

동국제강 (001230)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

27,000

상향

현재주가

18,850

(22.04.29)

철강금속업종

기대 이상의 별도 외 이익 증가

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 27,000원으로 상향

- 목표주가를 27,000원으로 상향(기존 24,000원, +12.5%)
- 목표주가는 2022E BPS 33,687원에 타깃 PBR 0.80배를 적용
- 타깃 PBR은 고든 성장모형에 의거하여 산출한 이론 PBR 적용

1Q22 Review 기대 이상의 별도 외 이익 증가

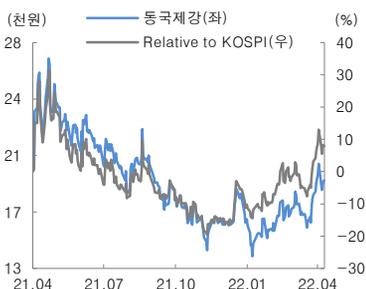
- 1Q22 연결 실적은 매출액 2조 1,313억원(+52.7% yoy), 영업이익 2,058억원(+88.1% yoy), 영업이익률 9.7%(+1.9%p yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 +3.2% 상회, 영업이익 +32.9% 상회하는 서프라이즈
- [별도] 매출액 1조 9,686억원(+51.2% yoy), 영업이익 1,676억원(+63.9% yoy)
- 전분기 대비 봉형강, 후판 스프레드마진 증가, 냉연 스프레드마진 축소
- 봉형강 판매량은 건설 비수기 영향으로 89.9만톤으로 전분기 대비 감소했으나, 후판은 비조선향으로, 냉연은 유통 및 수출향으로 판매량이 전분기 대비 증가
- 연결 자회사(미국 판매법인, 인터지스) 수익성 개선으로 연결 영업이익 증가 기여
- 브라질 CSP는 슬래브 판매단가 하락으로 영업이익 74억원(4Q21 976억원)에 불과했으나, 헤알화 가치상승에 따른 외화부채 환산이익 반영으로 당기순이익 3,900억원 기록. 당사 보유지분 30%에 해당하는 지분법이익 1,224억원 발생

엇갈리는 2분기 실적 변수들

- 봉형강은 성수기 진입하며 평가 상승은 비교적 원활할 것. 후판 역시 수시로 최대한 가격 반영할 계획. 냉연은 전방수요 둔화로 인해 가격 저항 예상
- 5월 브라질 슬래브 판매단가 1,000불 상회 중이나, 헤알화 가치는 약세 전환

KOSPI	2695.05
시가총액	1,799십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	589십억원
52주 최고/최저	26,950원 / 13,800원
120일 평균거래대금	130억원
외국인지분율	21.65%
주요주주	장세주 외 13 인 26.25% JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE B.V. 14.13%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.2	28.7	10.6	-27.5
상대수익률	13.1	27.2	21.9	-14.6



(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	4Q21	1Q22		2Q22					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,396	2,119	2,104	2,131	52.7	0.6	2,064	2,315	27.4	8.6
영업이익	109	188	156	206	88.1	9.4	155	180	-13.0	-12.5
순이익	25	185	111	268	969.5	44.6	102	124	-14.7	-53.9

자료: 동국제강, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,206	7,240	9,054	9,063	8,784
영업이익	295	803	673	712	674
세전순이익	128	687	723	635	592
총당기순이익	69	559	588	517	477
지배지분순이익	65	551	575	506	465
EPS	682	5,769	6,025	5,298	4,876
PER	11.9	2.8	3.1	3.6	3.9
BPS	21,305	27,974	33,687	38,678	43,251
PBR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
ROE	3.4	23.4	19.5	14.6	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	9,141	9,088	9,054	9,063	-0.9	-0.3
판매비와 관리비	441	438	426	432	-3.5	-1.2
영업이익	639	676	673	712	5.3	5.3
영업이익률	7.0	7.4	7.4	7.9	0.4	0.4
영업외손익	-50	-46	51	-77	흑자조정	적자유지
세전순이익	589	630	723	635	22.8	0.8
지배지분순이익	447	494	575	506	28.6	2.4
순이익률	5.0	5.6	6.5	5.7	1.5	0.1
EPS(지배지분순이익)	4,685	5,174	6,025	5,298	28.6	2.4

