

동국제강 (001230)

철강



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	4,800원 (D)
현재주가 (4/2)	3,590원
상승여력	34%

시가총액	3,426억원
총발행주식수	95,432,737주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	442,029주
52주 고	8,250원
52주 저	2,780원
외인지분율	27.14%
주요주주	장세주 외 14 인 25.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.4)	(38.6)	(52.5)
상대	(9.9)	(22.6)	(40.1)
절대(달러환산)	(24.6)	(42.1)	(56.1)

1Q20 Preview: 견조한 본사, 우려 커진 CSP

1Q20 Preview: 전분기대비 확대된 스프레드

별도 영업이익 320억원(yoy +6%), 연결 영업이익 418억원(yoy -14%) 전망

1) 별도: 제품 전체 판매량은 151만톤(qoq -5%, yoy +1%)을 기록할 것으로 추정된다. 품목 별로는 봉형강류(철근&H형강)가 계절적 비수기 영향과 일부 건설 현장들이 COVID-19 영향을 받으며 qoq -8%, yoy -2% 감소할 것으로 예상된다. 스프레드 측면에서는 철근과 H형강 모두 공격적인 가격 정책을 가져가며 전분기대비 판매단가가 상승한 반면, 원재료(철스크랩) 투입원가는 하락하여 스프레드가 개선된 것으로 파악된다. 후판의 경우 판매단가가 소폭 하락한 가운데 원재료인 슬래브 투입원가가 더 큰 폭으로 하락하며 스프레드가 확대된 것으로 판단된다. 냉연류(컬러/도금/냉연) 제품군의 경우 Product-mix에 따라 결과가 달라질 수 있겠지만 평균 판매단가는 전분기대비 소폭 상승했을 것으로 추정된다. 반면, 원재료인 열연 유통 가격은 하락하여 냉연 역시 스프레드가 개선됐을 것으로 사료된다. 결론적으로 모든 제품군(봉형강류&후판&냉연)에서 스프레드가 전분기대비 좋은 흐름을 나타낸 것으로 예상된다.

2) 연결: 1Q20 별도 영업이익은 yoy 증가하나 연결 영업이익은 감소할 것으로 전망된다. 이는 무역부문에서 1Q19에 인식됐던 일회성이익이 제거됐기 때문이다.

본사에 대한 우려는 적으나, CSP에 대한 우려는 커질 수 있어

본사의 경우 수출 비중이 내수 비중보다 높은 냉연제품에 대한 우려는 일부 존재한다. 하지만, 내수 비중이 대부분인 봉형강류와 수출 대비 내수 비중이 높은 후판은 향후 상대적으로 견조한 판매 흐름을 나타낼 수 있다는 판단이다. 특히 봉형강류는 계절적 성수기에 진입하고 국내 철근업체들이 공급량을 조절하며 스프레드 개선의 노력을 진행하고 있어 긍정적인 결과가 예상된다. 우려되는 부분은 30%의 지분을 보유하고 있는 브라질의 CSP이다. 2018년 수익성(영업이익)이 큰 폭으로 개선되며 우려가 기대로 바뀌었던 CSP는 2019년 하반기부터 다시 수익성이 악화된 것으로 파악된다. CSP가 생산하는 슬래브의 상당한 부분은 미국으로 향한다. 최근 COVID-19 확진자 수가 빠르게 증가하는 미국 시장의 수요 감소가 우려된다.

높지 않지만 견조한 실적 흐름을 나타낼 수 있는 본사와 달리 CSP는 불확실성이 커질 수 있는 상황이다. Target PBR 0.25x를 적용하여 목표주가를 7,200원에서 4,800원으로 하향하며 투자의견은 CSP 우려가 심화되는 것을 반영하여 BUY에서 HOLD로 하향 조정한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,381	4.6	5.9	12,927	11.2
영업이익	418	-13.5	흑전	326	28.0
세전계속사업이익	67	110.6	흑전	-198	133.9
지배순이익	52	38.6	흑전	-149	134.6
영업이익률 (%)	2.9	-0.6%pt	흑전	2.5	+0.4%pt
지배순이익률 (%)	0.4	+0.1%pt	흑전	-1.2	+1.6%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	59,649	56,584	58,857	59,811
영업이익	1,450	1,646	1,703	1,954
지배순이익	-2,979	-685	181	261
PER	-3.0	-9.6	19.0	13.1
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	8.0	7.4	7.0
ROE	-14.3	-3.6	1.0	1.5

