



Outperform(Downgrade)

목표주가: 28,000원(상향)

주가(5/18): 25,250원

시가총액: 24,097억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/18)		3,173.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	26,950 원	3,925원
등락률	-6.3%	543.3%
수익률	절대	상대
1M	29.2%	30.2%
6M	263.8%	191.9%
1Y	543.3%	292.7%

Company Data

발행주식수	95,433 천주
일평균 거래량(3M)	3,420천주
외국인 지분율	23.7%
배당수익률(21E)	2.0%
BPS(21E)	22,829원
주요 주주	정세주 외 13 인 26.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,658	5,206	6,149	6,073
영업이익	165	295	416	366
EBITDA	379	510	624	570
세전이익	-82	128	284	276
순이익	-82	69	202	201
지배주주지분순이익	-69	65	192	191
EPS(원)	-717.9	682.1	2,009.7	2,006.5
증감률(%YoY)	적지	흑전	194.6	-0.2
PER(배)	-8.3	11.9	12.6	12.6
PBR(배)	0.3	0.4	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.8	5.4	6.9	7.1
영업이익률(%)	2.9	5.7	6.8	6.0
ROE(%)	-3.6	3.4	9.1	8.5
순부채비율(%)	117.2	87.2	77.5	61.5

Price Trend



동국제강 (001230)

본사와 CSP 모두 놀라운 실적개선



1분기 연결 영업이익은 1,094억원으로 5년래 최대치를 기록하며 예상치를 크게 상회했고 지분법 자회사 브라질 CSP도 영업이익 1,541억원(+207%QoQ), 영업이익률 39.0%의 놀라운 실적을 기록했습니다. 하반기부터 냉연도금 수익성은 다소 위축될 수 있겠지만 주력제품인 철근이 올해와 내년 역대급 호황에 진입해 내년까지도 견조한 실적을 뒷받침할 전망이다. 목표주가를 28,000원으로 상향합니다.

>>> 1분기는 본사와 CSP 모두 완벽한 어닝서프라이즈

1Q21 연결 영업이익은 1,094억원(+106%QoQ, +95%YoY)으로 2Q16 1,118억원이후 최대치를 기록하며 키움증권 추정치 685억원과 컨센서스 746억원을 크게 상회했다.

별도 영업이익이 1,023억원(+148%QoQ, +113%YoY)으로 키움증권 추정치 570억원과 컨센서스 640억원을 크게 상회했는데 1) 글로벌 철강시황 호조와 적극적 가격인상으로 냉연도금 및 형강 수익성이 예상보다 훨씬 가파르게 개선되었고, 2) 고철과 슬라브 가격 상승에도 철근과 후판 수익성이 예상보다 견조했기 때문이다.

지분법적용 자회사인 브라질 CSP도 북미지역의 가파른 슬라브가격 상승에 힘입어 영업이익 1,541억원(+207%QoQ), 영업이익률 39.0%의 놀라운 실적을 기록했다. 다만, CSP의 실적호조에 기존에 미반영했던 지분법손실과 마지막 유상증자 납입에 따라 -393억원의 지분법손실을 반영했다. 1Q21말 현재 CSP 지분법손실 미반영 누적금액은 1,568억원이다(2020년말 1,543억원).

>>> 역대급 철근업황 호조로 내년까지 양호한 실적 기대

올해 및 내년 국내 철근 업황은 역대급의 호황이 기대되는데, 1) 작년과 올해 국내 아파트분양시장 호조에 따라 분양에 후행하는 철근수요는 올해/내년 개선이 확실시되고, 2) 2020년 대한제강의 YK스틸 인수 및 YK스틸 공장 이전으로 국내 철근업체들의 가격협상력이 한층 강화되었으며, 3) 올해 5월부터 중국이 철근수출 증치세환급율을 기존 13%에서 0%로 인하여 중국산 철근가격 경쟁력이 급락해 극도로タイト한 철근 공급상황이 예상되기 때문이다.

반면, 하반기 냉연도금 수익성은 상반기보다는 위축이 예상되는데 중국이 열연강판 및 코일에 대해서는 수출증치세 환급율 13%에서 0%로 인하했지만 냉연/도금은 강판만 0%로 인하하고 코일(coil)은 기존 13%를 유지하기로 결정했기 때문이다. 소재인 열연가격 상승으로 일부 원가부담 상승이 예상된다.

