



BUY(Maintain)

목표주가: 14,000원(상향)

주가(3/19): 10,950원

시가총액: 10,450억원



철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/19)	3,039.53pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	10,950 원
등락률	0.0%
수익률	절대
1M	29.4%
6M	76.3%
1Y	293.9%
	상대
	32.3%
	39.9%
	88.9%

Company Data

발행주식수	95,433 천주
일평균 거래량(3M)	1,525천주
외국인 지분율	25.8%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	19,986원
주요 주주	장세주 외 14 인
	26.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,965	5,658	5,206	5,559
영업이익	145	165	295	352
EBITDA	361	379	505	556
세전이익	-327	-82	128	218
순이익	-304	-82	69	152
지배주주지분순이익	-298	-69	65	151
EPS(원)	-3,121.1	-717.9	682.1	1,577.3
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	131.2
PER(배)	-2.3	-8.3	16.1	6.9
PBR(배)	0.4	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.6	7.8	5.9	5.4
영업이익률(%)	2.4	2.9	5.7	6.3
ROE(%)	-14.3	-3.6	3.5	7.6
순부채비율(%)	113.1	117.2	104.3	88.7

Price Trend



☑ 4Q20 Review

동국제강 (001230)

브라질 Risk 대폭 완화



4분기 실적은 본사가 예상보다는 부진해 아쉬웠지만 자회사 브라질 CSP가 드라마틱한 실적개선을 보여준 점은 긍정적입니다. 동사의 주가는 작년 2분기 이후 꾸준히 상승했지만 올해 상반기는 철근과 냉연을 중심으로 강력한 이익모멘텀이 기대되고, 수익성이 완벽히 정상화된 브라질 CSP 리스크도 크게 완화되어 여전히 긍정적 접근이 가능합니다. 목표주가를 14,000원으로 상향하고 투자의견 Buy를 유지합니다.

>>> 4분기 본사는 아쉬웠지만 브라질 CSP는 서프라이즈

4Q20 연결 영업이익은 530억원(-38%QoQ, 흑전YoY)으로 키움증권 추정치 775억원과 컨센서스 762억원을 하회했다.

별도 영업이익이 412억원으로 키움증권 추정치 644억원을 하회했는데 1) 봉형강 수익성은 여전히 견조했지만 고철가격 상승으로 예상보다는 다소 부진했고, 2) 열연가격 상승과 원달러환율을 급락으로 수출비중이 높은 냉연도금 수익성도 연중 최저수준으로 하락해 기대에는 미치지 못했던 것으로 추정한다.

하지만, 지분법적용 자회사인 브라질 CSP는 슬라브 판매량과 가격이 동시에 회복되면서 매출액 3,986억원(+24%QoQ), 영업이익 502억원(3Q -138억원에서 흑자전환)으로 드라마틱한 실적개선을 보여주었다. 4Q 실적에 힘입어 연간 영업이익도 196억원으로 흑자전환에 성공했는데(19년 -1,073억원) 글로벌 철강업황 개선에 따라 2021년에도 추가적인 수익성개선이 기대된다.

한편, 염가매수차익 543억원, 매각예정비유동자산 처분이익 113억원 등 일부 일회성 기타수익이 발생해 세전이익 및 순이익은 예상치를 상회했다.

>>> 2021년 상반기 강력한 이익모멘텀 기대, 목표주가 상향

2020년 국내 아파트 분양물량은 36만호(+8%YoY)으로 2년 연속 증가해 2021년 국내 철근수요는 올해보다 5~10% 증가가 예상된다. 한편, 2020년 대한제강의 YK스틸 인수 및 YK스틸 공장이전 결정으로 국내 철근업체들의 가격협상력이 한층 강화되었고, 올해 2월말 중소형 철근업체인 한국제강의 1 압연공장(캐파 70만톤) 화재로 한달이상의 생산차질이 불가피해 상반기 타이트한 수급과 함께 동사를 비롯한 국내 철근업체들의 수익성 개선이 기대된다.

또한 POSCO가 올해 초부터 3월까지 국내 열연 및 냉연도금가격을 최대 20만원 인상했고 4월에도 추가인상을 추진하고 있어 동사의 냉연도금 수익성도 최소 올해 2분기까지는 호조가 예상된다.

