

Earnings review

Korea / Steel	
6 February 2013	HOLD
목표주가	14,000 원
현재주가 (5 Feb 13)	12,650 원
Upside/downside (%)	10.7
KOSPI	1938.18
시가총액 (십억원)	782.1
52 주 최저/최고	12,500 - 25,950
일평균거래대금 (십억원)	5.3
외국인 지분율 (%)	23.4

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	8,842	8,112	7,636	8,029
영업이익 (십억원)	267.1	29.6	181.9	386.5
당기순이익 (십억원)	6.5 (102.8)	47.3	175.4	175.4
수정순이익 (십억원)	7.5 (101.1)	44.9	166.6	166.6
EPS (원)	121 (1,635)	726	2,695	2,695
EPS 성장률 (%)	(94.2)	1,450.5	(144.4)	270.9
P/E (x)	169.3	(8.4)	17.4	4.7
EV/EBITDA (x)	9.6	16.2	11.4	8.0
배당수익률 (%)	3.7	5.5	5.9	5.9
P/B (x)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	0.3	(3.7)	1.7	6.2
순차입금/자본 (%)	125.1	140.3	150.7	144.7

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(12.5)	(12.8)	(47.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(8.8)	(14.3)	(45.6)

권해순, Analyst
3774 6022 hskwon@miraeasset.com

동국제강 (001230 KS)

4Q12P 실적 Review

Event

4Q12P 실적 발표: 재고자산 평가손실 및 투자자산 손상차손 반영으로 적자 지속

전일 발표된 동국제강 별도기준 4분기 잠정실적은 매출액 1,05 조원(-31.6%YoY, -7.3%QoQ), 영업손실 230 억원(적자지속)으로 당사 및 시장 컨센서스를 하회함. 영업손실 폭이 당사 추정치를 상회한 것은 후판 부문의 가격 하락(-14%YoY, -5%QoQ) 및 판매량 감소(-39%YoY, -20%QoQ)에 따른 수익성 하락과 재고자산(슬라브) 평가손실에 기인하는 것으로 파악됨. 한편, 당기순손실 1,270 억원으로 전분기대비 적자 폭이 확대되었음. 이는 환율 하락에 따른 외화관련 이익이 약 600 억원 발생하였음에도 불구하고, 투자주식(POSCO 0.07%, JFE 0.16% 등 보유)들의 가치 하락을 감안하여 1,000 억원을 상회하는 손상차손이 반영되었기 때문.

Impact

2013 년에도 만만치 않은 영업환경

2011 년 하반기부터 시작된 국내 조선업체들의 신규 수주 하락 영향은 2013 년까지 동국제강의 실적 및 주가에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상됨. 2005 년 이후 동사 제품 판매량의 약 50% 를 차지하며 이익 성장을 견인했던 후판은 전방산업 부진으로 2012 년 4 분기 총 판매량의 약 30% 수준인 50 만톤(지난 2 년간 분기 평균 판매량 약 85 만톤)에 미치지 못했던 것으로 보임. 한편, 부동산 경기 부진이 지속되면서 2013 년 건설업 전망도 밝지 않아, 2013 년 봉형강류 판매 증가율도 2012 년 대비 둔화될 것으로 전망됨. 성수기임에도 불구하고 4 분기 철근 및 형강 판매량은 각각 전년동기대비 4% 감소하고, 전분기대비 10% 증가에 그친 것으로 파악됨

2013 년에는 흑자 전환 예상되나 그 폭은 종전 예상치를 하회할 것

당사는 동국제강의 2013 년에는 별도기준 매출액 및 영업이익이 각각 4.6 조원, 550 억원(2012 년 별도기준 매출액 및 영업손실 각각 5 조원, 1,150 억원)으로 영업이익의 흑자 전환이 가능할 것으로 예상하였음. 이는 원재료 투입가격이 하락하는데 반해, 제품 가격 하락세는 안정화되고 있어 롤마진 상승을 예상하였기 때문. 하지만, 전방산업의 부진이 2013 년에도 지속되면서 판매량이 종전 예상치를 하회할 것으로 예상되고, 이 경우 이익 증가 폭은 당사 예상을 하회할 것으로 보임. 이를 감안하여 당사는 동국제강의 실적 추정치를 재검토 중에 있음.

Action and recommendation

투자 의견 Hold 유지

목표주가 14,000 원은 2013E BPS 42,085 원에 Target P/B 0.34 배(무위험 수익률 3%, 리스크 프리미엄 6.2%, 베타 1.36)를 적용하여 산출함. 동국제강의 현 주가는 2013 년 예상 실적 기준 P/B 0.30 배로 비교 기업들의 평균 FY13E P/B 0.7 배 대비 50% 이상 할인되어 거래되고 있음. 하지만 동사의 2013E ROE 는 1.7% (비교기업들의 평균 ROE 7%)로 비교기업과 확대된 밸류에이션 갭은 지속될 것으로 전망함. 지난 10 년간 동국제강은 비교기업 대비 평균 30% 내외의 밸류에이션 할인을 받았는데, 조선업황 호조로 후판 부문의 이익 급증했던 2005~2008 년 상반기를 제외하면 비교기업들과 통상 50%까지 밸류에이션 할인을 받아왔음.

