

세아제강 (003030)

철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

HOLD (D)
89,000원 (D)
87,600원
2%

시가총액	5,256억원
총발행주식수	6,000,000주
60일 평균 거래대금	41억원
60일 평균 거래량	47,208주
52주 고	110,500원
52주 저	73,400원
외인지분율	9.54%
주요주주	이순형 외 11 인 47.68%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.3	(13.3)	(13.3)
상대	12.4	(14.8)	(18.8)
절대(달러환산)	12.5	(12.4)	(8.9)

2H18 미국향 수출에 대한 불확실성 우려

에너지용 강재(유정용강관 및 송유관) 수출에 대한 우려 존재

2017년 별도기준 강관 수출 판매비중 57%

세아제강 영업보고서에 따르면 2017년 별도기준 강관 수출량은 72.4만톤을 기록했다. 이는 전체 강관 판매량 126.6만톤의 57%에 이르며, 물량 기준으로는 2014년 75.1만톤에 이어 두 번째로 높은 수치이다. 2015년과 2016년 모두 51.9만톤 수준에 그쳤던 강관 수출량은 유가 상승에 따른 미국 내 에너지용 강재 수요 회복에 따라 2017년 전년대비 40% 성장을 보여줬다. 수출량 증가는 이익 증가로 이어졌다. 2017년 별도 강관부문 영업이익은 1,081억원으로 강관 수출량이 더 많았던 2014년 969억원을 뛰어 넘었다. 강관 수출량 확대는 별도뿐만 아니라 연결 영업이익 개선에도 긍정적 영향을 미쳤다. 미국 판매법인인 SSA(SeAH Steel America)는 2014년 402억원의 순이익을 기록한 후 2015년과 2016년 각각 28억과 44억원 순이익을 달성하는데 그쳤다. 하지만 2017년에는 본사 에너지용 강재의 미국향 수출량 증가에 따라 순이익이 358억원으로 회복됐다.

이렇듯 2017년 세아제강의 별도 및 연결 영업이익 증가에 가장 큰 영향을 미친 부문은 미국향 강관 수출량 확대이다. 그러나, 현 시점에서 미국향 강관 수출에 대해 보수적인 접근이 필요하다는 판단이다. 지난 2018년 4월 미국은 한국산 유정용강관(OCTG) 반덤핑 2차 연례재심 최종판정에서 6.8%의 관세를 부과하기로 결정했다. 1차 연례재심 최종판정의 2.8%보다는 높은 수준이지만 미국 현지 강관 가격 상승세를 감안한다면 부담스러운 수준의 관세율은 아니라 할 수 있었다. 그러나, 금번 미국의 한국산 철강재 쿼터 시행은 가격에 상관없이 수출량을 제한시킬 수 있는 문제이기 때문에 부담이 될 수밖에 없다. 세아제강의 정확한 미국향 강관 수출량을 확인할 수는 없지만 2017년 기준 한국의 강관 수출량 중 65%가 미국으로 향했다는 점을 고려한다면 세아제강도 유사한 수준으로 추정해볼 수 있다. 특히 고부가가치 제품으로 분류되는 유정용강관과 송유관의 미국향 수출이 제한되는 점은 다소 우려스러운 점이다.

투자의견 HOLD, 목표주가 89,000원으로 하향

투자의견은 BUY에서 HOLD로, 목표주가는 137,000원(Target PBR 0.6x)에서 89,000원(Target PBR 0.4x)으로 각각 하향한다. 세아제강은 미국의 반덤핑 제재에 사전적으로 미국 현지 공장을 인수하였으며, 내부적으로는 해외 연결종속회사들의 경영 효율화 향상을 위한 기업 분할 등을 행하고 있다. 또한, 북한이라는 거대한 잠재적 수요처를 두고 있다. 그러나, 지금 눈 앞의 상황이 어려운 것은 사실이다. 미국의 한국산 강관에 대한 특정 품목 예외 등의 조치 등 긍정적 요인들이 나오기 전까지는 보수적인 시각을 유지해야 한다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,198	25.8	-2.0	5,787	7.1
영업이익	343	50.0	47.4	303	13.3
세전계속사업이익	347	31.2	흑전	280	23.9
지배순이익	223	35.1	흑전	221	0.7
영업이익률 (%)	5.5	+0.9 %pt	+1.8 %pt	5.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	3.6	+0.3 %pt	흑전	3.8	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	17,975	22,899	21,792	19,632
영업이익	772	1,191	1,023	847
지배순이익	651	255	631	534
PER	6.5	23.0	8.3	9.8
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	6.7	5.4	5.8
ROE	5.3	2.0	5.0	4.1