한편, 동사 주가의 Discount 요인이었던 브라질 CSP는 4Q20 완벽한 수익성 정상화로 올해 연간 영업이익 1,500억원 ~ 2,000억원은 가시권에 있고, 고질적인 외화평가손실 문제도 최근 브라질 해알화 안정으로 올해부터 추가적인 평가손실반영 가능성은 낮아져 동사 주가에도 긍정적 영향이 기대된다.

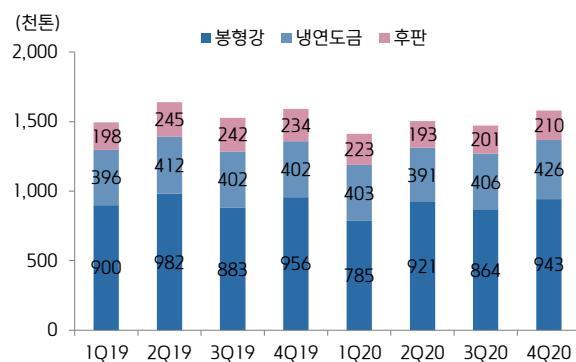
2021년 실적전망 상향과 브라질 CSP Risk 완화를 감안해 목표주가를 14,000원(12mf PBR 0.65X적용)으로 상향하고 투자의견도 BUY를 유지한다.

동국제강 4Q20 실적리뷰

(단위: 십억원)	4Q20	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q20	%QoQ	4Q19	%YoY
매출액	1,378.4	1,375.7	0.2	1,360.3	1.3	1,297.5	6.2	1,358.2	1.5
별도	1,215.9	1,172.6	3.7	1,181.0	3.0	1,119.4	8.6	1,166.2	4.3
별도 외	162.5	203.1	-20.0	179.3	-9.3	178.1	-8.8	192.0	
영업이익	53.0	77.5	-31.5	76.2	-30.4	85.7	-38.1	-19.7	흑전
별도	41.2	64.4	-36.1	66.0	-37.6	69.3	-40.6	-7.8	흑전
별도 외	11.9	13.1	-9.0	10.2	16.4	16.4	-27.5	-11.9	흑전
영업이익률	3.8	5.6		5.6		6.6		-1.4	
별도	3.4	5.5		5.6		6.2		-0.7	
별도 외	7.3	6.4		5.7		9.2		-6.2	
세전이익	102.7	5.0	1,941.2	38.0	170.2	61.4	67.2	-53.2	흑전
지분법손익	-0.9	-40.0	적축			-16.7	적축	-14.7	적축
순이익	91.0	9.5	857.6	29.9	204.6	37.0	145.6	-42.9	흑전
지배순이익	86.6	10.6	718.5	18.1	379.3	36.5	137.0	-46.1	흑전

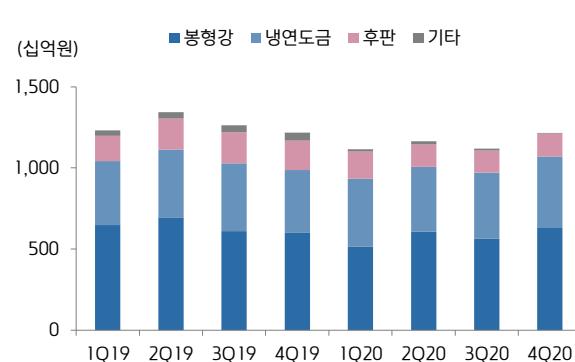
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 판매량



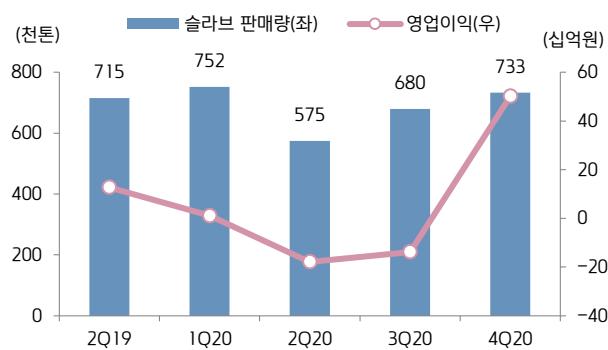
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 매출액