Figure 1 동국제강 4Q12P earnings review (standalone basis)

	4Q11	3Q12	4Q12P	YoY (%, ppt)	QoQ (%, ppt)	4Q12E Mirae	Diff. (%)	4Q12E Consensus	Diff. (%)
FX -end (KRW/US\$)	1,178	1,145	1,091	(7.4)	(4.7)	1,111	(1.8)	N.A	N.A
Sales Volume (kt)	1,742	1,376	1,372	(21.2)	(0.3)	1,601	(14.3)	N.A	N.A
ASP (KRW 000)	884	826	768	(13.1)	(7.0)	767	0.1	N.A	N.A
Earnings (KRWbn)									
Sales	1,540	1,136	1,054	(31.6)	(7.3)	1,229	(14.2)	1,194	(14.5)
Gross profit	42	14	N.A	N.A	N.A	46	N.A	N.A	N.A
Operating profit	(20)	(47)	(23)	N.A	N.A	(3)	675.8	(6)	301.4
Pretax profit	(9)	(31)	(102)	N.A	N.A	(39)	162.4	N.A	N.A
Net profit	(16)	(22)	(127)	N.A	N.A	(30)	323.6	(7)	1825.2
Margin (%)									
Gross margin	2.7	1.2	N.A	N.A	N.A	3.7	N.A	N.A	N.A
Operating margin	(1.3)	(4.2)	(2.2)	(0.9)	2.0	(0.2)	(2.0)	(0.5)	(1.7)
Pretax margin	(0.6)	(2.8)	(9.7)	(9.2)	(6.9)	(3.2)	(6.5)	N.A	N.A
Net margin	(1.0)	(2.0)	(12.1)	(11.0)	(10.1)	(2.4)	(9.6)	(0.6)	(11.5)

