



기업분석 | 철강/비철금속

Analyst

안희수

02 3779 8897

hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가	15,000 원
현재주가	11,450 원

컨센서스 대비(영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(11/1)	2,293.61 pt
시가총액	10,927 억원
발행주식수	95,433 천주
52주 최고가 / 최저가	19,950 / 10,800 원
90일 일평균거래대금	81.14 억원
외국인 지분율	23.1%
배당수익률(22.12E)	3.5%
BPS(22.12E)	34,435 원
KOSPI 대비 수익률	1개월 -0.4%
	6개월 -24.4%
	12개월 -10.1%
주주구성	장세주(외 14인) 26.3%
	JFE STEEL 14.1%

Stock Price



동국제강 (001230)

안정적인 순이익을 향해

안정적인 순이익을 향해

3Q22 연결기준 매출액 2조원(+6.7% YoY, -12% QoQ), 영업이익 1,486억원(-50% YoY, -49% QoQ)으로 영업이익 컨센서스(1,657억원)를 10% 하회했다. 봉형강류는 전방 수요 부진 및 비수기로 판매량이 감소(-7.4% QoQ)하고, ASP는 전분기대비 7.8만원(-6.6% QoQ) 하락하며 수익성 악화의 주 원인이었다. 냉연은 가전 시장 위축으로 판매량이 감소했으나(-12% QoQ) 고부가 제품 세일즈 믹스 개선(42%→46%), 수출 확대로 수익성을 방어했다. 영업 외로는 8월 브라질 CSP 지분 매각 결정으로 지속되던 관계기업 손실이 사라지고 관련 손상차손 금액에 대한 이연법인세 수익 269억원이 반영되었다.

4Q22 매출액 1.9조원(-8% YoY, -4.5% QoQ), 영업이익 1,360억원(-28% YoY, -8.7% QoQ)을 전망한다. 봉형강류는 비수기 이후 판매량 증가와 철스크랩가 상승이 ASP에 반영되며 수익성이 개선될 것이다. 판재류(냉연, 후판)는 지속되는 전방산업 부진 및 원재료(슬라브, 열연)가 하락으로 ASP의 하락이 지속될 것이다

브라질 CSP 지분매각의 효과

첫째, 우발 채무 해소를 통한 재무안정성 확보이다. CSP 장기차입금은 약 26억달러인데, 지분 30%에 대한 7.8억달러(약 1조원)의 지급보증 부담이 사라지게 된다. 둘째, 지분법 영향 제거에 따른 당기순이익 변동성 완화이다. CSP는 누적 당기순손실 규모가 1.6조원이었으며, 브라질 헤알화 변동성으로 인한 외화손실 리스크도 컸다. 이번 매각으로 인한 투자손실은 그 동안 손상차손으로 지속 반영해왔고(2Q22 1,959억원), 추가적인 발생은 없을 것으로 파악된다. 3Q22 이후에도 매각완료시점 전후로 관련 이연법인세 수익이 추가 반영될 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 15,000원 커버리지 개시

현 주가는 8월 브라질 CSP 지분 매각 발표 이후에도 20% 가량 하락하며 12M Fwd P/B 0.3x로 밴드 하단 수준이다. 전방 수요 부진이 계속되는 상황이나, 당기순이익 변동성 해소와 재무구조 개선을 고려하면 과도한 낙폭이라는 판단이다. 12M Fwd BPS 38,530원에 역사적 평균 P/B 0.4x를 적용하여 투자의견 Buy, 목표주가 15,000원을 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	18,023	22,850	28,026	25,178	24,337
영업이익	73	2,448	2,322	1,916	2,051
세전계속사업손익	-504	2,149	2,067	1,642	1,772
순이익	-440	1,505	1,575	1,255	1,354
EPS (원)	-3,269	11,110	11,738	9,539	10,291
증감률 (%)	적전	흑전	5.7	-18.7	7.9
PER (x)	-12.1	3.7	2.6	3.2	3.0
PBR (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	10.6	4.2	3.1	2.8	2.1
영업이익률 (%)	0.4	10.7	8.3	7.6	8.4
EBITDA 마진 (%)	9.2	17.7	13.9	13.6	14.4
ROE (%)	-2.6	8.5	8.3	6.3	6.4
부채비율 (%)	108.7	102.9	95.2	95.7	100.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터

