Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

세아제강 (003030KS | Buy 유지 | TP 130,000원 유지)

수출에서 경쟁력 확보! 경쟁사 전략 방향에 따른 이익 변동성은 높아짐

미국 상무부는 한국산 유정용강관에 대한 반덤핑 연례재심에서 최종판결을 내렸습니다. 세아제강은 예비판정보다 낮아졌고, 현대제철과 넥스틸은 높아졌습니다. 세아제강은 가격 경쟁력을 확보하게 되었고, 판매량 증가에 따른 수익성 개선이 기대됩니다. 전년도말 인수한 설비와의 시너지로 미국 수출이 증가할 전망입니다. 투자의견 Buy와 목표주가 13만원을 유지합니다. 아쉬운 점은 경쟁사들에게는 높은 관세율이 부과되어 시장을 교란시킬 수 있다는 점입니다.

4월 11일 미국 상무부 한국산 유정용강관 대해 최종판결을 내림

- 4월 11일 반덤핑 연례재심 최종판결에서 세아제강 유정용 강관에 대해 덤핑마진이 예비판정 3.80%보다 낮아진 2.76%로 결정. 현대제철과 넥스틸 덤핑마진 각각 13.84%, 24.92%로 최종결정
- 세아제강은 군산(생산능력 20만톤)과 포항(110만톤)에서 탄소강관을 생산. 14년 7월 덤핑마진이 원심에서 12.82%로 부과된 후 수출이 줄면서 포항공장 가동률이 낮아졌으나, 전년도 예비판정에서 덤핑마진이 낮아진 후 4분기부터 미국 수출 회복 중. 이로써, 전년도 인수한 강관제조(생산능력 15만톤)와 후처리 설비를 활용한 시너지 확대될 전망

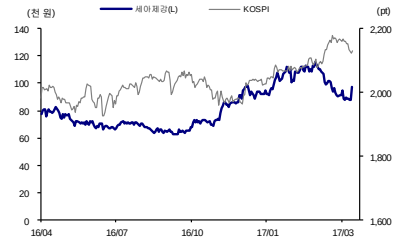
수출에서 경쟁력을 확보했으나, 경쟁사들의 전략 변화에 따라 이익의 변동성이 커졌다는 점은 부정적

- 긍정적 측면: 미국으로 수출 기업 중 세아제강이 가격 경쟁력을 확보해 경쟁사 대비 우월한 위치에 놓임
- 부정적 측면: 경쟁사의 전략 변화에 따라 이익의 변동성이 높아졌다는 점은 부정적. 경쟁사들이 수출에서 가격 경쟁력이 약화되어 내수에서 점유율을 확대할 가능성을 배제할 수 없기 때문. 세아제강 입장에서도 내수는 안정적이기 때문에 전략적으로 가져가야 할 시장이라고 판단함. 16년 내수 수요 337만톤 중 세아제강은 15%(50만톤)를 공급

투자의견 Buy와 목표주가 13만원을 유지함

- 최근 한 달간 주가는 덤핑 마진에 대한 불확실성을 반영해 하락했으나, 최종 확정되면서 4월 12일 주가는 10% 상승 마감. 향후 주가는 판매량 증가에 따른 수익성 개선을 반영해야 함. 투자의견 Buy와 목표주가 13만원을 유지함. 목표주가는 17년 기준 PBR 0.6배에 해당
- 다만, 향후 경쟁사들의 전략 변화에 대응할 필요가 있다고 판단함

Stock Data



주가(4/12)			97,100원
액면가			5,000원
시가총액			583십억원
52주 최고/최저가			115,500원/ 62,600원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-8.8	32.1	25.0
상대주가(%)	-10.2	26.2	16.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	2,192	1,797	1,887	1,920	1,936
영업이익	(십억원)	78	77	122	142	144
영업이익률	(%)	3.5	4.3	6.4	7.4	7.4
순이익	(십억원)	46	65	81	94	94
EPS	(원)	7,618	10,854	13,538	15,748	15,606
증감률	(%)	-36.3	42.5	24.7	16.3	-0.9
PER	(배)	7.0	8.5	6.5	5.6	5.7
PBR	(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	(%)	3.8	5.2	6.2	6.9	6.4
EV/EBITDA	(배)	5.6	7.5	4.5	3.5	2.9
순차입금	(십억원)	353	369	245	114	-12
부채비율	(%)	69.0	67.9	63.7	58.5	54.0

