



철강

방민진 (2122-9188)
mj.bang@hi-ib.com

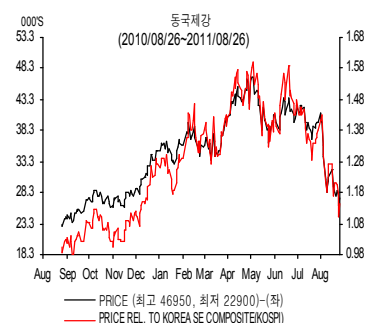
Buy (Maintain)

목표가(6M) 47,500원
종가(2011/08/29) 30,000원

Stock Indicator

자본금	4,212 억원
발행주식수	6,182만주
시가총액	18,547억원
외국인지분율	37.54%
배당금(2010)	750원
EPS(2011E)	7,283 원
BPS(2011E)	52,804 원
ROE(2011E)	14.5 %
52주 주가	22,900~46,950원
60일평균거래량	528,470주
60일평균거래대금	194.5억원

Price Trend



동국제강(001230)

3분기 우려를 감안해도 밸류에이션 매력은 유효

■ 2Q11 매출액 2.37조원, 영업이익 176.4십억원 (IFRS 연결 기준)

동사의 2Q11 IFRS 단독 기준 매출액은 1.58조원(+7.4%QoQ, +21.4%YoY), 영업이익은 143.2십억원(+13.8%QoQ, +212.6%YoY)으로 컨센서스(매출 1.56조원, 영업이익 141.0십억원)에 부합하는 호실적을 기록함. 매출액이 전분기대비 증가한 이유는 1) 철근과 형강 등 봉형강 부문의 선전으로 전체 출하량이 전분기대비 2.3% 증가하였고, 2) 고시가격 인상 후 견조한 수요를 바탕으로 상대적으로 시황할인 폭이 제한적이었던 후판 가격(내수기준 전분기대비 74천원/톤 인상 효과)의 영향으로 전체 ASP가 4.8% 상승한 영향으로 판단됨. 조정영업이익은 2010년 4분기 계약 슬라브가 주로 투입되면서 채고효과가 발생하였고, 지난 분기와 같이 원화강세 여파로 환관련 기타영업손익이 322억원 발생함에 따라 전분기 대비 13.8% 증가한 것으로 판단됨.

■ 4분기는 2분기 실적을 상회할 전망

조선업체들의 재고조정 여파로 후판 부문 평균 가동률이 70% 수준을 기록함에 따라 3분기 후판 출하는 약 779천톤 수준에 그칠 전망이다. 계절적 요인과 개보수 영향으로 봉형강 출하 역시 전분기대비 약 10.8% 감소할 전망이다. 가동률 하락에 따른 고정비 부담과 고가 슬라브 투입으로 3분기 마진은 전분기대비 65% 가량 축소되며 연간 이익의 바닥을 기록할 전망이다. 조선업체들의 restocking 시작, 비수기 이후 봉형강 부문의 대기물량 등을 고려하면 9월 이후 출하 정상화와 디스카운트 축소가 본격화될 것으로 판단됨. 특히 600달러/톤 중반에서 계약된 슬라브 투입으로 후판부문의 마진 개선까지 고려할 때 4분기 영업이익은 기타영업외손익을 제외하고도 110십억원으로 2분기 수준을 상회할 것으로 추정됨.

■ 투자의견 매수 및 목표주가 47,500원 유지

브라질 일관제철소 프로젝트의 진척과 국내의 슬라브 조달 여건의 개선을 고려할 때 그동안 동사 주가의 디스카운트 요인이었던 이익 변동성은 점진적으로 축소될 전망으로, 현재 12M fwd PER 6.0배(IFRS 단독 기준), PBR 0.6배는 절대적 저평가 구간으로 판단됨.

