

# 세아제강지주 (003030)

## 철강

이현수



02 3770 5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>78,000원 (I)</b>
현재주가 (11/12)	<b>50,000원</b>
상승여력	<b>56%</b>

시가총액	1,582억원
총발행주식수	3,163,700주
60일 평균 거래대금	17억원
60일 평균 거래량	27,335주
52주 고	122,921원
52주 저	49,050원
외인지분율	7.80%
주요주주	이순형 외 11 인 48.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.6)	(35.6)	(50.9)
상대	(0.8)	(29.3)	(40.0)
절대(달려환산)	(4.8)	(35.9)	(51.6)

## 어렵지만 저평가가 과하다

### (구)세아제강의 인적분할 통해 '세아제강지주' 로 재상장

(구)세아제강은 9/1일자로 투자사업부문(003030 세아제강지주)과 제조사업부문(306200 세아제강)으로 분할됐다. 존속법인인 세아제강지주(003030)는 국내외 제조법인 및 판매법인 등의 관리와 투자를 목적으로 하는 사업부문을 영위한다. 9/30일 기준 세아제강지주의 종속회사는 총 15개사이며, 소재지 기준 국내 3개사(세아스틸인터내셔널, 세아씨엠, 에스에스아이케이대부)와 해외 12개사를 보유하고 있다. 세아스틸인터내셔널은 2Q18에 설립된 회사로 해외 종속회사들을 관리하는 사실상 중간 지주사 역할을 하고 있다. 해외 종속회사의 대부분은 강관 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 2017년 기준 연간 매출액 1,000억원 이상을 기록한 해외 종속회사는 3곳으로 SeAH Steel America(미국, 판매법인), SeAH Japan(일본, 판매법인), SeAH Steel Vina(베트남, 제조법인)가 있다.

### 실적의 방향성은 '미국' 과 '구조조정' 이 결정

세아제강지주는 12/6일~12/26일까지 세아제강 주주들로부터 공개매수를 통해 유상증자를 실시할 예정이다. 세아제강의 2017년 매출액 기준 내수와 수출 비중은 각각 46%와 54% 였다. 수출시장 제품은 유정관과 송유관이, 국가로는 미국이 주력 시장이다. 미국은 한국산 철강제품에 대해 수입량 쿼터제를 실시하고 있다. 또한, 지난 8월 송유관 연례재심(최종)에서 세아제강에 14.39%의 관세율을 부과했으며 10월 유정관 연례재심(잠정)에서는 세아제강에 19.40%의 관세 부과를 예고했다. 현재 해외 종속회사에서 매출액 규모가 가장 큰 회사는 SSA로 향후 미국의 한국산 강관 제재 수준에 따라 세아제강과 실적 방향성을 같이 할 것으로 판단된다. 4Q16 설립된 SeAH Steel USA는 지속적으로 가동률을 높이며 매출액은 증가하고 순적자 규모는 감소하고 있다. 향후 추가적인 가동률 상승과 함께 국산 HR의 조달이 가능하게 된다면 실적 개선 역시 이어질 수 있다고 사료된다. 지난 수년 간 순적자를 기록하고 있는 SeAH Steel UAE와 Inox Tech의 변화 여부도 관련이다. 지주회사로 전환한 목적이 자회사들의 효율적인 관리라는 점을 감안한다면 향후 이들의 변화도 긍정적인 방향으로 나아갈 수 있다는 판단이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 78,000원으로 분석 개시

2019~2020년 추정 ROE는 4% 수준이다. 보수적인 관점에서 2019년 추정 BPS 기준 PBR 0.30x를 적정 가치로 판단하여 목표주가 78,000원, 투자의견 BUY로 분석을 개시한다. 목표주가 78,000원은 2019년 추정 EPS 기준 PER 7.9x 이다. 미국이라는 불확실성이 존재하기는 하지만 현재 주가(11/12일, 50,000원)는 PBR 0.20x로 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,755	-12.1	-15.1	-	-
영업이익	91	흑전	-62.4	-	-
세전계속사업이익	71	-	-	-	-
지배순이익	35	-	-	-	-
영업이익률 (%)	2.4	+3.2 %pt	-3.1 %pt	-	-
지배순이익률 (%)	0.9	-	-	-	-

