

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

## 동국제강 (001230KS | Buy 유지 | TP 11,000원 유지)

### 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

동국제강 탐방을 다녀왔습니다. 철근 시황 개선 속도가 예상보다 빨라지고 있다는 점을 확인했습니다. 국내외 건설투자 확대 정책에 힘입어 봉형강 제품 가격 상승이 예상됩니다. 2분기에도 실적 개선이 예상되는 동국제강에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 11,000원을 유지합니다.

#### 최근 업데이트: 1분기 실적 예상에 부합 & 철근 시황 개선 전망

- 19년 1분기 영업이익 370억원(+81.6%YoY, -5.3%QoQ)으로 시장 예상에 부합할 전망. 철근 스프레드가 반등에 성공했기 때문. 설 연휴 기간 동안 포항제강소 설비 보수 영향으로 고정비 부담이 있었다는 점이 아쉬움.
- 철근: 2분기에도 시황 개선이 예상되는데, 중국의 수출 오피 가격 상승에 힘입어 원가 부담을 제품 가격에 전가가 가능한 환경이 조성됨. 19년 철근 판매량이 수요 감소로 인해 전년 대비 5% 줄어드나, 수익성은 유지 가능할 전망.
- 후판: 판매량은 전년 대비 5% 증가한 95만톤을 전망함. 조선향 판매량 확대에 적자폭 줄어들 전망. 동국제강은 비조선향 비중이 70%에 달해 향후 조선향 판매량 확대에 따른 수익성 개선이 클 전망. 참고로 매각할 계획인 제2후판 관련 자산손상차손 700억원 반영해 장부가가 400억원으로 줄어들었음.
- 냉연: 전년도 소폭 흑자를 기록했는데, 올해 수익성 개선을 목표로하고 있음.
- 브라질 CSP 증자 우려 관련: 18년 영업이익 약 1,900억원을 달성해 영업 측면에서 호조를 보이고 있어, 증자하더라도 금액이 크지 않을 전망.

#### 투자 의견 Buy와 목표주가 11,000원을 유지함

- 최근 6개월간 주가는 21.6% 하락했는데, 철근 수요 감소에 따른 수익성 악화를 충분히 반영했다고 판단함. 향후 주가는 중국 제품 가격 상승에 따른 실적 개선 기대감을 반영할 필요.
- 투자 의견 Buy와 목표주가 11,000원을 유지함. 목표 PBR은 19년 0.5배에 해당됨.



**경영실적 전망**

계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,049	5,965	5,997	6,025	6,085
영업이익	(십억원)	241	145	194	201	208
영업이익률	(%)	4.0	2.4	3.2	3.3	3.4
지배주주순이익	(십억원)	5	-298	64	90	106
EPS	(원)	47	-3,121	670	946	1,108
증감률	(%)	-92.6	-6,674.9	-121.5	41.2	17.1
PER	(배)	231.7	-2.3	10.9	7.7	6.6
PBR	(배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	0.2	-13.8	3.5	4.8	5.4
EV/EBITDA	(배)	7.6	8.6	7.6	7.2	6.7
순차입금	(십억원)	2,472	2,319	2,148	1,974	1,789
부채비율	(%)	156.9	182.0	170.7	160.5	149.9

동국제강 | 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

**표1. 동국제강 1분기 실적 프리뷰** (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이 (a/b)
매출액	1,401	1,512	1,501	1,550	1,465	4.5	-5.5	1,442	1.6
영업이익	21	32	53	39	37	81.6	-5.3	36	3.9
지배주주순이익	-38	-193	-7	-59	4	-109.1	-106.0	5	-29.9
영업이익률	1.5	2.1	3.5	2.5	2.6				2.5
지배주주순이익률	-2.7	-12.8	-0.5	-3.8	0.2				0.3