FY	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2009	70,265	635	207	912	29.6	12.2	45,480	0.6	2.0	163.2
2010	83,020	3,330	1,233	2,083	16.8	7.7	44,731	0.8	4.5	228.0
2011E	93,202	4,958	5,445	7,283	4.9	5.6	52,804	0.5	14.5	200.2
2012E	100,546	5,090	5,406	7,158	5.0	5.5	60,813	0.4	12.3	188.8
2013E	105,096	5,471	5,697	7,599	4.7	5.2	69,292	0.4	11.4	167.5

자료 : 동국제강, 하이투자증권 리서치센터, 주) 영업이익은 발표영업이익, 순이익은 지배주주귀속분 기준

〈표 1〉 동국제강 2Q11 분기실적 (IFRS 연결 기준)

단위: 십억원, %, %p	2Q11P	2Q10	1Q11	(YoY)	(QoQ)
매출액	2,373	2,121	2,204	11.9	7.7
매출원가	2,164	1,901	2,018	13.8	7.3
판매비	66	56	61	18.4	8.7
기타영업손익	34	-47	43	-	(20.1)
영업이익	176	116	168	51.8	4.9
영업이익률	7.4	5.5	7.6	1.9	(0.2)
세전이익	181	124	173	45.7	4.4
순이익	136	97	130	40.1	4.4

자료: 동국제강, 하이투자증권 리서치센터 추정

주: 조정영업이익 기준

〈표 2〉 동국제강 연간 실적전망 변경 (IFRS 연결 기준)

단위:십억원, %, %p	2011P			2012E		
	수정전	수정후	변동률(%)	수정전	수정후	변동률(%)
매출액	9,519	9,320	-2.1	10,502	10,055	-4.3
영업이익	660	637	-3.4	712	646	-9.3
영업이익률	6.9	6.8	-0.1	6.8	6.4	-0.4
세전이익	690	716	3.7	712	706	-0.8
순이익	525	545	3.7	545	541	-0.8
EPS (원)	7,030	7,283	3.6	7,220	7,158	-0.9

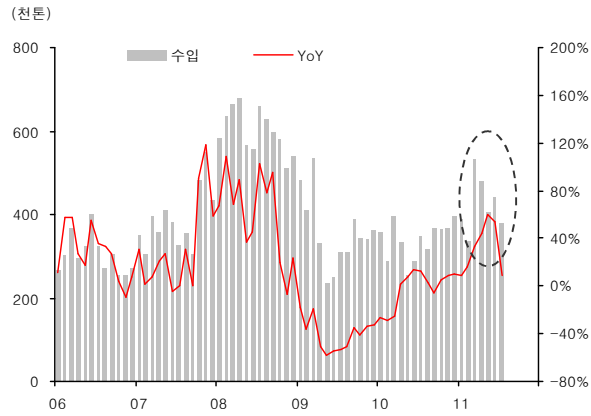
자료: 하이투자증권 리서치센터 추정

〈표 3〉 동국제강 분기 실적 추이 (K-GAAP 기준)

(십억원, 천톤)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2010	2011E
매출액	1,063	1,299	1,375	1,534	1,467	1,576	1,377	1,726	5,271	6,146
영업이익	70	124	18	61	89	109	39	110	273	346
영업이익률(%)	6.6	9.6	1.3	4.0	6.0	6.9	2.8	6.4	5.2	5.6
세전이익	122	-3	112	-57	133	136	61	123	173	453
순이익	92	5	94	-55	102	99	44	89	136	334
판매량										
후판	680	870	933	1,001	941	912	779	1,048	3,484	3,680
철근	410	468	406	437	386	455	380	428	1,721	1,649
형강	305	249	266	277	295	292	286	274	1,097	1,147
합계	1,435	1,632	1,642	1,815	1,678	1,717	1,489	1,796	6,524	6,680

