

동국제강 (001230/중립)

철강금속

조선사들의 쾌속 질주가 절실하다

4Q12 Preview: 후판과 봉형강의 동반 부진으로 영업 적자 지속

2012년 4분기 영업이익은 연결기준 -177억원, 별도기준 -223억원으로 시장 예상치인 +24억원과 -135억원을 하회 할 것으로 예상된다. 영업이익은 전분기에 이어 적자가 지속 될 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 후판 판매량 급감(QoQ -20.2%), 2) 철근과 형강의 Roll margin 하락, 3) Slab 재고자산 평가손실 100억원 반영, 4) 후판 설비 매각 확정에 따른 재고 자산 평가손실 15억원 반영 등 때문이다.

또한 자회사인 유니온스틸의 담합 과징금 관련 충당금이 세전이익에 -350억원 반영될 예정이다. 이는 원화 강세에 따른 환율관련 이익 +650억원의 긍정적 효과를 상당부분 상쇄할 전망이다. 참고로 회계 기준이 변경되면서 환율 관련 손익은 전액 세전이익에 반영된다.

2013년 전망 및 전략: 지속되는 인고의 한해, 후판 매출 비중 40% 이하로 하락 예상

2013년 1분기에는 재고자산 평가 손실이 반영되지 않으나 비수기에 따른 봉형강 출하 감소, 조선 건조량 축소에 따른 후판 판매 감소로 영업 적자는 지속될 전망이다. 동사의 실적 및 주가의 Key driver는 1) 조선(후판)과 2) 건설(봉형강) 업황의 회복 여부다.

이 중 봉형강 부문은 한파가 마무리되는 2~3월부터 출하 및 가격 회복이 예상된다. 그러나 후판의 부진은 지속될 전망이다. 조선사들의 건조량 감소와 현대제철의 등장으로 현대중공업 그룹형 판매(2012년 기준 58만톤) 감소가 불가피해 동사의 2013년 후판 판매량은 전년 대비 25.9% 감소한 1,965천톤을 예상한다. 동사의 생산능력 대비 57.8% 수준이다.

당사는 국내 조선사들의 선박 건조량이 2013년 1분기에 바닥을 확인한 후 동 수준에서 장시간 회복할 것으로 전망한다. 2013년 4분기부터 현대제철의 신규 후판 공장(연간 150만톤)의 가동이 시작되어 동사의 실적 개선을 위해서는 선박 건조량의 증가가 필수적이다. 국내 선박 건조량의 증가는 2014년 하반기부터나 기대할 수 있을 전망이다.

Valuation 및 리스크 요인

투자의견은 중립을 유지한다. 동사의 2013년 예상 PBR은 0.4배에 불과하나 순이익 적자가 지속될 것으로 예상되어 Valuation이 매력적이라고 보기는 어렵다. 특히 동사는 원/달러 환율이 10원 하락할 경우 순이익이 170억원 증가하는 원화 강세 수혜주이나 2013년에는 후판 가동률 하락으로 인해 원화 강세 수혜주 관점의 투자는 지양할 필요가 있다. 동사 이익에 리스크 요인은 1) 원/달러 환율 급등, 2) 건설 경기 악화, 3) 조선사 선박 수주 감소다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	8,155	346	4.3	163	2,629	672	-817	5.7	13.4	0.8	8.1
12/11	8,842	267	3.0	8	121	553	-803	0.3	169.3	0.5	10.2
12/12F	7,852	-20	-0.3	-92	-1,491	224	277	-3.4	-	0.3	23.7
12/13F	6,292	43	0.7	-94	-1,512	332	348	-3.7	-	0.4	16.0
12/14F	6,596	70	1.1	-90	-1,454	346	81	-3.8	-	0.4	16.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터

전송훈

02-768-2713

sh.jeon@dwsec.com

이준기

02-768-3297

aiden.lee@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

종립	Maintain
목표주가(원,12M)	-
현재주가(13/01/18,원)	13,650
상승여력(%)	-
EPS 성장률(13F,%)	적지
MKT EPS 성장률(13F,%)	18.8
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	9.1
KOSPI	1,987.85
시가총액(십억원)	844
발행주식수(백만주)	62
60D 일평균 거래량(천주)	361
60D 일평균 거래대금(십억원)	5
배당수익률(13F,%)	2.2
유동주식비율(%)	70.6
52주 최저가(원)	12,500
52주 최고가(원)	25,950
배타(12M,일간수익률)	1.39
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	24.0

주요주주

장세주 외 18인(27.44%)

JFE STEEL Corporation(14.88%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-6.5	-37.2
상대주가	-1.9	-17.3	-42.3

