



BUY(Upgrade)

목표주가: 10,000원

주가(11/16): 7,120원

시가총액: 6,795억원

철강금속/유ти리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/16)	2,543.03pt
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	7,560 원 -5.8%
등락률	2,780원 156.1%
수익률	절대 상대
1M	8.7% 0.1%
6M	81.2% 37.3%
1Y	16.2% -1.2%

Company Data

발행주식수	95,433 천주
일평균 거래량(3M)	753천주
외국인 지분율	28.2%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	19,190원
주요 주주	장세주 외 14 인
	26.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,965	5,658	5,203	5,572
영업이익	145	165	319	331
EBITDA	361	379	530	535
세전이익	-327	-82	30	208
순이익	-304	-82	-12	146
지배주주지분순이익	-298	-69	-11	140
EPS(원)	-3,121.1	-717.9	-114.4	1,464.9
증감률(%YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-2.3	-8.3	-62.2	4.9
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	8.6	7.8	5.5	5.1
영업이익률(%)	2.4	2.9	6.1	5.9
ROE(%)	-14.3	-3.6	-0.6	7.4
순부채비율(%)	113.1	117.2	112.9	96.9

Price Trend



3Q20 Review

동국제강 (001230)

이익체력 레벨 업!



3분기 영업이익은 857억원으로 키움증권 추정치 540억원과 컨센서스 567억원을 상회하며 3개분기 연속 어닝서프라이즈를 기록했습니다. 국내 철근수급상황을 감안 시 내년 및 내후년에도 동사의 봉형강 수익성도 올해 못지않은 호조가 지속될 것으로 판단합니다. 지분법 자회사 브라질 CSP의 수익성도 2분기를 바탕으로 회복세가 지속되고 있어 실적전망치와 목표주가를 상향하고 투자의견도 BUY로 상향합니다.

>>> 3분기 실적도 기대이상. 3개분기 연속 서프라이즈

3Q20 연결 영업이익은 857억원(-14%QoQ, +51%YoY)으로 키움증권 추정치 540억원과 컨센서스 567억원을 50% 이상 상회하며 3개분기 연속 어닝서프라이즈를 기록했다.

별도 영업이익은 693억원(-23%QoQ, +58%YoY)으로 키움증권 추정치 443억원을 크게 상회했는데, 1) 계절적 비수기에도 불구하고 봉형강 수익성이 예상보다 더 견조했고, 2) 재고관련해 일부 일회성이익 환입이 있었던 것으로 추정된다. 올해 국내 봉형강 수요는 과거와 비교해 그다지 좋지 못한 상황임에도 불구하고 봉형강을 중심으로 동사의 수익성은 확실히 한단계 Level Up 된 것으로 판단한다. 올해 2Q를 바탕으로 글로벌 철강업황이 회복기에 진입하면서 자회사 합산 영업이익도 164억원으로 2Q 97억원, 3Q19 128억원보다 개선되었다.

한편, 지분법적용 자회사인 브라질 CSP는 2Q를 저점으로 슬라브(Slab) 판매량이 회복되기 시작했고 슬라브가격도 상승반전해 영업적자 폭이 2Q -179억원에서 3Q -138억원으로 축소되었다. 글로벌 철강업황 개선에 따라 4Q 및 내년에도 추가적인 수익성개선이 기대된다.

>>> 2021년에도 철근 업황 호조는 지속, 투자의견 상향

2020년 국내 아파트 분양물량은 2년 연속 증가세를 이어가며 4년만에 40만호 돌파가 전망된다. 이에 따라 2021년 국내 철근수요는 올해보다 5~10% 증가가 예상된다. 한편 올해 대한제강의 YK스틸 인수로 국내 철근업체들의 가격협상력이 강화되었고 YK스틸이 2023년까지 당진으로 공장이전을 결정하면서 내년 및 내후년 철근 공급차질이 불가피할 전망이다. 따라서 2021년 및 2022년 국내 철근수급 상황은 올해보다 개선이 예상되며 동사의 봉형강 수익성도 올해 못지않은 호조가 지속될 것으로 판단한다.