자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

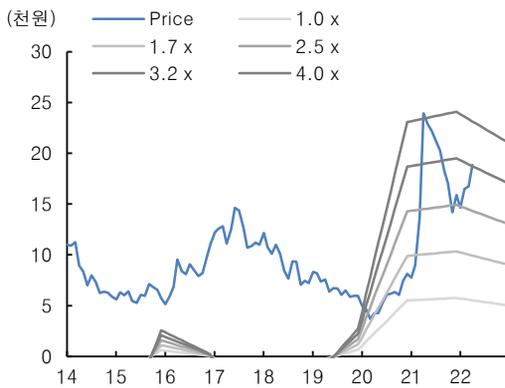
동국제강 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS(원)	33,687	동국제강 2022E BPS
Target PBR(배)	0.80	적정 PBR = (ROE - g) / (COE - g) 1) 동국제강 2022E, 2023E ROE: 17.09% 2) 연구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 20.88% (Rf: 2%, Rm: 13%, 104주베타 1.72)
적정주가(원)	27,148	BPS * Target PBR
목표주가(원)	27,000	27,148 ≒ 27,000
현재주가(원)	18,850	2022.04.29 기준
현재 PBR(배)	0.67	2022.04.29 기준
상승여력(%)	43.2	

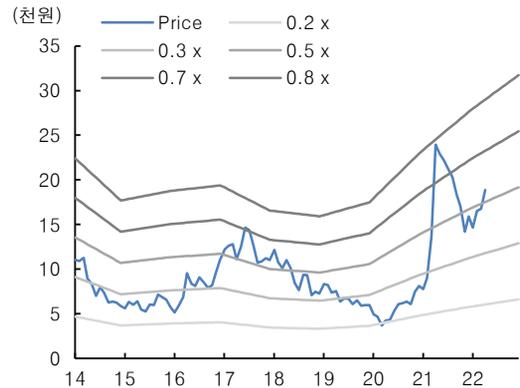
자료: 대신증권 Research Center

동국제강 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

동국제강 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

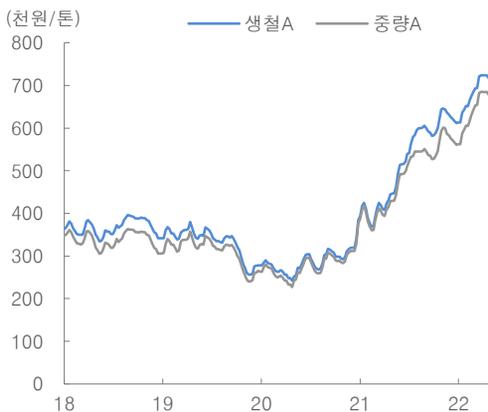
표 1. 동국제강 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
별도 매출액	(십억원)	1,302	1,705	1,877	1,978	1,969	2,166	2,127	2,153	6,862	8,414
YoY	(%)	16.8%	46.4%	67.7%	62.7%	51.2%	27.0%	13.3%	8.8%	48.7%	22.6%
QoQ	(%)	7.0%	31.0%	10.1%	5.4%	-0.5%	10.0%	-1.8%	1.2%		
ASP	(천원/톤)	867	1,057	1,315	1,429	1,369	1,433	1,455	1,421	1,162	1,420
봉형강	(천원/톤)	741	866	1,034	1,018	1,117	1,203	1,239	1,214	916	1,194
후판	(천원/톤)	771	974	1,202	1,478	1,312	1,365	1,379	1,337	1,104	1,348
냉연	(천원/톤)	1,090	1,332	1,709	1,791	1,679	1,733	1,748	1,713	1,466	1,718
별도 영업이익	(십억원)	102	209	299	174	168	140	106	148	785	562
YoY	(%)	112.5%	132.3%	331.6%	323.7%	63.9%	-33.0%	-64.5%	-14.9%	215.7%	-28.4%
QoQ	(%)	148.4%	104.6%	42.9%	-41.7%	-3.9%	-16.3%	-24.3%	39.7%		
별도 OPM	(%)	7.9%	12.3%	15.9%	8.8%	8.5%	6.5%	5.0%	6.9%	11.4%	6.7%
연결 매출액	(십억원)	1,396	1,818	1,907	2,119	2,131	2,315	2,276	2,332	7,240	9,054
YoY	(%)	13.6%	39.6%	47.0%	53.8%	52.7%	27.4%	19.3%	10.0%	39.1%	25.1%
QoQ	(%)	1.3%	30.3%	4.9%	11.1%	0.6%	8.6%	-1.7%	2.5%		
연결 영업이익	(십억원)	109	207	299	188	206	180	127	160	803	673
YoY	(%)	94.8%	107.4%	248.4%	254.5%	88.1%	-13.0%	-57.3%	-15.2%	172.5%	-16.2%
QoQ	(%)	106.3%	89.1%	44.2%	-37.0%	9.4%	-12.5%	-29.3%	25.3%		
연결 OPM	(%)	7.8%	11.4%	15.7%	8.9%	9.7%	7.8%	5.6%	6.8%	11.1%	7.4%
연결 당기순이익	(십억원)	28	148	199	184	273	127	84	104	559	588
지배주주순이익	(십억원)	25	108	96	133	268	124	82	101	332	575
YoY	(%)	-120.8%	72.5%	162.5%	53.2%	969.5%	0.0%	0.0%	0.0%	409.8%	73.2%
QoQ	(%)	-71.0%	329.3%	-10.9%	38.3%	165.2%	-53.9%	-33.7%	23.3%		
[주요 가정 기간 평균]											
중국 철근 유통 가격	(달러/톤)	690	807	819	801	764	802	826	810	779	801
국내 후판 유통 가격	(천원/톤)	818	1,159	1,292	1,209	1,215	1,264	1,276	1,238	1,120	1,248
일본 슬라브 수입 가격	(달러/톤)	497	628	816	815	721	779	794	778	689	768
한국 철스크랩 가격	(천원/톤)	390	458	540	571	627	658	665	685	490	659

