

동국제강 (001230)

핵심영업 재조정으로 외풍에 대비 중

철강 Analyst **이재원**
 02-6114-2957 jaewon.lee0622@kbfq.com
 RA **김다은**
 02-6114-2915 daeun.kim@kbfq.com

HOLD (initiate)

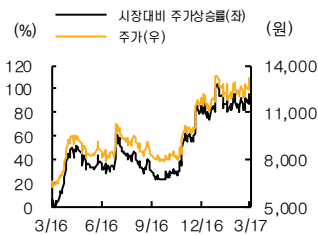
목표주가 (원)	14,700
Upside / Downside (%)	11.8
현재가 (3/15, 원)	13,150
Consensus Target price (원)	17,000

Forecast earnings & valuation

계산기말	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액 (십억원)	5,720	5,007	5,243	5,295
영업이익 (십억원)	194	257	259	262
순이익 (십억원)	-239	106	107	113
EPS (원)	-2,503	1,110	1,124	1,185
증감률 (%)	적지	흑전	1.3	5.4
PER (X)	NA	10.0	11.7	11.1
EV/EBITDA (X)	8.5	7.7	7.8	7.4
PBR (X)	0.3	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	-11.2	5.0	4.8	4.8
배당수익률 (%)	NA	0.0	0.0	0.0

Performance

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	10.5	58.2	111.4
시장대비 상대수익률	-0.4	5.5	48.3	95.3



Trading Data

시가총액 (조원)	1.3
Free float (%)	70.4
거래대금 (3M, 십억원)	6.7
	장세주 외 13 인 25.2
주요주주 지분율 (%)	JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE B.V. 14.1

자료: 동국제강, KB증권

- ✓ 전방산업 성쇠에 대비한 판매비중 조절로 이익훼손 최소화
- ✓ 상대적 비핵심자산을 양도하면서 이익 질적성장 도모
- ✓ 고객사 다각화로 공급자 가격교섭력 강화

▶ 전방산업 성쇠에 대비한 판매비중 조절로 이익훼손 최소화

동국제강의 2011년 제품 판매량은 후판 42%, 봉형강 32%, 냉연 23%, 기타 3%의 비중을 보였음. 조선산업 불황에 대비하여 후판의 비중을 줄여가고 있으며, 2016년 기준 봉형강 47%, 냉연 32%, 후판 13%, 기타 8%의 비중으로 판매비중을 조절하였음. 제품별 영업이익률도 봉형강, 냉연에 비해 후판의 경우가 악화된 상태에 있는 것으로 파악됨. 특히, 생산량 비중을 조절하면서 낮아진 생산량의 제품은 손익분기점도 낮아질 것으로 추정됨. 그러나 공헌이익마저 순수실로 접어들기 전에 선제적으로 판매비중을 조절하면서 향후 추정이익 훼손을 방어할 수 있을 전망이다

▶ 상대적 비핵심자산을 양도하면서 이익 질적 성장 도모

동국제강은 2016년 내부 산업 재편으로 현금자산 1,816억원을 축적하였음. 9월에 포항2부두를 매각하였고, 당진사업 APT를 10월에 유동화하였음. 11월에는 DK UIL의 지분을 일부 매각하고, 12월에는 포항스틸센터 매각과 동시에 페림인프라 지분을 유동화하였음. 2017년도 상대적 비핵심자산을 양도하면서 이익의 질적 성장을 도모하고 있으며, 이에 따라 현금자산을 확보하면서 상대적으로 약화된 전방산업의 악풍에 대비할 수 있는 것으로 판단됨

▶ 고객사 다각화로 가격교섭력 강화, 본연의 활동영역 확대

동국제강의 전방산업은 기존에 국내 중·대형 조선사의 활황에 힘입어 안정적인 이익을 창출하였으나, 기존 고객사의 수요 감소에 대응하기 위해서 해외 및 국내 소형선박 조선소 개발로 수요층을 확대 중임. 또한, 압연기술 고도화를 통해 4.5T의 초극박물을 개발/양산에 성공한 바 있음. 2016년 10월에 개발착수를 하고 1차 TEST를 진행하였으며, 2016년 12월 5차 테스트를 진행하면서 개발을 완료하여 2017년 1분기부터 최대 3,048mm의 상업생산을 개시하였음

