

동국제강 (001230)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	8,500원 (D)
현재주가 (7/1)	6,780원
상승여력	25%

시가총액	6,470억원
총발행주식수	95,432,737주
60일 평균 거래대금	17억원
60일 평균 거래량	243,775주
52주 고	9,680원
52주 저	6,350원
외인지분율	28.43%
주요주주	장세주 외 14 인 25.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.6	(11.5)	(19.7)
상대	2.2	(9.9)	(12.3)
절대(달러환산)	9.9	(13.1)	(22.5)

리스크 감소와 수익성 개선

2Q19 Preview: 준수했던 봉형강, 다소 아쉬웠던 후판

별도 영업이익 506억원(yoy +130%), 연결 영업이익 594억원(yoy +84%) 전망

1) 봉형강류: 2Q 국내 철근 및 H형강 유통가격은 1Q 대비 톤당 +0.4~0.5만원 수준 상승했다. 주요 원재료인 철스크랩 역시 등급별로 차이는 있으나 1Q 대비 2Q 가격이 소폭 상승한 것으로 파악된다. 이에 따라 봉형강류 스프레드(제품가격-원재료가격)는 전분기와 유사한 수준을 기록했을 것으로 추정된다. 하지만, 계절적 성수기 영향에 따라 판매량이 확대됨에 따라 영업이익률은 개선됐을 것으로 판단된다.

2) 후판: 2Q 국산 및 수입산 후판 유통가격은 1Q 대비 톤당 +1.5만원 수준 상승했다. 반면, 한국 슬래브 수입단가는 3~5월 487달러/톤으로 12~2월 507달러/톤 대비 하락했다. 원/달러 환율을 적용하더라도 3~5월 슬래브 수입단가는 전분기대비 -0.5만원/톤 하락한 것으로 추정된다. 동사의 후판ASP는 유통가격에 후행하는 모습을 나타내고 있는 바, 2Q 후판ASP는 유통가격과 다르게 1Q 대비 소폭 하락했을 가능성이 있다. 이에 따라 후판 스프레드(후판가격-슬래브가격)는 전분기대비 소폭 악화 또는 유지됐을 것으로 추정된다.

후판부문 수익성 개선 기대, 냉연부문 제한적 개선 예상

국내 후판 3사 중 유일하게 반제품(슬래브)을 구매하여 후판을 생산하고 있다. 때문에 동사의 후판부문은 경쟁사 대비 수익구조가 취약할 수 밖에 없다. 그렇지만 수익성의 방향은 1Q를 저점으로 다시 개선될 수 있을 것으로 판단된다. 하반기 조선평 후판가격 인상과 국내 조선업체의 건조물량 확대에 따라 후판 판매량 확대를 기대해볼 수 있기 때문이다. 반면, 후판보다는 더 나은 수익성을 보여주고 있는 냉연부문이지만 냉연제품의 소재인 열연가격 인상 대비 상대적으로 가격인상시기 및 폭에 아쉬움이 남는다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 8,500원으로 하향

2019~2020년 ROE가 4% 수준이 기대되는 바, Target PBR 0.40x를 적용하여 목표주가를 기존 12,000원에서 8,500원으로 하향 조정한다. 브라질 CSP에 대한 리스크는 상당 부분 해소된 것으로 판단된다. 2018년에 이어 2019년 역시 영업흑자가 기대되고 해알화 강세 움직임에 따라 당기순이익은 개선이 가능할 것으로 예상된다. 2019~2021년간 총 1.5억달러를 출자하는 부분은 다소 부담이지만 CSP의 업황 개선이 이어지고 있다는 것이 더 중요하다고 사료된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,011	5.9	16.5	14,788	8.3
영업이익	594	83.8	22.9	552	7.5
세전계속사업이익	340	흑전	967.0	22	1,470.6
지배순이익	257	흑전	588.5	64	304.5
영업이익률 (%)	3.7	+1.6 %pt	+0.2 %pt	3.7	0
지배순이익률 (%)	1.6	흑전	+1.3 %pt	0.4	+1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	60,493	59,649	61,615	64,338
영업이익	2,413	1,450	2,111	2,091
지배순이익	45	-2,979	693	835
PER	257.9	-3.0	9.2	7.7
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.8	9.2	7.4	7.4
ROE	0.2	-14.3	3.5	4.0