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	17,975	22,899	16,969	16,783
영업이익	772	1,191	709	729
지배순이익	651	255	1,965	315
PER	6.5	23.0	0.8	5.0
PBR	0.3	0.5	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.4	6.7	3.4	3.7
ROE	5.3	2.0	19.5	4.0

자료: 유안타증권

[표-1] 세아제강 연결기준

(단위: 십억원)

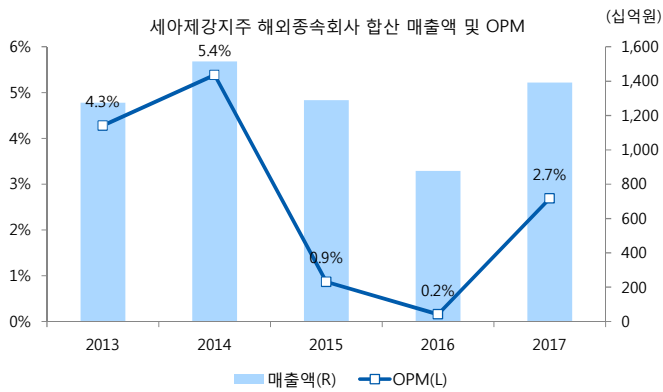
	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY
매출액	1,507	1,697	1,678	284	374	421	427	416	463	442	376	-15.1%	-12.1%
강관	1,391	1,568	1,545	258	327	409	396	392	420	420	336	-20.0%	-15.3%
판재	362	386	387	88	91	91	92	91	102	96	96	-1.0%	3.8%
지주	10	12	12	2	2	2	2	3	3	3	3	0.0%	21.1%
(연결조정)	-255	-268	-265	-64	-47	-81	-63	-70	-63	-77	-59	-	-
영업이익	52	71	73	-	-	27	-3	-	-	24	9	-62.4%	흑전
이익률	3.5%	4.2%	4.3%	-	-	6.5%	-0.8%	-	-	5.5%	2.4%	-3.1%p	3.2%p
강관	36	65	60	-	-	-	-	-	-	-	7	-	-
이익률	2.6%	4.2%	3.9%	-	-	-	-	-	-	-	2.0%	-	-
판재	11	0	7	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-
이익률	3.1%	0.0%	1.8%	-	-	-	-	-	-	-	1.0%	-	-
지주	8	8	8	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-
이익률	79.5%	68.9%	70.0%	-	-	-	-	-	-	-	70.0%	-	-
(연결조정)	-3	-3	-2	-	-	-	-	-	-	-	-1	-	-
세전이익	-	70	64	-	-	27	-	-	-	23	7	-69.4%	-
이익률	-	4.2%	3.8%	-	-	6.5%	-	-	-	5.2%	1.9%	-3.3%p	-
지배순이익	-	196	32	-	-	35	-	-	-	129	3	-97.3%	-
이익률	-	11.6%	1.9%	-	-	8.4%	-	-	-	29.1%	0.9%	-28.2%p	-

자료: 유안타증권

주 1) 2017년 연간 매출액 및 영업이익은 인적분할 후 기준, 주 2) 1Q17~3Q18 합산 및 부문별 매출액은 당사 추정치, 주 3) 영업이익, 세전이익, 지배순이익은 파악 가능한 분기만 기재

