



BUY(Upgrade)

목표주가: 24,000원(하향)

주가(8/17): 18,850원

시가총액: 17,989억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/17)		3,143.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	26,950 원	5,970원
등락률	-30.1%	215.7%
수익률	절대	상대
1M	-10.9%	-7.1%
6M	114.4%	113.8%
1Y	192.2%	123.9%

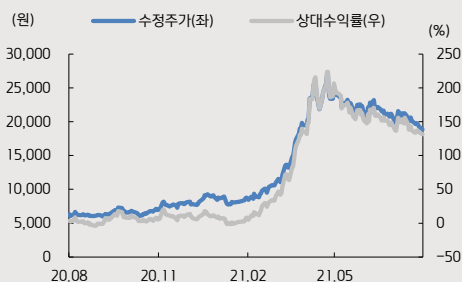
Company Data

발행주식수	95,433 천주
일평균 거래량(3M)	1,572천주
외국인 지분율	22.4%
배당수익률(21E)	4.0%
BPS(21E)	24,694원
주요 주주	장세주 외 13 인 26.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,658	5,206	6,943	7,153
영업이익	165	295	694	526
EBITDA	379	510	902	730
세전이익	-82	128	568	432
순이익	-82	69	403	315
지배주주지분순이익	-69	65	393	305
EPS(원)	-717.9	682.1	4,119.5	3,200.6
증감률(%YoY)	적지	흑전	503.9	-22.3
PER(배)	-8.3	11.9	4.6	5.9
PBR(배)	0.3	0.4	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.8	5.4	4.0	4.6
영업이익률(%)	2.9	5.7	10.0	7.4
ROE(%)	-3.6	3.4	17.9	12.3
순부채비율(%)	117.2	87.2	69.5	52.0

Price Trend



동국제강 (001230)

상상 그 이상의 실적



2분기 연결 영업이익은 2,070억원으로 10년래 최대치를 기록하며 예상치를 크게 상회했습니다. 봉형강을 중심으로 연이은 제품가격 인상과 수익성 개선이 지속되는 가운데 하반기도 견조한 실적흐름이 이어질 전망입니다. 한편, 브라질 CSP도 가파른 실적개선으로 미반영 지분법손실이 급격히 축소되었다는 점도 긍정적입니다. 최근 주가하락에 따른 Valuation 매력회복을 감안해 투자의견은 Buy로 상향합니다.

>>> 2분기는 10년래 최대실적으로 어닝 서프라이즈

연결 영업이익은 2,070억원(+89%QoQ, +107%YoY)으로 키움증권 추정치 1,359억원과 컨센서스 1,755억원을 크게 상회했다.

별도 영업이익이 2093억원(+105%QoQ, +132%YoY)으로 3Q11 3,261억 원이후 최대치를 기록했는데, 1) 계절적 성수기에 진입과 연이은 제품가격 인상으로 철근과 형강 등 봉형강류의 수익성 개선폭이 예상을 크게 초과했고, 2) 냉연과 후판 등 판재류도 가격인상에 기반한 수익성 개선이 지속되었기 때문이다. 중국법인의 실적부진으로 연결 영업이익이 별도 영업이익보다 부진했지만 의미 있는 수준은 아니라는 판단이다.

한편, 지분법적용 자회사인 브라질 CSP는 슬라브가격 상승과 판매량 증가로 영업이익이 2,090억원(+36%QoQ)으로 2개분기 연속 사상 최대치를 경신했다. 영업이익률 30%에 달하는 CSP의 가파른 실적개선에 힘입어 동사의 CSP 미반영 지분법 손실은 3Q20 -3,692억원을 정점으로 2Q21 -227억원까지 빠르게 축소되었다. 브라질 헤알화의 급락만 없다면 올해 하반기부터는 CSP에서 지분법 이익 유입도 기대된다.

>>> 3분기도 역대급, 4분기도 견조한 실적 기대

3분기에도 봉형강을 중심으로 국내 철강제품가격 인상이 이어지고 있어 동사는 3분기에도 역대급 실적이 기대된다. 한편, 5월 중국 철강 수출증치세 환급폐지에서 제외되었던 냉연/도금/컬러강판이 8월부터 환급이 폐지되면서 동사의 냉연사업부도 반사이익이 기대된다. 다만, 3분기들어 중국 내수 철강가격이 약세를 보이고 있어 국내 판재류 업체들의 4분기 수익성은 3분기보다 일부 둔화될 가능성이 있다. 3분기와 4분기 연결 영업이익은 각각 1,974억원(+130%YoY), 1,806억원(+240%YoY)으로 전망하며 2021E 영업이익 및 지배주주순이익 전망치를 6,943억원(+135%YoY), 3,054억원(+504%YoY)으로 기존 전망보다 각각 48%, 75% 상향한다.