동국제강, 컬러강판 선택과 집중의 역사

동국제강은 전기로 3기를 운영하며 360만톤의 제강능력을 보유하고 있다. 봉형강류 385만톤, 후판 120만톤, 칼라도금 및 냉연강판 190만톤의 압연/도금라인을 운영하고 있다.

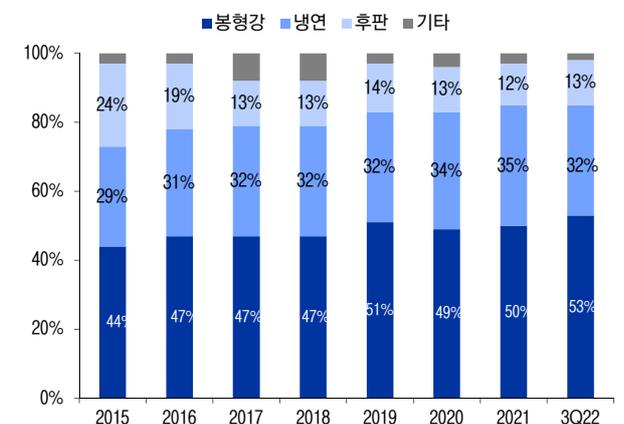
기존에 봉형강류와 후판 사업만 영위하던 동국제강은 2015년 1월, 유니온스틸(주)를 합병하며 냉연강판 사업에 진출했다. 별도 기준 매출에서 냉연은 3Q22 기준 32%의 비중을 차지하며, 컬러도금강판은 고부가 제품으로 수출 비중 무려 58%의 글로벌 주력 제품이 되었다.

2015년에는 조선업황 악화 및 충분한 국내 공급 상황으로 수익성이 부진했던 후판 사업 구조조정도 성공적으로 완료했다. 이후 후판 생산능력은 기존 300만톤에서 150만톤→120만톤까지 축소되었다.

2022년 8월, 동국제강은 관계기업인 브라질 CSP의 지분 30% 전량 매각을 결정하였다. 전기로만 운영하던 동국제강은 2011년 브라질 CSP 일관제철소 건설에 포스코, Vale과 함께 투자하며 고로사업 프로젝트를 시작했고, 2016년 가동을 시작했다. 연간 슬라브 300만톤 생산능력으로 후판 원재료의 안정적 확보 시너지 및 글로벌 잠재 수요에 대한 기대감이 높았다. 그러나 2021년, 2022년을 제외하고 모두 당기순손실을 기록하였고 결국 2022년 8월 전량 지분 매각이 의결되었다.

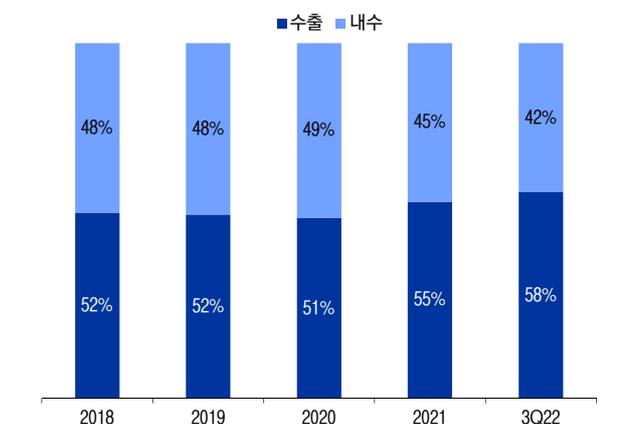
앞으로 동국제강은 컬러강판 핵심역량을 통한 성장에 집중을 다할 계획이다. 2021년 'DK 컬러비전 2030'을 선포하며 해외거점을 멕시코, 인도, 태국 3개국에서 7개국 8거점으로 확대하기로 했다. 추가 투자한 멕시코 제2코일센터는 2022년 하반기부터 상업 생산 예정이다. 2022년 4월, 베트남의 VSSC스틸센터 지분 15%를 취득하며 베트남 진출 교두보를 마련했다.

