

동국제강
(001230)

“ 환율, 업황, 실적에서
좋은 삼박자 갖춰가고 있다! ”



문정업 769.3068
jeongup@daishin.com

투자포인트

- 국내외 철강업황 바닥 탈피 조짐과 제품 스프레드 개선 가능성으로 수익성 턴어라운드 전망.
- 원/\$ 환율 추가 하락시 이익 상황 조정 가능성 잠재.
- 현재 PBR 0.4 배 수준, 08년 글로벌 금융위기 이후 최하단 수준.

Comment

업황 및 실적 턴어라운드를 감안, 점차 매수 강도를 높여야 할 때

동국제강을 점차 매수해야 할 때라고 판단된다. 그 이유는 1) PBR이 0.4배 수준으로 08년 글로벌 금융위기 이후 최하단 수준이고, 2) 업황 바닥국면과 스프레드(spread)를 감안한 수익성(분기 영업이익률)이 지난해 3분기를 최악으로 점차 회복될 전망이다, 3) 원/달러 환율 하락으로 이익 상황 조정 가능성이 있기 때문이다. 다만 목표주가는 종전대비 14% 하향 조정한 3만원으로 제시한다. 이는 올해 영업이익을 15% 하향 조정하기 때문이다. 목표주가는 올해 예상 연결 EPS 1,770원의 PER 17배 (07년 이후 PER 상단 평균치) 수준이고 올해 예상 연결 BPS 47,355원의 PBR 0.64배 (지난 3년 평균치) 수준이다.

4분기 영업이익, 시장기대치 하회하였지만 수익성 개선 추세

동국제강의 4분기 별도 영업이익은 -57억원으로 시장기대치(281억원)를 하회하였다. 하지만 전분기(-813억원)대비 적자규모가 축소되고 있어 긍정적으로 평가된다. 이는 판매량 증가에 따른 매출액 증가(전분기대비 16% 증가한 1조 5,403억원 시현)와 원/달러 환율 하락에 따른 외환부문의 손익 개선에 기인한다. 부문별로 보면 후판부문의 적자에도 불구하고, 봉형강부문의 흑자에 따른 것이다. 후판부문이 적자인 이유는 판매량이 전분기대비 10% 증가했음에도 불구하고 원자재인 슬라브(slab) 투입단가는 큰 변화가 없는데 비해 제품단가는 하락(전분기비 7만원 하락)하여 톤당 스프레드가 축소되었기 때문이다. 봉형강부문은 형강류의 안정적인 스프레드로 흑자를 시현하였다. 순이익은 원/달러 환율 하락(6월말: 1,180원/\$ → 9월말: 1,153원/\$)에 따른 영업외수지 개선으로 전분기(-1,833억원)대비 적자가 대폭적으로 축소, -159억원을 시현하였다.

BUY
[매수, 유지]
철강금속업종

현재가 23,650

목표주가 ▲ 27% 30,000

KOSPI	1955.79
시가총액	1,462 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	421 십억원
52주 최고/최저	46,950 원 / 20,000 원
120일 평균거래대금	108 억원
외국인지분율	33.8%
주요주주	장세주 외 11 인 27.4%
	JFE STEEL Corporation 14.9%

주기수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	1.5	15.4	-9.9	-34.1
상대수익률	1.2	7.7	-12.1	-30.3



분기별 판매량 및 실적 추이

(단위: 억원, 천톤, %)

	1Q.11	2Q.11	3Q.11	4Q.11F	2011F	2012F
판매량 (천톤)	1,622	1,659	1,377	1,636	6,294	6,348
(봉형강)	681	747	669	862	2,959	3,048
(후판)	941	912	708	774	3,335	3,300
매출액(억원, 별도)	14,511	15,569	13,098	15,000	58,178	57,309
(봉형강)	5,724	6,318	5,76	7,341	25,147	26,847
(후판)	8,787	9,251	7,334	7,659	33,031	30,462
영업이익(억원, 별도)	1,258	1,432	-813	-57	1,820	1,540
(OP Margin, %)	8.7	9.2	-6.2	-0.4	3.1	2.7

