



Outperform(Upgrade)

목표주가: 7,500원
주가(8/14): 6,450원
시가총액: 6,155억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/14)		2,407.49pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	7,560 원	2,780원
등락률	-14.7%	132.0%
수익률	절대	상대
1M	14.8%	4.1%
6M	20.1%	11.9%
1Y	8.0%	-13.0%

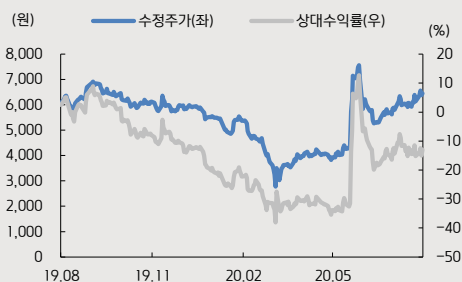
Company Data

발행주식수	95,433 천주
일평균 거래량(3M)	2,493천주
외국인 지분율	27.7%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	19,382원
주요 주주	정세주 외 14 인 26.2%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,049	5,739	5,231	5,495
영업이익	241	167	265	233
EBITDA	479	384	479	432
세전이익	38	-84	-94	39
순이익	5	-83	-70	29
지배주주지분순이익	5	-69	-64	26
EPS(원)	47.5	-717.9	-659.4	273.4
증감률(%YoY)	-92.6	적지	적지	흑전
PER(배)	231.7	-8.3	-9.8	23.6
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	7.6	7.8	6.1	6.4
영업이익률(%)	4.0	2.9	5.1	4.2
ROE(%)	0.2	-3.6	-3.5	1.5
순부채비율(%)	104.3	117.2	115.3	106.6

Price Trend



동국제강 (001230)

4년래 최대 영업이익



2분기 영업이익은 998억원으로 2Q16이후 최대치를 기록하며 키움증권 추정치 792억원과 컨센서스 776억원을 크게 상회했습니다. 코로나19로 인한 국내외 철강업황 부진에도 봉형강을 중심으로 탄탄한 이익체력을 확인할 수 있었습니다. 브라질 CSP가 여전히 부담요인이지만 올해 연간 영업이익은 9년만에 최대치가 예상된다. 점을 반영해 목표주가를 상향하고 투자의견도 Outperform으로 상향합니다.

>>> 2분기 영업이익은 4년만에 최대치로 서프라이즈

2Q20 연결 영업이익은 998억원(+78%QoQ, +26%YoY)으로 2Q16 1,176억 원이후 최대치를 기록하며 키움증권 추정치 792억원과 컨센서스 776억원을 상회했다. 코로나19로 인한 국내외 철강업황 부진에도 별도 영업이익이 901억원(+87%QoQ, +29%YoY)으로 예상보다 좋았는데, 1) 계절적 성수기 진입과 코로나19로 인한 고철가격 하락으로 주력사업인 봉형강 수익성이 예상보다 크게 개선되었고, 2) 원소재인 열연가격 하락으로 냉연도금재도 수익성이 양호했기 때문이다.

한편, 지분법적용 자회사인 브라질 CSP는 코로나19로 인한 슬라브(Slab) 판매량이 감소하면서 영업이익은 -179억원으로 적자전환했다(1Q20 +11억원). 브라질 슬라브 수출가격이 7월부터 반등하고 있어 3Q20부터 수익성개선이 기대되지만 계속된 헤알화 약세에 따른 외화평가손실로 2Q20말 기준 동국제강의 CSP 지분법손실 미반영 누계금액은 3,451억원까지 증가한 점은 부담요인이다. 동국제강의 CSP 추가출자 계획은 2019년~2021년 총 \$1.5억로 2019년 7월 \$4,500만(530억원), 2020년 3월 \$4,500만(564억원)이 출자되었고 올해 하반기와 내년까지 추가출자가 완료될 계획이다.

>>> 실적호조 반영해 투자의견 Outperform으로 상향

상반기 실적호조를 이끌었던 동사의 봉형강 수익성은 하반기에는 계절적 비수기와 고철가격 반등으로 상반기보다는 다소 위축될 수 있지만 코로나19 이후 중국산 수입물량 감소와 국내 업체들의 감산 및 재고 안정 노력으로 하반기에도 영업이익률 5~7% 수준의 안정적 수익성은 유지될 것으로 판단한다. 이에 따라 하반기 연결 영업이익도 분기평균 500억원 내외는 충분히 달성 가능할 것으로 전망한다. 상반기 실적호조에 따라 올해 연간 연결 영업이익은 2,615억원(+59%YoY)으로 2011년 2,791억원이후 9년만에 최대치가 예상된다.

