

보고서의 목적

투자의견 상향

Apr. 23, 2006 / 철강금속

동국산업(005160)

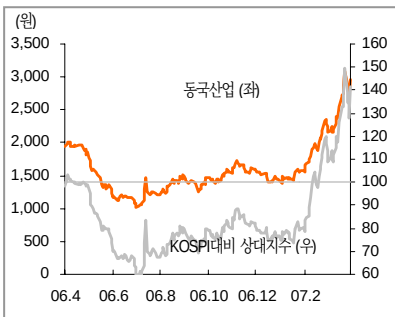
塞翁之馬, 자회사 동국 S&C의 가치를 반영

BUY (upgrade)

목표주가 (6M)	4,100원
현재주가 (4/20)	2,950원

Analyst 이은영 3774-1411
dooley@miraeasset.com

발행 주식수(천주)	34,500
액면가(원)	1,000
시가총액 (십억원)	102
52주 최저 / 최고(원)	1,022/3,100
52주 일간 Beta (KOSPI대비)	1.0
평균거래량(3M, 천주)	695
평균거래대금(3M, 백만원)	1,526
외국인소유지분율 (%)	0.5
06년 주당 배당금(원)	50
07년 주당 예상배당금(원)	0
07년 예상EPS Consensus(원)	188
Consensus 차이(%)	182.8
주요주주 지분율(%)	
장산건 (외 10)	57.5
	1M 6M 12M
주가상승률(%)	25.0 100.7 51.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	18.8 88.3 44.1



요약

투자의견 BUY로 상향, 목표주가 4,100원 제시
영업실적 부진 지속, 하반기 신규설비 가동 이후 점진적 실적개선 예상
풍력발전 Tower 세계시장 1위 기업, 자회사 동국 S&C 실적개선 반영

■ 투자의견 BUY로 상향, 목표주가 4,100원 제시

동국산업에 대한 투자의견을 BUY로 상향 조정하고 6개월 목표주가를 4,100원으로 제시함. 투자의견 상향 조정의 이유는 동사의 영업실적 부진은 지속되고 있으나 100% 지분을 보유하고 있는 자회사 동국 S&C의 고성장에 따른 실적개선에 힘입어 지분법 평가이익의 대폭적인 증가가 예상되기 때문임. 이에 따라 2007년, 2008년 동사의 EPS 추정치를 각각 182.8%, 79.3% 상향 조정하였으며, 목표주가는 2007년 추정 EPS에 KOSPI 평균 PER을 30% 할인한 7.7배를 적용하여 산출함.

■ 영업실적은 신규설비가 본격적으로 가동되는 하반기 이후 점진적으로 개선될 전망

중국과 한국 아연도강판의 증설에 따른 공급과잉으로 동사 매출의 39%를 차지하는 HGI 제품의 수익성 악화가 2005년 이후 동사의 실적악화의 주요인으로 작용하여 왔음. 이에 따라 동사는 특수강 냉연강판 등 고부가가치 제품으로의 전환을 위해 2005년 8월 이후 475억원을 투자, 신설한 연산 20만톤의 냉간압연설비가 완공되어 하반기 이후 본격적으로 가동될 예정임. 신규설비의 정상화까지 시간이 필요하며, 감가상각비 등 고정비 부담의 증가로 2007년에도 본격적인 영업실적 개선은 어려울 전망이다. 그러나 최근 적자를 시현하고 있는 일부 HGI 제품의 매출축소 및 신규 공장의 정상화가 예상되는 하반기 이후 점진적인 실적개선이 예상되며, 실적개선 추세는 2008년으로 이어질 전망이다.