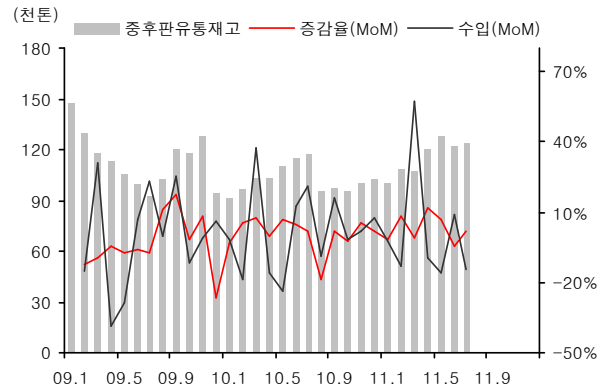
자료: 하이투자증권 리서치센터 추정

〈그림 1〉 국내 중후판 수입량 추이



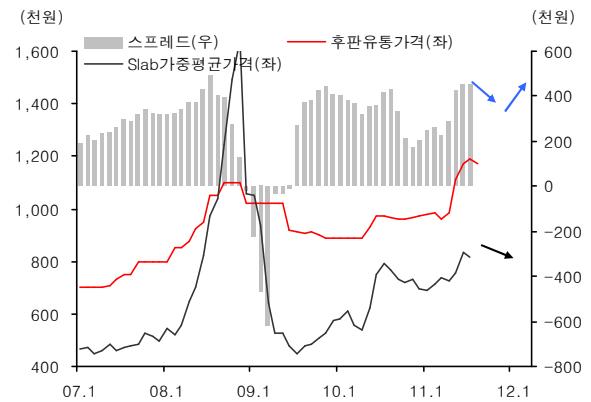
자료: 한국철강협회, 하이투자증권 리서치센터

〈그림 2〉 국내 중후판 유통재고 추이



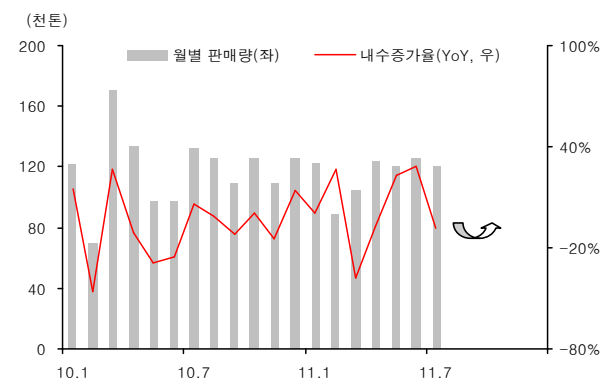
자료: 한국철강협회, 하이투자증권 리서치센터

〈그림 3〉 후판 유통가격과 Slab 투입단가 추이



자료: 한국철강협회, 하이투자증권 리서치센터
주: 슬라브는 일본산, 브라질산 수입비중에 따라 가중평균, 투입시차 반영

〈그림 4〉 동국제강 철근 판매량 추이



자료: KMJ, 하이투자증권 리서치센터

IFRS 연결 추정 재무제표

재무상태표

(단위:억원)

	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	46,343	49,046	55,052	56,500
현금 및 현금성자산	8,958	9,321	11,293	10,088
단기금융자산	6,832	8,072	9,538	11,269
매출채권	12,890	12,619	13,258	13,149
재고자산	16,535	17,700	19,388	20,132
비유동자산	51,031	56,317	61,747	67,081
유형자산	45,783	50,301	54,217	57,073
무형자산	963	963	963	963
자산총계	97,374	105,362	116,799	123,582
유동부채	45,950	45,034	45,397	40,830
매입채무	16,959	19,257	20,657	21,653
단기차입금	22,591	16,000	10,000	9,500
유동성장기부채	5,879	8,759	13,724	8,698
비유동부채	19,296	22,267	27,410	32,518
사채	6,884	9,884	12,884	15,884
장기차입금	8,931	10,431	12,431	14,431
부채총계	65,246	67,301	72,807	73,348
지배주주지분	28,618	33,609	38,560	43,803
자본금	4,212	4,212	4,212	4,212
자본잉여금	7,627	7,627	7,627	7,627
이익잉여금	13,684	18,675	23,626	28,869
기타자본항목	-256	-256	-256	-256
비지배주주지분	3,510	4,452	5,432	6,431
자본총계	32,127	38,061	43,992	50,234