주요사업

후판, 철근, 형강 생산 업체
생산량 기준 국내 3위 철강 업체

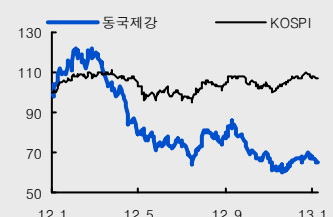


표 1. 동국제강의 분기별 영업실적 추이 및 전망

	2012					2013F					4Q12 증감률 (%)	
	1Q	2Q	3Q	4QF	연간	1FQ	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
매출액 (십억원)	2,103	2,188	1,855	1,704	7,851	1,540	1,644	1,543	1,566	6,292	-8.2	-23.5
영업이익 (십억원)	-19	34	-17	-18	-20	-7	24	7	18	43	적지	적지
세전 이익 (십억원)	-38	-42	-29	-34	-142	-29	-9	-42	-46	-126	적지	적지
지배주주 순이익 (십억원)	-36	-34	-22	0	-92	-21	-6	-31	-34	-94	적지	적지
영업이익률 (%)	-0.9	1.5	-0.9	-1.0	-0.2	-0.4	1.5	0.5	1.2	0.7	-	-
세전이익률 (%)	-1.8	-1.9	-1.5	-2.0	-1.8	-1.9	-0.5	-2.7	-2.9	-2.0	-	-
순이익률 (%)	-1.7	-1.5	-1.2	0.0	-1.2	-1.4	-0.4	-2.0	-2.2	-1.5	-	-
원/달러 환율	1,131	1,152	1,133	1,090	1,127	1,060	1,042	1,032	1,033	1,042	-3.8	-4.7

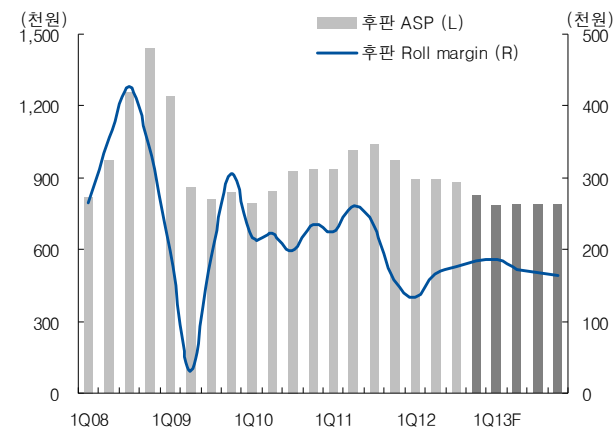
자료: 동국제강, KDB리서치센터 추정 (IFRS 연결 기준)

표 2. 동국제강의 수익예상 변경 내용

		변경전		변경후		변경률 (%)	
		2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
수익예상 (십억원)	매출액	7,867	7,470	7,852	6,292	-0.2	-15.8
	영업이익	23	116	-20	43	적자전환	-63.0
	세전이익	-134	-53	-142	-126	적자지속	적자지속
	당기순이익	-110	-39	-92	-94	적자지속	적자지속
이익률 (%)	영업이익률	0.3	1.6	-0.2	0.7		
	세전이익률	-1.7	-0.7	-1.8	-2.0		
	순이익률	-1.4	-0.5	-1.2	-1.5		
판매단가 (천원/톤)	철근	773	750	777	742	0.6	-1.1
	후판	873	816	877	786	0.5	-3.6
	형강	868	842	872	822	0.4	-2.4
판매량 (천톤)	철근	1,957	1,977	1,978	1,995	1.1	0.9
	후판	2,711	2,505	2,651	1,965	-2.2	-21.6
	형강	1,196	1,208	1,189	1,220	-0.6	1.0
원재료 (천원/톤)	스크랩	481	446	484	444	0.5	-0.5
	Slab	708	657	707	613	-0.1	-6.6
환율 (원/달러)	평균	1,129	1,068	1,127	1,042	-0.2	-2.4
	기말	1,080	1,045	1,071	1,035	-0.8	-1.0

자료: 동국제강, KDB리서치센터 추정 (IFRS 연결 기준)

그림 1. 동국제강의 후판 판매 가격과 Roll margin 추이 및 전망



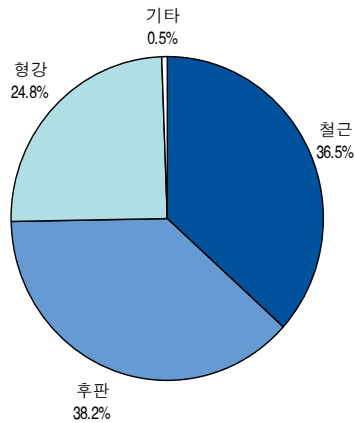
자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 2. 국내 철근 Spot 가격 및 Roll margin 추이



