

동국제강 (001230)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

22,000

하향

현재주가

(22.07.12)

12,300

철강금속업종

답답함 느껴질 하반기

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 22,000원으로 하향

- 목표주가를 22,000원으로 하향(기존 27,000원, -18.5%)
- 목표주가는 2022E BPS 34,150원에 타깃 PBR 0.66배를 적용
- 타깃 PBR은 고든 성장모형에 의거하여 산출한 이론 PBR 적용. 글로벌 경기 하강국면에 있는 점을 반영하여 2022E, 2023E 평균 ROE값을 반영

2Q22 Preview 호실적 전망

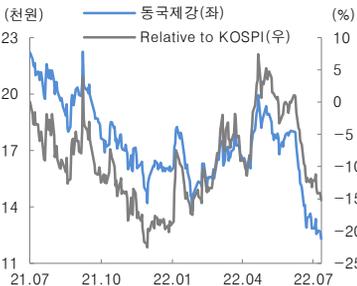
- 2Q22 연결 실적은 매출액 2조 2,444억원(+23.5% yoy), 영업이익 2,083억원(+0.6% yoy), 영업이익률 9.3%(-0.4%p yoy) 전망. 컨센서스 대비 당사 전망치는 매출액 -4.8% 하회, 영업이익 -2% 하회
- 판매량은 건설 성수기 효과로 봉형강 중심으로 전분기 대비 상승 전망. 6월 화물연대 파업에 따른 출하 제한이 일부 있었으나, 영향이 크지는 않았을 것
- 철스크랩 가격이 4월 고점 형성함에 따라 2분기 봉형강 투입원가는 전분기 대비 상승 추정되나, 판매가격 전가하여 스프레드 마진 상승했을 것으로 판단
- 후판과 냉연 역시 스프레드 마진 선방한 것으로 파악. 후판은 조선향 가격 인상 효과가 반영되었으며, 냉연은 판가보다 투입원가 하락에 기인한 것으로 파악
- 브라질CSP는 슬래브 가격이 4월까지 톤당 1,200불 내외에서 형성되면서 좋은 실적 달성 전망. 2분기 헤알화 환율 변동이 컸으나, 평균환율 기준으로 봤을 때 순이익단에 미치는 영향 제한적일 것으로 예상

답답함 느껴질 하반기

- 3분기부터 판매가격 하락이 현실화되며 전 제품 스프레드마진 축소를 예상. 브라질CSP는 5월부터 슬래브 단가가 급락했고 헤알화 환율에 불리한 대선 국면
- 하반기 상황 둔화 분명하나, 예상 연간 순이익 대비 과도한 저평가인 것도 사실

KOSPI	2,317.76
시가총액	1,174십억원
시가총액비중	0.06%
지분금(보통주)	589십억원
52주 최고/최저	22,250원 / 12,300원
120일 평균거래대금	118억원
외국인보유율	22.48%
주요주주	장세주 외 13 인 26.25%
	JFE STEEL INTERNATIONAL EUROPE B.V. 14.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-28.5	-23.4	-31.5	-42.0
상대수익률	-19.9	-11.8	-12.1	-18.7



구분	2Q21	1Q22	2Q22(F)				3Q22			
			작성추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,818	2,131	2,315	2,244	23.5	5.3	2,357	2,093	9.7	-6.7
영업이익	207	206	180	208	0.6	1.2	212	136	-54.3	-34.6
순이익	145	268	124	175	20.7	-34.7	155	80	-59.0	-54.4

자료: 동국제강, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,206	7,240	8,631	8,399	8,346
영업이익	295	803	704	501	540
세전순이익	128	687	782	416	459
총당기순이익	69	559	633	339	369
지배지분순이익	65	551	619	331	360
EPS	682	5,769	6,487	3,469	3,776
PER	11.9	2.8	2.0	3.7	3.4
BPS	21,305	27,974	34,150	37,320	40,800
PBR	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
ROE	3.4	23.4	20.9	9.7	9.7

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	9,054	9,063	8,631	8,399	-4.7	-7.3
판매비와 관리비	426	432	400	391	-6.0	-9.5
영업이익	673	712	704	501	4.6	-29.6
영업이익률	7.4	7.9	8.2	6.0	0.7	-1.9
영업외손익	51	-77	78	-84	54.9	적자유지
세전순이익	723	635	782	416	8.1	-34.4
지배지분순이익	575	506	619	331	7.7	-34.5
순이익률	6.5	5.7	7.3	4.0	0.8	-1.7
EPS(지배지분순이익)	6,025	5,298	6,487	3,469	7.7	-34.5