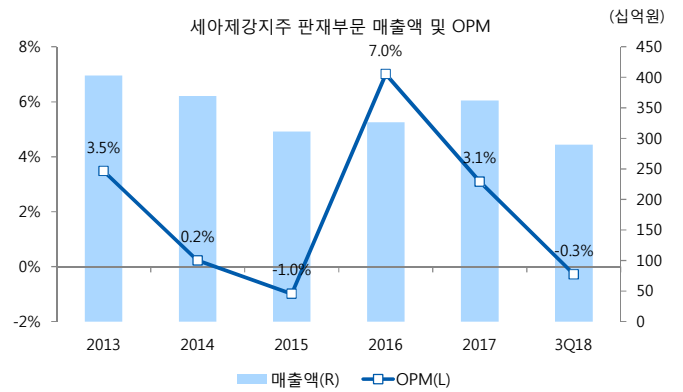
주 4) 3Q18 및 2018년 지배순이익은 중단사업이익이 포함된 수치

[그림-1] 세아제강지주 해외종속회사 합산 매출액 및 OPM



자료: 유안타증권

[그림-2] 세아제강지주 판재부문 매출액 및 OPM



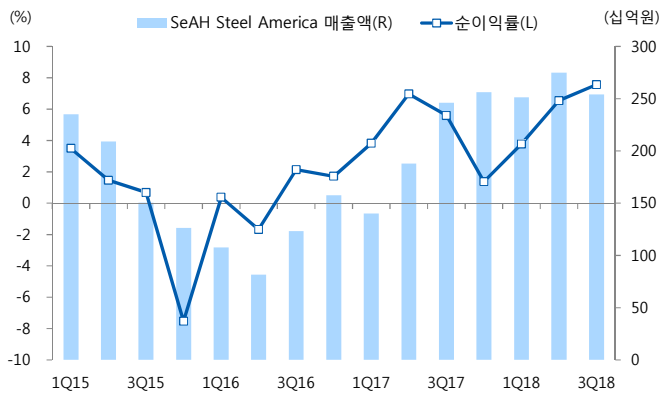
자료: 유안타증권, 주: 3Q18은 연간누적 기준

[표-1] 미국의 한국산 유정관 및 송유관 AD 판정

품목	결정일자	반덤핑관세(AD)				
		현대제철	세아제강	기타		
유정관	최초원심	2014년 7월	15.75%	12.82%	12.82% <sup>1)</sup>	
	연례재심 (현재)	잠정 최종	2018년 4월	6.75%	6.75%	6.75% <sup>2)</sup>
	연례재심 (차기)	잠정 최종	2018년 10월	35.25%	19.40%	35.25% <sup>3)</sup>
송유관	최초원심	2015년 10월	2.53%	6.19%	4.36%	
	연례재심 (현재)	잠정 최종	2018년 8월	14.39%	18.77%	16.58%
	연례재심 (차기)	잠정 최종				

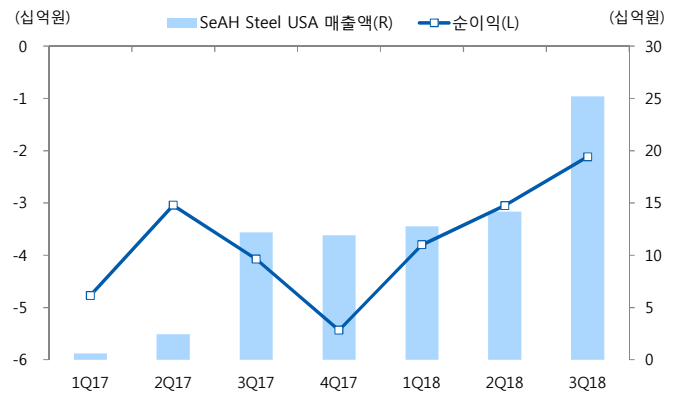
자료: 유안타증권, 주: NEXTEEL - 1) 9.89%, 2) 75.81%, 3) 47.62%