그림1 동국제강 별도 매출 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 동국제강 냉연 및 컬러강판 수출 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

브라질 CSP 지분 매각의 효과

2022년 8월 12일, 동국제강은 관계기업인 브라질 CSP의 지분 30% 전량을 8,416원의 가치로 매각 결정하였다. 거래상대방은 세계 최대 철강사 아르셀로미탈이며, 수령하는 매각금액은 전액 CSP의 신주인수대금으로 납입되어 CSP의 채무 변제에 사용될 예정이다. CSP는 Vale 50%, 동국제강 30%, 포스코 20% 지분이었던 일관제철소로, 연 300만톤의 슬라브 생산능력을 보유하고 있다.

CSP 지분 매각 결정으로 기대되는 효과는 첫째, 우발 채무 해소를 통한 재무안정성 확보이다. CSP의 장기차입금은 약 26억달러로, 동국제강은 지분 30%에 대한 7.8억달러(한화 약 1조원)의 지급보증 부담이 있었다. 이는 장기간 동국제강의 신용등급 상승을 제한하는 요인이었다. 2022년 10월 31일, 동국제강은 채무 상환 부담 완화 덕분에 한국신용평가로부터 기업신용등급을 기존 BBB(긍정적)에서 BBB+(안정적)으로 상향 조정 받았다.

둘째, 지분법 영향 제거에 따른 당기순이익 변동성 완화이다. CSP는 누적 당기순손실 규모가 1.6조원이었으며, 브라질 헤알화의 변동성으로 인한 외화손실 리스크도 컸다. 이번 매각으로 인한 투자손실은 그 동안 손상차손으로 지속 반영해왔고(2Q22 연결기준 CSP 손상차손 1,959억원), 추가적인 발생 사항은 없을 것으로 파악된다. 3Q22에는 오히려 관련 이연법인세 수익으로 연결기준 269억원이 인식 되었다. 매각 완료시점 전후로 관련 이연법인세 수익이 추가 반영될 것으로 예상된다.

표1 동국제강 CSP 매각 배경

1. 누적된 재무 부담으로 인한 기 투자비용 매몰비용화

- 2016년 가동 이후 손실 누적(CSP 누적 당기순손실 약 1.6조원)
- 장기차입금 \$26억에 대한 보증부담(당사 \$7.8억, 약 1조원)

2. 불가피한 대규모 CAPEX 투자 시기 도래

- 현재 1기 고로 수명 감안 시 3~4년 내 2기 고로에 대한 대규모
- 제 2 고로 신설 시 투자비용 약 \$32억

3. 사업 연관성 희석에 따른 시너지 감소

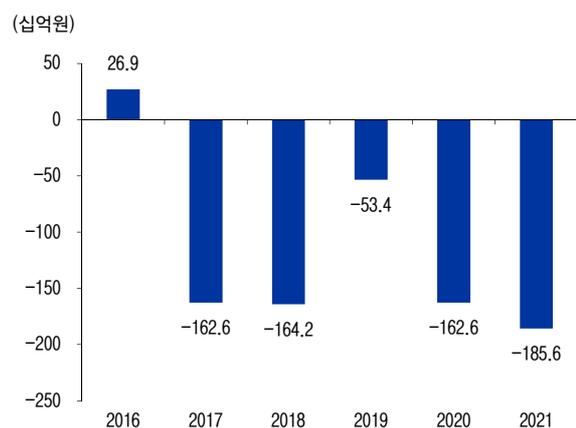
- 한국 내 후판 사업 규모 축소에 따른 슬라브 조달 규모 감소

4. 철강사업에 대한 ESG 영향

- ESG 부각으로 고로사의 수소환원제철 등 탄소중립투자 불가피

자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 동국제강 지분법손익 추이(연결)