자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

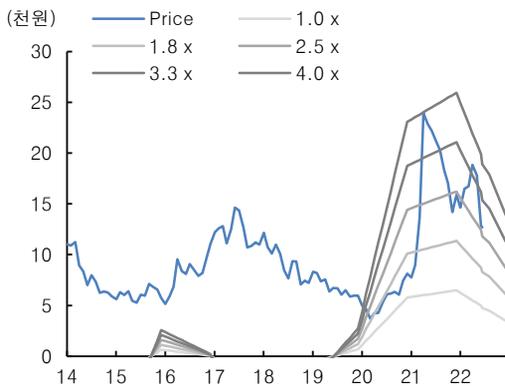
동국제강 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS(원)	34,150	동국제강 2022E BPS
Target PBR(배)	0.66	적정 PBR = (ROE - g) / (COE - g) 1) 동국제강 2022E, 2023E ROE: 15.30% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 22.53% (Rf: 2%, Rm: 13%, 104주베타 1.87)
적정주가(원)	22,497	BPS * Target PBR
목표주가(원)	22,000	22,497 ≈ 22,000
현재주가(원)	12,300	2022.07.12 기준
현재 PBR(배)	0.40	2022.07.12 기준
상승여력(%)	78.9	

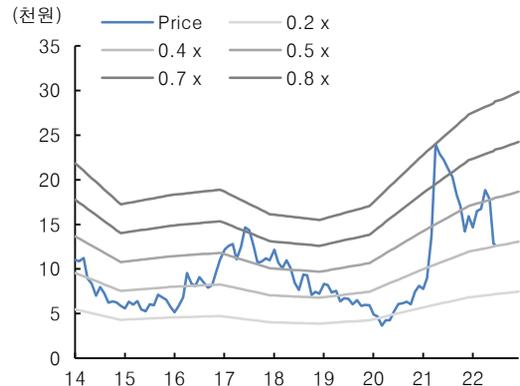
자료: 대신증권 Research Center

동국제강 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

동국제강 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

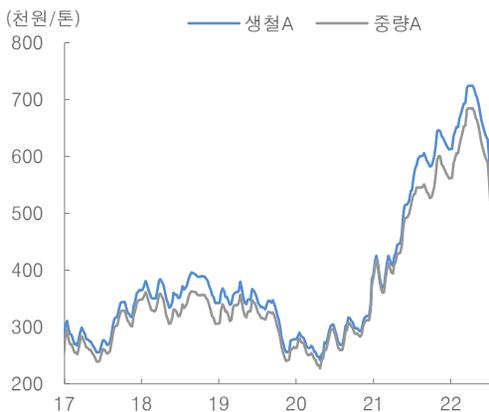
표 1. 동국제강 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 천톤, 천원/톤, 달러/톤)

	(단위)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
별도 매출액	(십억원)	1,302	1,705	1,877	1,978	1,969	2,099	1,956	1,996	6,862	8,021
YoY	(%)	16.8%	46.4%	67.7%	62.7%	51.2%	23.2%	4.2%	0.9%	48.7%	16.9%
QoQ	(%)	7.0%	31.0%	10.1%	5.4%	-0.5%	6.6%	-6.8%	2.0%		
ASP	(천원/톤)	867	1,057	1,315	1,429	1,369	1,434	1,369	1,358	1,162	1,382
봉형강	(천원/톤)	741	866	1,034	1,018	1,117	1,112	1,084	1,072	916	1,096
후판	(천원/톤)	771	974	1,202	1,478	1,312	1,427	1,313	1,326	1,104	1,345
냉연	(천원/톤)	1,090	1,332	1,709	1,791	1,679	1,763	1,710	1,676	1,466	1,706
별도 영업이익	(십억원)	102	209	299	174	84	150	111	137	785	483
YoY	(%)	112.5%	132.3%	331.6%	323.7%	-17.9%	-28.2%	-62.8%	-21.4%	215.7%	-38.5%
QoQ	(%)	148.4%	104.6%	42.9%	-41.7%	-51.9%	79.0%	-25.9%	23.1%		
별도 OPM	(%)	7.9%	12.3%	15.9%	8.8%	4.3%	7.2%	5.7%	6.9%	11.4%	6.0%
연결 매출액	(십억원)	1,396	1,818	1,907	2,119	2,131	2,244	2,093	2,163	7,240	8,631
YoY	(%)	13.6%	39.6%	47.0%	53.8%	52.7%	23.5%	9.7%	2.0%	39.1%	19.2%
QoQ	(%)	1.3%	30.3%	4.9%	11.1%	0.6%	5.3%	-6.7%	3.3%		
연결 영업이익	(십억원)	109	207	299	188	206	208	136	153	803	704
YoY	(%)	94.8%	107.4%	248.4%	254.5%	88.1%	0.6%	-54.3%	-18.5%	172.5%	-12.4%
QoQ	(%)	106.3%	89.1%	44.2%	-37.0%	9.4%	1.2%	-34.6%	12.4%		
연결 OPM	(%)	7.8%	11.4%	15.7%	8.9%	9.7%	9.3%	6.5%	7.1%	11.1%	8.2%
연결 당기순이익	(십억원)	28	148	199	184	273	180	82	99	559	633
지배주주순이익	(십억원)	25	108	96	133	268	175	80	96	332	619
YoY	(%)	-120.8%	72.5%	162.5%	53.2%	969.5%	0.0%	0.0%	0.0%	409.8%	64.6%
QoQ	(%)	-71.0%	329.3%	-10.9%	38.3%	179.9%	-34.7%	-54.4%	19.9%		
[주요 가정 기간 평균]											
중국 철근 유통 가격	(달러/톤)	690	807	819	801	764	740	755	740	779	750
국내 후판 유통 가격	(천원/톤)	818	1,159	1,292	1,209	1,215	1,321	1,215	1,227	1,120	1,245
일본 슬라브 수입 가격	(달러/톤)	497	628	816	815	721	824	840	824	689	802
한국 철스크랩 가격	(천원/톤)	390	458	540	571	627	646	613	632	490	629