자료: 유안타증권

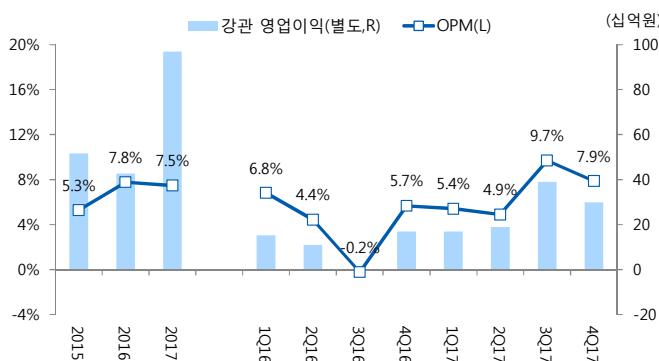
[표-1] 세아제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	QoQ	YoY	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2,290	2,179	1,963	493	545	619	633	620	-2.0%	25.8%	562	509	488
본사	1,659	1,376	1,288	400	476	403	380	379	-0.3%	-5.3%	352	325	320
강관	1,480	1,376	1,288	312	386	403	380	379	-0.3%	21.4%	352	325	320
판재	179	-	-	88	91	-	-	-	-	-	-	-	-
세아씨엠	183	342	345	-	-	91	92	84	-9.3%	-	86	86	86
기타	1,391	1,138	815	257	328	409	396	388	-2.0%	51.1%	306	242	203
(연결조정)	943	677	485	165	259	284	236	231	-	-	182	144	120
영업이익	119	102	85	23	22	51	23	34	47.4%	50.0%	28	21	19
이익률	5.2%	4.7%	4.3%	4.6%	4.0%	8.3%	3.7%	5.5%	1.9%p	0.9%p	4.9%	4.2%	3.9%
본사	108	80	74	22	17	39	30	25	-17.6%	11.4%	21	18	16
이익률	6.5%	5.8%	5.8%	5.5%	3.6%	9.7%	7.9%	6.5%	-1.4%p	1.0%p	6.0%	5.5%	5.0%
세아씨엠	8	11	11	-	-	5	3	2	-32.4%	-	3	3	3
이익률	4.3%	3.3%	3.3%	-	-	5.2%	3.4%	2.5%	-0.9%p	-	4.0%	3.0%	3.5%
기타	36	32	8	5	19	20	-8	16	흑전	204.7%	9	5	2
이익률	2.6%	2.8%	1.0%	2.0%	5.8%	4.9%	-2.0%	4.0%	6.0%p	2.0%p	3.0%	2.0%	1.0%
(연결조정)	33	20	8	4	14	12	2	8	-	-	6	4	2
세전이익	70	98	82	26	20	54	-30	35	흑전	31.2%	25	21	17
이익률	3.1%	4.5%	4.2%	5.4%	3.7%	8.7%	-4.8%	5.6%	10.4%p	0.2%p	4.5%	4.1%	3.5%
순이익	29	66	55	17	11	37	-36	23	흑전	37.4%	17	14	11
이익률	1.3%	3.0%	2.8%	3.4%	2.1%	6.0%	-5.7%	3.8%	9.5%p	0.3%p	3.0%	2.8%	2.3%
지배순이익	25	63	53	16	10	35	-37	22	흑전	35.2%	16	14	11
이익률	1.1%	2.9%	2.7%	3.3%	1.8%	5.7%	-5.8%	3.6%	9.4%p	0.3%p	2.9%	2.7%	2.3%

