

동국씨엠(460850) NDR 후기

미래를 위해 필요한 성장통

이태환 taehwan.lee@daishin.com

2024.08.14

투자 의견 N/R 목표주가 N/R 현재주가(24.08.12) 6,890

2Q24 Review – 수익성 추가 개선

- 매출액 5,628억원(+1.1% qoq), 영업이익 291억원(+22.3% qoq), OPM 5.2%(+0.9%p qoq) 기록
- 총 판매량(냉면/도금+컬러)은 36.8만톤으로 전분기 대비 -1.1만톤 감소했으나, 1) 고수익성 컬러 판매량 상승(1Q24 16.8만톤→2Q24 17.8만톤), 2) 수출 판매 비중 상승(1Q24 55%→2Q24 56%), 3) 분기 평균 원/달러 환율 +3.2% 상승(1Q24 1,329원→2Q24 1,371원) 등을 바탕으로 4Q23 이후 2개 분기 연속 매출, 이익 성장세를 유지했음
- 다만, 하반기는 상반기 대비 눈높이를 낮추어야 할 것으로 보임. 1) 국내 아파트 매매거래량이 4개 분기 연속 4만건 이상을 돌파하는 등 가전 수요 정상화가 기대되나 여전히 낮은 레벨로 봐야하며, 2) 상반기 좋은 실적의 근거가 되었던 북미향 판매가 하반기는 수출 쿼터(미국 14만톤) 적용으로 제한되며 매출 믹스가 악화될 것으로 판단

아주스틸 지분 및 경영권 인수 Comment

- 8/6 공시를 통해 경쟁업체 아주스틸의 지분 및 경영권을 총 1,285억원에 인수하는 계약을 발표. 거래 구조는 대주주 지분 42.46%를 785억원에 양수하고, 향후 제3자배정 유상증자 참여를 통해 500억원 규모의 신주를 인수하는 형태. 아주스틸 시가총액이 1,651억원(8/6 기준)이었음을 감안하면 경영권 프리미엄은 12% 수준으로 크지 않았던 것으로 파악. 지분 취득 예정일은 올해 12/27로 최종 지분율은 56.61% 예정. 아주스틸 실적은 '25년부터 연결 반영 예정
- 아주스틸은 1995년 설립, 2021년 상장한 컬러강판 전문업체로서, 구미·김천공장을 바탕으로 컬러강판 기준 약 42만톤 CAPA(국내 4위)를 보유. 상장 이후 국내외 공장 증설을 위해 연간 1천억원대 CAPEX를 지출하는 과정에서 글로벌 가전·건설 시장 침체가 나타남에 따라 실적 부진 및 재무구조 악화 발생. 1Q24 기준 당기순손실 -32억원, 부채비율 384%
- 아주스틸의 인수를 통해 기대할 수 있는 시너지는 1) 적재공간 추가 확보에 따른 실질 가동률 향상(76%→92%) 가능, 2) 원료 통합 구매로 인한 가격 협상력 증대로 수익성 추가 개선, 3) 중복투자 제거 및 대출기관 일원화를 통한 금융비용 개선, 4) 해외거점(멕시코, 폴란드, 중국) 확보를 통한 판매 네트워크 강화로 수출 경쟁력 상승 등. 합리적인 가격으로 신규설비 투자가 완료된 업체를 인수했다는 측면에서 컬러강판 시장 개선 시 중기 성장성이 높아졌음

미래를 위해 필요한 성장통

- 아주스틸 인수대금 지출 및 재무구조 개선을 위한 자금 지원으로 인해 주주환원정책의 단기 후퇴 우려가 있으나, 배당 가능이익 증가로 기말 배당은 여전히 상승할 가능성이 높다고 판단하며, CAPA 확대 및 경쟁강도 완화로 중장기 본원적 경쟁력이 향상됐다는 측면에서 미래 기업가치 상승 잠재력은 더 높아졌다고 판단

동국씨엠 분기별 실적

	단위	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출액	(억원)	5,712	5,542	5,244	5,565	5,628
영업이익	(억원)	242	312	-102	238	291
OPM	(%)	4.2	5.6	-1.9	4.3	5.2
세전이익	(억원)	-	316	-221	273	297
총당기순이익	(억원)	-	244	-174	213	229
냉면/도금 판매량	(천톤)	206	204	205	211	190
컬러 판매량	(천톤)	168	146	169	168	178
부채비율	(%)	87.5	80.9	77.9	87.4	80.9
차입금	(억원)	4,168	4,280	4,415	4,368	4,259
현금·금융자산	(억원)	2,590	2,542	2,198	2,890	2,718

