

Industry Brief
2019. 7. 12

동국제강 001230

한 분기만 더 확인하자

▲ 철강

Analyst **민사영**
02. 6454-4875
sayeong.min@meritz.co.kr

- ✓ 2Q19 Preview: 컨센서스 부합
- ✓ 컨센서스가 최근 상승한 점을 감안하면 사실상 서프라이즈
- ✓ 2분기 냉연 사업부의 실적 개선은 긍정적, 3분기 지속에 대한 확인은 필요
- ✓ 중장기적으로 도금강판 시장의 경쟁강도에 대한 모니터링 필요
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 8,500원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) 8,500 원
현재주가 (7.11) 7,150 원
상승여력 18.9%

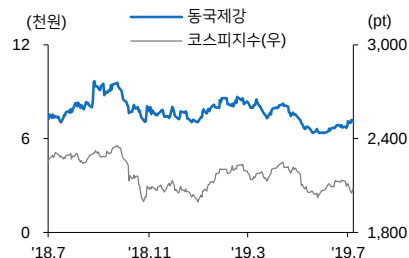
KOSPI	2,080.58pt
시가총액	6,823억원
발행주식수	9,543만주
유동주식비율	72.74%
외국인비중	28.57%
52주 최고/최저가	9,680원/6,350원
평균거래대금	17.7억원

주요주주(%)

장세주 외 14 인	25.26
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE	14.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	-7.6	-4.0
상대주가	11.7	-7.8	5.2

주가그래프



2Q19 Preview: 컨센서스 부합

2 분기 연결 영업이익은 +32.3% YoY 증가한 580 억원으로 컨센서스를 충족하는 실적을 보여줄 전망이다. 후판을 제외한 봉형강 사업부와 냉연 사업부의 실적 호조로 인한 호실적이다. 컨센서스가 빠르게 상승한 점을 감안하면 사실상 서프라이즈라고 봐도 무방하다.

3분기 실적도 좋게 나온다면...

당사가 동국제강에 대한 부정적인 투자 의견을 제시한 근거는 냉연 사업부의 실적 개선세가 나타나지 않고 있다는 점이었다. 그렇기에 2 분기 냉연 사업부의 턴어라운드는 투자 의견 상향을 고려할 정도로 의미가 있다. 그러나 3 분기 내 열연과 슬래브 등 상공정 제품의 가격이 좀 더 가파르게 오를 가능성을 고려한다면 실적의 지속성에 대한 검증이 필요해 보인다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 8,500원으로 상향

실적 추정치 조정을 감안하여 적정주가를 8,500 원으로 상향한다. 실적 추정치는 '19 년과 '20 년을 대폭 상향 조정하였으나 보수적인 업황을 고려하여 '21 년을 하향 조정하였다. '21 년의 추정치를 하향한 근거는 동부제철의 정상화, 컬러강판 3 사의 신규라인 도입에 따른 경쟁강도 강화 가능성을 고려하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,049.4	241.3	4.5	48	-93.3	23,619	231.6	0.5	7.6	0.2	156.9
2018	5,964.9	145.0	-297.9	-3,121	-6,483.1	20,178	-2.3	0.4	8.6	-14.3	182.0
2019E	5,832.1	226.9	55.0	576	-117.4	20,806	12.4	0.3	6.7	2.8	181.5
2020E	5,823.8	206.6	86.7	909	66.8	21,715	7.9	0.3	7.0	4.3	173.3
2021E	5,845.8	186.6	69.9	733	-19.4	22,447	9.8	0.3	7.2	3.3	168.1

표15 동국제강 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,485.4	1,511.9	-1.7	1,374.9	8.0	1,504.5	-1.3
영업이익	58.0	32.3	79.4	48.3	20.0	62.9	-7.8
세전이익	-3.4	-192.7	적지	3.2	적전	10.1	-133.7
지배순이익	-2.5	-193.4	적지	3.7	적전	12.8	-119.8

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,810.6	5,823.5	5,832.1	5,823.8	0.4	0.0
영업이익	201.9	180.4	226.9	206.6	12.4	14.5
세전이익	47.0	90.1	72.0	116.4	53.3	29.2
지배순이익	36.3	67.1	55.0	86.7	51.5	29.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표17 동국제강 Valuation Table

