

YK스틸 철근 인수, 기업가치 상승 기대

Analyst 박현욱

02-3787-2190 hwpark@hmsec.com

현재주가 (6/19)	8,040원
상승여력	46.8%
시가총액	198십억원
발행주식수	24,647천주
자본금/액면가	25십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	8,280원/3,680원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	9.19%
주요주주	오치훈 외 18 인 46.81%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	22.6 118.5 41.3
상대주가(%p)	13.4 48.7 44.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	1,706	1,746	8,900
After	1,713	1,678	11,800
Consensus	1,704	1,745	8,900
Cons. 차이	0.5%	-3.8%	32.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 YK에스(YK스틸에서 물적분할되는 법인)의 지분 51%를 취득할 예정이라고 공시
- 이번 투자는 동사의 기업가치 상승에 긍정적으로 판단되는데 1) 국내 철근 3위(대한제강)와 5위(YK스틸)의 생산능력이 실질적으로 합쳐지게 되어 국내 2위인 동국제강 규모와 유사. 전·후방산업에 대한 동사를 포함한 철근업체들의 가격협상력이 확대될 것이고, 2) YK에스의 높은 ROE를 고려하였을 때 경쟁력 있는 가격으로 인수하였다고 평가되기 때문
- 추가적인 투자포인트는 철근 수요 감소에도 동사의 2분기와 하반기에도 견조한 실적이 예상되고, 주택분양과 철근수요의 시차를 고려하였을 때 2021년부터 철근수요가 회복될 것으로 전망된다는 점임(주택분양 2018년 저점, 철근수요 2020년 저점)
- 목표주가 11,800원(기준 8,900원) 제시

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 YK에스의 지분 51%를 468억원에 인수하기로 결정(취득 예정일 9월 8일). YK에스는 YK스틸(Yamato Kogyo 계열이 100% 보유)에서 물적분할되는 신규 법인이며 YK스틸의 기존 철근 사업을 영위. YK에스의 순자산가를 약 1,900억원으로 가정하였을 때 인수는 P/B 0.45배 수준이며 올해 YK에스의 ROE가 12%로 예상되는 점을 고려 시 매력적인 가격으로 인수
- 한편 이번 구조조정으로 철근업체들의 가격협상력이 확대될 것으로 예상됨. 대한제강 철근 생산능력은 155만톤으로 국내 3위, YK스틸은 118만톤으로 국내 5위이며 합칠 경우 국내 2위 동국제강 275만톤에 필적(국내 상위 7개 철근업체 생산능력 기준 점유율 92%)
- 경험적으로 산업 구조조정에서 설비감축보다 업체들의 숫자 감소가 전·후방 가격협상력 강화에 효과적. 2000년대 초 인천제철(現 현대제철)의 강원산업 합병, 한국철강의 환영철강 인수, 야마토스틸의 한보철강 부산제강소 인수로 총 생산능력 감축은 크지 않았으나 업체들의 숫자가 감소하면서 철근수요가 감소해도 영업이익률 두자리수 꾸준히 유지

주가전망 및 Valuation

- 동사를 포함한 국내 철근업체들은 실적 대비 상당히 저평가되어 있음. 이번 인수로 하반기 실적상향 조정될 가능성이 있는 점과 내년 철근 수요 회복 예상도 주가에 긍정적
- 목표주가 11,800원은 대한제강과 YK에스(지분 51%)의 순자산가치에 P/B 0.5배를 적용하여 산출함. 대한제강 ROE 8.9%, YK에스 ROE 12.8%에 비춰봤을 때 상당히 보수적인 멀티플을 적용

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	1,134	5	-17	25	-695	적전	NA	0.3	2.7	NA	2.7
2019	1,022	42	30	61	1,223	흑전	4.9	0.3	1.7	6.7	3.3
2020F	904	57	42	71	1,713	40.1	4.7	0.4	1.9	8.9	2.5
2021F	919	57	41	76	1,678	-2.1	4.8	0.4	1.3	8.1	2.5
2022F	941	58	42	77	1,706	1.7	4.7	0.4	0.8	7.7	2.5

