

이현수



(02)3770-5718  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

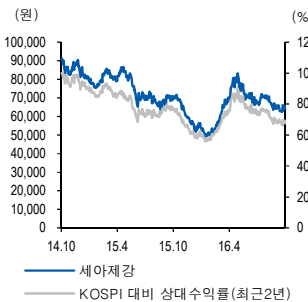
철강

**투자의견: BUY (I)**  
**목표주가: 85,000원 (I)**

주가 (10/04)	65,000원
자본금	300억원
시가총액	3,900억원
주당순자산	205,671원
부채비율	69.00
총발행주식수	6,000,000주
60일 평균 거래대금	4억원
60일 평균 거래량	5,916주
52주 고	83,100원
52주 저	48,000원
외인지분율	12.53%
주요주주	이태성 외 13 인 54.28%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	(3.6)	(7.5)
상대	0.7	(6.4)	(11.4)
절대(달러환산)	3.0	0.4	(0.9)



## 세아제강 (003030)

견혀가고 있는 어둠의 그림자

What's new?

- 분석 개시
- 투자의견 BUY, 목표주가 85,000원
- 목표주가 산정을 위한 적정 PBR 0.4x 적용

Our view

- 미국향 유정관(OCTG) 수출량 점진적 회복 가능
- 미국의 한국산 유정관 반덤핑관세를 인하(2016년 8월)에 따른 SeAH Steel America, Inc. 실적 개선

**다시금 불을 지필 수 있는 해외 수출** 국내 강관 생산업체들의 수출량은 2010년부터 2014년까지 빠른 속도로 증가했다. 해당 기간동안 강관 수출량이 증가할 수 있었던 이유는 2가지이다. 첫째, 국제 원유가격 상승 및 셰일가스에 대한 관심이 높아지며 유전 개발업체들의 에너지용 강관에 대한 수요가 증가했기 때문이다. 둘째, 미국의 중국산 강관에 대한 반덤핑 부과에 따른 수혜가 있었다. 2009~2010년에 걸쳐 미국은 중국산 강관에 대해 반덤핑관세 및 상계관세를 확정지었다. 유정관은 최대 99.1%, 송유관은 최대 101.1%의 반덤핑관세율을 부과받은 중국 강관 생산업체들의 미국향 수출은 사실상 막히게 됐고, 이는 국내 강관 생산업체들에게는 기회로 다가왔다. 그러나, 2014년부터는 상황이 급변했다. 국제 원유가격 하락에 따라 미국 원유 리그 수가 급감하고, 실상가상으로 2014년 7월 미국이 한국산 유정관에 대해 9.9~15.8%의 반덤핑관세율을 확정지었다. 수요감소에 따른 판매량 축소와 반덤핑관세에 따른 원가상승으로 국내 강관 생산업체들은 어려움을 겪기 시작했다.

하지만, 2016년 9월 현재 변화된 모습이 나타나고 있다. 첫째, 유전 개발업체들의 운신 폭이 상당부분 넓어진 것으로 사료된다. 지난 2년 여간 원유 개발업체들의 에너지용 강재 채고 감소 움직임이 마무리된 것으로 판단된다. 이와 함께 원유 개발업체들 또한 지속적인 원가절감을 통해 한계원가라고 할 수 있는 국제 원유가격 수준을 2년 전 대비 낮췄을 것으로 판단되어 유정관을 중심으로 한 에너지용 강관의 수요는 점진적으로나마 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 미국이 한국산 유정관에 대한 반덤핑관세율을 낮추는 결정을 했다. U.S. CIT는 2016년 8월 한국산 유정관에 대한 반덤핑관세율을 4.0~6.5%로 낮추는 판결을 내렸다. 기존 관세율 대비 -5.9%p~-9.3%p 낮아진 것이다.

**투자의견 BUY, 목표주가 85,000원 신규 제시** 2016~2017년 ROE가 4% 수준이 가능할 것으로 추정되는 바, 보수적 관점 하에 적정 PBR을 0.4x로 책정하여 85,000의 목표주가를 제시한다. 2017년 상반기 중에 발표될 것으로 추정되는 미국 강관 반덤핑 연례제침에서 긍정적 결과를 이끌어낼 경우 관세환급 등의 일회성이익도 기대해볼 수 있다. 또한, 향후 대규모 CAPEX에 대한 부담이 없어 이익 창출이 주주환원(배당)으로 이어질 가능성이 있다고 판단된다. 2015년 당기순이익은 감소했지만 DPS는 오히려 증가했다는 점을 고려할 시 주주친화적 정책을 향후에도 예상해볼 수 있다.

분기실적

(억원)	3Q16E	전년동기대비 (%)	전분기대비 (%)	컨센서스	컨센서스대비 (%)
매출액	4,320	-20.6	-0.9	4,236	2.0
영업이익	124	-25.0	-40.3	171	-27.7
세전계속사업이익	110	-20.0	-46.1		
순이익	78	-7.0	-36.3		
영업이익률(%)	2.9	-0.1 %pt	-1.9 %pt	4.0	-1.1 %pt
순이익률(%)	1.8	+0.3 %pt	-1.0 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	24,531	21,917	17,765	18,100
영업이익	1,642	777	757	882
지배주주귀속 순이익	717	457	542	587
증가율	-36.8	-36.3	18.7	8.3
PER	8.3	9.4	7.2	6.6
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.7	6.4	5.5	4.3
ROE	6.5	3.9	4.5	4.7

