

동국제강 (001230)

철강

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	30,000원 (I)
현재주가 (9/6)	19,900원
상승여력	51%

시가총액	18,991억원
총발행주식수	95,432,737주
60일 평균 거래대금	274억원
60일 평균 거래량	1,299,849주
52주 고	26,950원
52주 저	5,970원
외인지분율	23.65%
주요주주	장세주 외 13 인 26.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	(12.5)	225.2
상대	0.8	(11.5)	140.4
절대(달러환산)	(2.5)	(15.6)	234.5

축소되는 불안감, 찾아가는 안정감

견조해진 봉형강, 수출 누리는 냉연, 개선 여지 있는 후판

연초 이후 철근은 국내 건설 관련 수요 호조에 따라 판매량 증가와 스프레드 확대가 진행. H 형강은 수출가격이 빠르게 상승하며 수익성 개선. 냉연(도금, 칼라)제품은 수출 판매 규모가 내수 판매보다 큰 품목으로 수출가격 상승이 크게 나타나며 이익 규모 확대. 후판은 꾸준한 구조조정을 거치며 상대적으로 수익성이 좋은 비조선용 판매 비중을 늘린 가운데 하반기 조선용 후판 협상 가격 또한 크게 올라 전체적인 후판 수익성 개선 여지 존재.

CSP의 변화 → 재무제표 변동성 축소, 현금 활용 방안 확대

동사의 CSP 지분율은 30%로 관계기업으로 분류. 과거 CSP의 실적 악화는 추가 출자 및 지분법손익 악화 등의 우려가 동사에 부정적인 영향 미쳐. 실제 CSP는 1Q19말 완전자본잠식에 빠졌으며 같은 해 5월 동사를 비롯한 주주 3사는 2019~2021년 동안 총 5억 달러 출자 결정. 동사는 지분율(30%)을 반영하여 1.5억달러를 2021년 상반기까지 출자 시행. 동시에 2019~1H21 CSP로 인식된 지분법손실 규모는 -2,106억원. 그러나 1H21 OPM 30%를 기록하며 2Q21 완전자본잠식 규모 대거 축소. 연간 1,500억원 수준의 이자비용이 여전히 부담이긴 하나 향후 추가 출자 가능성은 낮다고 판단. 추가 출자가 없다면 지분법손익 변동도 제한적. 본사는 확보되는 현금을 향후 부채 상환 및 주주환원에 집중할 것으로 추정.

수요산업과의 가격 협상력 강화

2020년 9월 당사는 동사에 대해 보수적 의견을 제시한 바 있음. 봉형강은 중국의 철스크랩 수입 재개에 따라 원가 부담이 우려됐으며 냉연은 경험적으로 열연 가격 상승분을 수요업체(가전)에게 전가 시키기 어려울 것으로 전망했기 때문. 그러나 예상보다 빨랐던 전방위적 수요 회복은 당사가 원가 부담을 제품가격 인상으로 충분히 대응할 수 있는 환경 조성. 중국의 수출 억제 정책과 8월 발표된 냉연제품 수출 증치세 환급 취소는 4Q 이후에 동사에게 긍정적인 영향 미칠 것으로 판단. 영업외손익(특히 지분법손익) 변동성 축소에 따라 영업이익 개선이 순이익 개선으로 이어질 수 있는 구조로 변화. 2021년을 고점으로 ROE 약세가 전망되지만 2022~2023년 10%대 수준은 기대해볼 수 있는 바 Target PBR 1.10x를 적용하여 목표주가 30,000원, 투자 의견 BUY로 분석을 재개.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	21,233	63.6	16.8	18,172	16.8
영업이익	2,487	190.3	20.2	2,019	23.2
세전계속사업이익	2,290	273.1	17.3	1,787	28.2
지배순이익	1,622	344.0	11.8	1,283	26.4
영업이익률 (%)	11.7	+5.1 %pt	+0.3 %pt	11.1	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	7.6	+4.8 %pt	-0.4 %pt	7.1	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	56,584	52,062	74,769	85,166
영업이익	1,646	2,947	8,008	8,126
지배순이익	-685	651	4,852	5,265
PER	-9.6	8.3	3.9	3.6
PBR	0.4	0.3	0.7	0.5
EV/EBITDA	8.0	4.8	3.6	2.8
ROE	-3.6	3.4	20.9	17.5