* K-IFRS 연결 기준, YK에스 반영 전 기준. 대한제강은 2020.9.8 YK스틸에서 물적분할 된 YK에스 지분 51% 취득 예정

<표 1> 대한제강, YK 스틸(YK 에스) 손익계산서

(단위:%, 십억원)

대한제강	2017 2018 2019 2020F				YK 스틸(YK 에스)	2017 2018 2019 2020F				대한제강+YK 에스(단순합산)		
	2019		2020F			2019		2020F		2019	2020F	
매출액	1,229	1,134	1,022	904	매출액	589	615	637	510	매출액	1,659	1,414
영업이익	47	5	42	57	영업이익	27	7	18	30	영업이익	60	87
영업이익률	3.8	0.4	4.1	6.3	영업이익률	4.6	1.1	2.9	5.9	영업이익률	3.6	6.1
세전이익	40	-18	34	54	세전이익	28	11	20	32	세전이익	54	86
순이익	30	-18	30	42	순이익	28	10	18	24	순이익	48	66
EBITDA	72	25	61	71	EBITDA	41	18	32	44	EBITDA	93	115
EBITDA 마진	5.8	2.2	6.0	7.9	EBITDA 마진	6.9	3.0	5.1	8.6	EBITDA 마진	5.6	8.1

주: YK 스틸은 일부 자산, YK 에스(물적분할)는 철근사업부 보유 가경. YK 에스의 손익계산서는 YK 스틸과 차이가 없다고 봐도 무방
 자료: 현대차증권

<표 2> 대한제강, YK 스틸(YK 에스) 주요 재무비율

(단위:%, 십억원)

대한제강	2017 2018 2019 2020F				YK 스틸(2020 년은 YK 에스)	2017 2018 2019 2020F				대한제강+YK 에스(단순합산)		
	2019		2020F			2019		2020F		2019	2020F	
ROE	6.9	-3.8	6.7	8.9	ROE	9.7	3.4	6.0	12.8	ROE	6.4	9.1
부채비율	63.6	51.1	37.5	37.8	부채비율	45.0	41.4	33.5	n/a	부채비율	35.9	n/a
배당금 총액	7	3	4	4	배당금 총액	6	6	6	n/a	배당금 총액	10	n/a
순차입금	-109	-70	-48	-58	순차입금	-105	-132	-89	n/a	순차입금	-136	n/a

주: 2020 년 ROE 계산 시 YK 에스의 순자산은 1,900 억원으로 가정(19년말 YK 스틸 순자산 3,130 억원에서 일부 자산 971 억원, 258 억원 차감 가정)
 자료: 현대차증권

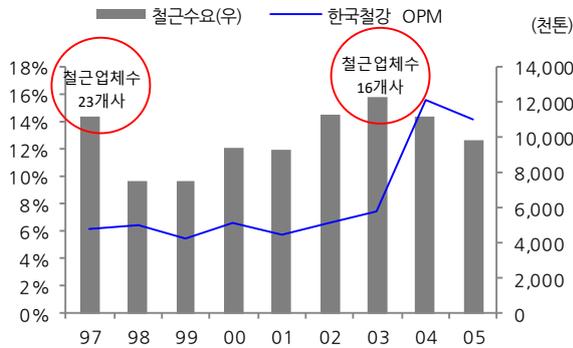
<표 3> 대한제강, YK 스틸(YK 에스 물적분할 전) 재무상태표

(단위:십억원)