주: 영업이익=매출총이익-판매비, 자료: 유안타증권

## I. 세아그룹의 모태

### 국내 최대 강관 생산능력 규모 보유업체

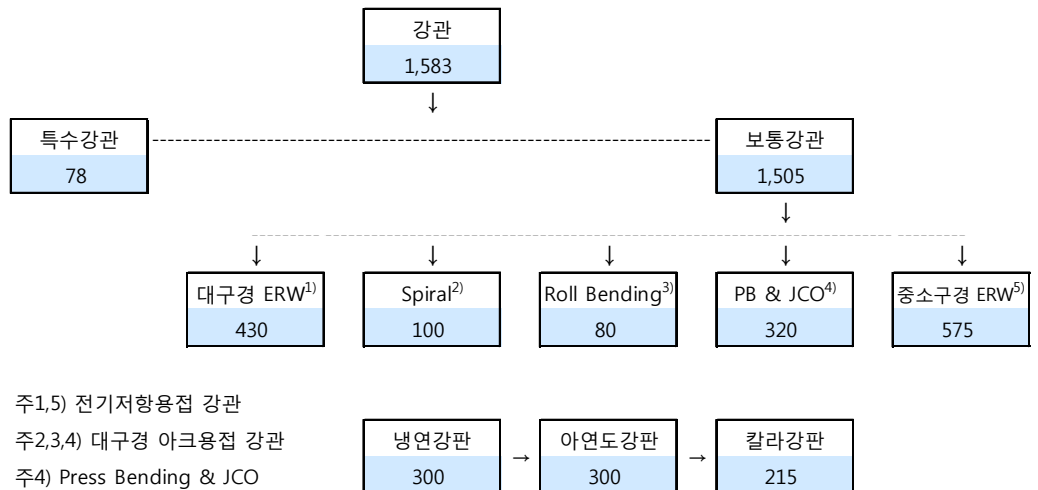
세아제강은 세아그룹의 모태로 지칭될 수 있다. 세아제강은 2001년 7월 1일, 인적분할을 통해 투자부문을 신설법인인 세아홀딩스로 이관하고 제조판매부문을 존속법인이 담당하게 되었다.

2016년 현재, 세아제강이 영위하고 있는 사업 중 주력 사업부문은 강관 및 판재 제조업이다. 특히 강관사업은 국내에서 선두적 위치를 차지하고 있다. 2016년 기준 국내 강관 생산업체들의 생산능력을 비교했을 시, 세아제강이 보유한 강관 생산능력은 국내 최대 규모로 파악된다. 한국철강협회에 따르면, 세아제강의 강관 생산능력은 연산 158만톤으로 그 중 보통강관이 150만톤, 특수강관이 약 8만톤을 차지하고 있다.

강관을 구분하는 방법은 다양하다. 크기에 따라, 용도에 따라, 또는 설비에 따라 다양한 방법으로 구분할 수 있다. 첫 번째로 용접 부위의 유무에 따라 용접강관과 무계목강관으로 구분할 수 있다. 세아제강은 무계목강관은 생산하지 않으며, 용접강관을 주력 품목으로 삼고 있다. 두 번째로 크기에 따라 대구경과 소구경으로 구분 지을 수 있다. 세아제강은 대구경과 소구경 모두 생산한다. 세 번째로 제조방법에 따라 전기저항용접 및 아크용접으로 구분된다. 이 역시 해당 설비들을 모두 보유하고 있다. 아크용접의 경우 설비에 따라 Spiral, Roll Bending, Press Bending & JCO 등으로 구분된다.

세아제강의 경우 단순히 생산능력이 큰 것에 그치지 않고 다양한 강관제품을 생산할 수 있는 제품 포트폴리오를 가지고 있다는 점이 강점으로 작용하고 있다.

[그림-1] 세아제강 강관 및 판재 생산능력 (단위: 천톤)



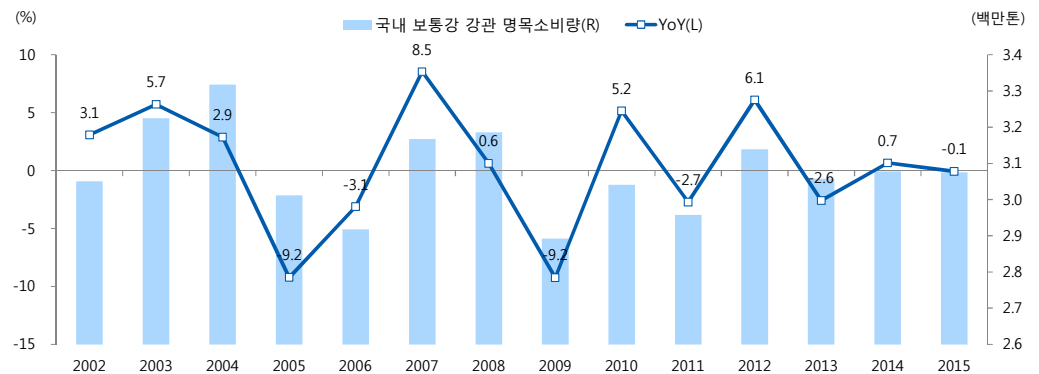
자료: 한국철강협회

## II. 국내 강관업계, 수출이 흥해야 한다

### 1. 정체된 내수 수요를 수출로 극복했었으나...

국내 강관의 실수요가 부문별 출하비중을 살펴보면 건설업이 50%를 상회하고 기타 실수요가 비중은 조선업과 자동차산업이 각각 약 10%로 파악된다. 국내 보통강 강관 명목소비량은 2012년 이후 연간 약 310만톤 가량의 수준을 유지하고 있다. 2015년 명목소비량은 308만톤으로 전년대비 -0.1% 감소했다. 국내 강관 소비는 2000년대 이후 정체를 보이고 있다고 사료된다.

[그림-2] 국내 보통강 강관 명목소비량



자료: 한국철강협회, 주: 명목소비량=생산량+수입량-수출량

2008년 미국발 금융위기 이후 2009년 어려움을 겪던 국내 강관 생산업체들이 찾은 새로운 수요처는 내수가 아닌 수출이었다. 특히, 미국으로 대표되는 북미향 수출에 집중하기 시작했고 이에 따라 성장이 멈춰있던 강관 생산업체들은 수출이라는 새로운 성장동력을 찾게 되었다.

세아제강도 마찬가지였다. 2010년부터 수출량이 급증하며 2012년에는 수출출하가 내수출하를 넘어서기에 이르렀다.

강관 수요를 용도별로 나누어서 살펴본다면 내수는 구조용 및 배관용이, 수출은 유정관 및 송유관이 주력이라 판단된다. 즉, 수출 증가의 1등 공신은 유정관 및 송유관이었다는 결론을 내릴 수 있다.

국내 강관 생산업체들의 유정관 및 송유관 수출이 증가할 수 있었던 이유는 2가지 정도로 압축될 수 있다.

#### 1. 유전 개발 증가

2009년부터 회복하기 시작한 국제 원유가격과 함께 셰일가스에 대한 관심이 증폭되며 유전 개발이 증가하기 시작했다. 이에 따라 미국의 원유 리그 수가 폭발적으로 늘어났으며, 이는 곧 유정관 및 송유관 수요 증가로 이어졌다. 특히, 리그 수 증가와 좀 더 직접적으로 관계가 있는 유정관의 수출 증가가 눈에 띄었다.