자료: 동국제강, 대신증권 리서치센터

주: K-IFRS 별도 기준

달러당 10원 하락할 경우 430억원의 외환손익 개선 분석

동국제강은 연간 제품수출액보다 원재료 수입액이 25억달러 많고, 외화부채 18억달러를 보유하고 있어 달러당 10원 하락할 경우 430억원의 세전이익이 증가되는 것으로 분석되고 외환부문 손익의 절반 정도는 영업이익에 반영되는 손익 구조를 갖고 있다. 현재 환율이 지난해말대비 30원 하락한 상황으로 1분기에만 320억원의 손익이 개선되고 있는 상황이다.

올 1분기 스프레드: 봉형강류는 유지 또는 개선, 후판은 소폭 축소 전망

동국제강의 올해 1분기 봉형강류 제품 스프레드는 전분기대비 나쁘지 않을 전망이다. 올해 1분기에 투입되는 철스크랩가격이 전분기대비 톤당 1.5~ 2만원 상승할 것으로 예상된다. 현재 협상 중인 철근가격에 따라 다르겠지만 1~ 2월 철근가격 인상분 5만원과 2월부터의 헝가리 가격 인상분 3만원 중 일부 2만원 이상 인상되면 톤당 스프레드는 감소하지 않을 수 있을 전망이다. 후판 스프레드는 소폭 축소될 전망이다. 1분기에 투입되는 슬라브가격이 톤당 5만원 하락할 것으로 예상되는데 비해 현재 조선업체와 협상 중인 후판가격이 톤당 5만원 이상 인하되면 스프레드가 축소될 것으로 분석된다.(참고로 동국제강의 4분기 후판 평균가격은 톤당 98만원이었음.)

올 1분기 영업이익 111억원으로 전망

결국 동국제강의 올 1분기 수익성은 후판가격과 철근가격에 따라 다르겠지만 지난해 4분기대비 보다는 좋을 것으로 전망된다. 매출액은 1조 3,652억원, 영업이익은 111억원으로 전망된다. 이는 4분기에 이어 후판부문의 스프레드가 축소될 것이지만 봉형강류 제품 스프레드가 전분기대비 나쁘지 않을 전망이고 원/달러 환율 하락에 따른 외환손익 개선 폭이 클 것으로 전망되기 때문이다.

올해 연간 별도기준 매출액 5.8조원, 영업이익 1,540억원으로 전망

동국제강의 올해 연간 별도기준 매출액은 전년비 1.4% 감소한 5조 8,259억원, 영업이익은 15% 감소한 1,540억원으로 전망된다. 이는 봉형강류 판매량이 전년비 3% 증가한 305만톤, 후판이 전년수준인 330만톤, 봉형강류와 후판 평균가격이 각각 88만원(전년비 +3만원), 92만원(전년비 -7만원)으로 전망되기 때문이다. 그리고 기말 환율을 1,100원/\$으로 가정한 것이다. 이러한 영업이익 전망치는 종전에 비해 15% 하향 조정하는 것이다.

