

세아창원특수강 콜옵션 행사, 이것은 자신감

목표주가 34,000원, 투자의견 매수 유지

현재주가는 12M Forward 기준 P/B 0.55배, P/E 6.9배 수준이다. 밸류에이션 부담은 없다. 1) 2분기 실적 개선 예상, 2) 해외영업 강화를 통한 수출 확대 가능성, 3) 세아창원특수강 지분강화로 세아창원특수강의 성장 잠재력 재평가 등 긍정적 모멘텀이 기대된다. 향후 세아베스틸의 2가지 성장축은 '수출'과 '세아창원특수강'이 될 전망이다.

세아창원특수강 잔여지분 콜옵션 행사

동사는 지난 7월 1일 포스코가 보유중인 세아창원특수강 지분 719만주(지분을 19.9%)에 대한 콜옵션 행사를 결의했다. 포스코보유지분 전량을 1,668억원에 현금취득할 예정이다. 1분기말 기준 세아베스틸의 별도기준 현금성 자산은 1,560억원에 달하고 분기 600억원 내외의 EBITDA 달성이 가능해 자금 부담은 높지 않을 전망이다. 콜옵션 행사가 마무리되면 세아베스틸의 세아창원특수강 지분은 기존 54.8%에서 74.8%로 상승한다.

세아창원특수강을 향한 확고한 자신감

금번 콜옵션은 1)경영지배력 강화, 2)세아창원특수강 중장기 성장에 대한 확신, 3)선제적 콜옵션을 통한 비용부담(연복리 3.28%) 축소 등에서 긍정적으로 평가된다. 특히, 세아창원특수강의 중장기 성장에 대한 모회사의 자신감이 반영된 것으로 평가된다. 세아창원특수강은 세아그룹 편입 후 1년간 영업이익률 7.1%로 턴어라운드 성공했다. 구매/운영의 시너지, 고수익성 제품 중심의 판매 등으로 EBITDA 1,200억 내외의 실적을 유지할 것으로 추정된다. 이를 토대로 대형실리스, 특수제강 등 중장기 성장을 위한 신규투자에 박차를 가할 전망이다. 세아창원특수강의 역할이 점차 확대될 전망이다.

Fig. 1: 세아베스틸 연결재무제표 요약[연간]

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액 (십억원)	2,202	2,527	2,495	2,620	2,810
영업이익	175	222	191	224	238
세전이익	163	215	176	205	218
순이익[지배]	124	151	115	136	143
EPS (원)	3,444	4,208	3,215	3,793	3,981
증감률 (%)	18.8	22.2	-23.6	18.0	5.0
PER (배)	8.1	6.6	7.8	6.6	6.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.3	6.6	7.8	7.5	7.3
ROE (%)	8.5	10.2	7.6	8.5	8.3
배당수익률	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4

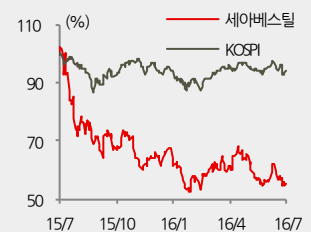
출처: 세아베스틸, BNK투자증권

주: 2015년부터 K-IFRS 연결 기준

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	34,000원
[유지]	
현재주가	25,050원
2016/07/01	

주식지표	
시가총액	898십억원
52주최고가	46,950원
52주최저가	22,750원
상장주식수	3,586만주
자본금/액면가	179십억원 / 5천원
60일평균거래량	8.0만주
60일평균거래대금	2.2십억원
외국인지분율	10.5%
자기주식수	27만주 / 0.7%
주요주주및지분율	
주)세아홀딩스외	65.9%

주가동향



연관철

철강/기계/방산/미래차

gcyoon@bnkfn.co.kr

(02)3215-7502

BNK투자증권 리서치센터

150-711 서울시 영등포구 여의나루로 57

신승센터빌딩 17층

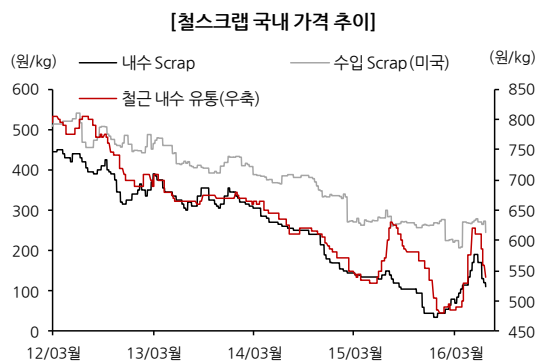
www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: 세아베스틸 매출액 및 영업이익 등 연간 실적 추이