[그림-3] 서부텍사스산원유 가격과 미국 원유 리그 수

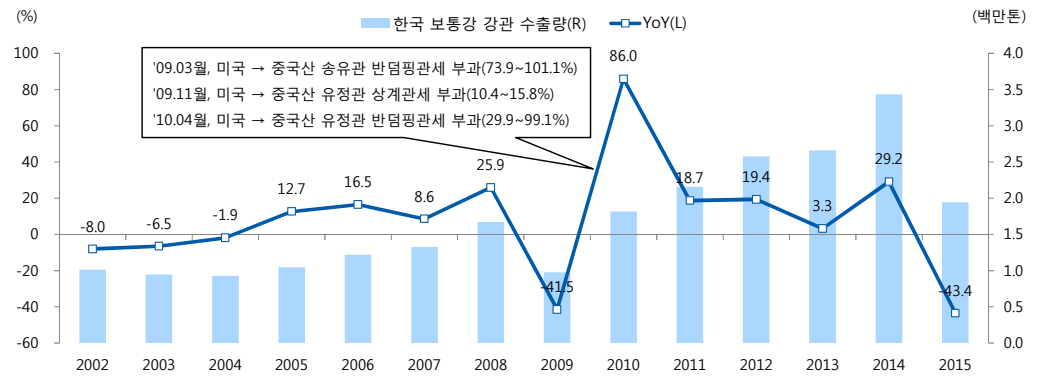


자료: Bloomberg

2. 미국의 중국산 유정관(OCTG) 반덤핑 부과

미국 상무부는 2009년 11월 중국산 유정관에 대해 10.4~15.8%의 상계관세(CVD)를 최종적으로 부과했으며, 2010년 4월에는 같은 중국산 유정관에 대해 29.9~99.1%의 반덤핑관세(AD)를 부과했다. 높은 수준의 반덤핑관세와 상계관세는 중국 강관 생산업체들의 미국향 수출을 제한시키는 역할을 했다.

[그림-4] 한국 보통강 강관 수출량



자료: 한국철강협회, 주: 반덤핑 및 상계관세 부과시점은 미국 상무부의 최종판정 시점

상기 2가지 이유 등으로 인해 국내 강관 생산업체들의 수출량은 유정관을 중심으로 2010년 이후 빠른 속도로 증가했다. 그러나, 2014년을 기점으로 모든 상황이 바뀌게 된다.

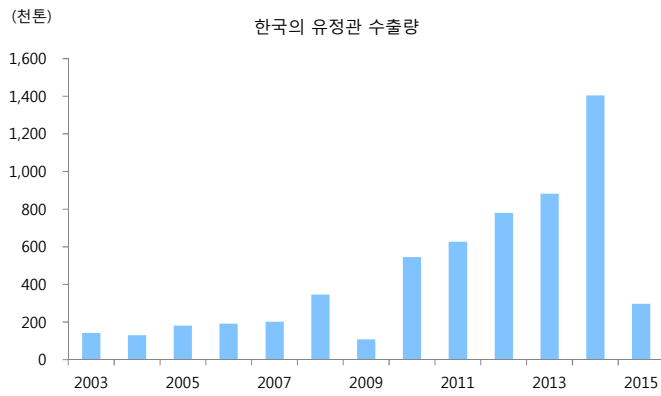
중국산 유정관이 미국으로부터 반덤핑관세 및 상계관세를 부과 받은 후 그 자리를 대체한 것은 한국산 유정관이었다. 미국 강관 생산업체들은 2013년 7월 한국을 비롯한 다수의 국가들로부터 수입되는 유정관에 대해 반덤핑을 제소한다. 이에, 미국 상무부는 2014년 7월 한국산 유정관에 대해 9.9~15.8% 수준의 반덤핑관세를 최종적으로 결정한다. 최종 판정에 앞서 2014년 2월 잠정 판정에서는 반덤핑관세가 부과되지 않았지만 최종 판정은 그 결과를 달리했다.

국제 원유가격 또한 2014년부터 비우호적 환경을 제공했다. 미국의 한국산 유정관 반덤핑관세 최종 판정이 내려졌던 시기(7월)부터 국제 원유가격은 하락하기 시작했다. 배럴당 100달러를 상회하던 서부텍사스산원유는 2015년 1월 절반 수준인 배럴당 50달러까지 하락했다. 국제 원유가격의 하락은 유전 개발 위축으로 이어졌고 이는 곧, 원유 리그 수 감소 그리고 최종적으로는 유정관 및 송유관 등 에너지용 강관들에 대한 수요 감소를 유발시켰다.

결국, 2015년 국내 강관 생산업체들의 유정관 및 송유관 수출량은 감소했다. 유정관과 마찬가지로 송유관 역시 국제 원유가격으로부터 자유로운 것은 아니나 상대적으로 교체 수요 등이 일정한 기간을 두고 발생하기 때문에 수출량 감소 폭이 유정관 대비 작았다. 반면, 유정관은 리그 수와 직접적으로 관련되어 있는 만큼 수출량 감소가 크게 나타났다.

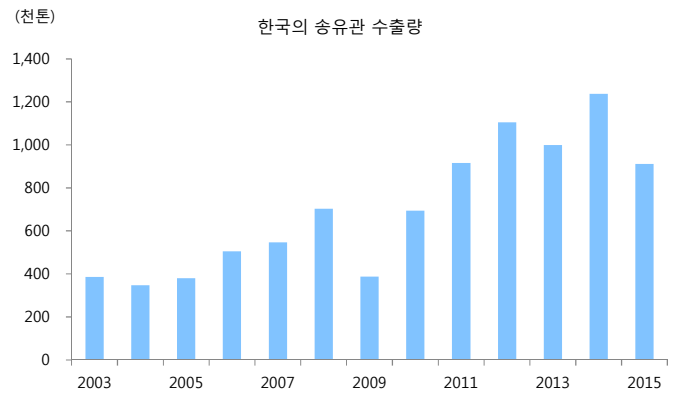
2014년 140만톤에 이르렀던 유정관 수출량은 2015년 30만톤 수준으로 yoy -79% 감소했다. 30만톤은 2008년의 35만톤보다도 적은 수치로 국내 강관 생산업체들에게는 매출 및 이익 측면으로 상당한 부정적인 영향을 미쳤다.