대한제강	2017 2018 2019			YK 스틸(YK 에스 물적분할 전)	2017 2018 2019			대한제강+YK 스틸(단순합산)	
	2019		2019		2019		2019	2019	
유동자산	430	350	299	유동자산	264	247	229	유동자산	528
현금성자산	118	76	57	현금성자산	74	124	82	현금성자산	138
단기투자자산	48	42	15	단기투자자산	31	9	7	단기투자자산	22
매출채권	138	107	100	매출채권	75	62	69	매출채권	169
재고자산	122	112	107	재고자산	84	52	67	재고자산	174
비유동자산	324	307	336	비유동자산	166	178	190	비유동자산	526
유형자산	208	198	201	유형자산	164	176	187	유형자산	388
투자자산	24	21	47	투자자산	0	0	0	투자자산	48
자산총계	754	657	635	자산총계	430	425	418	자산총계	1,053
유동부채	266	195	152	유동부채	119	113	96	유동부채	248
단기차입금	11	17	9	단기차입금	0	0	0	단기차입금	9
매입채무	163	109	76	매입채무	72	70	51	매입채무	127
유동성장기부채	34	21	18	유동성장기부채	0	0	0	유동성장기부채	18
비유동부채	27	27	21	비유동부채	14	11	9	비유동부채	30
사채	0	0	0	사채	0	0	0	사채	0
장기차입금	13	17	13	장기차입금	0	0	0	장기차입금	13
부채총계	293	222	173	부채총계	133	124	105	부채총계	278
자본금	25	25	25	자본금	6	6	6	자본금	31
자본잉여금	27	27	27	자본잉여금	179	179	179	자본잉여금	206
이익잉여금	431	409	434	이익잉여금	112	116	128	이익잉여금	563
비지배주주지분	1	0	2	비지배주주지분	0	0	0	비지배주주지분	2
자본총계	461	435	462	자본총계	297	301	313	자본총계	775

자료: 현대차증권

<그림1> 2000년대초 구조조정 후 영업이익률 레벨업



자료 : 한국철강협회, 현대차증권

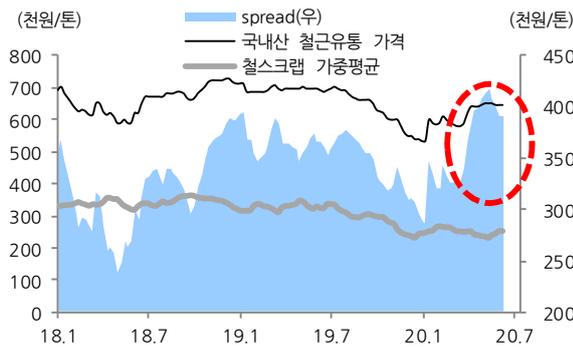
<그림2> 국내 철근업체 생산능력 기준 순위

순위	업체명	생산능력(천톤)	비고
1위	현대제철	3,350	
2위	동국제강	2,750	
3위	대한제강	1,550	YK에스 인수
4위	한국철강	1,200	환영철강과 계열사
5위	YK스틸 (YK에스)	1,180	대한제강이 인수, 비상장
6위	환영철강	750	한국철강과 계열사, 비상장
7위	한국제강	700	비상장
합계		12,449	상위 7개사 점유율 92%

