668	6,468	6,892	-0.1%	1.4%	3.8%
	영업이익	65	204	264	48	183	264	-25.9%	-10.4%	-0.2%
	OPM	3.9%	3.2%	4.0%	2.9%	2.8%	3.8%	-1.0%p	-0.4%p	-0.2%p
	지배순이익	31	48	137	-71	-58	133	-	-	-3.1%

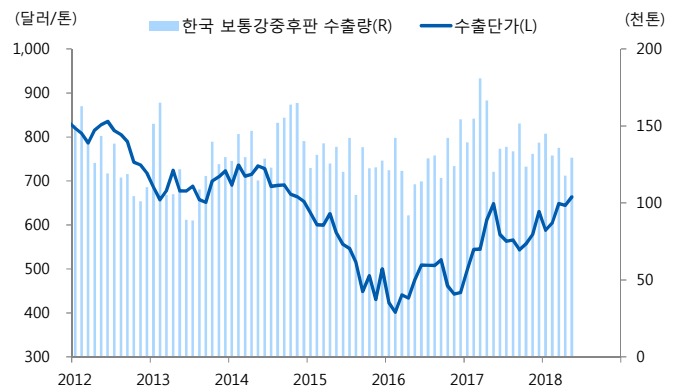
자료: 유안타증권

[그림-1] 한국 보통강중후판 수입량



자료: 한국철강협회

[그림-2] 한국 보통강중후판 수출량



자료: 한국철강협회

동국제강 (001230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	50,066	60,493	64,675	68,918	70,306
매출원가	43,549	54,341	59,079	62,249	63,381
매출총이익	6,517	6,152	5,597	6,669	6,925
판매비	3,951	3,739	3,770	4,034	4,115
영업이익	2,566	2,413	1,827	2,636	2,810
EBITDA	5,098	4,791	3,990	4,660	4,704
영업외손익	-2,107	-2,036	-2,312	-928	-815
외환관련손익	-486	1,238	-533	0	0
이자손익	-1,079	-1,017	-974	-928	-815
관계기업관련손익	269	-1,626	-797	0	0
기타	-812	-630	-8	0	0
법인세비용차감전순이익	459	377	-485	1,708	1,995
법인세비용	-182	330	106	427	499
계속사업순이익	641	48	-591	1,281	1,496
중단사업순이익	67	0	0	0	0
당기순이익	708	48	-591	1,281	1,496
지배지분순이익	613	45	-583	1,325	1,548
포괄순이익	1,300	986	-391	1,481	1,696
지배지분포괄이익	1,221	885	-397	1,400	1,604

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	20,423	20,494	22,725	23,471	24,156
현금및현금성자산	4,931	3,788	2,855	3,560	3,864
매출채권 및 기타채권	7,486	8,341	10,016	10,055	10,252
재고자산	5,959	7,711	9,154	9,157	9,341
비유동자산	42,824	40,416	38,657	37,233	35,938
유형자산	36,872	36,547	35,079	33,685	32,419
관계기업 등 자본관련자산	3,832	1,993	1,698	1,698	1,698
기타투자자산	188	212	346	346	346
자산총계	63,247	60,910	61,382	60,704	60,095
유동부채	30,618	29,781	30,186	28,212	26,074
매입채무 및 기타채무	6,904	6,798	7,701	7,727	8,589
단기차입금	17,905	18,889	18,483	16,483	13,483
유동성장기부채	4,503	3,772	3,414	3,414	3,414
비유동부채	9,736	7,422	8,027	8,027	8,027
장기차입금	6,530	4,016	4,159	4,159	4,159
사채	1,613	1,698	2,177	2,177	2,177
부채총계	40,353	37,203	38,213	36,239	34,101
지배지분	21,796	22,540	22,028	23,259	24,713
자본금	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
자본잉여금	1,016	1,017	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	8,070	8,181	7,525	8,756	10,210
비지배지분	1,097	1,166	1,141	1,206	1,281
자본총계	22,893	23,707	23,169	24,464	25,993
순차입금	25,698	24,674	25,417	22,712	19,408
총차입금	31,067	28,784	28,634	26,634	23,634