주: 2Q23 실적은 동국제강 분할 전(4~5월) 냉면사업부 실적을 합산한 수치
자료: 대신증권 Research Center

동국씨엠 국내 사업장 및 주요 제품

국내 네트워크



주요 제품

구 분	냉 연		
	냉연강판 (CR)	아연도금강판	컬러강판
제품 개요	 • 판재류	 • 판재류 (도금)	 • 판재류 (컬러)
특 징	• 균일 평탄면의 우수한 가공성 강판	• CR에 아연도금 하여 내식성 강화	• 맑고 깨끗한 고경도, 고광택 컬러 제품
용 도	• 가전, 건축 내외장재	• 가전, 건축 내외장재	• 가전, 실내 인테리어 등
전방산업	• 건설	• 건설 • 전자제품	• 건설 • 전자제품
생산 Capa (만톤)	• 부산 174		• 부산 85
시장 점유율* (내수)	4%		23%

* 2022년 실적 기준

자료: 동국씨엠, 대신증권 Research Center

동국씨엠 제품별 생산능력 및 시장 점유율

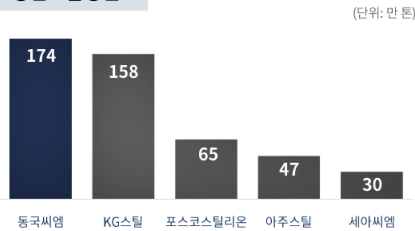
생산능력 및 시장점유율

DONGKUK CM

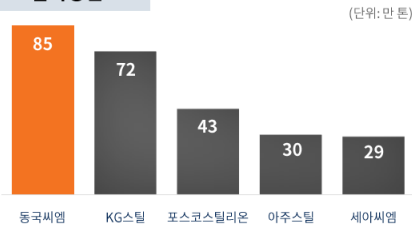
동국씨엠은 연간 174만 톤의 냉연도금강판, 85만 톤의 컬러강판을 생산할 수 있으며, 23년 말 내수 기준 냉연도금강판 4%, 컬러강판 24%의 시장 점유율을 기록하였습니다.

생산능력

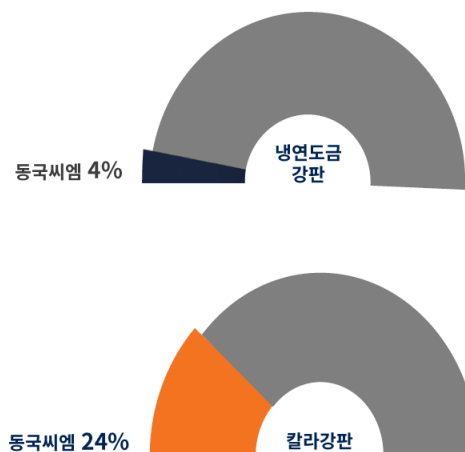
냉연도금강판



컬러강판



시장 점유율 (23년 말 기준)



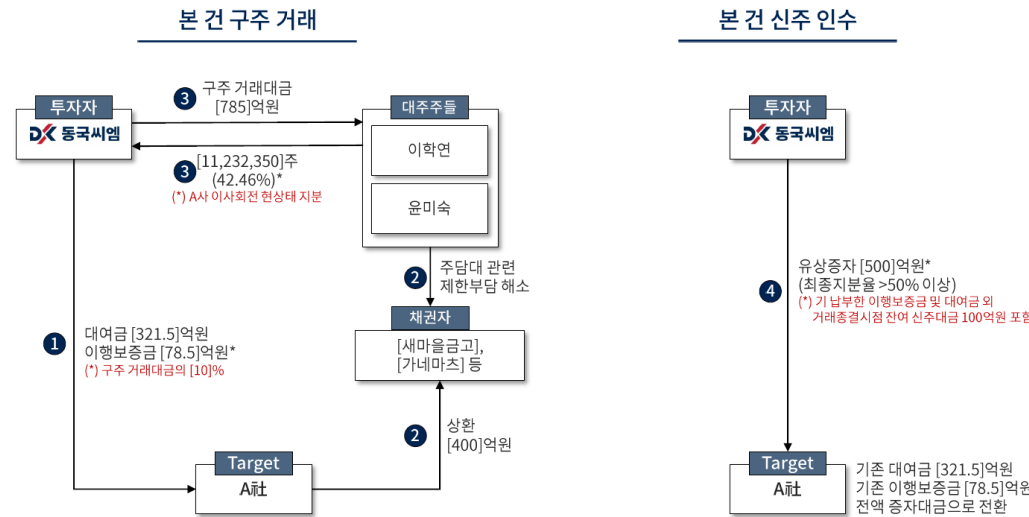
© DONGKUK STEEL GROUP, 2019. All Rights Reserved.