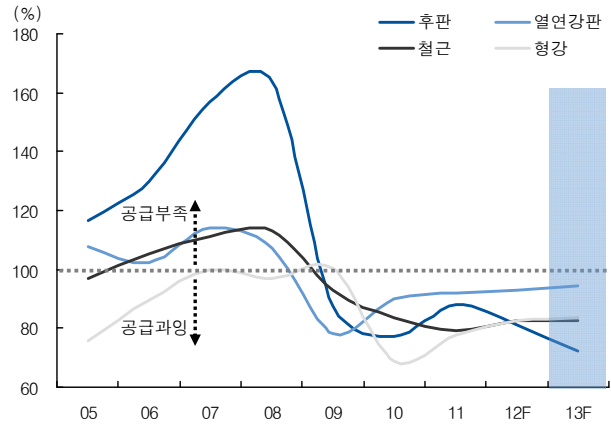
자료: Steeldaily, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 3. 2013년 매출액 구성 비중



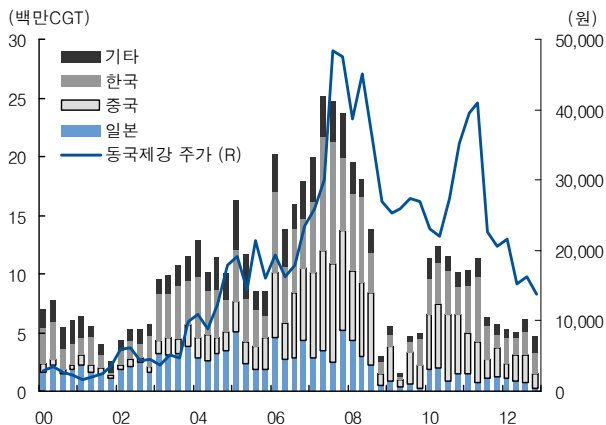
자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 4. 2013년 국내 품목별 생산능력 대비 내수 소비량



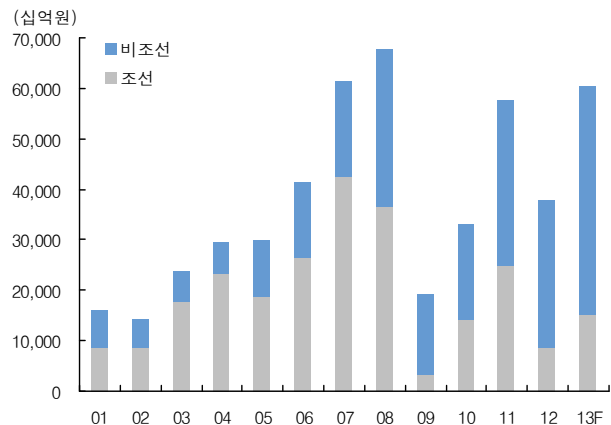
자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 5. 동국제강 주가와 신조 수주량 추이



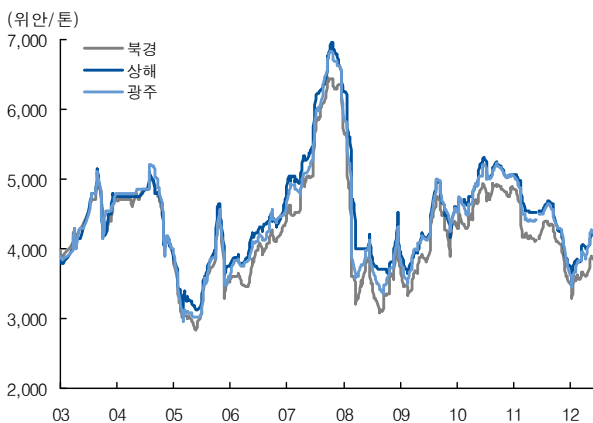
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 대형 3사 수주 금액



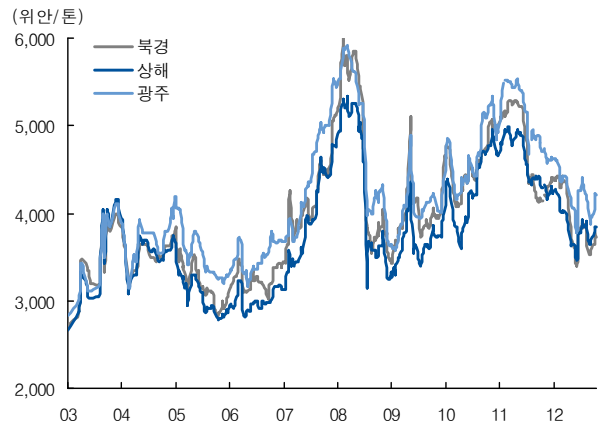
자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 중국 후판 유통 가격 추이 및 전망