자료: 케이프투자증권

**표2. 동국제강 분기별 실적 전망(연결 기준)** (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	5,965	5,997	6,025	6,085	1,401	1,512	1,501	1,550	1,465	1,532	1,497	1,503
매출원가	5,483	5,459	5,474	5,520	1,302	1,393	1,373	1,416	1,347	1,389	1,369	1,354
매출원가율(%)	91.9%	91.0%	90.9%	90.7%	92.9%	92.1%	91.4%	91.3%	92.0%	90.6%	91.4%	90.1%
판매비	337	343	350	357	79	87	76	95	80	89	77	97
판매비율(%)	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	5.6%	5.8%	5.0%	6.1%	5.5%	5.8%	5.2%	6.5%
영업이익	145	194	201	208	21	32	53	39	37	55	51	51
영업이익률(%)	2.4%	3.2%	3.3%	3.4%	1.5%	2.1%	3.5%	2.5%	2.6%	3.6%	3.4%	3.4%
영업외손익	-472	-98	-64	-49	-57	-225	-64	-126	-32	-26	-20	-19
금융수익	36	7	7	7	18	3	7	9	2	2	2	2
금융비용	178	112	80	65	43	63	30	42	36	30	24	23
기타영업외손익	-166	-4	-4	-4	-3	-23	-44	-96	-1	-1	-1	-1
종속및관계기업손익	-164	12	13	13	-30	-142	3	4	3	3	3	3
세전이익	-327	96	136	159	-37	-193	-11	-86	5	28	31	32
법인세비용	-23	23	33	39	2	-3	-3	-19	1	7	7	8
법인세율(%)	6.9%	24.2%	24.2%	24.2%	-5.3%	1.3%	26.8%	22.0%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-304	73	103	121	-39	-190	-8	-67	4	21	23	24
지배주주순이익	-298	64	90	106	-38	-193	-7	-59	4	19	21	21

자료: 케이프투자증권

**표3. 동국제강 사업부문별 실적 전망** (단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>부문별 매출</b>												
철강	5,804	5,841	5,858	5,870	1,369	1,469	1,470	1,496	1,424	1,496	1,459	1,462
운송	478	425	431	433	111	123	120	123	106	107	104	108
무역	394	403	411	413	93	93	104	104	99	100	102	102
소계	6,676	6,668	6,700	6,715	1,573	1,686	1,694	1,724	1,629	1,703	1,665	1,671
내부거래	-711	-672	-675	-677	-171	-174	-193	-174	-164	-172	-168	-168
(%)	-12%	-11%	-11%	-11%	-12%	-11%	-13%	-11%	-11%	-11%	-11%	-11%
<b>총매출</b>	<b>5,965</b>	<b>5,997</b>	<b>6,025</b>	<b>6,039</b>	<b>1,401</b>	<b>1,512</b>	<b>1,501</b>	<b>1,550</b>	<b>1,465</b>	<b>1,532</b>	<b>1,497</b>	<b>1,503</b>
<b>부문별 영업이익률</b>												
철강	2.0%	3.2%	3.3%	3.4%	0.9%	1.7%	3.2%	2.2%	2.5%	3.5%	3.3%	3.4%
운송	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	0.0%	1.6%	2.6%	0.8%	0.5%	1.6%	2.6%
무역	3.6%	2.2%	2.2%	2.2%	4.6%	5.3%	4.9%	0.1%	2.6%	3.3%	2.9%	0.1%
소계	2.1%	3.0%	3.1%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
내부거래	-1.1%	1.0%	1.0%	0.3%	-1.7%	-1.8%	0.6%	-1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>총 영업이익</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>
<b>부문별 영업이익</b>												
철강	117	186	192	200	13	24	47	33	36	52	48	50
운송	6	6	6	6	1	0	2	3	1	1	2	3
무역	14	9	9	9	4	5	5	0	3	3	3	0
소계	137	201	207	215	18	29	54	37	39	56	53	53
내부거래	8	-7	-7	-2	3	3	-1	3	-2	-2	-2	-2
<b>총 영업이익</b>	<b>145</b>	<b>194</b>	<b>201</b>	<b>208</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>55</b>	<b>51</b>	<b>51</b>

자료: 케이프투자증권

동국제강 | 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

표4. 동국제강(연결기준) 철강 사업 실적 가정 (단위: 천톤, 십억원)

	2018	2019E	2020E	2021E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
생산능력(천톤)	7,768	7,768	7,768	7,768	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
동국 봉형강	3,848	3,848	3,848	3,848	962	962	962	962	962	962	962	962
동국 후판	1,500	1,500	1,500	1,500	375	375	375	375	375	375	375	375
컬러,도금,냉연	1,900	1,900	1,900	1,900	475	475	475	475	475	475	475	475
유니온스틸차이나	520	520	520	520	130	130	130	130	130	130	130	130
생산실적(천톤)	6,600	6,600	6,576	6,591	1,611	1,687	1,660	1,643	1,600	1,700	1,656	1,644
동국 봉형강	3,915	3,877	3,839	3,839	945	1,022	977	971	935	1,012	968	962
동국 후판	874	931	946	961	229	205	222	218	233	233	233	233
컬러,도금,냉연	1,621	1,602	1,602	1,602	397	411	404	409	392	406	399	404
유니온스틸차이나	190	190	190	190	40	49	56	46	40	49	56	46
제품별 매출액(십억원)	5,060	5,620	5,636	5,688	1,301	1,404	1,399	1,398	1,370	1,440	1,404	1,406
봉형강	2,676	2,678	2,659	2,671	625	708	673	670	645	699	669	665
후판	696	788	803	818	161	164	188	184	197	197	197	197
냉연	1,289	1,736	1,739	1,745	424	427	437	442	425	440	433	438
기타	205	199	207	216	54	54	48	49	49	50	50	51
유니온스틸차이나	194	219	228	238	37	50	53	54	54	55	55	56

