

동국제강 (001230)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	6,400원 (U)
현재주가 (9/25)	6,350원
상승여력	1%

시가총액	6,060억원
총발행주식수	95,432,737주
60일 평균 거래대금	49억원
60일 평균 거래량	800,988주
52주 고	7,560원
52주 저	2,780원
외인지분율	27.99%
주요주주	장세주 외 14 인 26.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	18.0	(4.4)
상대	(1.1)	9.4	(13.0)
절대(달러환산)	(3.8)	21.3	(2.2)

좋은 흐름, 지속 여부가 관건

3Q20(E): 판재류 스프레드 확대로 계절적 비수기 영향 상쇄

별도 영업이익 578억원(yoy +32%), 연결 영업이익 659억원(yoy +16%) 전망

1) 별도: 3Q 제품 판매량은 전분기비 -3% 감소한 146만톤을 기록할 것으로 추정된다. 품목별로는 계절적 비수기 영향을 받은 봉형강류는 감소, 냉연 및 후판 등 판재류는 COVID-19 영향이 완화되며 증가했을 것으로 예상된다. 봉형강류는 전분기비 판매량 감소와 함께 스프레드(판매가격-철스크랩가격) 역시 축소되며 이익 감소가 불가피했을 것으로 사료된다. 비수기임에도 철근 판매가격은 전분기 수준을 유지했을 것으로 전망되나 H형강 판매가격은 하락한 것으로 판단된다. 반면, 철스크랩 가격은 상승하여 원가 부담을 느꼈을 것으로 추정된다. 냉연 및 후판의 판매가격은 전분기와 유사한 수준을 나타낼 것으로 예상되나 각각의 원재료인 열연과 슬래브 투입원가가 하락하며 스프레드 확대를 누렸을 것으로 관측된다. 열연의 경우 중국 수출가격이 2Q부터 상승했으나 상대적으로 내수시장 상황이 좋지 않았던 일본 열연업체들의 저가 수출이 이뤄지며 유리한 조건에서 열연 확보가 가능했던 것으로 추정된다. 슬래브 역시 일본산 슬래브 확보에 주력하며 원가 절감을 했던 것으로 판단된다. 국내로 유입된 일본산 슬래브 가격은 2Q에 이어 3Q까지 전분기비 하락한 것으로 파악된다.

2) 연결: 1Q 대비 2Q 이익 개선을 이뤘던 해외 철강 자회사들은 3Q에도 견조한 수익성이 기대된다. 중국 철강 시장 호조는 중국 냉연 생산법인에 긍정적 영향을, 기타 멕시코 등 냉연 가공법인 역시 2Q와 유사한 수준의 실적이 예상된다.

4Q 판재류 스프레드 축소 전망, 높은 기저(영업이익)가 부담스러운 2021년

3Q부터 중국산 열연 수입가격은 상승하고 있으며 자국 수요 감소로 열연 및 슬래브 저가 수출을 했던 일본 역시 9월 이후 수요가 회복됨에 따라 제품가격 인상을 시도하고 있다. 동사의 원가 부담이 4Q부터 커질 수 있는 부분이다. 물론 동사 역시 국내외 냉연 및 후판 판매가격 인상에서 나서고 있어 원가 부담을 일부 상쇄할 수 있지만 3Q 대비 스프레드 축소는 불가피할 것으로 판단된다. 또한, 2021년부터 냉연을 제외한 후판과 철근 부문에서 수요 감소 및 경쟁 심화가 예상되는 바 2020년 대비 영업이익 증가가 어렵다는 점 역시 부담이다. 2020~2021년 영업이익 및 지배순이익 추정치를 상향하여 Target PBR 0.30x를 적용(기존 0.25x)하여 목표주가를 4,800원에서 6,400원으로 조정하며, 투자의견은 HOLD를 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,797	-3.5	6.0	12,620	9.3
영업이익	659	16.2	-34.0	546	20.7
세전계속사업이익	315	흑전	-62.2	275	14.4
지배순이익	222	흑전	-64.3	206	8.1
영업이익률 (%)	4.8	+0.8 %pt	-2.9 %pt	4.3	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	흑전	-3.2 %pt	1.6	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	59,649	56,584	53,499	57,163
영업이익	1,450	1,646	2,750	2,075
지배순이익	-2,979	-685	-244	622
PER	-3.0	-9.6	-24.8	9.7
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.1	8.0	6.0	6.8
ROE	-14.3	-3.6	-1.3	3.1