자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액	5,365	5,292	5,487	1,264	1,353	1,346	1,401	1,232	1,355	10.0%	0.1%	1,353	1,353
봉형강	2,752	2,826	2,961	625	708	673	745	647	728	12.5%	2.8%	722	729
후판	699	664	686	161	164	188	187	155	167	8.1%	2.3%	172	169
냉연	1,711	1,664	1,702	424	427	437	422	395	425	7.6%	-0.6%	424	421
기타	203	138	138	54	54	48	47	35	35	0.0%	-35.9%	35	35
판매량	6,627	6,410	6,584	1,590	1,730	1,625	1,682	1,494	1,651	10.5%	-4.6%	1,631	1,633
봉형강	3,973	3,870	3,968	914	1,068	962	1,029	900	1,000	11.1%	-6.4%	982	988
후판	884	857	893	223	215	221	225	198	219	10.6%	1.9%	220	220
냉연	1,770	1,683	1,722	453	447	442	428	396	433	9.2%	-3.2%	429	426
봉형강 ASP	693	730	746	684	663	700	724	719	728	1.3%	9.8%	735	738
후판 ASP	791	774	768	720	761	850	831	783	765	-2.3%	0.4%	783	768
냉연 ASP	967	989	988	937	956	989	986	997	982	-1.5%	2.7%	989	988
영업이익	114	165	171	11	22	46	35	30	51	67.4%	129.6%	43	42
이익률	2.1%	3.1%	3.1%	0.8%	1.6%	3.4%	2.5%	2.5%	3.7%	1.3%p	2.1%p	3.2%	3.1%

자료: 유안타증권

[표-2] 동국제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액	5,965	6,162	6,434	1,401	1,512	1,501	1,550	1,375	1,601	16.5%	5.9%	1,595	1,590
철강	5,804	5,714	5,910	1,369	1,469	1,470	1,496	1,333	1,464	9.8%	-0.3%	1,460	1,456
(본사)	5,365	5,292	5,487	1,264	1,353	1,346	1,401	1,232	1,355	10.0%	0.1%	1,353	1,353
(본사 외)	439	422	423	105	116	123	95	102	109	7.1%	-5.8%	107	103
운송	478	469	472	111	123	120	123	112	120	7.0%	-3.0%	119	118
무역	394	411	411	93	93	104	104	104	101	-2.4%	8.7%	103	103
(기타 및 연결조정)	711	753	782	171	174	193	174	174	193	-	-	194	191
영업이익	145	211	209	21	32	53	39	48	59	22.9%	83.8%	52	51
이익률	2.4%	3.4%	3.2%	1.5%	2.1%	3.5%	2.5%	3.5%	3.7%	0.2%p	1.6%p	3.3%	3.2%
철강	117	163	169	13	24	47	33	29	50	70.1%	105.7%	42	41
이익률	2.0%	2.8%	2.9%	0.9%	1.7%	3.2%	2.2%	2.2%	3.4%	1.2%p	1.8%p	2.9%	2.8%
(본사)	114	165	171	11	22	46	35	30	51	67.4%	129.6%	43	42
(이익률)	2.1%	3.1%	3.1%	0.8%	1.6%	3.4%	2.5%	2.5%	3.7%	1.3%p	2.1%p	3.2%	3.1%
(본사 외)	4	-2	-2	2	2	1	-1	-1	-1	적지	적전	-1	-1
(이익률)	0.8%	-0.6%	-0.5%	1.8%	2.0%	0.5%	-1.3%	-0.8%	-0.5%	0.3%p	-2.5%p	-0.5%	-0.5%
운송	6	9	9	1	0	2	3	3	2	-24.5%	흑전	2	3
이익률	1.3%	2.0%	2.0%	0.8%	0.0%	1.6%	2.6%	2.3%	1.6%	-0.7%p	1.7%p	2.0%	2.1%
무역	14	26	21	4	5	5	0	11	5	-54.6%	2.4%	5	5
이익률	3.6%	6.4%	5.0%	4.6%	5.3%	4.9%	0.1%	10.7%	5.0%	-5.7%p	-0.3%p	4.9%	4.9%
(기타 및 연결조정)	-8	-13	-10	-3	-3	1	-3	-5	2	-	-	3	2
세전이익	-327	90	111	-37	-193	-11	-86	3	34	966.8%	흑전	27	26
이익률	-5.5%	1.5%	1.7%	-2.6%	-12.7%	-0.8%	-5.5%	0.2%	2.1%	1.9%p	14.9%p	1.7%	1.6%
지배순이익	-298	69	84	-38	-193	-7	-59	4	26	588.7%	흑전	20	19
이익률	-5.0%	1.1%	1.3%	-2.7%	-12.8%	-0.5%	-3.8%	0.3%	1.6%	1.3%p	14.4%p	1.3%	1.2%