(억원, %, 천톤, 천원/톤)	2013Y	2014Y	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015Y	1Q16	1Q16F	BNK 변경	컨센	3Q16F	4Q16F	2016F	BNK 변경	컨센
[별도실적]																
총 매출액	21,127	22,024	5,356	4,745	4,197	3,962	18,260	3,993	4,614	6.7%	4,332	3,932	3,892	16,431	0.8%	16,605
QoQ			0.6%	-11.4%	-11.5%	-5.6%		0.8%	15.6%		6.5%	-14.8%	-1.0%			
YoY	-3.7%	4.2%	-3.4%	-19.1%	-20.6%	-25.6%	-17.1%	-25.4%	-2.8%			-6.3%	-1.8%	-10.0%		
매출원가	18,887	19,382	4,521	3,955	3,630	3,528	15,635	3,561	4,021	9.4%		3,373	3,297	14,251	1.4%	
판매비	800	889	234	224	212	217	887	209	222	0.5%		213	213	856	-2.4%	
영업이익	1,439	1,753	600	566	355	216	1,738	223	371	-12.8%	359	347	382	1,323	-3.9%	1,200
QoQ			17.0%	-5.7%	-37.3%	-39.1%		3.2%	66.1%			-6.3%	10.1%			
YoY	-16.3%	21.8%	84.7%	8.3%	-9.2%	-57.8%	-0.8%	-62.8%	-34.6%			-2.3%	76.7%	-23.9%		
영업이익률	6.8%	8.0%	11.2%	11.9%	8.5%	5.5%	9.5%	5.6%	8.0%		8.3%	8.8%	9.8%	8.1%		7.2%
당기순이익	1,040	1,237	431	415	252	101	1,199	232	253	-14.2%	253	243	260	988	-3.9%	934
												QoQ				
특수강 판매량	1,952	2,073	524	509	451	439	1,923	463	520	2.8%	12.3%	461	449	1,892	-0.9%	
QoQ			5.4%	-2.9%	-11.4%	-2.7%		5.5%	12.3%			-11.4%	-2.6%			
YoY	7.0%	6.2%	1.1%	-8.1%	-10.3%	-11.9%	-7.2%	-11.8%	2.1%			2.2%	2.3%	-1.6%		
												QoQ				
특수강 ASP	1,028	1,003	962	885	875	838	893	800	808	-0.5%	1.0%	810	820	809	-0.1%	
QoQ			-4.2%	-8.0%	-1.1%	-4.2%		-4.5%	1.0%			0.2%	1.2%			
YoY	-10.0%	-2.4%	-4.9%	-11.6%	-12.3%	-16.5%	-11.0%	-16.8%	-8.7%			-7.5%	-2.2%	-9.4%	0.9%	
[연결실적]																
매출액			5,356	7,463	6,526	5,922	25,267	6,051	6,761	3.3%	6,627	6,036	6,101	24,949	-0.4%	25,331
QoQ				39.3%	-12.5%	-9.3%		2.2%	11.7%		2.0%	-10.7%	1.1%			
YoY								13.0%	-9.4%			-7.5%	3.0%	-1.3%		
영업이익			559	803	550	311	2,223	355	531	-8.4%	534	493	533	1,913	-2.7%	1,856
QoQ				43.5%	-31.6%	-43.3%		14.2%	49.5%			-7.1%	8.0%			
YoY								-36.4%	-33.8%			-10.2%	71.2%	-13.9%		
영업이익률			10.4%	10.8%	8.4%	5.3%	8.8%	5.9%	7.9%		8.1%	8.2%	8.7%	7.7%		7.3%
당기순이익(지배)			612	470	320	108	1,509	253	307	-11.0%	310	288	305	1,153	-3.2%	1,117

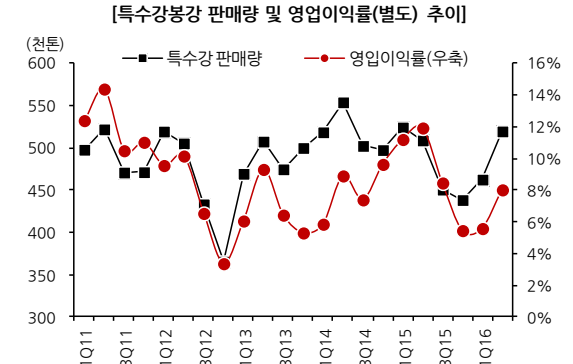
주: 2015년부터 K-IFRS 연결기준
출처: 세아베스틸, BNK투자증권