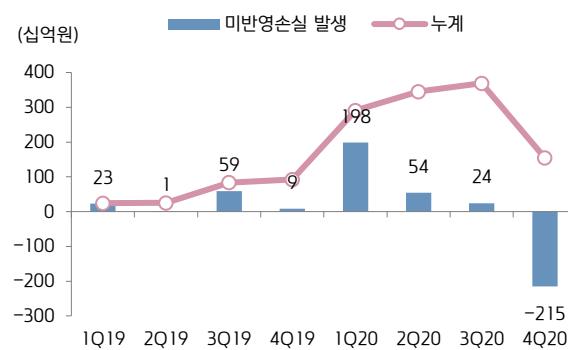
자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 판매량과 영업이익



자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 지분법적용 미반영손실



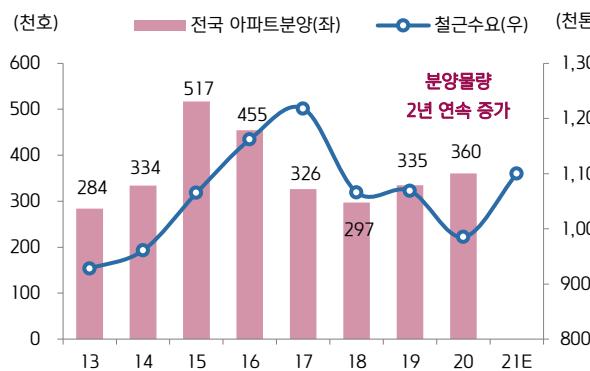
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,228.4	1,301.9	1,297.5	1,378.4	1,340.2	1,455.1	1,352.8	1,410.5
별도	1,114.4	1,164.0	1,119.4	1,215.9	1,177.6	1,292.6	1,190.3	1,248.0
별도 외	114.0	137.9	178.1	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5
영업이익	56.2	99.8	85.7	53.0	65.6	123.0	67.9	95.4
별도	48.1	90.1	69.3	41.2	54.1	111.5	56.4	83.9
별도 외	8.0	9.7	16.4	11.9	11.5	11.5	11.5	11.5
영업이익률	4.6	7.7	6.6	3.8	4.9	8.5	5.0	6.8
별도	4.3	7.7	6.2	3.4	4.6	8.6	4.7	6.7
별도 외	7.0	7.0	9.2	7.3	7.1	7.1	7.1	7.1
세전이익	-119.7	83.3	61.4	102.7	33.4	89.0	34.1	61.3
지분법손익	-109.0	-1.0	-16.7	-0.9	-7.2	-7.6	-7.6	-7.6
순이익	-120.8	62.3	37.0	91.0	23.4	62.3	23.8	42.9
지배순이익	-120.4	62.4	36.5	86.6	23.1	61.5	23.5	42.4