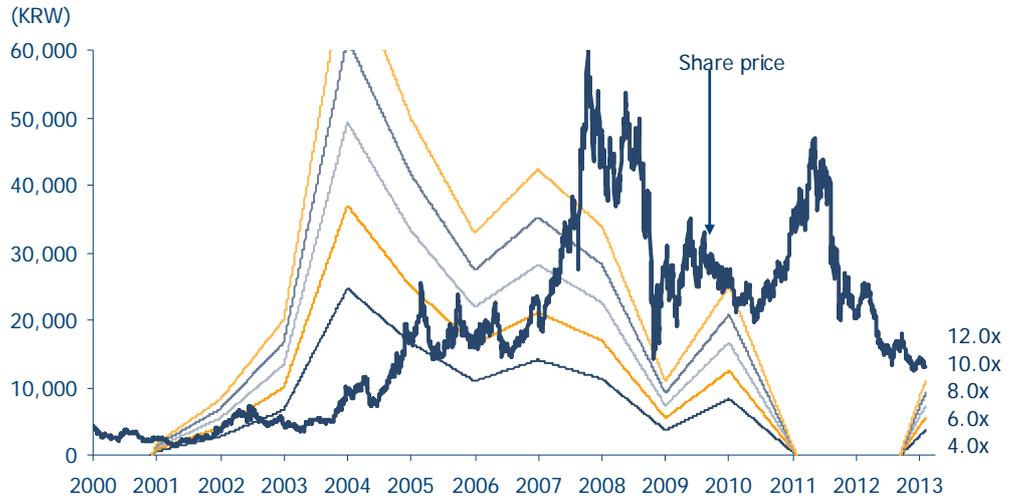
자료: 미래에셋증권 리서치센터, 동국제강, Bloomberg

Figure 2 동국제강 12M Fwd P/B Band chart



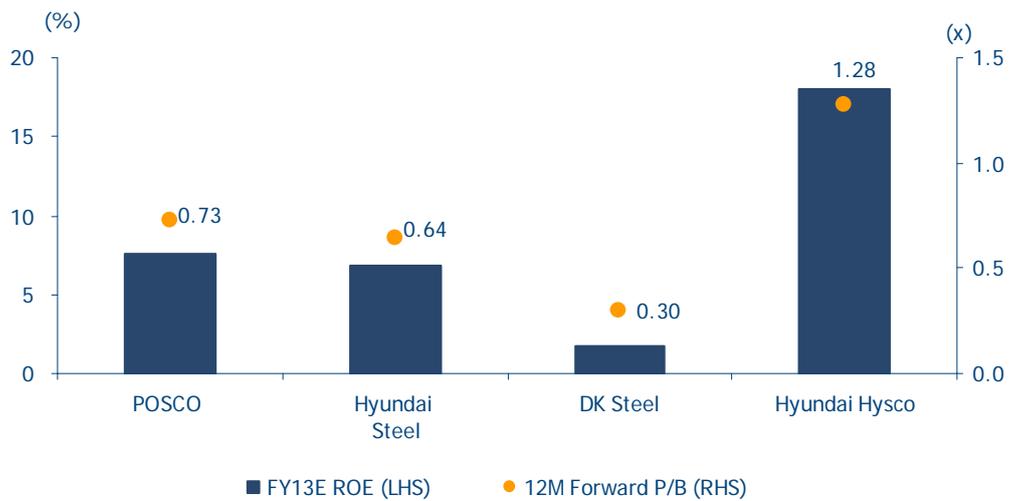
자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantwise

Figure 3 동국제강 12M Fwd P/E band chart



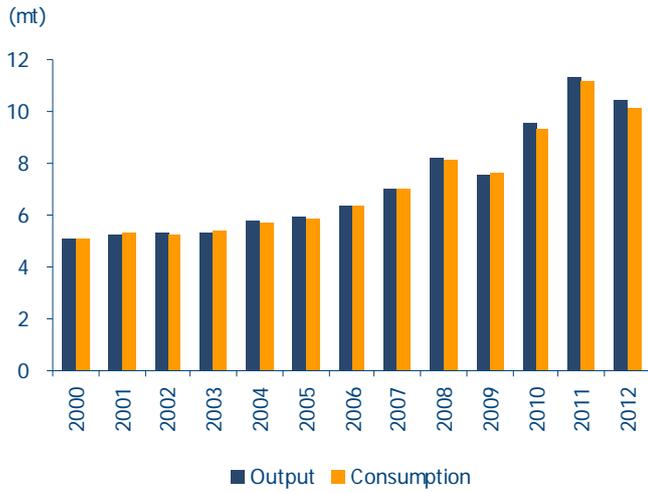
자료: 미래에셋증권 리서치센터, Quantwise

Figure 4 Four major steel companies' 2013E ROE and P/B



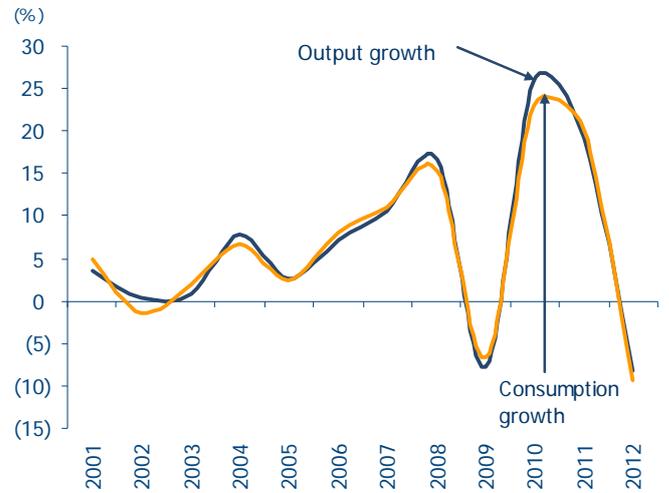
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 연도별 후판 생산량 및 소비량 추이(2000~2012)



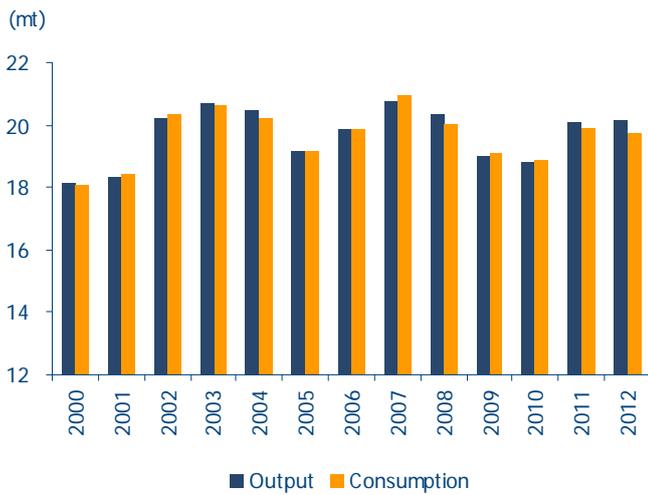
자료: 미래에셋증권 리서치센터, KOSA

Figure 6 후판 생산량 및 소비량 증감율(YoY) 추이 (2001~2012)



