

투자이견(유지)

중립

목표주가(12M,유지) -

현재주가(19/12/27) 5,930원

상승여력 -

영업이익(19F,십억원)	230
Consensus 영업이익(19F,십억원)	231
EPS 성장률(19F,%)	-
MKT EPS 성장률(19F,%)	-33.5
P/E(19F,x)	-
MKT P/E(19F,x)	15.1
KOSPI	2,204.21

시가총액(십억원)	566
발행주식수(백만주)	95
유동주식비율(%)	72.7
외국인 보유비중(%)	27.6
베타(12M) 일간수익률	1.59
52주 최저가(원)	5,750
52주 최고가(원)	8,680

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	-13.8	-16.1
상대주가	-7.7	-16.5	-22.8



[첨단금속소재/기계]

이재광
02-3774-6022
jkree@miraeasset.com

동국제강 (001230)

여전한 CSP 우려

업황은 최악의 상황은 벗어날 것으로 보이나

미중 1단계 무역협상 합의로 미중 무역전쟁에 대한 우려가 완화되면서 철강가격도 반등세를 보이고 있어, 전반적으로 업황에 대한 최악의 상황은 지난 것으로 판단. 하지만 국내 건설향 수요비중이 높은 동사 특성 상, 향후 국내 건설 경기 부진이 전망되는 상황은 여전히 우려스러움. 사측은 철근, H형강 등 봉형강의 경우, 감산을 통한 수익성 확보, 냉연, 후판 등 판재류의 경우 고부가제품 비중 확대를 통한 수익성 향상을 꾀하고 있음. 사측의 전략대로라면 영업이익률 3~4% 수준의 수익성 유지는 가능할 것으로 보임.

CSP 및 높은 차입금은 여전히 부담요인

하지만 동사에 대한 적극적인 투자는 여전히 조심스럽다고 판단함. 가장 큰 이유는 관계회사인 브라질 CSP에 대한 우려임. 16년 가동된 연 300만톤 슬라브 생산능력을 갖춘 CSP의 적자가 지속되고 있는데, 상공정만 갖추고 있는 설비의 한계 그리고 브라질 헤알화 약세에 따른 이자비용 증가 등으로 흑자전환이 쉽지 않아 보임. CSP는 18년 자본잠식 상태로 전환되어 올해 5억 달러 규모의 유상증자가 시행되었음. 동사는 CSP 지분 30%을 보유하고 있어 이중 1.5억 달러의 출자를 담당. 다행히 이번 증자는 3년 분할 증자 방식(19년 1.5억 달러, 20년 2.65억달러, 21년 0.85억 달러)으로 단기적인 출자 부담은 경감되었음. 하지만 올해 미중 무역분쟁에 따른 슬라브 가격 하락 및 브라질 헤알화 추가 약세 영향으로 CSP는 3분기 다시 자본잠식 상태로 전환됨.

여전히 높은 차입금에 따른 이자비용도 우려스러움. 3분기말 기준 동사의 연결기준 순차입금은 2.4조원, 부채비율 186%로 연간 이자비용이 약 1,000억원 정도 발생. 재무구조 개선이 추가적으로 필요하나, 낮은 수익성 및 CSP 추가 출자 등을 감안하면 단기간 내에 개선되기는 쉽지 않은 상황.

적극적으로 투자할 시점은 아직

순자산 기준 밸류에이션은 역사적 최저점(P/B 0.3배)로 추가적인 미중 무역협상이 이루어져 철강 가격 상승 시 주가 상승 가능할 수 있으나, CSP 추가 출자 및 높은 부채비율 등을 감안했을 때, 적극적인 투자 시점은 아니라고 판단되어 투자이견 중립 유지.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	5,007	6,049	5,965	5,666	5,450	5,657
영업이익 (십억원)	257	241	145	230	183	189
영업이익률 (%)	5.1	4.0	2.4	4.1	3.4	3.3
순이익 (십억원)	61	5	-298	-21	57	62
EPS (원)	643	47	-3,121	-223	599	648
ROE (%)	2.9	0.2	-14.3	-1.1	2.9	3.1
P/E (배)	17.2	231.7	-	-	9.9	9.2
P/B (배)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 실적 추정