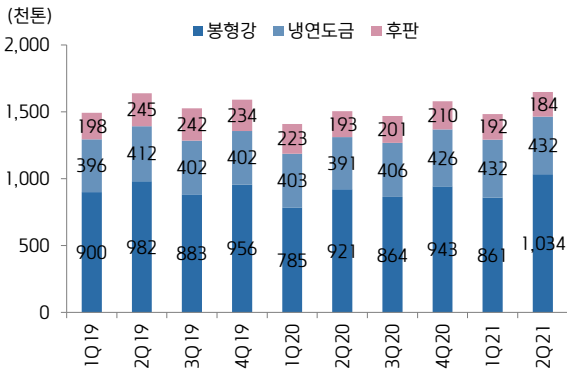
5월까지 급등했던 동사의 주가는 중국 철강가격 하락반전으로 고점대비 -30% 이상 하락해 Valuation 매력을 상당부분 회복했다(현재 12mf PBR 0.72X). 중국 철강가격 2분기 peak out을 반영해 목표주가를 24,000원(12mf PBR 0.9X)으로 기존보다 -8% 하향하지만 valuation 매력 회복과 CSP 리스크 완화를 감안해 투자의견을 Buy로 상향한다.

동국제강 2Q21 실적리뷰

(단위: 십억원)	2Q21	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q21	%QoQ	2Q20	%YoY
매출액	1,818.0	1,606.4	13.2	1,613.3	12.7	1,395.8	30.3	1,301.9	39.6
별도	1,704.6	1,512.2	12.7	1,537.4	10.9	1,301.6	31.0	1,164.0	46.4
별도 외	113.4	94.2	20.4	75.9	49.4	94.2	20.4	137.9	
영업이익	207.0	135.9	52.3	175.5	18.0	109.4	89.1	99.8	107.4
별도	209.3	124.4	68.2	177.2	18.1	102.3	104.6	90.1	132.3
별도 외	-2.3	11.5	적전	-1.8	적확	7.1	적전	9.7	적전
영업이익률	11.4	8.5		10.9		7.8		7.7	
별도	12.3	8.2		11.5		7.9		7.7	
별도 외	-2.0	12.2		-2.3		7.6		7.0	
세전이익	195.2	112.2	74.0	161.9	20.6	48.2	305.4	83.3	134.3
지분법손익	10.5	0.0				-39.3	흑전	-1.0	흑전
순이익	147.9	83.4	77.4	114.5	29.1	27.6	436.7	62.3	137.5
지배순이익	145.1	80.8	79.6	122.9	18.1	25.1	478.8	62.4	132.7

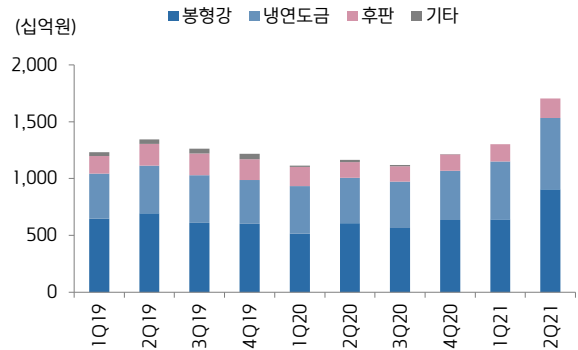
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 판매량



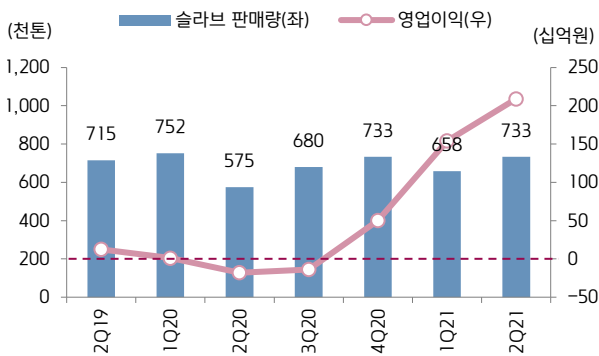
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 매출액