[그림-5] 한국 유정관 수출량



자료: 한국철강협회

[그림-6] 한국 송유관 수출량



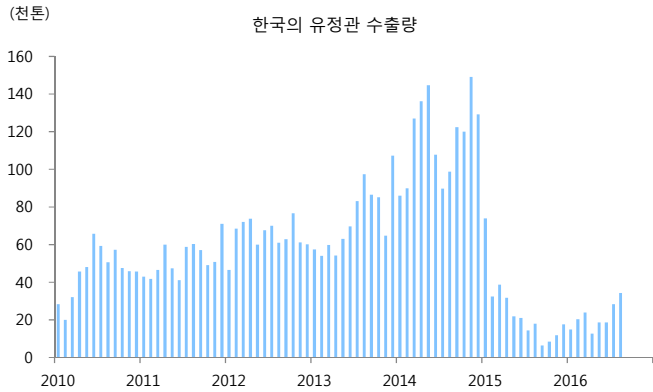
자료: 한국철강협회

## 2. 2016년, 유정관(OCTG) 수출 회복 중

2014년 11월 15만톤에 육박했던 유정관 수출량은 2015년 7월 6천톤 수준까지 급락했다. 그러나, 8월부터 수출량이 회복되기 시작했으며 그 회복세는 2016년 상반기까지 이어지고 있다. 2H15 유정관 수출량은 7.7만톤이었으나, 1H16은 10.9만톤까지 증가하며 2H15 대비 +42% 증가했다. 2H16 들어서도 증가 추세는 계속되고 있다. 7월과 8월은 각각 전월대비 +52%, +21% 증가했다.

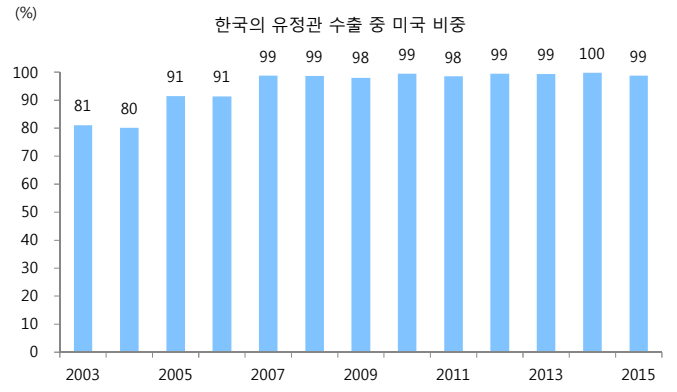
국내 유정관 수출량 증가는 곧, 미국향 수출량 증가와 같다. 한국 유정관 수출의 100%에 가까운 비중이 미국으로 판매되고 있기 때문이다.

[그림-7] 한국 유정관 수출량 (월별)



자료: 한국철강협회

[그림-8] 한국 유정관 수출 중 미국 비중



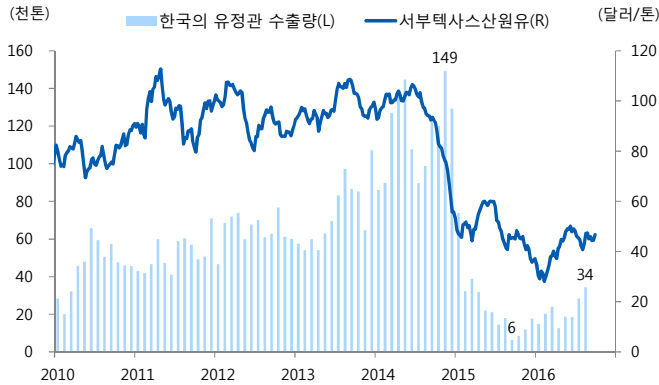
자료: 한국철강협회

서부텍사스산원유는 지난 2월 배럴당 20달러대까지 하락한 바 있다. 9월 중순 현재 40달러 중반대를 기록하고 있다. 단순한 계산으로는 저점대비 약 +100% 이상 상승한 것이지만 유전 개발업체들의 한계원가라는 측면을 고려할 경우 아직까지 유정관 수요를 공격적으로 끌어올릴 수 있는 수준이 아닌 것은 분명하다.

그럼에도 불구하고 미국의 유정관 수요는 서서히 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 첫 번째는, 2014년 중반 이후 급락한 국제 원유가격으로 인해 한계원가를 감당하지 못해 어쩔 수 없이 유전 개발을 지연 및 취소한 업체들이 유정관 재고를 최소한의 수준으로 유지하려 했을 것이다. 약 2년 여의 시간 동안 재고 감축 시행이 이제는 대부분 마무리됐을 것으로 사료되어 이제는 일정부분 재고를 유지하기 위해서 수요가 발생할 여지가 있다. 두 번째는, 같은 시간 동안 유전 개발업체들이 한계원가 수준을 낮추기 위한 노력을 행했을 것으로 사료되어 이와 같은 행위가 2년 전 한계원가라고 생각했던 국제 원유가격 수준을 상당 부분 낮췄을 것이라 판단된다.

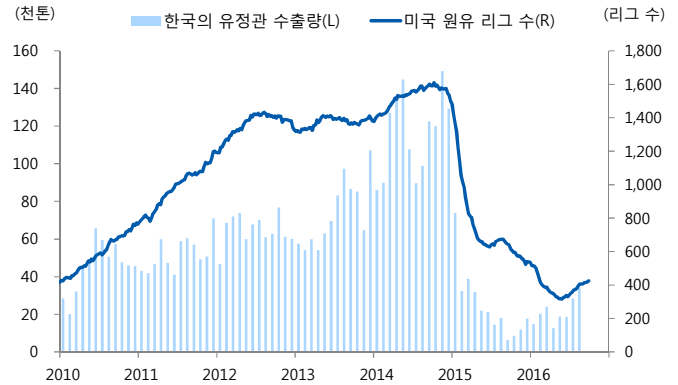
때문에 국제 원유가격이 배럴당 40~50달러 수준에서도 원가 이상의 수익성을 낼 수 있는 경우의 수가 많아졌을 것으로 추정된다. 미국 원유 리그 수는 5월을 기점으로 증가하고 있다. 2015년 하반기 리그 수가 감소하는 국면에서도 수출량은 증가한 바 있다. 향후 리그 수가 추가적으로 증가하는 모습을 나타낸다면 유정관 수요 또한 늘어날 것으로 판단되며, 이는 한국 강관 생산업체들의 수출량 증대로 이어질 것으로 기대된다.