자료: 유안타증권

[표-1] 동국제강 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	QoQ	YoY	4Q21E
매출액	4,614	6,853	7,794	1,114	1,164	1,119	1,216	1,302	1,705	1,873	9.9%	68.1%	1,974
봉형강	2,258	3,569	4,200	498	603	555	602	631	899	986	9.7%	98.0%	1,053
후판	599	772	885	167	131	141	160	155	176	220	25.4%	31.8%	222
냉연	1,529	2,290	2,477	403	381	392	353	471	575	609	5.9%	51.3%	635
기타	228	222	232	47	49	32	101	45	55	58	6.1%	23.9%	65
판매량	5,966	6,408	6,701	1,411	1,505	1,471	1,579	1,485	1,650	1,593	-3.5%	12.9%	1,680
봉형강	3,513	3,914	4,181	785	921	864	943	861	1,034	972	-6.0%	23.8%	1,048
후판	827	768	794	223	193	201	210	192	184	197	6.9%	-11.8%	196
냉연	1,626	1,725	1,726	403	391	406	426	432	432	424	-1.9%	5.2%	437
봉형강 ASP	643	912	1,005	634	655	642	638	733	870	1,015	16.7%	60.0%	1,005
후판 ASP	724	1,005	1,114	749	680	702	761	805	954	1,119	17.3%	49.4%	1,134
냉연 ASP	940	1,327	1,435	999	975	966	829	1,090	1,332	1,437	7.9%	43.8%	1,452
영업이익	249	779	778	48	90	69	41	102	209	240	14.6%	398.0%	228
이익률	5.4%	11.4%	10.0%	4.3%	7.7%	6.2%	3.4%	7.9%	12.3%	12.8%	0.5%p	8.5%p	11.5%

자료: 유안타증권, 주) 봉형강 및 후판의 매출액과 ASP는 공시자료와 IR 자료를 참고하여 당사가 추정한 수치

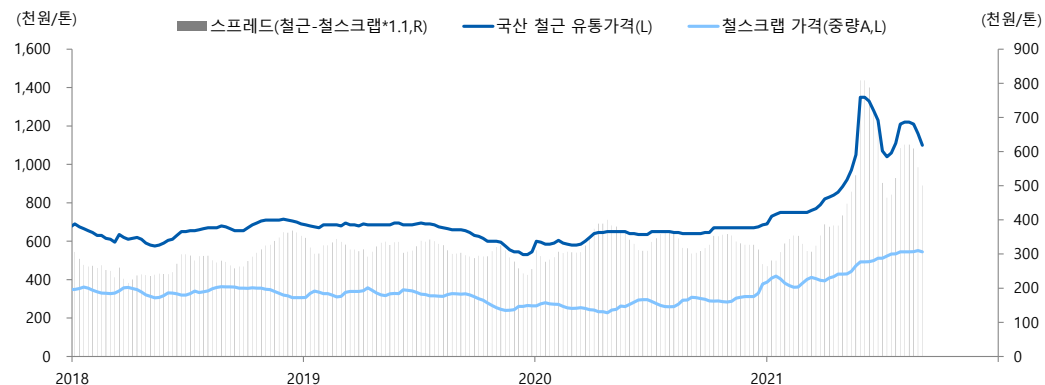
[표-2] 동국제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	QoQ	YoY	4Q21E
매출액	5,206	7,477	8,517	1,228	1,302	1,298	1,378	1,396	1,818	2,123	16.8%	72.9%	2,140
철강	5,067	7,312	8,264	1,213	1,271	1,254	1,328	1,406	1,808	2,010	11.1%	65.6%	2,088
(본사)	4,614	6,853	7,794	1,114	1,164	1,119	1,216	1,302	1,705	1,873	9.9%	68.1%	1,974
(본사 외)	453	459	469	99	107	135	112	104	104	137	31.7%	37.8%	114
운송	471	567	575	114	117	115	124	126	148	154	3.9%	35.1%	138
무역	422	508	516	102	114	108	99	107	143	137	-4.1%	34.7%	121
(기타 및 연결조정)	754	1,162	1,308	201	201	180	173	244	282	314	-	-	322
영업이익	295	801	813	56	100	86	53	109	207	249	20.2%	342.8%	236
이익률	5.7%	10.7%	9.5%	4.6%	7.7%	6.6%	3.8%	7.8%	11.4%	11.7%	0.3%p	7.1%p	11.0%
철강	257	784	782	49	95	74	39	107	208	241	16.0%	389.5%	228
이익률	5.1%	10.7%	9.5%	4.1%	7.5%	5.9%	2.9%	7.6%	11.5%	12.0%	0.5%p	7.9%p	10.9%
(본사)	249	779	778	48	90	69	41	102	209	240	14.6%	398.0%	228
(이익률)	5.4%	11.4%	10.0%	4.3%	7.7%	6.2%	3.4%	7.9%	12.3%	12.8%	0.5%p	8.5%p	11.5%
(본사 외)	8	5	3	1	5	5	-3	4	-1	1	흑전	23.3%	0
(이익률)	1.9%	1.1%	0.7%	1.1%	5.0%	3.3%	-2.3%	4.3%	-1.3%	1.0%	2.3%p	-0.1%p	0.4%
운송	8	16	16	1	1	2	4	4	4	4	12.5%	380.9%	4
이익률	1.6%	2.8%	2.8%	0.7%	0.8%	1.5%	3.2%	3.3%	2.4%	2.6%	0.2%p	1.9%p	2.9%
무역	19	5	14	4	2	7	6	2	-4	4	흑전	-10.9%	3
이익률	4.5%	1.0%	2.8%	4.2%	1.6%	6.2%	6.0%	1.8%	-2.7%	2.8%	5.5%p	-1.4%p	2.8%
(기타 및 연결조정)	-11	4	0	-2	-2	-3	-5	3	1	0	-	-	0
세전이익	128	690	746	-120	83	61	103	48	195	229	17.3%	흑전	217
이익률	2.5%	9.2%	8.8%	-9.7%	6.4%	4.7%	7.4%	3.4%	10.7%	10.8%	0.0%p	20.5%p	10.2%
지배순이익	65	485	527	-120	62	37	87	25	145	162	11.8%	흑전	153
이익률	1.3%	6.5%	6.2%	-9.8%	4.8%	2.8%	6.3%	1.8%	8.0%	7.6%	-0.3%p	17.4%p	7.1%