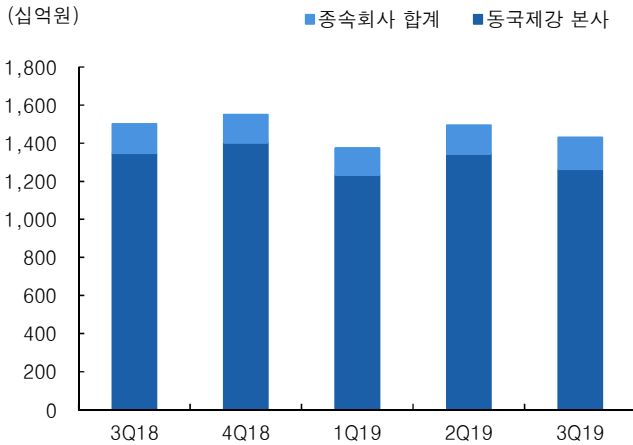
(십억원,%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	1,401	1,512	1,501	1,550	1,375	1,495	1,430	1,366	5,965	5,666	5,450
동국제강(별도)	1,264	1,353	1,346	1,401	1,232	1,343	1,263	1,241	5,365	5,078	4,942
종속회사	137	159	155	149	143	152	167	125	600	588	508
영업이익	21	32	53	39	48	79	57	46	145	230	183
동국제강(별도)	11	22	46	35	30	70	44	37	114	181	148
종속회사	10	10	7	5	18	9	13	9	31	49	34
영업이익률	1.5	2.1	3.5	2.5	3.5	5.3	4.0	3.3	2.4	4.1	3.3
동국제강(별도)	0.8	1.6	3.4	2.5	2.5	5.2	3.5	3.0	2.1	3.6	3.0
종속회사	7.2	6.5	4.2	3.2	12.6	6.1	7.6	6.8	5.2	8.3	6.7
세전이익	(37)	(193)	(11)	(86)	3	30	(63)	19	(327)	(10)	75
지배주주순이익	(38)	(193)	(7)	(59)	4	21	(60)	14	(298)	(21)	57

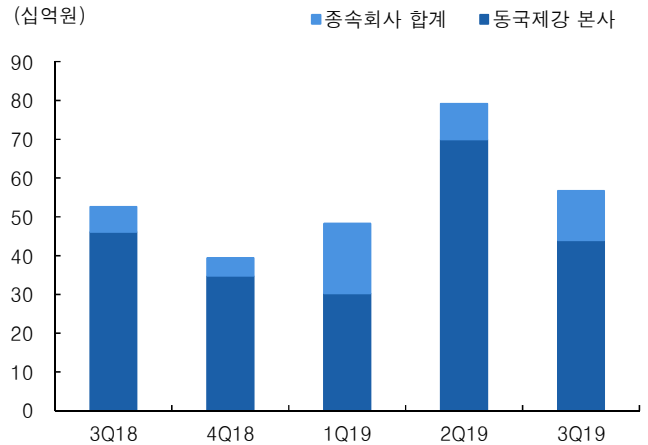
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사별 매출액

그림 2. 회사별 영업이익



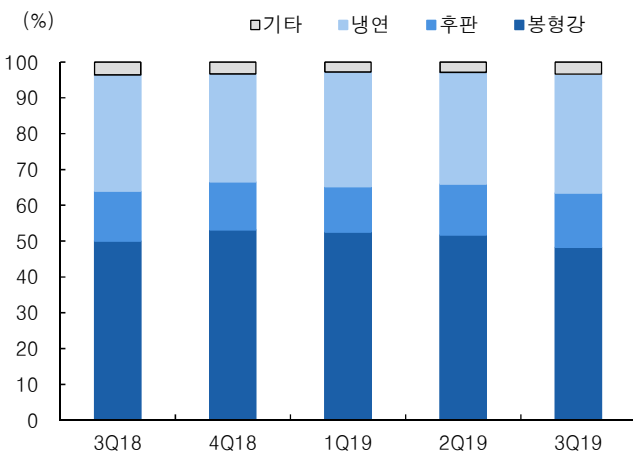
자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터



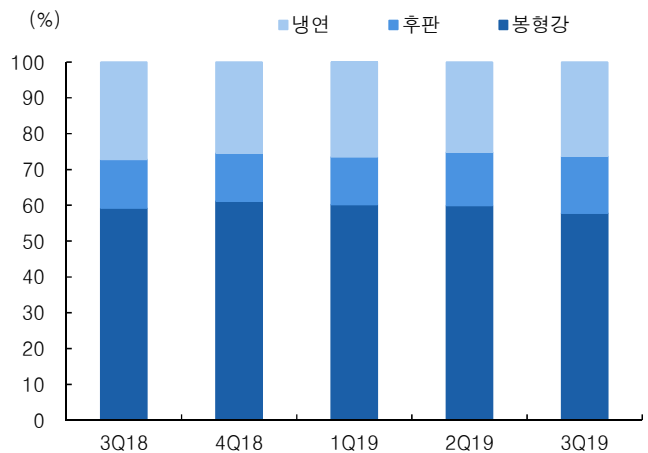
자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 본사 제품별 매출액 비중