[그림-9] 한국 유정관 수출과 서부텍사스산원유 가격



자료: 한국철강협회, Bloomberg

[그림-10] 한국 유정관 수출과 미국 원유 리그 수



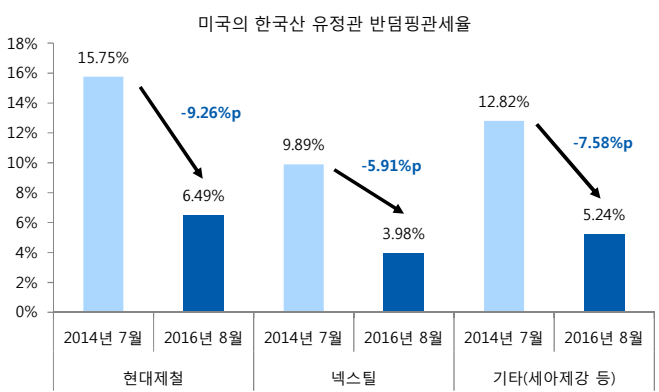
자료: 한국철강협회, Bloomberg

### 3. 미국, 한국산 유정관(OCTG) 반덤핑관세율을 낮춘다

미국 연방 국제 무역 법원(U.S. Court of International Trade)은 지난 2016년 8월, 한국 강관 생산업체들에게 부여된 유정관 반덤핑관세율을 인하하라는 판결을 내렸다. 앞서 언급한 바와 같이 2014년 7월 국내 강관 생산업체들은 9.9~15.8%의 반덤핑관세율을 미국 상무부로부터 부과 받은 바 있다. 이번 미국 연방 국제 무역 법원의 결정으로 인해 국내 강관 생산업체들이 예치해야 할 반덤핑관세가 2016년 8월부터 감소했다.

이번 반덤핑관세율 인하로 인해 국내 강관 생산업체들이 향후 부담할 관세부담은 줄어들 것으로 판단된다. 또한, 2014년 7월 이후에 수출된 유정관에 대해서도 향후 연례재심 등에서 적극적인 대응을 하여 반덤핑관세율 인하 및 미소마진 판정을 받아낼 경우 국내 강관 생산업체들의 부담은 더욱 감소할 것으로 사료된다.

[그림-11] 미국의 한국산 유정관 반덤핑관세율 변화



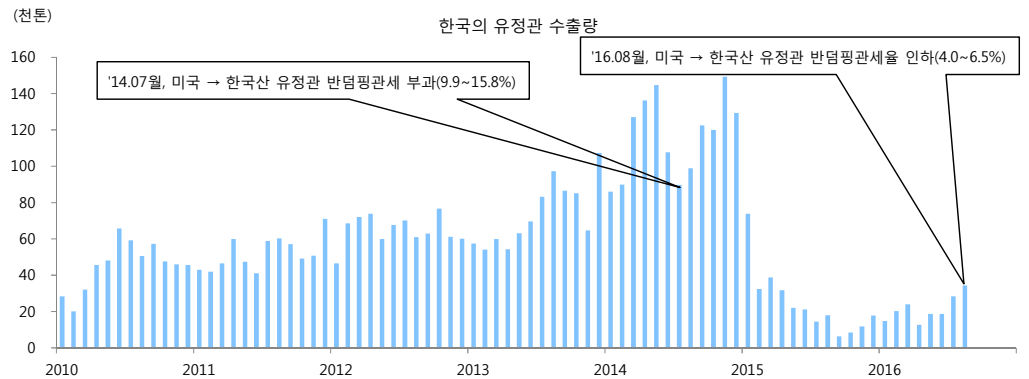
자료: U.S. Department of Commerce

[그림-12] 미국의 한국산 유정관 반덤핑관세 부과 과정

일시	내용	비고
2013년 7월	조사 시작	조사대상 기간(2012.7월~2013.6월)
2014년 2월	미국 상무부 잠정판정	현대제철(구 현대하이스코) 0.0% 넥스틸 0.0% 기타(세아제강 등) 0.0%
2014년 7월	미국 상무부 최종판정	현대제철(구 현대하이스코) 15.75% 넥스틸 9.89% 기타(세아제강 등) 12.82%
2016년 8월	U.S. CIT 관세율 인하 판결	현대제철(구 현대하이스코) 6.49% 넥스틸 3.98% 기타(세아제강 등) 5.24%

자료: U.S. Department of Commerce

[그림-13] 한국 유정관 수출량과 반덤핑관세율 변화



자료: 한국철강협회

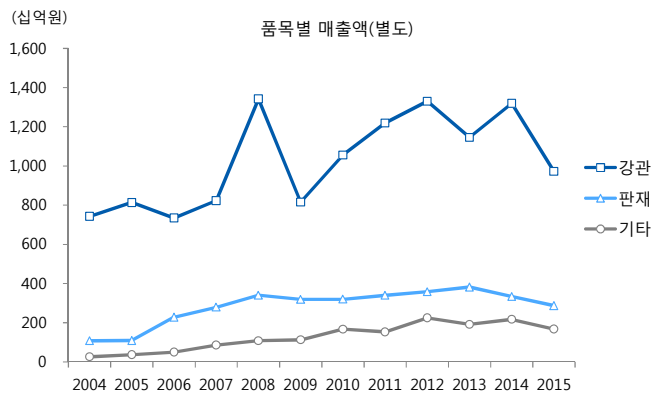
### III. 판재와 해외도 힘을 보탠다

#### 1. 판재, 더 이상 계륵이라 부르지 마라

세아제강이 강관만 생산 및 판매 하고 있는 것은 아니다. 냉연제품류의 판재도 생산 및 판매를 하고 있다. 다만, 강관부문 대비 상대적으로 매출액 규모가 작고 2014~2015년 수익성도 좋지 못했기 때문에 전체 이익에 기여하는 바가 적었던 것이 사실이다.