▶ 적정주가 14,700원, HOLD 의견으로 커버리지 개시

동국제강의 적정주는 Target PBR을 기준으로 산출하였음. 향후 12개월 후의 2018년 4월 BPS를 대용한 Forward BPS 24,436원 기준에 'Peer Group 내 ROE 10% 미만 기업들의 수렴 추정 주가 배수'인 PBR 0.6X를 적용하였음. 내부 체질 개선으로 ROE가 10% 이상으로 개선되면 계속기업 기준인 PBR 1.0X 수준까지는 이론적으로 추가 상승잠재력이 있음. 체질개선 등 향후 성장성이 높으나 현재기준 대비 제시한 목표주가의 상승여력이 15% 미만이기 때문에 투자 의견 HOLD로 커버리지를 개시함

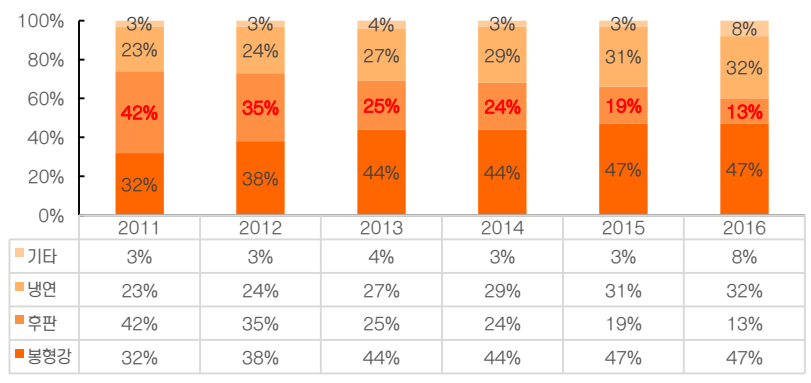
I. Investment Point

전방산업 성쇠에 대비한 판매비중 조절로 이익훼손 최소화

동국제강의 사업부문은 매출액 기준 철강부문 77.1%, 운송부문 8.0%, 무역부문 4.8%, IT 10.2%의 비중을 보이고 있으며, 영업이익기준으로는 철강부문 81.7%, 운송부문 3.9%, 무역부문 5.5%, IT 8.9%의 비중을 보인다. 2015년까지만 해도 매출액 비중과 영업이익 비중에 규칙성을 찾아보기 힘들었으나, 핵심사업으로의 재편 이후 비용절감 등의 효과로 매출액 비중과 유사한 영업이익 비중을 보이게 되었다.

철강산업의 전방산업은 크게 건설산업, 조선산업, 자동차산업으로 구분할 수 있다. 이 중 조선산업은 유가의 하락에 영향을 받는 산업인데, 유가 하락으로 신규 원유 발굴/시추가 상대적으로 채산성이 낮아진 데에도 원인을 찾을 수 있다. 조선산업에서 가장 많이 쓰이는 제품 중 하나가 후판으로 파악된다. 동국제강은 2011년 42%의 비중을 차지하고 있던 후판부문을 2016년에는 13% 수준으로 낮추어 놓았다.

그림 24. 연도별 철강제품 종류 비중 추이 (후판 비중이 2011년 42%에서 2016년 13%로 축소)



자료: 동국제강

상대적으로 비핵심자산을 양도하면서 이익 질적 성장 도모

동국제강은 계열사와 비핵심자산 매각 및 유동화로 현금성자산 1,816억원을 확보한 것으로 파악된다. 9월에 국제종합기계 매각 대금 311억원을 수령하였고, 219억원에 포항2부두를 매각하였다. 매각 이외에도 10월에는 당진 사원 아파트 유동화로 289억원을 확보하였고, 11월에는 DK UIL 지분 양도로 587억원을 수취했다. 12월에 포항스틸센터 매각과 2017년 1월의 페림 인프라 지분 유동화를 통해 각각 110억원, 300억원의 현금자산을 확보한 것으로 분석된다.

고객사 다각화로 가격교섭력 강화 지향

철강산업의 전방산업 중 자동차 산업은 판매가 증가할 것으로 전망되고 있으나, 건설 및 조선산업은 단기간 내에 개선책이 나오지는 않을 것으로 판단된다. 동국제강은 기존의 전방산업 이외의 고객사 다각화를 진행 중이다. 가공철근 시장에서 약 14개월 판매분의 수주잔량을 확보하면서 이익의 안정성을 도모하고 있으며, 고강도 내진철근 개발, 대구경 나사철근 개발, 초고장력 철근 개발 등 신기술 시장의 진입도 서두르고 있다. 고객과의 장기적인 관계로 발전하면 자체 솔루션 및 컨설팅을 통한 사업확장 및 전개에도 유리할 수 있다.