표1. 2017년 1분기 실적 프리뷰 (단위: 십억원, %)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17E	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	427.6	435.8	431.3	502.8	450.3	5.3	-10.4	478.6	-5.9
영업이익	19.7	20.7	13.4	23.4	24.2	22.6	3.6	25.3	-4.4
세전이익	24.8	20.3	12.1	15.0	21.8	-11.7	46.1	25.2	-13.3
순이익	18.7	12.0	7.5	27.1	16.6	-11.6	-38.8	17.2	-3.9
영업이익률	4.6	4.8	3.1	4.6	5.4			5.3	
세전이익률	5.8	4.7	2.8	3.0	4.9			5.3	
순이익률	4.4	2.7	1.7	5.4	3.7			3.6	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 세아제강(연결기준) 철강 사업 실적 가정 (단위: 천톤, 십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
생산능력	2,560	2,410	2,410	2,410	603	603	603	603	603	603	603	603
강관	1,880	1,880	1,880	1,880	470	470	470	470	470	470	470	470
판재	530	530	530	530	133	133	133	133	133	133	133	133
생산실적	1,693	1,736	1,736	1,736	381	421	399	491	411	444	404	478
강관	1,199	1,243	1,243	1,243	265	293	278	364	294	315	284	350
가동률%	64%	66%	66%	66%	56%	62%	59%	77%	63%	67%	60%	75%
판재	493	493	493	493	117	128	121	127	117	128	121	127
가동률%	93%	93%	93%	93%	88%	97%	91%	96%	88%	97%	91%	96%
제품별 매출액	1,328	1,373	1,402	1,421	298	335	309	385	323	349	320	382
강관	1,001	1,038	1,059	1,073	223	249	229	300	244	262	237	295
판재	327	335	343	348	75	86	80	85	79	87	82	87

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 세아제강 실적 전망 (단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,797	1,887	1,920	1,936	428	436	431	503	450	485	462	490
매출원가	1,562	1,598	1,608	1,621	371	373	382	435	387	405	394	411
원가율	87%	85%	84%	84%	87%	86%	89%	87%	86%	84%	85%	84%
판관비	159	167	170	171	37	42	36	44	39	47	38	43
판관비율	9%	9%	9%	9%	9%	10%	8%	9%	9%	10%	8%	9%
영업이익	77	122	142	144	20	21	13	23	24	33	29	36
영업이익률	4%	6%	7%	7%	5%	5%	3%	5%	5%	7%	6%	7%
영업외손익	-5	-12	-15	-17	5	-0	-1	-8	-2	-3	-4	-3
금융수익	39	39	41	42	15	7	9	8	10	10	10	10
금융비용	41	45	49	53	11	8	11	12	11	11	11	12
기타영업외손익	-3	-8	-8	-8	1	-1	1	-5	-1	-2	-3	-2
종속및관계기업손익	0	2	2	2	0	0	-1	0	0	0	0	0
세전이익	72	109	127	126	25	20	12	15	22	30	25	32
법인세비용	7	26	31	31	6	8	5	-12	5	7	6	8
법인세율	9%	24%	24%	24%	24%	41%	38%	-81%	24%	24%	24%	24%
당기순이익	65	83	96	96	19	12	8	27	17	23	19	24
지배주주순이익	65	81	94	94	19	12	7	27	16	22	19	24

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 세아제강 사업부문별 실적 전망 (단위: 십억원)