■ 동국 S&C의 성장 및 실적개선 궤상대

세계 Wind Tower 시장의 30%를 점유, 1위의 시장점유율을 나타내고 있는 동국 S&C는 향후 높은 외형성장 및 실적개선을 나타낼 전망이다. 2001년 철강사업 집중화와 구조조정의 일환으로 동국산업의 철구조물 및 건설사업부문의 물적분할로 신설된 동국 S&C는 2006년 매출액 36.3%, 당기순이익 101% 증가하는 등 큰폭의 실적개선을 이룩하였음. 특히 2007년 1/4분기중 매출액 380억원, 영업이익 35억원의 실적이 추정되고 있어 2007년 괄목상대한 실적개선이 예상됨. 풍력발전용 Wind Tower 시장의 급성장으로 2008년까지 수주량 확보 및 2공장 증설로 약 20%내외의 매출성장이 지속될 전망이다. 풍력발전시장(풍력발전용량 신설량)은 96년~2005년중 연평균 27.4% 성장하였으며 2010년까지 연평균 17.5%, 2020년까지 연평균 12.8% 성장하여 2020년 세계 전력 발전량의 11.1%를 차지할 전망이다. 2006년말 동국 S&C의 부채비율은 309%로 자본의 확충이 필요하고, 아직 비상장기업으로 향후 상장가능성이 높다고 판단되며 이 경우 동국산업의 자산가치 증대에 크게 기여할 것으로 전망함.

결산월	매출액	영업이익	EBITDA	정상이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
12월	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)
2005	265.7	6.7	12.5	5.3	6.5	259	(78.5)	9.7	0.5	16.0	7.1
2006	277.3	4.2	10.5	6.4	7.1	240	(7.0)	6.3	0.5	15.4	6.9
2007E	326.4	7.4	15.8	19.1	18.3	532	121.1	5.5	0.8	13.3	15.4
2008E	388.8	12.8	22.4	25.8	24.5	711	33.8	4.1	0.7	8.9	17.6
2008E	408.2	17.2	27.4	35.2	33.5	971	36.4	3.0	0.5	6.1	19.8

※ 본 종목에 대한 이해관계 공시사항은 본 보고서의 마지막 페이지에 있으므로 투자에 참고하시기 바랍니다.

지분법 이익의 대폭적인 증가를
감안, EPS 큰폭으로 상향 조정

<표 1> 동국산업 분기별 실적추이

(십억원)	수정전		수정후		차이(%,%p)	
	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E
매출액	318.9	380.0	326.4	388.8	2.3	2.3
영업이익	8.4	14.7	7.4	12.8	(12.1)	(13.2)
경상이익	6.8	13.2	19.1	25.8	181.0	95.7
당기순이익	6.5	12.6	18.3	24.5	182.2	94.8
영업이익률 (%)	2.6	3.9	2.3	3.3	(0.4)	(0.6)
경상이익률 (%)	2.1	3.5	5.9	6.6	3.7	3.2
당기순이익률 (%)	2.0	3.3	5.6	6.3	3.6	3.0

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치 센터

2007년 1/4분기 흑자전환 예상

<표 2> 동국산업 분기별 실적추이

(십억원)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07E	2Q07E	3Q07E	4Q07E
매출액	64.5	72.1	75.6	65.2	65.3	78.3	89.7	93.0
영업이익	(0.6)	1.9	2.0	0.8	1.0	1.8	2.1	2.5
영업이익률 (%)	(0.9)	2.6	2.7	1.3	1.5	2.3	2.4	2.7
전년동기비 (%)	적전	(70.0)	160.3	흑전	흑전	(6.7)	4.2	197.3
경상이익	0.5	2.7	0.1	3.1	4.7	4.2	3.9	6.4
당기순이익	0.7	2.7	0.1	3.7	4.5	4.0	3.7	6.2
전년동기비 (%)	(85.3)	(48.5)	(91.1)	흑전	571.0	47.3	4887.2	68.8
순이익률 (%)	1.0	3.8	0.1	5.6	6.8	5.1	4.1	6.6

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치 센터

동국 S&C 100% 지분보유,
장부가는 229억원

<표 3> 동국산업 보유 자회사 현황

	수량 (주)	지분율 (%)	장부가액 (백만원)
(주)동국S&C	2,400,000	100	22,957
대원스틸(주)	2,000,000	100	18,678
(주)한려에너지개발	30,772	49	154
고덕풍력발전(주)	31,000	31	296
신안풍력발전(주)	52,000	43	263
DK AMERICA, INC.	450,000	100	425