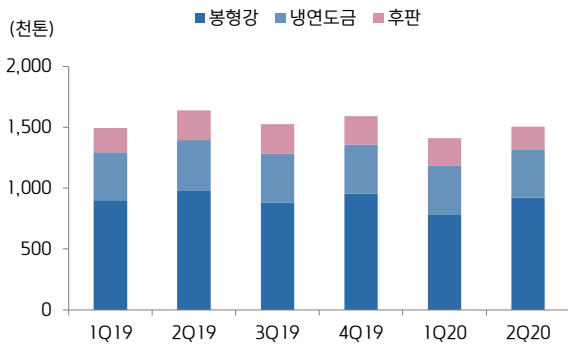
상반기 실적을 반영해 2020년 및 2021년 영업이익 전망치를 기존대비 각각 59%, 16% 상향하며 목표주가를 7,500원으로 39% 상향하고 투자의견도 Outperform으로 상향한다. 목표주가는 12mf PBR 밴드 중단 0.4X를 적용했다.

동국제강 2Q20 실적리뷰

(단위: 십억원)	2Q20	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q20	%QoQ	2Q19	%YoY
매출액	1,301.9	1,494.9	-12.9	1,279.4	1.8	1,228.4	6.0	1,494.9	-12.9
별도	1,164.0	1,343.1	-13.3	1,125.5	3.4	1,114.4	4.5	1,343.1	-13.3
별도 외	137.9	151.8	-9.2	153.9	-10.4	114.0	20.9	151.8	
영업이익	99.8	79.2	26.0	76.6	30.3	56.2	77.7	79.2	26.0
별도	90.1	69.9	28.8	84.0	7.2	48.1	87.1	69.9	28.8
별도 외	9.7	9.3	4.8	-7.4	흑전	8.0	21.0	9.3	4.8
영업이익률	7.7	5.3		6.0		4.6		5.3	
별도	7.7	5.2		7.5		4.3		5.2	
별도 외	7.0	6.1		-4.8		7.0		6.1	
세전이익	83.3	30.2	176.2	58.7	42.0	-119.7	흑전	30.2	176.2
지분법손익	-0.9	0.3				-109.0		0.3	
순이익	62.3	20.6	202.0	41.0	51.8	-120.8	흑전	20.6	202.0
지배순이익	62.4	20.8	200.2	54.5	14.4	-120.4	흑전	20.8	200.2

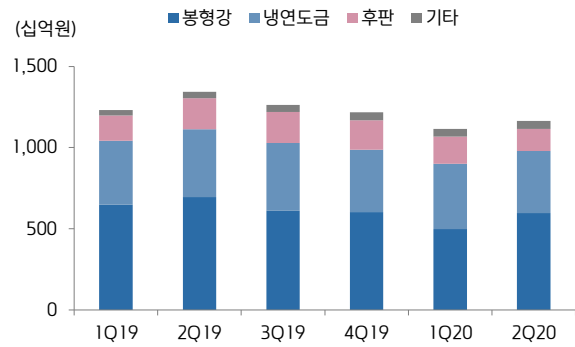
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 판매량