(십억원)	2개년 평균	2018	2019E	2020E	2021E
지배주주 순이익	78.3	-297.9	55.0	86.7	69.9
지배주주 자본총계	2,107.3	1,925.7	1,985.6	2,072.3	2,142.2
ROE (%)	3.7	-14.3	2.8	4.3	3.3
COE (%)	9.6	11.5	9.6	9.6	9.6
Rf(5년물 국채금리)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
52주 β	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Rm	8.3	10.0	8.3	8.3	8.3
성장률(g)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR (배)	0.39	-1.24	0.29	0.45	0.35
적정 시가총액	819.2	-2,378.3	584.2	926.5	743.4
Current PBR (배)	0.32	0.36	0.34	0.33	0.32
현재 시가총액	682.3	690.0	682.3	682.3	682.3
적정주가 (원, 천원미만 절사)	8,500	-24,600	6,000	9,600	7,700
종가 (원)	7,150	7,230	7,150	7,150	7,150
Upside (%)	18.9	-440.2	-16.1	34.3	7.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 연결기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출	1,401.3	1,511.9	1,501.4	1,550.4	5,964.9	1,374.9	1,485.4	1,463.4	1,508.4	5,832.1
철강 단순합산	1,368.5	1,469.0	1,368.5	1,501.8	5,707.8	1,333.4	1,438.9	1,418.6	1,461.1	5,652.0
별도	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,401.2	5,364.9	1,231.6	1,336.4	1,316.2	1,358.8	5,243.0
중국법인	37.4	50.3	53.0	37.6	178.3	31.5	42.3	43.2	41.1	158.1
기타	67.2	65.4	-31.0	63.1	32.1	70.4	60.1	59.2	61.1	120.4
운송 단순합산	110.9	123.5	110.9	131.8	477.0	112.0	126.7	123.8	128.8	491.3
인터지스	113.3	127.3	124.2	127.6	492.5	112.2	122.7	119.9	124.7	479.4
기타	-2.5	-3.8	-13.4	4.2	-15.4	-0.2	4.0	3.9	4.1	11.8
무역부문	93.4	93.1	93.4	98.1	377.9	103.7	93.5	92.1	95.1	384.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
전체 단순합산	1,572.7	1,685.6	1,572.7	1,731.7	6,562.7	1,549.1	1,659.1	1,634.5	1,685.0	6,527.8
내부거래	171.4	173.7	71.4	182.2	598.7	174.3	173.7	171.1	176.6	695.8
매출원가	1,302.2	1,392.5	1,372.9	1,415.7	5,483.3	1,246.7	1,343.2	1,326.0	1,356.6	5,272.5
매출원가율 (%)	92.9	92.1	91.4	91.3	91.9	90.7	90.4	90.6	89.9	90.4
판매비	78.6	87.0	75.8	95.3	336.7	79.9	84.2	83.0	85.5	332.6
판매비율 (%)	5.6	5.8	5.1	6.1	5.6	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
영업이익	20.6	32.3	52.6	39.4	145.0	48.3	58.0	54.4	66.3	226.9
영업이익률 (%)	1.5	2.1	3.5	2.5	2.4	3.5	3.9	3.7	4.4	3.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표19 별도기준 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
제품판매량 (천톤)	1,590.8	1,626.9	1,582.0	1,641.4	6,441.1	1,463.0	1,560.2	1,523.9	1,586.6	6,133.7
% YoY	-1.1	-4.9	-6.0	1.1	-2.8	-8.0	-4.1	-3.7	-3.3	-4.8
봉형강	960.9	1,005.8	956.4	1,022.8	3,945.9	897.0	955.5	908.6	971.7	3,732.8
후판	223.3	214.6	221.5	225.2	884.5	198.4	218.5	231.4	241.2	889.5
냉연	406.6	406.5	404.1	393.4	1,610.6	367.6	386.2	383.9	373.7	1,511.4
매출	1,263.9	1,353.3	1,346.5	1,401.2	5,364.9	1,231.6	1,336.4	1,316.2	1,358.8	5,243.0
% YoY	-8.2	-2.9	-0.2	7.5	-1.1	-2.6	-1.2	-2.2	-3.0	-2.3
봉형강	624.8	708.4	673.3	745.1	2,751.7	647.3	703.3	665.4	708.1	2,724.0
후판	160.6	163.7	187.9	187.1	699.2	154.9	172.3	189.8	197.8	714.9
냉연	424.3	427.3	437.1	422.1	1,710.8	394.8	426.2	426.4	418.4	1,665.9
기타	54.2	54.0	48.1	48.1	204.4	34.6	34.6	34.6	34.6	138.3
매출원가	1,186.6	1,258.9	1,238.0	1,284.5	4,967.9	1,135.3	1,213.6	1,198.0	1,226.5	4,773.4
매출원가율 (%)	93.9	93.0	91.9	91.7	92.6	92.2	90.8	91.0	90.3	91.0
매출총이익	77.4	94.3	108.5	116.7	396.9	96.3	122.8	118.2	132.3	469.6
판매비	66.7	72.3	62.4	82.0	283.4	66.0	70.8	69.8	72.0	278.6
판매비율 (%)	5.3	5.3	4.6	5.9	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
영업이익	10.7	22.0	46.1	34.7	113.5	30.2	52.0	48.5	60.3	191.0
영업이익률 (%)	0.8	1.6	3.4	2.5	2.1	2.5	3.9	3.7	4.4	3.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