Fig. 3: 2분기 철스크랩 가격 강세 후 조정



출처: 한국철강신문, BNK투자증권

Fig. 4: 판매량 회복으로 2분기 수익성 개선 전망



출처: 세아베스틸, BNK투자증권

Fig. 5: 세아창원특수강 지분 콜옵션 내용

구분	내용	비고
콜옵션대상	POSCO 보유지분 전부	
취득주식수	7,190 천주	
취득금액	1,668 억원	
이사회 결의일	2016-07-01	
취득예정일자	2016-09-28 Deal Closing 기준	

[콜옵션 관련 주요 사항]

1) 취득금액 산정

최종 1주당 매매가액 x 잔여주식 X 연복리 3.285%
 최종 1주당 매매가액 = 22,250원/주

2) 취득방법 - 현금취득

[참고] - 자산양수도 계약 당시(2015.03)의 주요 사항

1. 이익공유(Earn-Out)

계약의 최종 완료 후, 향후 3개년의 연평균 EBITDA가 일정금액을 초과할 경우
 약정된 차후정산 매매대금이 추가 지급 가능

2. 풋옵션/콜옵션

1) 풋옵션

권리자 - 포스코

대상 - 포스코특수강지분 719만주(20%) 전부(일부행사 불가)

포스코가 보유하는 포스코특수강 지분 20%에 대해 매수청구권 보유

행사기간 - 거래 종결일로부터 만 5년이 경과한 날부터 3개월

2) 콜옵션

권리자 - 세아베스틸

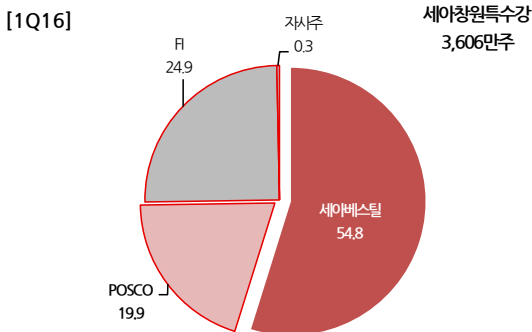
대상 - 포스코특수강지분 719만주(20%) 전부(일부행사 불가)

포스코 보유 지분에 대한 매도청구권 보유

행사기간 - 종결일로부터 만 1년이 경과한 날 이후

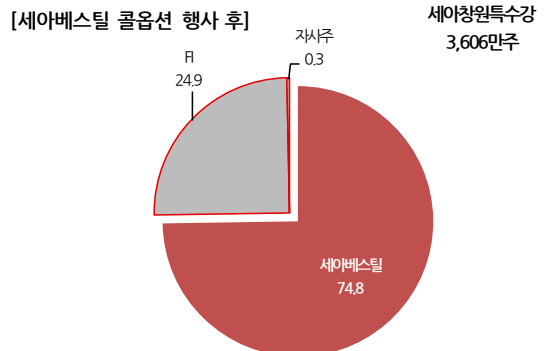
출처: 세아베스틸, BNK투자증권

Fig. 6: 1Q16 기준 세아창원특수강 지분 구성



출처: 세아창원특수강, BNK투자증권

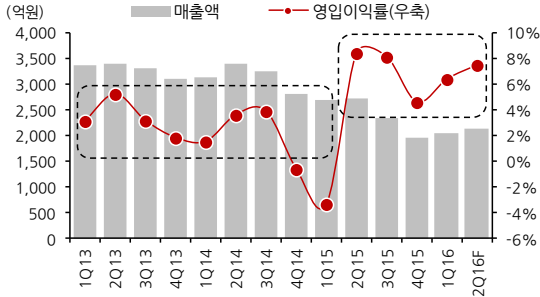
Fig. 7: 콜옵션 행사 후 세아베스틸 지분율 74.8%



출처: 세아창원특수강, BNK투자증권

Fig. 8: 세아그룹 편입이후 수익성 개선세 유지

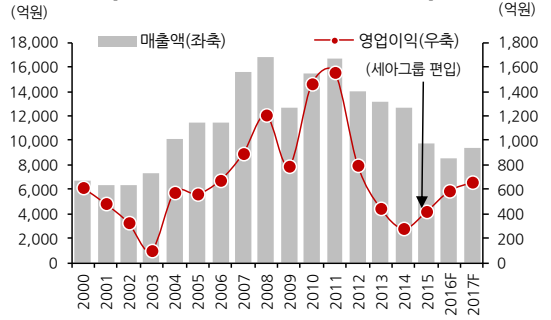
[세아창원특수강 분기 매출액과 영업이익률 추이]