자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q22, 안정적인 순이익을 향해

4Q22 연결기준 실적은 매출액 1.9조원(-8.3% YoY, -4.5% QoQ), 영업이익 1,350억원(-28% YoY, -8.7% QoQ)을 전망한다. 봉형강류는 비수기 이후 판매량 증가와 첼스크랩가 상승이 ASP에 반영되며 수익성이 개선될 것이다. 판재류는 지속되는 전방산업 부진 및 원재료(슬라브, 열연)가 하락으로 ASP의 하락이 지속될 것이다

표2 동국제강 3Q22 연결 기준 실적

(십억원)	3Q21	2Q22	3Q22P	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,907	2,313	2,035	-12.0%	6.7%	2,045	-0.5%
영업이익	299	294	149	-49.4%	-50.2%	166	-10.3%
영업이익률	15.7%	12.7%	7.3%	-5.4%p	-8.4%p	8.10%	-0.8%p
순이익	199	149	139	-6.3%	-29.9%	97	43.1%
순이익률	10.4%	6.4%	6.8%	0.4%p	-3.6%p	4.8%	2.1%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 동국제강 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	2,131	2,313	2,035	1,944	1,937	1,892	1,909	1,952	7,240	8,423	7,690
yoy	52.7%	27.2%	6.7%	-8.3%	-9.1%	-18.2%	-6.2%	0.4%	39.1%	16.3%	-8.7%
qoq	0.6%	8.5%	-12.0%	-4.5%	-0.3%	-2.3%	0.9%	2.2%			
별도	1,969	2,137	1,848	1,792	1,783	1,739	1,763	1,800	3,435	4,107	3,885
봉형강	1,004	1,133	979	991	979	949	974	983	2,433	2,466	2,187
냉연	650	684	591	541	548	540	539	560	788	1,009	847
후판	276	278	240	215	214	209	209	216	206	164	165
자회사	163	176	188	152	155	153	147	151	379	678	605
영업이익	206	294	149	136	169	158	136	202	803	784	665
yoy	9.4%	42.7%	-49.4%	-8.7%	24.7%	-6.8%	-13.6%	48.2%	172%	-2%	-15%
qoq	88.1%	41.9%	-50.2%	-27.9%	-17.8%	-46.3%	-8.3%	48.9%			
별도	168	262	113	121	155	150	134	192	785	663	630
자회사	38	32	36	15	14	8	2	10	18	120	34
OPM(%)	9.7%	12.7%	7.3%	7.0%	8.7%	8.3%	7.1%	10.3%	11.1%	9.3%	8.6%
별도	8.5%	12.2%	6.1%	6.8%	8.7%	8.6%	7.6%	10.7%	22.9%	16.2%	16.2%
자회사	23.5%	18.1%	19.0%	9.6%	9.4%	5.1%	1.6%	6.5%	4.7%	17.8%	5.7%
세전이익	320	98	112	113	148	148	110	176	687	644	582
당기순이익	273	149	139	138	173	173	135	201	559	699	682
당기순이익률(%)	12.8%	6.4%	6.8%	7.1%	8.9%	9.1%	7.1%	10.3%	7.7%	8.3%	8.9%

자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 판매량, ASP, 원재료 가격 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
제품별 판매량(천톤)												
봉형강	861	1034	879	972	899	958	887	940	950	940	940	968
냉연	432	432	413	367	387	381	335	325	328	325	325	335
후판	192	184	176	189	210	189	185	179	181	179	179	185
ASP(천원/톤)												
봉형강	741	841	1,068	1,018	1,117	1,182	1,104	1054	1,031	1,010	1,036	1,015
냉연	1,085	1,381	1,636	1,886	1,679	1,795	1,765	1665	1,670	1,662	1,660	1,673
후판	813	1,019	1,173	1,256	1,312	1,470	1,298	1198	1,182	1,164	1,163	1,166
원재료(천원/톤)												
철스크랩	390	450	535	570	627	644	480	540	520	500	500	480
일본슬라브	785	1,011	1,037	851	1,094	941	805	785	768	784	847	905
국내열연	888	1,164	1,310	1,237	1,185	1,331	1,038	1,038	963	901	898	883