자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
매출액	5,055	4,635	4,829	1,232	1,343	1,263	1,218	1,114	1,164	1,138	-2.2%	-9.9%	1,219
봉형강	2,554	2,246	2,436	647	695	610	603	498	596	550	-7.6%	-9.8%	602
후판	720	597	597	155	191	192	182	167	129	143	11.1%	-25.2%	157
냉연	1,616	1,613	1,619	395	418	418	385	403	395	400	1.3%	-4.4%	415
기타	166	180	177	35	39	43	49	47	44	44	0.0%	3.2%	44
판매량	6,252	5,945	6,175	1,494	1,639	1,527	1,592	1,411	1,505	1,462	-2.8%	-4.2%	1,567
봉형강	3,721	3,479	3,698	900	982	883	956	785	921	851	-7.6%	-3.6%	922
후판	919	854	857	198	245	242	234	223	193	212	9.8%	-12.5%	226
냉연	1,612	1,612	1,620	396	412	402	402	403	391	400	2.2%	-0.6%	419
봉형강 ASP	686	645	659	719	707	691	630	634	647	647	0.0%	-6.4%	653
후판 ASP	783	699	696	783	779	792	778	749	669	677	1.2%	-14.5%	696
냉연 ASP	1,002	1,000	999	997	1,015	1,041	956	999	1,010	1,001	-0.8%	-3.8%	992
영업이익	134	241	175	30	70	44	-10	48	90	58	-35.8%	31.8%	45
이익률	2.6%	5.2%	3.6%	2.5%	5.2%	3.5%	-0.8%	4.3%	7.7%	5.1%	-2.7%p	1.6%p	3.7%

자료: 유안타증권

[표-2] 동국제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
매출액	5,658	5,350	5,716	1,375	1,495	1,430	1,358	1,228	1,302	1,380	6.0%	-3.5%	1,440
철강	5,495	5,060	5,259	1,333	1,449	1,377	1,336	1,213	1,271	1,248	-1.9%	-9.4%	1,327
(본사)	5,055	4,635	4,829	1,232	1,343	1,263	1,218	1,114	1,164	1,138	-2.2%	-9.9%	1,219
(본사 외)	440	425	430	102	106	114	118	99	107	110	2.2%	-4.0%	109
운송	470	464	465	112	121	122	114	114	117	117	-0.3%	-4.2%	116
무역	400	422	421	104	93	119	84	102	114	105	-8.3%	-11.8%	101
(기타 및 연결조정)	706	815	859	174	168	188	176	201	201	200	-	-	213
영업이익	165	275	208	48	79	57	-20	56	100	66	-34.0%	16.2%	53
이익률	2.9%	5.1%	3.6%	3.5%	5.3%	4.0%	-1.4%	4.6%	7.7%	4.8%	-2.9%p	0.8%p	3.7%
철강	141	254	188	29	72	47	-8	49	95	61	-36.3%	29.8%	48
이익률	2.6%	5.0%	3.6%	2.2%	5.0%	3.4%	-0.6%	4.1%	7.5%	4.9%	-2.6%p	1.5%p	3.6%
(본사)	134	241	175	30	70	44	-10	48	90	58	-35.8%	31.8%	45
(이익률)	2.6%	5.2%	3.6%	2.5%	5.2%	3.5%	-0.8%	4.3%	7.7%	5.1%	-2.7%p	1.6%p	3.7%
(본사 외)	7	12	13	-1	2	3	2	1	5	3	-45.3%	0.3%	3
(이익률)	1.5%	2.9%	3.0%	-0.8%	2.2%	2.5%	2.0%	1.1%	5.0%	2.7%	-2.3%p	0.1%p	2.7%
운송	4	4	4	3	3	3	-4	1	1	1	-3.9%	-69.5%	1
이익률	0.9%	0.8%	0.8%	2.3%	2.5%	2.4%	-3.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.0%p	-1.6%p	0.8%
무역	8	13	12	11	4	3	-10	4	2	3	64.0%	-2.7%	3
이익률	2.0%	3.0%	2.9%	10.7%	4.3%	2.7%	-12.3%	4.2%	1.6%	2.9%	1.3%p	0.3%p	3.2%
(기타 및 연결조정)	-12	-5	-4	-5	0	-4	-3	-2	-2	1	-	-	1
세전이익	-82	12	87	3	30	-63	-53	-120	83	32	-62.2%	흑전	16
이익률	-1.5%	0.2%	1.5%	0.2%	2.0%	-4.4%	-3.9%	-9.7%	6.4%	2.3%	-4.1%p	6.7%p	1.1%
지배순이익	-69	-24	62	4	21	-60	-33	-120	62	22	-64.3%	흑전	11
이익률	-1.2%	-0.5%	1.1%	0.3%	1.4%	-4.2%	-2.4%	-9.8%	4.8%	1.6%	-3.2%p	5.8%p	0.8%