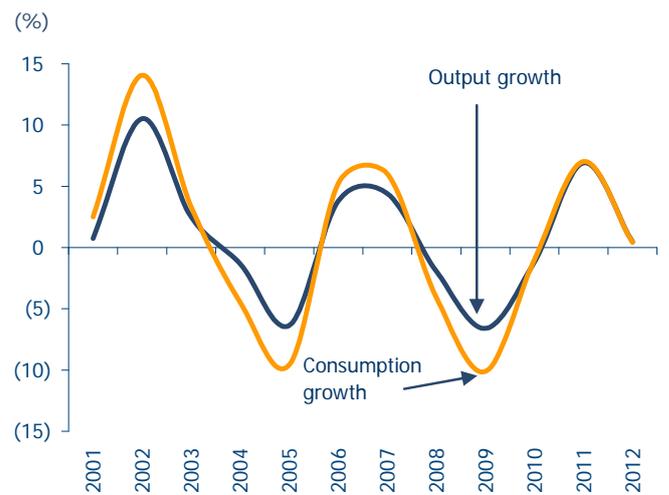
자료: 미래에셋증권 리서치센터, KOSA

Figure 7 연도별 봉형강 생산량 및 소비량 추이(2000~2012)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, KOSA

Figure 8 봉형강 생산량 및 소비량 증감율(YoY) 추이 (2001~2012)



자료: 미래에셋증권 리서치센터, KOSA

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	8,842	8,112	7,636	8,029
매출원가	(8,214)	(7,887)	(7,293)	(7,408)
매출총이익	628	226	342	621
판매비와관리비	(350)	(237)	(211)	(223)
영업이익 (조정)	279	(11)	132	399
영업이익	267	30	182	386
순이자손익	(167)	(194)	(200)	(206)
지분법손익	0	(23)	(25)	(26)
기타	(21)	63	104	75
세전계속사업손익	79	(124)	61	229
법인세비용	(72)	21	(13)	(54)
당기순이익	7	(103)	47	175
당기순이익 (지배주주지분)	7	(101)	45	167
EPS (지배주주지분, 원)	121	(1,635)	726	2,695
증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	6.5	(8.3)	(5.9)	5.2
매출총이익 증가율	(17.9)	(64.1)	51.6	81.5
영업이익 증가율	(19.8)	(88.9)	514.3	112.5
당기순이익 증가율	(94.2)	(1,450.5)	(144.4)	270.9
EPS 증가율	(94.2)	(1,450.5)	(144.4)	270.9
매출총이익율	7.1	2.8	4.5	7.7
영업이익률	3.0	0.4	2.4	4.8
당기순이익률	0.1	(1.2)	0.6	2.1

자료: 동국제강, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	(251)	592	283	410
당기순이익	79	(113)	47	175
유무형자산상각비	274	278	275	270
기타	63	65	32	33
운전자본증감	(667)	362	(72)	(69)
투자현금	(652)	(785)	(580)	(410)
자본적지출	(438)	(315)	(200)	(200)
기타	(214)	(470)	(380)	(210)
재무현금	838	163	155	105
배당금	(45)	(45)	(45)	(45)
자본의증가(감소)	52	1		
부채의증가(감소)	824	213	200	150
기초현금	884	821	792	649
기말현금	821	792	649	755

자료: 동국제강, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	4,839	4,409	4,425	4,685
현금및현금성자산	821	792	649	755
단기금융자산	696	785	817	850
매출채권	1,430	1,261	1,319	1,375
재고자산	1,786	1,464	1,532	1,596
기타유동자산	106	107	108	109
비유동자산	5,314	5,684	5,932	6,012
유형자산	4,506	4,561	4,497	4,437
투자자산	419	692	998	1,131
기타비유동자산	389	431	437	445
자산총계	10,153	10,093	10,357	10,697
유동부채	4,524	4,149	4,204	4,257
매입채무	1,249	1,167	1,220	1,272
단기금융부채	3,165	2,872	2,872	2,872
기타유동부채	110	111	112	113
비유동부채	2,481	3,006	3,213	3,371
장기금융부채	2,290	2,826	3,026	3,176
기타비유동부채	191	180	187	195
부채총계	7,005	7,155	7,417	7,627
지배주주지분	2,798	2,600	2,602	2,732
비지배주주지분	350	338	338	338
자본총계	3,148	2,938	2,940	3,070
BVPS (원)	45,259	42,055	42,085	44,187

자료: 동국제강, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	0.3	(3.7)	1.7	6.2
총자산이익률 (%)	0.1	(1.0)	0.5	1.7
재고자산 보유기간 (일)	76.4	75.2	75.0	77.1
매출채권 회수기간 (일)	56.0	60.5	61.7	61.2
매입채무 결제기간 (일)	63.6	55.9	59.7	61.4
순차입금/자기자본 (%)	125	140	151	145
이자보상배율 (x)	1.6	0.2	0.9	1.9

자료: 동국제강, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (7개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작 성 자: 권해순

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