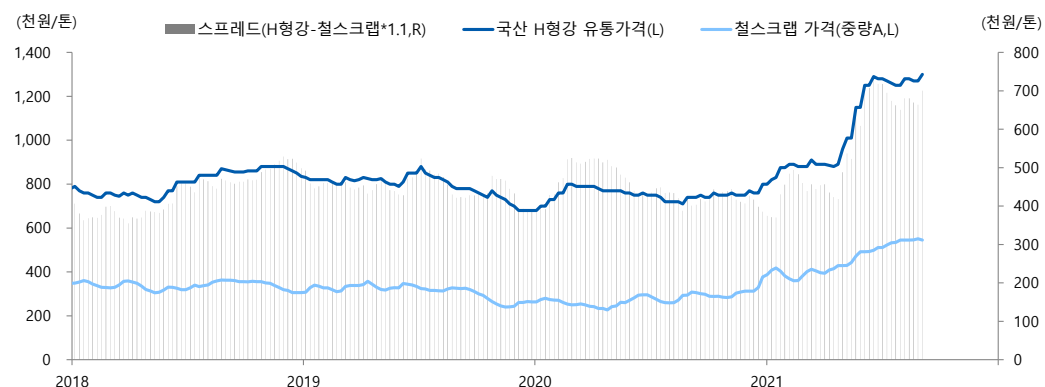
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