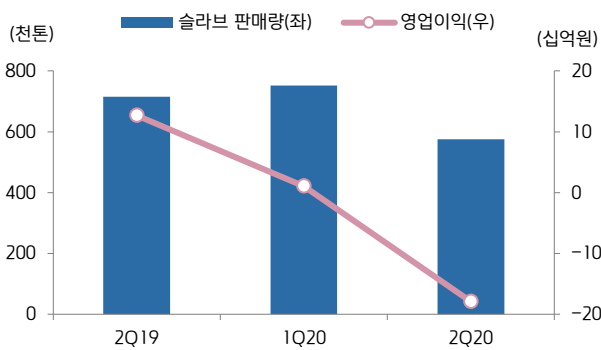
자료: 동국제강, 키움증권

본사 제품별 매출액



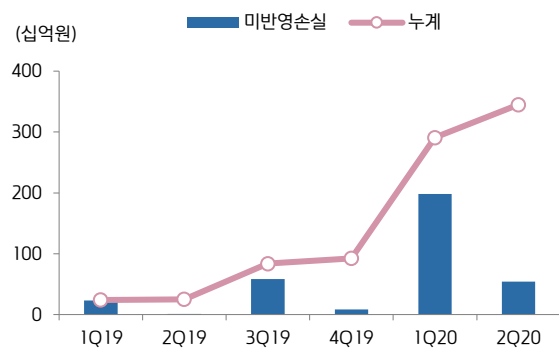
자료: 동국제강, 키움증권

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	3Q20E	4Q20E
매출액	1,374.9	1,494.9	1,430.4	1,358.2	1,228.4	1,301.9	1,258.6	1,369.1
별도	1,231.6	1,343.1	1,263.0	1,166.2	1,114.4	1,164.0	1,120.8	1,231.2
별도 외	143.3	151.8	167.4	192.0	114.0	137.9	137.9	137.9
영업이익	48.3	79.2	56.7	-19.7	56.2	99.8	48.7	56.8
별도	30.2	69.9	43.9	-7.8	48.1	90.1	39.0	47.1
별도 외	18.1	9.3	12.8	-11.9	8.0	9.7	9.7	9.7
영업이익률	3.5	5.3	4.0	-1.4	4.6	7.7	3.9	4.1
별도	2.5	5.2	3.5	-0.7	4.3	7.7	3.5	3.8
별도 외	12.6	6.1	7.6	-6.2	7.0	7.0	7.0	7.0
세전이익	3.2	30.2	-62.6	-53.2	-119.7	83.3	-11.7	-44.3
지분법손익	-0.7	0.3	-54.1	-14.7	-109.0	-0.9	0.0	-40.1
순이익	0.7	20.6	-60.1	-42.9	-120.8	62.3	-8.8	-1.9
지배순이익	3.7	20.8	-60.1	-46.1	-120.4	62.4	-8.0	3.1

자료: 동국제강, 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	5,158.0	5,418.0	5,550.8
별도	4,465.0	5,423.7	5,364.8	5,055.4	4,630.4	4,866.5	4,999.3
별도 외	541.6	625.7	600.1	603.0	527.6	551.5	551.5
영업이익	256.6	241.3	145.0	164.6	261.5	229.4	235.0
별도	210.3	166.7	113.5	133.7	224.3	192.3	197.8
별도 외	46.3	74.6	31.4	30.8	37.2	37.2	37.2
영업이익률	5.1	4.0	2.4	2.9	5.1	4.2	4.2
별도	4.7	3.1	2.1	2.6	4.8	4.0	4.0
별도 외	8.5	11.9	5.2	5.1	7.0	6.7	6.7
세전이익	45.9	37.7	-327.0	-82.5	-92.4	38.3	76.7
지분법손익	26.9	-162.6	-164.2	-53.4	-150.0	-30.0	0.0
순이익	70.8	4.8	-304.5	-81.7	-69.3	28.7	57.5
지배순이익	61.3	4.5	-297.9	-68.5	-62.9	26.1	52.2
지배주주 EPS(원)	643	47	-3,121	-718	-659	273	547
지배주주 BPS(원)	22,842	23,619	20,178	19,382	18,645	18,840	19,310
지배주주 ROE(%)	2.9	0.2	-14.3	-3.6	-3.5	1.5	2.9

자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	5,285.9	5,423.5	5,158.0	5,418.0	-2.4	-0.1
별도	4,631.4	4,769.0	4,630.4	4,866.5	0.0	2.0
별도 외	654.5	654.5	527.6	551.5	-19.4	-15.7
영업이익	164.7	198.6	261.5	229.4	58.7	15.5
별도	132.7	166.6	224.3	192.3	69.0	15.4
별도 외	32.0	32.0	37.2	37.2	16.1	16.1
영업이익률	3.1	3.7	5.1	4.2		
별도	2.9	3.5	4.8	4.0		
별도 외	4.9	4.9	7.0	6.7		
세전이익	-45.2	39.7	-92.4	38.3	적합	-3.4
지분법손익	-50.0	0.0	-150.0	-30.0		
순이익	-44.8	39.3	-69.3	28.7	적합	-26.9
지배순이익	-44.3	38.9	-62.9	26.1	적합	-32.9
지배주주 EPS(원)	-464	407	-659	273	NA	-32.9
지배주주 BPS(원)	18,162	18,222	18,645	18,840	2.7	3.4
지배주주 ROE(%)	-2.5	2.2	-3.5	1.5		