자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	QoQ	YoY	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	5,055	4,863	4,970	1,232	1,343	1,263	1,218	1,181	-3.0%	-4.1%	1,237	1,198	1,247
봉형강	2,554	2,447	2,499	647	695	610	603	579	-3.9%	-10.6%	627	599	642
후판	720	685	709	155	191	192	182	165	-9.1%	6.8%	175	171	173
냉연	1,616	1,536	1,567	395	418	418	385	388	0.8%	-1.8%	386	378	384
기타	166	194	194	35	39	43	49	49	0.0%	40.6%	49	49	49
판매량	6,252	6,237	6,337	1,494	1,639	1,527	1,592	1,505	-5.5%	0.7%	1,594	1,536	1,603
봉형강	3,721	3,708	3,777	900	982	883	956	884	-7.6%	-1.8%	954	901	970
후판	919	915	930	198	245	242	234	218	-6.7%	10.2%	235	232	230
냉연	1,612	1,614	1,629	396	412	402	402	403	0.2%	1.8%	405	403	403
봉형강 ASP	686	660	662	719	707	691	630	655	3.9%	-8.9%	657	665	662
후판 ASP	783	748	763	783	779	792	778	758	-2.5%	-3.1%	745	738	753
냉연 ASP	1,002	952	962	997	1,015	1,041	956	962	0.6%	-3.5%	954	939	953
영업이익	134	139	152	30	70	44	-10	32	흑전	6.1%	38	29	40
이익률	2.6%	2.9%	3.1%	2.5%	5.2%	3.5%	-0.8%	2.7%	3.6%p	0.3%p	3.1%	2.4%	3.2%

자료: 유안타증권

[표-2] 동국제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	QoQ	YoY	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	5,658	5,886	5,981	1,375	1,495	1,430	1,358	1,438	5.9%	4.6%	1,492	1,458	1,498
철강	5,495	5,311	5,420	1,333	1,449	1,377	1,336	1,291	-3.4%	-3.2%	1,348	1,311	1,361
(본사)	5,055	4,863	4,970	1,232	1,343	1,263	1,218	1,181	-3.0%	-4.1%	1,237	1,198	1,247
(본사 외)	440	449	451	102	106	114	118	110	-6.9%	7.9%	112	114	113
운송	470	472	471	112	121	122	114	117	2.6%	4.9%	119	118	117
무역	400	396	394	104	93	119	84	100	18.5%	-3.6%	99	101	96
(기타 및 연결조정)	706	742	756	174	168	188	176	180	-	-	186	186	190
영업이익	165	170	195	48	79	57	-20	42	흑전	-13.5%	45	35	49
이익률	2.9%	2.9%	3.3%	3.5%	5.3%	4.0%	-1.4%	2.9%	4.4%p	-0.6%p	3.0%	2.4%	3.3%
철강	141	148	161	29	72	47	-8	34	흑전	16.6%	41	31	42
이익률	2.6%	2.8%	3.0%	2.2%	5.0%	3.4%	-0.6%	2.7%	3.3%p	0.5%p	3.0%	2.4%	3.1%
(본사)	134	139	152	30	70	44	-10	32	흑전	6.1%	38	29	40
(이익률)	2.6%	2.9%	3.1%	2.5%	5.2%	3.5%	-0.8%	2.7%	3.6%p	0.3%p	3.1%	2.4%	3.2%
(본사 외)	7	8	8	-1	2	3	2	2	-5.3%	흑전	2	2	2
(이익률)	1.5%	1.9%	1.8%	-0.8%	2.2%	2.5%	2.0%	2.0%	0.0%p	2.8%p	2.0%	1.8%	1.7%
운송	4	10	10	3	3	3	-4	3	흑전	2.6%	2	2	3
이익률	0.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.4%	-3.6%	2.2%	5.8%p	-0.1%p	1.9%	2.1%	2.3%
무역	8	5	16	11	4	3	-10	3	흑전	-73.1%	-1	0	3
이익률	2.0%	1.2%	4.0%	10.7%	4.3%	2.7%	-12.3%	3.0%	15.3%p	-7.7%p	-1.0%	0.0%	2.7%
(기타 및 연결조정)	-12	-8	-9	-5	0	-4	-3	2	-	-	3	1	2
세전이익	-82	24	35	3	30	-63	-53	7	흑전	110.7%	8	0	10
이익률	-1.5%	0.4%	0.6%	0.2%	2.0%	-4.4%	-3.9%	0.5%	4.4%p	0.2%p	0.5%	0.0%	0.6%
지배순이익	-69	18	26	4	21	-60	-33	5	흑전	38.6%	6	0	7
이익률	-1.2%	0.3%	0.4%	0.3%	1.4%	-4.2%	-2.4%	0.4%	2.8%p	0.1%p	0.4%	0.0%	0.5%