출처: 세아창원특수강, BNK투자증권

Fig. 9: 세아창원특수강 실적 회복세 지속 전망

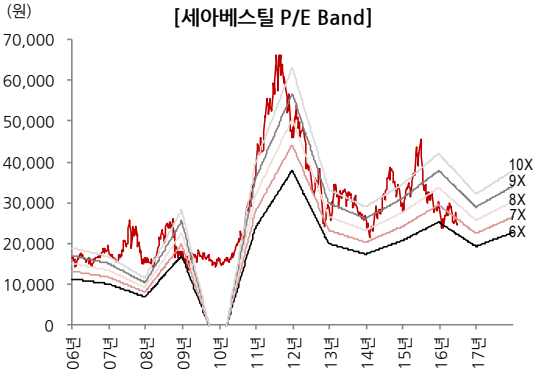
[세아창원특수강 연간 실적 추이 및 전망]



출처: 세아창원특수강, BNK투자증권

Fig. 10: P/E Band

[세아베스틸 P/E Band]



출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 11: 12M Fwd P/E 추이

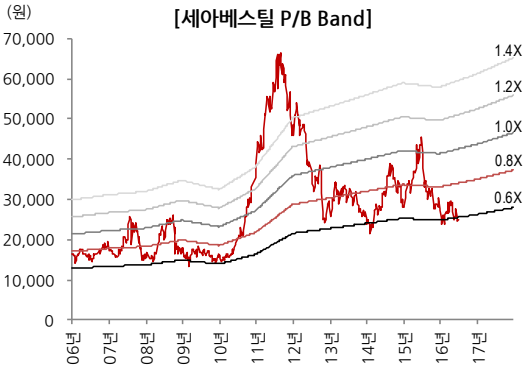
[12M Fwd. P/E]



출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 12: P/B Band

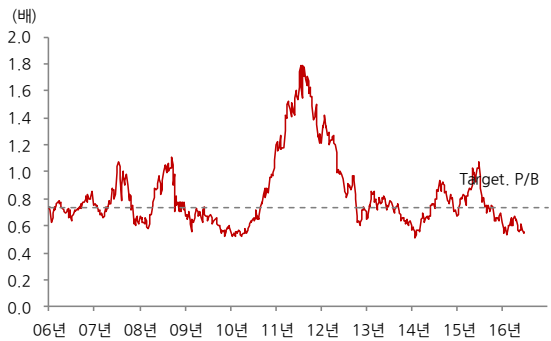
[세아베스틸 P/B Band]



출처: WiseFn, BNK투자증권

Fig. 13: 12M Fwd P/B 추이

[12M Fwd. P/B]



출처: WiseFn, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,140	1,174	1,279	1,412	1,502
현금성자산	262	118	211	214	211
매출채권	309	308	339	381	410
재고자산	488	738	707	793	855
비유동자산	1,285	2,420	2,490	2,619	2,754
투자자산	30	61	59	63	67
유형자산	1,203	2,317	2,390	2,515	2,648
무형자산	4	10	10	9	8
자산총계	2,425	3,594	3,769	4,031	4,256
유동부채	521	596	630	675	706
매입채무	102	154	177	198	214
단기차입금	110	90	130	130	130
비유동부채	404	1,082	1,128	1,230	1,300
사채및장기차입금	363	684	734	794	834
부채총계	925	1,677	1,758	1,905	2,006
지배기업지분	1,500	1,473	1,556	1,661	1,772
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	309	309	309	309	309
이익잉여금	982	1,095	1,176	1,276	1,383
비지배지분	0	443	454	465	478
자본총계	1,500	1,917	2,011	2,126	2,250
총차입금	693	1,040	1,059	1,121	1,161
순차입금	415	921	836	893	935