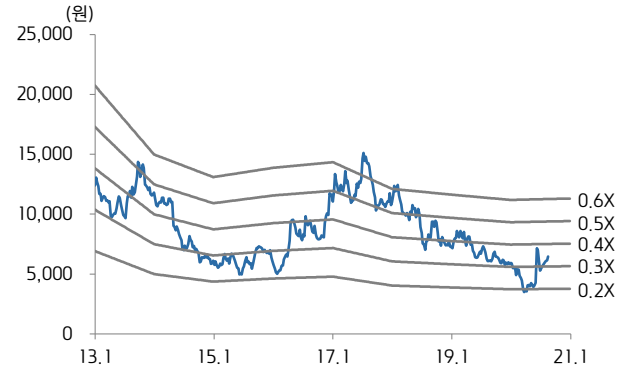
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강과 POSCO 주가비교



자료: Fn가이드, 키움증권

동국제강 12mf PBR 밴드



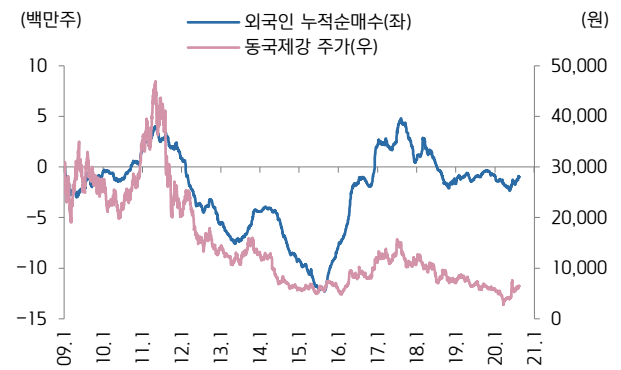
자료: 동국제강, 키움증권

동국제강 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

동국제강 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	6,049	5,739	5,231	5,495	5,629
매출원가	5,561	5,223	4,633	4,919	5,037
매출총이익	488	515	598	576	592
판매비	341	348	333	343	354
영업이익	147	167	265	233	238
EBITDA	366	384	479	432	423
영업외손익	-479	-251	-359	-194	-161
이자수익	5	6	8	9	12
이자비용	107	112	112	112	112
외환관련이익	49	62	36	0	0
외환관련손실	99	87	77	0	0
종속 및 관계기업손익	-166	-54	-152	-30	0
기타	-161	-66	-62	-61	-61
법인세차감전이익	-332	-84	-94	39	78
법인세비용	-23	-1	-23	10	19
계속사업순손익	-309	-83	-70	29	58
당기순이익	-309	-83	-70	29	58
지배주주순이익	-302	-69	-64	26	53
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.4	-5.1	-8.9	5.0	2.4
영업이익 증감율	-39.9	13.6	58.7	-12.1	2.1
EBITDA 증감율	-24.7	4.9	24.7	-9.8	-2.1
지배주주순이익 증감율	-6,673.4	-77.2	-7.2	-140.6	103.8
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	100.2
매출총이익율(%)	8.1	9.0	11.4	10.5	10.5
영업이익률(%)	2.4	2.9	5.1	4.2	4.2
EBITDA Margin(%)	6.1	6.7	9.2	7.9	7.5
지배주주순이익률(%)	-5.0	-1.2	-1.2	0.5	0.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,205	1,968	1,962	2,173	2,419
현금 및 현금성자산	348	397	524	667	877
단기금융자산	63	34	34	34	34
매출채권 및 기타채권	852	724	660	693	710
재고자산	892	786	717	753	771
기타유동자산	50.0	27.0	27.0	26.0	27.0
비유동자산	3,607	3,548	3,436	3,267	3,083
투자자산	51	56	157	188	188
유형자산	3,445	3,301	3,090	2,893	2,710
무형자산	77	53	51	49	47
기타비유동자산	34	138	138	137	138
자산총계	5,811	5,516	5,397	5,440	5,502
유동부채	3,275	2,890	2,849	2,870	2,881
매입채무 및 기타채무	909	723	682	704	715
단기금융부채	2,352.2	2,143.5	2,143.5	2,143.5	2,143.5
기타유동부채	14	24	24	23	23
비유동부채	475	654	654	654	654
장기금융부채	389.5	599.8	599.8	599.8	599.8
기타비유동부채	86	54	54	54	54
부채총계	3,750	3,543	3,502	3,524	3,535
지배지분	1,953	1,876	1,804	1,823	1,869
자본금	598	598	598	598	598
자본잉여금	103	103	103	103	103
기타자본	856	856	856	856	856
기타포괄손익누계액	-94	-86	-94	-102	-109
이익잉여금	491	406	342	369	422
비지배지분	108	97	90	93	98
자본총계	2,061	1,973	1,895	1,916	1,967