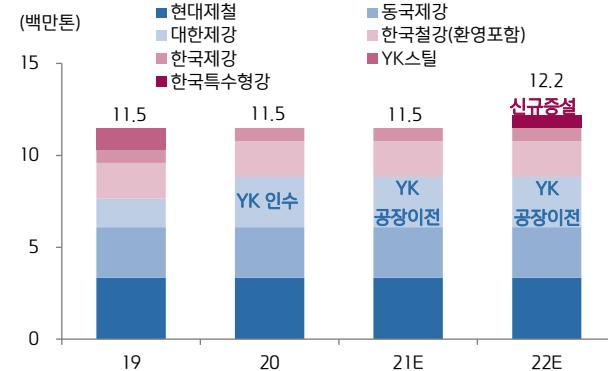
자료: 동국제강, 키움증권

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	2020	2021E	2022E
매출액	5,006.6	6,049.3	5,964.9	5,658.4	5,206.2	5,558.6	5,659.8
별도	4,465.0	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,613.7	4,908.5	5,009.8
별도 외	541.6	625.7	600.1	603.0	592.5	650.1	650.1
영업이익	256.6	241.3	145.0	164.6	294.7	351.9	328.1
별도	210.3	166.7	113.5	133.7	248.7	305.9	282.1
별도 외	46.3	74.6	31.4	30.8	46.0	46.0	46.0
영업이익률	5.1	4.0	2.4	2.9	5.7	6.3	5.8
별도	4.7	3.1	2.1	2.6	5.4	6.2	5.6
별도 외	8.5	11.9	5.2	5.1	7.8	7.1	7.1
세전이익	45.9	37.7	-327.0	-82.5	127.7	217.8	227.1
지분법손익	26.9	-162.6	-164.2	-53.4	-127.6	-30.0	0.0
순이익	70.8	4.8	-304.5	-81.7	69.5	152.5	165.8
지배순이익	61.3	4.5	-297.9	-68.5	65.1	150.5	163.7
지배주주 EPS(원)	643	47	-3,121	-718	682	1,577	1,715
지배주주 BPS(원)	22,842	23,619	20,178	19,382	19,986	21,486	23,123
지배주주 ROE(%)	2.9	0.2	-14.3	-3.6	3.5	7.6	7.7

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	5,203	5,572	5,206	5,559	0.1	-0.2
별도	4,545	4,760	4,614	4,909	1.5	3.1
별도 외	658	812	593	650	-10.0	-20.0
영업이익	319	331	295	352	-7.7	6.3
별도	272	284	249	306	-8.6	7.8
별도 외	47	47	46	46	-2.5	-2.5
영업이익률	6.1	5.9	5.7	6.3		
별도	6.0	6.0	5.4	6.2		
별도 외	7.2	5.8	7.8	7.1		
세전이익	30	208	128	218	325.0	4.5
지분법손익	-167	-30	-128	-30		
순이익	-12	146	69	152	흑전	4.5
지배순이익	-11	140	65	151	흑전	7.7
지배주주 EPS(원)	-114	1,465	682	1,577	NA	7.7
지배주주 BPS(원)	19,190	20,577	19,986	21,486	4.2	4.4
지배주주 ROE(%)	-0.6	7.4	3.5	7.6		

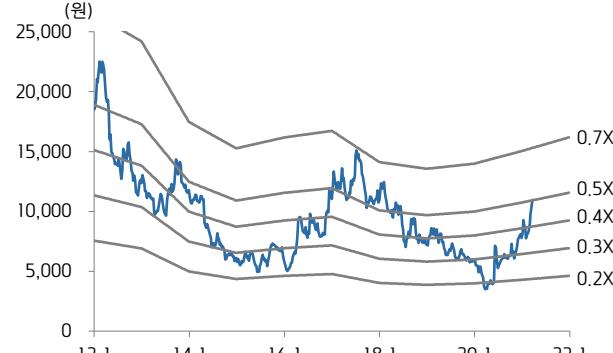
자료: 동국제강, 키움증권

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	5,206	5,559	5,660
매출원가	5,483	5,150	4,589	4,874	4,989
매출총이익	482	508	617	684	670
판관비	337	344	323	332	342
영업이익	145	165	295	352	328
EBITDA	361	379	505	556	525
영업외손익	-472	-247	-167	-134	-101
이자수익	5	6	7	9	12
이자비용	106	110	86	86	86
외환관련이익	49	61	102	0	0
외환관련손실	98	86	101	0	0
증속 및 관계기업손익	-164	-53	-128	-30	0
기타	-158	-65	39	-27	-27
법인세차감전이익	-327	-82	128	218	227
법인세비용	-23	-1	58	65	61
계속사업순손익	-304	-82	69	152	166
당기순이익	-304	-82	69	152	166
지배주주순이익	-298	-69	65	151	164
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.4	-5.1	-8.0	6.8	1.8
영업이익 증감율	-39.9	13.8	78.8	19.3	-6.8
EBITDA 증감율	-24.7	5.0	33.2	10.1	-5.6
지배주주순이익 증감율	-6,678.2	-76.8	-194.2	132.3	8.6
EPS 증감율	적전	적지	흑전	131.2	8.8
매출총이익률(%)	8.1	9.0	11.9	12.3	11.8
영업이익률(%)	2.4	2.9	5.7	6.3	5.8
EBITDA Margin(%)	6.1	6.7	9.7	10.0	9.3
지배주주순이익률(%)	-5.0	-1.2	1.2	2.7	2.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,174	1,941	2,007	2,285	2,578
현금 및 현금성자산	343	392	577	762	1,029
단기금융자산	62	34	34	34	34
매출채권 및 기타채권	840	713	656	701	714
재고자산	879	775	713	761	775
기타유동자산	50.0	27.0	27.0	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	5,465	5,638	5,805
유동부채	3,229	2,849	2,813	2,841	2,849
매입채무 및 기타채무	897	713	677	705	713
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	3,486	3,494
자본지분	1,926	1,850	1,907	2,050	2,207
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	465	616	780
비지배지분	107	95	100	102	104
자본총계	2,032	1,945	2,007	2,152	2,311