부문별 매출	2016	2017E	2018E	2019E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
강관제조	1,673	1,807	1,844	1,858	377	368	410	519	428	465	443	471
판재제조	327	335	343	348	75	86	80	85	79	87	82	87
강관,판재 도매	205	178	175	175	63	57	48	36	47	44	42	44
소계	2,205	2,321	2,362	2,381	515	511	537	641	554	596	568	603
내부거래	-407	-434	-442	-445	-88	-76	-106	-138	-104	-111	-106	-113
%	-23%	-23%	-23%	-23%	-20%	-17%	-25%	-27%	-23%	-23%	-23%	-23%
총매출	1,797	1,887	1,920	1,936	428	436	431	503	450	485	462	490
부문별 영업이익률												
강관제조	3%	5%	6%	6%	4%	2%	1%	4%	4%	6%	5%	6%
판재제조	7%	5%	5%	5%	5%	8%	7%	8%	5%	3%	7%	7%
강관,판재 도매	-1%	0%	0%	0%	1%	0%	2%	-12%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
소계	3%	5%	6%	6%	3%	3%	2%	4%	4%	5%	5%	6%
내부거래	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-8%	-1%	-1%	-3%	-2%	-1%	-1%
총 영업이익률	4%	6%	7%	7%	5%	5%	3%	5%	5%	7%	6%	7%
부문별 영업이익												
강관제조	47	95	116	116	13	8	6	20	17	28	22	28
판재제조	23	18	19	19	4	7	6	7	4	3	6	6
강관, 판재 도매	-3	0	0	0	1	-0	1	-4	0.0	0.0	0.0	0.0
소계	67	114	135	136	18	15	12	23	21	31	28	34
내부거래	10	8	8	8	2	6	1	1	3	2	1	1
총 영업이익	77	122	142	144	20	21	13	23	24	33	29	36

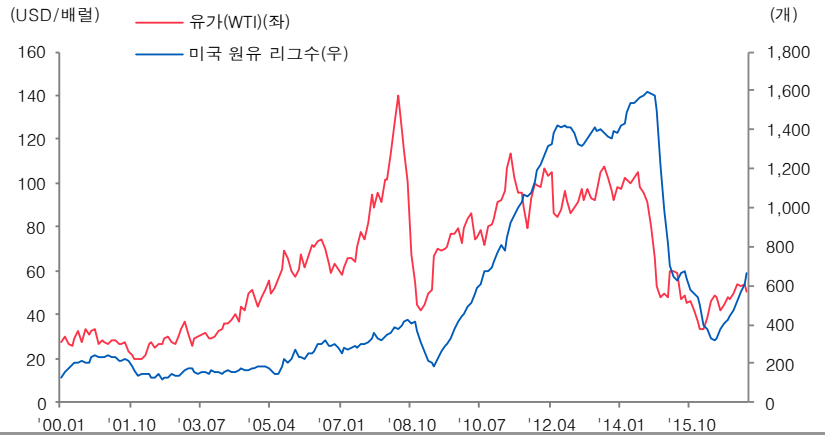
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 미국의 한국산 유정용 강관과 송유관에 대한 관세 부과 사례

날짜	제품	내용
2014년 7월	유정용강관 (원심)	세아제강 반덤핑관세 12.82% 현대제철 반덤핑관세 15.75% 넥스틸 반덤핑관세 9.89% 기타 반덤핑관세 12.82%
2015년 10월	송유관	세아제강 반덤핑관세 2.53%, 상계관세 0.44% 현대제철 반덤핑관세 6.19% 넥스틸 상계관세 0.26%
2016년 10월	유정용강관 (예비판정)	세아제강 기존 12.82%에서 3.8%로 조정 현대제철 반덤핑관세 기존 15.75%에서 5.92%로 조정 넥스틸 반덤핑 관세 기존 9.89%에서 8.04%로 조정 기타 반덤핑관세 기존 12.82%에서 5.92%로 조정
2017년 4월	유정용강관 (최종판결)	세아제강 반덤핑 관세 2.76% 최종판정 현대제철 반덤핑 관세 13.84% 최종판정 넥스틸 반덤핑 관세 24.92% 최종판정 조사 대상 외 기업 반덤핑 관세 13.84% 최종판정