동국제강 (001230)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,049.4	5,964.9	5,832.1	5,823.8	5,845.8
매출액증가율 (%)	20.8	-1.4	-2.2	-0.1	0.4
매출원가	5,434.1	5,483.3	5,272.5	5,303.0	5,343.9
매출총이익	615.2	481.6	559.5	520.9	501.9
판매관리비	373.9	336.7	332.6	314.3	315.3
영업이익	241.3	145.0	226.9	206.6	186.6
영업이익률	4.0	2.4	3.9	3.5	3.2
금융손익	-15.6	-142.3	-125.6	-84.0	-88.4
종속/관계기업손익	-162.6	-164.2	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-25.4	-165.5	-28.7	-6.2	-4.4
세전계속사업이익	37.8	-327.0	72.0	116.4	93.9
법인세비용	33.0	-22.5	19.0	27.9	22.5
당기순이익	4.8	-304.5	53.1	88.5	71.3
지배주주지분 순이익	4.5	-297.9	55.0	86.7	69.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	90.2	229.4	341.0	304.3	270.7
당기순이익(손실)	4.8	-304.5	53.1	88.5	71.3
유형자산상각비	234.3	212.2	213.5	201.2	201.2
무형자산상각비	3.6	3.3	3.0	3.5	3.5
운전자본의 증감	-309.5	28.2	51.6	11.1	-5.2
투자활동 현금흐름	-14.5	-73.0	-141.9	-203.5	-203.5
유형자산의증가(CAPEX)	-59.6	-61.9	-163.7	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	181.5	170.4	-4.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-183.1	-194.2	2.5	-5.0	0.0
차입금의 증감	-224.2	-178.8	92.6	-5.0	0.0
자본의 증가	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.3	-35.7	202.7	95.8	67.3
기초현금	493.1	378.8	343.1	545.8	641.6
기말현금	378.8	343.1	545.8	641.6	708.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,049.4	2,173.9	2,302.3	2,375.0	2,453.2
현금및현금성자산	378.8	343.1	545.8	641.6	708.8
매출채권	806.4	802.8	781.0	770.2	775.4
재고자산	771.1	879.4	855.6	843.8	849.4
비유동자산	4,041.6	3,556.4	3,580.9	3,579.6	3,578.5
유형자산	3,654.7	3,396.5	3,354.4	3,353.2	3,352.0
무형자산	95.1	76.0	75.2	75.2	75.2
투자자산	220.5	50.1	54.3	54.3	54.3
자산총계	6,091.0	5,730.2	5,883.2	5,954.6	6,031.7
유동부채	2,978.1	3,229.1	2,672.2	2,655.1	3,280.8
매입채무	540.1	594.8	578.7	570.7	574.5
단기차입금	1,888.9	1,727.4	1,797.7	1,797.7	1,797.7
유동성장기부채	377.2	579.8	-59.8	-64.8	555.3
비유동부채	742.2	468.9	1,120.8	1,120.8	500.8
사채	169.8	53.9	169.9	169.9	49.9
장기차입금	401.6	317.2	802.0	802.0	302.0
부채총계	3,720.3	3,698.0	3,793.0	3,776.0	3,781.7
자본금	589.2	589.2	589.2	589.2	589.2
자본잉여금	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7
기타포괄이익누계액	-85.8	-92.8	-87.9	-87.9	-87.9
이익잉여금	818.1	483.8	538.9	625.6	695.5
비지배주주지분	116.6	106.6	104.6	106.4	107.8
자본총계	2,370.7	2,032.2	2,090.2	2,178.7	2,250.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	63,389	62,504	61,112	61,025	61,256
EPS(지배주주)	48	-3,121	576	909	733
CFPS	5,340	3,635	4,302	4,319	4,054
EBITDAPS	5,021	3,778	4,647	4,310	4,099
BPS	23,619	20,178	20,806	21,715	22,447
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	231.6	-2.3	12.4	7.9	9.8
PCR	2.1	2.0	1.7	1.7	1.8
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA	479.1	360.5	443.5	411.3	391.2
EV/EBITDA	7.6	8.6	6.7	7.0	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.2	-14.3	2.8	4.3	3.3
EBITDA 이익률	7.9	6.0	7.6	7.1	6.7
부채비율	156.9	182.0	181.5	173.3	168.1
금융비용부담률	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6
이자보상배율(x)	2.3	1.4	2.1	2.1	2.0
매출채권회전율(x)	7.9	7.4	7.4	7.5	7.6
재고자산회전율(x)	8.9	7.2	6.7	6.9	6.9