자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 중국 철근 유통 가격 추이 및 전망



자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

동국제강 (001230)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	8,842	7,852	6,292	6,596
매출원가	8,214	7,644	5,995	6,266
매출총이익	628	207	297	330
판매비와관리비	350	265	254	260
조정영업이익	279	-58	43	70
영업이익	267	-20	43	70
비영업손익	-188	-122	-169	-192
순금융비용	171	202	209	209
관계기업등 투자손익	-8	-14	0	0
세전계속사업손익	79	-142	-126	-121
계속사업법인세비용	72	-23	-28	-27
계속사업이익	7	-119	-98	-95
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	7	-119	-98	-95
지배주주	8	-92	-94	-90
비지배주주	-1	-26	-5	-5
총포괄이익	-60	-170	-150	-146
지배주주	-53	-136	-137	-133
비지배주주	-7	-34	-13	-13
EBITDA	553	224	332	346
FCF	-803	277	348	81
EBITDA마진율 (%)	6.3	2.9	5.3	5.3
영업이익률 (%)	3.0	-0.3	0.7	1.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.1	-1.2	-1.5	-1.4

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-84	652	584	332
당기순이익	79	-134	-98	-95
비현금수익비용가감	572	438	431	441
유형자산감가상각비	262	273	280	268
무형자산상각비	13	9	9	8
기타	-25	-67	24	24
영업활동으로인한자산및부채의변동	-667	329	224	-41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	82	172	-30
재고자산 감소(증가)	-148	407	142	-65
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-446	-88	-89	53
법인세납부	-68	19	28	27
투자활동으로 인한 현금흐름	-609	-555	-359	-314
유형자산처분(취득)	-438	-296	-200	-210
무형자산감소(증가)	-1	1	1	1
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-75	0	0
기타투자활동	-194	-185	-159	-104
재무활동으로 인한 현금흐름	628	-177	-264	-264
장단기금융부채의 증가(감소)	824	105	0	0
자본의 증가(감소)	52	0	0	0
배당금의 지급	-45	-45	-18	-18
기타재무활동	-202	-237	-246	-246
현금의증가	-62	-82	-38	-245
기초현금	884	821	740	702
기말현금	821	740	702	457

자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	4,839	4,330	3,957	3,811
현금 및 현금성자산	821	740	702	457
매출채권 및 기타채권	1,430	1,350	1,178	1,207
재고자산	1,786	1,363	1,221	1,286
기타유동자산	101	105	84	89
비유동자산	5,314	5,529	5,623	5,682
관계기업투자등	276	451	652	797
유형자산	4,506	4,527	4,447	4,389
무형자산	92	116	106	97
자산총계	10,153	9,858	9,580	9,493
유동부채	4,524	4,235	4,124	4,183
매입채무 및 기타채무	1,249	1,091	1,002	1,055
단기금융부채	3,166	3,028	3,028	3,028
기타유동부채	110	116	94	99
비유동부채	2,481	2,695	2,695	2,714
장기금융부채	2,290	2,551	2,551	2,551
기타비유동부채	132	74	74	93
부채총계	7,005	6,930	6,819	6,896
지배주주지분	2,798	2,615	2,460	2,308
자본금	421	421	421	421
자본잉여금	83	83	83	83
이익잉여금	1,694	1,557	1,445	1,337
비지배주주지분	350	314	301	288
자본총계	3,148	2,929	2,761	2,596

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	169.3	-	-	-
P/CF (x)	4.5	4.5	4.3	4.5
P/B (x)	0.5	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.2	23.7	16.0	16.0
EPS (원)	121	-1,491	-1,512	-1,454
CFPS (원)	4,554	3,062	3,168	3,009
BPS (원)	44,284	40,774	38,424	36,109
DPS (원)	750	300	300	300
배당성향 (%)	607.0	-19.7	-19.4	-20.2
배당수익률 (%)	3.7	2.2	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	8.4	-11.2	-19.9	4.8
EBITDA증가율 (%)	-17.8	-59.5	48.4	4.2
영업이익증가율 (%)	-22.9	적전	흑전	64.1
EPS증가율 (%)	-95.4	적전	적지	적지
매출채권 회전율 (회)	6.7	5.8	5.1	5.6
재고자산 회전율 (회)	5.2	5.0	4.9	5.3
매입채무 회전율 (회)	6.7	7.3	6.4	6.8
ROA (%)	0.1	-1.2	-1.0	-1.0
ROE (%)	0.3	-3.4	-3.7	-3.8
ROIC (%)	0.4	-0.8	0.5	0.9
부채비율 (%)	222.6	236.6	247.0	265.6
유동비율 (%)	107.0	102.3	95.9	91.1
순차입금/자기자본 (%)	125.0	138.9	148.7	167.6
영업이익/금융비용 (x)	1.3	-0.1	0.2	0.3

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(□))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