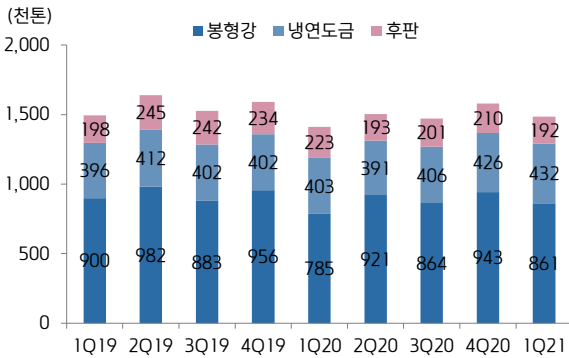
한편, 수익성이 완벽히 정상화된 브라질 CSP는 향후 브라질 해일화 하락에 따른 고질적인 외화평가손실만 아니라면 더 이상 동사의 실적과 주가의 Discount 요인이 되지는 않을 전망이다. 2021년 실적전망 상향으로 목표주가를 28,000원(12mf PBR 1.2X)으로 상향한다. 단 최근 단기간에 급등한 주가와 Valuation 매력 하락을 감안해 투자의견은 Outperform을 제시한다.

동국제강 1Q21 실적리뷰

(단위: 십억원)	1Q21	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q20	%QoQ	1Q20	%YoY
매출액	1,395.8	1,379.1	1.2	1,374.8	1.5	1,378.4	1.3	1,228.4	13.6
별도	1,301.6	1,216.5	7.0	1,233.3	5.5	1,215.9	7.0	1,114.4	16.8
별도 외	94.2	162.5	-42.0	141.5	-33.4	162.5	-42.0	114.0	
영업이익	109.4	68.5	59.7	74.6	46.6	53.0	106.3	56.2	94.8
별도	102.3	57.0	79.4	64.0	59.8	41.2	148.4	48.1	112.5
별도 외	7.1	11.5	-37.9	10.6	-32.7	11.9	-39.8	8.0	-11.0
영업이익률	7.8	5.0		5.4		3.8		4.6	
별도	7.9	4.7		5.2		3.4		4.3	
별도 외	7.6	7.1		7.5		7.3		7.0	
세전이익	48.2	43.0	12.0	33.3	44.5	102.7	-53.1	-119.7	-140.2
지분법손익	-39.3	0.0				-0.9		-109.0	적축
순이익	27.6	31.6	-12.7	25.2	9.3	91.0	-69.7	-120.8	흑전
지배순이익	25.1	31.2	-19.5	32.7	-23.4	86.6	-71.0	-120.4	흑전

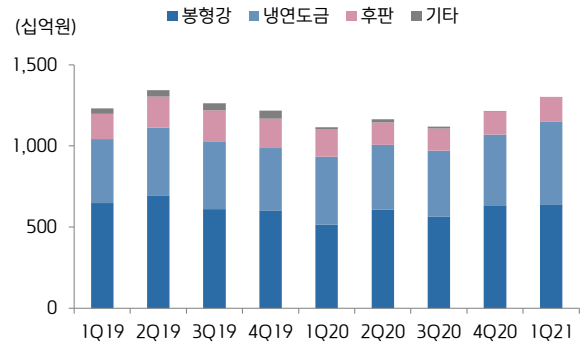
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 판매량



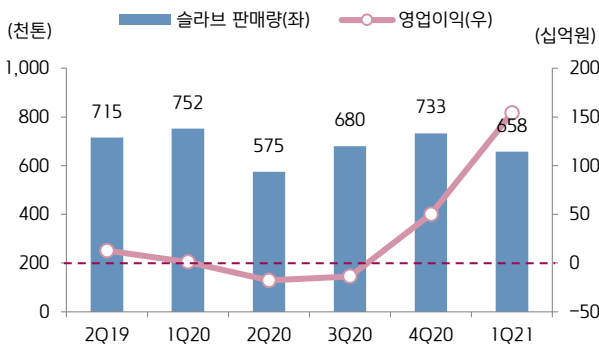
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 매출액



