

동국제강(001230)

매수(유지)

T.P 50,000 원(유지)

Analyst

이원재

wonleewj@sk.com

+82-2-3773-8923

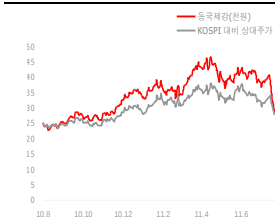
Company Data

자본금	4212 억원
발행주식수	6182 만주
자사주	125 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,053 억원
주요주주	
장세주	15.26 %
장세율	10.21 %
외국인지분율	37.6 %
배당수익률	2.6 %

Stock Data

주가(2011/08/18)	29,200 원
KOSPI	1,861 pt
52주 Beta	1.612
52주 최고가	46,950 원
52주 최저가	22,900 원
60일 평균 거래대금	201 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-24.45 %	-13.49 %
6개월	-20.44 %	-13.91 %
12개월	15.19 %	9.08 %

3Q 수익성 하락 감안해도 과도한 주가하락 국면

투자의견 매수, 목표주가 50,000 원 유지

동국제강에 대해 투자의견 매수, 목표주가 50,000 원을 유지한다. 3분기 실적부담, 증손회사인 국제중기의 기업개선작업(위크아웃) 신청, 글로벌 재정위기, 후관업황 둔화 우려 등에 따라 주가는 1개월간 24.5% 하락하여 KOSPI와 철강업종지수대비 각각 11.8%p와 14.1%p Underperform 하였다. 투자포인트는 1) 3분기 수익성 바닥 확인 및 4분기 회복세 전망, 2) 후관 순수입 기조 지속, 3) 낙폭과대에 따른 주가 밸류에이션 메리트 등이다. 현주가는 2011년 추정실적대비 PER 4.8 배로 과거 10개년 최저수준이며, PBR로는 0.6 배로 2008년 말 금융위기 수준까지 하락하여 저평가 구간에 진입한 것으로 판단된다.

2분기 실적 Preview: 봉형강 부진 불구 후관이 수익성 견인

2분기 K-IFRS 별도기준 매출액은 1조 5,582 억원으로 QoQ 6.2% 증가하고, 영업이익은 1,408 억원(K-GAPP 기준 1,084 억원)으로 11.9% 증가할 전망이다. 매출증가요인은 철근부문에서 ASP는 전분기 수준인 79.5만원이 유지되었으나 판매량이 46만톤 수준으로 17.9% 증가한 것으로 추정되며, 후관에서는 판매량은 3.3% 감소하였으나, 4월 내수단가 인상 및 수출가격 상승으로 ASP가 8만원 상승한 것으로 추정되기 때문이다. K-GAPP 기준 영업이익률은 1분기 6.0%에서 2분기에는 7.0%로 추정된다. 부문별로 보면 철근은 판매량증가에도 불구하고 단가인상 실패로 BEP 수준으로 수익성이 하락한데 반해 후관부문은 9.0% 수준으로 전망되어 전체 수익성을 견인한 것으로 보인다. 슬라브단가는 1분기 71만원에서 2분기 76만원으로 5만원 상승하였으나, 후관가격은 8만원 인상되어 몰마진이 확대된 것으로 보인다.

하반기 실적 전망: 3분기 수익성 저점 확인, 4분기 회복세 전망

하반기에는 분기별 수익변동성이 클 전망이다. 3분기에는 봉형강 비수기와 맞물려 후관부문의 슬라브원가 상승요인이 실적의 부담요인이다. 3분기 슬라브투입단가는 83만원 수준으로 급등하는데 비해 후관 ASP는 최근 시황하락을 감안하여 103만원으로 2분기대비 2만원 상승에 그쳐 후관-슬라브 마진스프레드는 2분기 톤당 25만원에서 3분기에는 20만원 수준으로 축소될 전망이다. 하지만 4분기에는 봉형강 성수기 진입 및 7월 이후 구매환 슬라브투입단가 하락으로 후관의 몰마진이 확대되면서 수익성이 개선될 전망이다. 3분기 K-GAPP 기준 영업이익은 417 억원으로 61.5% 감소하나, 4분기에는 958 억원으로 129.7% 증가할 전망이다.

영업실적 및 투자지표(IFRS 연결기준)

구분	단위	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	(억원)	70,265	83,020	91,143	94,782	97,785
영업이익	(억원)	635	3,330	4,237	4,455	4,694
EBITDA	(억원)	3,109	6,343	7,994	8,490	8,817
세전이익	(억원)	-119	1,677	5,009	4,382	4,707
지배주주귀속순이익	(억원)	564	1,288	3,745	3,258	3,510
EPS	(원)	912	2,083	6,057	5,270	5,678
PER	(배)	29.6	16.9	4.8	5.5	5.1
PBR	(배)	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	%	2.2	4.5	12.3	9.7	9.5

자료: 고려아연 SK 증권 추정

분기별 실적전망(K-GAPP 기준)