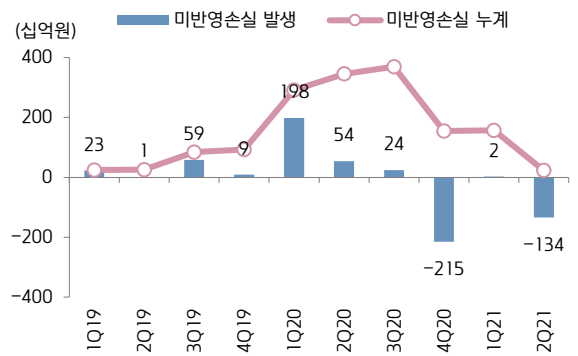
자료: 동국제강, 키움증권

브라질 CSP 판매량과 영업이익



자료: 동국제강, 키움증권

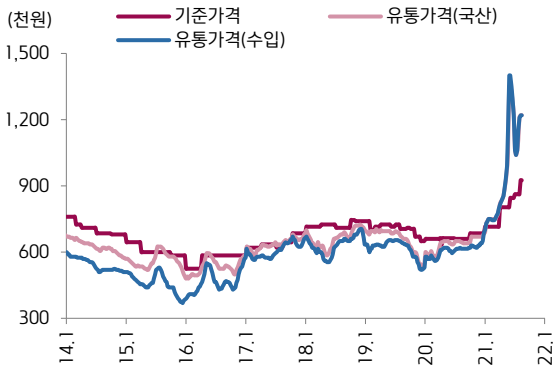
브라질 CSP 지분법적용 미반영손실



주: 마이너스는 흑자를 의미

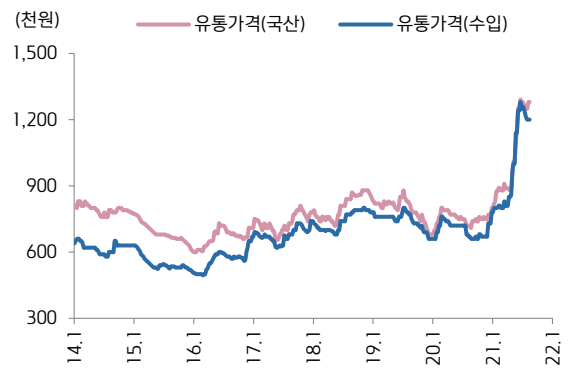
자료: 동국제강, 키움증권

국내 철근 가격



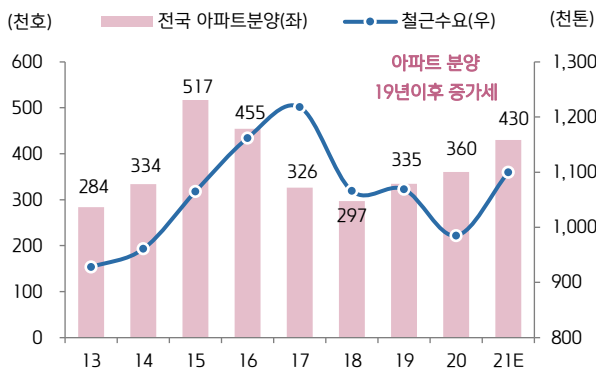
자료: 스틸데일리, 키움증권

국내 H형강 가격



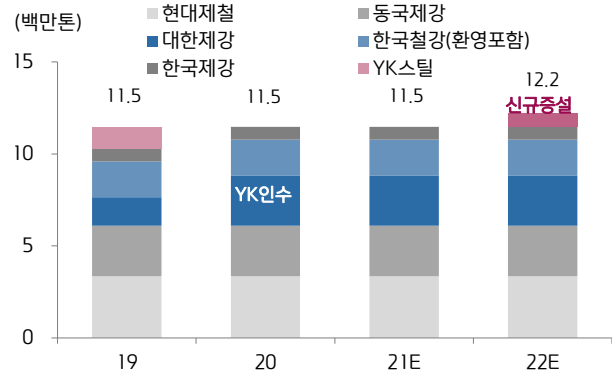
자료: 스틸데일리, 키움증권

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	2Q21P	3Q21E	4Q21E
매출액	1,228.4	1,301.9	1,297.5	1,378.4	1,395.8	1,818.0	1,810.7	1,918.3
별도	1,114.4	1,164.0	1,119.4	1,215.9	1,301.6	1,704.6	1,697.3	1,804.9
별도 외	114.0	137.9	178.1	162.5	94.2	113.4	113.4	113.4
영업이익	56.2	99.8	85.7	53.0	109.4	207.0	197.4	180.6
별도	48.1	90.1	69.3	41.2	102.3	209.3	194.9	178.1
별도 외	8.0	9.7	16.4	11.9	7.1	-2.3	2.4	2.4
영업이익률	4.6	7.7	6.6	3.8	7.8	11.4	10.9	9.4
별도	4.3	7.7	6.2	3.4	7.9	12.3	11.5	9.9
별도 외	7.0	7.0	9.2	7.3	7.6	-2.0	2.1	2.1
세전이익	-119.7	83.3	61.4	102.7	48.2	195.2	181.7	142.6
지분법손익	-109.0	-1.0	-16.7	-0.9	-39.3	10.5	0.0	0.0
순이익	-120.8	62.3	37.0	91.0	27.6	147.9	132.3	95.3
지배순이익	-120.4	62.4	36.5	86.6	25.1	145.1	129.8	93.1

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	6,942.8	7,153.1	7,243.3
별도	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,613.7	6,508.5	6,699.6	6,789.8