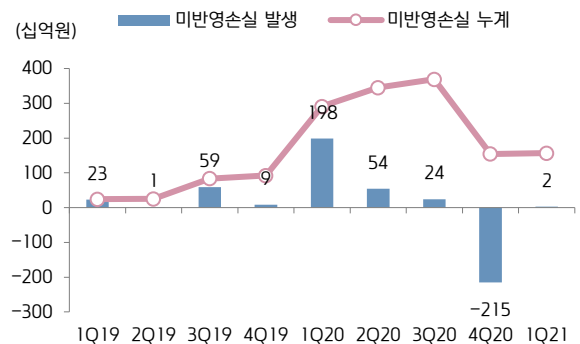
자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 판매량과 영업이익



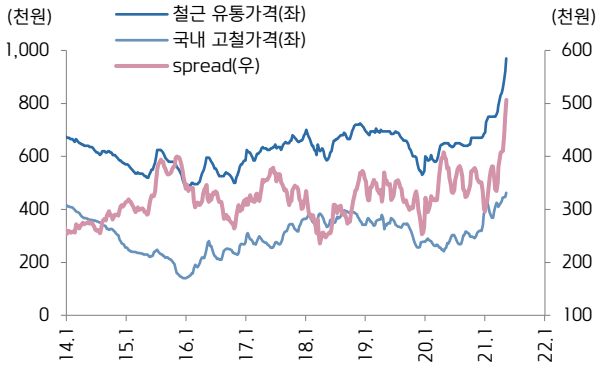
자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 지분법적용 미반영손실