그림 4. 본사 제품별 판매량 비중

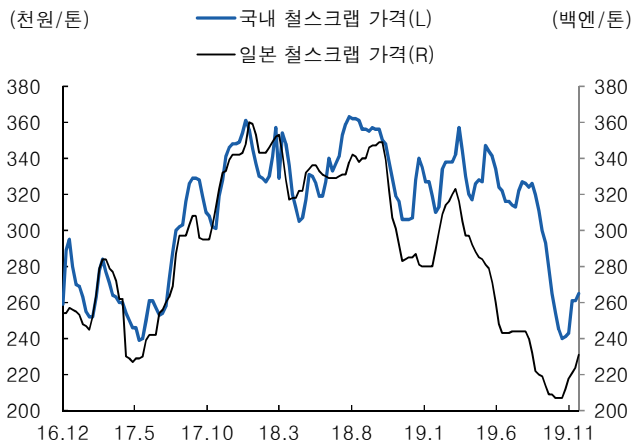


자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터



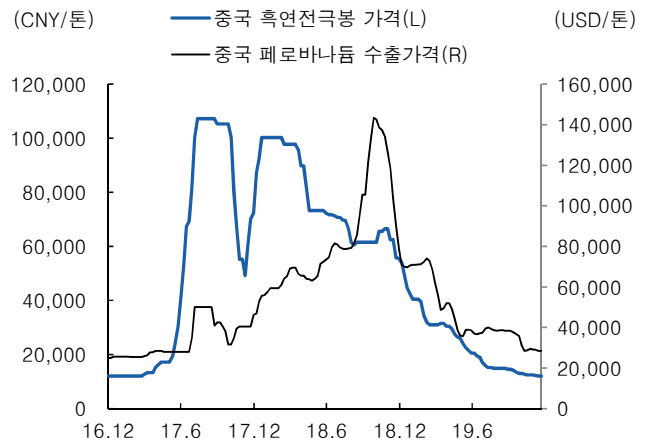
자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 철스크랩 가격



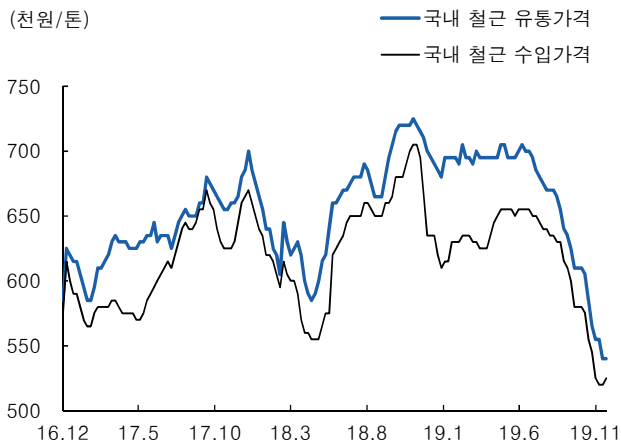
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 전기로 부원재료 가격



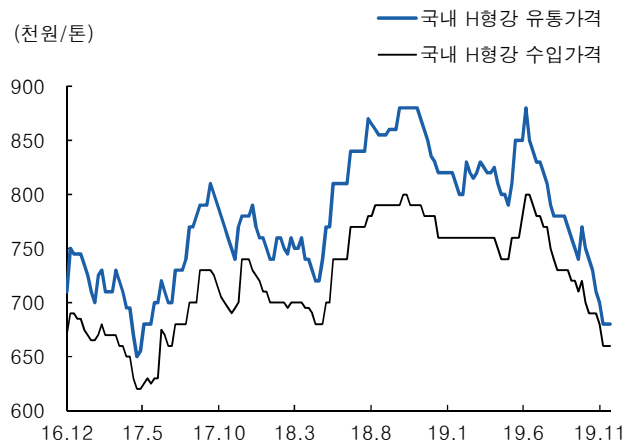
자료: Fastmarkets MB, ICCSINO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 철근 가격