그림 1. 국내 후판 유통가격과 고시가격 추이



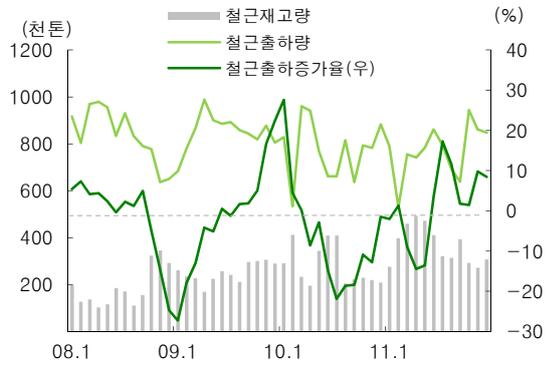
자료: 한국철강신문

그림 2. 국내 철근 유통가격과 고시가격 추이



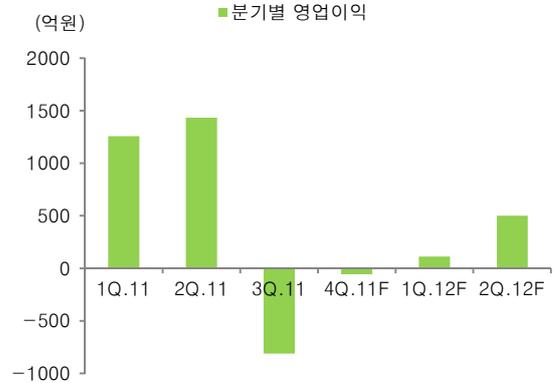
자료: 한국철강신문

그림 3. 국내 철근 출하 및 재고 동향



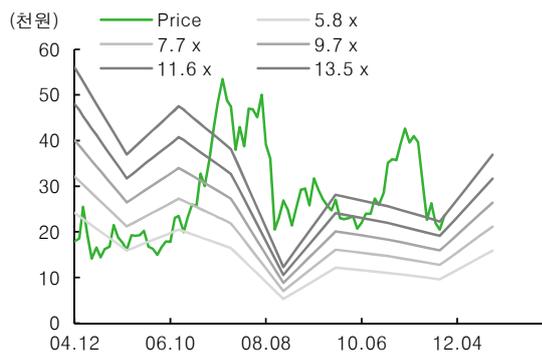
자료: 통계청 (12월까지 통계)

그림 4. 동국제강의 분기별 별도 영업이익 추이



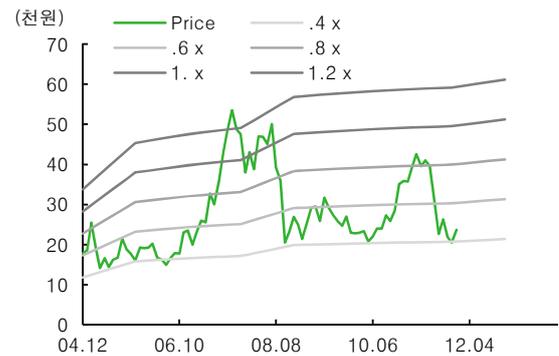
자료: 동국제강, 대신증권 리서치센터

그림 5. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 6. PBR(12M Fwd) 밴드



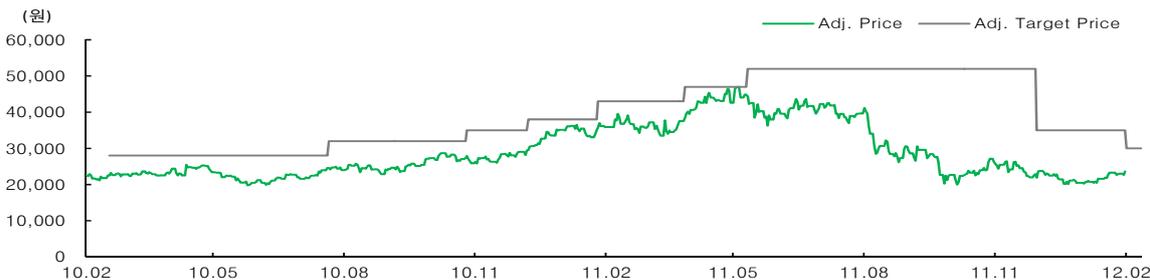
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 문정업)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.02.01	12.01.10	11.11.30	11.06.30	11.06.23	11.05.27	11.05.11	11.03.28	11.03.18	11.01.26
투자이견	Buy									
목표주가	30,000	35,000	35,000	52,000	52,000	52,000	52,000	47,000	43,000	43,000
제시일자	10.12.13	10.12.08	10.11.24	10.10.26	10.08.13	10.07.21	10.06.22	10.05.17	10.02.17	
투자이견	Buy									
목표주가	38,000	38,000	35,000	35,000	32,000	32,000	28,000	28,000	28,000	
제시일자										
투자이견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자이견**
- Overweigh(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자이견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상