

SK COMPANY Analysis



Analyst
이규익

kyuik@sk.co.kr
3773-9520

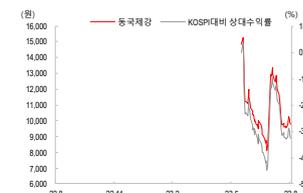
Company Data

자본금	248 십억원
발행주식수	4,961 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	485 십억원
주요주주	
장세주(외17)	30.39%
JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE B.V.	8.71%
외국인지분율	30.27%
배당수익률	5.2%

Stock Data

주가(23/09/01)	9,770 원
KOSPI	2,563.71 pt
52주 Beta	3.15
52주 최고가	15,280 원
52주 최저가	8,110 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-24.4%	-21.4%
6개월		
12개월		

동국제강 (460860/KS | 매수(신규편입) | T.P 16,000 원(신규편입))

PER 1.31 배, 점차 제자리 찾아갈 것

기존 동국제강(현 동국홀딩스)에서 열연 사업 부문을 인적분할 하여 설립 봉형강 가격 상승 및 수익성 위주의 후판 판매로 수익성이 과거 대비 레벨업 저수익 부문 분할로 열연 부문의 높아진 수익성을 온전히 향유할 수 있는 환경 3분기 실적 부진하지만 연간 기준 영업이익 5,000 억원 이상은 가능할 것으로 판단 저조한 철근 업황 고려하더라도 12M FWD P/E 1.31 배는 지나치게 저평가

레벨업 된 수익성과 이를 온전히 향유할 수 있는 환경

동국제강은 기존 동국제강(현 동국홀딩스)에서 열연 사업 부문을 인적 분할하여 설립한 회사로 봉형강 및 후판 사업을 영위하고 있다. 2분기 기준 매출 비중은 봉형강 78%, 후판 20%이다. 봉형강 가격의 상승, 수익성 위주의 후판 판매에 힘입어 과거 대비 한단계 레벨업된 수익성을 보여주고 있다. 분할로 비교적 수익성이 약했던 냉연 및 운송 등 사업부문도 분리되어 구조적으로 성장한 수익성을 온전히 향유할 수 있는 환경이 되었다.

3분기 실적 부진하겠지만 연간 영업이익 5,000 억원은 가능할 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 1 조 669 억원(QoQ -16.3%) 영업이익 991 억원(QoQ -39.5%)을 예상한다. 7~8 월 철근 야간 생산 및 대보수 영향으로 철근 판매량이 전분기 대비 감소하고 비수기 영향으로 판가도 하락할 전망이다. 3분기 실적은 부진하겠지만 연간 기준으로(분할 전 열연 사업 부문 포함) 매출액 4 조 8,120 억원, 영업이익 5,181 억원을 전망한다. 상반기 이미 2,900 억원의 영업이익을 기록했기 때문에 연간 영업이익 5,000 억원 수준은 충분히 가능할 것으로 판단한다.

투자 의견 매수 및 목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 매수 및 목표주가 16,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD BPS 39,808 원에 Target P/B 0.4 배를 적용하여 산출하였다. Target P/B는 1) 철근 업계의 최적 생산 최적 판매 기조가 잡히기 전 2) 철근 명목 소비량이 1,000 만톤 이하였던 2014년 철근 Peer 12M FWD P/B의 평균인 0.4 배를 적용하였다. 동사의 12M FWD P/B 0.23 배이고 P/E는 1.31 배임을 감안하면 현재 주가는 지나치게 저평가 상태라고 판단한다. 분할 전 동국제강은 최대 배당금 가이드선으로 FCF의 30%를 제시했다. 보수적으로 FCF의 15%를 배당한다고 가정하면 2024년 750 원, 2025년 1,000 원의 배당 가능할 것으로 예상하며 Peer 대비 배당 매력도도 높을 것으로 기대한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	N/A	N/A	N/A	2,746	4,722	4,943
yoy	%	N/A	N/A	N/A	0.0	71.9	4.7
영업이익	십억원	N/A	N/A	N/A	279	505	599
yoy	%	N/A	N/A	N/A	0.0	81.3	18.6
EBITDA	십억원	N/A	N/A	N/A	311	546	638
세전이익	십억원	N/A	N/A	N/A	281	512	606
순이익(지배주주)	십억원	N/A	N/A	N/A	213	388	459
영업이익률%	%	N/A	N/A	N/A	10.1	10.7	12.1
EBITDA%	%	N/A	N/A	N/A	11.3	11.6	12.9
EPS(계속사업)	원	N/A	N/A	N/A	4,295	7,818	9,258
PER	배	N/A	N/A	N/A	2.3	1.3	1.1
PBR	배	N/A	N/A	N/A	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	4.1	1.9	1.1
배당수익률	%	N/A	N/A	N/A	5.2	7.7	10.3
ROE	%	N/A	N/A	N/A	11.8	19.5	19.3
순차입금	십억원	N/A	N/A	N/A	795	535	221
부채비율	%	N/A	N/A	N/A	104.5	78.9	59.9