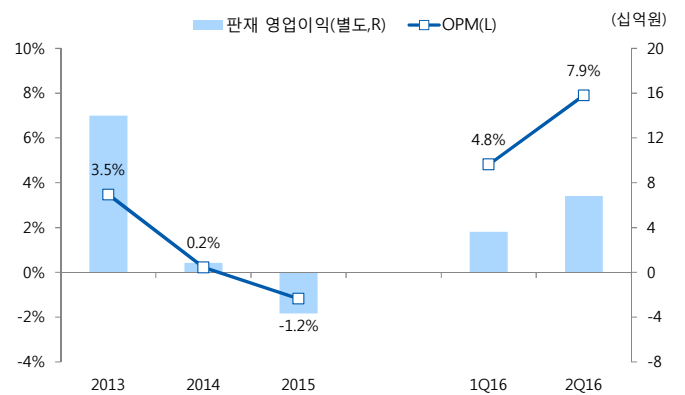
그러나, 2016년 들어 판재부분의 수익성이 개선되고 있다. 가장 주요한 요인은 원재료 조달 측면이다. 이는 강관부문과도 겹치는 부분이다. 강관의 주요 원재료는 열연 및 후판이며, 냉연의 원재료 또한 열연이다. 열연이라는 소재에 대해 구매 루트가 과거 대비 다양해지면서 원가 감소를 이끌어내고 있는 것으로 파악된다. 자동차강관 등의 고부가가치 제품은 아니지만 원가 경쟁력을 확보하며 냉연제품의 수익성 확보에 나서고 있는 모습이다.

[그림-14] 품목별 매출액 (별도)



자료: 금융감독원 전자공시, 주: 영업보고서 기준

[그림-15] 판재 영업이익 (별도)



자료: 금융감독원 전자공시



## 2. 해외, SSA 가 살아난다면?

2016년 6월말 기준, 세아제강의 연결 종속회사는 총 10개사가 있다. 국내에는 종속회사가 존재하지 않으며, 10개사 모두 해외에 거점을 두고 있다. 4개사는 제조 및 판매법인이며, 4개사는 판매법인 그리고 2개사는 투자법인이다.

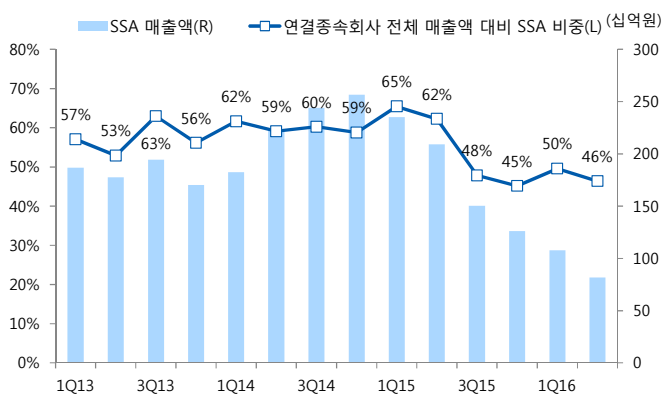
연결 종속회사에서 매출액 규모가 가장 큰 회사는 미국에 위치한 SeAH Steel America, Inc.(이하 SSA)이다. SSA 는 판매법인으로 본사의 제품을 미국 현지에 판매하는 역할을 하고 있다. 본사가 미국으로 수출하는 품목의 대부분이 유정관과 송유관이라는 점을 감안할 시 SSA 역시 해당 품목들에 대한 수요에 따라 매출 및 수익성이 결정지어지게 된다.

2010~2014년까지 약 4% 내외의 순이익률을 기록한 SSA 는 2015년 수익성이 급락하며 순이익률이 0.4% 수준까지 하락했다. 미국 현지의 유정관 및 송유관에 대한 수요 감소가 첫 번째 이유이겠지만 또 다른 이유는 반덤핑관세 때문으로 판단된다.

앞서 언급한 바와 같이 2014년 7월 미국 상무부는 한국산 유정관에 대해 반덤핑관세율을 9.9~15.8%로 책정했다. 세아제강의 경우 12.8%를 부과 받았다. 해당 관세의 경우 SSA 가 예치하며 원가로 인식한 만큼 SSA 의 수익성은 관세율만큼 악화될 수 밖에 없었다.

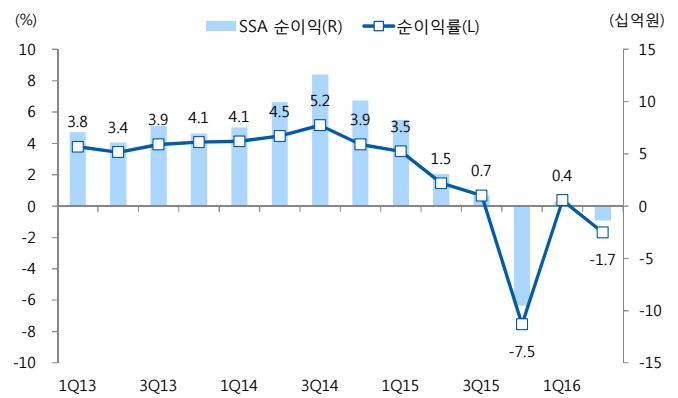
그러나, 2016년 8월 미국 연방 국제 무역 법원(U.S. Court of International Trade)이 관세율 인하를 판결하며 2016년 8월부터는 관세율이 기존 12.8%에서 5.2%로 -7.6%p 하향 조정됐다. 4Q16부터는 관세율 인하 효과가 SSA 실적에 영향을 줄 것으로 예상된다.

[그림-16] SeAH Steel America 매출액



자료: 금융감독원 전자공시

[그림-17] SeAH Steel America 순이익



자료: 금융감독원 전자공시

## IV. 결론

### 투자의견 BUY, 목표주가 85,000원 신규 제시

세아제강[003030]에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 85,000원을 제시하며 분석을 개시한다.

#### 1. 점진적 실적 개선

2014년부터 이어진 국제 원유가격 하락으로 인한 미국의 유정관 및 송유관 수요 감소와 미국의 한국산 유정관 반덤핑 결정이라는 2가지 악재가 소멸 또는 완화되는 국면에 진입했다는 판단이다.

미국 유전 개발업체들의 재고 소진이 마무리되고 한계원가를 낮추는 노력 등을 통해 유정관 수요가 회복될 것으로 예상되고 이에 따라 국내 강관 생산업체들의 미국향 유정관 수출 증가가 가능할 것으로 전망된다.