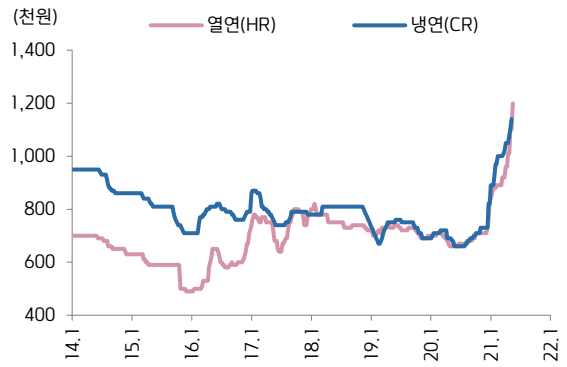
자료: 동국제강, 키움증권

국내 철근 유통가격과 고철가격 spread



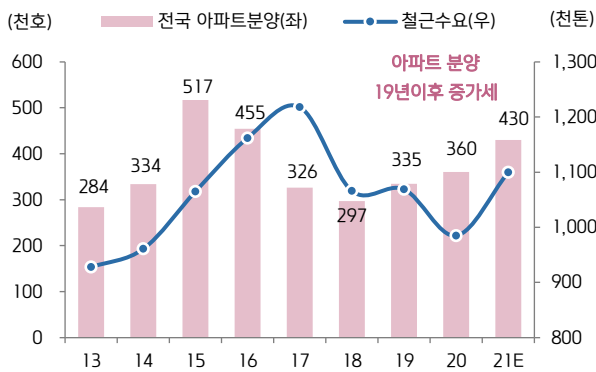
자료: 스틸데일리, 키움증권

국내 판재류 유통가격



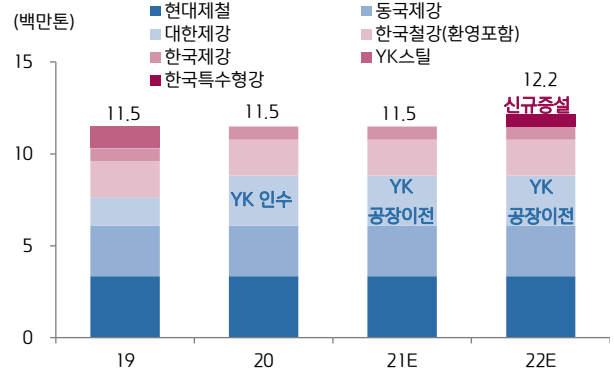
자료: 스틸데일리, 키움증권

국내 아파트 분양과 철근수요



자료: 부동산114, 한국철강협회, 키움증권

업체별 철근 생산능력



자료: 각사, 키움증권

동국제강 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,228.4	1,301.9	1,297.5	1,378.4	1,395.8	1,606.4	1,550.7	1,595.9
별도	1,114.4	1,164.0	1,119.4	1,215.9	1,301.6	1,512.2	1,456.5	1,501.7
별도 외	114.0	137.9	178.1	162.5	94.2	94.2	94.2	94.2
영업이익	56.2	99.8	85.7	53.0	109.4	135.9	76.1	95.0
별도	48.1	90.1	69.3	41.2	102.3	124.4	64.6	83.5
별도 외	8.0	9.7	16.4	11.9	7.1	11.5	11.5	11.5
영업이익률	4.6	7.7	6.6	3.8	7.8	8.5	4.9	6.0
별도	4.3	7.7	6.2	3.4	7.9	8.2	4.4	5.6
별도 외	7.0	7.0	9.2	7.3	7.6	12.2	12.2	12.2
세전이익	-119.7	83.3	61.4	102.7	48.2	112.2	52.5	71.3
지분법손익	-109.0	-1.0	-16.7	-0.9	-39.3	0.0	0.0	0.0
순이익	-120.8	62.3	37.0	91.0	27.6	83.4	38.9	51.9
지배순이익	-120.4	62.4	36.5	86.6	25.1	80.8	36.6	49.3

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,049.3	5,964.9	5,658.4	5,206.2	6,148.8	6,073.1	6,156.0
별도	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,613.7	5,772.0	5,696.3	5,779.2
별도 외	625.7	600.1	603.0	592.5	376.8	376.8	376.8
영업이익	241.3	145.0	164.6	294.7	416.4	366.3	339.9
별도	166.7	113.5	133.7	248.7	374.8	324.7	298.2
별도 외	74.6	31.4	30.8	46.0	41.6	41.6	41.6
영업이익률	4.0	2.4	2.9	5.7	6.8	6.0	5.5
별도	3.1	2.1	2.6	5.4	6.5	5.7	5.2
별도 외	11.9	5.2	5.1	7.8	11.1	11.1	11.1
세전이익	37.7	-327.0	-82.5	127.7	284.1	275.9	251.6
지분법손익	-162.6	-164.2	-53.4	-127.6	-39.3	0.0	0.0
순이익	4.8	-304.5	-81.7	69.5	201.7	201.4	183.7
지배순이익	4.5	-297.9	-68.5	65.1	191.8	191.5	173.7
지배주주 EPS(원)	47	-3,121	-718	682	2,010	2,007	1,820
지배주주 BPS(원)	23,619	20,178	19,382	21,305	22,829	24,351	25,686
지배주주 ROE(%)	0.2	-14.3	-3.6	3.4	9.1	8.5	7.3

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,854.0	6,014.8	6,148.8	6,073.1	5.0	1.0
별도	5,204.0	5,364.7	5,772.0	5,696.3	10.9	6.2
별도 외	650.1	650.1	376.8	376.8	-42.0	-42.0
영업이익	382.8	363.6	416.4	366.3	8.8	0.7
별도	336.8	317.6	374.8	324.7	11.3	2.2
별도 외	46.0	46.0	41.6	41.6	-9.5	-9.5
영업이익률	6.5	6.0	6.8	6.0		
별도	6.5	5.9	6.5	5.7		
별도 외	7.1	7.1	11.1	11.1		
세전이익	244.1	257.3	284.1	275.9	16.4	7.2
지분법손익	-30.0	0.0	-39.3	0.0		
순이익	170.9	187.8	201.7	201.4	18.1	7.2
지배순이익	168.7	185.4	191.8	191.5	13.7	3.3
지배주주 EPS(원)	1,768	1,943	2,010	2,007	13.7	3.3
지배주주 BPS(원)	22,881	24,633	22,829	24,351	-0.2	-1.1
지배주주 ROE(%)	8.0	8.2	9.1	8.5		