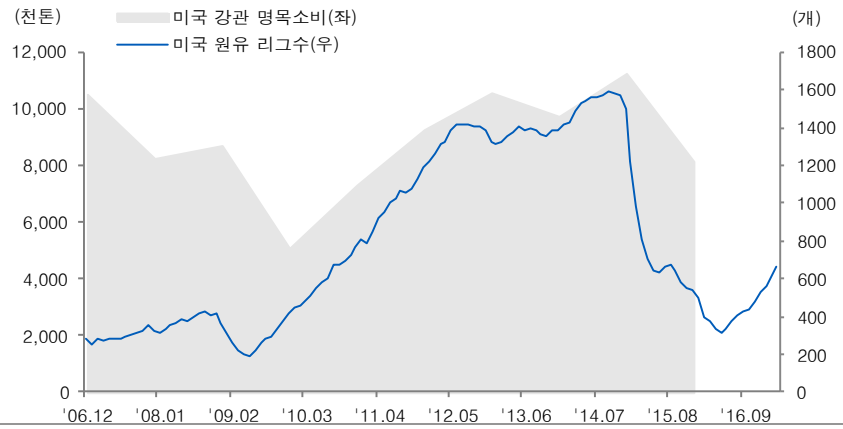
자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 유가 상승 전망 -> 미국 리그수 증가 기대



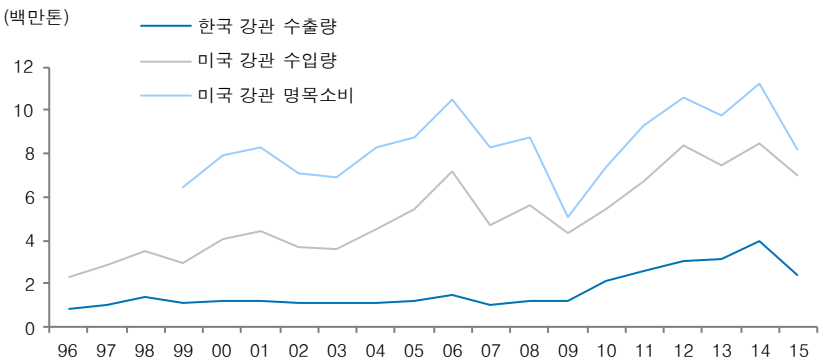
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 미국 리그수 증가 -> 미국 강관 소비 증가할 전망



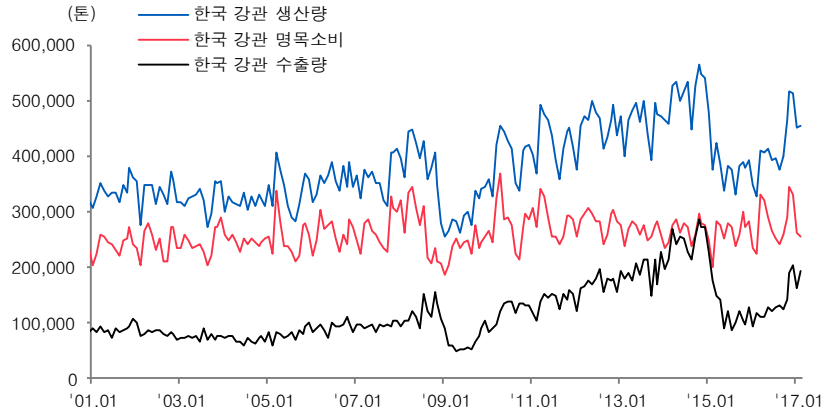
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 미국 강관 명목소비 vs. 미국 강관 수입량 vs. 한국 강관 수출량은 동일한 흐름



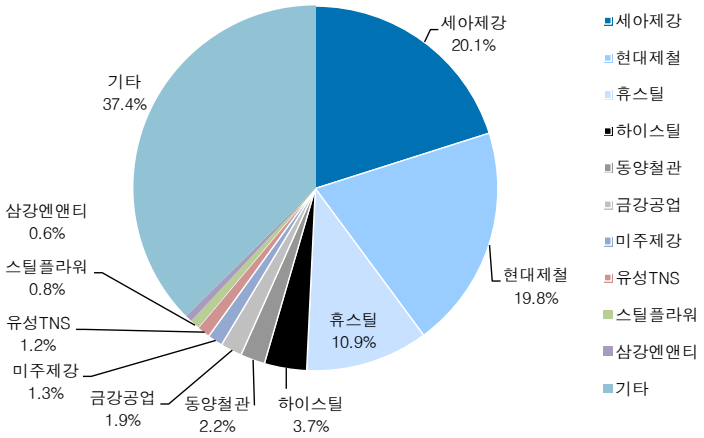
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 한국 강관 생산량, 명목소비, 수출량