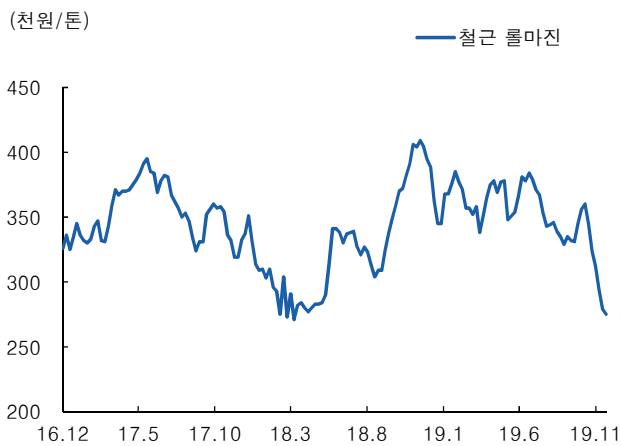
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. H형강 가격



자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 철근 밀마진



자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. H형강 밀마진



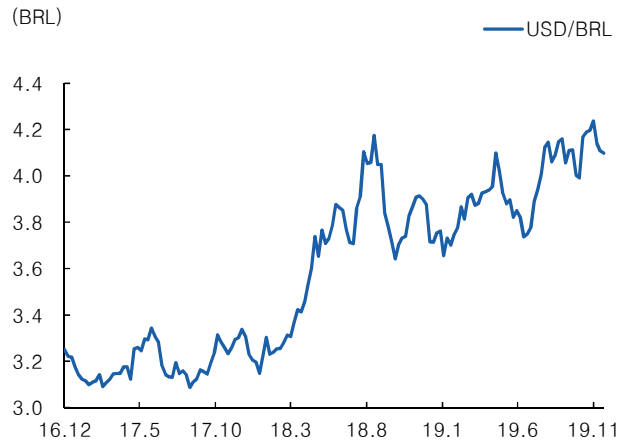
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 브라질 슬라브 가격



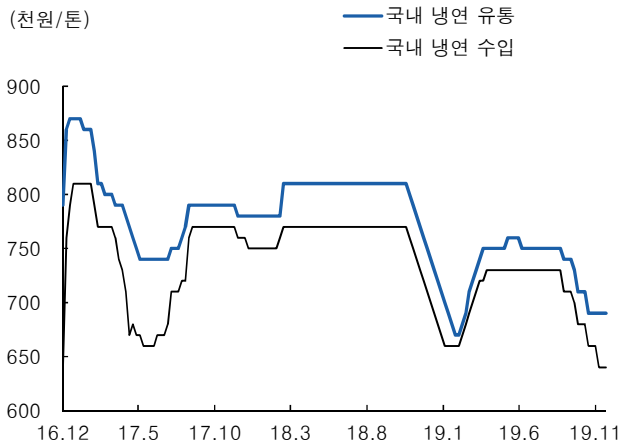
자료: Platts, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 브라질 헤알화 환율



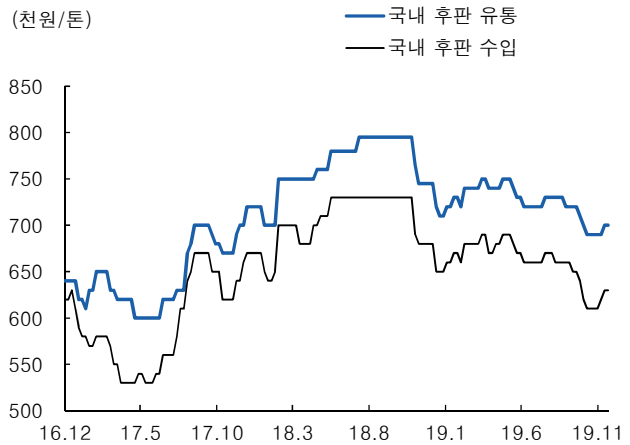
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 냉연 가격



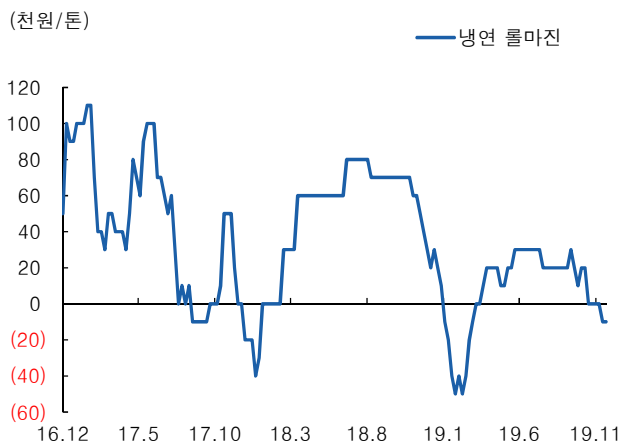
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 후판 가격