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	8,883	902	1,786	4,860	5,441
당기순이익	708	48	-591	1,281	1,496
감가상각비	2,494	2,342	2,132	1,994	1,866
외환손익	408	-637	491	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	4,324	-3,095	-1,888	-111	384
기타현금흐름	950	2,243	1,642	1,696	1,694
투자활동 현금흐름	-1,012	-145	-660	-513	-513
투자자산	-527	1	-124	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,123	-596	-611	-600	-600
유형자산 감소	512	336	2	0	0
기타현금흐름	126	114	73	87	87
재무활동 현금흐름	-6,795	-1,831	-290	-2,026	-3,026
단기차입금	0	0	0	-2,000	-3,000
사채 및 장기차입금	-6,732	-1,673	-375	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-158	-112	-113	-113
기타현금흐름	-12	0	197	86	86
연결범위변동 등 기타	-66	-68	-1,769	-1,616	-1,598
현금의 증감	1,009	-1,143	-933	705	304
기초 현금	3,921	4,931	3,788	2,855	3,560
기말 현금	4,931	3,788	2,855	3,560	3,864
NOPLAT	3,583	2,413	2,225	2,636	2,810
FCF	9,315	-1,008	1,890	3,290	3,786

자료: 유안타증권

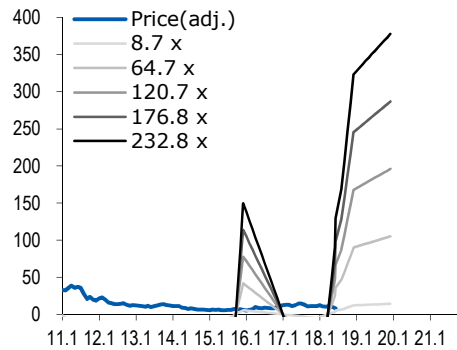
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	643	47	-610	1,389	1,622
BPS	23,347	24,141	23,304	24,606	26,144
EBITDAPS	5,345	5,021	4,181	4,883	4,930
SPS	52,493	63,389	67,771	72,217	73,670
DPS	150	100	100	100	100
PER	12.8	257.9	-12.2	5.4	4.6
PBR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.8	7.8	8.4	6.7	5.9
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-4.9	20.8	6.9	6.6	2.0
영업이익 증가율 (%)	51.4	-6.0	-24.3	44.3	6.6
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-92.6	적전	흑전	16.8
매출총이익률 (%)	13.0	10.2	8.7	9.7	9.8
영업이익률 (%)	5.1	4.0	2.8	3.8	4.0
자본순이익률 (%)	1.2	0.1	-0.9	1.9	2.2
EBITDA 마진 (%)	10.2	7.9	6.2	6.8	6.7
ROIC	7.3	0.7	4.7	4.2	4.7
ROA	0.9	0.1	-1.0	2.2	2.6
ROE	2.9	0.2	-2.6	5.9	6.5
부채비율 (%)	176.3	156.9	164.9	148.1	131.2
순차입금/자기자본 (%)	117.9	109.5	115.4	97.6	78.5
영업이익/금융비용 (배)	2.3	2.3	1.8	2.7	3.3

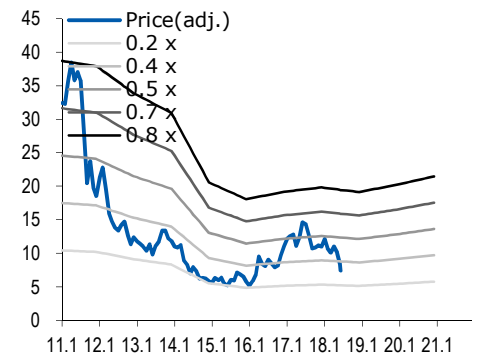
P/E band chart

(천원)



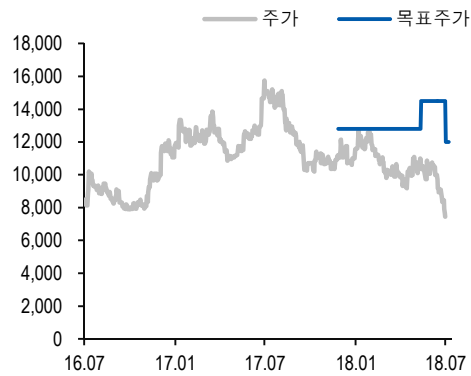
P/B band chart

(천원)



동국제강 (001230) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-05	BUY	12,000	1년		
2018-05-16	BUY	14,500	1년	-33.62	-25.17
2017-11-30	BUY	12,800	1년	-15.05	-0.78

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)	1.7
Buy(매수)	85.7
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-02

※ 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 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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 투자의사결정은 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.