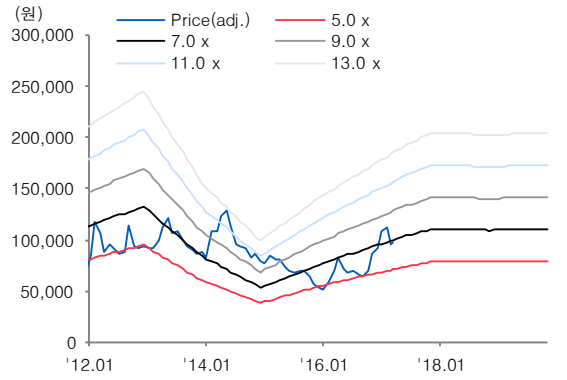
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 2016년 국내 중견 강관사 생산실적 비교



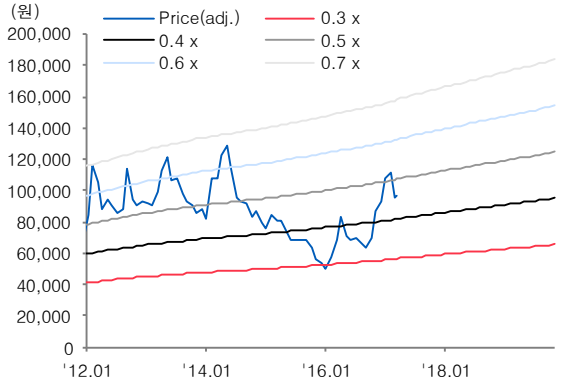
자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 세아제강 PER밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 세아제강 PBR밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표6. 세아제강 목표주가 산정 (단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	자기자본이익률(ROE)	5.9%	6.6%	7.2%	7.6%	7.6%
	배당성향	13.2%	11.1%	9.7%	8.5%	7.9%
	성장률	5.1%	5.9%	6.5%	7.0%	7.0%
	자기자본비용(Cost of Equity)	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
	무위험 이자율(Risk free)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	0.55	0.64	0.72	0.78	0.78
	P/B Valuation	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	주당순자산가치(BPS)	217,956	231,218	246,724	264,565	286,216
	목표 Multiple 가정	0.55	0.64	0.72	0.78	0.78
	자기자본비용(Cost of Equity)	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
	무위험 이자율(Risk free)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	118,803	148,999	177,377	206,483	221,877
	Case 1) 적정주가	170,000	: 2017-21년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	주당순자산가치(BPS)	217,956	231,218	246,724	264,565	286,216
	주당순자산가치의 현재가치	199,593	193,899	189,471	186,055	184,324
	Average PV of BPS (2016-20년)	190,669	: 2016-20년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.5	: 과거 10년간 평균 P/B 적용			
	Case 2) 적정주가	95,000				
	평균 ①, ②	130,000	* 목표주가는 2017년 예상 BPS의 0.6배 수준			

자료: 케이프투자증권

재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,020	1,139	1,255	1,365
현금및현금성자산	87	197	304	404
매출채권 및 기타채권	457	461	466	471
재고자산	415	419	423	427
비유동자산	1,149	1,092	1,040	992
투자자산	110	111	112	113
유형자산	929	871	817	768
무형자산	54	54	54	54
자산총계	2,170	2,231	2,295	2,357
유동부채	601	593	572	552
매입채무 및 기타채무	245	247	250	252
단기차입금	314	294	274	254
유동성장기부채	21	30	27	24
비유동부채	276	275	275	274
사채 및 장기차입금	152	150	148	147
부채총계	878	868	847	827
지배기업소유지분	1,260	1,329	1,411	1,492
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	30	30	30	30
이익잉여금	1,137	1,207	1,289	1,370
기타자본	63	63	63	63
비지배지분	33	34	36	38
자본총계	1,292	1,363	1,448	1,530
총차입금	491	477	452	428
순차입금	369	245	114	-12