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치 센터

동국 S&C, 2007년 큰폭으로
실적개선이 이루어질 전망

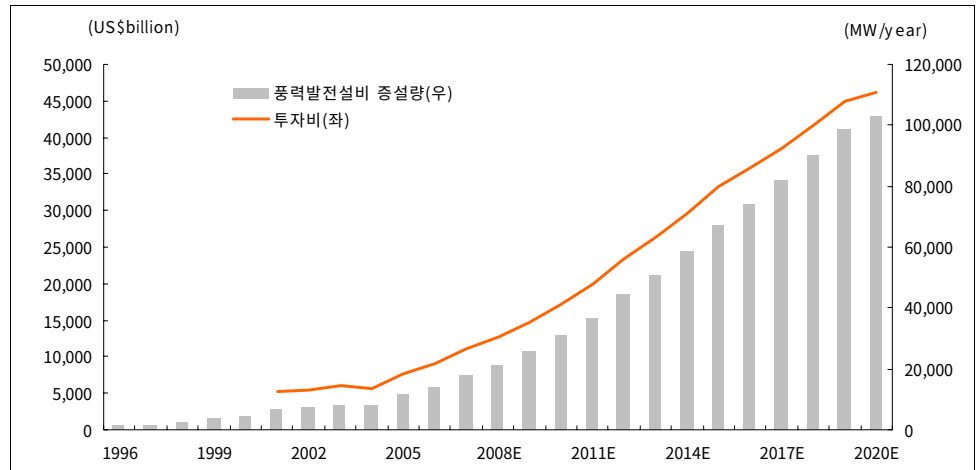
<표 4> 동국 S&C의 실적 추이 및 전망

(억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007E
매출액	243	544	768	596	929	1,267	1,592
영업이익	17	28	34	35	42	48	141
영업이익률	6.9	5.2	4.5	5.9	4.5	3.8	8.8
경상이익	1	2	16	17	32	68	155
당기순이익	1	2	12	12	26	52	119
자산	493	593	509	520	828	1,041	-
부채	236	435	203	358	640	799	-
자본	136	138	149	162	188	259	-
부채비율	263	331	240	222	341	309	-