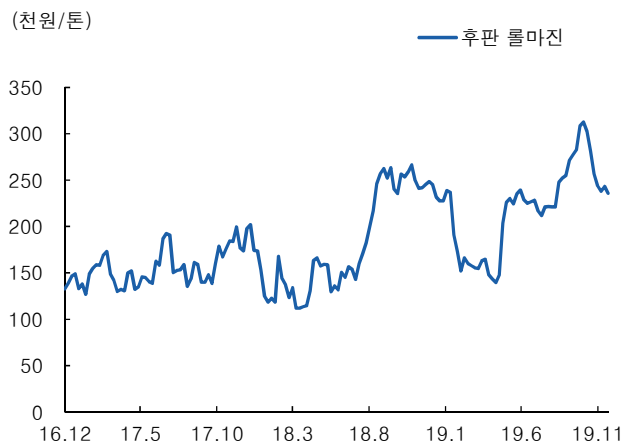
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 냉연 밀마진



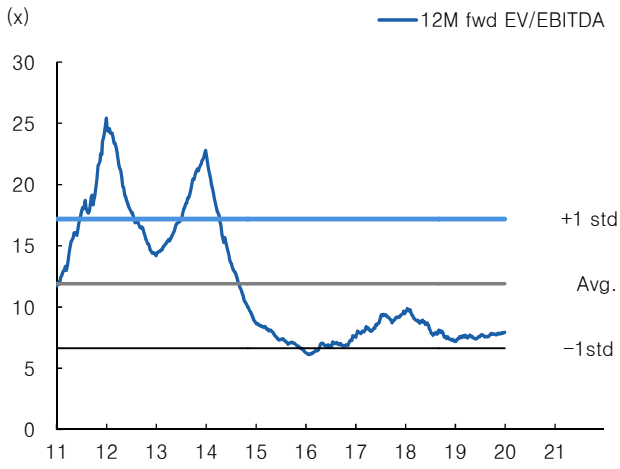
자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 후판 밀마진



자료: 스틸데일리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. EV/EBITDA



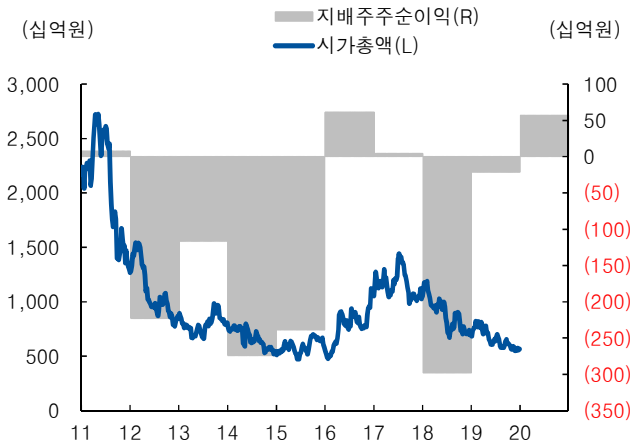
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. P/B



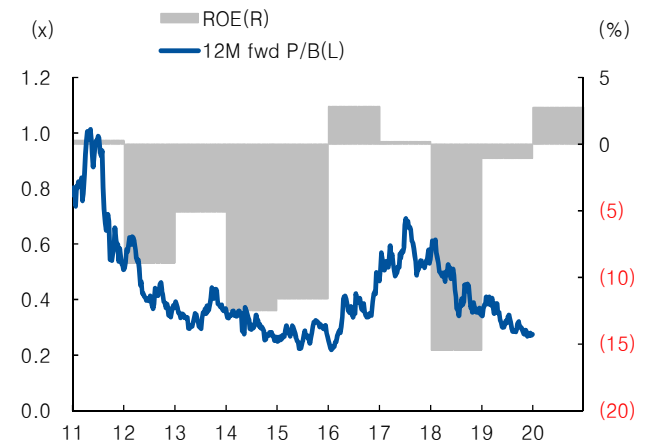
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 시가총액 및 지배주주순이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. P/B 및 ROE