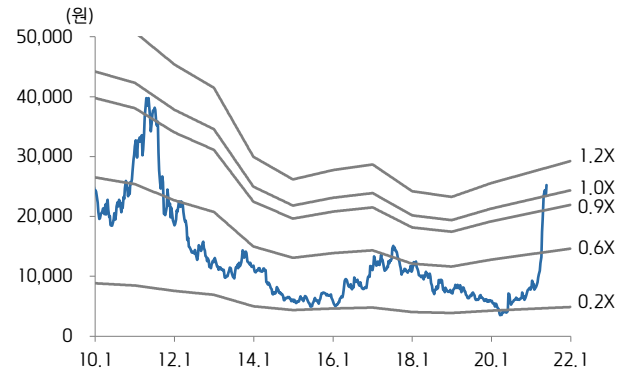
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강과 POSCO 주가비교



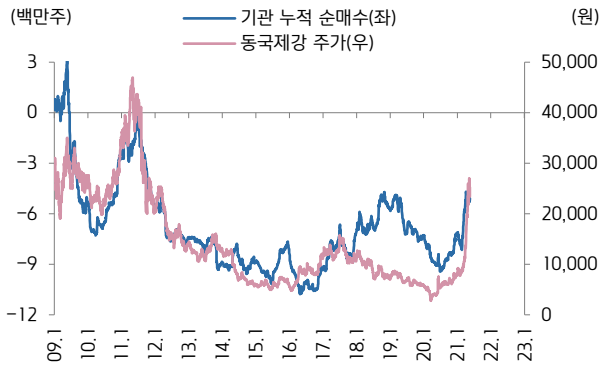
자료: Fn가이드, 키움증권

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	5,658	5,206	6,149	6,073	6,156
매출원가	5,150	4,610	5,419	5,384	5,484
매출총이익	508	596	729	689	672
판매비	344	302	313	322	332
영업이익	165	295	416	366	340
EBITDA	379	510	624	570	539
영업외손익	-247	-167	-132	-90	-88
이자수익	6	4	5	8	10
이자비용	110	83	67	67	67
외환관련이익	61	102	0	0	0
외환관련손실	86	101	0	0	0
종속 및 관계기업손익	-53	-128	-39	0	0
기타	-65	39	-31	-31	-31
법인세차감전이익	-82	128	284	276	252
법인세비용	-1	58	82	74	68
계속사업순손익	-82	69	202	201	184
당기순이익	-82	69	202	201	184
지배주주순이익	-69	65	192	191	174
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.1	-8.0	18.1	-1.2	1.4
영업이익 증감율	13.8	78.8	41.0	-12.0	-7.1
EBITDA 증감율	5.1	34.6	22.4	-8.7	-5.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-194.2	195.4	-0.5	-8.9
EPS 증감율	적지	흑전	194.6	-0.2	-9.3
매출총이익율(%)	9.0	11.4	11.9	11.3	10.9
영업이익률(%)	2.9	5.7	6.8	6.0	5.5
EBITDA Margin(%)	6.7	9.8	10.1	9.4	8.8
지배주주순이익률(%)	-1.2	1.2	3.1	3.1	2.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,941	1,846	2,165	2,418	2,664
현금 및 현금성자산	392	269	355	626	852
단기금융자산	34	181	181	181	181
매출채권 및 기타채권	704	637	752	743	753
재고자산	775	653	771	762	772
기타유동자산	36.0	106.0	106.0	106.0	106.0
비유동자산	3,498	3,572	3,502	3,397	3,296
투자자산	55	28	66	65	63
유형자산	3,255	3,351	3,247	3,146	3,050
무형자산	52	53	49	46	44
기타비유동자산	136	140	140	140	139
자산총계	5,439	5,419	5,667	5,815	5,961
유동부채	2,849	2,806	2,899	2,892	2,900
매입채무 및 기타채무	713	767	860	853	861
단기금융부채	2,113.6	1,998.9	1,998.9	1,998.9	1,998.9
기타유동부채	22	40	40	40	40
비유동부채	645	477	477	477	477
장기금융부채	591.4	313.5	313.5	313.5	313.5
기타비유동부채	54	164	164	164	164
부채총계	3,494	3,282	3,376	3,368	3,377
지배지분	1,850	2,033	2,179	2,324	2,451
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	588	589	589	589	589
기타자본	358	357	357	357	357
기타포괄손익누계액	-85	50	50	51	51
이익잉여금	400	448	594	738	865
비지배지분	95	103	113	123	133
자본총계	1,945	2,136	2,292	2,447	2,584