별도 외	625.7	600.1	603.0	592.5	434.3	453.5	453.5
영업이익	241.3	145.0	164.6	294.7	694.3	525.9	498.0
별도	166.7	113.5	133.7	248.7	684.7	516.2	488.3
별도 외	74.6	31.4	30.8	46.0	9.7	9.7	9.7
영업이익률	4.0	2.4	2.9	5.7	10.0	7.4	6.9
별도	3.1	2.1	2.6	5.4	10.5	7.7	7.2
별도 외	11.9	5.2	5.1	7.8	2.2	2.1	2.1
세전이익	37.7	-327.0	-82.5	127.7	567.7	432.0	405.7
지분법손익	-162.6	-164.2	-53.4	-127.6	-28.8	0.0	0.0
순이익	4.8	-304.5	-81.7	69.5	403.1	315.4	296.2
지배순이익	4.5	-297.9	-68.5	65.1	393.1	305.4	286.3
지배주주 EPS(원)	47	-3,121	-718	682	4,119	3,201	3,000
지배주주 BPS(원)	23,619	20,178	19,382	21,305	24,694	27,410	29,924
지배주주 ROE(%)	0.2	-14.3	-3.6	3.4	17.9	12.3	10.5

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	6,148.8	6,073.1	6,942.8	7,153.1	12.9	17.8
별도	5,772.0	5,696.3	6,508.5	6,699.6	12.8	17.6
별도 외	376.8	376.8	434.3	453.5	15.3	20.4
영업이익	470.8	366.3	694.3	525.9	47.5	43.5
별도	429.2	324.7	684.7	516.2	59.5	59.0
별도 외	41.6	41.6	9.7	9.7	-76.8	-76.8
영업이익률	7.7	6.0	10.0	7.4		
별도	7.4	5.7	10.5	7.7		
별도 외	11.1	11.1	2.2	2.1		
세전이익	330.2	276.0	567.7	432.0	71.9	56.5
지분법손익	-39.3	0.0	-28.8	0.0		
순이익	234.5	201.5	403.1	315.4	71.9	56.5
지배순이익	224.5	191.6	393.1	305.4	75.1	59.5
지배주주 EPS(원)	2,353	2,007	4,119	3,201	75.1	59.5
지배주주 BPS(원)	22,928	24,450	24,694	27,410	7.7	12.1
지배주주 ROE(%)	10.6	8.5	17.9	12.3		