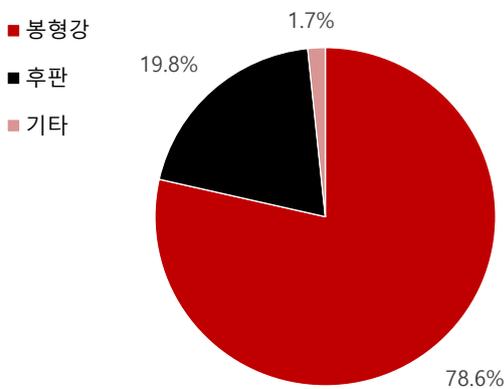
1. 기업 개요

동사는 기존 동국제강(현 동국홀딩스)에서 열연 사업 부문을 인적 분할하여 설립한 회사로 봉형강 및 후판 사업을 영위하고 있다. 연간 생산 능력은 봉형강 385 만 톤, 후판 120 만 톤이며 2분기 기준 매출 비중은 봉형강 78%, 후판 20% 기타 2%이다.

2020년 전후로 후판 부문이 적자 혹은 BEP 근처의 이익률을 보이며 열연 사업의 수익성을 훼손했으나 2~3년 전부터 수익성 위주의 후판 판매를 이어가 타사 후판 사업 대비 높은 이익률을 보이고 있는 것으로 추정된다. 덕분에 최근 철강 업황이 좋지 않음에도 과거 대비 레벨업 된 이익률을 시현하고 있고 향후에도 현재 이익률 수준에서 크게 하락할 여지는 적다고 판단한다.

동사의 주가는 2분기 잠정 실적 발표 이후 저평가 매력이 부각되어 큰 폭으로 상승했다. 그러나 이후 지속 하락하여 현재 주가는 상장 당시 기준가 이하에 형성되어 있다.

동국제강 매출액 비중(2Q23 기준)



자료: 동국제강, SK 증권

동국 3사 분할 상장 이후 주가 추이



자료: Quantivise, SK 증권

2. 실적 전망

동사의 2 분기 실적은 매출액 1 조 2,744 억원(YoY -11.7%, QoQ +4.3%), 영업이익 1,639 억원(YoY -20.4%, QoQ +28.9%)을 기록했다. 성수기 효과로 전분기 대비 개선되었으나, 철강 가격 하락으로 전년 동기 대비 감소한 실적을 시현하였다. 공시 기준으로는 6 월 한달만 반영되어 매출액 4,309 억원, 영업이익 515 억원을 기록했다.

동사의 3 분기 실적은 매출액 1 조 669 억원(QoQ -16.3%) 영업이익 991 억원(QoQ -39.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 7~8 월 철근 야간 생산 및 대보수 영향으로 철근 판매량이 전분기 대비 큰 폭으로 감소하고 제품 가격 또한 하락할 전망이다. 다만 후판 판매량은 견조한 수준 유지할 것으로 기대한다.