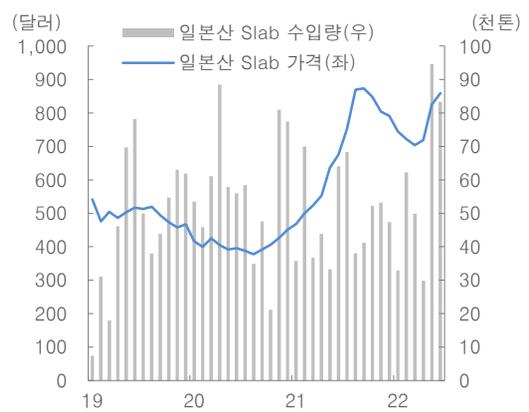
자료: 대신증권 Research Center

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)		10.3	25.7	0.9	22.8	105.6	17.9
시가총액(십억원, USDmn)		979	3,432	20,872	19,992	28,100	4,668
매출액 (십억원, USDmn)	21A	6,329	19,973	56,648	76,571	36,484	20,275
	22F	7,186	20,870	52,741	82,732	42,376	21,163
	23F	7,426	20,132	49,324	70,306	34,310	16,693
매출액 yoy (%)	21A	43.2	30.5	38.3	43.7	81.2	108.1
	22F	13.6	4.5	-6.9	8.0	16.2	4.4
	23F	3.3	-3.5	-6.5	-15.0	-19.0	-21.1
영업이익 (십억원, USDmn)	21A	702	2,140	4,710	16,976	9,257	4,946
	22F	586	1,792	4,209	14,079	10,527	3,852
	23F	577	1,629	4,041	7,415	5,164	1,648
영업이익 yoy (%)	21A	180.6	3,351.2	111.6	704.5	826.3	흑전
	22F	-16.6	-16.2	-10.6	-17.1	13.7	-22.1
	23F	-1.4	-9.1	-4.0	-47.3	-51.0	-57.2
OPM (%)	21A	11.1	10.7	8.3	22.2	25.4	24.4
	22F	8.1	8.6	8.0	17.0	24.8	18.2
	23F	7.8	8.1	8.2	10.5	15.0	9.9
PER (배)	21A	2.7	3.7	6.4	2.3	4.8	1.8
	22F	2.0	2.8	6.5	1.8	4.0	1.8
	23F	2.4	3.2	6.4	3.5	8.3	5.3
PBR (배)	21A	0.6	0.3	0.8	0.6	2.2	0.7
	22F	0.4	0.2	0.7	0.4	1.4	0.4
	23F	0.3	0.2	0.7	0.3	1.2	0.4
EV/EBITDA (배)	21A	3.3	3.7	4.6	1.8	3.5	1.4
	22F	3.2	3.7	4.6	1.5	2.9	1.3
	23F	3.2	3.9	4.8	2.6	5.4	2.4
ROE (%)	21A	23.4	8.5	12.6	34.2	54.8	65.2
	22F	20.9	8.2	11.0	21.9	44.3	29.2
	23F	14.7	6.7	10.8	10.0	16.3	7.9
EPS (USD)	21A	5.1	9.7	0.2	13.5	23.2	15.8
	22F	5.2	9.3	0.2	12.5	28.0	8.5
	23F	4.3	8.2	0.1	6.5	14.1	3.4
BPS (USD)	21A	24.0	114.0	1.3	53.9	51.5	34.2
	22F	27.2	112.6	1.4	63.9	74.4	44.1
	23F	31.3	120.2	1.4	72.2	89.4	48.4