자료: 대신증권 Research Center

철스크랩 가격 추이



자료: 스틸데일리, 대신증권 Research Center

한국 일본산 슬라브 수입량 및 가격 동향



자료: 한국철강협회, 대신증권 Research Center

Global Peer

회사명		DONGKUK STEEL MILL CO LTD	HYUNDAI STEEL CO	BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	ARCELOR MITTAL	NUCOR CORP	UNITED STATES STEEL CORP
코드		001230 KS	004020 KS	600019 CH	MT NA	NUE US	X US
현재주가(USD)		14.7	34.7	1.0	29.7	159.0	31.8
시가총액(십억원, USDmn)		1,403	4,631	21,275	27,823	42,674	8,290
매출액 (십억원, USDmn)	21A	5,998	17,474	n/a	76,571	36,484	20,275
	22F	6,245	19,627	54,185	78,630	41,674	21,264
	23F	n/a	19,986	52,629	68,055	34,633	17,002
매출액 yoy (%)	21A	53.1	32.2	n/a	43.7	81.2	108.1
	22F	4.1	12.3	n/a	2.7	14.2	4.9
	23F	n/a	1.8	-2.9	-13.4	-16.9	-20.0
영업이익 (십억원, USDmn)	21A	686	2,010	n/a	16,976	9,257	4,946
	22F	578	1,796	5,361	13,468	9,537	3,967
	23F	n/a	1,812	5,499	7,744	4,907	1,813
영업이익 yoy (%)	21A	225.1	5,584.5	n/a	704.5	826.3	흑전
	22F	-15.7	-10.6	n/a	-20.7	3.0	-19.8
	23F	n/a	0.9	2.6	-42.5	-48.5	-54.3
OPM (%)	21A	11.4	11.5	n/a	22.2	25.4	24.4
	22F	9.3	9.2	9.9	17.1	22.9	18.7
	23F	n/a	9.1	10.4	11.4	14.2	10.7
PER (배)	21A	4.9	3.9	12.6	2.4	4.8	1.8
	22F	n/a	n/a	5.4	2.6	6.4	3.0
	23F	n/a	n/a	5.2	4.5	13.6	8.5
PBR (배)	21A	0.5	0.3	0.9	0.6	2.2	0.7
	22F	n/a	n/a	0.7	0.5	2.2	0.8
	23F	n/a	n/a	0.6	0.4	1.8	0.7
EV/EBITDA (배)	21A	3.0	3.5	n/a	1.8	3.5	1.4
	22F	n/a	n/a	3.9	2.1	4.6	2.0
	23F	n/a	n/a	3.7	3.4	8.4	3.6
ROE (%)	21A	11.8	8.1	n/a	34.2	54.8	65.2
	22F	n/a	n/a	12.0	19.2	34.7	28.0
	23F	n/a	n/a	11.6	10.2	15.6	8.8
EPS (USD)	21A	2.8	9.2	n/a	13.5	23.2	15.8
	22F	n/a	n/a	0.2	11.5	27.7	10.7
	23F	n/a	n/a	0.2	6.8	14.7	4.3
BPS (USD)	21A	24.5	113.4	n/a	53.9	51.5	34.2
	22F	n/a	n/a	1.5	61.2	72.8	42.4
	23F	n/a	n/a	1.6	72.1	86.5	48.3