4 분기는 비수기 효과 제거로 판매량 회복하고 판가도 반등할 것으로 예상되며 연간 기준 실적은(분할 전 열연 사업 부문 포함) 매출액 4 조 8,120 억원, 영업이익 5,181 억원을 기록할 것으로 전망한다. 이미 상반기에 2,900 억원의 영업이익을 기록했기 때문에 하반기 다소 부진하더라도 연간 기준 영업이익 5,000 억원 수준은 충분히 가능할 것으로 판단한다.

동국제강 실적 추정 테이블

(단위: 십억원, 천톤)

	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,222	1,274	1,067	1,249	1,136	1,230	1,123	1,232	4,812	4,722	4,943
봉형강	981	1,001	799	963	853	948	846	944	3,744	3,591	3,769
후판	291	252	246	265	262	260	256	266	1,054	1,043	1,082
기타	0	21	21	21	22	22	22	22	64	88	92
영업이익	127	164	99	128	120	133	113	139	518	505	599
영업이익률	10.4%	12.9%	9.3%	10.2%	10.5%	10.8%	10.0%	11.3%	10.8%	10.7%	12.1%
세전이익			100	130	121	135	114	141		512	606
당기순이익			76	98	92	102	87	107		388	459
판매량(천톤)	1,080	1,124	1,022	1,147	1,059	1,119	1,067	1,141	4,374	4,385	4,474
봉형강	853	922	813	932	842	909	851	922	3,519	3,524	3,601
후판	227	202	209	216	217	210	215	219	854	861	873

자료: SK 증권

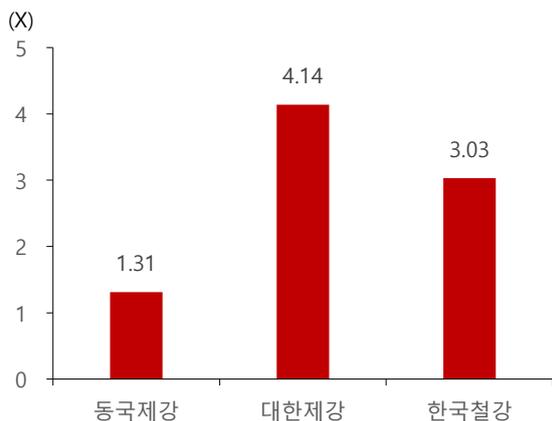
주: 2023 년 1-2 분기는 분할 전 동국제강 열연 사업 부문을 적용

3. 투자 포인트

실적 대비 지나치게 저평가 되어 있는 주가

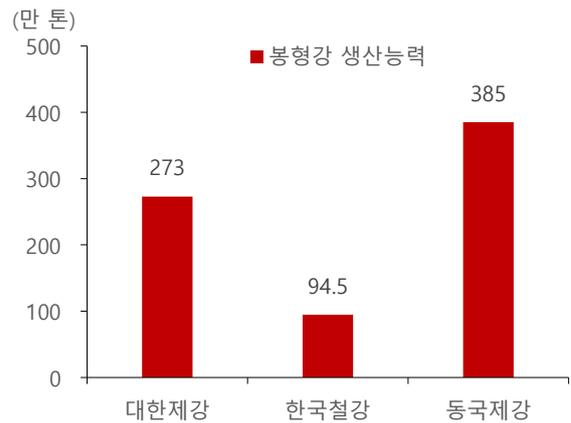
9 월 1 일 기준 동국제강의 시가총액은 4,846 억원으로 향후 4 개 분기 당기순이익이 3,684 억원에 달할 것을 감안하면 동국제강의 12M FWD P/E 는 1.31 배다. 1) 철근 Peer 인 대한제강, 한국철강의 주가가 PER 3~4 배에 형성되어 있고 2) 동국제강이 Peer 회사에 비해 생산능력이 높아 규모의 경제 측면에서 유리하며 3) 해상풍력 및 조선향 후판 사업도 영위하고 있다는 점을 감안하면 현재 동국제강의 주가는 과도하게 저평가 된 것으로 판단된다.