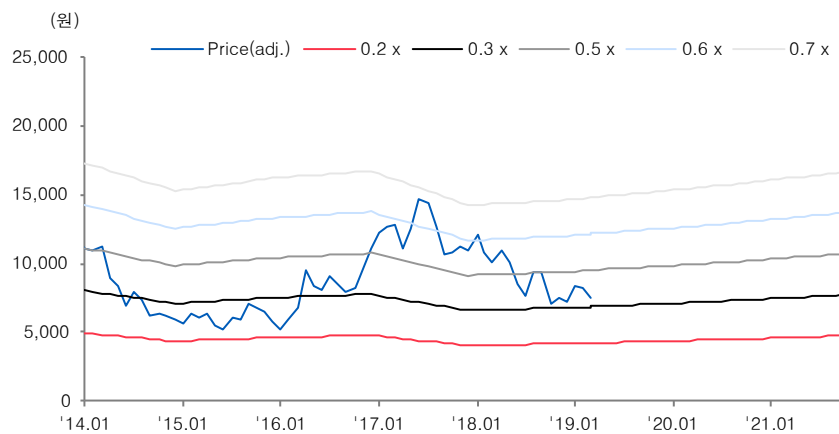
자료: 케이프투자증권

그림1. 철근-철스크랩 스프레드



자료: 스틸데일리, 케이프투자증권

그림2. 동국제강 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

동국제강 | 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

표5. 동국제강 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)						
①	적정 P/B Multiple	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	자기자본이익률(ROE)	3.5%	4.8%	5.4%	5.8%	5.6%
	배당성향	12.9%	9.2%	7.8%	6.9%	6.7%
	성장률	3.1%	4.4%	5.0%	5.4%	5.2%
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.18	0.32	0.39	0.43	0.42
	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	20,873	21,720	22,728	23,882	25,069
	목표 Multiple 가정	0.18	0.32	0.39	0.43	0.42
	자기자본비용(Cost of Equity)	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	3,692	7,024	8,830	10,369	10,438
	Case 1) 적정주가	<b>7,000</b>	: 2019-23년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	주당순자산가치(BPS)	20,873	21,720	22,728	23,882	25,069
	주당순자산가치의 현재가치	20,873	19,620	18,547	17,605	16,693
	Average PV of BPS (2019-23년)	18,668	: 2019-23년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.7	: 2009-12년 연간 최고 P/B의 평균 적용			
	Case 2) 적정주가	<b>14,000</b>				
	평균 ①, ②	<b>11,000</b>	* 목표주가는 2019년 예상 BPS의 0.5배 수준			

자료: 케이프투자증권

동국제강 | 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

재무상태표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	2,174	2,233	2,351	2,480
현금및현금성자산	343	384	483	593
매출채권 및 기타채권	840	848	857	865
재고자산	879	888	897	906
<b>비유동자산</b>	3,556	3,441	3,352	3,271
투자자산	50	33	33	33
유형자산	3,396	3,301	3,215	3,136
무형자산	76	73	70	68
<b>자산총계</b>	5,730	5,674	5,703	5,751
<b>유동부채</b>	3,229	3,108	3,043	2,978
매입채무 및 기타채무	897	906	915	924
단기차입금	1,736	1,686	1,636	1,586
유동성장기부채	580	500	475	451
<b>비유동부채</b>	469	470	471	471
사채 및 장기차입금	371	371	371	371
<b>부채총계</b>	3,698	3,578	3,513	3,450
<b>지배기업소유자본</b>	1,926	1,980	2,061	2,157
자본금	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102
이익잉여금	484	538	619	715
기타자본	751	751	751	751
<b>비지배지분</b>	107	116	129	144
<b>자본총계</b>	2,032	2,096	2,190	2,301
<b>총차입금</b>	2,704	2,574	2,499	2,425
<b>순차입금</b>	2,319	2,148	1,974	1,789