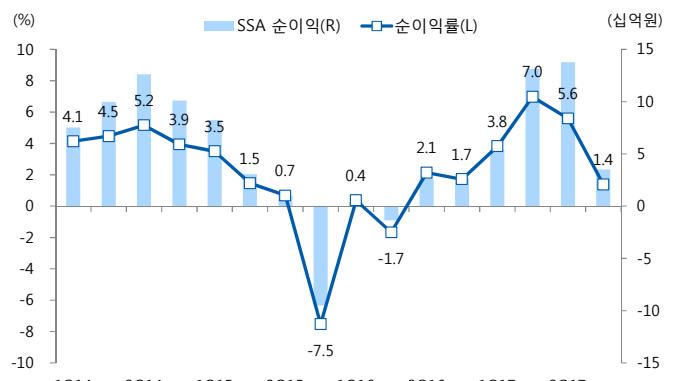
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 해외부문 매출액 및 영업이익은 연결기준 사업부문별 단순합산 후 본사실적을 차감한 수치

[그림-1] 세아제강 별도기준, 강관 영업이익



자료: 유안타증권

[그림-2] SeAH Steel America 순이익



자료: 유안타증권

세아제강 (003030) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,975	22,899	21,792	19,632	20,587
매출원가	15,616	19,794	18,951	17,149	17,972
매출총이익	2,359	3,105	2,841	2,483	2,614
판관비	1,586	1,914	1,818	1,637	1,716
영업이익	772	1,191	1,023	847	898
EBITDA	1,279	1,749	1,608	1,434	1,516
영업외손익	-51	-491	-44	-22	-15
외환관련손익	10	-45	0	0	0
이자손익	-83	-102	-94	-72	-64
관계기업관련손익	-3	-20	0	0	0
기타	26	-324	50	50	50
법인세비용차감전순손익	722	700	979	825	884
법인세비용	69	409	323	272	292
계속사업순손익	653	291	656	552	592
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	653	291	656	552	592
지배지분순이익	651	255	631	534	572
포괄순이익	752	-127	-745	-849	-809
지배지분포괄이익	740	-124	-702	-801	-763

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,203	12,321	10,600	10,653	11,082
현금및현금성자산	875	868	1,296	1,278	1,297
매출채권 및 기타채권	4,567	4,777	3,841	3,871	4,049
재고자산	4,149	5,924	4,709	4,752	4,983
비유동자산	11,494	11,796	11,810	11,824	11,806
유형자산	9,288	8,994	9,019	9,042	9,033
관계기업등 지분관련자산	79	38	38	38	38
기타투자자산	1,018	1,134	1,134	1,134	1,134
자산총계	21,697	24,117	22,410	22,477	22,888
유동부채	6,014	8,819	6,575	6,202	6,133
매입채무 및 기타채무	2,449	2,879	2,634	2,661	2,992
단기차입금	3,142	4,594	2,594	2,194	1,794
유동성장기부채	214	985	985	985	985
비유동부채	2,762	2,606	2,606	2,606	2,606
장기차입금	423	181	181	181	181
사채	1,098	1,197	1,197	1,197	1,197
부채총계	8,776	11,426	9,182	8,809	8,740
지배지분	12,596	12,370	12,897	13,326	13,793
자본금	300	300	300	300	300
자본잉여금	297	297	297	297	297
이익잉여금	11,372	11,534	12,060	12,489	12,957
비지배지분	325	321	332	343	355
자본총계	12,921	12,691	13,229	13,669	14,148
순차입금	3,688	5,512	3,084	2,702	2,283
총차입금	4,906	6,974	4,974	4,574	4,174

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,196	-1,415	3,879	1,889	1,928
당기순이익	653	291	656	552	592
감가상각비	492	546	575	577	609
외환손익	0	0	0	0	0
증속,관계기업관련손익	3	20	0	0	0
자산부채의 증감	98	-2,882	2,072	142	109
기타현금흐름	-51	610	576	618	617
투자활동 현금흐름	-1,069	-751	-757	-772	-772
투자자산	-2	6	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,211	-654	-600	-600	-600
유형자산 감소	1	86	0	0	0
기타현금흐름	143	-189	-157	-172	-172
재무활동 현금흐름	-123	2,229	-2,129	-530	-530
단기차입금	-336	1,718	-2,000	-400	-400
사채 및 장기차입금	342	635	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-102	-102	-105	-105	-105
기타현금흐름	-26	-22	-24	-24	-24
연결범위변동 등 기타	34	-70	-564	-606	-606
현금의 증감	38	-7	429	-19	19
기초 현금	837	875	868	1,296	1,278
기말 현금	875	868	1,296	1,278	1,297
NOPLAT	772	1,191	1,023	847	898
FCF	93	-2,484	2,742	696	729