철근 PEER 12M FWD P/E (9월 1일 기준)



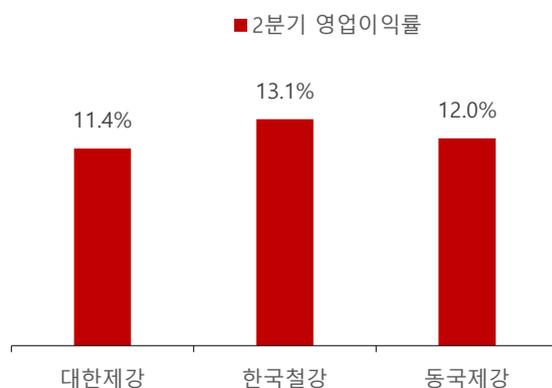
자료: Quantwise, SK 증권
 주: 동국제강은 당사 추정치 기준

철근 PEER 연간 봉형강류 생산능력 비교



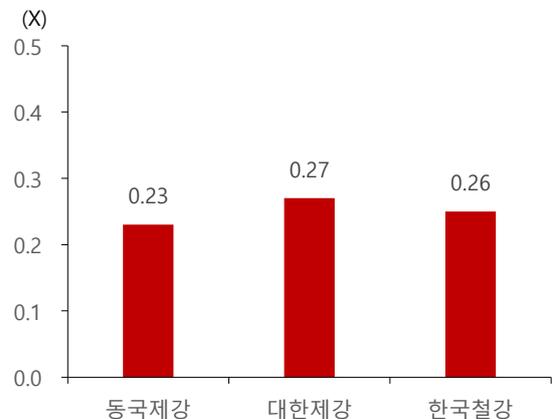
자료: 각 사, SK 증권

철근 PEER 2분기 영업이익률



자료: 각 사, SK 증권

철근 PEER 12M FWD P/B (9월 1일 기준)



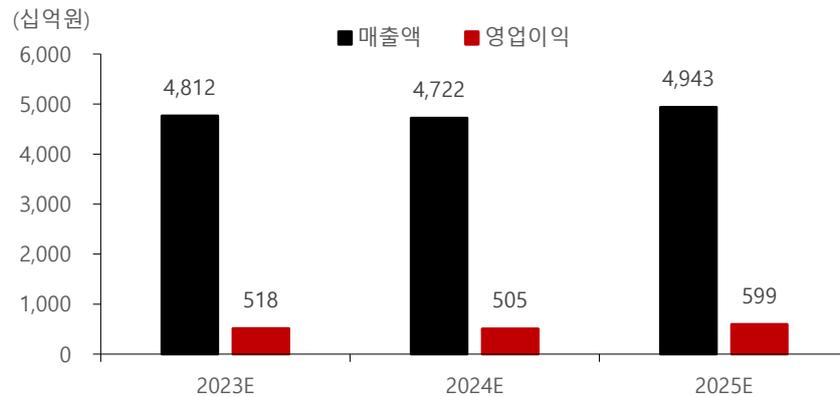
자료: Quantwise, SK 증권

저평가의 원인에 대해 추정해보면, 1) 3분기 감익 및 4분기 이후 실적에 대한 불확실성
 2) 주주환원정책 부재 3) 철강 업황이 부진하여 재평가 받기 힘든 환경이 영향을 미친 것으로 판단한다.

3분기 판매량 및 평가의 하락으로 전분기 대비 감익은 불가피하지만 과거 대비 상승한 이익 체력을 바탕으로 연간 영업이익 5,000 억원은 가능할 것으로 예상된다. 또한 분할 전 임시주주총회에서 최대 배당금으로 FCF 의 30%를 제시했는데, 보수적으로 15%를 배당한다고 가정하면 당사 추정치 기준 2024 년 750 원, 2025 년 1,000 원의 주당 배당이 가능할 것으로 예상된다. 현재 주가 대비 배당 수익률은 각각 8%, 10.5%로 배당수익률 측면에서도 Peer 대비 매력도가 높을 것으로 기대한다.

그동안 철강 업황 부진하여 Peer 대비 프리미엄을 받을 만한 요소들을 반영하지 못하였으나 올해 남은 기간 철강 업황 개선으로 빠르게 리레이팅 가능할 것으로 예상된다.