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	245	354	244	179	204
당기순이익	0	165	126	147	156
비현금비용	124	191	183	168	174
감가상각비	92	133	90	76	78
비현금수익	-6	-30	-29	-2	-1
자산및부채의증감	8	30	28	-43	-31
매출채권감소	12	99	-34	-41	-30
재고자산감소	37	15	31	-86	-62
매입채무증가	-21	-56	24	22	15
법인세환급(납부)	-32	-38	-46	-58	-62
투자활동현금흐름	-99	-442	-184	-202	-211
유형자산증가	-29	-82	-174	-200	-210
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	0	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	111	-56	-2	26	4
차입금증가	144	1,040	19	62	40
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-36	-36	-36	-36
기타	-1	-1,061	15	0	0
현금의증가	257	-145	93	3	-3
기말현금	262	118	211	214	211
총현금흐름(GCF)	118	327	280	312	329
잉여현금흐름(FCF)	216	272	70	-21	-6

출처: 사업보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원, %)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,202	2,527	2,495	2,620	2,810
매출원가	1,938	2,193	2,192	2,283	2,455
매출총이익	264	334	303	337	355
매출총이익률	12.0	13.2	12.1	12.9	12.6
판매비와관리비	89	112	111	113	117
판매비율	4.0	4.4	4.5	4.3	4.2
영업이익	175	222	191	224	238
영업이익률	8.0	8.8	7.7	8.5	8.5
EBITDA	267	356	282	299	316
영업외손익	-12	-7	-15	-19	-20
금융이자손익	-17	-30	-31	-31	-32
외화관련손익	1	1	-1	-1	-2
기타영업외손익	4	22	17	14	14
세전이익	163	215	176	205	218
세전이익률	7.4	8.5	7.1	7.8	7.7
법인세비용	40	50	50	58	62
법인세율	24.4	23.3	28.4	28.4	28.4
계속사업이익	124	165	126	147	156
당기순이익	124	165	126	147	156
당기순이익률	5.6	6.5	5.1	5.6	5.5
지배기업순이익	124	151	115	136	143
지배기업순이익률	5.6	6.0	4.6	5.2	5.1
총포괄손익	113	161	130	151	160

주요투자지표

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS (원)	3,444	4,208	3,215	3,793	3,981
SPS	61,412	70,457	69,569	73,049	78,362
BPS	42,142	41,386	43,726	46,657	49,778
CFPS	3,285	9,106	7,811	8,711	9,160
EBITDAPS	7,449	9,916	7,854	8,344	8,817
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER (배)	8.1	6.6	7.8	6.6	6.3
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	8.5	3.0	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	5.3	6.6	7.8	7.5	7.3
배당성향 (%)	28.8	21.6	28.2	24.3	22.9
배당수익률	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4
매출액증가율	4.2	14.7	-1.3	5.0	7.3
영업이익증가율	21.8	26.8	-13.9	16.9	6.4
순이익증가율	18.8	33.6	-23.5	16.2	6.1
EPS증가율	18.8	22.2	-23.6	18.0	5.0
부채비율 (%)	61.6	87.5	87.4	89.6	89.1
차입금비율	46.2	54.3	52.7	52.7	51.6
순차입금/자기자본	27.6	48.0	41.6	42.0	41.6
ROA (%)	5.3	5.5	3.4	3.8	3.8
ROE	8.5	10.2	7.6	8.5	8.3
ROIC	N/A	5.5	4.4	5.0	5.0

주: K-IFRS 연결기준('15년 이전은 별도기준), 2016/07/01 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6M)
세아베스틸 (001430)	14/06/08	매수	35,000원
	14/07/29	매수	38,000원
	15/05/11	매수	46,000원
	15/07/23	매수	48,000원
	15/10/15	매수	44,000원
	16/01/04	매수	38,000원
	16/02/01	매수	34,000원
	16/04/29	매수	34,000원
	16/07/04	매수	34,000원

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



BNK 투자증권

투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2016. 3. 31기준) / 매수(Buy) 95%, 보유(Hold) 5%, 매도(Sell) 0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / ☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<서울본사>

서울시 영등포구 여의나루로 57(여의도동) 신송센터빌딩 16층, 17층 / ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-2998

<사상지점>

부산시 사상구 사상로 5(주례동) 부산은행 사상지점 1층 / ☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / ☎ 055-290-7100 / Fax. 055-290-7199

<울산영업부>

울산광역시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / ☎ 052-271-6117 / Fax. 052-271-6111

BNK 금융그룹