한편, 슬라브 업황 개선과 함께 브라질 CSP의 수익성도 2Q20을 바탕으로 회복세가 지속되고 있어 올해 3Q누계로 본사가 인식한 -1,267억원의 지분법 손실도 2021년에는 손실폭이 대폭 축소될 것으로 기대된다.

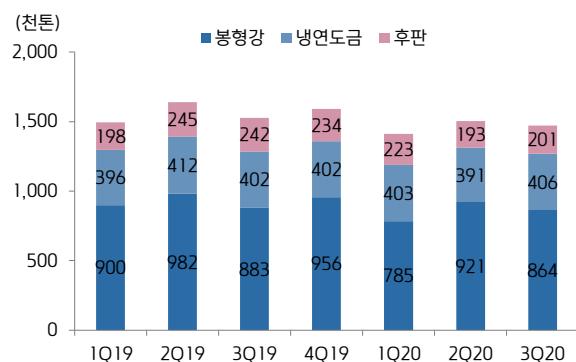
3Q20 실적과 최근 업황을 반영해 2020년 및 2021년 실적전망치를 상향하고 목표주가를 10,000원(12mf PBR 0.5X적용)으로 32% 상향, 투자의견도 BUY로 상향한다.

동국제강 3Q20 실적리뷰

(단위: 십억원)	3Q20	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY
매출액	1,297.5	1,258.4	3.1	1,289.0	0.7	1,301.9	-0.3	1,430.4	-9.3
별도	1,094.4	1,120.5	-2.3	1,129.5	-3.1	1,164.0	-6.0	1,263.0	-13.3
별도 외	203.1	137.9	47.3	159.5	27.4	137.9	47.3	167.4	
영업이익	85.7	54.0	58.7	56.7	51.1	99.8	-14.1	56.7	51.1
별도	69.3	44.3	56.5	56.8	22.1	90.1	-23.1	43.9	57.8
별도 외	16.4	9.7	68.7	-0.1	-25,705.0	9.7	68.7	12.8	28.0
영업이익률	6.6	4.3		4.4		7.7		4.0	
별도	6.3	4.0		5.0		7.7		3.5	
별도 외	8.1	7.0		0.0		7.0		7.6	
세전이익	61.4	-7.1	-964.5	29.0	111.8	83.3	-26.3	-62.6	-198.1
지분법손익	-16.7	0.0				-1.0	1,493.3	-54.1	-69.1
순이익	37.0	-5.3	-795.6	13.2	180.7	62.3	-40.5	-60.1	-161.6
지배순이익	36.5	-4.8	-855.2	21.5	69.9	62.4	-41.4	-60.1	-160.7

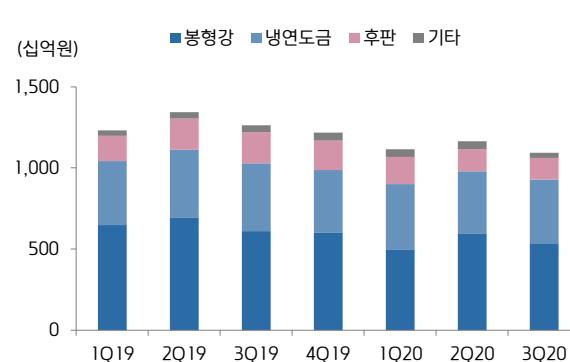
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 판매량



자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 매출액



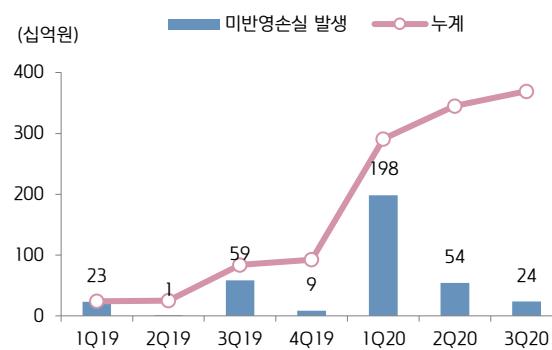
자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 판매량과 영업이익