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

동국제강 (001230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	60,493	59,649	61,615	64,338	65,604
매출원가	54,341	54,833	55,961	58,547	59,536
매출총이익	6,152	4,816	5,654	5,791	6,068
판매비	3,739	3,367	3,543	3,700	3,773
영업이익	2,413	1,450	2,111	2,091	2,295
EBITDA	4,791	3,605	4,204	4,033	4,152
영업외손익	-2,036	-4,720	-1,211	-984	-904
외환관련손익	1,238	-492	-101	0	0
이자손익	-1,017	-1,014	-1,020	-986	-905
관계기업관련손익	-1,626	-1,642	-7	0	0
기타	-630	-1,572	-84	2	2
법인세비용차감전순이익	377	-3,270	901	1,107	1,392
법인세비용	330	-225	250	288	362
계속사업순이익	48	-3,045	650	819	1,030
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	-3,045	650	819	1,030
지배지분손이익	45	-2,979	693	835	1,050
포괄손익	986	-3,377	853	1,022	1,233
지배지분포괄이익	885	-3,301	961	1,176	1,419

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	20,494	21,739	22,842	23,438	24,169
현금및현금성자산	3,788	3,431	3,664	3,868	4,239
매출채권 및 기타채권	8,396	8,398	9,181	9,418	9,595
재고자산	7,711	8,794	9,158	9,313	9,496
비유동자산	40,416	35,564	35,340	34,936	33,980
유형자산	36,547	33,965	32,566	31,252	30,023
관계기업 등 자본관련자산	1,993	249	779	1,717	2,018
기타투자자산	212	252	295	295	295
자산총계	60,910	57,302	58,182	58,374	58,149
유동부채	29,781	32,291	31,904	30,998	29,723
매입채무 및 기타채무	6,798	8,968	7,913	8,007	8,732
단기차입금	18,889	17,274	17,227	16,227	14,227
유동성장기부채	3,772	5,798	6,076	6,076	6,076
비유동부채	7,422	4,689	5,008	5,008	5,008
장기차입금	4,016	3,172	3,020	3,020	3,020
사채	1,698	539	499	499	499
부채총계	37,203	36,980	36,912	36,007	34,732
지배지분	22,540	19,257	20,159	21,197	22,248
자본금	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
자본잉여금	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	8,181	4,838	5,531	6,367	7,417
비지배지분	1,166	1,066	1,110	1,170	1,170
자본총계	23,707	20,322	21,269	22,367	23,418
순차입금	24,674	23,153	23,401	22,198	19,826
총차입금	28,784	26,997	27,518	26,518	24,518