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	213	632	347	522	476
당기순이익	0	0	202	201	184
비현금항목의 가감	479	381	330	315	302
유형자산감가상각비	211	212	205	201	196
무형자산감가상각비	3	3	3	3	3
지분법평가손익	-53	-128	0	0	0
기타	318	294	122	111	103
영업활동자산부채증감	-69	226	-168	11	-12
매출채권및기타채권의감소	119	46	-115	9	-10
재고자산의감소	54	115	-118	9	-10
매입채무및기타채무의증가	-141	31	93	-8	8
기타	-101	34	-28	1	0
기타현금흐름	-197	25	-17	-5	2
투자활동 현금흐름	-65	-314	-247	-208	-208
유형자산의 취득	-49	-85	-100	-100	-100
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-5	27	-38	2	2
단기금융자산의감소(증가)	28	-147	0	0	0
기타	-41	-110	-109	-110	-110
재무활동 현금흐름	-101	-435	-36	-64	-64
차입금의 증가(감소)	-84	-410	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	0	-19	-47	-47
기타	-17	-18	-17	-17	-17
기타현금흐름	1	-6	21	21	21
현금 및 현금성자산의 순증가	49	-123	86	272	226
기초현금 및 현금성자산	343	392	269	355	626
기말현금 및 현금성자산	392	269	355	626	852

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	-718	682	2,010	2,007	1,820
BPS	19,382	21,305	22,829	24,351	25,686
CFPS	4,164	4,725	5,570	5,414	5,088
DPS	0	200	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-8.3	11.9	12.6	12.6	13.9
PER(최고)	-12.2	12.9	13.9		
PER(최저)	-7.7	4.1	3.7		
PBR	0.31	0.38	1.11	1.04	0.98
PBR(최고)	0.45	0.41	1.22		
PBR(최저)	0.28	0.13	0.33		
PSR	0.10	0.15	0.39	0.40	0.39
PCFR	1.4	1.7	4.5	4.7	5.0
EV/EBITDA	7.8	5.4	6.9	7.1	7.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	26.9	23.2	23.2	25.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	2.5	2.0	2.0	2.0
ROA	-1.5	1.3	3.6	3.5	3.1
ROE	-3.6	3.4	9.1	8.5	7.3
ROIC	3.5	5.6	7.2	6.6	6.3
매출채권회전율	7.3	7.8	8.9	8.1	8.2
재고자산회전율	6.8	7.3	8.6	7.9	8.0
부채비율	179.6	153.6	147.3	137.7	130.7
순차입금비율	117.2	87.2	77.5	61.5	49.5
이자보상배율	1.5	3.5	6.2	5.5	5.1
총차입금	2,705	2,312	2,312	2,312	2,312
순차입금	2,279	1,862	1,777	1,505	1,280
NOPLAT	379	510	624	570	539
FCF	248	589	235	382	335

Compliance Notice

- 당사는 5월 19일 현재 '동국제강(001230)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

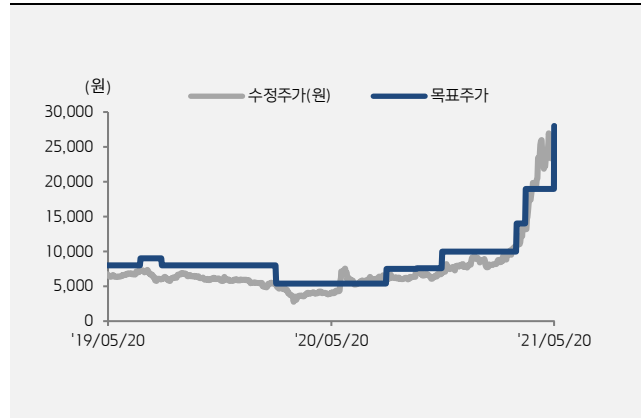
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 사정	과리율(%)	
					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	-14.86	9.50
	2021/03/22	Buy(Maintain)	14,000 원	6 개월	-10.43	-2.50
	2021/04/05	Buy(Maintain)	19,000 원	6 개월	14.85	41.84
	2021/05/20	Outperform(Downgrade)	28,000 원	6 개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%