자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 15,000원 제시

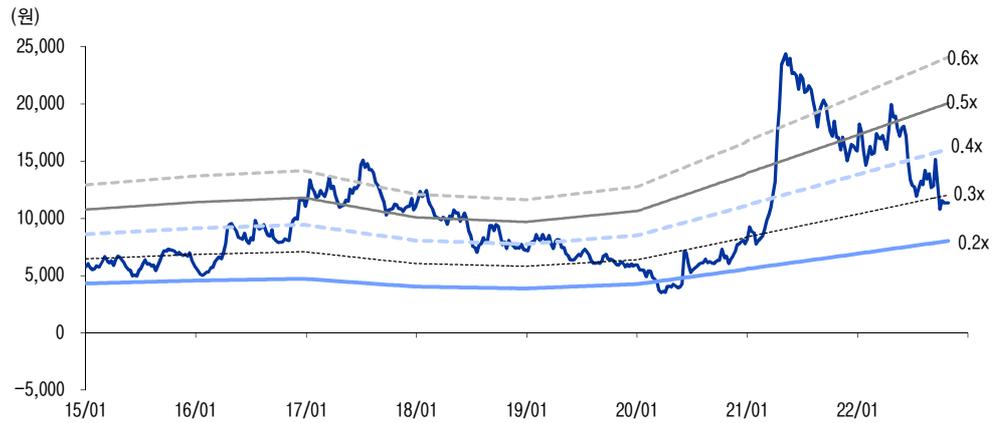
현 주가는 8월 브라질 CSP 지분 매각 발표 이후에도 20% 가량 하락하며 12M Fwd P/B 0.3x로 밴드 하단 수준이다. 전방 수요 부진이 계속되는 상황이나, 당기순이익 변동성 해소와 재무구조 개선을 고려하면 과도한 낙폭으로 판단한다. 주가의 안정화를 위해서는 배당, 자사주 매입 등 주주환원에 있어 적극적인 모습이 필요한 것으로 보인다. 12M Fwd BPS 38,530에 역사적 평균 P/B 0.4x를 반영하여 투자의견 Buy, 목표주가 15,000원을 제시한다.

표5 동국제강 목표주가 산정

	동국제강	비고
12M Fwd 순자산(지배주주, 십억원)	3,677	3Q23말 기준
발행주식수(천주)	95,433	
적용BPS (원)	38,530	
Target PBR (X)	0.4	역사적 평균 P/B
목표주가 (원)	15,000	
현재주가 (원, 10/31)	11,450	
Upside (%)	31.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 동국제강 12M Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 동국제강 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동국제강 (001230)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,846	2,683	2,841	4,408	5,769
현금 및 현금성자산	269	405	673	2,226	3,639
매출채권 및 기타채권	646	841	809	813	789
재고자산	653	1,357	1,214	1,219	1,184
기타유동자산	278	79	144	150	156
비유동자산	3,572	3,651	3,454	3,347	3,249
관계기업투자등	17	93	5	5	5
유형자산	3,351	3,367	3,253	3,143	3,042
무형자산	53	50	50	47	44
자산총계	5,419	6,334	6,295	7,755	9,018
유동부채	2,806	3,119	3,054	3,062	3,069
매입채무 및 기타채무	751	951	900	900	900
단기금융부채	2,004	2,026	1,977	1,977	1,977
기타유동부채	51	142	178	185	193
비유동부채	477	433	-177	631	1,139
장기금융부채	313	225	-370	430	930
기타비유동부채	163	208	193	201	209
부채총계	3,282	3,552	2,877	3,693	4,208
지배주주지분	2,033	2,670	3,286	3,931	4,679
자본금	589	589	589	589	589
자본잉여금	589	589	589	589	589
이익잉여금	448	981	1,632	2,277	3,025
비지배주주지분(연결)	103	113	131	131	131
자본총계	2,136	2,782	3,417	4,062	4,810