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

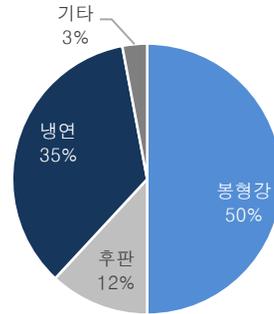
- 1954년 설립된 국내 조강생산능력 3위의 전기로 압체
- 봉형강(철근, 형강), 판재(후판, 냉연강판) 생산 및 판매사업을 영위
- 300만톤 규모의 슬래브 생산능력을 보유한 브라질 CSP 자본 30% 보유
- 2014년 유동성 위기 경험 후 차입금 감축 기초 지속
- 자산 6조 3,341억원 부채 3조 5,517억원 자본 2조 7,824억원
- 발행주식 수: 93,502,457주 / 자기주식수: 1,930,280주

주가 변동요인

- 철스크랩, 슬래브, 열연강판 등 주요 원재료 가격
- 중국 철강재 내수 가격 및 수출 가격
- 중국 경제성장률 및 철강재 수요
- 국내 주요 전방산업(건설, 조선, 가전 등) 수요

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 12월 기준
 자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

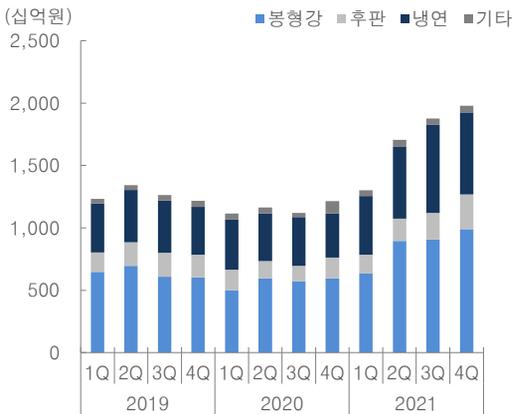
매출 비중 추이



주: 2021년 별도 매출 기준
 자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

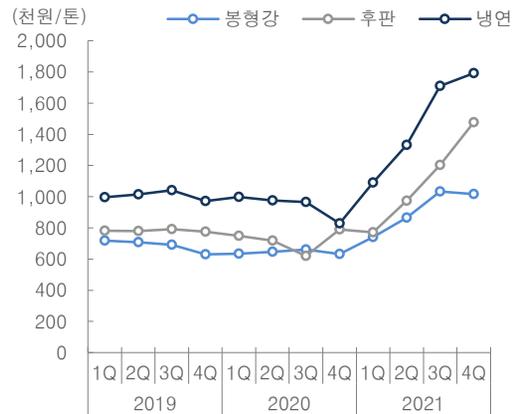
2. Earnings Driver

별도기준 매출액 추이



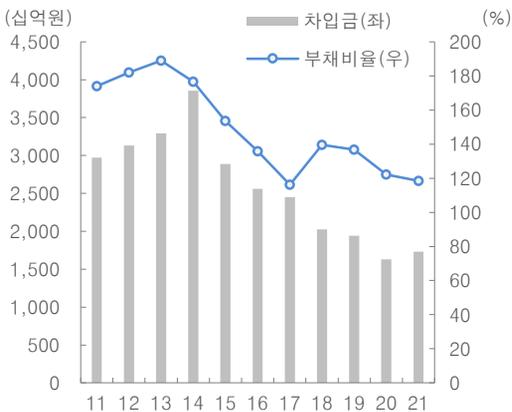
자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

주요 제품 ASP 추이



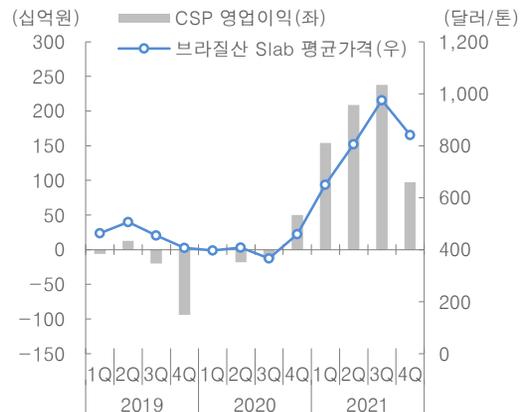
자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