자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

동국제강 (001230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	59,649	56,584	53,499	57,163	58,528
매출원가	54,833	51,503	47,581	51,665	52,792
매출총이익	4,816	5,082	5,918	5,498	5,736
판매비	3,367	3,436	3,168	3,422	3,504
영업이익	1,450	1,646	2,750	2,075	2,232
EBITDA	3,605	3,790	4,876	4,047	4,159
영업외손익	-4,720	-2,470	-2,634	-1,208	-1,129
외환관련손익	-492	-254	-408	0	0
이자손익	-1,014	-1,048	-908	-878	-799
관계기업관련손익	-1,642	-534	-1,100	0	0
기타	-1,572	-635	-218	-330	-330
법인세비용차감전순이익	-3,270	-825	115	867	1,103
법인세비용	-225	-8	342	217	276
계속사업순이익	-3,045	-817	-226	651	827
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,045	-817	-226	651	827
지배지분순이익	-2,979	-685	-244	622	791
포괄순이익	-3,377	-891	1,511	642	819
지배지분포괄이익	-3,301	-760	1,455	611	779

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	2,294	2,135	3,043	4,548	4,998
당기순이익	0	0	359	651	827
감가상각비	2,122	2,112	2,099	1,943	1,901
외환손익	203	-4	66	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	282	-749	-1,431	-340	-22
기타현금흐름	-313	776	1,949	2,294	2,292
투자활동 현금흐름	-730	-652	-1,289	-740	-740
투자자산	-334	-285	-536	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-619	-488	-662	-600	-600
유형자산 감소	54	24	2	0	0
기타현금흐름	169	97	-94	-140	-140
재무활동 현금흐름	-1,942	-1,008	-1,172	-1,370	-2,170
단기차입금	0	0	0	-1,200	-2,000
사채 및 장기차입금	-1,952	-838	-929	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-110	-2	-3	-3	-3
기타현금흐름	120	-167	-240	-166	-166
연결범위변동 등 기타	20	13	-921	-2,031	-1,703
현금의 증감	-357	488	-340	408	386
기초 현금	3,788	3,431	3,919	3,580	3,987
기말 현금	3,431	3,919	3,580	3,987	4,373
NOPLAT	1,450	1,646	2,750	2,075	2,232
FCF	3,169	2,537	-5,358	2,588	2,979