또한, 2014년 7월 미국 상무부가 부과한 12.8%의 반덤핑관세율이 2016년 8월부터 5.2%로 하향되고 이는 2017년 상반기 중에 결정될 연례재심(2014.7~2015.9 수출분)에 긍정적 영향을 미칠 수 있어 연례재심에서 기존 수출분에 대한 관세가 인하될 경우 환급을 받을 수 있는 가능성도 존재한다.

#### 2. 안정적 재무구조와 배당

향후 대규모 투자가 없어 CAPEX 에 대한 부담도 없으며, 안정적 현금창출 능력을 보유하고 있음에 따라 재무구조 또한 개선세가 이어질 것으로 판단된다. 또한, 2015년 당기순이익이 전년대비 감소했음에도 불구하고 주당배당금(DPS)은 오히려 증가했다. 이와 같은 움직임은 회사의 주주 친화적 정책의 결과라 사료된다.

2016~2017년 ROE 가 4%대 수준이 가능할 것으로 추정되는 바, 목표주가를 산정하기 위한 적정 PBR 은 0.4x 로 책정하고 이에 따라 목표주가는 85,000원을 제시한다. 현 주가 수준(10/4일 종가 65,000원)은 2015년 DPS(1,750원) 기준으로 배당수익률이 2.7%에 이르러 배당주으로써도 매력이 있다는 판단이다.

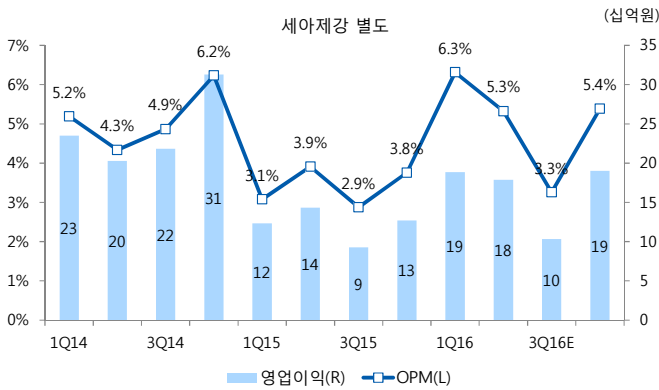
[표-1] 세아제강 연결기준

(단위: 십억원)

	2015	2016E	2017E	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	QoQ	YoY	4Q16E
매출액	2,192	1,776	1,810	569	563	544	515	428	436	432	-0.9%	-20.6%	481
본사	1,426	1,304	1,335	400	366	322	339	298	335	317	-5.5%	-1.5%	353
강관	1,115	980	1,006	-	-	-	-	223	249	236	-5.3%	-	272
판재	311	324	329	-	-	-	-	75	86	81	-6.1%	-	81
해외	1,289	808	814	-	-	-	-	217	176	196	11.8%	-	219
(연결조정)	524	336	339	-	-	-	-	88	76	82	-	-	91
영업이익	78	76	88	22	31	16	9	20	21	12	-40.3%	-25.0%	23
이익률	3.5%	4.3%	4.9%	3.8%	5.4%	3.0%	1.7%	4.6%	4.8%	2.9%	-1.9%p	-0.2%p	4.8%
본사	49	66	72	12	14	9	13	19	18	10	-42.2%	11.6%	19
이익률	3.4%	5.1%	5.4%	3.1%	3.9%	2.9%	3.8%	6.3%	5.3%	3.3%	-2.1%p	0.4%p	5.4%
해외	11	-6	4	-	-	-	-	-1	-3	-2	적지	-	0
이익률	0.9%	-0.8%	0.5%	-	-	-	-	-0.6%	-1.7%	-1.0%	0.7%p	-	0.0%
(연결조정)	-18	-16	-12	0	0	0	0	-2	-6	-4	-	-	-4
세전이익	69	77	83	22	29	14	3	25	20	11	-46.1%	-20.0%	21
이익률	3.1%	4.4%	4.6%	3.9%	5.2%	2.5%	0.6%	5.8%	4.7%	2.5%	-2.1%p	0.0%p	4.5%
순이익	46	52	56	14	19	8	5	19	12	7	-38.6%	-11.2%	14
이익률	2.1%	3.0%	3.1%	2.4%	3.3%	1.5%	1.0%	4.4%	2.7%	1.7%	-1.0%p	0.2%p	3.0%
지배순이익	46	54	59	13	18	8	6	19	12	8	-36.3%	-7.0%	15
이익률	2.1%	3.1%	3.2%	2.3%	3.3%	1.5%	1.2%	4.4%	2.8%	1.8%	-1.0%p	0.3%p	3.2%

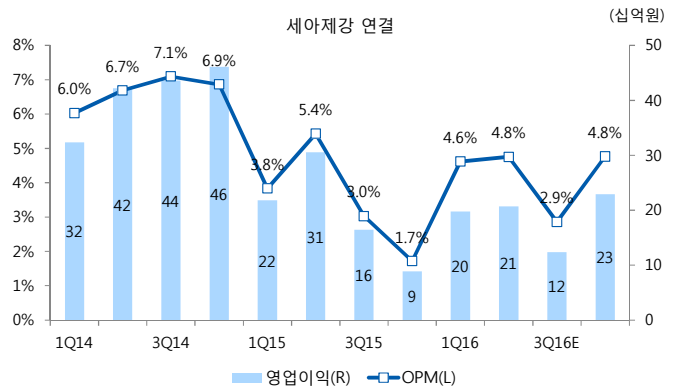
자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 해외부문 매출액 및 영업이익은 연결기준 사업부문별 단순합산 후 본사실적을 차감한 수치

[그림-18] 세아제강 별도 영업이익



자료: 유안타증권

[그림-19] 세아제강 연결 영업이익



자료: 유안타증권



세아제강 (003030) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	24,531	21,917	17,765	18,100	19,041
매출원가	21,029	19,445	15,435	15,620	16,413
매출총이익	3,502	2,472	2,329	2,480	2,628
판매비	1,861	1,695	1,572	1,598	1,681
영업이익	1,642	777	757	882	946
EBITDA	2,109	1,272	1,254	1,345	1,384
영업외손익	-418	-92	18	-47	-31
외환관련손익	-88	-65	39	0	0
이자손익	-115	-106	-71	-47	-31
관계기업관련손익	-242	-41	8	0	0
기타	27	120	42	0	0
법인세비용차감전순이익	1,224	685	775	835	915
법인세비용	458	228	251	276	302
계속사업순이익	765	458	524	559	613
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	765	458	524	559	613
지배지분순이익	717	457	542	587	644
포괄순이익	840	614	472	559	613
지배지분포괄이익	780	593	461	532	583