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	632	126	1,336	930	1,090
당기순이익(손실)	69	559	699	682	785
비현금수익비용가감	381	336	337	253	242
유형자산감가상각비	212	204	235	260	251
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	166	128	-288	-11	-12
영업활동 자산부채변동	226	-804	430	-5	62
매출채권 감소(증가)	46	-176	29	-3	23
재고자산 감소(증가)	115	-692	168	-5	35
매입채무 증가(감소)	31	46	129	0	0
기타자산, 부채변동	34	18	104	3	4
투자활동 현금	-314	27	-104	-140	-139
유형자산처분(취득)	-84	-150	-146	-150	-150
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-135	-29	49	16	18
기타투자활동	-95	205	-6	-6	-6
재무활동 현금	-435	-22	-968	763	463
차입금의 증가(감소)	-427	-2	-894	800	500
자본의 증가(감소)	-7	-19	-72	-37	-37
배당금의 지급	0	19	37	37	37
기타재무활동	0	-1	-2	0	0
현금의 증가	-123	136	268	1,552	1,413
기초현금	392	269	405	673	2,226
기말현금	269	405	673	2,226	3,639

자료: 동국제강, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	5,206	7,240	8,424	7,690	7,634
매출원가	4,610	6,079	7,232	6,614	6,464
매출총이익	596	1,161	1,191	1,076	1,170
판매비 및 관리비	302	358	407	411	403
영업이익	295	803	784	665	767
(EBITDA)	510	1,011	1,022	928	1,021
금융손익	-82	-63	-56	-51	-51
이자비용	89	65	63	56	56
관계기업등 투자손익	-128	35	12	18	20
기타영업외손익	42	-89	-95	-51	-51
세전계속사업이익	128	687	644	582	685
계속사업법인세비용	58	129	-55	-100	-100
계속사업이익	69	559	699	682	785
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	559	699	682	785
지배주주	65	551	689	682	785
총포괄이익	204	662	699	682	785
매출총이익률 (%)	11.5	16.0	14.1	14.0	15.3
영업이익률 (%)	5.7	11.1	9.3	8.6	10.0
EBITDA마진률 (%)	9.8	14.0	12.1	12.1	13.4
당기순이익률 (%)	1.3	7.7	8.3	8.9	10.3
ROA (%)	1.2	9.4	10.9	9.7	9.4
ROE (%)	3.4	23.4	23.1	18.9	18.2
ROIC (%)	3.9	15.3	12.9	11.4	13.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	2.7	1.6	1.6	1.4
P/B	0.4	0.6	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	5.2	3.3	1.9	1.3	0.3
P/CF	1.7	1.7	1.1	1.2	1.1
배당수익률 (%)	2.5	2.5	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	-8.0	39.1	16.3	-8.7	-0.7
영업이익	79.1	172.5	-2.4	-15.1	15.3
세전이익	흑전	438.3	-6.2	-9.6	17.7
당기순이익	흑전	704.3	25.2	-2.4	15.1
EPS	흑전	745.7	25.2	-1.0	15.1
안정성 (%)					
부채비율	153.6	127.6	84.2	90.9	87.5
유동비율	65.8	86.0	93.0	144.0	188.0
순차입금/자기자본(x)	87.7	65.5	25.9	3.2	-16.4
영업이익/금융비용(x)	3.3	12.3	12.4	11.9	13.7
총차입금 (십억원)	2,317	2,251	1,607	2,407	2,907
순차입금 (십억원)	1,874	1,823	884	129	-786
주당지표(원)					
EPS	696	5,888	7,372	7,297	8,400
BPS	21,305	27,974	34,435	41,192	49,030
CFPS	4,725	9,370	10,859	9,796	10,769
DPS	200	400	400	400	400

동국제강 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 이견	목표가격	과리율(%)			일시	투자 이견	목표가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
2022.11.01	신규	안회수												
2022.11.01	Buy	15,000												

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)