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

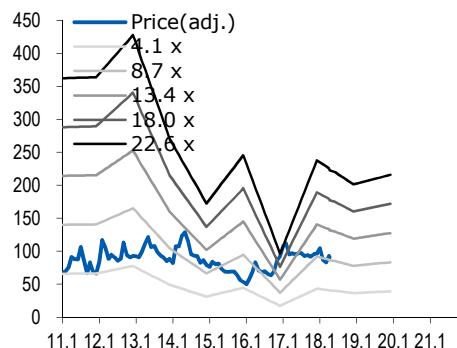
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,854	4,248	10,518	8,898	9,536
BPS	216,644	212,768	221,822	229,205	237,246
EBITDAPS	21,313	29,152	26,802	23,895	25,266
SPS	299,582	381,655	363,206	327,204	343,108
DPS	1,750	1,800	1,800	1,800	1,800
PER	6.5	23.0	8.3	9.8	9.2
PBR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	6.7	5.4	5.8	5.2
PSR	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-18.0	27.4	-4.8	-9.9	4.9
영업이익 증가율 (%)	-0.6	54.2	-14.2	-17.2	6.1
지배순이익 증가율 (%)	42.5	-60.9	147.6	-15.4	7.2
매출총이익률 (%)	13.1	13.6	13.0	12.7	12.7
영업이익률 (%)	4.3	5.2	4.7	4.3	4.4
지배순이익률 (%)	3.6	1.1	2.9	2.7	2.8
EBITDA 마진 (%)	7.1	7.6	7.4	7.3	7.4
ROIC	4.4	3.0	4.3	3.7	3.9
ROA	3.1	1.1	2.7	2.4	2.5
ROE	5.3	2.0	5.0	4.1	4.2
부채비율 (%)	67.9	90.0	69.4	64.4	61.8
순차입금/자기자본 (%)	29.3	44.6	23.9	20.3	16.6
영업이익/금융비용 (배)	8.1	10.4	9.7	9.8	11.4

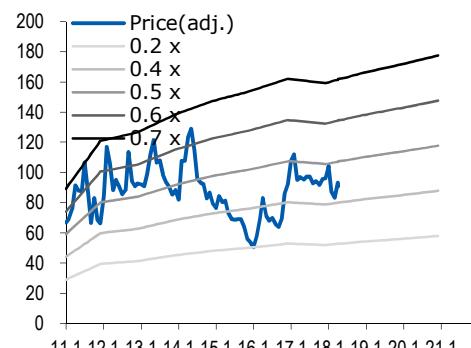
P/E band chart

(천원)

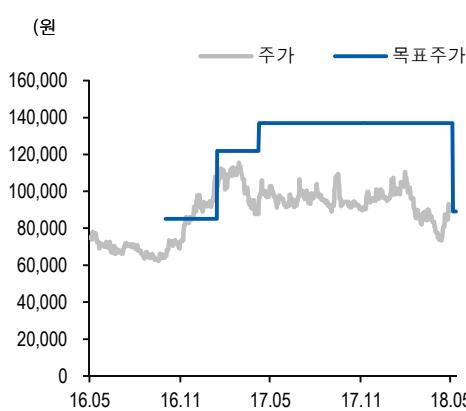


P/B band chart

(천원)



세아제강 (003030) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-09	HOLD	89,000	1년		
2018-04-12	1년 경과 이후		1년	-38.85	-32.04
2017-04-12	BUY	137,000	1년	-31.13	-19.34
2017-01-17	BUY	122,000	1년	-19.65	-5.33
2016-10-05	BUY	85,000	1년	-0.48	27.06

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.