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	11,993	9,935	9,831	9,769	10,308
현금및현금성자산	1,276	837	818	1,083	1,228
매출채권 및 기타채권	4,464	4,168	4,030	3,852	4,044
재고자산	5,938	4,022	4,051	3,902	4,105
비유동자산	10,857	10,804	10,460	10,178	9,920
유형자산	8,650	8,545	8,215	7,946	7,700
관계기업등 자본관련자산	127	84	91	91	91
기타투자자산	1,052	1,037	992	992	992
자산총계	22,850	20,739	20,291	19,946	20,228
유동부채	8,623	6,160	5,455	4,612	4,338
매입채무 및 기타채무	2,532	2,081	2,098	2,056	2,382
단기차입금	5,413	3,181	2,189	1,389	789
유동성장기부채	527	825	1,031	1,031	1,031
비유동부채	2,481	2,308	2,168	2,168	2,168
장기차입금	363	389	0	0	0
사채	798	499	0	0	0
부채총계	11,103	8,467	7,623	6,781	6,506
자본지분	11,452	11,958	12,348	12,834	13,376
자본금	300	300	300	300	300
자본잉여금	297	297	297	297	297
이익잉여금	10,480	10,837	11,278	11,763	12,306
비지배지분	295	314	319	332	346
자본총계	11,747	12,271	12,668	13,166	13,722
순차입금	5,793	3,534	2,654	1,589	844
총차입금	7,178	4,945	4,044	3,244	2,644

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	83	2,930	1,288	1,451	1,125
당기순이익	765	458	524	559	613
감가상각비	456	481	481	450	426
외환손익	71	10	-32	0	0
종속, 관계기업관련손익	21	-2	-8	0	0
자산부채의 증감	-1,738	1,731	178	353	0
기타현금흐름	508	252	144	89	87
투자활동 현금흐름	-943	-998	-410	-421	-421
투자자산	-874	-3	5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-292	-315	-175	-180	-180
유형자산 감소	2	18	0	0	0
기타현금흐름	221	-698	-240	-241	-241
재무활동 현금흐름	831	-2,396	-1,046	-933	-733
단기차입금	1,837	-2,325	-791	-800	-600
사채 및 장기차입금	-896	44	-123	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-89	-89	-104	-104	-104
기타현금흐름	-21	-26	-28	-29	-29
연결범위변동 등 기타	13	25	150	168	172
현금의 증감	-16	-439	-19	265	145
기초 현금	1,291	1,276	837	818	1,083
기말 현금	1,276	837	818	1,083	1,228
NOPLAT	1,642	777	757	882	946
FCF	-535	2,430	1,012	1,227	891

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

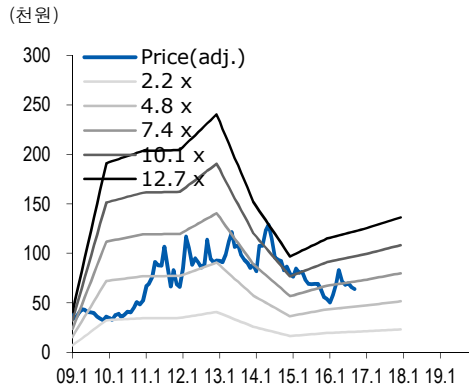
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임

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

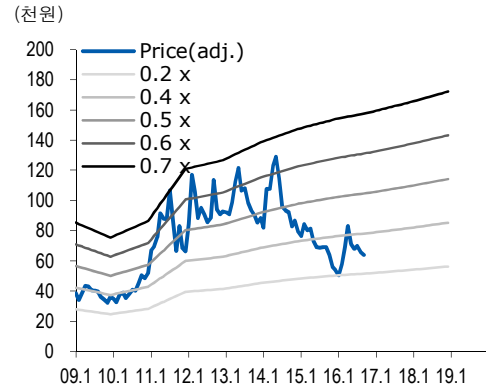
결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
EPS	11,952	7,618	9,040	9,791	10,731
BPS	196,971	205,671	212,392	220,746	230,070
EBITDAPS	35,155	21,203	20,899	22,408	23,064
SPS	408,857	365,276	296,079	301,662	317,350
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
PER	8.3	9.4	7.2	6.6	6.1
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.7	6.4	5.5	4.3	3.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

결산 (12월)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액 증가율 (%)	10.5	-10.7	-18.9	1.9	5.2
영업이익 증가율 (%)	6.2	-52.7	-2.5	16.4	7.3
지배순이익 증가율 (%)	-36.8	-36.3	18.7	8.3	9.6
매출총이익률 (%)	14.3	11.3	13.1	13.7	13.8
영업이익률 (%)	6.7	3.5	4.3	4.9	5.0
지배순이익률 (%)	2.9	2.1	3.1	3.2	3.4
EBITDA 마진 (%)	8.6	5.8	7.1	7.4	7.3
ROIC	6.5	3.2	3.4	4.0	4.4
ROA	3.4	2.1	2.6	2.9	3.2
ROE	6.5	3.9	4.5	4.7	4.9
부채비율 (%)	94.5	69.0	60.2	51.5	47.4
순차입금/자기자본 (%)	50.6	29.6	21.5	12.4	6.3
영업이익/금융비용 (배)	12.7	6.6	9.3	15.4	22.0

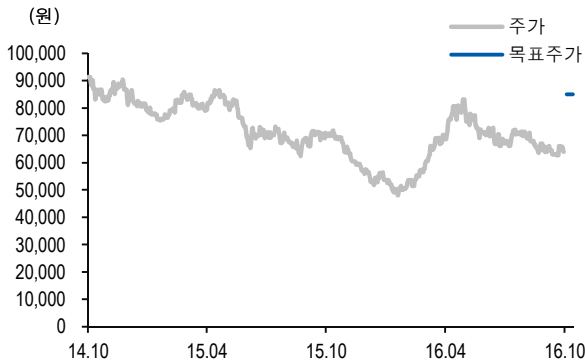
PER Band chart



PBR Band chart



세아제강 (003030) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2016-10-05	BUY	85,000

자료: 유안타증권

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	13.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2016-10-02

※외의 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. (작성사: 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 6~12개월, 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 6~12개월, 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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 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.