부채비율 및 차입금 규모 추이



자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

브라질 CSP 실적 추이



자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,206	7,240	9,054	9,063	8,784
매출원가	4,610	6,079	7,955	7,919	7,691
매출총이익	596	1,161	1,099	1,144	1,093
판매비와관리비	302	358	426	432	420
영업이익	295	803	673	712	674
영업외수익	5.7	11.1	7.4	7.9	7.7
EBITDA	510	1,011	871	905	862
영업외손익	-167	-116	51	-77	-81
관계기업손익	-128	35	174	62	60
금융수익	58	42	52	50	50
외환관련이익	51	35	35	35	35
금융비용	-143	-120	-135	-132	-132
외환관련손실	57	52	52	52	52
기타	46	-73	-40	-56	-59
법인세비용차감전순이익	128	687	723	635	592
법인세비용	-58	-129	-135	-118	-115
계속사업순이익	69	559	588	517	477
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	559	588	517	477
당기순이익	1.3	7.7	6.5	5.7	5.4
비재배분순이익	4	8	13	12	12
재배분순이익	65	551	575	506	465
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	11	9	8	7
포괄순이익	190	665	683	601	552
비재배분포괄이익	7	10	15	13	13
재배분포괄이익	183	655	668	588	538

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	682	5,769	6,025	5,298	4,876
PER	11.9	2.8	3.1	3.6	3.9
BPS	21,305	27,974	33,687	38,678	43,251
PBR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	5,345	10,591	9,124	9,478	9,028
EV/EBITDA	5.4	3.4	4.2	3.5	3.0
SPS	54,554	75,868	94,876	94,972	92,048
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	4,725	9,370	9,759	9,942	9,464
DPS	200	400	400	400	400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	-8.0	39.1	25.1	0.1	-3.1
영업이익 증감률	79.1	172.5	-16.2	5.8	-5.4
순이익 증감률	흑전	704.3	5.3	-12.1	-7.8
수익성					
ROIC	3.8	14.5	11.0	11.3	10.8
ROA	5.4	13.7	10.0	9.6	8.5
ROE	3.4	23.4	19.5	14.6	11.9
안정성					
부채비율	153.6	127.6	112.1	99.2	90.1
순차입금비율	87.4	64.9	50.4	30.6	15.0
이자보상비율	3.5	12.8	10.9	11.6	11.0

자료: 동국제강 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,846	2,683	3,320	3,840	4,310
현금및현금성자산	269	405	518	1,015	1,531
매출채권 및 기타채권	646	841	1,060	1,085	1,092
재고자산	653	1,357	1,698	1,699	1,647
기타유동자산	278	79	44	41	41
비유동자산	3,572	3,651	3,788	3,825	3,868
유형자산	3,351	3,367	3,321	3,281	3,245
관계기업투자지급	4	68	271	362	450
기타비유동자산	217	217	196	182	173
자산총계	5,419	6,334	7,107	7,665	8,179
유동부채	2,806	3,119	3,255	3,231	3,186
매입채무 및 기타채무	751	951	1,117	1,117	1,092
차입금	1,669	1,735	1,735	1,735	1,735
유동상채무	276	236	201	172	147
기타유동부채	111	198	202	207	212
비유동부채	477	433	502	587	691
차입금	256	180	192	205	217
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	221	253	310	382	474
부채총계	3,282	3,552	3,756	3,818	3,877
자본부분	2,033	2,670	3,215	3,691	4,128
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	589	589	589	589	589
이익잉여금	448	981	1,519	1,987	2,415
기타자본변동	407	510	518	526	534
비자본부분	103	113	136	156	174
자본총계	2,136	2,782	3,351	3,847	4,302
순차입금	1,867	1,806	1,689	1,176	645

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	632	126	374	787	804
당기순이익	0	0	588	517	477
비현금성항목의 기입	381	336	343	432	426
감가상각비	215	208	198	193	188
외환손익	-34	1	27	27	27
지분법평가손익	128	-35	-174	-62	-60
기타	73	163	292	275	272
자산부채의 증감	226	-804	-361	16	76
기타현금흐름	24	594	-196	-178	-175
투자활동 현금흐름	-314	27	-266	-172	-173
투자자산	-280	116	-202	-90	-88
유형자산	-84	-150	-150	-150	-150
기타	50	60	85	68	65
재무활동 현금흐름	-435	-22	-75	-70	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-410	12	12	12	12
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-19	-37	-37	-37
기타	-24	-16	-50	-45	-41
현금의 증감	-123	136	113	497	516
기초 현금	392	269	405	518	1,015
기말 현금	269	405	518	1,015	1,531
NOPLAT	160	653	547	580	542
FCF	291	708	593	620	578

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

동국제강(001230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.05.02	22.04.18
투자의견	Buy	Buy
목표주가	27,000	24,000
과다율(평균%)		(21.37)
과다율(최대/최소%)		(16.88)
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220429)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상