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	1,797	1,887	1,920	1,936
증가율(%)	-18.0	5.0	1.8	0.8
매출원가	1,562	1,598	1,608	1,621
매출총이익	236	288	312	315
매출총이익률(%)	13.1	15.3	16.2	16.3
판매비와 관리비	159	167	170	171
영업이익	77	122	142	144
영업이익률(%)	4.3	6.4	7.4	7.4
EBITDA	128	179	194	190
EBITDA M%	7.1	9.5	10.1	9.8
영업외손익	-5	-12	-15	-17
지분법관련손익	0	2	2	2
금융손익	-2	-6	-9	-11
기타영업외손익	-3	-8	-8	-8
세전이익	72	109	127	126
법인세비용	7	26	31	31
당기순이익	65	83	96	96
지배주주순이익	65	81	94	94
지배주주순이익률(%)	3.6	4.4	5.0	4.9
비지배주주순이익	0	2	2	2
기타포괄이익	10	0	0	0
총포괄이익	75	83	96	96
EPS 증가율(%, 지배)	42.5	24.7	16.3	-0.9
이자손익	-8	-9	-9	-10
총외화관련손익	1	-3	-4	-6

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	120	136	146	142
영업에서 창출된 현금흐름	135	165	178	172
이자의 수취	1	2	3	4
이자의 지급	-9	-9	-9	-9
배당금 수입	5	5	5	5
법인세부담액	-12	-26	-31	-31
투자활동 현금흐름	-107	-3	-4	-4
유동자산의 감소(증가)	23	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	2	-1	-1	-1
유형자산 감소(증가)	-121	1	2	3
무형자산 감소(증가)	3	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	-24	-36	-37
사채및차입금증가(감소)	-4	-13	-25	-24
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-10	-10	-12	-12
외환환산으로 인한 현금변동	3	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	4	110	106	101
기초현금	84	87	197	304
기말현금	87	197	304	404
FCF	-2	146	166	172

주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	6,000	6,000	6,000	6,000
시가총액(십억원)	556	529	529	529
주가(원)	92,600	88,200	88,200	88,200
EPS(원)	10,854	13,538	15,748	15,606
BPS(원)	210,321	221,921	235,634	249,109
DPS(원)	1,750	2,000	2,100	2,200
PER(X)	8.5	7.2	6.2	6.2
PBR(X)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	7.5	4.8	3.8	3.2
ROE(%)	5.2	6.2	6.9	6.4
ROA(%)	3.1	3.8	4.3	4.1
ROIC(%)	3.3	5.9	7.1	7.4
배당수익률(%)	1.9	2.3	2.4	2.5
부채비율(%)	67.9	63.7	58.5	54.0
순차입금/자기자본(%)	28.5	18.0	7.9	-0.8
유동비율(%)	169.6	192.2	219.3	247.2
이자보상배율(X)	8.1	12.5	13.5	12.6
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.8
매출채권 회전율	4.1	4.1	4.1	4.1
재고자산 회전율	4.4	4.5	4.6	4.6
매입채무 회전율	6.9	6.5	6.5	6.5

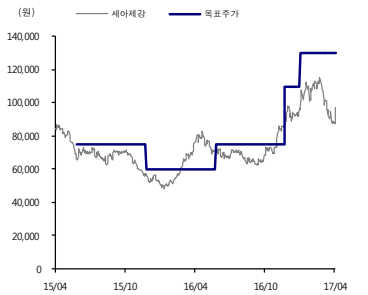
자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

세아제강(003030)

제시일자	2015.06.05	2015.12.03	2016.06.03	2016.11.30	2016.12.05	2017.01.09
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가	75,000원	60,000원	75,000원	110,000원	110,000원	130,000원
제시일자	2017.04.05	2017.04.13				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	130,000원	130,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						

주가 및 목표주가 추이



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(94.38%) · 매도(0%) · 중립(5.62%)	* 기준일 2017.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.