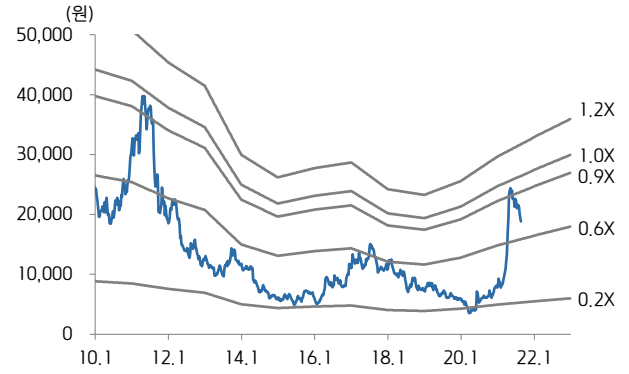
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강과 POSCO 주가비교



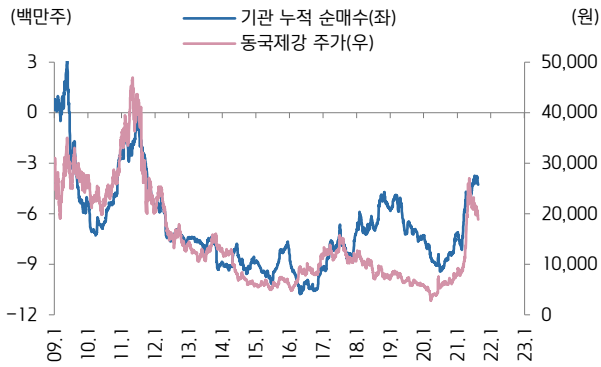
자료: Fn가이드, 키움증권

동국제강 12mf PBR 밴드



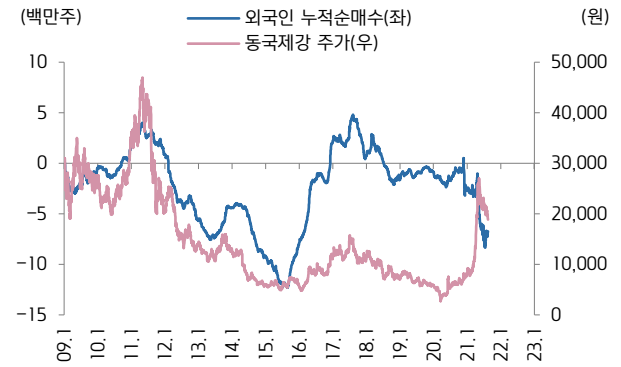
자료: 동국제강, 키움증권

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	6,943	7,153	7,243
매출원가	5,150	4,610	5,935	6,305	6,413
매출총이익	508	596	1,007	848	830
판매비	344	302	313	322	332
영업이익	165	295	694	526	498
EBITDA	379	510	902	730	703
영업외손익	-247	-167	-127	-94	-92
이자수익	6	4	5	6	6
이자비용	110	83	64	69	67
외환관련이익	61	102	38	0	0
외환관련손실	86	101	45	0	0
종속 및 관계기업손익	-53	-128	-29	0	0
기타	-65	39	-32	-31	-31
법인세차감전이익	-82	128	568	432	406
법인세비용	-1	58	165	117	110
계속사업손익	-82	69	403	315	296
당기순이익	-82	69	403	315	296
지배주주순이익	-69	65	393	305	286
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.1	-8.0	33.4	3.0	1.3
영업이익 증감율	13.8	78.8	135.3	-24.2	-5.3
EBITDA 증감율	5.1	34.6	76.9	-19.1	-3.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-194.2	504.6	-22.4	-6.2
EPS 증감율	적지	흑전	503.9	-22.3	-6.3
매출총이익율(%)	9.0	11.4	14.5	11.9	11.5
영업이익률(%)	2.9	5.7	10.0	7.4	6.9
EBITDA Margin(%)	6.7	9.8	13.0	10.2	9.7
지배주주순이익률(%)	-1.2	1.2	5.7	4.3	3.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,941	1,846	2,322	2,467	2,483
현금 및 현금성자산	392	269	315	408	401
단기금융자산	34	181	181	181	181
매출채권 및 기타채권	704	637	849	875	886
재고자산	775	653	871	897	908
기타유동자산	36.0	106.0	106.0	106.0	107.0
비유동자산	3,498	3,572	3,502	3,447	3,390
투자자산	55	28	66	65	63
유형자산	3,255	3,351	3,247	3,196	3,143
무형자산	52	53	49	46	44
기타비유동자산	136	140	140	140	140
자산총계	5,439	5,419	5,824	5,914	5,873
유동부채	2,849	2,806	2,878	2,699	2,408
매입채무 및 기타채무	713	767	939	960	969
단기금융부채	2,113.6	1,998.9	1,898.9	1,698.9	1,398.9
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	3,355	3,175	2,884
지배지분	1,850	2,033	2,357	2,616	2,856
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	771	1,030	1,270
비지배지분	95	103	113	123	133
자본총계	1,945	2,136	2,470	2,739	2,989