II. 실적추정 및 Valuation

안정적인 사업 영위보다는
슬림화 및 최적화를 겨냥한
사업구조로의 변모로 이익의
불확실성이 크지만, 매출액 및
영업이익은 크게 변화될 요소가
없는 것으로 분석됨

동국제강의 2017년 매출액은 5조 2,430억원 (+4.7% YoY)으로, 2018년의 매출액은 5조 2,950억원 (+1.0% YoY)으로 추정된다. 사업부문별로는 2016년 비율과 유사할 것으로 추정되는 바, 철강부문 4조 424억원, 운송부문 4,194억원, 무역부문 2,517억원, IT부문 5,348억원으로 추정된다.

매출원가율은 2017년과 2018년에 일률적으로 87.1%를 적용하였고, 영업이익률은 2017년 4.9%, 2018년 5.0%로 산출되었다. 핵심사업으로의 구조조정 중이어서 영업이익 이후의 영업외손익에서 이익의 변동성이 클 것으로 추정된다. 이자비용은 분기별 280억원으로 산정하였고, 2017년 4Q의 경우는 연중 정산하지 못한 비용을 연말에 일시적으로 반영할 가능성이 높기 때문에 1분기~3분기의 추세를 반영하지 못할 것으로 추정된다.

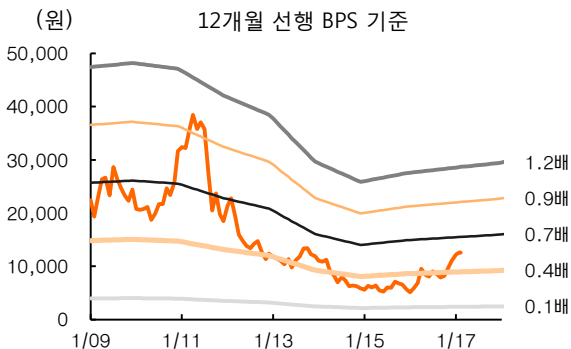
EV/EBITDA는 2017년 7.3X, 2018년 7.0X로 산출되었는데 시간이 지남에 따라 기업의 가치는 성장할 것으로 해석된다. ROE는 2016년 5.0%로 추정되지만, 일시적 비용처리 및 중단사업손실을 반영하여 5.0% 미만으로 추정 하였다.

표 8. 동국제강 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	1,225	1,424	1,380	978	1,312	1,511	1,420	1,000	5,720	5,007	5,243	5,295
매출원가	1,076	1,185	1,224	867	1,164	1,257	1,259	887	5,172	4,352	4,567	4,612
매출총이익	148	240	156	111	148	254	161	113	549	655	676	683
판매비	92	122	85	99	98	130	88	101	355	398	417	422
영업이익	57	118	71	12	50	124	73	12	194	257	259	262
지배기업순이익	81	125	42	-143	17	82	33	-25	-239	106	107	113
EBITDA	121	181	134	74	109	181	127	64	461	509	480	446
매출총이익률	12.1%	16.8%	11.3%	11.3%	11.3%	16.8%	11.3%	11.3%	9.6%	13.1%	12.9%	12.9%
영업이익률	4.6%	8.3%	5.1%	1.2%	3.8%	8.2%	5.1%	1.2%	3.4%	5.1%	4.9%	5.0%
EBITDA마진	9.8%	12.7%	9.7%	7.5%	8.3%	12.0%	8.9%	6.4%	8.1%	10.2%	9.2%	8.4%
지배기업순이익률	6.6%	8.8%	3.1%	-14.7%	1.3%	5.4%	2.3%	-2.5%	-4.2%	2.1%	2.0%	2.1%

자료: 동국제강, KB증권 추정
주: K-IFRS 연결 기준

그림 25. PBR Band 추이



자료: 동국제강, KB증권

표 9. 적정주가 산출

항목	산출된 가치
2017(E) BPS (원)	24,041
(가중치 66.7%)	① 16,027
2018(E) BPS (원)	25,226
(가중치 33.3%)	② 8,409
Forward BPS (억원)	① + ② 24,436
상대비교 수렴 target PBR	0.6x
적정주가 (원)	14,700
현재주가 (03/15 기준, 원)	13,300
상승여력 (%)	11.5%

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	6,069	5,720	5,007	5,243	5,295
매출원가	5,736	5,172	4,352	4,567	4,612
매출총이익	333	549	655	676	683
판매비와관리비	353	355	398	417	422
영업이익	-20	194	257	259	262
EBITDA	244	461	509	480	446
영업외손익	-336	-386	26	-83	-83
이자수익	21	10	3	4	6
이자비용	187	146	114	112	109
지분법손익	-22	-216	127	25	20
기타영업외손익	-100	55	-15	0	0
세전이익	-356	-192	283	176	179
법인세비용	-64	33	38	44	46
당기순이익	-293	-224	114	107	113
지배기업순이익	-274	-239	106	107	113
수정순이익	-274	-239	106	107	113