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치 센터

풍력발전시장 2020년까지
연평균 12.8% 성장, 투자비
US\$46조 달러에 달할 전망

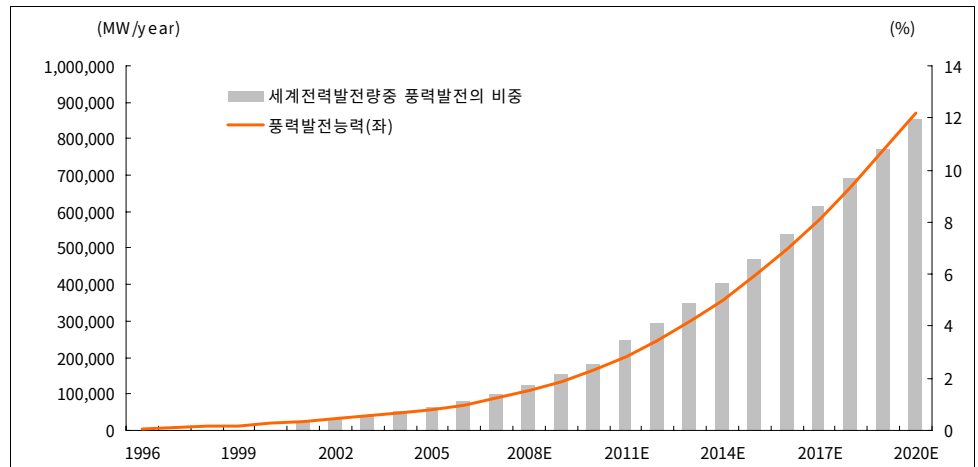
<그림 1> 풍력발전 설비 증설 및 투자비 추이와 전망



자료: Windforece, BTM consult, 미래에셋 증권리서치 센터

세계전력 발전량중 풍력발전
의 비중 2005년 0.9%에서
2010년 11.3%로 확대 예상

<그림 2> 세계 풍력발전능력 및 전력 발전량중 풍력발전의 비중 전망



자료: Windforece, BTM consult, 미래에셋 증권리서치 센터

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
유동자산	119.3	138.6	155.9	184.1	189.3
현금 및 단기금융상품	9.0	31.5	37.0	44.1	46.3
매출채권	60.5	63.8	75.1	89.4	93.9
재고자산	42.7	35.5	34.6	39.5	37.6
고정자산	154.3	161.1	172.7	176.0	177.5
투자자산	50.3	49.8	54.9	60.7	65.4
유형자산	104.0	111.2	117.8	115.2	112.0
무형자산	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
자산총계	273.6	299.6	328.7	360.1	366.8
유동부채	103.4	58.7	128.7	146.4	144.4
매입채무	20.3	39.1	46.0	54.8	57.5
단기차입금	46.8	4.2	59.1	69.2	69.8
유동성장기부채	27.5	10.1	17.3	14.9	9.2
고정부채	76.2	129.4	72.5	61.6	36.9
사채	59.8	99.8	69.2	57.8	32.8
장기차입금	12.4	26.8	0.0	0.0	0.0
부채총계	179.5	188.1	201.2	208.0	181.3
자본금	18.4	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	34.6	29.2	29.2	29.2	29.2
이익잉여금	42.5	47.2	63.8	88.4	121.8
자본조정	(1.4)	0.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	94.1	111.5	127.5	152.1	185.5
총차입금	146.5	140.9	145.7	141.9	111.9
순차입금	137.0	109.5	108.7	97.8	65.6

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
영업활동 현금흐름	(15.7)	24.8	17.5	9.0	26.8
당기순이익	6.5	7.1	18.3	24.5	33.5
감가상각비	5.7	6.3	8.4	9.6	10.2
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	0.0
지분법평가손실(이익)	(5.5)	(6.2)	(13.0)	(15.0)	(18.0)
운전자본의 감소(증가)	(23.6)	16.2	(3.5)	(10.5)	0.2
매출채권의 감소(증가)	7.4	(3.3)	(11.3)	(14.4)	(4.5)
재고자산의 감소	(7.4)	7.2	0.8	(4.9)	2.0
매입채무의 증가(감소)	(6.5)	18.8	6.9	8.8	2.7
기타	1.1	1.6	7.5	0.8	0.9
투자활동 현금흐름	(22.9)	(7.7)	(6.0)	3.5	6.6
단기금융상품의 처분(취득)	0.5	(0.4)	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	2.4	0.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(25.4)	(22.9)	(15.0)	(7.0)	(7.0)
유형자산의 처분	0.1	9.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.4)	5.4	7.7	8.9	13.1
기타	0.0	0.0	1.3	1.6	0.5
재무활동 현금흐름	44.3	4.6	3.0	(3.8)	(30.0)
차입금의 증가(감소)	46.3	(5.6)	4.7	(3.8)	(30.0)
자본의 증가(감소)	(4.3)	7.9	(1.7)	0.0	0.0
배당금의 지급	2.4	2.4	1.7	0.0	0.0
기타	(0.0)	(0.0)	(1.7)	0.0	0.0
순현금흐름	(13.3)	21.9	5.6	7.1	2.2
기초현금	22.8	9.5	31.5	37.0	44.1
기말현금	9.5	31.5	37.0	44.1	46.3
잉여 현금흐름	(41.2)	1.9	(4.4)	2.0	19.8

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원%)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
매출액	265.7	277.3	326.4	388.8	408.2
증가율	(12.1)	4.4	17.7	19.1	5.0
매출원가	245.5	259.8	303.3	356.6	370.6
매출총이익	20.2	17.5	23.1	32.2	37.6
증가율	(58.3)	(13.2)	31.6	39.7	16.7
매출총이익률	7.6	6.3	7.1	8.3	9.2
판매비및일반관리비	13.5	13.3	15.7	19.5	20.5
영업이익	6.7	4.2	7.4	12.8	17.2
증가율	(79.3)	(37.5)	75.7	72.9	34.7
영업외손익	(1.5)	2.2	11.7	13.1	18.1
순금융비용	7.6	6.2	3.4	3.3	1.9
외환관련손익	0.3	0.8	0.8	0.7	1.2
지분법평가손익	5.5	6.2	13.0	15.0	18.0
기타영업외손익	0.4	1.4	1.3	0.7	0.7
경상이익	5.3	6.4	19.1	25.8	35.2
증가율	(81.3)	22.2	196.9	35.2	36.4
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	5.3	6.4	19.1	25.8	35.2
법인세비용	(1.2)	(0.7)	0.8	1.3	1.8
당기순이익	6.5	7.1	18.3	24.5	33.5
EPS	259	240	532	711	971
증가율	(78.5)	(7.0)	121.1	33.8	36.4
EBITDA	12.5	10.5	15.8	22.4	27.4
증가율	(66.2)	(16.3)	50.8	41.6	22.4