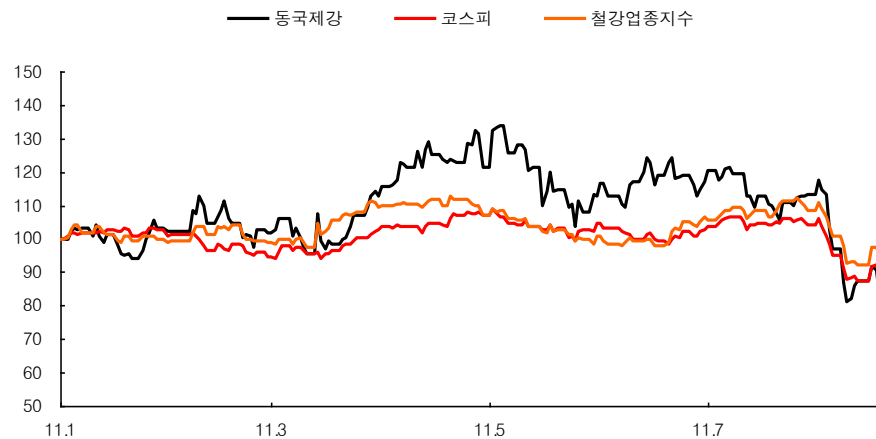
(단위: 억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E
매출액	10,632	12,987	13,755	15,339	14,671	15,582	14,206	15,951
영업이익	697	1,242	179	609	886	1,084	417	958
영업이익률	6.6	9.6	1.3	4.0	6.0	7.0	2.9	6.0
세전이익	1,215	-31	1,124	-574	1,508	1,428	649	1,114
순이익	917	53	937	-552	1,200	1,137	517	891
YoY								
매출액	-15.0	22.2	24.1	34.2	38.0	20.0	3.3	4.0
영업이익	흑전	흑전	-78.5	-61.7	27.2	-12.7	133.3	57.3
세전이익	흑전	적전	-6.7	적전	24.1	흑전	-42.2	흑전
순이익	흑전	-96.3	-2.0	적전	30.9	2044.4	-44.8	흑전
QoQ								
매출액	-7.0	22.1	5.9	11.5	-4.4	6.2	-8.8	12.3
영업이익	-56.2	78.2	-85.6	240.6	45.5	22.3	-61.5	129.7
세전이익	-25.1	적전	흑전	적전	흑전	-5.3	-54.5	71.5
순이익	-44.0	-94.2	1667.6	적전	흑전	-5.3	-54.5	72.4

자료: 동국제강, SK 증권 추정

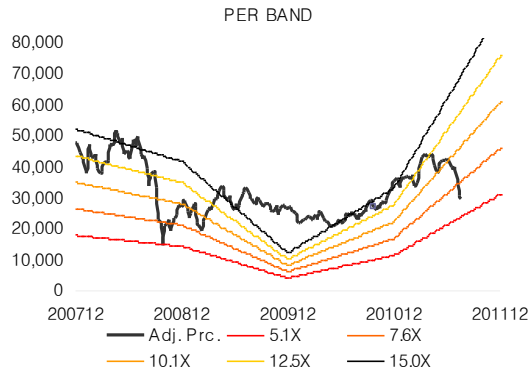
동국제강 주가 vs 코스피/철강업종지수

(2011.01.01=100)



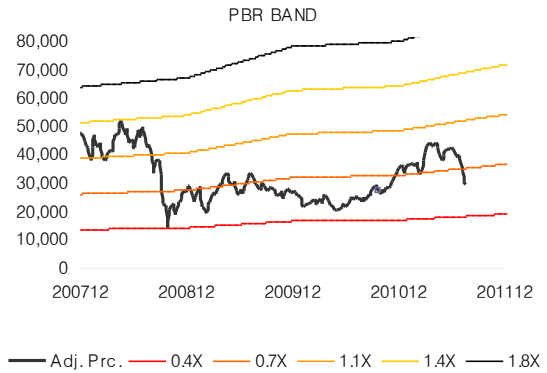
자료: Bloomberg

PER Band



자료: SK 증권

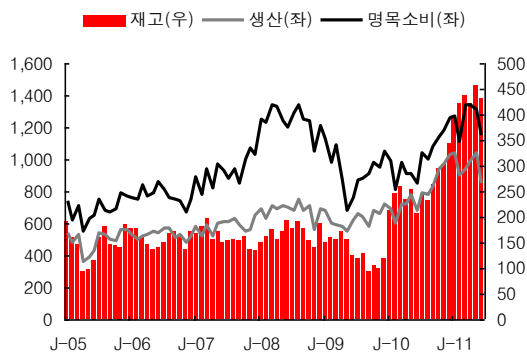
PBR Band



자료: SK 증권

후판 수급추이

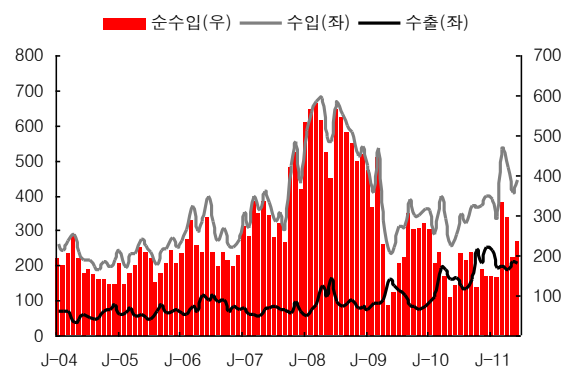
(단위: 천톤)