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

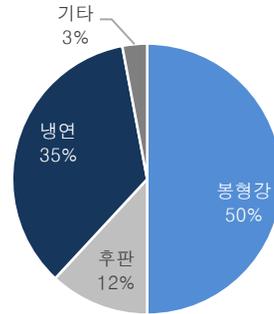
- 1954년 설립된 국내 조강생산능력 3위의 전기로 업체
- 봉형강(철근, 형강), 판재(후판, 냉연강판) 생산 및 판매사업을 영위
- 300만톤 규모의 슬래브 생산능력을 보유한 브라질 CSP 지분 30% 보유
- 2014년 유동성 위기 경험 후 차입금 감축 기초 지속
- 자산 6조 4,595억원 부채 3조 4,180억원, 자본 3조 415억원
- 발행주식 수: 95,432,737주 / 자기주식수: 1,930,280주

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, 2022년 3월 기준
 자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

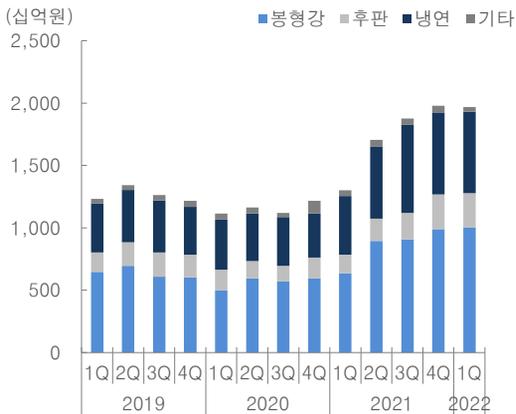
매출 비중 추이



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

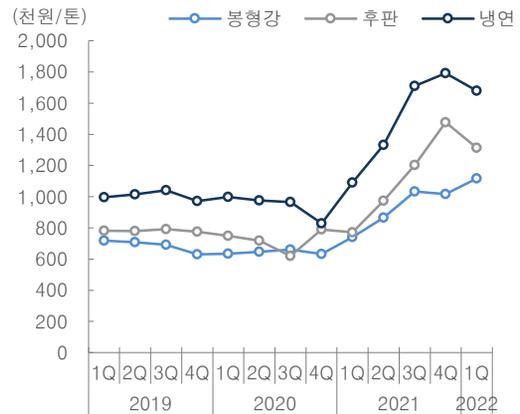
2. Earnings Driver

별도기준 매출액 추이



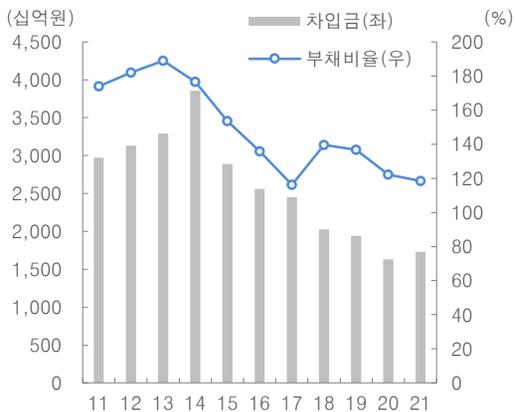
자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

주요 제품 ASP 추이



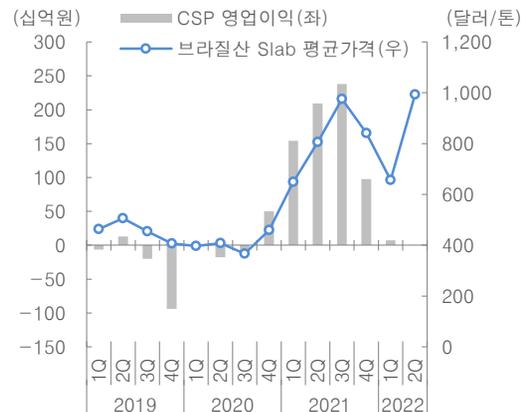
자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