동국제강 실적 전망



자료: SK 증권

4. 밸류에이션

투자의견 비중확대 및 목표주가 16,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 16,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD BPS 39,808 원에 Target P/B 0.4 배를 적용하여 산출하였다. Target P/B는 1) 철근 업계의 최적 생산 최적 판매 기조가 잡히기 전 2) 철근 명목 소비량이 1,000 만 톤 이하였던 2014 년 철근 PEER 12M FWD P/B 의 평균인 0.4 배를 적용하였다. 현재 주가는 9,750 원으로 상승 여력은 64.1%이다.

당사 추정치 기준 12M FWD P/B는 0.23 배, 12M FWD P/E는 1.31 배이고 분할 이후 동사의 상황을 고려했을 때 적극적인 주주환원 정책이 기대된다는 점을 감안하면 현재의 주가는 지나치게 저평가 되어 있다고 판단한다.

동국제강 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M FWD BPS (원)	39,808	
Target PBR (x)	0.4	2014 년 철근 Peer 12M FWD P/B 의 평균
적정주가(원)	15,923	
목표주가(원)	16,000	천원 단위 이하 반올림
현재주가(원)	9,770	
상승여력(%)	63.8%	

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	N/A	N/A	1,585	1,836	2,162
현금및현금성자산	N/A	N/A	306	451	663
매출채권 및 기타채권	N/A	N/A	564	610	660
재고자산	N/A	N/A	713	772	836
비유동자산	N/A	N/A	2,105	2,041	1,980
장기금융자산	N/A	N/A	23	26	29
유형자산	N/A	N/A	1,998	1,933	1,870
무형자산	N/A	N/A	32	32	32
자산총계	N/A	N/A	3,690	3,877	4,142
유동부채	N/A	N/A	1,564	1,411	1,275
단기금융부채	N/A	N/A	944	836	740
매입채무 및 기타채무	N/A	N/A	545	503	464
단기충당부채	N/A	N/A	30	26	23
비유동부채	N/A	N/A	321	298	277
장기금융부채	N/A	N/A	156	150	144
장기매입채무 및 기타채무	N/A	N/A	0	0	0
장기충당부채	N/A	N/A	0	0	0
부채총계	N/A	N/A	1,885	1,710	1,552
지배주주지분	N/A	N/A	1,804	2,167	2,590
자본금	N/A	N/A	248	248	248
자본잉여금	N/A	N/A	1,053	1,053	1,053
기타자본구성요소	N/A	N/A	-1	-1	-1
자기주식	N/A	N/A	-1	-1	-1
이익잉여금	N/A	N/A	213	576	998
비지배주주지분	N/A	N/A	0	0	0
자본총계	N/A	N/A	1,804	2,167	2,590
부채외자본총계	N/A	N/A	3,690	3,877	4,142

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	N/A	N/A	118	267	333
당기순이익(손실)	N/A	N/A	213	388	459
비현금성항목등	N/A	N/A	113	198	212
유형자산감가상각비	N/A	N/A	32	41	39
무형자산상각비	N/A	N/A	0	0	0
기타	N/A	N/A	80	157	173
운전자본감소(증가)	N/A	N/A	-96	-167	-170
매출채권및기타채권의감소(증가)	N/A	N/A	-72	-46	-50
재고자산의감소(증가)	N/A	N/A	-42	-59	-64
매입채무및기타채무의증가(감소)	N/A	N/A	29	-42	-39
기타	N/A	N/A	-11	-19	-17
법인세납부	N/A	N/A	-56	-124	-147
투자활동현금흐름	N/A	N/A	-43	-10	-10
금융자산의감소(증가)	N/A	N/A	0	0	0
유형자산의감소(증가)	N/A	N/A	-21	-4	-4
무형자산의감소(증가)	N/A	N/A	-33	0	0
기타	N/A	N/A	11	-6	-6
재무활동현금흐름	N/A	N/A	-24	-139	-139
단기금융부채의증가(감소)	N/A	N/A	-59	-108	-96
장기금융부채의증가(감소)	N/A	N/A	41	-6	-6
자본의증가(감소)	N/A	N/A	1,301	0	0
배당금지급	N/A	N/A	0	-25	-37
기타	N/A	N/A	-1,308	0	0
현금의 증가(감소)	N/A	N/A	62	145	212
기초현금	N/A	N/A	0	306	451
기말현금	N/A	N/A	306	451	663
FCF	N/A	N/A	97	263	329