투자지표

(단위 : 원, %)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
주당 지표(원)					
EPS	259	240	532	711	971
BPS	5,111	3,231	3,694	4,406	5,376
주당 EBITDA	499	354	458	649	794
주당 현금배당금	140	50	0	0	0
PER	9.7	6.3	5.5	4.1	3.0
PBR	0.5	0.5	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA	16.0	15.4	13.3	8.9	6.1
배당수익률	4.1	3.3	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	7.6	6.3	7.1	8.3	9.2
영업이익률	2.5	1.5	2.3	3.3	4.2
EBITDA이익률	4.7	3.8	4.8	5.8	6.7
경상이익률	2.0	2.3	5.9	6.6	8.6
순이익률	2.4	2.6	5.6	6.3	8.2
ROE	7.1	6.9	15.4	17.6	19.8
ROIC	3.0	1.8	3.4	5.6	7.4
안정성					
부채비율	190.8	168.7	157.8	136.8	97.7
순차입금비율	145.6	98.2	85.2	64.3	35.3
유동비율	115.4	235.9	121.2	125.7	131.1
이자보상배율(배)	0.9	0.7	2.2	3.8	9.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	6.9	4.5	4.7	4.7	4.5
재고자산회전율	6.8	7.1	9.3	10.5	10.6
매입채무회전율	11.3	9.4	7.7	7.7	7.3
순운전자본회전율	3.8	3.9	5.1	5.4	5.3

자료: 동국산업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● 투자의견 ●

종목별 투자의견 (6개월 기준)
 BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견
 Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
 ※ 업종별 투자의견의 용어를 재정리 함
 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

● 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 이 은 영

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이		주가	■ 목표가격	동국산업(005160)																											
■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm																															
				<table><tr><th>날짜</th><th>투자의견</th><th>목표가격(6개월)</th></tr><tr><td>2005/04/18</td><td>BUY</td><td>7,000원</td></tr><tr><td>2005/04/25</td><td>BUY</td><td>7,000원</td></tr><tr><td>2005/07/20</td><td>BUY</td><td>5,400원(하향)</td></tr><tr><td>2006/07/07</td><td>유상증자에 따른 권리락</td><td></td></tr><tr><td>2006/09/05</td><td>무상증자에 따른 권리락</td><td></td></tr><tr><td>2006/10/02</td><td>HOLD(하향)</td><td>1,700원(하향)</td></tr><tr><td>2006/11/02</td><td>HOLD</td><td>1,700원</td></tr><tr><td>2007/04/23</td><td>BUY(상향)</td><td>4,100원(상향)</td></tr></table>	날짜	투자의견	목표가격(6개월)	2005/04/18	BUY	7,000원	2005/04/25	BUY	7,000원	2005/07/20	BUY	5,400원(하향)	2006/07/07	유상증자에 따른 권리락		2006/09/05	무상증자에 따른 권리락		2006/10/02	HOLD(하향)	1,700원(하향)	2006/11/02	HOLD	1,700원	2007/04/23	BUY(상향)	4,100원(상향)
날짜	투자의견	목표가격(6개월)																													
2005/04/18	BUY	7,000원																													
2005/04/25	BUY	7,000원																													
2005/07/20	BUY	5,400원(하향)																													
2006/07/07	유상증자에 따른 권리락																														
2006/09/05	무상증자에 따른 권리락																														
2006/10/02	HOLD(하향)	1,700원(하향)																													
2006/11/02	HOLD	1,700원																													
2007/04/23	BUY(상향)	4,100원(상향)																													