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	213	632	279	489	466
당기순이익	0	0	403	315	296
비현금항목의 가감	479	381	410	361	354
유형자산감가상각비	211	212	205	201	203
무형자산감가상각비	3	3	3	3	3
지분법평가손익	-53	-128	0	0	0
기타	318	294	202	157	148
영업활동자산부채증감	-69	226	-309	-8	-13
매출채권및기타채권의감소	119	46	-212	-26	-11
재고자산의감소	54	115	-218	-26	-11
매입채무및기타채무의증가	-141	31	172	21	9
기타	-101	34	-51	23	0
기타현금흐름	-197	25	-225	-179	-171
투자활동 현금흐름	-65	-314	-247	-258	-258
유형자산의 취득	-49	-85	-100	-150	-150
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	-136	-287	-364
차입금의 증가(감소)	-84	-410	-100	-200	-300
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-7	0	0	0
배당금지급	0	0	-19	-70	-47
기타	-17	-18	-17	-17	-17
기타현금흐름	1	-6	149	149	149
현금 및 현금성자산의 순증가	49	-123	46	93	-7
기초현금 및 현금성자산	343	392	269	315	408
기말현금 및 현금성자산	392	269	315	408	401

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	-718	682	4,119	3,201	3,000
BPS	19,382	21,305	24,694	27,410	29,924
CFPS	4,164	4,725	8,515	7,085	6,811
DPS	0	200	750	500	500
주가배수(배)					
PER	-8.3	11.9	4.6	5.9	6.3
PER(최고)	-12.2	12.9	6.8		
PER(최저)	-7.7	4.1	1.8		
PBR	0.31	0.38	0.76	0.69	0.63
PBR(최고)	0.45	0.41	1.13		
PBR(최저)	0.28	0.13	0.30		
PSR	0.10	0.15	0.26	0.25	0.25
PCFR	1.4	1.7	2.2	2.7	2.8
EV/EBITDA	7.8	5.4	4.0	4.6	4.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	26.9	17.4	14.8	15.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	2.5	4.0	2.7	2.7
ROA	-1.5	1.3	7.2	5.4	5.0
ROE	-3.6	3.4	17.9	12.3	10.5
ROIC	3.5	5.6	11.9	9.1	8.7
매출채권회전율	7.3	7.8	9.3	8.3	8.2
재고자산회전율	6.8	7.3	9.1	8.1	8.0
부채비율	179.6	153.6	135.8	115.9	96.5
순차입금비율	117.2	87.2	69.5	52.0	37.8
이자보상배율	1.5	3.5	10.8	7.7	7.4
총차입금	2,705	2,312	2,212	2,012	1,712
순차입금	2,279	1,862	1,717	1,424	1,130
NOPLAT	379	510	902	730	703
FCF	248	589	292	430	406

Compliance Notice

- 당사는 8월 17일 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

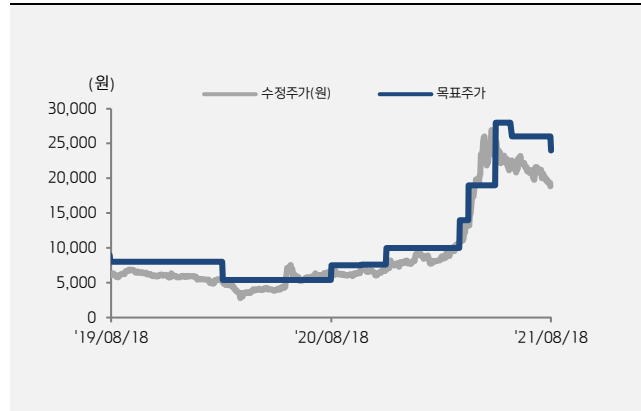
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동국제강 (001230)	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	-18.74	-14.29
	2021/06/14	Outperform(Maintain)	26,000 원	6 개월	-18.54	-10.77
	2021/08/18	Buy(Upgrade)	24,000 원	6 개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%