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	233	216	243	187	225
당기순이익	0	0	-70	29	58
비현금항목의 가감	661	492	385	402	394
유형자산감가상각비	215	214	211	197	182
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분법평가손익	-166	-54	0	0	0
기타	609	329	172	203	210
영업활동자산부채증감	29	-76	93	-48	-25
매출채권및기타채권의감소	-7	120	64	-33	-17
재고자산의감소	-108	54	70	-36	-18
매입채무및기타채무의증가	46	-143	-41	21	11
기타	98	-107	0	0	-1
기타현금흐름	-457	-200	-165	-196	-202
투자활동 현금흐름	-74	-66	-144	-73	-43
유형자산의 취득	-63	-49	0	0	0
유형자산의 처분	5	2	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	173	-5	-101	-30	0
단기금융자산의감소(증가)	-30	28	0	0	0
기타	-159	-42	-43	-43	-43
재무활동 현금흐름	-197	-102	-17	-17	-17
차입금의 증가(감소)	-198	-85	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	13	0	0	0	0
배당금지급	-11	0	0	0	0
기타	-1	-17	-17	-17	-17
기타현금흐름	2	1	45	45	45
현금 및 현금성자산의 순증가	-36	50	127	142	210
기초현금 및 현금성자산	384	348	397	524	667
기말현금 및 현금성자산	348	397	524	667	877

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원 십억원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-3,121	-718	-659	273	547
BPS	20,178	19,382	18,645	18,840	19,310
CFPS	3,635	4,225	3,250	4,450	4,669
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-2.3	-8.3	-9.8	23.6	11.8
PER(최고)	-4.1	-12.2	-13.4		
PER(최저)	-2.2	-7.7	-4.2		
PBR	0.36	0.31	0.35	0.34	0.33
PBR(최고)	0.64	0.45	0.47		
PBR(최저)	0.34	0.28	0.15		
PSR	0.12	0.10	0.12	0.11	0.11
PCFR	2.0	1.4	2.0	1.4	1.4
EV/EBITDA	8.6	7.8	6.1	6.4	6.0
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	0.5	1.1
ROE	-14.3	-3.6	-3.5	1.5	2.9
ROIC	2.1	3.5	4.9	4.5	4.8
매출채권회전율	7.1	7.3	7.6	8.1	8.0
재고자산회전율	7.2	6.8	7.0	7.5	7.4
부채비율	182.0	179.6	184.8	183.9	179.7
순차입금비율	113.1	117.2	115.3	106.6	93.1
이자보상배율	1.4	1.5	2.4	2.1	2.1
총차입금	2,742	2,743	2,743	2,743	2,743
순차입금	2,331	2,312	2,185	2,043	1,832
NOPLAT	366	384	479	432	423
FCF	285	246	505	325	338

Compliance Notice

- 당사는 8월 17일 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

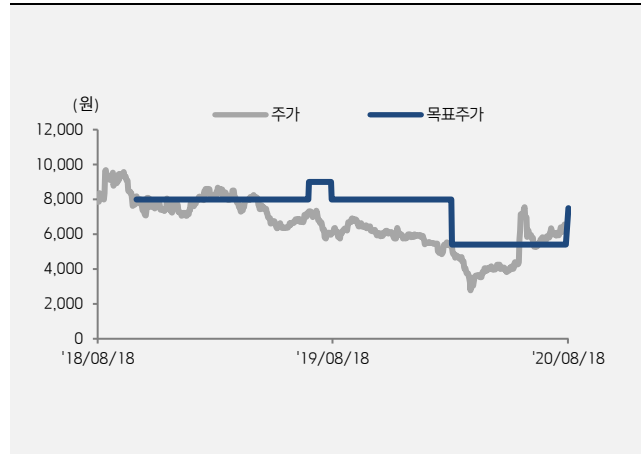
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표 주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동국제강 (001230)	2018/10/17	Marketperform(Initiate)	8,000 원	6 개월	-5.55	2.13
	2019/01/03	Marketperform(Maintain)	8,000 원	6 개월	-2.07	8.50
	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	-9.68	40.00
	2020/08/18	Outperform (Upgrade)	7,500 원	6 개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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 (2019/07/01~2020/6/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%