주: 점유율은 생산능력 기준

자료 : 한국철강협회, 현대차증권

<그림3> 국내 철근 spread 추이



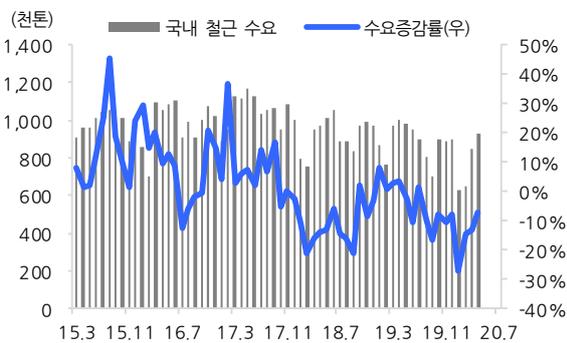
자료 : 한국철강신문, 스틸데일리, 현대차증권

<그림4> 철근 수입산 점유율 추이



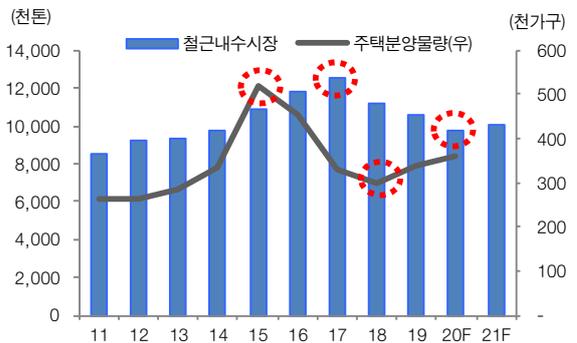
자료 : 한국철강협회, 현대차증권

<그림5> 월별 국내 철근 수요 추이



자료 : 한국철강협회, 현대차증권

<그림6> 연간 국내 철근 수요, 2021년 상승 전환 예상



자료 : 한국철강협회, 현대차증권

<표4> 대한제강 분기 별도 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	223	250	201	209	176	208	189	212	883	785	800
영업이익	10	14.2	5	8	8	20	9	15	37	52	53
세전이익	12	8	5	4	8	19	9	15	29	50	51
당기순이익	9	8	3	3	6	15	7	11	24	39	39
영업이익률	5%	6%	2%	4%	5%	9%	5%	7%	4%	7%	7%
세전이익률	5%	3%	2%	2%	4%	9%	5%	7%	3%	6%	6%
순이익률	4%	3%	2%	2%	3%	7%	3%	5%	3%	5%	5%

자료 : 현대차증권

<표5> 대한제강 분기 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	260	294	238	230	205	238	218	242	1,022	904	919
영업이익	11	16.0	6	9	9	21	10	16	42	57	57
세전이익	12	13	3	6	10	20	9	15	34	54	54
당기순이익	9	13	2	5	8	15	7	12	30	42	41
영업이익률	4%	5%	3%	4%	5%	9%	5%	7%	4%	6%	6%
세전이익률	5%	4%	1%	3%	5%	8%	4%	6%	3%	6%	6%
순이익률	4%	4%	1%	2%	4%	6%	3%	5%	3%	5%	4%

주: YK에스 반영 전 기준. 2020.9.8 YK스틸에서 물적분할 된 YK에스 지분 51% 취득 예정

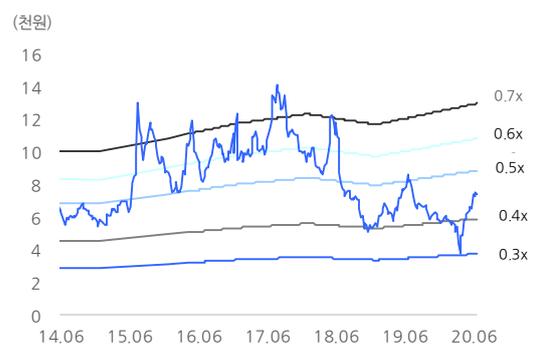
자료 : 현대차증권

<그림7> 대한제강 주가 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림8> 대한제강 P/B 밴드 추이



자료 : 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,134	1,022	904	919	941
증가율 (%)	-7.7	-9.9	-11.5	1.7	2.4
매출원가	1,073	937	805	821	841
매출원가율 (%)	94.6	91.7	89.0	89.3	89.4
매출총이익	61	85	98	98	100
매출이익률 (%)	5.4	8.3	10.8	10.7	10.6
증가율 (%)	-42.5	39.3	15.3	0.0	2.0
판매관리비	57	43	42	41	42
판매비율 (%)	5.0	4.2	4.6	4.5	4.5
EBITDA	25	61	71	76	77
EBITDA 이익률 (%)	2.2	6.0	7.9	8.3	8.2
증가율 (%)	-65.3	144.0	16.4	7.0	1.3
영업이익	5	42	57	57	58
영업이익률 (%)	0.4	4.1	6.3	6.2	6.2
증가율 (%)	-89.4	740.0	35.7	0.0	1.8
영업외손익	-17	-6	-4	-3	-3
금융수익	3	4	1	0	0
금융비용	3	4	1	0	0
기타영업외손익	-17	-6	-4	-3	-3
중속/관계기업관련손익	0	1	1	0	0
세전계속사업이익	-12	37	54	54	55
세전계속사업이익률	-1.1	3.6	6.0	5.9	5.8
증가율 (%)	적전	흑전	45.9	0.0	1.9
법인세비용	-0	8	12	13	13
계속사업이익	-12	29	42	41	42
중단사업이익	-6	0	0	0	0
당기순이익	-18	30	42	41	42
당기순이익률 (%)	-1.6	2.9	4.6	4.5	4.5
증가율 (%)	적전	흑전	40.0	-2.4	2.4
지배주주지분 순이익	-17	30	42	41	42
비지배주주지분 순이익	-1	-1	-0	-0	-0
기타포괄이익	0	-2	-1	0	0
총포괄이익	-18	28	41	41	42