7

자료: 동국씨엠, 대신증권 Research Center

아주스틸 인수 Deal Structure

<구주 거래>로 대주주 부부 지분 약 42.46%를 785억원과, <신주 인수>로 500억원을 투입하여, 총 1,285억원에 대상회사 경영권을 인수하는 거래 방식입니다. (최종 지분율 50% 이상 예상)
※ 기본계약 체결 후 대여금과 이행보증금을 대상회사에 지급하고, 긴급채무 일부 상환 및 대주주 보유 지분에 대한 제한부담을 해소한 후 구주 및 신주 거래를 진행 예정입니다.



자료: 동국씨엠, 대신증권 Research Center

아주스틸 인수 기대 시너지

인수후 사업재편을 통한 통합 운영으로, ①PL-TCM 가동률 향상, ②원부재료 통합 구매 시너지, ③재무 시너지, ④해외 판매 네트워크 강화를 통한 수출 확대 기회 창출 등의 인수 시너지가 기대됩니다.

✓ Volume 확대로 PL-TCM 가동률 향상

- 현재 145만톤/년 기준 Capa' 대비 가동률 76% 수준
- 인수효과(30만톤/년) 감안시 **92%까지 가동률 향상** 기대

(단위: 만톤/년)

구분	Capa'	As-is	인수효과(예상)	To-be
가동률	190	145	30	175

부상공장 "통당 제조조정원가" 하락 예상
As-is 16만원/톤 → To-be 13.3만원/톤, 2.7만원/톤 ↓

✓ 통합 구매 시너지

- HRC, 부재료(도금, 도장 등) 통합 구매로 인한 Buying Power (가격 협상력) Up

※ '23년 구매실적 기준(A社 도장비는 판매량으로 추정)

구분	구분	DK CM	A社	계(억원)
원재료	HRC	8,578		15,055
	반제품 (EGI, GI, CR)	1,381	5,096	
부재료	도금	1,602		3,311
	도장	1,569	140	

➡ 양사 총 구매금액 약 1.8조원/년으로 향후 A社 CGCL 및 CCL Full 가동시 구매금액 증가 예상

✓ 재무 시너지

- 가용자금 (Idle Money)를 활용한 배당 등 투자 파이프라인 다변화
- 양사 재무부담 레벨링으로 연결 부채비용 축소 : 연결부채비용 변화 130% → '27년 114%(16%p ↓)
- 양사 대출기관 일원화를 통한 금융비용 개선 (조달비용 ↓, 무역금융 수수료 ↓)

✓ 해외 판매 네트워크 강화

양사 해외거점 현황

구분	멕시코	인도	태국	베트남	폴란드	독일	중국
CM	2	1	1	1		1	
A社		4			1		1
거점 계	6	1	1	1	1	1	1

[현재] 5개국 6거점 ➡ [인수후] 7개국 12거점

단, 인수 이후 A社 해외거점 중 실사를 통해 유지와 매각 or 철수를 검토해서 재편할 계획임

자료: 동국씨엠, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

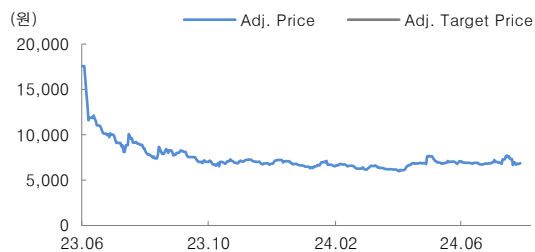
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

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.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

동국씨엠(460850) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.14	24.05.14	23.08.29
투자의견	Not Rated	Not Rated	Not Rated
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
과리율(평균%)			
과리율(최대/최소%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상