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	229	213	369	299	351
당기순이익	0	0	69	152	166
비현금항목의 가감	651	485	437	435	421
유형자산감가상각비	212	211	208	202	195
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분평평손익	-164	-53	0	0	0
기타	600	324	227	231	224
영업활동자산부채증감	28	-75	83	-64	-18
매출채권및기타채권의감소	-6	119	57	-44	-13
재고자산의감소	-107	54	62	-48	-14
매입채무및기타채무의증가	45	-141	-36	28	8
기타	96	-107	0	0	1
기타현금흐름	-450	-197	-220	-224	-218
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	185	185	267
기초현금 및 현금성자산	379	343	392	577	762
기말현금 및 현금성자산	343	392	577	762	1,029

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-3,121	-718	682	1,577	1,715
BPS	20,178	19,382	19,986	21,486	23,123
CFPS	3,635	4,225	5,306	6,161	6,154
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-2.3	-8.3	16.1	6.9	6.4
PER(최고)	-4.1	-12.2	12.9		
PER(최저)	-2.2	-7.7	4.1		
PBR	0.36	0.31	0.55	0.51	0.47
PBR(최고)	0.64	0.45	0.44		
PBR(최저)	0.34	0.28	0.14		
PSR	0.12	0.10	0.20	0.19	0.18
PCFR	2.0	1.4	2.1	1.8	1.8
EV/EBITDA	8.6	7.8	5.9	5.4	5.2
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	1.3	2.7	2.9
ROE	-14.3	-3.6	3.5	7.6	7.7
ROIC	2.1	3.5	3.9	6.3	6.2
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	172.3	162.0	151.2
순차입금비율	113.1	117.2	104.3	88.7	71.1
이자보상배율	1.4	1.5	3.4	4.1	3.8
총차입금	2,703	2,705	2,705	2,705	2,705
순차입금	2,299	2,279	2,094	1,909	1,642
NOPLAT	361	379	505	556	525
FCF	281	242	383	316	348

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 3월 21일 현재 '동국제강(001230)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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.

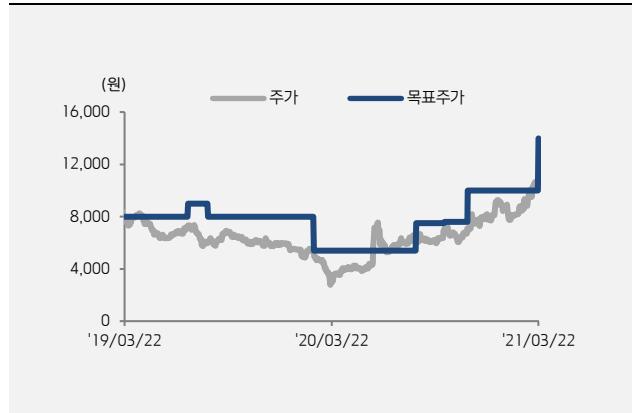
고지사항

- 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)	2019/05/24	Buy(Upgrade)	8,000 원	6 개월	-16.68	-9.88
	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	-12.46	-3.95
	2020/11/17	Buy(Upgrade)	10,000 원	6 개월	-14.94	6.50
	2021/03/22	Buy(Upgrade)	14,000 원	6 개월		

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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%