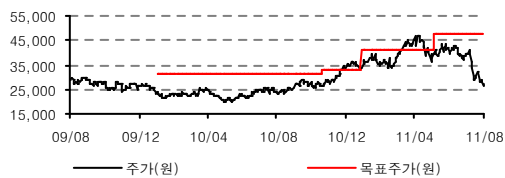
현금흐름표

(단위:억원)

	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동 현금흐름	-246	10,598	9,289	11,074
당기순이익	1,233	5,445	5,406	5,697
유형자산감가상각비	2,741	3,057	3,357	3,496
무형자산상각비	273	217	226	235
지분법관련손실(이익)	-5	687	689	689
투자활동 현금흐름	-8,193	-5,529	-5,905	-5,818
유형자산의 처분(취득)	370	370	370	370
무형자산의 처분(취득)	-59	-217	-226	-235
금융상품의 증감	2,497	1,240	1,465	1,731
재무활동 현금흐름	5,381	1,277	4,491	19
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	40	-	-	-
배당금지급	-371	-454	-454	-454
현금및현금성자산의증감	-2,970	363	1,972	-1,205
기초현금및현금성자산	11,927	8,958	9,321	11,293
기말현금및현금성자산	8,958	9,321	11,293	10,088

자료 : 동국제강, 하이투자증권 리서치센터
주) 영업이익은 회사발표 기준, 주요투자지표는 지배주주귀속분 기준

주가와 목표주가의 차이



당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
 ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배유자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박민진)
 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용할 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대역될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.
 1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자등급은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
 -Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

포괄손익계산서

(단위:억원,%)

	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	83,020	93,202	100,546	105,096
증가율(%)	18.2	12.3	7.9	4.5
매출원가	75,367	85,468	92,199	96,239
매출총이익	7,652	7,734	8,347	8,857
연구개발비				
판매비와관리비	4,323	2,776	3,257	3,386
기타영업수익	1,230	2,029	1,983	1,983
기타영업비용	645	614	618	618
영업이익	3,330	4,958	5,090	5,471
증가율(%)	424.4	91.4	1.3	5.9
영업이익률(%)	4.0	6.8	6.4	6.5
이자수익	464	318	331	331
이자비용	1,859	996	910	910
지분법이익(손실)	-5	687	689	689
기타영업외손익	60	2,151	1,876	1,876
세전계속사업이익	1,999	7,158	7,064	7,444
법인세비용	766	1,712	1,658	1,748
세전계속이익률(%)	2.4	7.7	7.0	7.1
당기순이익	1,233	5,445	5,406	5,697
순이익률(%)	1.5	5.8	5.4	5.4
지배주주귀속 순이익	1,288	4,503	4,425	4,698
기타포괄이익				
총포괄이익		5,445	5,406	5,697
지배주주귀속총포괄이익	1,288	4,503	4,425	4,698

주요투자지표

	2010	2011E	2012E	2013E
주당지표(원)				
EPS	2,083	7,283	7,158	7,599
BPS	44,731	52,804	60,813	69,292
CFPS	6,958	12,579	12,954	13,633
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	16.8	3.7	3.8	3.6
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4
PCR	5.0	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.9	4.6	4.5	4.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.5	14.5	12.3	11.4
EBITDA 이익률	7.6	10.3	10.0	10.1
부채비율	228.0	200.2	188.8	167.5
순부채비율	-123.4	-106.4	-97.9	-87.7
매출채권회전율(x)	8.6	7.3	7.8	8.0
재고자산회전율(x)	5.4	5.0	5.0	4.9

투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2011-05-31(당 당자변경)	Buy	47,500						
2011-01-24	Buy	41,000						
2010-11-15	Buy	33,000						
2010-01-27	Buy	31,000						