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

동국제강 (001230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	59,649	56,584	58,857	59,811	60,726
매출원가	54,833	51,503	53,454	54,062	54,805
매출충이익	4,816	5,082	5,403	5,749	5,921
판매비	3,367	3,436	3,700	3,795	3,853
영업이익	1,450	1,646	1,703	1,954	2,068
EBITDA	3,605	3,790	3,777	3,863	3,970
영업외손익	-4,720	-2,470	-1,460	-1,603	-1,522
외환관련손익	-492	-254	300	200	200
이자손익	-1,014	-1,048	-997	-989	-909
관계기업관련손익	-1,642	-534	0	0	0
기타	-1,572	-635	-763	-813	-813
법인세비용차감전순손익	-3,270	-825	243	352	545
법인세비용	-225	-8	61	88	136
계속사업순손익	-3,045	-817	182	264	409
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,045	-817	182	264	409
지배지분순이익	-2,979	-685	181	261	405
포괄순이익	-3,377	-891	-703	-621	-476
지배지분포괄이익	-3,301	-760	-704	-614	-471

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,294	2,135	1,512	3,343	3,911
당기순이익	0	0	182	264	409
감가상각비	2,122	2,112	2,035	1,873	1,870
외환손익	203	-4	-300	-200	-200
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	282	-749	-2,424	-719	-289
기타현금흐름	-313	776	2,020	2,125	2,121
투자활동 현금흐름	-730	-652	-613	-666	-666
투자자산	-334	-285	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-619	-488	-480	-480	-480
유형자산 감소	54	24	0	0	0
기타현금흐름	169	97	-133	-186	-186
재무활동 현금흐름	-1,942	-1,008	-166	-166	-2,166
단기차입금	0	0	0	0	-2,000
사채 및 장기차입금	-1,952	-838	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-110	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	120	-167	-164	-164	-164
연결범위변동 등 기타	20	13	-1,577	-1,939	-897
현금의 증감	-357	488	-844	572	182
기초 현금	3,788	3,431	3,919	3,075	3,647
기말 현금	3,431	3,919	3,075	3,647	3,829
NOPLAT	1,450	1,646	1,703	1,954	2,068
FCF	3,169	2,537	447	2,176	2,684