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	902	2,294	2,869	4,144	4,933
당기순이익	0	0	643	819	1,030
감가상각비	2,342	2,122	2,063	1,914	1,830
외환손익	-637	203	91	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3,095	282	-1,656	-470	193
기타현금흐름	2,291	-313	1,728	1,882	1,880
투자활동 현금흐름	-145	-730	-739	-1,259	-622
투자자산	1	-113	-537	-938	-301
유형자산 증가 (CAPEX)	-596	-619	-587	-600	-600
유형자산 감소	336	54	5	0	0
기타현금흐름	114	-52	380	279	279
재무활동 현금흐름	-1,831	-1,942	-316	-1,097	-2,097
단기차입금	0	0	-750	-1,000	-2,000
사채 및 장기차입금	-1,673	-1,952	546	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-158	-110	-16	-16	-16
기타현금흐름	0	120	-95	-81	-81
연결범위변동 등 기타	-68	20	-1,581	-1,584	-1,842
현금의 증감	-1,143	-357	233	204	371
기초 현금	4,931	3,788	3,431	3,664	3,868
기말 현금	3,788	3,431	3,664	3,868	4,239
NOPLAT	2,413	1,450	2,111	2,091	2,295
FCF	-1,008	3,169	1,374	2,419	3,148

자료: 유안타증권

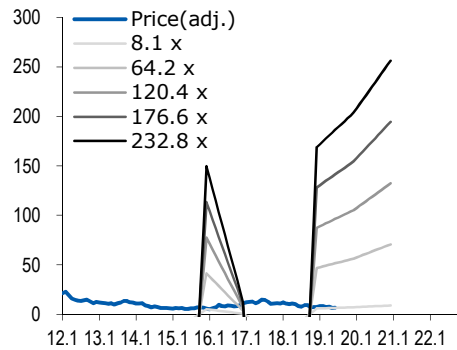
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	47	-3,121	726	875	1,101
BPS	24,141	20,372	21,326	22,425	23,536
EBITDAPS	5,021	3,778	4,405	4,226	4,351
SPS	63,389	62,504	64,564	67,417	68,744
DPS	100	0	0	0	0
PER	257.9	-3.0	9.2	7.7	6.1
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.8	9.2	7.4	7.4	6.6
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	20.8	-1.4	3.3	4.4	2.0
영업이익 증가율 (%)	-6.0	-39.9	45.7	-1.0	9.8
지배지분이익 증가율 (%)	-92.6	적전	흑전	20.5	25.8
매출총이익률 (%)	10.2	8.1	9.2	9.0	9.3
영업이익률 (%)	4.0	2.4	3.4	3.2	3.5
자본이익률 (%)	0.1	-5.0	1.1	1.3	1.6
EBITDA 마진 (%)	7.9	6.0	6.8	6.3	6.3
ROIC	0.7	3.0	3.5	3.6	4.1
ROA	0.1	-5.0	1.2	1.4	1.8
ROE	0.2	-14.3	3.5	4.0	4.8
부채비율 (%)	156.9	182.0	173.5	161.0	148.3
순차입금/자기자본 (%)	109.5	120.2	116.1	104.7	89.1
영업이익/금융비용 (배)	2.3	1.4	2.0	2.0	2.4

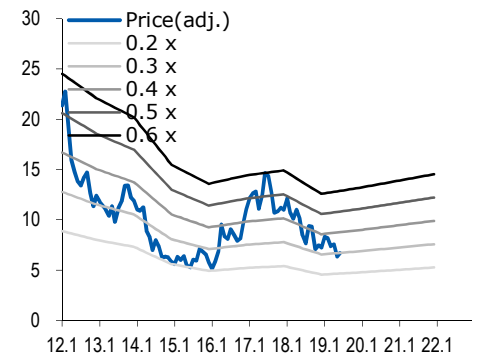
P/E band chart

(천원)



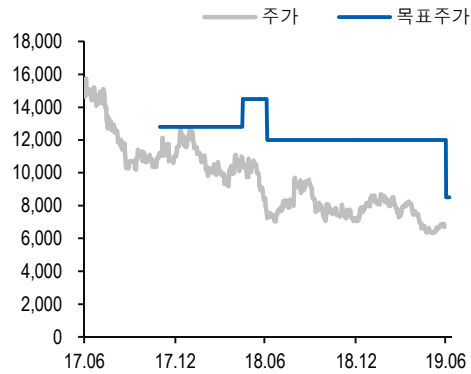
P/B band chart

(천원)



동국제강 (001230) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-02	BUY	8,500	1년		
2018-07-05	BUY	12,000	1년	-35.29	-19.33
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)	0.5
Buy(매수)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-29

※ 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.