자료: KOSIS

후판 수출입 추이

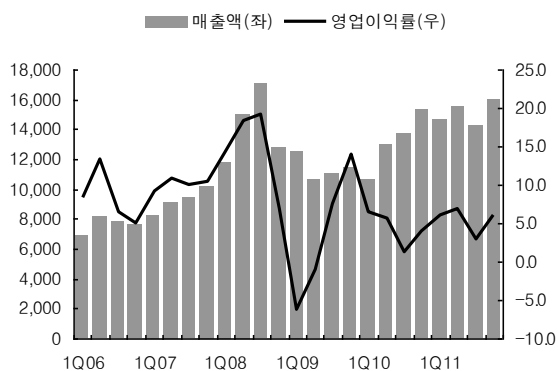
(단위: 천톤)



자료: KOSIS

매출액 & 영업이익률 추이(K-GAPP)

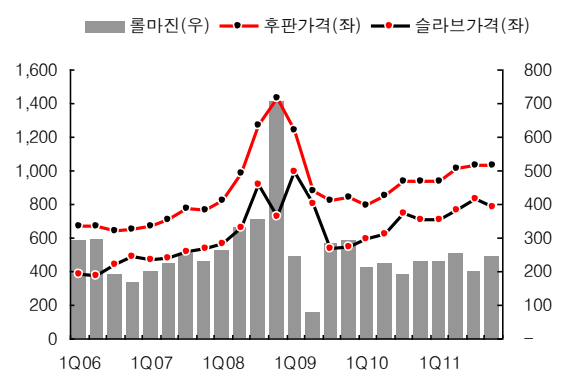
(단위: 억원 %)



자료: 동국제강 SK 증권 추정

후판 롤마진: 3 분기 축소 4 분기 회복

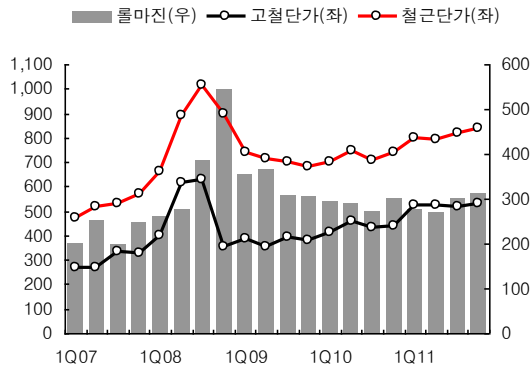
(단위: 천원)



자료: 동국제강 SK 증권 추정

철근 롤마진

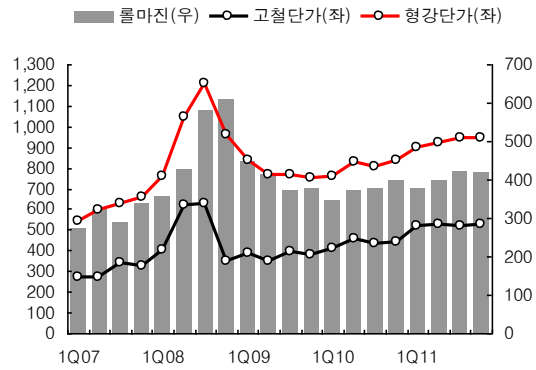
(단위: 천원)



자료: 동국제강, SK 증권 추정

형강 롤마진

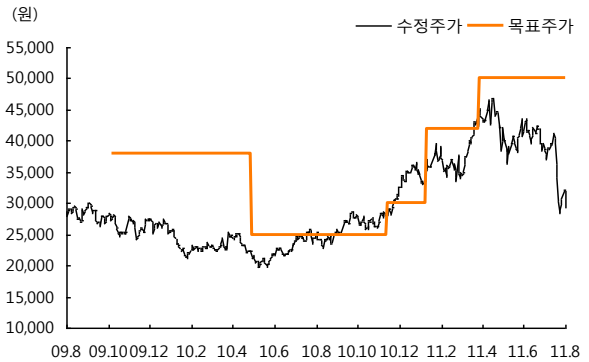
(단위: 천원)



자료: 동국제강, SK 증권 추정

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2011.05.26	매수	50,000
2011.04.14	매수	50,000
2011.01.26	매수	42,000
2010.11.30	중립	30,000
2010.05.17	중립	25,000
2009.10.23	매수	38,000



Compliance Notice

- 작성자(이원재)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2011 년 8 월 19 일 8 시 14 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도