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
매출액 성장률	-9.3	-5.7	-12.5	4.7	1.0
영업이익 성장률	적전	흑전	32.8	0.7	1.0
EBITDA 성장률	-32.7	89.1	10.5	-5.7	-7.1
지배기업순이익 성장률	적지	적지	흑전	1.3	5.5
매출총이익율	5.5	9.6	13.1	12.9	12.9
영업이익률	-0.3	3.4	5.1	4.9	4.9
EBITDA이익률	4.0	8.1	10.2	9.2	8.4
세전이익율	-5.9	-3.4	5.7	3.4	3.4
당기순이익율	-4.8	-3.9	2.3	2.0	2.1

현금흐름표					
(십억원)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	69	959	599	287	270
당기순이익	-293	-224	114	107	113
유무형자산상각비	264	267	252	221	184
기타비현금손익 조정	351	326	-53	19	26
운전자본증감	-1	695	354	-18	-8
매출채권감소 (증가)	372	297	382	-19	-9
재고자산감소 (증가)	-99	643	158	-9	-4
매입채무증가 (감소)	-230	-245	-122	9	4
기타영업현금흐름	-546	-328	188	-43	-45
투자활동 현금흐름	-375	567	86	114	129
유형자산투자감소 (증가)	-207	90	-94	120	120
무형자산투자감소 (증가)	0	4	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-208	482	230	-3	-2
기타투자현금흐름	40	-9	6	0	11
재무활동 현금흐름	48	-1,476	-976	-321	1
금융부채 증감	-89	-1,478	-935	-318	20
자본의 증감	148	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-11	-5	-5	0	0
기타재무현금흐름	0	6	-37	-4	-19
기타현금흐름	1	1	-9	0	0
현금의 증가(감소)	-257	52	-300	79	399
기말현금	341	392	92	171	570
잉여현금흐름 (FCF)	-139	1,050	505	407	390
순현금흐름	-411	1,212	665	400	380
순현금 (순차입금)	-4,393	-3,181	-2,516	-2,116	-1,736

자료: 동국제강, KB증권

재무상태표					
(십억원)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	8,854	6,896	5,776	5,550	5,649
유동자산	3,389	2,365	1,499	1,610	2,023
현금 및 현금성자산	341	392	92	171	570
단기금융자산	485	180	128	131	132
매출채권	1,271	1,175	838	857	866
재고자산	1,203	571	407	416	420
기타유동자산	89	47	34	35	35
비유동자산	5,465	4,531	4,278	3,940	3,626
투자자산	776	205	146	150	151
유형자산	4,536	4,122	3,938	3,601	3,299
무형자산	101	101	103	100	97
기타비유동자산	36	94	81	81	70
부채총계	6,246	4,650	3,398	3,095	3,121
유동부채	4,660	3,279	2,337	2,532	2,557
매입채무	751	531	379	387	391
단기금융부채	3,737	2,557	1,823	2,005	2,025
기타유동부채	173	191	136	139	141
비유동부채	1,586	1,371	1,061	563	565
장기금융부채	1,482	1,196	913	413	413
기타비유동부채	16	8	28	28	28
자본총계	2,608	2,246	2,378	2,455	2,528
자본금	556	589	589	589	589
자본잉여금	96	101	101	101	101
기타자본항목	636	828	828	828	828
기타포괄손익누계액	-90	-208	-182	-182	-182
이익잉여금	999	745	850	927	1,000
지배자분 계	2,197	2,055	2,187	2,264	2,337
비지배자분	411	191	191	191	191

주요투자지표					
(X, %, 원)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
Multiples					
PER	NA	NA	10.0	11.2	10.6
PBR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	21.9	8.5	7.4	7.3	7.0
EV/EBIT	NA	20.2	14.6	13.5	11.9
배당수익률	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EPS	-3,479	-2,503	1,110	1,124	1,185
BPS	24,728	21,551	22,920	23,726	24,492
SPS (주당매출액)	76,964	59,999	52,485	54,939	55,489
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-12.2	-11.2	5.0	4.8	4.9
ROA	-3.3	-2.8	1.8	1.9	2.0
ROIC	-0.6	1.2	4.4	4.2	4.5
안정성지표					
부채비율	239.5	207.0	142.9	126.1	123.5
순차입비율	168.4	141.6	105.8	86.2	68.7
유동비율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8
이자보상배율 (배)	-0.1	1.3	2.3	2.3	2.4
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	5.3	6.4	10.2	12.7	12.7
재고자산회전율	4.7	4.7	5.0	6.2	6.1