[그림-3] SeAH Steel America 매출액 및 순이익률



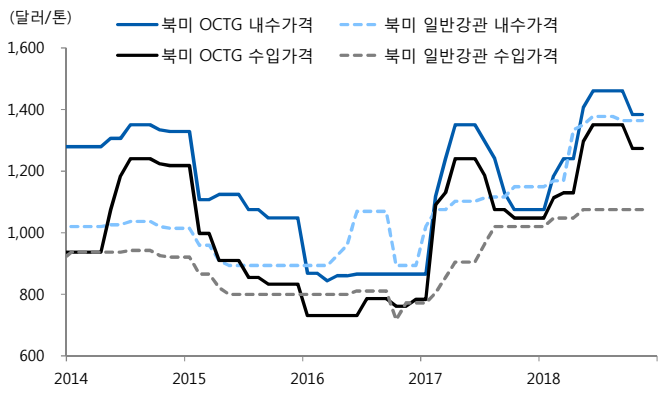
자료: 유안타증권

[그림-4] SeAH Steel USA 매출액 및 순이익



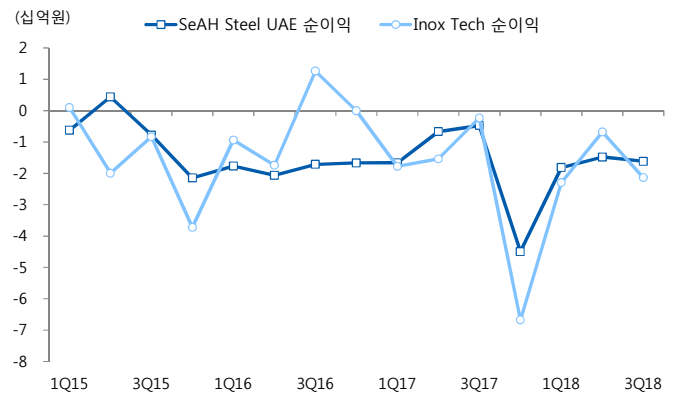
자료: 유안타증권

[그림-5] 북미 강관가격



자료: Platts

[그림-6] SeAH Steel UAE 및 Inox Tech 순이익



자료: 유안타증권

세아제강지주 (003030) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,975	22,899	16,969	16,783	17,284
매출원가	15,616	19,794	15,472	15,203	15,625
매출충이익	2,359	3,105	1,497	1,580	1,659
판매비	1,586	1,914	788	851	876
영업이익	772	1,191	709	729	783
EBITDA	1,279	1,749	1,210	1,188	1,252
영업외손익	-51	-491	-5	-85	-83
외환관련손익	10	-45	-3	0	0
이자손익	-83	-102	-118	-125	-123
관계기업관련손익	-3	-20	-2	0	0
기타	26	-324	118	40	40
법인세비용차감전순이익	722	700	704	644	700
법인세비용	69	409	355	322	350
계속사업순이익	653	291	350	322	350
중단사업순이익	0	0	1,668	0	0
당기순이익	653	291	2,018	322	350
지배지분순이익	651	255	1,965	315	343
포괄순이익	752	-127	2,055	322	350
지배지분포괄이익	740	-124	1,989	315	343

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,203	12,321	8,553	8,417	8,784
현금및현금성자산	875	868	1,970	1,286	1,463
매출채권 및 기타채권	4,567	4,777	2,476	2,679	2,749
재고자산	4,149	5,924	3,679	4,025	4,145
비유동자산	11,494	11,796	5,935	6,076	6,207
유형자산	9,288	8,994	3,528	3,675	3,809
관계기업등 지분관련자산	79	38	36	36	36
기타투자자산	1,018	1,134	1,166	1,166	1,166
자산총계	21,697	24,117	14,487	14,492	14,991
유동부채	6,014	8,819	5,016	4,689	4,845
매입채무 및 기타채무	2,449	2,879	1,450	1,524	1,679
단기차입금	3,142	4,594	2,904	2,504	2,504
유동성장기부채	214	985	613	613	613
비유동부채	2,762	2,606	1,347	1,347	1,347
장기차입금	423	181	773	773	773
사채	1,098	1,197	0	0	0
부채총계	8,776	11,426	6,363	6,037	6,192
지배지분	12,596	12,370	7,738	8,054	8,397
자본금	300	300	158	158	158
자본잉여금	297	297	-6,100	-6,100	-6,100
이익잉여금	11,372	11,534	13,472	13,788	14,131
비지배지분	325	321	386	402	402
자본총계	12,921	12,691	8,124	8,456	8,799
순차입금	3,688	5,512	2,137	2,421	2,245
총차입금	4,906	6,974	4,296	3,896	3,896