[그림-1] 국내 철근 유통가격 및 추정 스프레드



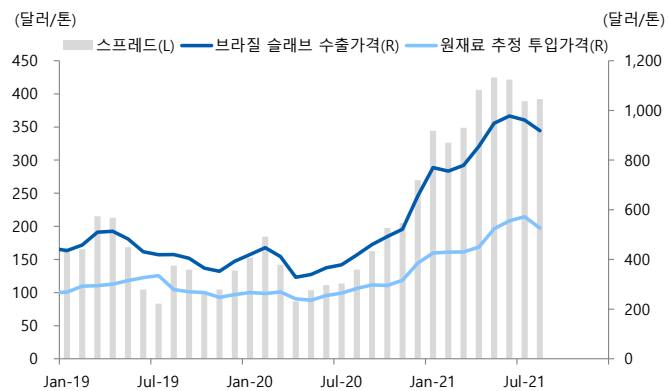
자료: 스틸데일리

[그림-2] 국내 H형강 유통가격 및 추정 스프레드



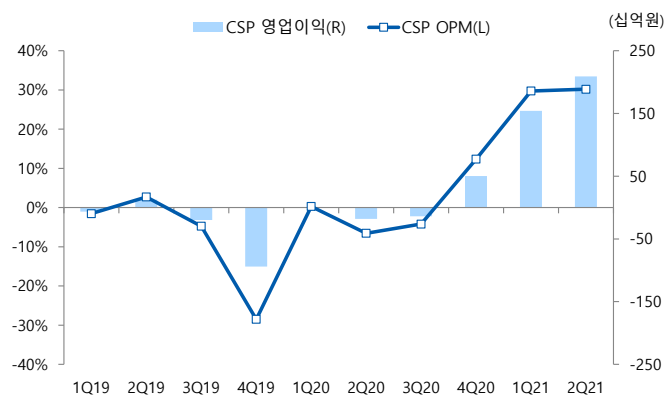
자료: 스틸데일리

[그림-3] 브라질 슬래브 수출가격 등



자료: Platts, 유안타증권 추정

[그림-4] CSP 영업이익 및 OPM



자료: 동국제강

동국제강 (001230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	56,584	52,062	74,769	85,166	87,365
매출원가	51,503	46,098	62,698	72,391	74,129
매출총이익	5,082	5,964	12,071	12,775	13,236
판매비	3,436	3,017	4,063	4,649	4,769
영업이익	1,646	2,947	8,008	8,126	8,466
EBITDA	3,790	5,101	10,072	10,130	10,436
영업외손익	-2,470	-1,670	-1,111	-670	-529
외환관련손익	-254	12	-74	0	0
이자손익	-1,048	-791	-628	-515	-374
관계기업관련손익	-534	-1,276	-288	0	0
기타	-635	385	-122	-155	-155
법인세비용차감전순손익	-825	1,277	6,896	7,456	7,937
법인세비용	-8	582	1,840	1,938	2,064
계속사업순손익	-817	695	5,056	5,517	5,873
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-817	695	5,056	5,517	5,873
지배지분순이익	-685	651	4,852	5,265	5,605
포괄순이익	-891	1,898	7,702	8,837	9,193
지배지분포괄이익	-760	1,832	7,339	8,391	8,729

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,135	6,316	3,906	9,042	10,318
당기순이익	0	0	3,302	5,517	5,873
감가상각비	2,112	2,122	2,036	1,982	1,949
외환손익	-4	-344	39	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-691	2,257	-4,461	902	1,856
기타현금흐름	718	2,281	2,989	641	640
투자활동 현금흐름	-652	-3,143	-2,030	-344	-344
투자자산	-285	-2,801	-1,732	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-488	-848	-1,404	-1,400	-1,400
유형자산 감소	24	7	9	0	0
기타현금흐름	97	500	1,097	1,056	1,056
재무활동 현금흐름	-1,008	-4,347	-916	-4,590	-4,590
단기차입금	0	0	-1,000	-4,000	-4,000
사채 및 장기차입금	-838	-4,104	-15	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-2	-194	-381	-381
기타현금흐름	-167	-240	293	-209	-209
연결범위변동 등 기타	13	-55	-914	1,162	-2,576
현금의 증감	488	-1,229	46	5,270	2,808
기초 현금	3,431	3,919	2,691	2,737	8,007
기말 현금	3,919	2,691	2,737	8,007	10,815
NOPLAT	1,646	2,947	8,008	8,126	8,466
FCF	1,647	5,467	2,502	7,642	8,918