자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 지분법적용 미반영손실



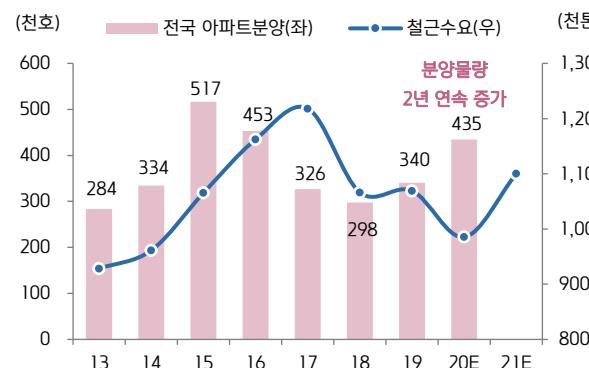
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
매출액	1,374.9	1,494.9	1,430.4	1,358.2	1,228	1,302	1,298	1,376
별도	1,231.6	1,343.1	1,263.0	1,166.2	1,114	1,164	1,094	1,173
별도 외	143.3	151.8	167.4	192.0	114	138	203	203
영업이익	48.3	79.2	56.7	-19.7	56	100	86	77
별도	30.2	69.9	43.9	-7.8	48	90	69	64
별도 외	18.1	9.3	12.8	-11.9	8	10	16	13
영업이익률	3.5	5.3	4.0	-1.4	4.6	7.7	6.6	5.6
별도	2.5	5.2	3.5	-0.7	4.3	7.7	6.3	5.5
별도 외	12.6	6.1	7.6	-6.2	7.0	7.0	8.1	6.4
세전이익	3.2	30.2	-62.6	-53.2	-120	83	61	5
지분법손익	-0.7	0.3	-54.1	-14.7	-109	-1	-17	-40
순이익	0.7	20.6	-60.1	-42.9	-121	62	37	10
지배순이익	3.7	20.8	-60.1	-46.1	-120	62	37	11

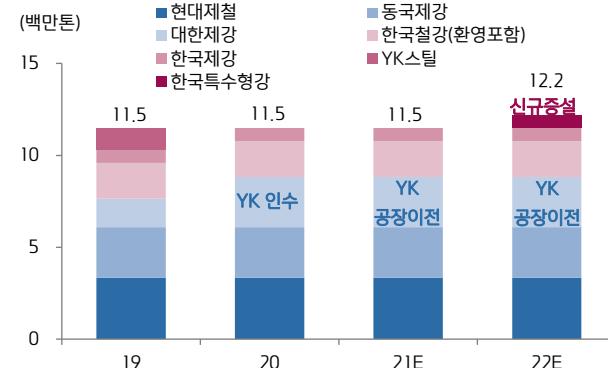
자료: 동국제강, 키움증권

국내 아파트 분양과 철근수요



자료: 부동산114, 한국철강협회, 키움증권

업체별 철근 생산능력



자료: 각사, 키움증권

동국제강 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,006.6	6,049.3	5,964.9	5,658.4	5,203.5	5,572.0	5,700.1
별도	4,465.0	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,545.4	4,759.6	4,887.8
별도 외	541.6	625.7	600.1	603.0	658.1	812.4	812.4
영업이익	256.6	241.3	145.0	164.6	319.1	330.9	336.0
별도	210.3	166.7	113.5	133.7	272.0	283.7	288.8
별도 외	46.3	74.6	31.4	30.8	47.2	47.2	47.2
영업이익률	5.1	4.0	2.4	2.9	6.1	5.9	5.9
별도	4.7	3.1	2.1	2.6	6.0	6.0	5.9
별도 외	8.5	11.9	5.2	5.1	7.2	5.8	5.8
세전이익	45.9	37.7	-327.0	-82.5	30.0	208.4	246.6
지분법손익	26.9	-162.6	-164.2	-53.4	-166.7	-30.0	0.0
순이익	70.8	4.8	-304.5	-81.7	-12.0	145.9	180.0
지배순이익	61.3	4.5	-297.9	-68.5	-10.9	139.8	172.5
지배주주 EPS(원)	643	47	-3,121	-718	-114	1,465	1,808
지배주주 BPS(원)	22,842	23,619	20,178	19,382	19,190	20,577	22,307
지배주주 ROE(%)	2.9	0.2	-14.3	-3.6	-0.6	7.4	8.4