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

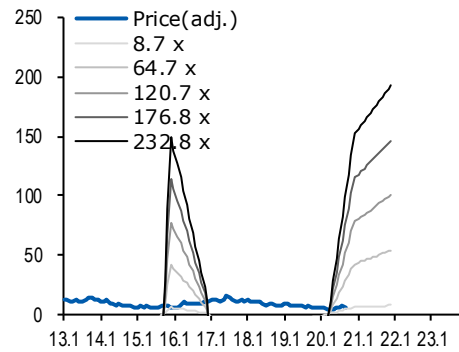
재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	21,739	19,408	19,905	20,322	21,074
현금및현금성자산	3,431	3,919	3,580	3,987	4,373
매출채권 및 기타채권	8,398	7,135	6,985	6,948	7,112
재고자산	8,794	7,751	8,422	8,468	8,670
비유동자산	35,564	34,982	35,026	33,654	32,327
유형자산	33,965	32,548	32,638	31,294	29,993
관계기업등 지분관련자산	249	279	306	306	306
기타투자자산	252	272	258	258	258
자산총계	57,302	54,390	54,930	53,976	53,401
유동부채	32,291	28,493	27,987	26,746	25,380
매입채무 및 기타채무	8,968	7,133	6,087	6,047	6,681
단기차입금	17,274	18,422	18,762	17,562	15,562
유동성장기부채	5,883	2,548	2,323	2,323	2,323
비유동부채	4,689	6,447	6,038	6,038	6,038
장기차입금	3,172	4,868	4,280	4,280	4,280
사채	539	350	50	50	50
부채총계	36,980	34,939	34,025	32,784	31,418
지배지분	19,257	18,497	19,878	20,151	20,942
자본금	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
자본잉여금	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017
이익잉여금	4,838	4,003	3,759	4,040	4,831
비지배지분	1,066	954	1,027	1,041	1,041
자본총계	20,322	19,451	20,905	21,192	21,983
순차입금	22,948	22,627	22,105	20,498	18,112
총차입금	26,997	26,884	26,070	24,870	22,870

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-3,121	-718	-256	652	829
BPS	20,372	19,568	21,484	21,779	22,633
EBITDAPS	3,778	3,972	5,110	4,240	4,358
SPS	62,504	59,292	56,059	59,899	61,329
DPS	0	0	0	0	0
PER	-3.0	-9.6	-24.8	9.7	7.7
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.1	8.0	6.0	6.8	6.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-1.4	-5.1	-5.5	6.8	2.4	
영업이익 증가율 (%)	-39.9	13.5	67.1	-24.5	7.5	
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	27.1	
매출총이익률 (%)	8.1	9.0	11.1	9.6	9.8	
영업이익률 (%)	2.4	2.9	5.1	3.6	3.8	
지배순이익률 (%)	-5.0	-1.2	-0.5	1.1	1.4	
EBITDA 마진 (%)	6.0	6.7	9.1	7.1	7.1	
ROIC	3.0	3.9	-13.0	3.7	4.2	
ROA	-5.0	-1.2	-0.4	1.1	1.5	
ROE	-14.3	-3.6	-1.3	3.1	3.8	
부채비율 (%)	182.0	179.6	162.8	154.7	142.9	
순차입금/자기자본 (%)	119.2	122.3	111.2	101.7	86.5	
영업이익/금융비용 (배)	1.4	1.5	2.9	2.2	2.6	

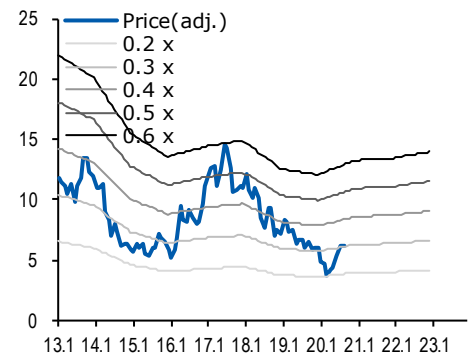
P/E band chart

(천원)

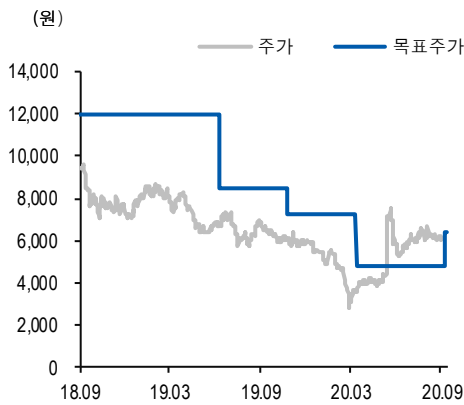


P/B band chart

(천원)



동국제강 (001230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-28	HOLD	6,400	1년		
2020-04-03	HOLD	4,800	1년	13.64	-
2019-11-15	BUY	7,200	1년	-29.11	-11.67
2019-07-02	BUY	8,500	1년	-24.40	-13.53
2018-07-05	BUY	12,000	1년	-35.29	-19.33

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.8
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-09-23

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.