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-17	29	68	58	59
당기순이익	-18	30	42	41	42
유형자산 상각비	20	19	14	19	19
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-1	0	-0	0
운전자본의 감소(증가)	-29	-29	-4	-2	-2
기타	10	10	16	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-14	-32	-20	-40	-43
투자자산의 감소(증가)	4	-27	-0	-1	-1
유형자산의 감소	2	2	-0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-21	-22	-17	-17
기타	-3	14	2	-22	-25
재무활동으로인한현금흐름	-11	-16	-30	-4	-4
차입금의 증가(감소)	4	-4	4	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-7	-3	-4	-4	-4
기타	-8	-9	-30	0	0
기타현금흐름	-1	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-42	-19	18	13	12
기초현금	118	76	57	75	88
기말현금	76	57	75	88	100

(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	350	299	336	378	420
현금성자산	76	57	75	88	100
단기투자자산	42	15	18	40	65
매출채권	0	0	110	112	115
채고자산	112	107	113	116	119
기타유동자산	113	104	5	5	5
비유동자산	307	336	343	342	341
유형자산	198	201	203	201	199
무형자산	10	9	9	9	9
투자자산	21	47	49	49	50
기타비유동자산	78	79	82	83	83
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	657	635	679	719	760
유동부채	195	152	161	164	167
단기차입금	17	9	11	11	11
매입채무	109	76	80	82	84
유동성장기부채	21	18	18	18	18
기타유동부채	48	49	52	53	54
비유동부채	27	21	25	25	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	13	12	12	12
장기금융부채	0	0	4	4	4
기타비유동부채	10	8	9	9	10
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	222	173	186	190	193
지배주주지분	435	460	491	528	566
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	27	27	27	27	27
자본조정 등	-24	-24	-26	-26	-26
기타포괄이익누계액	-1	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	409	434	468	505	542
비지배주주지분	-0	2	2	2	1
자본총계	435	462	493	530	567

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	-722	1,202	1,704	1,668	1,696
EPS(지배순이익 기준)	-695	1,223	1,713	1,678	1,706
BPS(자본총계 기준)	17,646	18,748	20,006	21,499	23,020
BPS(지배지분 기준)	17,655	18,665	19,933	21,435	22,966
DPS	150	200	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	-7.7	5.0	4.7	4.8	4.7
P/E(지배순이익 기준)	-8.0	4.9	4.7	4.8	4.7
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	2.7	1.7	1.9	1.3	0.8
배당수익률	2.7	3.3	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	41.8	-2.1	1.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	40.1	-2.1	1.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-4.0	6.6	8.8	8.0	7.6
ROE(지배순이익 기준)	-3.8	6.7	8.9	8.1	7.7
ROA	-2.5	4.6	6.4	5.9	5.6
안정성 (%)					
부채비율	51.1	37.5	37.8	35.8	34.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.0	20.1	N/A	N/A	N/A

* K-IFRS 연결 기준, YK에스 반영 전 기준. 대한제강은 2020.9.8 YK스틸에서 물적분할 된 YK에스 지분 51% 취득 예정

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.03.02	BUY	12,100	-22.53	4.96
2018.08.16	BUY	10,000	-35.76	-27.00
2018.11.15	BUY	7,300	-22.80	-10.68
2019.02.08	BUY	8,200	-20.60	-5.00
2019.05.20	BUY	10,100	-25.34	-14.55
2019.08.16	BUY	9,100	-26.68	-24.18
2019.10.02	BUY	8,400	-30.11	-24.64
2020.02.19	BUY	7,700	-29.28	-13.51
2020.05.21	BUY	8,900	-18.36	-9.66
2020.06.22	BUY	11,800		

▶ 최근 2년간 대한제강 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박현욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이며, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.