자료: 미래에셋대우 리서치센터

동국제강 (001230)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	5,965	5,666	5,450	5,657
매출원가	5,483	5,124	4,978	5,167
매출총이익	482	542	472	490
판매비와관리비	337	312	290	301
조정영업이익	145	230	183	189
영업이익	145	230	183	189
비영업손익	-472	-240	-108	-108
금융손익	-101	-107	-108	-108
관계기업등 투자손익	-164	-54	0	0
세전계속사업손익	-327	-10	75	81
계속사업법인세비용	-23	14	18	20
계속사업이익	-304	-24	57	62
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	-24	57	62
지배주주	-298	-21	57	62
비지배주주	-7	-3	0	0
총포괄이익	-338	-10	57	62
지배주주	-330	-7	41	44
비지배주주	-8	-3	17	18
EBITDA	361	442	380	373
FCF	168	-138	352	149
EBITDA 마진율 (%)	6.1	7.8	7.0	6.6
영업이익률 (%)	2.4	4.1	3.4	3.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.0	-0.4	1.0	1.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,174	1,973	2,318	2,527
현금 및 현금성자산	343	220	572	721
매출채권 및 기타채권	825	704	735	763
재고자산	879	888	850	882
기타유동자산	127	161	161	161
비유동자산	3,556	3,482	3,345	3,221
관계기업투자등	25	27	27	27
유형자산	3,396	3,249	3,115	2,994
무형자산	76	73	70	67
자산총계	5,730	5,455	5,663	5,748
유동부채	3,229	2,808	2,959	2,982
매입채무 및 기타채무	808	458	609	632
단기금융부채	2,320	2,350	2,350	2,350
기타유동부채	101	0	0	0
비유동부채	469	626	626	626
장기금융부채	384	540	540	540
기타비유동부채	85	86	86	86
부채총계	3,698	3,434	3,585	3,609
지배주주지분	1,925	1,917	1,974	2,036
자본금	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102
이익잉여금	484	463	520	582
비지배주주지분	107	104	104	104
자본총계	2,032	2,021	2,078	2,140

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	229	-87	412	209
당기순이익	-304	-24	57	62
비현금수익비용가감	651	443	323	311
유형자산감가상각비	212	209	194	181
무형자산상각비	3	3	3	3
기타	436	231	126	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	28	-395	158	-37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	134	-21	-27
재고자산 감소(증가)	-107	4	38	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	-160	48	19
법인세납부	-5	-10	-18	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	-73	-68	-60	-60
유형자산처분(취득)	-56	-49	-60	-60
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	-23	0	0
기타투자활동	-22	4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-194	31	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-179	187	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	0	0	0
기타재무활동	-4	-156	0	0
현금의 증가	-36	-123	352	149
기초현금	379	343	220	572
기말현금	343	220	572	721

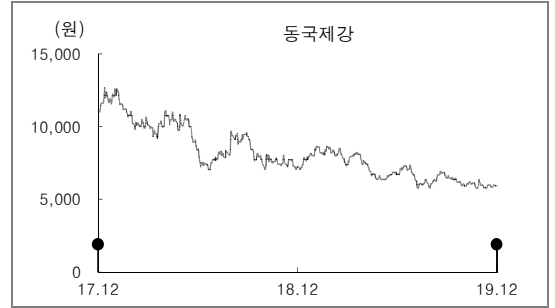
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	-	9.9	9.2
P/CF (x)	2.0	1.4	1.5	1.5
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	8.6	7.5	7.7	7.5
EPS (원)	-3,121	-223	599	648
CFPS (원)	3,635	4,389	3,983	3,906
BPS (원)	20,302	20,087	20,686	21,334
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-1.4	-5.0	-3.8	3.8
EBITDA증가율 (%)	-24.6	22.4	-14.0	-1.8
조정영업이익증가율 (%)	-39.8	58.6	-20.4	3.3
EPS증가율 (%)	-	-	-	8.2
매출채권 회전을 (회)	7.4	7.5	7.6	7.7
재고자산 회전을 (회)	7.2	6.4	6.3	6.5
매입채무 회전을 (회)	9.7	9.7	10.3	10.0
ROA (%)	-5.2	-0.4	1.0	1.1
ROE (%)	-14.3	-1.1	2.9	3.1
ROIC (%)	3.0	12.1	3.1	3.3
부채비율 (%)	182.0	170.0	172.6	168.6
유동비율 (%)	67.3	70.3	78.3	84.7
순차입금/자기자본 (%)	113.1	130.0	109.4	99.3
조정영업이익/금융비용 (x)	1.4	2.0	1.6	1.7

자료: 동국제강, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
동국제강(001230) 2017.05.25	중립	-	-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.