자료: 유안타증권

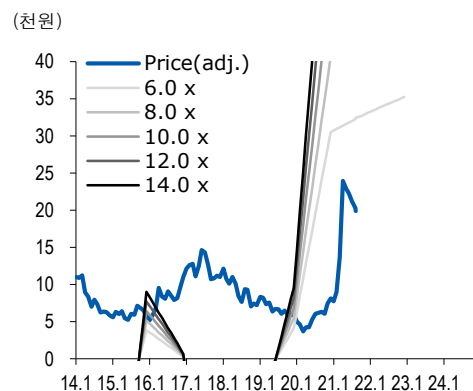
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	19,408	18,462	26,958	32,195	35,522
현금및현금성자산	3,919	2,691	2,737	8,007	10,815
매출채권 및 기타채권	7,038	6,366	9,855	9,835	10,087
재고자산	7,751	6,530	10,336	10,324	10,590
비유동자산	34,982	35,723	36,177	35,572	35,003
유형자산	32,548	33,514	33,995	33,413	32,864
관계기업등 지분관련자산	279	37	39	39	39
기타투자자산	272	248	290	290	290
자산총계	54,390	54,185	63,135	67,768	70,524
유동부채	28,493	28,058	30,486	26,506	24,032
매입채무 및 기타채무	7,133	7,666	9,713	9,734	11,259
단기차입금	18,422	16,687	16,458	12,458	8,458
유동성장기부채	2,548	2,757	2,112	2,112	2,112
비유동부채	6,447	4,766	5,349	5,349	5,349
장기차입금	4,868	2,508	2,439	2,439	2,439
사채	350	50	50	50	50
부채총계	34,939	32,823	35,835	31,855	29,381
지배지분	18,497	20,332	26,002	34,213	39,444
자본금	5,892	5,892	5,892	5,892	5,892
자본잉여금	5,875	5,887	5,887	5,887	5,887
이익잉여금	4,003	4,485	7,552	12,443	17,674
비지배지분	954	1,030	1,297	1,699	1,699
자본총계	19,451	21,362	27,300	35,912	41,143
순차입금	22,627	18,079	16,459	7,188	381
총차입금	26,884	22,578	22,474	18,474	14,474

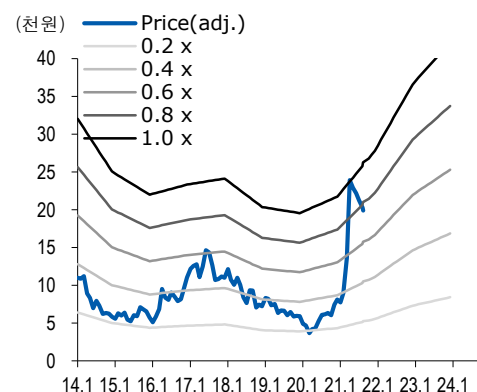
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	-718	682	5,084	5,517	5,873	
BPS	19,568	21,745	27,809	36,591	42,185	
EBITDAPS	3,972	5,345	10,554	10,615	10,935	
SPS	59,292	54,554	78,347	89,242	91,546	
DPS	0	200	400	400	400	
PER	-9.6	8.3	3.9	3.6	3.4	
PBR	0.4	0.3	0.7	0.5	0.5	
EV/EBITDA	8.0	4.8	3.6	2.8	2.0	
PSR	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-5.1	-8.0	43.6	13.9	2.6	
영업이익 증가율 (%)	13.5	79.1	171.7	1.5	4.2	
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	645.3	8.5	6.5	
매출총이익률 (%)	9.0	11.5	16.1	15.0	15.2	
영업이익률 (%)	2.9	5.7	10.7	9.5	9.7	
지배순이익률 (%)	-1.2	1.3	6.5	6.2	6.4	
EBITDA 마진 (%)	6.7	9.8	13.5	11.9	11.9	
ROIC	3.9	4.0	13.9	13.6	14.5	
ROA	-1.2	1.2	8.3	8.0	8.1	
ROE	-3.6	3.4	20.9	17.5	15.2	
부채비율 (%)	179.6	153.6	131.3	88.7	71.4	
순차입금/자기자본 (%)	122.3	88.9	63.3	21.0	1.0	
영업이익/금융비용 (배)	1.5	3.5	12.2	14.2	18.9	

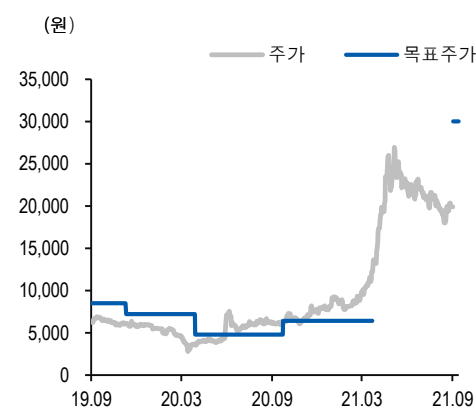
P/E band chart



P/B band chart



동국제강 (001230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-07	BUY	30,000	1년		
2020-09-28	HOLD	6,400	1년	124.80	-
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

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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자결정은 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.