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,196	-1,415	1,751	-1,269	-792
당기순이익	653	291	2,018	322	350
감가상각비	492	546	491	454	466
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	3	20	2	0	0
자산부채의 증감	98	-2,882	652	-380	59
기타현금흐름	-51	610	-1,412	-1,664	-1,666
투자활동 현금흐름	-1,069	-751	-677	-540	-540
투자자산	-2	6	-5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,211	-654	-567	-600	-600
유형자산 감소	1	86	14	0	0
기타현금흐름	143	-189	-120	60	60
재무활동 현금흐름	-123	2,229	-318	-630	-230
단기차입금	-336	1,718	-370	-400	0
사채 및 장기차입금	342	635	346	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-102	-102	-108	-3	-3
기타현금흐름	-26	-22	-187	-227	-227
연결범위변동 등 기타	34	-70	346	1,754	1,738
현금의 증감	38	-7	1,102	-684	177
기초 현금	837	875	868	1,970	1,286
기말 현금	875	868	1,970	1,286	1,463
NOPLAT	772	1,191	709	729	783
FCF	93	-2,484	939	-157	319

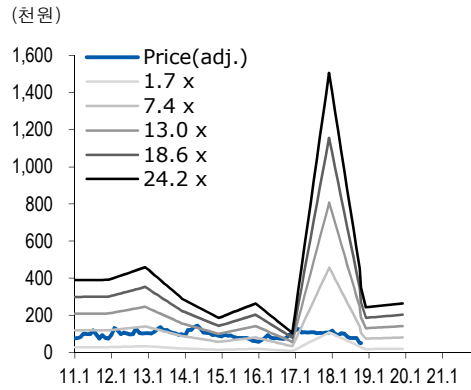
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

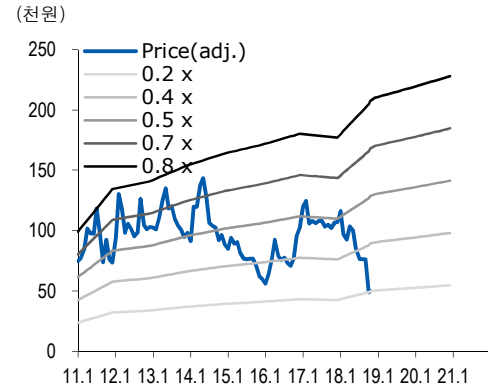
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,854	4,248	62,108	9,969	10,847
BPS	216,644	212,768	252,425	262,713	273,907
EBITDAPS	21,313	29,152	38,250	37,557	39,570
SPS	299,582	381,655	536,350	530,496	546,317
DPS	1,750	1,800	0	0	0
PER	6.5	23.0	0.8	5.0	4.6
PBR	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.4	6.7	3.4	3.7	3.4
PSR	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-18.0	27.4	-25.9	-1.1	3.0
영업이익 증가율 (%)	-0.6	54.2	-40.5	2.8	7.4
지배순이익 증가율 (%)	42.5	-60.9	670.8	-83.9	8.8
매출총이익률 (%)	13.1	13.6	8.8	9.4	9.6
영업이익률 (%)	4.3	5.2	4.2	4.3	4.5
지배순이익률 (%)	3.6	1.1	11.6	1.9	2.0
EBITDA 마진 (%)	7.1	7.6	7.1	7.1	7.2
ROIC	4.4	3.0	2.7	4.0	4.1
ROA	3.1	1.1	10.2	2.2	2.3
ROE	5.3	2.0	19.5	4.0	4.2
부채비율 (%)	67.9	90.0	78.3	71.4	70.4
순차입금/자기자본 (%)	29.3	44.6	27.6	30.1	26.7
영업이익/금융비용 (배)	8.1	10.4	5.3	5.0	5.4

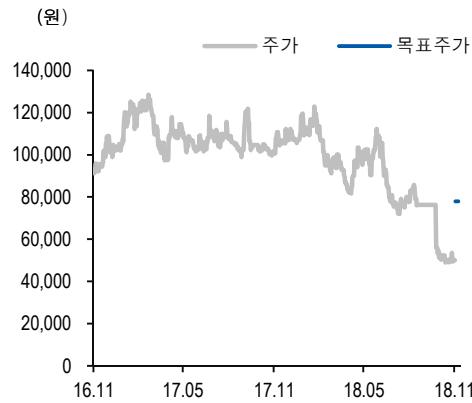
P/E band chart



P/B band chart



세아제강지주 (003030) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-13	BUY	78,000	1년		
2018-10-05	회사분할	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.