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	5,151	5,379	5,203	5,572	1.0	3.6
별도	4,623	4,828	4,545	4,760	-1.7	-1.4
별도 외	528	551	658	812	24.7	47.3
영업이익	275	241	319	331	15.9	37.5
별도	238	204	272	284	14.1	39.4
별도 외	37	37	47	47	26.9	26.9
영업이익률	5.3	4.5	6.1	5.9		
별도	5.2	4.2	6.0	6.0		
별도 외	7.0	6.7	7.2	5.8		
세전이익	-79	48	30	208	흑전	333.3
지분법손익	-150	-30	-167	-30		
순이익	-59	36	-12	146	적축	304.4
지배순이익	-54	33	-11	140	적축	326.6
지배주주 EPS(원)	-565	343	-114	1,465	NA	326.6
지배주주 BPS(원)	18,739	19,004	19,190	20,577	2.4	8.3
지배주주 ROE(%)	-3.0	1.8	-0.6	7.4		

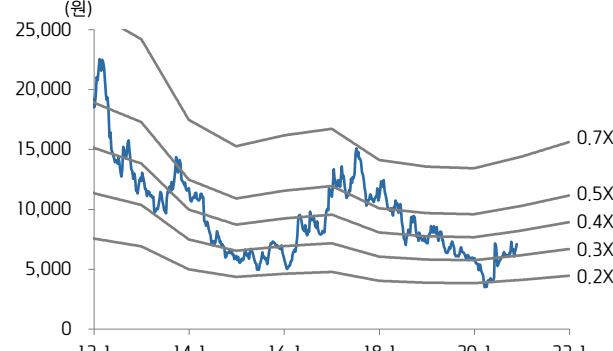
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강과 POSCO 주가비교



자료: Fn가이드, 키움증권

동국제강 12mf PBR 밴드



자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

동국제강 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	5,965	5,658	5,203	5,572	5,700
매출원가	5,483	5,150	4,562	4,909	5,022
매출총이익	482	508	642	663	678
판관비	337	344	323	332	342
영업이익	145	165	319	331	336
EBITDA	361	379	530	535	533
영업외손익	-472	-247	-289	-123	-89
이자수익	5	6	6	8	11
이자비용	106	110	86	86	86
외환관련이익	49	61	50	0	0
외환관련손실	98	86	78	0	0
증속 및 관계기업손익	-164	-53	-167	-30	0
기타	-158	-65	-14	-15	-14
법인세차감전이익	-327	-82	30	208	247
법인세비용	-23	-1	42	63	67
계속사업순손익	-304	-82	-12	146	180
당기순이익	-304	-82	-12	146	180
지배주주순이익	-298	-69	-11	140	173
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.4	-5.1	-8.0	7.1	2.3
영업이익 증감율	-39.9	13.8	93.3	3.8	1.5
EBITDA 증감율	-24.7	5.0	39.8	0.9	-0.4
지배주주순이익 증감율	-6,678.2	-76.8	-84.1	-1,372.7	23.6
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	23.4
매출총이익률(%)	8.1	9.0	12.3	11.9	11.9
영업이익률(%)	2.4	2.9	6.1	5.9	5.9
EBITDA Margin(%)	6.1	6.7	10.2	9.6	9.4
지배주주순이익률(%)	-5.0	-1.2	-0.2	2.5	3.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	229	213	288	289	361
당기순이익	0	0	-12	146	180
비현금항목의 가감	651	485	422	434	428
유형자산감가상각비	212	211	208	202	195
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분법평가손익	-164	-53	0	0	0
기타	600	324	212	230	231
영업활동자산부채증감	28	-75	83	-67	-23
매출채권및기타채권의감소	-6	119	57	-46	-16
재고자산의감소	-107	54	62	-50	-18
매입채무및기타채무의증가	45	-141	-37	30	10
기타	96	-107	1	-1	1
기타현금흐름	-450	-197	-205	-224	-224
투자활동 현금흐름	-73	-65	-212	-142	-112
유형자산의 취득	-62	-49	-70	-70	-70
유형자산의 처분	5	2	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	170	-5	-100	-30	0
단기금융자산의감소(증가)	-30	28	0	0	0
기타	-156	-41	-42	-42	-42
재무활동 현금흐름	-194	-101	-17	-17	-17
차입금의 증가(감소)	-195	-84	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	12	0	0	0	0
배당금지급	-11	0	0	0	0
기타	0	-17	-17	-17	-17
기타현금흐름	2	1	45	45	45
현금 및 현금성자산의 순증가	-36	49	104	175	276
기초현금 및 현금성자산	379	343	392	496	671
기말현금 및 현금성자산	343	392	496	671	948