자료: 유안타증권

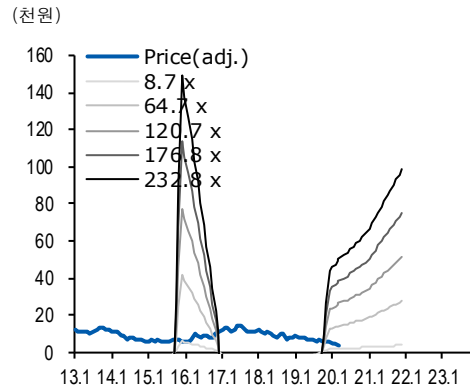
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	21,739	19,408	20,647	21,305	21,741
현금및현금성자산	3,431	3,919	3,075	3,647	3,829
매출채권 및 기타채권	8,398	7,135	7,970	7,975	8,090
재고자산	8,794	7,751	9,000	9,081	9,220
비유동자산	35,564	34,982	33,388	31,959	30,536
유형자산	33,965	32,548	30,993	29,600	28,210
관계기업 등 지분관련 자산	249	279	279	279	279
기타투자자산	252	272	272	272	272
자산총계	57,302	54,390	54,035	53,264	52,278
유동부채	32,291	28,493	28,859	28,869	27,477
매입채무 및 기타채무	8,968	7,133	7,499	7,509	8,118
단기차입금	17,274	18,422	18,422	18,422	16,422
유동성장기부채	5,883	2,548	2,548	2,548	2,548
비유동부채	4,689	6,447	6,447	6,447	6,447
장기차입금	3,172	4,868	4,868	4,868	4,868
사채	539	350	350	350	350
부채총계	36,980	34,939	35,305	35,316	33,924
지배지분	19,257	18,497	17,792	17,047	17,452
자본금	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
자본잉여금	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	4,838	4,003	4,184	4,323	4,728
비지배지분	1,066	954	938	902	902
자본총계	20,322	19,451	18,730	17,948	18,354
순차입금	22,948	22,627	23,471	22,899	20,717
총차입금	26,997	26,884	26,884	26,884	24,884

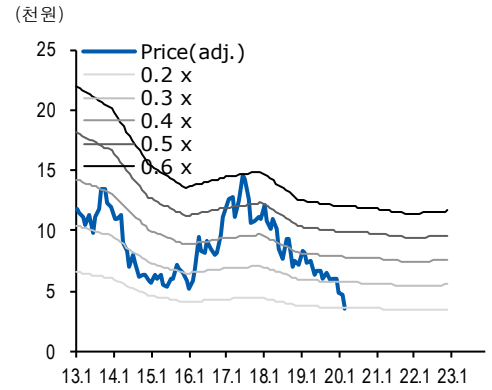
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-3,121	-718	189	274	425
BPS	20,372	19,568	19,230	18,424	18,862
EBITDAPS	3,778	3,972	3,957	4,048	4,160
SPS	62,504	59,292	61,674	62,674	63,632
DPS	0	0	0	0	0
PER	-3.0	-9.6	19.0	13.1	8.5
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.1	8.0	7.4	7.0	6.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-1.4	-5.1	4.0	1.6	1.5
영업이익 증가율 (%)	-39.9	13.5	3.5	14.8	5.8
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	44.7	55.1
매출충이익률 (%)	8.1	9.0	9.2	9.6	9.7
영업이익률 (%)	2.4	2.9	2.9	3.3	3.4
지배순이익률 (%)	-5.0	-1.2	0.3	0.4	0.7
EBITDA 마진 (%)	6.0	6.7	6.4	6.5	6.5
ROIC	3.0	3.9	3.1	3.6	4.0
ROA	-5.0	-1.2	0.3	0.5	0.8
ROE	-14.3	-3.6	1.0	1.5	2.3
부채비율 (%)	182.0	179.6	188.5	196.8	184.8
순차입금/자기자본 (%)	119.2	122.3	131.9	134.3	118.7
영업이익/금융비용 (배)	1.4	1.5	1.6	1.9	2.2

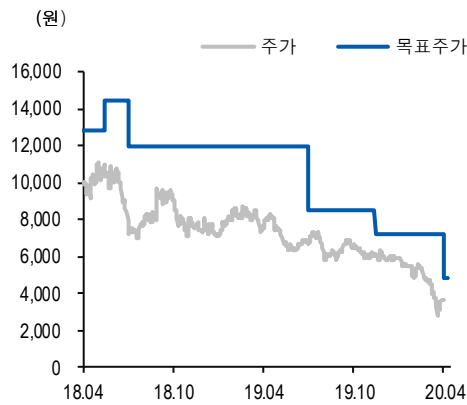
P/E band chart



P/B band chart



동국제강 (001230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-03	HOLD	4,800	1년		
2019-11-15	BUY	7,200	1년	-29.11	-11.67
2019-07-02	BUY	8,500	1년	-24.40	-13.53
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)	1.2
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-31

※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.