부채비율 및 차입금 규모 추이



자료: 동국제강, 대신증권 Research Center

브라질 CSP 실적 추이



자료: 동국제강, 대신증권 Research Center
 주: Slab 평균가격은 Spot 가격에 2개월 후행 (산적 기준)

재무제표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,206	7,240	8,631	8,399	8,346
매출원가	4,610	6,079	7,527	7,507	7,417
매출총이익	596	1,161	1,104	892	929
판매비와관리비	302	358	400	391	389
영업이익	295	803	704	501	540
영업외수익	5.7	11.1	8.2	6.0	6.5
EBITDA	510	1,011	902	693	728
영업외손익	-167	-116	78	-84	-81
관계기업손익	-128	35	202	55	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	782	416	459
법인세비용	-58	-129	-149	-78	-89
계속사업손익	69	559	633	339	369
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	559	633	339	369
당기순이익	1.3	7.7	7.3	4.0	4.4
비재배분순이익	4	8	14	8	9
재배분순이익	65	551	619	331	360
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	11	9	8	7
포괄순이익	190	665	728	423	444
비재배분포괄이익	7	10	16	9	11
재배분포괄이익	183	655	712	413	433

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	682	5,769	6,487	3,469	3,776
PER	11.9	2.8	2.0	3.7	3.4
BPS	21,305	27,974	34,150	37,320	40,800
PBR	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	5,345	10,591	9,448	7,267	7,629
EV/EBITDA	5.4	3.4	3.0	3.3	2.6
SPS	54,554	75,868	90,443	88,009	87,458
PSR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
CFPS	4,725	9,370	12,195	8,302	8,694
DPS	200	400	400	400	400

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	-8.0	39.1	19.2	-2.7	-0.6
영업이익 증감률	79.1	172.5	-12.4	-28.8	7.8
순이익 증감률	흑전	704.3	13.4	-46.5	9.1
수익성					
ROIC	3.8	14.5	11.6	8.1	8.8
ROA	5.4	13.7	10.5	6.9	7.0
ROE	3.4	23.4	20.9	9.7	9.7
안정성					
부채비율	153.6	127.6	109.5	101.2	94.5
순차입금비율	87.4	64.9	40.6	25.2	12.3
이자보상비율	3.5	12.8	11.4	8.1	8.8

자료: 동국제강 대안증권 Research Center

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,846	2,683	3,501	3,880	4,323
현금및현금성자산	269	405	826	1,255	1,675
매출채권및기타채권	646	841	1,012	1,010	1,043
재고자산	653	1,357	1,618	1,575	1,565
기타유동자산	278	79	44	41	41
비유동자산	3,572	3,651	3,614	3,588	3,572
유형자산	3,351	3,367	3,321	3,281	3,245
관계기업투자지급	4	68	97	125	154
기타비유동자산	217	217	196	182	173
자산총계	5,419	6,334	7,114	7,469	7,895
유동부채	2,806	3,119	3,216	3,170	3,146
매입채무및기타채무	751	951	1,078	1,057	1,052
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	3,718	3,757	3,837
자본부분	2,033	2,670	3,259	3,562	3,894
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	589	589	589	589	589
이익잉여금	448	981	1,563	1,858	2,181
기타자본변동	407	510	518	526	534
비자본부분	103	113	138	150	164
자본총계	2,136	2,782	3,397	3,712	4,058
순차입금	1,867	1,806	1,381	936	501

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	632	126	682	721	710
당기순이익	0	0	633	339	369
비현금성영역의기갑	381	336	530	454	460
감가상각비	215	208	198	193	188
외환손익	-34	1	27	27	27
지분법평가손익	128	-35	0	0	0
기타	73	163	306	234	246
자산부채의증감	226	-804	-273	66	29
기타현금흐름	24	594	-209	-137	-149
투자활동 현금흐름	-314	27	-93	-110	-112
투자자산	-280	116	-28	-28	-28
유형자산	-84	-150	-150	-150	-150
기타	50	60	85	68	65
재무활동 현금흐름	-435	-22	-75	-69	-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
현금의증감	-123	136	421	428	420
기초 현금	392	269	405	826	1,255
기말 현금	269	405	826	1,255	1,675
NOPLAT	160	653	570	407	435
FCF	291	708	615	448	470

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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	22.07.13	22.06.02	22.05.02	22.04.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	22,000	27,000	27,000	24,000
과다율(평균%)		(40.67)	(33.82)	(21.17)
과다율(최대/최소%)		(29.44)	(29.44)	(16.88)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220710)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	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