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,174	1,941	1,925	2,198	2,508
현금 및 현금성자산	343	392	496	671	948
단기금융자산	62	34	34	34	34
매출채권 및 기타채권	840	713	656	703	719
재고자산	879	775	713	763	781
기타유동자산	50.0	27.0	26.0	27.0	26.0
비유동자산	3,556	3,498	3,458	3,353	3,226
투자자산	50	55	155	185	185
유형자산	3,396	3,255	3,116	2,984	2,859
무형자산	76	52	50	48	46
기타비유동자산	34	136	137	136	136
자산총계	5,730	5,439	5,383	5,551	5,734
유동부채	3,229	2,849	2,813	2,842	2,853
매입채무 및 기타채무	897	713	677	706	717
단기금융부채	2,319.4	2,113.6	2,113.6	2,113.6	2,113.6
기타유동부채	13	22	22	22	22
비유동부채	469	645	645	645	645
장기금융부채	384.0	591.4	591.4	591.4	591.4
기타비유동부채	85	54	54	54	54
부채총계	3,698	3,494	3,457	3,487	3,497
자자지분	1,926	1,850	1,831	1,964	2,129
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	102	102	102	102	102
기타자본	844	844	844	844	844
기타포괄손익누계액	-93	-85	-93	-100	-108
이익잉여금	484	400	389	529	702
비지배지분	107	95	94	100	108
자본총계	2,032	1,945	1,926	2,064	2,237

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-3,121	-718	-114	1,465	1,808
BPS	20,178	19,382	19,190	20,577	22,307
CFPS	3,635	4,225	4,292	6,073	6,368
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-2.3	-8.3	-62.2	4.9	3.9
PER(최고)	-4.1	-12.2	-77.2		
PER(최저)	-2.2	-7.7	-24.3		
PBR	0.36	0.31	0.37	0.35	0.32
PBR(최고)	0.64	0.45	0.46		
PBR(최저)	0.34	0.28	0.14		
PSR	0.12	0.10	0.13	0.12	0.12
PCFR	2.0	1.4	1.7	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.6	7.8	5.5	5.1	4.6
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.2	-1.5	-0.2	2.7	3.2
ROE	-14.3	-3.6	-0.6	7.4	8.4
ROIC	2.1	3.5	-3.1	5.9	6.4
매출채권회전율	7.1	7.3	7.6	8.2	8.0
재고자산회전율	7.2	6.8	7.0	7.5	7.4
부채비율	182.0	179.6	179.5	168.9	156.4
순차입금비율	113.1	117.2	112.9	96.9	77.0
이자보상배율	1.4	1.5	3.7	3.8	3.9
총차입금	2,703	2,705	2,705	2,705	2,705
순차입금	2,299	2,279	2,175	2,000	1,723
NOPLAT	361	379	530	535	533
FCF	281	242	96	299	349

Compliance Notice

- 당사는 11월 16일 현재 '동국제강(001230)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	고리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동국제강 (001230)	2019/01/03	Marketperform(Maintain)	8,000 원	6 개월	-1.93	8.50
	2019/05/24	Buy(Upgrade)	8,000 원	6 개월	-5.42	8.50
	2019/07/12	Buy(Maintain)	9,000 원	6 개월	-26.40	-18.33
	2019/08/16	Buy(Maintain)	8,000 원	6 개월	-25.22	-13.50
	2020/02/18	Marketperform (Downgrade)	5,400 원	6 개월	-9.20	40.00
	2020/08/18	Outperform(Upgrade)	7,500 원	6 개월	-16.71	-7.47
	2020/10/08	Outperform(Maintain)	7,600 원	6 개월	-12.49	-3.95
	2020/11/17	Buy(Upgrade)	10,000 원			

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%