자료 : 동국제강, SK증권 추정

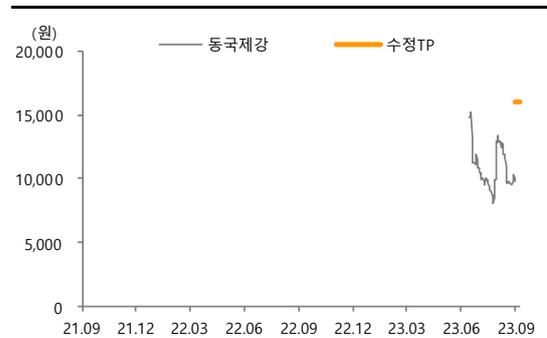
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	N/A	N/A	2,746	4,722	4,943
매출원가	N/A	N/A	2,302	3,932	4,046
매출총이익	N/A	N/A	444	790	897
매출총이익률(%)	N/A	N/A	16.2	16.7	18.1
판매비와 관리비	N/A	N/A	166	285	298
영업이익	N/A	N/A	279	505	599
영업이익률(%)	N/A	N/A	10.1	10.7	12.1
비영업손익	N/A	N/A	3	7	7
순금융손익	N/A	N/A	-22	-29	-22
외환관련손익	N/A	N/A	4	-4	-4
관계기업등 투자손익	N/A	N/A	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	N/A	281	512	606
세전계속사업이익률(%)	N/A	N/A	10.2	10.8	12.3
계속사업법인세	N/A	N/A	68	124	147
계속사업이익	N/A	N/A	213	388	459
중단사업이익	N/A	N/A	0	0	0
*법인세효과	N/A	N/A	0	0	0
당기순이익	N/A	N/A	213	388	459
순이익률(%)	N/A	N/A	7.8	8.2	9.3
지배주주	N/A	N/A	213	388	459
지배주주귀속 순이익률(%)	N/A	N/A	7.8	8.2	9.3
비지배주주	N/A	N/A	0	0	0
총포괄이익	N/A	N/A	213	388	459
지배주주	N/A	N/A	213	388	459
비지배주주	N/A	N/A	0	0	0
EBITDA	N/A	N/A	311	546	638

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	N/A	N/A	N/A	71.9	4.7
영업이익	N/A	N/A	N/A	81.3	18.6
세전계속사업이익	N/A	N/A	N/A	82.1	18.4
EBITDA	N/A	N/A	N/A	75.6	16.9
EPS	N/A	N/A	N/A	82.0	18.4
수익성 (%)					
ROA	N/A	N/A	5.8	10.3	11.5
ROE	N/A	N/A	11.8	19.5	19.3
EBITDA마진	N/A	N/A	11.3	11.6	12.9
안정성 (%)					
유동비율	N/A	N/A	101.4	130.1	169.6
부채비율	N/A	N/A	104.5	78.9	59.9
순차입금/자기자본	N/A	N/A	44.0	24.7	8.5
EBITDA/이자비용(배)	N/A	N/A	12.3	14.8	19.3
배당성향	N/A	N/A	11.6	9.6	10.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	N/A	N/A	4,295	7,818	9,258
BPS	N/A	N/A	36,392	43,710	52,218
CFPS	N/A	N/A	4,950	8,648	10,053
주당 현금배당금	N/A	N/A	500	750	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	N/A	2.3	1.3	1.1
PBR	N/A	N/A	0.3	0.2	0.2
PCR	N/A	N/A	2.0	1.1	1.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	4.1	1.9	1.1
배당수익률	N/A	N/A	5.2	7.7	10.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.09.01	매수	16,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(이규익)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 01일 기준)

매수	94.48%	중립	5.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------