포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	5,965	5,997	6,025	6,085
증가율(%)	-1.4	0.5	0.5	1.0
<b>매출원가</b>	5,483	5,459	5,474	5,520
매출총이익	482	537	551	566
매출총이익률(%)	8.1	9.0	9.1	9.3
판매비와 관리비	337	343	350	357
<b>영업이익</b>	145	194	201	208
영업이익률(%)	2.4	3.2	3.3	3.4
<b>EBITDA</b>	361	392	390	390
EBITDA M%	6.0	6.5	6.5	6.4
<b>영업외손익</b>	-472	-98	-64	-49
지분법관련손익	-164	12	13	13
금융손익	-142	-106	-73	-58
기타영업외손익	-166	-4	-4	-4
<b>세전이익</b>	-327	96	136	159
법인세비용	-23	23	33	39
<b>당기순이익</b>	-304	73	103	121
지배주주순이익	-298	64	90	106
지배주주순이익률(%)	-5.1	1.2	1.7	2.0
비지배주주순이익	-7	9	13	15
기타포괄이익	-33	0	0	0
총포괄이익	-338	73	103	121
EPS 증가율(% , 지배)	-6,674.9	-121.5	41.2	17.1
이자손익	-101	-96	-78	-63
총외화관련손익	-49	-10	4	4

현금흐름표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	229	264	280	290
영업에서 창출된 현금흐름	375	383	404	415
이자 수취	3	5	5	7
이자 지급	-121	-100	-96	-93
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-5	-23	-33	-39
<b>투자활동 현금흐름</b>	-73	-93	-97	-96
유동자산의 감소(증가)	-9	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	170	17	0	0
유형자산 감소(증가)	-56	-100	-100	-100
무형자산 감소(증가)	16	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-194	-130	-84	-83
사채및차입금증가(감소)	-179	-130	-75	-74
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-11	0	-9	-9
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	2	0	0	0
<b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b>	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	-36	41	99	110
기초현금	379	343	384	483
기말현금	343	384	483	593
<b>FCF</b>	168	164	180	190

주요지표				
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	95,433	95,433	95,433	95,433
시가총액(십억원)	690	721	721	721
주가(원)	7,230	7,560	7,560	7,560
EPS(원)	-3,121	670	946	1,108
BPS(원)	20,302	20,873	21,720	22,728
DPS(원)	0	100	100	100
PER(X)	-2.3	10.9	7.7	6.6
PBR(X)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	8.6	7.6	7.2	6.7
ROE(%)	-13.8	3.5	4.8	5.4
ROA(%)	-5.2	1.3	1.8	2.1
ROIC(%)	2.1	3.4	3.6	3.8
배당수익률(%)	0.0	1.3	1.3	1.3
부채비율(%)	182.0	170.7	160.5	149.9
순차입금/자기자본(%)	114.1	102.5	90.1	77.8
유동비율(%)	67.3	71.8	77.3	83.3
이자보상배율(X)	1.4	2.0	2.5	3.2
총자산회전율	1.0	1.1	1.1	1.1
매출채권 회전율	7.1	7.1	7.1	7.1
재고자산 회전율	7.2	6.8	6.7	6.7
매입채무 회전율	7.0	6.1	6.0	6.0

자료: 케이프투자증권

동국제강 | 철근 스프레드 반등에 성공! 2분기에도 실적 개선될 전망!

Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

동국제강(001230) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-03-13	2017-04-05	2017-05-21	2017-08-13	2017-09-18	2017-11-13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	17,000원	17,000원	17,000원	17,000원	17,000원	17,000원	
제시일자	2018-01-02	2018-02-01	2018-04-03	2018-05-12	2018-07-02	2018-08-20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	14,000원	15,000원	15,000원	14,000원	12,000원	11,000원	
제시일자	2018-10-01	2018-12-03	2019-01-02	2019-03-28			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	11,000원	11,000원	11,000원	11,000원			

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-03-13	Buy	17,000원	-24.30	-18.53
2018-01-02	Buy	14,000원	-14.41	-9.29
2018-02-01	Buy	15,000원	-29.02	-17.00
2018-05-12	Buy	14,000원	-29.17	-21.43
2018-07-02	Buy	12,000원	-36.22	-30.75
2018-08-20	Buy	11,000원		

\*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.12.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.